



**การศึกษาตัวแปรบ่งชี้พัฒนาทางการเงิน
ในหลักทรัพย์จดทะเบียนซึ่งถูกประกาศให้เป็น
หลักทรัพย์ที่มีการแลกเปลี่ยนมือสูง**

**A study of Turnaround Financial Determinants
on SET Listed Companies Announced
to be Turnover List**

**รองศาสตราจารย์ ดร.ภัทรกิตต์ เนตินิยม
ภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ
มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
E-mail: fbuspan@ku.ac.th**



ความสำคัญ ที่มาของปัญหา และสมมติฐานการศึกษา

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และ
ตลาดหลักทรัพย์ (ตลท.) กำหนดประเภทบัญชีการซื้อขาย
หลักทรัพย์เป็น 3 ประเภท

- (1) บัญชีเงินสด (Cash Account)
- (2) บัญชีวางเงินล่วงหน้า (Cash Balance Account)
- (3) บัญชีกู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์ (Credit Balance Account)



(1) บัญชีเงินสด (Cash Account)

เป็นบัญชีที่ต้องชำระค่าหลักทรัพย์เต็มจำนวนด้วยเงินสด หลังทำการซื้อหลักทรัพย์ โดยผู้ลงทุนจะต้องฝากเงินหรือหุ้นเพื่อเป็นหลักประกันในสัดส่วนร้อยละ 20 ของวงเงินการซื้อขายที่ได้

กรณีที่ผู้ลงทุนฝากเป็นเงินสดจะได้รับดอกเบี้ยตามที่บริษัทหลักทรัพย์กำหนด ผู้ลงทุนมีหน้าที่ต้องจ่ายค่าซื้อหลักทรัพย์ภายใน 3 วันทำการนับจากวันที่ซื้อหลักทรัพย์โดยการตัดเงินผ่านบัญชีเงินฝากธนาคารอัตโนมัติ (ATS)

ส่วนในกรณีที่ขายหลักทรัพย์ผู้ลงทุนจะได้รับชำระค่าขายหลักทรัพย์ในวันทำการที่ 3 นับจากวันที่ขายหลักทรัพย์ โดยไม่รวมวันหยุดราชการ



(2) บัญชีวางเงินล่วงหน้า (Cash Balance)

เป็นบัญชีที่ผู้ลงทุนสามารถซื้อหลักทรัพย์ภายในวงเงินตามหลักประกันเงินสดที่ฝากไว้กับบริษัทหลักทรัพย์ ทั้งนี้ผู้ลงทุนจะได้รับดอกเบี้ยเงินฝากจากหลักประกันตามที่บริษัทฯ กำหนดเช่นเดียวกับบัญชีเงินสด โดยอำนาจซื้อของผู้ลงทุนจะเพิ่มขึ้น จากการขายหลักทรัพย์ หรือการฝากเงินสดเพิ่ม สำหรับการชำระราคาซื้อหลักทรัพย์ บริษัทจะทำการ หักจากเงินหลักประกันของลูกค้ำในวันทำการที่ 3 ถัดจากวันที่ซื้อ (T+3)

ส่วนค่าขายหลักทรัพย์บริษัทจะนำเงินค่าขายหลักทรัพย์สุทธิบวกทบกลับเข้าไปในบัญชีหลักประกันของลูกค้ำในวันทำการที่ 3 นับจากวันที่ขาย (T+3)



(3) บัญชีกู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์ (Credit Balance Account)

เป็นบัญชีที่มีรูปแบบการให้บริการกู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์ ซึ่งผู้ลงทุนต้องนำเงินสดหรือหุ้นมาวางเป็นหลักประกันการชำระหนี้กับบริษัทหลักทรัพย์ก่อนทำการซื้อหลักทรัพย์ ตามสัดส่วนที่บริษัทหลักทรัพย์กำหนด เช่น หากกำหนดสัดส่วนที่ร้อยละ 70 ของวงเงินกู้ หมายความว่าสำหรับการซื้อหุ้น 100 บาท ผู้ลงทุนต้องออกเงินตัวเอง 70 บาท และกู้ยืมเงินบริษัทหลักทรัพย์ได้จำนวน 30 บาท โดยบริษัทหลักทรัพย์จะคำนวณมูลค่าหลักประกันทุกวัน

หากมูลค่าหลักประกันลดลงถึงระดับหนึ่ง ผู้ลงทุนจะถูกเรียกให้มาวางหลักประกันเพิ่ม เพื่อรักษาสถานภาพทางบัญชีไว้ (Maintenance Margin) แต่หากผู้ลงทุนไม่สามารถเพิ่มหลักประกันได้ บริษัทหลักทรัพย์จะทำการขายหลักประกันเพื่อลดความเสี่ยงของบริษัทสมาชิก (Force Sale)



มาตรการควบคุม

ก.ล.ต.ได้กำหนดมาตรการเพื่อควบคุมการเก็งกำไรในหลักทรัพย์โดยกำหนดให้มีรายชื่อ กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีการแลกเปลี่ยนกันสูง (Turnover List) เพื่อป้องกันการทำราคาหลักทรัพย์

อาจส่งผลให้มีการเก็งกำไรในหลักทรัพย์นั้นๆ จนอาจทำให้เกิดความเสียหายแก่ตลาดทุนโดยรวม โดยบริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ต้องรายงานการซื้อขายหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม Turnover List

ขณะที่ ตลท.ได้นำข้อมูลดังกล่าวมาใช้อ้างอิง เพื่อจัดทำหลักเกณฑ์ให้บริษัทหลักทรัพย์กำหนดวิธีปฏิบัติ สำหรับประเภทบัญชีเงินวางล่วงหน้าเพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์ ป้องกันไม่ให้นักลงทุนรายย่อยได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ



มาตรการควบคุม (ต่อ)

ก.ล.ต.และ ตลท. ได้ออกข้อกำหนดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ Turnover List เพื่อใช้เป็นมาตรการกำกับดูแลป้องกันการทำราคาหลักทรัพย์ และเป็นดัชนีชี้เตือนภาวะการเก็งกำไร จากการซื้อขายที่ผิดปกติ ซึ่งอาจก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อการชำระเงินค่าซื้อหลักทรัพย์ของระบบโดยรวม

ทั้งนี้ ได้ประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่เป็น Turnover List ผ่านทางเว็บไซต์ของ ก.ล.ต. และ ตลท. ภายในเย็นวันทำการสุดท้ายสำหรับการซื้อขายประจำสัปดาห์โดยกำหนดหลักเกณฑ์ของ Turnover List ไว้ ดังนี้

(1) มี PE ratio มากกว่า 100 เท่า หรือ ขาดทุน หรือเป็นบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนกิจการ

(2) อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายต่อสัปดาห์ (1W -Turnover) มากกว่าร้อยละ 30 และ มูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันในรอบสัปดาห์ มากกว่า 100 ล้านบาทต่อวัน



มาตรการควบคุม (ต่อ)



องค์ประกอบของเงื่อนไข กลุ่มหลักทรัพย์ ที่ต้องซื้อขายด้วยบัญชี
วางเงินล่วงหน้า

(1) มี PE ratio มากกว่า 50 เท่า หรือ ผลประกอบการขาดทุน

(2) อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายต่อสัปดาห์ (1W-Turnover)
มากกว่าร้อยละ 50 และ มูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันในรอบสัปดาห์มากกว่า 100
ล้านบาทต่อวัน

ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบเกณฑ์ Turnover List ของ ก.ล.ต. จะพบว่า
เกณฑ์ของ ตลท. มีความยืดหยุ่นกว่าในเรื่องของอัตราส่วน P/E แต่เข้มงวด
มากกว่าในกรณีของร้อยละการซื้อขายของ Free Float

ผลของการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ต้องซื้อขายด้วยบัญชี
วางเงินล่วงหน้าของ ตลท. ส่งผลให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องจำกัดให้ผู้ลงทุน ทำ
การซื้อขายในบัญชีวางเงินล่วงหน้า (Cash Balance) เท่านั้น เป็นระยะเวลา 3
สัปดาห์

หมายเหตุ: อ้างอิงตามเกณฑ์ที่ประกาศใช้ช่วงระยะเวลาที่ศึกษา



มาตรการ Cash Balance ของ ตลท.



1. อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายต่อสัปดาห์ (1W-Turnover) กำหนดจาก

$$1W\text{-Turnover} = \frac{\text{มูลค่าซื้อหุ้นเฉลี่ยต่อวันในรอบสัปดาห์} \times \text{จำนวนวันซื้อขาย} \times 100}{\% \text{Free Float} \times \text{Market Capitalization} \text{ ของหุ้นเฉลี่ยต่อวันในรอบสัปดาห์}} \rightarrow \text{สมการที่ 1}$$

โดย

$$\% \text{Free Float} = \frac{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมด} - \text{จำนวนหุ้นของ Strategic Shareholder}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมด}} \times 100 \rightarrow \text{สมการที่ 2}$$

2. อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E Ratio)

$$P/E \text{ Ratio} = \frac{\text{มูลค่าหุ้นตามราคาตลาด}}{\text{กำไรสุทธิ-กำไรจากเงินลงทุน}} \rightarrow \text{สมการที่ 3}$$

สรุปเกณฑ์จัดทำรายชื่อหลักทรัพย์ on surveillance โดยหน่วยงานกำกับดูแล

ปัจจัยที่กำหนด	สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ด.)	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.)
การกำหนดประเภท	Turnover List	Cash Balance
อัตราการหมุนเวียน	อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายต่อสัปดาห์ (1W-Turnover) มากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 30	อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายต่อสัปดาห์ (1W-Turnover) มากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 50
มูลค่าการซื้อขาย	มูลค่าซื้อขายต่อวันในรอบสัปดาห์มากกว่าหรือเท่ากับ 100 ล้านบาท (จำนวนหุ้นที่ติดไม่เกิน 50 อันดับแรก)	มูลค่าซื้อขายต่อวันในรอบสัปดาห์มากกว่าหรือเท่ากับ 100 ล้านบาท
อัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E ratio)	มี PE ratio มากกว่า 100 เท่า หรือขาดทุน หรือเป็นบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน	มี PE ratio มากกว่า 50 เท่า หรือขาดทุน
ผลกระทบ	บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ต้องจัดทำรายงานการซื้อขายตามบัญชีรายชื่อหลักทรัพย์ Turnover List ให้ ก.ล.ด. แต่ไม่มีผลบังคับต่อประเภทบัญชีการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุน	บริษัทหลักทรัพย์ต้องจำกัดการซื้อขายของนักลงทุนด้วยบัญชีเงินว่างล่วงหน้าเป็นระยะเวลา 3 สัปดาห์



สรุปมาตรการควบคุม

เงื่อนไขที่ ก.ล.ต. และ ตลท. กำหนด เป็นเงื่อนไขเกี่ยวกับตัวแปรต่างๆ ที่เป็นตัวแปรเชิงปริมาณจากปริมาณการซื้อขาย แม้จะมีการพิจารณาการตัวแปรเชิงปัจจัยคุณภาพ คือ P/E Ratio แต่ก็เป็นอัตราส่วนจากผลการดำเนินงานในอดีต คือกำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) มาตรการเฝ้าระวังการเข้าทำราคาหลักทรัพย์จึงถูกกำหนดให้เป็นเครื่องมือเพื่อลดการเก็งกำไร ผ่านการจำกัดอุปสงค์ของหลักทรัพย์

ผลของการประกาศรายชื่อ Turnover List ซึ่ง ต.ล.ท. ได้นำมาจัดทำเกณฑ์รายชื่อหลักทรัพย์ที่ต้องทำการซื้อขายโดยบัญชีวงเงินล่วงหน้า ส่งผลให้ปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์นั้นๆ มีปริมาณการซื้อขายที่เปลี่ยนแปลงอย่างมากจากวันทำการซื้อขายก่อนหน้า



สรุปมาตรการควบคุม (ต่อ)

ลักษณะดังกล่าวจึงอาจถูกกล่าวหาว่าเป็นการแทรกแซงกลไกตลาด โดยเฉพาะหากหลักทรัพย์นั้นๆ มีแนวโน้มการปรับเปลี่ยนการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ (Turnaround) เพราะไม่มีเกณฑ์ข้อใดที่สะท้อนถึงปัจจัยทางด้านพื้นฐานอื่นๆ ของหลักทรัพย์นั้นๆ ในอนาคต เช่น การเติบโตของสินทรัพย์ การเติบโตของยอดขาย ความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนใหม่ๆ อาทิ การได้รับการอนุมัติสินเชื่อ ปริมาณกระแสเงินสดที่เปลี่ยนแปลงจากกิจกรรมต่างๆ

ปัจจุบันตลาดทุนของประเทศไทย ได้รับการยอมรับให้เป็นสมาชิกของ IOSCO (International Organization of Securities Commission) ซึ่งเงื่อนไขสำคัญประการหนึ่งของการดำรงสถานะภาพสมาชิก คือ การปฏิบัติอย่างยุติธรรมต่อนักลงทุนทุกประเภทอย่างเท่าเทียมกัน (IOSCO, 2014)





Research Interest

ผลการศึกษาที่ผ่านมาในอดีตสนับสนุนข้อมูลเชิงประจักษ์การใช้
อัตราส่วนทางการเงิน เป็นเครื่องมือที่มีความถูกต้องสำหรับการพยากรณ์
ความล้มเหลวของธุรกิจ (Wang and Li, 2007) เช่นเดียวกับการพยากรณ์
ความสามารถในการฟื้นตัวของธุรกิจ (Wang and Chin, 2004)



Research Interest (ต่อ)

การศึกษาเพื่อทดสอบศักยภาพในการฟื้นตัวของหลักทรัพย์ที่ถูกประกาศให้อยู่ในบัญชีรายชื่อหลักทรัพย์ Turnover List อาจช่วยสนับสนุนการกำกับนโยบาย ให้เกิดการซื้อขายอย่างยุติธรรม เช่น หากบริษัท นั้นๆ มีแนวโน้มการพัฒนากิจการดำเนินงานในเชิงบวก ย่อมส่งผลต่อระดับอุปสงค์ในหลักทรัพย์นั้นที่เพิ่มขึ้นกว่าระดับปกติ โดยปัจจัยบ่งชี้ภาวะการฟื้นตัวอาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงปัจจัยพื้นฐานของบริษัทนั้นๆ เช่น การเติบโตของสินทรัพย์ ยอดขาย ความสามารถในการเข้าถึงเงินแหล่งทุนใหม่ๆ



Research Interest (ต่อ)

ปัจจุบันกฎเกณฑ์การจัดทำรายชื่อ Turnover List หรือ Cash Balance ของ ก.ล.ต. และ ตลท. ยังไม่ได้คำนึงถึงปัจจัยเหล่านี้ ดังนั้นหากสามารถพิสูจน์เป็นข้อมูลเชิงประจักษ์ว่าหลักทรัพย์ที่ถูกประกาศให้อยู่ในกลุ่ม Turnover List มีการฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญ

เกณฑ์การกำหนดรายชื่อหลักทรัพย์เพื่อให้ซื้อขายในบัญชีเฉพาะ อาจจะไม่เหมาะสม เนื่องจากเป็นเกณฑ์การกำหนดคุณสมบัติจากข้อมูลเชิงปริมาณ และอาจสร้างความไม่เป็นธรรมให้เกิดขึ้นต่อนักลงทุนบางกลุ่ม



Research Interest (ต่อ)

ด้วยเหตุที่การลงทุนในหลักทรัพย์เป็นการลงทุนสำหรับผลการดำเนินงานในอนาคต ดังนั้นหลักทรัพย์ที่มีการปรับเปลี่ยนทิศทางการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ โดยปกติจะมีปริมาณการซื้อขายเพิ่มขึ้นมาก แม้จะมีผลการดำเนินงานในอดีตขาดทุน การเปลี่ยนแปลงปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์จะเป็นแรงจูงใจให้มีการเก็งกำไรมากขึ้น ลักษณะดังกล่าวจึงเป็นความเสี่ยง ที่จะถูกกำหนดให้เป็นหลักทรัพย์ที่อยู่ในเกณฑ์ Turnover List และต้องทำการซื้อขายในบัญชี Cash Balance

การกำหนดมาตรการแทรกแซงเพื่อควบคุมผู้ลงทุน ย่อมส่งผลต่ออุปสงค์ของหลักทรัพย์ หากระดับราคาของหลักทรัพย์นั้นปรับตัวลดลงกะทันหัน กลุ่มผู้ลงทุนที่จะได้รับผลกระทบโดยตรงจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ คือ กลุ่มนักลงทุนรายย่อย เนื่องจากนักลงทุนกลุ่มนี้ส่วนใหญ่มีการซื้อขายในประเภทบัญชีกั๊ยมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์



Research Ground

สมมติฐานการศึกษา

*"หลักทรัพย์ที่ถูกประกาศให้อยู่ในบัญชีรายชื่อหลักทรัพย์
ที่มีการซื้อขายแลกเปลี่ยนมือสูง มีปัจจัยบ่งชี้พัฒนาการในเชิงบวก"*

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อพิจารณาตัวแปรบ่งชี้ถึงการพัฒนาการดำเนินงานเชิงบวก
ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ถูกประกาศให้ซื้อขายในบัญชีหลักทรัพย์ซึ่งมีการซื้อ
ขายแลกเปลี่ยนมือสูง (Turnover List)
2. เพื่อเป็นข้อมูลสนับสนุนการปรับปรุงการกำหนดหลักเกณฑ์เพื่อ
กำหนดให้หลักทรัพย์ที่ถูกประกาศให้ซื้อขายในบัญชี Cash Balance ให้มี
ความที่เชื่อมโยงกับข้อมูลเชิงคุณภาพมากขึ้น



ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ใช้อ้างอิงการกำหนดตัวแปรบ่งชี้ ซึ่งสามารถสะท้อนถึงทิศทางการพัฒนาของผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ถูกประกาศให้ซื้อขายในบัญชีหลักทรัพย์ ซึ่งมีการซื้อขายแลกเปลี่ยนมือสูง (Turnover List)
2. ใช้เป็นแนวทางอ้างอิงเพื่อปรับปรุงการกำหนดเกณฑ์หลักทรัพย์ที่ถูกประกาศให้ซื้อขายในบัญชีวงเงินล่วงหน้า (Cash Balance) ของหน่วยงานที่เกี่ยวข้องในอนาคต



ทฤษฎี การทบทวนวรรณกรรม สมมติฐาน ตัวแปร และกรอบแนวคิดการวิจัย



1. ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis: EMH)



ตลาดที่มีประสิทธิภาพ เป็นตลาดแข่งขันสมบูรณ์ (Ross, Wethersfield, Safe and Jordan; 2011) ในกรณีของตลาดที่มีประสิทธิภาพ มูลค่าที่ควรเป็นของหลักทรัพย์ควรเท่ากับราคาตลาดเสมอ ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ณ เวลาใดเวลาหนึ่งจึงเป็นผลมาจากข้อมูลข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องอย่างสมบูรณ์ หากการตัดสินใจซื้อขายหุ้นของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ตั้งอยู่บนพื้นฐานของการคาดคะเนด้วยเหตุผล (Rational Expectations) ราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้นหรือลดลงอย่างรวดเร็ว เมื่อมีข้อมูลข่าวสารใหม่ๆ เข้ามา

ดังนั้นจึงไม่มีใครสามารถทำกำไรเกินปกติได้ ผลกำไรที่นักลงทุนได้รับจะเป็นกำไรในระดับปกติ (Normal Profit) ดังนั้นระดับราคาหลักทรัพย์จะสอดคล้องกับข่าวสารข้อมูลการเปลี่ยนแปลงในปัจจุบันพื้นฐานของหลักทรัพย์ ดังนั้นประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ จึงถูกประเมินจากการถ่ายทอดข้อมูลข่าวสาร หรือความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนต่อข้อมูล เมื่อมีการคาดการณ์ถึงตัวแปรที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นแบบคาดคะเน



1. ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (ต่อ) (Efficient Market Hypothesis: EMH)



ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ พัฒนาการแข่งขันแบบเสรี ซึ่งราคาตลาดจะเป็นตัวผลักดันให้จัดสรรทรัพยากรไปยังส่วนต่างๆของระบบเศรษฐกิจได้อย่างถูกต้อง

ดังนั้นหากตลาดทุนจัดสรรเงินลงทุนตามกลไก อุปสงค์และอุปทานราคาหุ้นก็จะสะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงตามปัจจัยพื้นฐาน (Intrinsic Value) ของแต่ละหลักทรัพย์ เนื่องจาก

(1) จำนวนผู้ซื้อและผู้ขายมีมากรายจนกระทั่งไม่มีใคร บุคคลใดมีอำนาจในการกำหนดราคาหุ้นได้

(2) ผู้ลงทุนแต่ละคนมีพื้นฐานในการประเมินมูลค่าหุ้นเหมือนกัน (Homogeneous Expectation)

(3) ผู้ซื้อและผู้ขายในตลาดหลักทรัพย์รับทราบข้อมูลข่าวสารต่างๆของหุ้นอย่างสมบูรณ์ (Perfect Knowledge)

(4) ผู้ลงทุนทุกคนเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ก่อให้เกิดอรรถประโยชน์สูงสุด ณ ระดับราคาต่อความเสี่ยงที่ให้ผลตอบแทนสูงสุด



1. ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (ต่อ) (Efficient Market Hypothesis: EMH)



ตลาดทุนทั่วโลก จึงยึดแนวทางการกับกำดูแลให้ตลาดทุนของตนเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ โดยในประเทศไทย ศุภวัฒน์ วัฒนธนปติ (2555) ได้สรุปผลการศึกษาสถานะภาพของ ตลท. เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพต่ำ คือเป็นตลาดที่ผู้ลงทุนสามารถศึกษาข้อมูลด้านราคาได้อย่างเท่าเทียมกัน ทำให้การเปลี่ยนแปลงของราคาในอดีตเป็นไปโดยไม่อาจคาดคะเนได้ ราคาหุ้นในปัจจุบันมีการเคลื่อนไหวแบบเชิงสุ่ม (Random Walk) ดังนั้นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำนี้ ข้อมูลด้านราคาและปริมาณซื้อขายหุ้นในอดีต จะไม่สามารถนำมาใช้เป็นแนวทางในการคาดคะเนแนวโน้มราคาหุ้นในอนาคตได้ ดังนั้นหากผู้ลงทุนประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ได้ว่าต่ำกว่าปัจจัยพื้นฐานที่ควรจะเป็น ก็ควรเข้าทำการซื้อหลักทรัพย์นั้นเพื่อการลงทุน เนื่องจากระดับราคาหลักทรัพย์นั้นในอนาคตจะปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นไปสู่มูลค่าที่แท้จริง



2. ทฤษฎีพฤติกรรมทางการเงิน (Behavioral Finance Theory)



การที่ผู้ลงทุนส่วนใหญ่ไม่ใช่ผู้ลงทุนที่มีเหตุผลสำหรับการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์เสมอไป ทำให้เกิดอคติจากการรับรู้ (Cognitive Bias) ซึ่งเป็นภาวะของการตัดสินใจตามความต้องการของตนเองจากความเชื่อหรือเหตุผลอื่นใดเป็นการเฉพาะตน อคติจากการรับรู้นำไปสู่ความลำเอียงในการตัดสินใจ การตัดสินใจที่ผิดพลาด และการแปลความหมายแบบไร้ตรรกะ อย่างไรก็ตามภาวะอคติแห่งการรับรู้ช่วยให้การตัดสินใจเกิดความรวดเร็วและมีผลต่อทิศทางการตัดสินใจในภาวะเร่งด่วน ซึ่งมีข้อจำกัดด้านเวลา การตัดสินใจจากอคติมีความสัมพันธ์กับกระบวนการตัดสินใจจากจิตสำนึก (Heuristic) โดยเป็นรูปแบบการตัดสินใจที่เน้นความรวดเร็ว เปรียบเสมือนการใช้สามัญสำนึกในการตัดสินใจ ซึ่งเป็นการตัดสินใจที่ไม่ได้อ้างอิงจากเหตุผลหรือข้อมูลข่าวสาร อคติจากการรับรู้จึงเป็นสิ่งที่เกิดขึ้นจากพฤติกรรมของมนุษย์อันเนื่องมาจากภาวะจิตใจ



3. การศึกษาที่เกี่ยวข้องในอดีต



Beaver (1966) พบว่าการใช้อัตราส่วนทางการเงินสามารถใช้พยากรณ์ความล้มเหลวทางการเงินของธุรกิจได้ ต่อมา Altman (1968) ได้ใช้การวิเคราะห์จำแนกกลุ่ม (Discriminant Analysis) พัฒนาแบบจำลองเพื่อพยากรณ์ความล้มเหลวทางการเงิน ซึ่งอ้างอิงจากอัตราส่วนทางการเงินที่เหมาะสม โดยแบบจำลองของ Altman ซึ่งเป็นที่ยอมรับอย่างแพร่หลาย แสดงได้ตามสมการที่ 4



3. การศึกษาที่เกี่ยวข้องในอดีต (ต่อ)



$$Z = .012X_1 + 0.14X_2 + 0.033X_3 + .006X_4 + 0.999X_5 \longrightarrow \text{สมการที่ 4}$$

โดย

Z = ค่าคะแนนมาตรฐาน (Overall Index)

X_1 = อัตราส่วนทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (Working Capital/Total Assets)

X_2 = อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (Retained Earnings/Total Assets)

X_3 = อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีต่อสินทรัพย์รวม (Earning Before Interest and Taxes/Total Assets)

X_4 = อัตราส่วนมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ต่อหนี้สินโดยรวม (Market Value of Equity/Total Liabilities)

X_5 = อัตราส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์รวม (Sales/Total Assets)



3. การศึกษาที่เกี่ยวข้องในอดีต (ต่อ)



Cooper (2008) ศึกษาขนาดของสินทรัพย์และผลตอบแทน โดยพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงผกผันระหว่างระดับการเติบโตของสินทรัพย์ และผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ โดยอัตราการเติบโตของสินทรัพย์เป็นตัวพยากรณ์ผลตอบแทนที่ผิดปกติในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราการเติบโตของสินทรัพย์ด้วยตัวแปรต่าง ๆ ได้แก่ ราคาตามบัญชีต่อราคาตลาด การใช้ทุนของบริษัท และอัตราการวัดการเติบโตอื่นๆ

Cooper (2009) ยังพบว่าความสัมพันธ์ที่ผกผันกันระหว่างความสัมพันธ์ของการเติบโตของสินทรัพย์และผลตอบแทนย้อนหลังของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยบริษัทที่มีขนาดของสินทรัพย์น้อยกว่าจะให้ผลตอบแทนระยะยาวมากกว่า



3. การศึกษาที่เกี่ยวข้องในอดีต (ต่อ)



ธำรี หิรัญรัมย์และคณะ (2552) อธิบายว่างบการเงิน เป็นงบที่แสดงสถานะทางการเงินของบริษัทต่างๆ ซึ่งจะให้ข้อมูลเชิงเศรษฐกิจและเหตุการณ์ต่างๆที่สำคัญในช่วงระยะเวลานั้นๆ ส่วนประกอบของงบการเงินได้แก่ สินทรัพย์ หนี้สิน ส่วนของเจ้าของ รายได้ ค่าใช้จ่าย ซึ่งส่วนประกอบต่างๆ จะแสดงให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของหลักทรัพย์นั้นๆ ภายในช่วงระยะเวลาที่กำหนด โดยงบการเงินจะสะท้อนถึงสถานะในปัจจุบันและทิศทางในอนาคตของบริษัท



3. การศึกษาที่เกี่ยวข้องในอดีต (ต่อ)



ศิริยศ จุฑานนท์ (2556) ศึกษามาตรการซื้อขายหุ้นในบัญชี Cash Balance ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าบริษัทที่เข้าจดทะเบียนใหม่ในตลาดหลักทรัพย์ (IPO) ในปี 2555 จำนวน 18 บริษัท มีจำนวน 7 บริษัทที่เข้าเกณฑ์ Cash Balance โดยเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาด SET 3 บริษัท ทั้งหมดเป็นบริษัทอยู่นอกกลุ่มดัชนี SET100 และตลาด MAI 4 บริษัท โดยทั้ง 7 บริษัท กระจายตัวอยู่ในหลายอุตสาหกรรม ในปี 2555 มีกฎประกาศให้หุ้นที่ซื้อขายในบัญชี Cash Balance รวม 41 หลักทรัพย์ เป็นหุ้นในตลาด SET จำนวน 30 หลักทรัพย์ และเป็นหุ้นในตลาด MAI จำนวน 11 หลักทรัพย์



3. การศึกษาที่เกี่ยวข้องในอดีต (ต่อ)



(1) หุ้นที่ซื้อขายในบัญชี Cash Balance กระจุกตัวอยู่ในกลุ่มที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดค่อนข้างต่ำ (non-SET200) โดยมีจำนวนถึง 25 หลักทรัพย์ จาก 30 หลักทรัพย์ หรือคิดเป็นร้อยละ 83.3 โดยราคาของหุ้นเหล่านี้ได้ปรับตัวสูงขึ้นมากเมื่อเทียบกับตลาดโดยรวมในช่วงเวลาเดียวกัน

(2) กลุ่มอุตสาหกรรมที่หลักทรัพย์ถูกประกาศติดเกณฑ์ Cash Balance สูงสุดสามอันดับแรก ได้แก่ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ กลุ่มพลังงาน และกลุ่มบริการ โดยเป็นหุ้นในตลาด MAI ประมาณร้อยละ 47

(3) หลักทรัพย์ที่ถูกประกาศตามเกณฑ์ Cash Balance ส่วนใหญ่มีราคาปรับตัวสูงกว่าดัชนีของตลาดหลักทรัพย์ค่อนข้างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในหุ้นที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดต่ำ พบว่าร้อยละ 41 เป็นหุ้นที่มีราคาตลาดขณะที่ถูกกำหนดให้ซื้อขายในบัญชี Cash Balance ต่ำกว่า 1 บาท นอกจากนี้ร้อยละ 44 เป็นหุ้นที่มีผลประกอบการขาดทุน



3. การศึกษาที่เกี่ยวข้องในอดีต (ต่อ)



ศิริยศ จุฑานนท์ (2556) สรุปลักษณะของหลักทรัพย์ที่ถูกกำหนดให้ซื้อขายในบัญชี Cash Balance ไว้ ดังนี้

(1) หลักทรัพย์มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) ที่ค่อนข้างต่ำ

(2) หลักทรัพย์มี Price to Earnings Ratio (P/E) ที่สูงกว่าค่า P/E เฉลี่ยของตลาดโดยรวม นอกจากนี้หลักทรัพย์ที่ถูกกำหนดให้ซื้อขายในบัญชี Cash Balance ในปี 2555 จำนวน 41 หลักทรัพย์ เป็นหุ้นที่มีผลการดำเนินงานขาดทุน ไม่สามารถคำนวณค่า P/E ได้

(3) หลักทรัพย์มีมูลค่าการซื้อขายรายวันที่สูงผิดปกติ เมื่อเปรียบเทียบกับปริมาณการซื้อขายในอดีต

(4) หลักทรัพย์มีข่าวเผยแพร่ในสื่อรูปแบบต่างๆ ถึงการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ



3. การศึกษาที่เกี่ยวข้องในอดีต (ต่อ)



ข้อมูลข่าวสารที่มีการเผยแพร่หลักๆ สรุปได้ ดังนี้

1. การเปลี่ยนโครงสร้างของผู้ถือหุ้น

2. การเปลี่ยนโครงสร้างทุนหรือโครงสร้างหนี้ โดยการออกหุ้นเพิ่มทุน หรือความสำเร็จในการออกตราสารเพื่อระดมทุน อาทิ warrant หรือหุ้นกู้ รวมไปถึงความสำเร็จของการขายทรัพย์สินเพื่อนำมาใช้หนี้หรือปรับโครงสร้างหนี้กับเจ้าหนี้

3. การเปลี่ยนรูปแบบการดำเนินธุรกิจ โดยมีการปรับเปลี่ยนแนวทางการดำเนินธุรกิจไปสู่ธุรกิจที่อยู่ในกระแสนิยม หรือมีการต่อยอดธุรกิจไปยังธุรกิจใหม่ๆ ที่อยู่ในช่วงของการเติบโตสูง (Potential Growth) เช่น ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ธุรกิจพลังงานทดแทน ธุรกิจสื่อสารและบริการ ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างโครงการสาธารณูปโภคพื้นฐานภาครัฐ เป็นต้น



3. การศึกษาที่เกี่ยวข้องในอดีต (ต่อ)



กล่าวโดยสรุปการพัฒนาแบบจำลองในการศึกษาครั้งนี้ นอกจากจะอาศัยการอ้างอิงจากผลงานวิจัยดังที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นแล้ว ยังอ้างอิงจากผลการศึกษาสำหรับการพัฒนาตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ โดยสรุปผลการศึกษาก่อนหน้านี้ และสมมติฐานตัวแปรต่างๆ ดังนี้

1. การพัฒนาแบบจำลอง (Model Specification) เพื่อประเมินความเป็นไปได้ของการฟื้นตัว จากการศึกษาของ Hsieh and Wang (2001) และ Wang and Li (2007) โดยการเติบโตของยอดสินทรัพย์จะสะท้อนถึงความสามารถในการจัดหาเงินทุนใหม่ๆ โดยอัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเวียนที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเกินกว่าหนึ่งเท่า จะช่วยลดความเสี่ยงทางการเงินในระยะสั้น



การพัฒนาสมมติฐานของตัวแปรตาม

การเสนอครั้งนี้ จึงมีสมมติฐานว่าการฟื้นตัวของบริษัทเป็นไปตามเงื่อนไขข้อใด ข้อหนึ่ง ดังนี้

1.1. การเปลี่ยนแปลงที่เพิ่มขึ้นของระดับสินทรัพย์รวมเกินกว่าร้อยละ 5 เปรียบเทียบกับงวดในอดีตสะท้อนถึงการพัฒนาในทางบวกของธุรกิจ (Cooper et. al., 2008, 2009; Becker and Rosenfeld, 2012)

1.2. ระดับอัตราส่วนสภาพคล่องเกินกว่า 1.5 เท่าสะท้อนถึงการพัฒนาในทางบวกของธุรกิจ (Beaver, 1966; Altman, 1968; Agarwal and Taffler, 2008)



สมมติฐานของตัวแปรอิสระ

1. การเปลี่ยนแปลงที่เพิ่มขึ้นของอัตรากำไรขั้นต้นเปรียบเทียบกับงวดในอดีต ซึ่งคำนวณจากอัตราส่วนของรายรับจากการดำเนินงานหักต้นทุนทางตรงเปรียบเทียบกับรายได้รวมสะท้อนถึงการพัฒนาในทางบวกของธุรกิจ (Beaver, 1966; Ohlson, 1980)
2. การเปลี่ยนแปลงที่เพิ่มขึ้นของระดับหนี้สินรวมเปรียบเทียบกับงวดในอดีตสะท้อนถึงการพัฒนาในทางบวกของธุรกิจ (Altman, 1981; Aharony et. al., 1980)
3. การเปลี่ยนแปลงที่เพิ่มขึ้นของระดับรายได้รวมเปรียบเทียบกับงวดในอดีตสะท้อนถึงการพัฒนาในทางบวกของธุรกิจ (Altman, 1981; Aharony et. al., 1980)



สมมติฐานของตัวแปรอิสระ (ต่อ)

4. การเปลี่ยนแปลงที่เพิ่มขึ้นของระดับ Free Cash Flow เปรียบเทียบกับงวดในอดีตโดย Free Cash Flow คำนวณจากผลสุทธิของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operating Cash Flow) หักออกด้วยกระแสเงินสดสุทธิจากการลงทุน (Investment Cash Flow) สะท้อนถึงการพัฒนาในทางบวกของธุรกิจ (Aziz et. al, 1989; Casey et. al., 1985)

5. การเปลี่ยนแปลงที่เพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับงวดในอดีตสะท้อนถึงการพัฒนาในทางบวกของธุรกิจ (Chan et. al. 1991; Nicholas et. al, 2011)

6. การเปลี่ยนแปลงที่เพิ่มขึ้นของอัตราส่วนกำไรต่อหุ้นเปรียบเทียบกับงวดในอดีตสะท้อนถึงการพัฒนาในทางบวกของธุรกิจ (Beaver, 1966; Ohlson, 1980)



สมมติฐานของตัวแปรอิสระ (ต่อ)

7. ปริมาณของ Free Cash Flow ณ งวดเวลาใดๆ ที่มาก จะสะท้อนถึงพัฒนาในทางบวกของธุรกิจ (Aziz et. al, 1989; Casey et. al., 1985, Gilbert et. al, 1990)

8. ปริมาณของกำไรต่อหุ้นที่มาก ณ งวดเวลาใดๆ จะสะท้อนถึงพัฒนาในทางบวกของธุรกิจ (Beaver, 1966; Ohlson, 1980)

9. ตัวแปรตามจำนวนครั้งของการติด Turnover List ในทุกๆ รอบระยะเวลา 6 เดือนเป็นตัวแปรที่สะท้อนถึงสถานะภาพการเป็นหลักทรัพย์ในกลุ่มที่ประกาศให้เป็นหลักทรัพย์ที่มีการแลกเปลี่ยนมือสูง ซึ่งจะสนับสนุนการแปรผลการพยากรณ์เมื่อเปลี่ยนผลการประมวลเป็นค่าความน่าจะเป็นตามวิธีการศึกษา

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์
และตลาดฯ (ก.ล.ต.)

Turnover List Announcement

1. P/E ratio > 100 เท่า/ขาดทุนและ
2. 1W Turnover > 30% / เกินกว่า
100 ลบ / เฉลี่ยต่อวัน

และ

- If 1. P/E > 50 เท่า / ขาดทุน
2. 1W Turnover > 50% /
เฉลี่ยเกินกว่า 100 ลบ.ต่อวัน

Assume phenomena from
"Turnaround"

Company List

ตั้งแต่ 1 ก.ค.51 ถึง 30 ธ.ค.55
จำนวน 48 บริษัท

- ยกเว้นกลุ่มสถาบันการเงิน
- พิจารณาเฉพาะหุ้นสามัญ

กรอบแนวคิดการศึกษา (ต่อ)

หลักทรัพย์นั้นๆ แสดงถึงแนวโน้มการฟื้นตัว
ของผลการดำเนินงาน
Y = 1 If

หรือ

- ① การเจริญเติบโตของ ยอดสินทรัพย์ (TA) เกินกว่าร้อยละ 5
- ② อัตราส่วนเงินทุน หมุนเวียน (CA) เกินกว่า 1.5 เท่า

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย(ตลท.)
Cash Balance Announcement
ต้องจ่ายเงินสดก่อนทำการซื้อ
(บัญชีวงเงินล่วงหน้า)
กำหนดระยะเวลา 3 สัปดาห์

X_1 = อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรขั้นต้น	ตัวแปรเชิงปริมาณ
X_2 = อัตราการเปลี่ยนแปลงของหนี้สิน	ตัวแปรเชิงปริมาณ
X_3 = อัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้รวม	ตัวแปรเชิงปริมาณ
X_4 = อัตราการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดอิสระ	ตัวแปรเชิงปริมาณ
X_5 = อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น	ตัวแปรเชิงปริมาณ
X_6 = อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้น	ตัวแปรเชิงปริมาณ
X_7 = ปริมาณกระแสเงินสด	ตัวแปรเชิงปริมาณ
X_8 = ปริมาณกำไรต่อหุ้น	ตัวแปรเชิงปริมาณ
X_9 = จำนวนครั้งการติด Turnover list	ตัวแปรเชิงปริมาณ



ขอบเขตการศึกษา

- ◆ ขอบเขตการศึกษารั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่อยู่ในบัญชี Turnover List
- ◆ ระยะเวลาตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม 2551 ถึง 30 ธันวาคม 2555 เนื่องจาก มีการเปลี่ยนแปลงเกณฑ์ตั้งแต่วันที่ 1 มีนาคม 2556 เป็นต้นไป จากเดิมระยะเวลา 3 สัปดาห์ เพิ่มเป็น 6 สัปดาห์



ขอบเขตการศึกษา

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาได้ตัดหลักทรัพย์ในกลุ่มสถาบันการเงินออกไป เนื่องจากมีรายละเอียดของงบการเงินแตกต่างกันไปจากหลักทรัพย์กลุ่มอื่นๆ และกำหนดการศึกษาจากหุ้นสามัญเท่านั้น ทั้งนี้รายชื่อหลักทรัพย์ในกลุ่มตัวอย่างมีจำนวนทั้งสิ้น 48 บริษัท



รายชื่อหลักทรัพย์ในกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา



ชื่อบริษัท	ตัวย่อ
1. บริษัท อาปิโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน)	AH
2. บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	AMATA
3. บริษัท เอเชียน มารีนเซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	ASIMAR
4. บริษัท เบอร์ลี ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)	BJC
5. บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	BTS
6. บริษัท แคปปิตอล เอ็นจิเนียริง เน็ตเวิร์ค จำกัด (มหาชน)	CEN
7. บริษัท ซีเฟรชอินดัสตรี จำกัด (มหาชน)	CFRESH
8. บริษัท ฝ้ายจับ จำกัด (มหาชน)	CSC
9. บริษัท จรุงไทยไวร์แอนด์เคเบิล จำกัด (มหาชน)	CTW
10. บริษัท ชัยวัฒนา แทนเนอรี กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	CWT
11. บริษัท ผลิตภัณฑ์ตราเพชร จำกัด (มหาชน)	DRT
12. บริษัท แกรนด์แอสเสท ไฮเทลส์แอนด์พรอพเพอร์ตี้ จำกัด(มหาชน)	GRAND
13. บริษัท หาดทิพย์ จำกัด (มหาชน)	HTC
14. บริษัท โปสโคไทยน็อคซ์ จำกัด (มหาชน)	INOX
15. บริษัท ชิน คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	INTUCH



รายชื่อหลักทรัพย์ในกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา (ต่อ)



ชื่อบริษัท	ตัวย่อ
16. บริษัท จัสมินเทลคอม ชิสเต็มส์ จำกัด (มหาชน)	JTS
17. บริษัท คาร์มาร์ท จำกัด (มหาชน)	KAMART
18. บริษัท เคซีอี อีเลคโทรนิคส์ จำกัด (มหาชน)	KCE
19. บริษัท กุลธรเคอร์บี จำกัด (มหาชน)	KKC
20. บริษัท กฤษดามหานคร จำกัด (มหาชน)	KMC
21. บริษัท กันยงอีเลคทริก จำกัด (มหาชน)	KYE
22. บริษัท ลีพัฒนาผลิตภัณฑ์ จำกัด (มหาชน)	LEE
23. บริษัท ลิฟวิ่งแลนด์ แคปิตอล จำกัด (มหาชน)	LL
24. บริษัท มาลีสามพราน จำกัด (มหาชน)	MALEE
25. บริษัท แมกซ์เมทัลคอรปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	MAX
26. บริษัท นิปปอนแพ็ค(ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	NIPPON
27. บริษัท เนชั่น มัลติมีเดีย กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	NMG
28. บริษัท พีเออี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	PAE
29. บริษัท พร็อพเพอร์ตี้เพอร์เฟค จำกัด (มหาชน)	PF
30. บริษัท พรีเมียร์ มาร์เก็ตติ้ง จำกัด (มหาชน)	PM



รายชื่อหลักทรัพย์ในกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา (ต่อ)



ชื่อบริษัท	ตัวย่อ
31. บริษัท ควอลิตี้เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	QH
32. บริษัท รสาพร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	RASA
33. บริษัท สยามฟิวเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	SF
34. บริษัท ชิงเกอร์ประเทศไทย จำกัด (มหาชน)	SINGER
35. บริษัท แสนสิริ จำกัด (มหาชน)	SIRI
36. บริษัท ศรีไทยซูเปอร์แวร์ จำกัด (มหาชน)	SITHAI
37. บริษัท ส. ขอนแก่นฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน)	SORKON
38. บริษัท ทรัพย์ศรีไทย จำกัด (มหาชน)	SST
39. บริษัท ทีปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)	TASCO
40. บริษัท ไทยพัฒนาโรงงานอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	TFD
41. บริษัท ทีเอฟไอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	TFI
42. บริษัท ไทยเยอรมัน เซรามิค อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)	TGCI
43. บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน)	THCOM
44. บริษัท ทีปโก้ฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน)	TIPCO
45. บริษัท ไทยบรรจุภัณฑ์และการพิมพ์ จำกัด (มหาชน)	TPP
46. บริษัท โทรีเซนไทย เอเยนต์ชีส์ จำกัด (มหาชน)	TTA
47. บริษัท ไทยยูนิคคอยล์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	TUCC
48. บริษัท ยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน)	UTP



ตัวแปรตาม (Y) คืออะไร

เงื่อนไขที่ 1 พิจารณาจากยอดรวมของสินทรัพย์ (Total Asset) โดยหลักทรัพย์ที่มีการเติบโตของสินทรัพย์รวม (Total Asset Growth) ระหว่างงวดหกเดือนตั้งแต่ร้อยละ 5 จะถูกกำหนดให้มีค่าของตัวแปรตามเป็น "1"

เงื่อนไขที่ 2 พิจารณาอัตราส่วนหมุนเวียน (Current Ratio) โดยหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียนมากกว่า 1.5 เท่า จะถูกกำหนดให้มีค่าของตัวแปรตามเป็น "1"

โดยการกำหนดช่วงเวลาการเปรียบเทียบจะใช้ช่วงเวลาของจุดเวลาเดียวกัน เช่น ข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของข้อมูล 30 มิ.ย. 52 จะเปรียบเทียบกับ 30 มิ.ย. 51 เช่นเดียวกับข้อมูล ณ 30 ธ.ค. 52 จะถูกเปรียบเทียบกับ 30 ธ.ค. 51



เทคนิคการประมวลผล

การวิเคราะห์ ความถดถอยโลจิสติก มีสมมติฐานการศึกษา เช่นเดียวกับการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น แต่เนื่องจากค่าของตัวแปรตามเป็นตัวแปรเชิงคุณภาพจะต้องคำนึงถึงค่าที่ได้หลังจากการพยากรณ์ไปแปลงเป็นค่าความน่าจะเป็นที่จะเกิดเหตุการณ์ขึ้น โดยการศึกษาครั้งนี้ใช้รูปแบบการวิเคราะห์แบบ Binary Logistic คือ การวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติก ซึ่งตัวแปรตามเป็นตัวแปรเชิงคุณภาพที่มีเพียง 2 ค่าเท่านั้น คือ ใช่หรือไม่ใช่ ด้วยเหตุที่ค่าของตัวแปรตามเป็นค่าที่มีเพียง 2 ค่าคือ 0 หรือ 1 จึงทำให้ผลที่ได้จากการวิเคราะห์เป็นโอกาสที่จะเกิดเหตุการณ์ที่สนใจ มีค่าตั้งแต่ร้อยละ 0 ถึงร้อยละ 100

การวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติก

$$\text{Prob (event)} = \frac{e^z}{1 + e^z}$$

or

$$\text{Prob (event)} = \frac{e^z}{1 + e^{-z}}$$

โดย $Z = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \dots + \beta_p X_p$

และโอกาสของการไม่เกิดเหตุการณ์จะประมาณได้จากสมการ

$$\text{Pr ob (noevent)} = 1 - \text{Pr ob (event)}$$



การวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติก (ต่อ)

ข้อจำกัดของการใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก คือ การคงคุณสมบัติการกระจายแบบปกติ (Normal Distribution) และคุณสมบัติความเสมอภาคการแปรปรวนความคลาดเคลื่อนของตัวแปรอิสระ (Homoscedasticity) ซึ่งกรอบระยะเวลาการศึกษาตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม 2551 ถึง 30 ธันวาคม 2555 มีการเก็บรวบรวมข้อมูลตัวแปรตามและตัวแปรอิสระทุกๆ รอบ 6 เดือนของทั้ง 48 หลักทรัพย์ รวม 432 รายข้อมูล ผ่านการทดสอบคุณสมบัติพื้นฐานนี้



แบบจำลองการวิจัย

การพัฒนาแบบจำลองโดยการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก
เป็นไปตามข้อกำหนดของเครื่องมือที่ใช้ กล่าวคือ

- (1) ตัวแปรอิสระทั้ง 9 ตัวแปรเป็นตัวแปรต่อเนื่อง
- (2) ตัวแปรตามเป็นตัวแปรเชิงกลุ่ม

ทั้งนี้การทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปร โดยการวิเคราะห์ความ
ถดถอยโลจิสติกมีข้อจำกัดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระต้องไม่อยู่ใน
ระดับสูง ผลการวิเคราะห์พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระอยู่ในระดับ
ไม่เกินร้อยละ 80 (กัลยา วาณิชย์บัญชา, 2551)

	Y	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉
Y	1.00	0.13	0.30	0.26	-0.13	-0.05	0.07	-0.22	0.23	-0.03
X1	-	1.00	0.40	0.53	-0.23	0.10	0.09	-0.33	0.04	0.05
X2	-	-	1.00	0.40	-0.30	0.00	0.03	-0.33	-0.02	0.16
X3	-	-	-	1.00	-0.27	0.16	0.05	-0.26	0.07	0.05
X4	-	-	-	-	1.00	0.00	-0.01	0.36	0.01	-0.10
X5	-	-	-	-	-	1.00	0.07	0.02	0.17	0.13
X6	-	-	-	-	-	-	1.00	0.00	0.06	-0.14
X7	-	-	-	-	-	-	-	1.00	0.08	-0.09
X8	-	-	-	-	-	-	-	-	1.00	-0.11
X9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.00



การประมวลผล

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา ของตัวแปรอิสระทั้ง 9 ตัวแปรสรุปได้ดังตารางที่ 4 โดยค่า p-value ของการทดสอบการกระจายตัวแบบปกติของ Jarque-Bera Test มีค่าน้อยกว่า .0001 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรที่เลือกสรรเข้ามาในแบบจำลองนั้นมีการกระจายตัวปกติ แบบจำลองที่เกิดจากการนำตัวแปรอิสระเข้ามารวมกันนั้นจึงมีความสามารถในการประมาณการ (Goodness of Fit) (Jarque and Bera, 1987)

ค่าสถิติเชิงพรรณนา

	X_1	X_2	X_3	X_4	X_5	X_6	X_7	X_8	X_9
Mean	0.4925	0.2235	0.1671	0.6198	0.4940	-1.3018	32020.5	0.98942	1.6576
Median	0.0982	0.0171	0.0656	0.0857	0.1111	0.1633	66088.5	0.22	1
Maximum	24.3999	14.3111	4.4743	402.1267	12.7580	182.3622	23156079	35.18	6
Minimum	-2.026	-0.8202	-0.8614	-351.5097	-0.9378	-256.8775	-22860606	-4.40	1.00
Std. Dev.	2.32223	1.14570	0.6331	32.4718	1.4074	23.5152	2791382	3.5482	0.9743
<u>Skewness</u>	6.9094	8.0348	3.1327	2.2092	4.2421	-6.0904	-0.4685	6.3537	2.2483
Kurtosis	60.5351	83.3296	17.8532	115.3611	29.4016	89.1844	46.2491	50.21761	9.56217
<u>Jarque-Bera</u>	48142.19	92277.27	3573.25	173862.30	10574.14	104171.80	25731.19	32876	870.21
Probability	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Sum	161.4552	73.7586	55.1652	204.5430	163.0125	-429.5774	10566766	326.510	547
Sum Sq. Dev.	1774.2140	431.8552	131.882	346904	651.6824	181925	2.56E+15	4142.0550	312.3061
Observations	330	330	330	330	330	330	330	330	330

ค่าสถิติเชิงพรรณนา และผลการทดสอบ ค่าสถิติพื้นฐานตัวแปรอิสระ (ต่อ)

① X_1 คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรขั้นต้น ; X_2 คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของหนี้สิน ; X_3 คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้รวม ; X_4 คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดอิสระ ; X_5 คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ; X_6 คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดอิสระ ; X_7 คือ ปริมาณกระแสเงินสด ; X_8 คือ ปริมาณกำไรต่อหุ้น ; และ X_9 คือ จำนวนครั้งการติด Turnover list

② X_5 ถึง X_6 ข้อมูลจากการเปรียบเทียบระหว่างข้อมูลของงวดเดียวกัน คือ ข้อมูลรอบ 6 เดือนเปรียบเทียบ 6 เดือนปีก่อน และข้อมูลรอบ 12 เดือนเปรียบเทียบ 12 เดือนของปีก่อน

③ X_7 ถึง X_8 เป็นข้อมูล ณ จุดของเวลาที่เก็บข้อมูล คือ ณ งวด 6 เดือน และ งวด 12 เดือนตามลำดับ



ผลการศึกษา



ตัวแปรอิสระทั้ง 9 ตัวแปร มีคุณสมบัติตามข้อกำหนดของการวิเคราะห์ สมการถดถอยโลจิสติก ดังนั้นสามารถเขียนอธิบายในรูปของสมการที่ 5

$$Turnaround (Y) = C + \beta_1(X_1) + \beta_2(X_2) + \beta_3(X_3) + \beta_4(X_4) + \beta_5(X_5) + \beta_6(X_6) + \beta_7(X_7) + \beta_8(X_8) + \beta_9(X_9) \longrightarrow \text{สมการที่ 5}$$

- โดย
- $Y = 1$ เมื่อหลักทรัพย์นั้นมีความล้มเหลว (Turn Around) ตามเงื่อนไขการเติบโตของยอดหนี้/อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน
 - $\beta_1 - \beta_{10}$ ระดับของปัจจัยตัวแปรที่ใช้พยากรณ์การเปลี่ยนแปลงระดับการพัฒนารอย่างมีนัยสำคัญ (Turnaround)
 - $X_1 - X_9$ ตัวแปรอิสระลำดับที่ 1 ถึง 9

ผลการประมวลภายใต้เงื่อนไขการเติบโตของสินทรัพย์ (Asset Growth) และอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio)

	ตัวแปรอิสระ	B	sig
	C	-1.232	0.001
X_1	อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรขั้นต้น	-0.103	0.489
X_2	อัตราการเปลี่ยนแปลงของหนี้สิน	1.372	0.001*
X_3	อัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้รวม	0.570	0.060
X_4	อัตราการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสด	-0.011	0.444
X_5	อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น	0.198	0.202
X_6	อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้น	0.010	0.261
X_7	ปริมาณกระแสเงินสด	0.000	0.008*
X_8	ปริมาณกำไรต่อหุ้น	0.195	0.003*
X_9	จำนวนครั้งการคิด Turnover list	-0.334	0.117
	McFadden R-Squared	<u>0.226</u>	

* Significant at 95% confident level



สรุปผลเงื่อนไขที่ 1 สินทรัพย์มีการเติบโตเกินกว่าร้อยละ 5 และอัตราส่วน Current Ratio มากกว่า 1.5 เท่า

- อัตราการเปลี่ยนแปลงของหนี้สิน
- ปริมาณกระแสเงินสด และ
- อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น

ด้านความเหมาะสมของสมการ McFadden R-Squared มีค่าเท่ากับ ร้อยละ 22.6

ผลการประมวลภายใต้เงื่อนไขการเติบโตของ Asset Growth หรือ Current Ratio

	ตัวแปรอิสระ	B	sig
	C	0.514	0.054
X_1	อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรขั้นต้น	0.352	0.102
X_2	อัตราการเปลี่ยนแปลงของหนี้สิน	2.123	0.000*
X_3	อัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้รวม	0.168	0.630
X_4	อัตราการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสด	0.016	0.207
X_5	อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น	-0.216	0.029*
X_6	อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้น	0.005	0.385
X_7	ปริมาณกระแสเงินสดอิสระ	-0.001	0.000*
X_8	ปริมาณกำไรต่อหุ้น	0.789	0.000*
X_9	จำนวนครั้งการถือ Turnover list	-0.048	0.737
	McFadden R-Squared	<u>0.246</u>	

*Significant at ๙๕% confident level



สรุปผลเงื่อนไขที่ 2 สินทรัพย์เติบโตมากกว่าร้อยละ 5 หรืออัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio) มากกว่า 1.5 เท่า

ตัวแปรอิสระที่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงของหลัก ทรัพย์สินซึ่งเป็นหลักทรัพย์สิน Turnaround ได้แก่

- อัตราการเปลี่ยนแปลงของหนี้สิน
- ปริมาณกระแสเงินสดอิสระ
- ปริมาณกำไรต่อหุ้น

โดยมีค่าความเหมาะสมของสมการ McFadden R-Squared เท่ากับร้อยละ 24.6



ผลการศึกษา

การประมาณค่าการพยากรณ์จากแบบจำลอง โดยการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก ของจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 48 หลักทรัพย์ ที่กำหนดให้ตัวแปรตามเป็นเงื่อนไข หลักทรัพย์ที่มีการเติบโตของสินทรัพย์มากกว่าร้อยละ 5 หรือมีอัตราส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียนมากกว่า 1.5 เท่า เป็นแบบ จำลองที่ดีที่สุด

สรุปผลการประมวลค่าตัวแปรพยากรณ์ แบบโลจิสติก

	ตัวแปรอิสระ	B	sig
	C	0.414	0.003*
X_1	อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรขั้นต้น	0.345	0.048*
X_2	อัตราการเปลี่ยนแปลงของหนี้สิน	2.028	0.000*
X_7	ปริมาณกระแสเงินสด	-0.001	0.000*
X_8	ปริมาณกำไรต่อหุ้น	0.711	0.000*
McFadden R-Squared		<u>0.2513</u>	

* Significant at 95% confident level



สรุปผลการศึกษา

ผลการประมวลมีค่าความเหมาะสมตามรูปแบบสมการ McFadden R-Squared เท่ากับร้อยละ 25.13

สรุปได้ว่า ตัวแปรอิสระที่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อความเป็นไปได้ที่หลักทรัพย์จะเป็นหลักทรัพย์ที่มีการฟื้นตัวของ การดำเนินงาน (Turnaround) คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรขั้นต้น อัตราการเปลี่ยนแปลงของหนี้สิน ปริมาณกระแสเงินสดอิสระและปริมาณกำไรต่อหุ้น ดังนั้นสมการพยากรณ์

$$\text{Company Turnaround}(Y) = 0.414 + 0.345(X_1) + 2.028(X_2) - 0.001(X_7) + 0.711(X_8) \longrightarrow \text{สมการที่ 5}$$



สรุปผลการศึกษา (ต่อ)

ภายใต้สมมติฐานพัฒนาการของหลักทรัพย์ จากการมีอัตราเติบโตของยอดสินทรัพย์รวมเกินกว่าร้อยละ 5 หรือการมีระดับอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเกินกว่า 1.5 เท่า ตัวแปรบ่งชี้หลักทรัพย์ ซึ่งอยู่ในกลุ่มที่ถูกประกาศให้เป็นหลักทรัพย์ที่มีการแลกเปลี่ยนมือสูง มีแนวโน้มการฟื้นตัวซึ่งพยากรณ์ได้จาก

- (1) ระดับกำไรขั้นต้นที่สูงขึ้น
- (2) อัตราการเพิ่มขึ้นของหนี้สิน
- (3) การลดลงของกระแสเงินสดอิสระ
- (4) การเพิ่มขึ้นของปริมาณกำไรต่อหุ้น



สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

(1) การเปลี่ยนแปลงที่เพิ่มขึ้นของอัตรากำไรขั้นต้น ซึ่งคำนวณจากอัตราส่วนจากรายรับจากการดำเนินงานหักต้นทุนทางตรงเปรียบเทียบกับรายได้รวมสะท้อนถึงการพัฒนาในทางบวกของธุรกิจ (Beaver, 1966; Ohlson, 1980)

(2) การเปลี่ยนแปลงที่เพิ่มขึ้นของระดับหนี้สินรวมสะท้อนถึงการพัฒนาในทางบวกของธุรกิจ จากปัจจัยบ่งชี้ถึงความเชื่อมั่นของเจ้าหนี้ที่มีต่อกิจการมากขึ้น (Altman, 1981; Aharony et. al., 1980)

(3) ปริมาณของกำไรต่อหุ้นที่มากจะสะท้อนถึงพัฒนาในทางบวกของธุรกิจ จากแนวโน้มผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับมากขึ้น (Beaver, 1966; Ohlson, 1980)



สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ (ต่อ)

อย่างไรก็ตามผลการศึกษาดัชนีแปรปรมาณของ Free Cash Flow มีผลที่ขัดแย้งกับการศึกษาก่อนหน้าของ Aziz et. al (1989); Casey et. al. (1985) และ Gilbert et. al. (1990) โดยอาจอธิบายได้ว่าสภาพแวดล้อมของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาของไทยนั้น มีการเติบโตทางเศรษฐกิจที่สูงอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้มีโอกาสการลงทุนที่มากและหลากหลาย สอดคล้องกับการศึกษาของศิริยศ (2556) ที่สรุปไว้ว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่ถูกประกาศให้เป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายแลกเปลี่ยนมือสูงส่วนใหญ่จะมีข่าวการลงทุนโครงการใหม่ๆ หรืออุตสาหกรรมใหม่



สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ (ต่อ)

ผลการศึกษาคั้งนี้ยังบ่งชี้ว่า หากพิจารณาปัจจัยที่บ่งชี้ถึงการปรับเปลี่ยนในเชิงบวกของหลักทรัพย์ ได้แก่ อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรขั้นต้น อัตราการเพิ่มของระดับของหนี้สิน กระแสเงินสดและ ปริมาณกำไรต่อหุ้น เป็นปัจจัยทางด้านปริมาณ ที่เชื่อมโยงกับความมีประสิทธิภาพของกิจการ

ดังนั้นการกำหนดมาตรการจำกัดอำนาจซื้อของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยให้ทำการซื้อขายด้วยบัญชีเงินสดล่วงหน้านั้น อาจไม่เป็นธรรมต่อนักลงทุนรายย่อยที่มีเงินทุนจำกัด ดังนั้นการพิจารณาเงื่อนไข Cash Balance จึงควรเพิ่มข้อมูลสถานะทางการเงินอื่นๆ ของกิจการประกอบด้วย



ข้อจำกัดของการวิจัยและ การศึกษาต่อไปในอนาคต



การปรับเปลี่ยนสถานะการดำเนินงานของกิจการนั้น อาจเกิดได้ทั้งจากปัจจัยภายในและปัจจัยภายนอก ซึ่งการศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลจากรายงานการเงิน ซึ่งเป็นข้อมูลในอดีต ขาดความสอดคล้องกับระดับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นผลกระทบจากการคาดคะเนทิศทางในอนาคต แบบจำลองการพยากรณ์ที่ได้เป็นผลการศึกษา จึงอาจมีข้อจำกัดในการพยากรณ์เหตุการณ์ในอนาคต

นอกจากนั้นการปรับเปลี่ยนเกณฑ์การกำหนด Turnover List ตั้งแต่เดือน มีนาคม 2556 มีผลต่อจำนวนหลักทรัพย์ที่ถูกกำหนดเป็น Turnover List โดยเฉพาะในภาวะการณที่ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในช่วงปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งการทบทวนผลการศึกษาในอนาคตหลังจากการประกาศใช้เกณฑ์ใหม่ระยะหนึ่งแล้ว จะเป็นประโยชน์ต่อการกำหนดนโยบายของหน่วยงานกำกับและควบคุมต่อไป



Q & A



ขอขอบพระคุณ ก.ส.ต.
และผู้เข้าร่วมงานทุกท่าน