การศึกษาตัวแปรบ่งชี้พัฒนาทางการเงินในหลักทรัพย์จดทะเบียนซึ่งถูกประกาศให้เป็นหลักทรัพย์ที่มีการแลกเปลี่ยนมือสูง
A study of turnaround financial determinants on SET listed companies announced to be turnover list

ผศ.ดร.ภัทรกิตติ์ เนตินิยม*

บทคัดย่อ

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) กำหนดให้บริษัทตลาดหลักทรัพย์จัดทำรายงานการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีการแลกเปลี่ยนมือสูง ซึ่งต่อมาตั้งแต่เดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2551 ตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย (ตลท.) ได้กำหนดเกณฑ์กลุ่มหลักทรัพย์ที่ต้องซื้อขายด้วยบัญชีวางเงินล่วงหน้า ประกอบด้วยเงื่อนไข คือ (1) มี PE ratio มากกว่า 50 เท่า หรือผลประกอบการขาดทุน (2) อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายต่อสัปดาห์ (1W-Turnover) มากกว่าร้อยละ 50 และมีมูลค่าซื้อขายต่อวันเฉลี่ยในรอบสัปดาห์มากกว่า 100 ล้านบาทต่อวัน ผลของการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ดังกล่าว ส่งผลให้บริษัทหลักทรัพย์สมาชิกต้องจำกัดให้ผู้ลงทุน ทำการซื้อได้ด้วยบัญชีวางเงินล่วงหน้าเท่านั้นเป็นระยะเวลา 3 สัปดาห์ การศึกษาครั้งนี้มีกลุ่มประชากรที่ใช้ศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่อยู่ในบัญชีตลาดหลักทรัพย์ที่มีการแลกเปลี่ยนมือสูงของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ ตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2551 ถึง 30 ธันวาคม พ.ศ. 2555 ยกเว้นกลุ่มของสถาบันการเงิน รวมทั้งสิ้นจำนวน 48 บริษัท โดยกำหนดเงื่อนไขคุณสมบัติบ่งชี้พัฒนาการสถานะในเชิงบวกของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญจากสองเงื่อนไข ได้แก่ (1) ยอดรวมของสินทรัพย์เติบโตระหว่างงวดเกินกว่าร้อยละ 5 หรือ (2) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนของหลักทรัพย์มีค่ามากกว่า 1.5 เท่า โดยการใช้เครื่องมือวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์ ผลการศึกษาได้ข้อสรุปดังนี้ (1) การเปลี่ยนแปลงที่เพิ่มขึ้นของอัตรากำไรขั้นต้น ซึ่งคำนวณจากอัตราส่วนของรายรับจากการดำเนินงานหักต้นทุนทางตรงเปรียบเทียบกับรายได้รวมสะท้อนถึงการพัฒนาในทางบวกของธุรกิจ (2) การเปลี่ยนแปลงที่เพิ่มขึ้นของระดับหนี้สินโดยรวมสะท้อนถึงการพัฒนาในทางบวกของธุรกิจ จากปัจจัยบ่งชี้ถึงความเชื่อมั่นของเจ้าหนี้ที่มีต่อกิจการเพิ่มมากขึ้น (3) ปริมาณของกำไรต่อหุ้นที่มากจะสะท้อนถึงการพัฒนาในทางบวกของธุรกิจ จากแนวโน้มผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับมากขึ้น และ (4) กระแสเงินสดอิสระที่ปรับตัวลดลงแสดงถึงพัฒนาการของบริษัทเนื่องจากการเติบโตทางเศรษฐกิจที่สูงอย่างต่อเนื่องของไทย ส่งผลให้มีโอกาส

* ภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ E-mail: fbuspan@ku.ac.th
** ผู้เขียนขอขอบคุณ คุณชิษณุ พงษ์พาณิชย์ ที่ให้การสนับสนุนด้านข้อมูลในการทำวิจัยครั้งนี้

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 5 4/27/57 BE 11:46 PM

การลงทุนที่มากและหลากหลาย ผลการศึกษาครั้งนี้อาจใช้อ้างอิงได้ว่า การกำหนดมาตรการจำกัดอำนาจซื้อของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยอาศัยข้อมูลปริมาณการซื้อขาย อัตราการหมุนเวียน และค่า PE ratio แล้วกำหนดให้ทำการซื้อขายด้วยบัญชีวางเงินล่วงหน้านั้น ไม่เป็นธรรมต่อนักลงทุนรายย่อยที่มีเงินทุนจำกัด และอาจเป็นการบิดเบือนกลไกการตลาดซึ่งขัดแย้งกับหลักการพื้นฐานของ International Organization of Securities Commission โดยหน่วยงานกำกับดูแลควรเพิ่มข้อมูลสถานะทางการเงินอื่นๆ ของหลักทรัพย์นั้นๆ ประกอบการพิจารณาเพื่อกำหนดมาตรการใดๆ ที่ส่งผลกระทบต่อนักลงทุน

คำสำคัญ การฟื้นตัวของหลักทรัพย์ หลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายเปลี่ยนมือสูง

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 6 4/27/57 BE 11:46 PM

Abstract

Since July 2008, the Stock Exchange of Thailand (SET) had imposed a particular rule requiring a particular group of securities to be traded on cash balance account. With this type of account, investors are required to deposit full amount prior to trading. Three conditions must be met for a security to be traded on a cash balance basis: (1) its PE ratio must be over 50 or operating result lose, (2) its one-week turnover ratio must be over 50, and (3) its average daily trading volume of the past week must be over 100 million Baht. Following the SET announcement of a list of cash balance stocks, each stock in the list must be traded on a cash balance basis for three weeks. The sample of this study included 48 stocks that had been in the SET turnover list between July 1, 2008 and December 30, 2012. Stocks in the financial sector were excluded from the sample. A significant improvement of the firm's financial performance in the study was indicated by 2 conditions: (1) at least 5% increase in total assets increase from the last reporting period and (2) current ratio of the considered firm over than 1.5. A logistic regression technique was applied to analyze the data. Important findings were: (1) a positive change in the gross profit margin (the ratio between operating revenue less direct cost and total revenue) indicates a positive improvement of the business; (2) a positive change in the level of total debt represents an increase in the firm's repayment credibility, indicates a positive improvement of the business; (3) a positive change in the earnings per share, which represents a higher chance that shareholders will receive a positive stock return, indicates a positive improvement of the business; and (4) a negative change in free cash flows, which represents more investment opportunities from continuously growing economy, indicates a positive improvement of the business. The result implies that the cash balance rule imposed by the Stock Exchange of Thailand (SET) that is underlined by trading volume, turnover ratio, and PE ratio might not be unjust to general investors with limited capital, and might distort the market, leading to market inefficiency. A possible solution is that SET adds a few more indicators pertaining to the firm financial performance before imposing more regulations that affect investors' buying ability. Moreover, the trading regulation may oppose to the commitment ruled by International Organization of Securities Commission. The consideration of the regulators on financial status of listed companies is appreciated.

Keywords: Stock Turnaround, Turnover Lists

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 7 4/27/57 BE 11:46 PM

ความสำคัญ ที่มาของปัญหา และสมมติฐานการศึกษา:

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) กำหนดประเภทบัญชีการซื้อขายหลักทรัพย์เป็น 3 ประเภทหลัก คือ (1) บัญชีเงินสด (Cash Account) (2) บัญชีวางเงินล่วงหน้า (Cash Balance Account) และ (3) บัญชีกู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์ (Credit Balance Account) โดยบัญชีแต่ละประเภทมีลักษณะการปฏิบัติ ดังนี้

(1) บัญชีเงินสด (Cash Account) เป็นบัญชีที่ต้องชำระค่าหลักทรัพย์เต็มจำนวนด้วยเงินสดหลังทำการซื้อหลักทรัพย์ โดยผู้ลงทุนจะต้องฝากเงินหรือหุ้นเพื่อเป็นหลักประกันในสัดส่วนร้อยละ 20 ของวงเงินการซื้อขายที่ได้ กรณีที่ผู้ลงทุนฝากเป็นเงินสดจะได้รับดอกเบี้ยตามที่บริษัทหลักทรัพย์กำหนด ผู้ลงทุนมีหน้าที่ต้องจ่ายค่าซื้อหลักทรัพย์ภายใน 3 วันทำการนับจากวันที่ซื้อหลักทรัพย์ โดยการตัดเงินผ่านบัญชีเงินฝากธนาคารอัตโนมัติ (ATS) ส่วนในกรณีที่ขายหลักทรัพย์ผู้ลงทุนจะได้รับชำระค่าขายหลักทรัพย์ในวันทำการที่ 3 นับจากวันที่ขายหลักทรัพย์ โดยไม่รวมวันหยุดราชการ

(2) บัญชีวางเงินล่วงหน้า (Cash Balance) เป็นบัญชีที่ผู้ลงทุนสามารถซื้อหลักทรัพย์ภายในวงเงินตามหลักประกันเงินสดที่ฝากไว้กับบริษัทหลักทรัพย์ ทั้งนี้ผู้ลงทุนจะได้รับดอกเบี้ยเงินฝากจากหลักประกันตามที่บริษัทฯ กำหนดเช่นเดียวกับบัญชีเงินสด โดยอำนาจซื้อของผู้ลงทุนจะเพิ่มขึ้น จากการขายหลักทรัพย์ หรือการฝากเงินสดเพิ่ม สำหรับการชำระราคาค่าซื้อหลักทรัพย์ บริษัทจะทำการหักจากเงินหลักประกันของลูกค้าในวันทำการที่ 3 ถัดจากวันที่ซื้อ (T+3) ส่วนค่าขายหลักทรัพย์บริษัทจะนำเงินค่าขายหลักทรัพย์สุทธิบวกทบกลับเข้าไปในบัญชีหลักประกันของลูกค้าในวันทำการที่ 3 นับจากวันที่ขาย (T+3)

(3) บัญชีกู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์ (Credit Balance Account) เป็นบัญชีที่มีรูปแบบการให้บริการกู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์ ซึ่งผู้ลงทุนต้องนำเงินสดหรือหุ้นมาวางเป็นหลักประกันการชำระหนี้กับบริษัทหลักทรัพย์ก่อนทำการซื้อหลักทรัพย์ ตามสัดส่วนที่บริษัทหลักทรัพย์กำหนด เช่น หากกำหนดสัดส่วนที่ร้อยละ 70 ของวงเงินกู้ หมายความว่า สำหรับการซื้อหุ้น 100 บาท ผู้ลงทุนต้องออกเงินตัวเอง 70 บาท และกู้ยืมเงินบริษัทหลักทรัพย์ได้จำนวน 30 บาท โดยบริษัทหลักทรัพย์จะคำนวณมูลค่าหลักประกันทุกวัน หากมูลค่าหลักประกันลดลงถึงระดับหนึ่ง ผู้ลงทุนจะถูกเรียกให้นำมาวางหลักประกันเพิ่มเพื่อรักษาสถานภาพทางบัญชีไว้ (Maintenance Margin) แต่หากผู้ลงทุนไม่สามารถเพิ่มหลักประกันได้ บริษัทหลักทรัพย์จะทำการขายหลักประกันเพื่อลดความเสี่ยงของบริษัทสมาชิก (Force Sale)

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้กำหนดมาตรการเพื่อควบคุมการเก็งกำไรในหลักทรัพย์โดยกำหนดให้มีรายชื่อ กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีการแลกเปลี่ยนกันสูง (Turnover List) เพื่อป้องกันการทำราคาหลักทรัพย์ ส่งผลให้มีการเก็งกำไรในหลักทรัพย์นั้นๆ จนอาจทำให้เกิดความเสียหายแก่ตลาดทุนโดยรวม โดยบริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ต้องรายงานการซื้อขายหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม Turnover List ขณะที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้นำข้อมูลดังกล่าวมาใช้อ้างอิง เพื่อจัดทำหลักเกณฑ์ให้บริษัทหลักทรัพย์กำหนดวิธีปฏิบัติ สำหรับประเภทบัญชีเงินวางล่วงหน้าเพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์ ป้องกันไม่ให้นักลงทุนรายย่อยได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 8 4/27/57 BE 11:46 PM

การที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้ออกข้อกำหนดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่มีการแลกเปลี่ยนมือกันมาก (Turnover List) เพื่อใช้เป็นมาตราการกำกับดูแลป้องกันการทำราคาหลักทรัพย์ และเป็นดัชนีชี้เตือนภาวะการเก็งกำไรจากการซื้อขายที่ผิดปกติ ซึ่งอาจก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อการชำระเงินค่าซื้อหลักทรัพย์ของระบบโดยรวม ทั้งนี้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่เป็น Turnover List ผ่านทางเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ภายในเย็นวันทำการสุดท้ายสำหรับการซื้อขายประจำสัปดาห์ของตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กำหนดหลักเกณฑ์ของ Turnover List ไว้ดังนี้ (1) มี PE ratio มากกว่า 100 เท่า หรือขาดทุน หรือเป็นบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนกิจการ (2) อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายต่อสัปดาห์ (1W-Turnover) มากกว่าร้อยละ 30 และมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันในรอบสัปดาห์ มากกว่า 100 ล้านบาทต่อวัน

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้พัฒนาหลักเกณฑ์ Turnover List ของ ก.ล.ต. และได้กำหนดเกณฑ์กลุ่มหลักทรัพย์ที่ต้องซื้อขายด้วยบัญชีวางเงินล่วงหน้า โดยมีองค์ประกอบของเงื่อนไขดังนี้ (1) มี PE ratio มากกว่า 50 เท่า หรือ ผลประกอบการขาดทุน (2) อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายต่อสัปดาห์ (1W-Turnover) มากกว่าร้อยละ 50 และมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันในรอบสัปดาห์มากกว่า 100 ล้านบาทต่อวัน ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อเกณฑ์ Turnover List ของ ก.ล.ต. จะพบว่า เกณฑ์ของ ตลท. มีความยืดหยุ่นกว่าในเรื่องของอัตราส่วน P/E แต่เข้มงวดมากกว่าในกรณีของร้อยละการซื้อขายของ Free Float ผลของการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ต้องซื้อขายด้วยบัญชีวางเงินล่วงหน้าของตลาดหลักทรัพย์ส่งผลให้บริษัทหลักทรัพย์ ต้องจำกัดให้ผู้ลงทุนทำการซื้อในบัญชีวางเงินล่วงหน้า (Cash Balance) เท่านั้น เป็นระยะเวลา 3 สัปดาห์[1]

เนื่องด้วยเกณฑ์ Cash Balance ของ ตลท. มีการคำนวณตามเกณฑ์ Turnover List ของ ก.ล.ต. ดังนั้นการนำเสนอเกณฑ์ซึ่งกำกับโดย ก.ล.ต. จึงเป็นพื้นฐานในการทำความเข้าใจมาตรการกำหนด Cash Balance ของ ตลท. ซึ่งสรุปได้ดังสมการที่ 1 ถึง 3

1. อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายต่อสัปดาห์ (1W-Turnover) คำนวณจาก

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

โดย

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

[1] ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ประกาศปรับเพิ่มระยะเวลา มาตรการ Cash Balance เป็น 6 สัปดาห์ตั้งแต่วันที่ 1 มีนาคม พ.ศ. 2556

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 9 4/27/57 BE 11:46 PM

2. อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E Ratio)

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

กล่าวโดยสรุปเกณฑ์รายชื่อหลักทรัพย์ซึ่งกำหนดโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความคล้ายคลึงและแตกต่างกันดังสรุปในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 สรุปเกณฑ์จัดทำรายชื่อหลักทรัพย์โดยหน่วยงานกำกับดูแล

ปัจจัยที่กำหนด	สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)	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 กลต. แต่ไม่มีผลบังคับต่อประเภทบัญชีการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุน	บริษัทหลักทรัพย์ต้องจำกัดการซื้อขายของนักลงทุนด้วยบัญชีเงินวางล่วงหน้าเป็นระยะเวลา 3 สัปดาห์

อย่างไรก็ตาม ด้วยเงื่อนไขที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กำหนดเป็นเงื่อนไขเกี่ยวกับตัวแปรต่างๆ ที่เป็นตัวแปรเชิงปริมาณจากปริมาณการซื้อขาย แม้จะมีการพิจารณาตัวแปรเชิงปัจจัยคุณภาพ คือ P/E Ratio แต่ก็เป็นอัตราส่วนจากผลการดำเนินงานในอดีต คือ กำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) มาตรการเฝ้าระวังการเข้าทำราคาหลักทรัพย์จึงถูกกำหนดให้เป็นเครื่องมือเพื่อลดการเก็งกำไร ผ่านการจำกัดอุปสงค์ของหลักทรัพย์ ผลของการประกาศรายชื่อ Turnover List ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้นำมา

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 10 4/27/57 BE 11:46 PM

จัดทำเกณฑ์รายชื่อหลักทรัพย์ที่ต้องทำการซื้อขายโดยบัญชีวางเงินล่วงหน้า ส่งผลให้ปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์นั้นๆ มีปริมาณการซื้อขายที่เปลี่ยนแปลงอย่างมากจากวันทำการซื้อขายก่อนหน้า ลักษณะดังกล่าวจึงเป็นการแทรกแซงกลไกตลาด โดยเฉพาะหากหลักทรัพย์นั้นๆ มีแนวโน้มการปรับเปลี่ยนการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ (Turnaround) เพราะไม่มีเกณฑ์ข้อใดที่สะท้อนถึงปัจจัยทางด้านพื้นฐานอื่นๆ ของหลักทรัพย์นั้นๆ ในอนาคต เช่น การเติบโตของสินทรัพย์ การเติบโตของยอดขาย ความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนใหม่ๆ อาทิ การได้รับการอนุมัติสินเชื่อ ปริมาณกระแสเงินสดที่เปลี่ยนแปลงจากกิจกรรมต่างๆ

ปัจจุบันตลาดทุนของประเทศไทยได้รับการยอมรับให้เป็นสมาชิกของ IOSCO (International Organization of Securities Commission) ซึ่งเงื่อนไขสำคัญประการหนึ่งของการดำรงสถานภาพสมาชิก คือ การปฏิบัติอย่างยุติธรรมต่อนักลงทุนทุกประเภทอย่างเท่าเทียมกัน (IOSCO, 2014) โดยที่ผลการศึกษาที่ผ่านมาในอดีตสนับสนุนข้อมูลเชิงประจักษ์การใช้อัตราส่วนทางการเงิน เป็นเครื่องมือที่มีความถูกต้องสำหรับการพยากรณ์ความล้มเหลวของธุรกิจ (Wang and Li, 2007) เช่นเดียวกับการพยากรณ์ความสามารถในการฟื้นตัวของธุรกิจ (Wang and Chin, 2004)

การศึกษาเพื่อทดสอบศักยภาพในการฟื้นตัว ของหลักทรัพย์ที่ถูกประกาศให้อยู่ในบัญชีรายชื่อหลักทรัพย์ Turnover List จะช่วยสนับสนุนการกำกับนโยบายให้เกิดการซื้อขายอย่างยุติธรรม เช่น หากบริษัทนั้นๆ มีแนวโน้มการพัฒนาการดำเนินงานในเชิงบวก ย่อมส่งผลต่อระดับอุปสงค์ในหลักทรัพย์นั้นที่เพิ่มขึ้นกว่าระดับปกติ โดยปัจจัยบ่งชี้ภาวะการฟื้นตัวอาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงปัจจัยพื้นฐานของบริษัทนั้นๆ เช่น การเติบโตของสินทรัพย์ ยอดขาย ความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนใหม่ๆ ซึ่งกฎเกณฑ์การจัดทำรายชื่อ Turnover List หรือ Cash Balance ในปัจจุบันของ ก.ล.ต. และ ตลท. ยังไม่ได้คำนึงถึงปัจจัยเหล่านี้ ดังนั้นหากสามารถพิสูจน์เป็นข้อมูลเชิงประจักษ์ว่า หลักทรัพย์ที่ถูกประกาศให้อยู่ในกลุ่ม Turnover List มีการฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญ เกณฑ์การกำหนดของ ก.ล.ต. อาจจะไม่เหมาะสม เนื่องจากเป็นเกณฑ์การกำหนดคุณสมบัติจากข้อมูลเชิงปริมาณ อาจสร้างความไม่เป็นธรรมให้เกิดขึ้นต่อนักลงทุนบางกลุ่ม

ด้วยเหตุที่การลงทุนในหลักทรัพย์เป็นการลงทุนสำหรับผลการดำเนินงานในอนาคต ดังนั้นหลักทรัพย์ที่มีการปรับเปลี่ยนทิศทางการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ โดยปกติจะมีปริมาณการซื้อขายเพิ่มขึ้นมาก แม้จะมีผลการดำเนินงานในอดีตขาดทุน การเปลี่ยนแปลงปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์จะเป็นแรงจูงใจให้มีการเก็งกำไรมากขึ้น ลักษณะดังกล่าวจึงเป็นความเสี่ยงที่จะถูกกำหนดให้เป็นหลักทรัพย์ที่อยู่ในเกณฑ์ Turnover List และต้องทำการซื้อขายในบัญชี Cash Balance การกำหนดมาตรการแทรกแซงเพื่อควบคุมผู้ลงทุน ย่อมส่งผลต่ออุปสงค์ของหลักทรัพย์ หากระดับราคาของหลักทรัพย์นั้นปรับตัวลดลงกะทันหัน กลุ่มผู้ลงทุนที่จะได้รับผลกระทบโดยตรงจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ คือ กลุ่มนักลงทุนรายย่อย เนื่องจากนักลงทุนกลุ่มนี้ส่วนใหญ่มีการซื้อขายในประเภทบัญชีกู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์

จากที่กล่าวมาข้างต้น ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานการศึกษาไว้ คือ *“หลักทรัพย์ที่ถูกประกาศให้อยู่ในบัญชีรายชื่อหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายแลกเปลี่ยนมือสูง มีปัจจัยบ่งชี้พัฒนาการในเชิงบวก”*

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 11 4/27/57 BE 11:46 PM

วัตถุประสงค์ของการวิจัย:

1. เพื่อพิจารณาตัวแปรบ่งชี้ถึงการพัฒนาการดำเนินงานเชิงบวก ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ถูกประกาศให้ซื้อขายในบัญชีหลักทรัพย์ซึ่งมีการซื้อขายแลกเปลี่ยนมือสูง (Turnover List)

2. เพื่อเป็นข้อมูลสนับสนุนการปรับปรุงการกำหนดหลักเกณฑ์เพื่อกำหนดให้หลักทรัพย์ที่ถูกประกาศให้ซื้อขายในบัญชี Cash Balance มีความที่เชื่อมโยงกับข้อมูลเชิงคุณภาพมากขึ้น

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ:

1. ใช้อ้างอิงการกำหนดตัวแปรบ่งชี้ซึ่งสามารถสะท้อนถึงทิศทางการพัฒนาของผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ถูกประกาศให้ซื้อขายในบัญชีหลักทรัพย์ซึ่งมีการซื้อขายแลกเปลี่ยนมือสูง (Turnover List)

2. ใช้เป็นแนวทางอ้างอิงเพื่อปรับปรุงการกำหนดเกณฑ์หลักทรัพย์ที่ถูกประกาศให้ซื้อขายในบัญชีวางเงินล่วงหน้า (Cash Balance) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ทฤษฎีการทบทวนวรรณกรรม สมมติฐาน และกรอบแนวคิดการวิจัย:

1. ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis: EMH)

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ เป็นตลาดแข่งขันสมบูรณ์ (Ross, Wethersfield, Safe and Jordan; 2011) ในกรณีของตลาดที่มีประสิทธิภาพมูลค่าที่ควรเป็นของหลักทรัพย์ควรเท่ากับราคาตลาดเสมอ ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ณ เวลาใดเวลาหนึ่งจึงเป็นผลมาจากข้อมูลข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องอย่างสมบรูณ์ หากการตัดสินใจซื้อขายหุ้นของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ตั้งอยู่บนพื้นฐานของการคาดคะเนด้วยเหตุผล (Rational Expectations) ราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้นหรือลดลงอย่างรวดเร็ว เมื่อมีข้อมูลข่าวสารใหม่ๆ เข้ามา ดังนั้นจึงไม่มีใครสามารถทำกำไรเกินปกติได้ ผลกำไรที่นักลงทุนได้รับจะเป็นกำไรในระดับปกติ (Normal Profit) ดังนั้นระดับราคาหลักทรัพย์จะสอดคล้องกับข่าวสารข้อมูลการเปลี่ยนแปลงในปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์ ดังนั้นประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ จึงถูกประเมินจากการถ่ายทอดข้อมูลข่าวสาร หรือความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนต่อข้อมูล เมื่อมีการคาดการณ์ถึงตัวแปรที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นแบบคาดคะเน

ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ พัฒนาจากการแข่งขันแบบเสรี ซึ่งราคาตลาดจะเป็นตัวผลักดันให้จัดสรรทรัพยากรไปยังส่วนต่างๆ ของระบบเศรษฐกิจได้อย่างถูกต้อง ดังนั้นหากตลาดทุนจัดสรรเงินลงทุนตามกลไกอุปสงค์และอุปทาน ราคาหุ้นก็จะสะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงตามปัจจัยพื้นฐาน (Intrinsic Value) ของแต่ละหลักทรัพย์ เนื่องจาก (1) จำนวนผู้ซื้อและผู้ขายมีมากรายจนกระทั่งไม่มีบุคคลใดมีอำนาจในการกำหนดราคาหุ้นได้ (2) ผู้ลงทุนแต่ละคนมีพื้นฐานในการประเมินมูลค่าหุ้นเหมือนกัน (Homogeneous Expectation) (3) ผู้ซื้อและผู้ขายในตลาดหลักทรัพย์รับทราบข้อมูลข่าวสารต่างๆ ของหุ้นอย่างสมบรูณ์ (Perfect Knowledge)

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 12 4/27/57 BE 11:46 PM

และ (4) ผู้ลงทุนทุกคนเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ก่อให้เกิดอรรถประโยชน์สูงสุด ณ ระดับราคาต่อความเสี่ยงที่ให้ผลตอบแทนสูงสุด

ดังนั้น ตลาดทุนทั่วโลกจึงยึดแนวทางการกับกำดูแลให้ตลาดทุนของตนเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ โดยในประเทศไทย ศุภวัฒน์ วัฒน์ธนปติ (2555) ได้สรุปผลการศึกษาสถานภาพของ ตลท. เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพต่ำ คือ เป็นตลาดที่ผู้ลงทุนสามารถศึกษาข้อมูลด้านราคาได้อย่างเท่าเทียมกัน ทำให้การเปลี่ยนแปลงของราคาในอดีตเป็นไปโดยไม่อาจคาดคะเนได้ ราคาหุ้นในปัจจุบันมีการเคลื่อนไหวแบบเชิงสุ่ม (Random Walk) ดังนั้นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำนี้ ข้อมูลด้านราคาและปริมาณซื้อขายหุ้นในอดีต จะไม่สามารถนำมาใช้เป็นแนวทางในการคาดคะเนแนวโน้มราคาหุ้นในอนาคตได้ ดั้งนั้นหากผู้ลงทุนประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ได้ว่าต่ำกว่าปัจจัยพื้นฐานที่ควรจะเป็น ก็ควรเข้าทำการซื้อหลักทรัพย์นั้นเพื่อการลงทุน เนื่องจากระดับราคาหลักทรัพย์นั้นในอนาคตจะปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นไปสู่มูลค่าที่แท้จริง

2. ทฤษฎีพฤติกรรมทางการเงิน (Behavioral Finance Theory)

การที่ผู้ลงทุนส่วนใหญ่ไม่ใช่ผู้ลงทุนที่มีเหตุผลสำหรับการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์เสมอไป ทำให้เกิดอคติจากการรับรู้ (Cognitive Bias) ซึ่งเป็นภาวะของการตัดสินใจตามความต้องการของตนเองจากความเชื่อหรือเหตุผลอื่นใดเป็นการเฉพาะตน อคติจากการรับรู้นำไปสู่ความลำเอียงในการคัดสรร การตัดสินใจที่ผิดพลาด และการแปลความหมายแบบไร้ตรรกะ อย่างไรก็ตามภาวะอคติแห่งการรับรู้ช่วยให้การตัดสินใจเกิดความรวดเร็ว และมีผลต่อทิศทางการตัดสินใจในภาวะเร่งด่วน ซึ่งมีข้อจำกัดด้านเวลา การตัดสินใจจากอคติมีความสัมพันธ์กับกระบวนการตัดสินใจจากจิตสำนึก (Heuristic) โดยเป็นรูปแบบการตัดสินใจที่เน้นความรวดเร็วเปรียบเสมือนการใช้สามัญสำนึกในการตัดสินใจ ซึ่งเป็นการตัดสินใจที่ไม่ได้อ้างอิงจากเหตุผลหรือข้อมูลข่าวสาร อคติจากการรับรู้จึงเป็นสิ่งที่เกิดขึ้นจากพฤติกรรมของมนุษย์อันเนื่องมาจากภาวะจิตใจ การศึกษาเรื่องอคติจากการรับรู้เป็นไปอย่างกว้างขวางในช่วงหลายสิบปีที่ผ่านมา โดยจัดทำเป็นศาสตร์แห่งการรับรู้ (Cognitive Science) ซึ่งครอบคลุมพฤติกรรมทั้งสายวิทยาศาสตร์และสายสังคมศาสตร์

3. การศึกษาที่เกี่ยวข้องในอดีต

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

$$Z = .012X_1 + 0.14X_2 + 0.033X_3 + 0.006X_4 + 0.999X_5 \qquad \text{สมการที่ 4}$$

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 13 4/27/57 BE 11:46 PM

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)

Cooper (2008) ศึกษาขนาดของสินทรัพย์และผลตอบแทน โดยพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงผกผันระหว่างระดับการเติบโตของสินทรัพย์ และผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ โดยอัตราการเติบโตของสินทรัพย์เป็นตัวพยากรณ์ผลตอบแทนที่ผิดปกติในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราการเติบโตของสินทรัพย์ด้วยตัวแปรต่างๆ ได้แก่ ราคาตามบัญชีต่อราคาตลาด การใช้ทุนของบริษัท และอัตราการวัดการเติบโตอื่นๆ Cooper (2009) ยังพบว่า ความสัมพันธ์ที่ผกผันกันระหว่างความสัมพันธ์ของการเติบโตของสินทรัพย์และผลตอบแทนย้อนหลังของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกาโดยบริษัทที่มีขนาดของสินทรัพย์น้อยกว่าจะให้ผลตอบแทนระยะยาวมากกว่า

ธารี หิรัญรัศมี และคณะ (2552) อธิบายว่า งบการเงินเป็นงบที่แสดงสถานะทางการเงินของบริษัทต่างๆ ซึ่งจะให้ข้อมูลเชิงเศรษฐกิจและเหตุการณ์ต่างๆ ที่สำคัญในช่วงระยะเวลานั้นๆ ส่วนประกอบของงบการเงิน ได้แก่ สินทรัพย์ หนี้สิน ส่วนของเจ้าของ รายได้ ค่าใช้จ่าย ซึ่งส่วนประกอบต่างๆ จะแสดงให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของหลักทรัพย์นั้นๆ ภายในช่วงระยะเวลาที่กำหนด โดยงบการเงินจะสะท้อนถึงสถานะในปัจจุบันและทิศทางในอนาคตของบริษัท

ศิริยศ จุฑานนท์ (2556) ศึกษามาตรการซื้อขายหุ้นในบัญชี Cash Balance ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า บริษัทที่เข้าจดทะเบียนใหม่ในตลาดหลักทรัพย์ (IPO) ในปี พ.ศ. 2555 จำนวน 18 บริษัท มีจำนวน 7 บริษัทที่เข้าเกณฑ์ Cash Balance โดยเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาด SET 3 บริษัท ทั้งหมดเป็นบริษัทอยู่นอกกลุ่มดัชนี SET100 และตลาด MAI 4 บริษัท โดยทั้ง 7 บริษัท กระจายตัวอยู่ในหลายอุตสาหกรรม ในปี พ.ศ. 2555 มีถูกประกาศให้หุ้นที่ซื้อขายในบัญชี Cash Balance รวม 41 หลักทรัพย์ เป็นหุ้นในตลาด SET จำนวน 30 หลักทรัพย์ และเป็นหุ้นในตลาด MAI จำนวน 11 หลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่า (1) หุ้นที่ซื้อขายในบัญชี Cash Balance กระจุกตัวอยู่ในกลุ่มที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดค่อนข้างต่ำ (non-SET200) โดยมีจำนวนถึง 25 หลักทรัพย์ จาก 30 หลักทรัพย์ หรือคิดเป็นร้อยละ 83.3 โดยราคาของหุ้นเหล่านี้ได้ปรับตัวสูงขึ้นมากเมื่อเทียบกับตลาดโดยรวมในช่วงเวลาเดียวกัน (2) กลุ่มอุตสาหกรรมที่หลักทรัพย์ถูกประกาศติดเกณฑ์ Cash Balance สูงสุดสามอันดับแรก ได้แก่ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ กลุ่มพลังงานและกลุ่มบริการ โดยเป็นหุ้นในตลาด MAI ประมาณร้อยละ 47 (3) หลักทรัพย์ที่ถูกประกาศตามเกณฑ์ Cash Balance ส่วนใหญ่มีราคาปรับตัวสูงกว่าดัชนีของตลาดหลักทรัพย์ค่อนข้างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในหุ้นที่มีมูลค่าหลักทรัพย์

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 14 4/27/57 BE 11:46 PM

ตามราคาตลาดต่ำ พบว่าร้อยละ 41 เป็นหุ้นที่มีราคาตลาดขณะที่ถูกกำหนดให้ซื้อขายในบัญชี Cash Balance ต่ำกว่า 1 บาท นอกจากนี้ร้อยละ 44 เป็นหุ้นที่มีผลประกอบการขาดทุน

ศิริยศ จุฑานนท์ (2556) สรุปลักษณะของหลักทรัพย์ที่ถูกกำหนดให้ซื้อขายในบัญชี Cash Balance ไว้ดังนี้ (1) หลักทรัพย์มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) ที่ค่อนข้างต่ำ (2) หลักทรัพย์มี Price to Earnings Ratio (P/E) ที่สูงกว่าค่า P/E เฉลี่ยของตลาดโดยรวม นอกจากนี้หลักทรัพย์ที่ถูกกำหนดให้ซื้อขายในบัญชี Cash Balance ในปี พ.ศ. 2555 จำนวน 41 หลักทรัพย์ เป็นหุ้นที่มีผลการดำเนินงานขาดทุน ไม่สามารถคำนวณค่า P/E ได้ (3) หลักทรัพย์มีมูลค่าการซื้อขายรายวันที่สูงผิดปกติ เมื่อเปรียบเทียบกับปริมาณการซื้อขายในอดีต และ (4) หลักทรัพย์มีข่าวเผยแพร่ในสื่อรูปแบบต่างๆ ถึงการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยข้อมูลข่าวสารที่มีการเผยแพร่หลักๆ สรุปได้ ดังนี้

1. การเปลี่ยนโครงสร้างของผู้ถือหุ้น โดยปรากฏข่าวการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้นในลักษณะที่มีบุคคลเป็นนายทุน หรือบริษัทขนาดใหญ่ที่มีชื่อเสียงมีผลงานการบริหารเป็นที่ยอมรับของนักลงทุนในวงกว้างมีความสนใจเข้าซื้อหรือควบรวมกิจการกับบริษัทดังกล่าว ทำให้นักลงทุนคาดหวังถึงมูลค่าเพิ่มจากสินทรัพย์ที่ซ่อนอยู่ในบริษัทนั้นๆ หรือการเปลี่ยนแปลงจากผู้บริหารชุดใหม่ และเข้ามาซื้อหุ้นทำให้ราคาหุ้นของบริษัทดังกล่าวปรับตัวสูงขึ้นอย่างมากอย่างรวดเร็ว

2. การเปลี่ยนโครงสร้างทุนหรือโครงสร้างหนี้ โดยการออกหุ้นเพิ่มทุน หรือความสำเร็จในการออกตราสารเพื่อระดมทุน อาทิ Warrant หรือหุ้นกู้ รวมไปถึงความสำเร็จของการขายทรัพย์สินเพื่อนำมาใช้หนี้หรือปรับโครงสร้างหนี้กับเจ้าหนี้

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

กล่าวโดยสรุปการพัฒนาแบบจำลองในการศึกษาครั้งนี้ นอกจากจะอาศัยการอ้างอิงจากผลงานวิจัยดังที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นแล้ว ยังอ้างอิงจากผลการศึกษาสำหรับการพัฒนาตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ โดยสรุปผลการศึกษาก่อนหน้าและสมมติฐานตัวแปรต่างๆ ดังนี้

1. การพัฒนาแบบจำลอง (Model Specification) เพื่อประเมินความเป็นไปได้ของการฟื้นตัว จากการศึกษาของ Hsieh and Wang (2001) และ Wang and Li (2007) โดยการเติบโตของยอดสินทรัพย์จะสะท้อนถึงความสามารถในการจัดหาเงินทุนใหม่ๆ โดยอัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเวียนที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเกินกว่าหนึ่งเท่าจะช่วยลดความเสี่ยงทางการเงินในระยะสั้น ดังนั้นการเสนอครั้งนี้จึงมีสมมติฐานว่า การฟื้นตัวของบริษัทเป็นไปตามเงื่อนไขข้อใดข้อหนึ่ง 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)

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 15 4/27/57 BE 11:46 PM

สำหรับสมมติฐานของตัวแปรอิสระถูกกำหนด ดังนี้

1. การเปลี่ยนแปลงที่เพิ่มขึ้นของอัตรากำไรขั้นต้นเปรียบเทียบกับงวดในอดีต ซึ่งคำนวณจากอัตราส่วนของรายรับจากการดำเนินงานหักต้นทุนทางตรงเปรียบเทียบกับรายได้รวมสะท้อนถึงการพัฒนาในทางบวกของธุรกิจ (Beaver, 1966; Ohlson, 1980)

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

3. การเปลี่ยนแปลงที่เพิ่มขึ้นของระดับรายได้รวมเปรียบเทียบกับงวดในอดีตสะท้อนถึงการพัฒนาในทางบวกของธุรกิจ (Altman, 1981; Aharony et. al., 1980)

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)

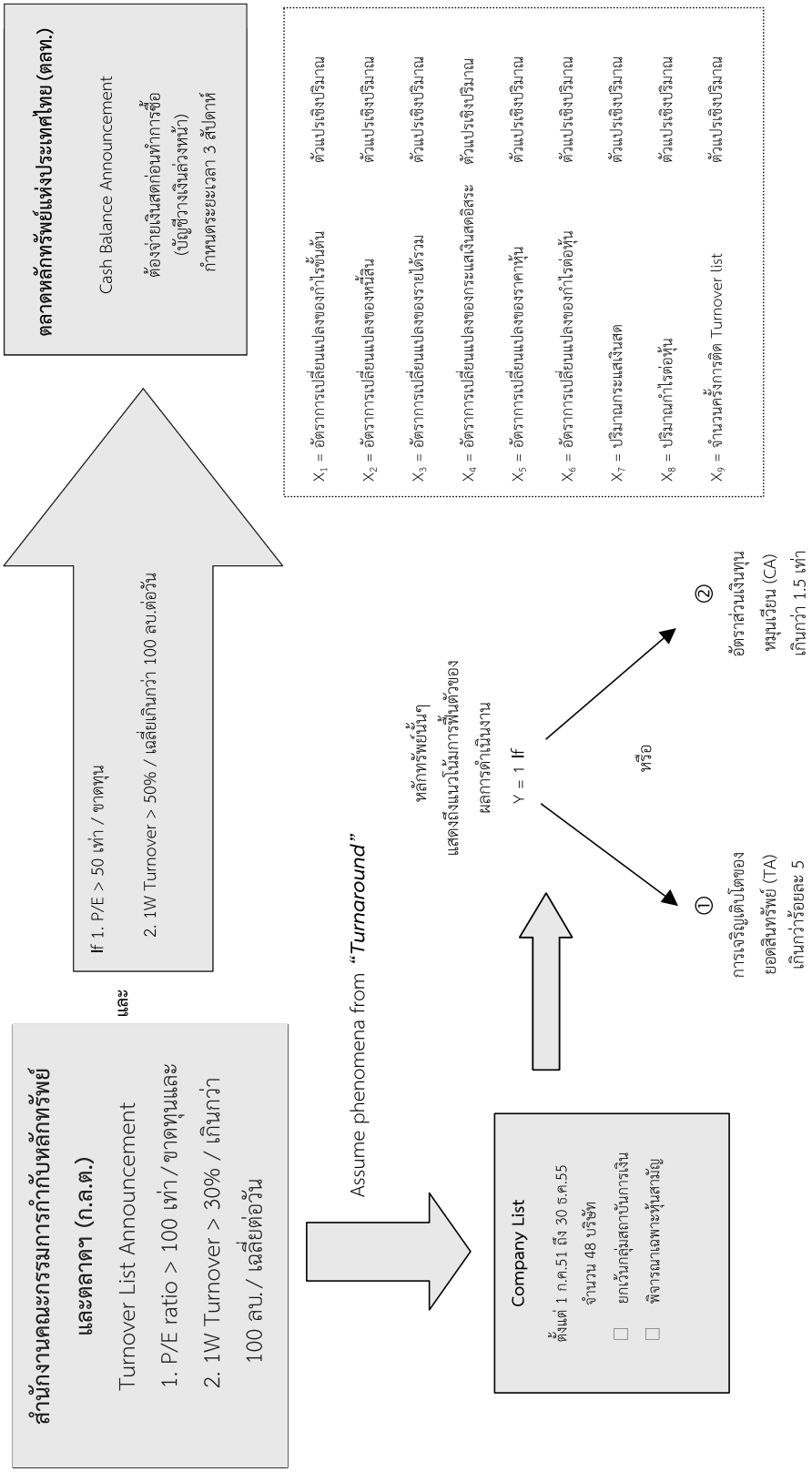
7. ปริมาณของ Free Cash Flow ณ งวดเวลาใดๆ ที่มาก จะสะท้อนถึงพัฒนาในทางบวกของธุรกิจ (Aziz et. al, 1989; Casey et. al., 1985, Gilbert et. al, 1990)

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

9. ตัวแปรตามจำนวนครั้งของการติด Turnover List ในทุกๆ รอบระยะเวลา 6 เดือนเป็นตัวแปรที่สะท้อนถึงสถานภาพการเป็นหลักทรัพย์ในกลุ่มที่ประกาศให้เป็นหลักทรัพย์ที่มีการแลกเปลี่ยนมือสูง ซึ่งจะสนับสนุนการแปรผลการพยากรณ์เมื่อเปลี่ยนผลการประมวลเป็นค่าความน่าจะเป็นตามวิธีการศึกษา

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 16 4/27/57 BE 11:46 PM

ทั้งนี้กรอบแนวคิดในการศึกษาครั้งนี้สรุปได้ ดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการศึกษา

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 17 4/27/57 BE 11:46 PM

ขอบเขตการวิจัย วิธีการวิจัย:

ขอบเขตการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในบัญชี Turnover List ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2551 ถึง 30 ธันวาคม พ.ศ. 2555 เนื่องจากช่วงไตรมาสสุดท้ายของปี พ.ศ. 2555 ถึงช่วงต้นปี พ.ศ. 2556 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นอย่างมาก ทำให้มีการเปลี่ยนแปลงเกณฑ์การกำหนดหลักทรัพย์ในบัญชี Tunrover List ใหม่ มีผลตั้งแต่วันที่ 1 มีนาคม พ.ศ. 2556 เป็นต้นมา จากเดิมระยะเวลา 3 สัปดาห์ เพิ่มเป็น 6 สัปดาห์ เพื่อดูแลนักลงทุนให้ระมัดระวังไม่ให้ลงทุนในหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาอย่างมาก อย่างไรก็ตาม ตลท. ได้กำหนดมาตรการเพื่อขอความร่วมมือจากบริษัทหลักทรัพย์สมาชิกเพื่อควบคุมและลดการเก็งกำไรตั้งแต่ไตรมาส 4 ปี พ.ศ. 2555 (กรุงเทพธุรกิจ, 2555)

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาได้ตัดหลักทรัพย์ในกลุ่มสถาบันการเงินออกไป เนื่องจากมีราย ละเอียดของงบการเงินแตกต่างไปจากหลักทรัพย์กลุ่มอื่นๆ และกำหนดการศึกษาจากหุ้นสามัญเท่านั้น ทั้งนี้รายชื่อหลักทรัพย์ในกลุ่มตัวอย่างมีจำนวนทั้งสิ้น 48 บริษัท ดังแสดงในตารางที่ 2

ตารางที่ 2 รายชื่อหลักทรัพย์ในกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา

ชื่อบริษัท	ตัวย่อ
1. บริษัท อาปิโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน)	AH
2. บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชัน จำกัด (มหาชน)	AMATA
3. บริษัท เอเชียน มารีนเซอร์วิสส์ จำกัด (มหาชน)	ASIMAR
4. บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)	BJC
5. บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	BTS
6. บริษัท แคปปิทอล เอ็นจิเนียริ่ง เน็ตเวิร์ค จำกัด (มหาชน)	CEN
7. บริษัท ซีเฟรชอินดัสตรี จำกัด (มหาชน)	CFRESH
8. บริษัท ฝาจีบ จำกัด (มหาชน)	CSC
9. บริษัท จรุงไทยไวร์แอนด์เคเบิ้ล จำกัด (มหาชน)	CTW
10. บริษัท ชัยวัฒนา แทนเนอรี่ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	CWT
11. บริษัท ผลิตภัณฑ์ตราเพชร จำกัด (มหาชน)	DRT
12. บริษัท แกรนด์แอสเสท โฮเทลส์แอนด์พรอพเพอร์ตี้ จำกัด(มหาชน)	GRAND
13. บริษัท หาดทิพย์ จำกัด (มหาชน)	HTC
14. บริษัท โพสโคไทยน๊อคซ์ จำกัด (มหาชน)	INOX

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 18 4/27/57 BE 11:46 PM

ตารางที่ 2 รายชื่อหลักทรัพย์ในกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา (ต่อ)

ชื่อบริษัท	ตัวย่อ
15. บริษัท ชิน คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	INTUCH
16. บริษัท จัสมินเทเลคอม ซิสเต็มส์ จำกัด (มหาชน)	JTS
17. บริษัท คาร์มาร์ท จำกัด (มหาชน)	KAMART
18. บริษัท เคซีอี อีเลคโทรนิคส์ จำกัด (มหาชน)	KCE
19. บริษัท กุลธรเคอร์บี้ จำกัด (มหาชน)	KKC
20. บริษัท กฤษดามหานคร จำกัด (มหาชน)	KMC
21. บริษัท กันยงอีเลคทริก จำกัด (มหาชน)	KYE
22. บริษัท ลีพัฒนาผลิตภัณฑ์ จำกัด (มหาชน)	LEE
23. บริษัท ลิฟวิ่งแลนด์ แคปปิตอล จำกัด (มหาชน)	LL
24. บริษัท มาลีสามพราน จำกัด (มหาชน)	MALEE
25. บริษัท แมกซ์เมทัลคอร์ปอเรชั่น 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
31. บริษัท ควอลิตี้เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	QH
32. บริษัท รสาพร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	RASA
33. บริษัท สยามฟิวเจอร์ ดีเวลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน)	SF
34. บริษัท ซิงเกอร์ประเทศไทย จำกัด (มหาชน)	SINGER
35. บริษัท แสนสิริ จำกัด (มหาชน)	SIRI
36. บริษัท ศรีไทยซุปเปอร์แวร์ จำกัด (มหาชน)	SITHAI
37. บริษัท ส. ขอนแก่นฟู้ดส์ จำกัด (มหาชน)	SORKON
38. บริษัท ทรัพย์ศรีไทย จำกัด (มหาชน)	SST
39. บริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)	TASCO
40. บริษัท ไทยพัฒนาโรงงานอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	TFD
41. บริษัท ทีเอฟไอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	TFI

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 19 4/27/57 BE 11:46 PM

ตารางที่ 2 รายชื่อหลักทรัพย์ในกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา (ต่อ)

ชื่อบริษัท	ตัวย่อ
42. บริษัท ไทยเยอรมัน เซรามิค อินดัสทรี่ จำกัด (มหาชน)	TGCI
43. บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน)	THCOM
44. บริษัท ทิปโก้ฟูดส์ จำกัด (มหาชน)	TIPCO
45. บริษัท ไทยบรรจุภัณฑ์และการพิมพ์ จำกัด (มหาชน)	TPP
46. บริษัท โทรีเซนไทย เอเยนต์ซีส์ จำกัด (มหาชน)	TTA
47. บริษัท ไทยยูนีคคอยล์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	TUCC
48. บริษัท ยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน)	UTP

ในการศึกษาการพัฒนาอัตราส่วนทางการเงินในหลักทรัพย์จดทะเบียน ซึ่งถูกประกาศให้เป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายแลกเปลี่ยนมือสูงในการศึกษาครั้งนี้ ตัวแปรตาม (Dependent Variable) มีคุณสมบัติเป็นตัวแปรเชิงคุณภาพ (Qualitative Category) โดยการพัฒนาของอัตราส่วนทางการเงินที่ถือว่า มีลักษณะเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญกำหนดจากเงื่อนไขข้อใดข้อหนึ่ง หรือทั้งสองข้อ ดังนี้

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 มิถุนายน พ.ศ. 2552 จะเปรียบเทียบกับ 30 มิถุนายน พ.ศ. 2551 เช่นเดียวกับข้อมูล ณ 30 ธันวาคม พ.ศ. 2552 จะถูกเปรียบเทียบกับ 30 ธันวาคม พ.ศ. 2551

การวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์ มีสมมติฐานการศึกษาเช่นเดียวกับการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น แต่เนื่องจากค่าของตัวแปรตามเป็นตัวแปรเชิงคุณภาพจะต้องคำนึงถึงค่าที่ได้หลังจากการพยากรณ์ไปแปลงเป็นค่าความน่าจะเป็นที่จะเกิดเหตุการณ์ขึ้น โดยการศึกษาครั้งนี้ใช้รูปแบบการวิเคราะห์แบบ Binary Logistic คือ การวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติกส์ซึ่งตัวแปรตามเป็นตัวแปรเชิงคุณภาพที่มีเพียง 2 ค่าเท่านั้น คือ ใช่หรือไม่ใช่ ด้วยเหตุที่ค่าของตัวแปรตามเป็นค่าที่มีเพียง 2 ค่า คือ 0 หรือ 1 จึงทำให้ผลที่ได้จากการวิเคราะห์เป็นโอกาสที่จะเกิดเหตุการณ์ที่สนใจ มีค่าตั้งแต่ร้อยละ 0 ถึงร้อยละ 100 สำหรับรูปแบบของการวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติกส์แสดงได้ ดังนี้

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 20 4/27/57 BE 11:46 PM

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

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

โดย $Z = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + ... + \beta_P X_P$

และโอกาสของการไม่เกิดเหตุการณ์จะประมาณได้จากสมการ

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

ข้อจำกัดของการใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์ คือ การคงคุณสมบัติการกระจายแบบปกติ (Normal Distribution) และคุณสมบัติความเสมอภาคการแปรปรวนความคลาดเคลื่อนของตัวแปรอิสระ (Homoscedasticity) ซึ่งกรอบระยะเวลาการศึกษาตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2551 ถึง 30 ธันวาคม พ.ศ. 2555 มีการเก็บรวบรวมข้อมูลตัวแปรตามและตัวแปรอิสระทุกๆ รอบ 6 เดือน ของทั้ง 48 หลักทรัพย์ รวม 432 รายข้อมูล

แบบจำลองการวิจัยและผลการวิจัย:

การพัฒนาแบบจำลองโดยการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์ เป็นไปตามข้อกำหนดของเครื่องมือที่ใช้ กล่าวคือ (1) ตัวแปรอิสระทั้ง 9 ตัวแปรเป็นตัวแปรต่อเนื่อง (2) ตัวแปรตามเป็นตัวแปรเชิงกลุ่ม ทั้งนี้การทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปร โดยการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์มีข้อจำกัดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระต้องไม่อยู่ในระดับสูง ผลการวิเคราะห์พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระอยู่ในระดับไม่เกินร้อยละ 80 (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2551) ดังสรุปในตารางที่ 3 สำหรับผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณาของตัวแปรอิสระทั้ง 9 ตัวแปร สรุปได้ดังตารางที่ 4 โดยค่า p-value ของการทดสอบการกระจายตัวแบบปกติของ Jarque-Bera Test มีค่าน้อยกว่า .0001 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรที่เลือกสรรเข้ามาในแบบจำลองนั้นมีการกระจายตัวปกติ แบบจำลองที่เกิดจากการนำตัวแปรอิสระเข้ามาร่วมกันนั้นจึงมีความสามารถในการประมาณการ (Goodness of Fit) (Jarque and Bera, 1987)

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 21 4/27/57 BE 11:46 PM

ตารางที่ 3 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

	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
X_1	-	1.00	0.40	0.53	-0.23	0.10	0.09	-0.33	0.04	0.05
X_2	-	-	1.00	0.40	-0.30	0.00	0.03	-0.33	-0.02	0.16
X_3	-	-	-	1.00	-0.27	0.16	0.05	-0.26	0.07	0.05
X_4	-	-	-	-	1.00	0.00	-0.01	0.36	0.01	-0.10
X_5	-	-	-	-	-	1.00	0.07	0.02	0.17	0.13
X_6	-	-	-	-	-	-	1.00	0.00	0.06	-0.14
X_7	-	-	-	-	-	-	-	1.00	0.08	-0.09
X_8	-	-	-	-	-	-	-	-	1.00	-0.11
X_9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.00

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 22 4/27/57 BE 11:46 PM

ตารางที่ 4 ค่าสถิติเชิงพรรณาและผลการทดสอบค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรอิสระ

	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
Skewness	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
Jarque-Bera	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

① X_1 คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรขั้นต้น; X_2 คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของหนี้สิน; X_3 คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้รวม; X_4 คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดอิสระ; X_5 คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น; X_4 คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดอิสระ; X_7 คือ ปริมาณกระแสเงินสด; X_8 คือ ปริมาณกำไรต่อหุ้น; X9 คือ จำนวนครั้งการติด Turnover list

② X_5 ถึง X_6 ข้อมูลจาการเปรียบเทียบระหว่างข้อมูลของงวดเดียวกัน คือ ข้อมูลรอบ 6 เดือน เปรียบเทียบ 6 เดือนปีก่อน และข้อมูลรอบ 12 เดือน เปรียบเทียบ 12 เดือนของปีก่อน

③ X_7 ถึง X_8 เป็นข้อมูล ณ จุดของเวลาที่เก็บข้อมูล คือ ณ งวด 6 เดือน และงวด 12 เดือน ตามลำดับ

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 23 4/27/57 BE 11:46 PM

ตัวแปรอิสระทั้ง 9 ตัวแปรมีคุณสมบัติตามข้อกำหนดของการวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติกส์ ดังนั้น สามารถเขียนอธิบายในรูปของสมการที่ 5

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

สมการที่ 5

โดย Y = 1 เมื่อหลักทรัพย์นั้นมีคุณสมบัติการฟื้นตัว (Turnaround) ตามเงื่อนไขการเติบโตของยอดสินทรัพย์/อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน

$\beta_1 - \beta_{10}$ ระดับของปัจจัยตัวแปรที่ใช้พยากรณ์การเปลี่ยนแปลงระดับการพัฒนาการอย่างมีนัยสำคัญ (Turnaround)

$X_1 - X_9$ ตัวแปรอิสระลำดับที่ 1 ถึง 9

การประมวลผลข้อมูลแยกตามเงื่อนไขแต่ละประเภทสรุปได้ ดังนี้

เงื่อนไขที่ 1 สินทรัพย์มีการเติบโตเกินกว่าร้อยละ 5 **และ** อัตราส่วน Current Ratio มากกว่า 1.5 เท่า ผลที่ได้เป็นไปตามตารางที่ 5 ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 5 ผลการประมวลภายใต้เงื่อนไขการเติบโตของสินทรัพย์ (Asset Growth) **และ** อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน 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	จำนวนครั้งการติด Turnover list	-0.334	0.117
	McFadden R-Squared	0.226	

*Significant at 95% confident level

จากตารางที่ 5 พบว่า ตัวแปรอิสระที่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ Turnaround ได้แก่ อัตราการเปลี่ยนแปลงของหนี้สิน ปริมาณกระแสเงินสดและอัตราส่วนกำไรต่อหุ้น ด้านความเหมาะสมของสมการ McFadden R-Squared มีค่าเท่ากับร้อยละ 22.6

เงื่อนไขที่ 2 สินทรัพย์เติบโตมากกว่าร้อยละ 5 **หรือ** อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio) มากกว่า 1.5 เท่า ผลที่ได้เป็นไปตามตารางที่ 6 ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 6 ผลการประมวลภายใต้เงื่อนไขการเติบโตของสินทรัพย์ **หรือ** อัตราส่วน 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	จำนวนครั้งการติด Turnover list	-0.048	0.737
	McFadden R-Squared	0.246	

*Significant at 95% confident level

จากตารางที่ 6 พบว่า ตัวแปรอิสระที่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ Turnaround ได้แก่ อัตราการเปลี่ยนแปลงของหนี้สิน ปริมาณกระแสเงินสดอิสระและปริมาณกำไรต่อหุ้น โดยมีค่าความเหมาะสมของสมการ McFadden R-Squared เท่ากับร้อยละ 24.6

การประมาณค่าการพยากรณ์จากแบบจำลอง โดยการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์ของจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 48 หลักทรัพย์ ที่กำหนดให้ตัวแปรตามเป็นเงื่อนไข หลักทรัพย์ที่มีการเติบโตของสินทรัพย์มากกว่าร้อยละ 5 **หรือ** มีอัตราส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียนมากกว่า 1.5 เท่า เป็นแบบจำลองที่ดีที่สุด จึงประมาณค่าความน่าจะเป็นการพยากรณ์ของแบบจำลองได้ผลสรุปดังตารางที่ 7

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 25 4/27/57 BE 11:46 PM

ตารางที่ 7 สรุปผลการประมวลค่าตัวแปรพยากรณ์แบบโลจิสติกส์

	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	0.2513	

*Significant at 95% confident level

จากผลการประมวลตารางที่ 7 ข้างต้น ผลการประมวลมีค่าความเหมาะสมของสมการ McFadden R-Squared เท่ากับร้อยละ 25.13 สรุปได้ว่า ตัวแปรอิสระที่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อความเป็นไปได้ที่หลักทรัพย์จะเป็นหลักทรัพย์ที่มีการฟื้นตัวของการดำเนินงาน (Turnaround) คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรขั้นต้น อัตราการเปลี่ยนแปลงของหนี้สิน ปริมาณกระแสเงินสดอิสระและปริมาณกำไรต่อหุ้น โดยมีค่าสมการพยากรณ์ดังสมการที่ 5

$$Company\ Turnaround\ (Y) = 0.414 + 0.345(X_1) + 2.028(X_2) - 0.001(X_7) + 0.711(X_8)$$

สมการที่ 5

จากสมการที่ 5 สามารถพยากรณ์ได้ว่า ภายใต้สมมติฐานพัฒนาการของหลักทรัพย์จากการมีอัตราเติบโตของยอดสินทรัพย์รวมเกินกว่าร้อยละ 5 **หรือ** การมีระดับอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเกินกว่า 1.5 เท่า ตัวแปรบ่งชี้หลักทรัพย์ซึ่งอยู่ในกลุ่มที่ถูกประกาศให้เป็นหลักทรัพย์ที่มีการแลกเปลี่ยนมือสูงมีแนวโน้มการฟื้นตัว ซึ่งพยากรณ์ได้จาก (1) ระดับกำไรขั้นต้นที่สูงขึ้น (2) อัตราการเพิ่มขึ้นของหนี้สิน (3) การลดลงของกระแสเงินสดอิสระ และ (4) การเพิ่มขึ้นของปริมาณกำไรต่อหุ้น

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ:

การศึกษาครั้งนี้ใช้การวิเคราะห์ถดถอยโลจิสติกส์ โดยใช้ข้อมูลจากรายงานทางการเงินและข้อมูลเชิงคุณภาพ ผลการศึกษาได้ข้อสรุปที่สอดคล้องกับการศึกษาก่อนหน้า ดังนี้ (1) การเปลี่ยนแปลงที่เพิ่มขึ้นของอัตรากำไรขั้นต้น ซึ่งคำนวณจากอัตราส่วนของรายรับจากการดำเนินงานหักต้นทุนทางตรงเปรียบเทียบกับรายได้รวมสะท้อนถึงการพัฒนาในทางบวกของธุรกิจ (Beaver, 1966; Ohlson, 1980) (2) การเปลี่ยนแปลง

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 26 4/27/57 BE 11:46 PM

ที่เพิ่มขึ้นของระดับหนี้สินรวมสะท้อนถึงการพัฒนาในทางบวกของธุรกิจ จากปัจจัยบ่งชี้ถึงความเชื่อมั่นของเจ้าหนี้ที่มีต่อกิจการมากขึ้น (Altman, 1981; Aharony et. al., 1980) และ (3) ปริมาณของกำไรต่อหุ้นที่มากจะสะท้อนถึงพัฒนาในทางบวกของธุรกิจ จากแนวโน้มผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับมากขึ้น (Beaver, 1966; Ohlson, 1980)

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาตัวแปรปริมาณของ Free Cash Flow มีผลที่ขัดแย้งกับการศึกษาก่อนหน้าของ Aziz et. al (1989); Casey et. al. (1985) และ Gilbert et. al. (1990) โดยอาจอธิบายได้ว่า สภาพแวดล้อมของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาของไทยนั้น มีการเติบโตทางเศรษฐกิจที่สูงอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้มีโอกาสการลงทุนที่มากและหลากหลาย สอดคล้องกับการศึกษาของ ศิริยศ (2556) ที่สรุปไว้ว่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่ถูกประกาศให้เป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายแลกเปลี่ยนมือสูงส่วนใหญ่จะมีข่าวการลงทุนโครงการใหม่ๆ หรืออุตสาหกรรมใหม่

ผลการศึกษาครั้งนี้ยังบ่งชี้ว่า หากพิจารณาปัจจัยที่บ่งชี้ถึงการปรับเปลี่ยนในเชิงบวกของหลักทรัพย์ ได้แก่ อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรขั้นต้น อัตราการเพิ่มของระดับของหนี้สิน กระแสเงินสดและปริมาณกำไรต่อหุ้น เป็นปัจจัยทางด้านปริมาณที่เชื่อมโยงกับความมีประสิทธิภาพของกิจการ ดังนั้นการกำหนดมาตรการจำกัดอำนาจซื้อของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยให้ทำการซื้อขายด้วยบัญชีเงินสดล่วงหน้านั้น อาจไม่เป็นธรรมต่อนักลงทุนรายย่อยที่มีเงินทุนจำกัด ดังนั้นการพิจารณาเงื่อนไข Cash Balance จึงควรเพิ่มข้อมูลสถานะทางการเงินอื่นๆ ของกิจการประกอบด้วย โดยองค์ประกอบของตัวแปรและสัดส่วนของตัวแปรที่ใช้จะช่วยให้การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เป็นไปอย่างโปร่งใส เป็นธรรมมากยิ่งขึ้น

ข้อจำกัดของการวิจัยและการศึกษาต่อไปในอนาคต:

การปรับเปลี่ยนสถานะการดำเนินงานของกิจการนั้น อาจเกิดได้ทั้งจากปัจจัยภายในและปัจจัยภายนอก ซึ่งการศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลจากรายงานการเงิน ซึ่งเป็นข้อมูลในอดีต ขาดความสอดคล้องกับระดับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นผลกระทบจากการคาดคะเนทิศทางในอนาคต แบบจำลองการพยากรณ์ที่ได้เป็นผลการศึกษาจึงอาจมีข้อจำกัดในการพยากรณ์เหตุการณ์ในอนาคต นอกจากนั้นการปรับเปลี่ยนเกณฑ์การกำหนด Turnover List ตั้งแต่เดือน มีนาคม พ.ศ. 2556 มีผลต่อจำนวนหลักทรัพย์ที่ถูกกำหนดเป็น Turnover List โดยเฉพาะ

ในภาวะการณ์ที่ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในช่วงปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งการทบทวนผลการศึกษาในอนาคตหลังจากการประกาศใช้เกณฑ์ใหม่ระยะหนึ่งแล้ว จะเป็นประโยชน์ต่อการกำหนดนโยบายของหน่วยงานกำกับและควบคุมต่อไป

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 27 4/27/57 BE 11:46 PM

บรรณานุกรม:

กรุงเทพธุรกิจ. 2556. ตลาดหลักทรัพย์ขอความร่วมมือบริษัทสมาชิกกวดขันการซื้อขายหลักทรัพย์เก็งกำไร. ข้อมูล online

กัลยา วานิชย์บัญชา. 2548. *การวิเคราะห์สถิติขั้นสูง SPSS.* กรุงเทพมหานคร: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ธารี หิรัญรัศมี, สุภาพร เชิงเอี่ยม, ภาวิณี มะโนวรรณ, และ ประภากรณ์ เกียรติกุลวัฒนา. 2552. *การบัญชีการเงิน.* กรุงเทพมหานคร: บริษัท วิทยพัฒน์ จำกัด.

ศิริยศ จุฑานนท์. 2556. มาตรการซื้อขายหุ้นในบัญชี Cash Balance. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Online). www.set.or.th, 10 พฤศจิกายน 2556.

ศุภวัฒน์ วัฒน์ธนปติ. (2555). การทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในมิติของข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวกับนโยบายทางการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกา. วิทยานิพนธ์ดุษฎีบัณฑิต. มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.

สุดา ปีตะวรรณ. 2548. การประยุกต์ใช้แบบจำลองการล้มละลายกับบริษัทจดทะเบียนนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย*. 25 (3): 150-166.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. 2556. Turnover list. (Online). www.sec.or.th, 2 พฤศจิกายน 2556.

Agarwal, V., and Taffler, R. 2008. Comparing the performance of market-based and accounting-based bankruptcy prediction models. *Journal of Banking & Finance, 32*, pp.1541-1551.

Aharony, J., Jones, C. P., and I. Swary. 1980. An Analysis of Risk and Return Characteristics of Corporate Bankruptcy Using Capital Market Data, *Journal of Finance,* 35, No.4, September, pp.1001-10016.

Altman, E. I. 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance, 23*, pp.589-609.

Altman, E. I., & Brenner, M. 1981. Information effects and stock market response to signs of firm deterioration. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 16*, pp.35-51.

Aziz, A., Emanuel, D. C., and Lawson, G. H., 1989. Cash Flow Reporting and Financial Distress Models: Testing of Hypotheses, *Financial Management*, 18, No.1, pp.55-63.

Beaver, W.H. 1966. Financial ratios as predictors of failure. Journal of Accounting Research 4(3). pp.71-111.

Becker, Li, X., Y., and Rosenfeld, D. 2012. Asset Growth and Future Stock Return: International Evidence. *Financial Analysts Journal (Online)*. www.cfapubs.org., November 1, 2012.

Casey, C., and Bartczak, N. 1985. Using Operating Cash Flow Data to Predict Financial Distress: Some Extensions, *Journal of Accounting Research*, 23, No.1, 384-401.

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 28 4/27/57 BE 11:46 PM

Chan, L., Hamao, Y., and Lakonishok, J. 1991. Fundamentals and stock returns in Japan. *Journal of Finance, 46*, 1739-1764.

Cooper, M., H. Gulen, and M. Schill, 2008. Asset growth and the cross-section of stock Greturns, *Journal of Finance* 68, 1609-1651.

Cooper, M., H. Gulen and M. J. Schill. 2009. The Asset Growth Effect in Stock Returns. In Social Science Research Network (Online).

Gilbert, L.R., Menon, K. and Schwartz, K.B. 1990. Predicting Bankruptcy for Firms in Financial Distress. *Journal of Business Finance and Accounting*, 17, No.1, 161-171.

Hsieh, T/ and Wang, M.H.-L. 2001. Finding Critical Financial Ratios. *Logistic Information Management,* 14, No.5/6. 401-412.

International Organization for Securities Commission. 2014. http://www.iosco.org/about/index.cfm?section=obj_prin

Jarque, C. M., and Bera, A. K. 1987. A test for normality of observations and regression residuals. *International Statistical Review,* 55 (2): 163–172.

Nicholas, A., John, S., Panagiotis, A., and Vasilios, Z. 2011. Bankruptcy Probability and Stock Prices: The Effect of Altman Z-Score Information on Stock Prices Through Panel Data. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 7, 689-696.

Ohlson, J. 1980. Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research,* 18, 109-131.

Ross, S.A. Westerfield R.W. Jaffe J.F. and Jordan B.D. 2011. Core Principles and Applications on Corporate Finance 3rd Edition. 431-456.

Wang, C. and Chin, S. (2004), "Profitability of return and volume-based investment strategies in China's stock market", Pacific-Basin Finance Journal, Vol.12, 541-564.

Wang, Z. and Li. H. (2007). Financial distress prediction of Chinese listed companies; a rough se methodology. *Chinese Management Studies.* Vol.1 No.2. 93-110.

P.5-29_□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□□.indd 29 4/27/57 BE 11:46 PM