

อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุน
ในหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
กลุ่ม SET100

INFLUENCE OF CORPORATE GOVERNANCE ON COMMON
STOCK RETURNS OF LISTED SET100 COMPANIES ON
THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND



มูจจรินทร์ วัฒนะสถิตย์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต วิชาเอกการบัญชี
คณะบริหารธุรกิจ
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี
ปีการศึกษา 2564
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี

อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนใน
หุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
กลุ่ม SET100

มูจจรินทร์ วัฒนะสถิตย์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต วิชาเอกการบัญชี
คณะบริหารธุรกิจ
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี
ปีการศึกษา 2564
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ

อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุน
ในหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
กลุ่ม SET100

Influence of Corporate Governance on Common Stock Returns
of Listed SET100 Companies on the Stock Exchange of Thailand

ชื่อ - นามสกุล

นางสาวมัจฉรินทร์ วัฒนะสถิตย์

วิชาเอก

การบัญชี

อาจารย์ที่ปรึกษา

ผู้ช่วยศาสตราจารย์สุภา ทองคง, ประ.ด.

ปีการศึกษา

2564

คณะกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



ประธานกรรมการ

(รองศาสตราจารย์พนารัตน์ ปานมณี, Ph.D.)



กรรมการ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์กฤษมา คำพิทักษ์, ประ.ด.)



กรรมการ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์สุภา ทองคง, ประ.ด.)

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี อนุมัติการค้นคว้าอิสระฉบับนี้

เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญามหาบัณฑิต



คณบดีคณะบริหารธุรกิจ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์นาถพี ตันไช, ประ.ด.)

วันที่ 5 เดือน เมษายน พ.ศ. 2565

| | |
|-----------------------|--|
| หัวข้อการค้นคว้าอิสระ | อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 |
| ชื่อ - นามสกุล | นางสาวมัจฉรินทร์ วัฒนะสถิตย์ |
| วิชาเอก | การบัญชี |
| อาจารย์ที่ปรึกษา | ผู้ช่วยศาสตราจารย์สุภา ทองคง, ประ.ด. |
| ปีการศึกษา | 2564 |

บทคัดย่อ

การค้นคว้าอิสระนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการกำกับดูแลกิจการ ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ และอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ตั้งแต่ปี 2560 – 2562 โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และรายงานทางการเงินของบริษัท สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลประกอบด้วยสถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ร้อยละ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และสถิติเชิงอนุมาน การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

ผลการศึกษาพบว่า กลุ่มบริษัทตัวอย่างมีการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับดีเลิศมากที่สุด รองลงมาคือระดับดีมาก ระดับดี และต่ำกว่าระดับดีหรือไม่มีคะแนนตามลำดับ มีอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนเฉลี่ยร้อยละ 3.07 และพบว่ากลุ่มบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการระดับดีเลิศ ระดับดีมาก และระดับดี มีอิทธิพลทางบวกต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 โดยกลุ่มบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการระดับดีเลิศมีอิทธิพลทางบวกต่อผลตอบแทนจากการลงทุนมากที่สุด รองลงมาคือ กลุ่มบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการระดับดีมากและกลุ่มบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการระดับดี ตามลำดับ

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ หลักทรัพย์กลุ่ม SET100

| | |
|----------------------------------|--|
| Independent Study Title | Influence of Corporate Governance on Common Stock Returns of Listed SET100 Companies on the Stock Exchange of Thailand |
| Name - Surname | Miss Mujjarin Wattanasathit |
| Major Subject | Accounting |
| Independent Study Advisor | Assistant Professor Supa Tongkong, Ph.D. |
| Academic Year | 2021 |

ABSTRACT

This independent study aimed to investigate corporate governance, common stock returns and the influence of corporate governance on common stock returns of listed SET100 companies on the Stock Exchange of Thailand.

The samples used in this study were SET100 companies listed on the Stock Exchange of Thailand from 2017 to 2019. The secondary data were collected from the Stock Exchange of Thailand and companies financial statements. The statistics used to analyze the data comprised descriptive statistics: maximum, minimum, percentage, mean, standard deviation, and inferential statistics: multiple regression analysis at a statistically significant level of .05.

The study results revealed that most of the sample companies had a corporate governance rating at the excellent level, followed by the levels labeled very good, good, and lower than good, or no score, respectively. The average of common stock returns was 3.07%. Additionally, companies in the sample group with excellent corporate governance, very good level, and good level, all had positive influences on the common stock returns at a statistically significant level of .05. The companies in the sample group with excellent corporate governance had the greatest positive influence on stock returns, followed by the group with very good corporate governance and companies with good corporate governance, respectively.

Keywords: corporate governance, common stock returns, SET100 companies

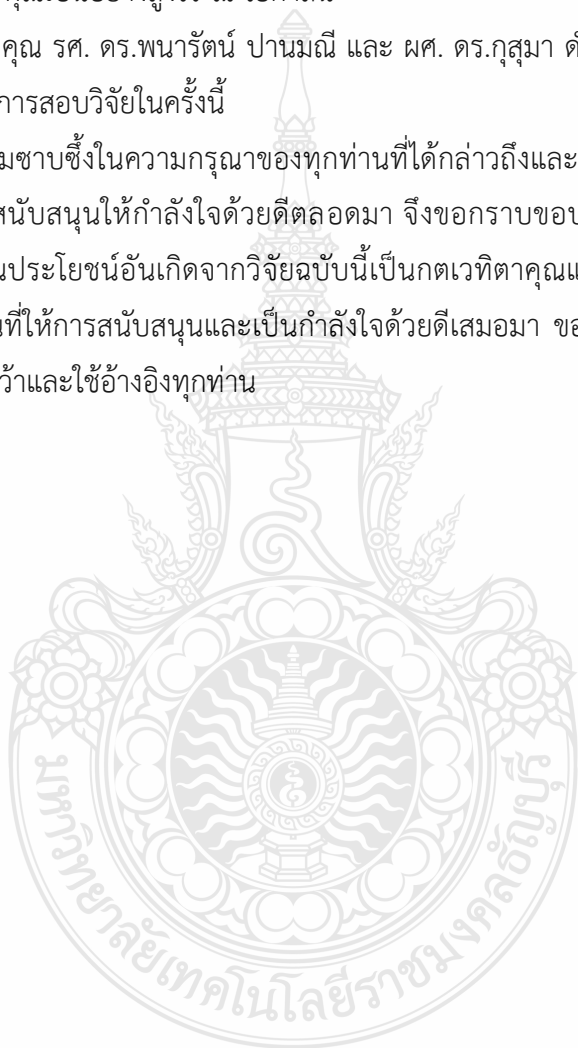
กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยฉบับนี้สำเร็จสมบูรณ์ได้ด้วยดีเพราะได้รับความอนุเคราะห์และเอาใจใส่ให้คำปรึกษาเป็นอย่างดียิ่งจาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์สุภา ทองคง, ปร.ด. อาจารย์ที่ปรึกษางานวิจัย ได้ให้คำปรึกษาแนะนำแก้ไขปรับปรุงข้อบกพร่อง รวมทั้งให้คำแนะนำองค์ความรู้แนวทางในการศึกษาค้นคว้ามาโดยตลอด ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ขอขอบพระคุณ รศ. ดร.พนารัตน์ ปานมณี และ ผศ. ดร.กฤษมา คำพิทักษ์ ที่กรุณาเป็นเกียรติเป็นประธานและกรรมการสอบวิจัยในครั้งนี้

ผู้วิจัยมีความซาบซึ้งในความกรุณาของทุกท่านที่ได้กล่าวถึงและผู้ที่ไม่ได้เอ่ยนามในที่นี้ได้มีส่วนช่วยเหลือในการสนับสนุนให้กำลังใจด้วยดีตลอดมา จึงขอกราบขอบพระคุณทุกท่านด้วยความจริงใจ และขอขอบคุณประโยชน์อันเกิดจากวิจัยฉบับนี้เป็นกตเวทิตาคุณแต่ บิดามารดา ครู อาจารย์ และผู้เกี่ยวข้องทุกท่านที่ให้การสนับสนุนและเป็นกำลังใจด้วยดีเสมอมา ขอน้อมคารวะแด่ผู้เขียนตำราวิชาการที่ได้ศึกษาค้นคว้าและใช้อ้างอิงทุกท่าน

มัจฉรินทร์ วัฒนะสถิตย์



สารบัญ

| | หน้า |
|--|------|
| บทคัดย่อภาษาไทย..... | (3) |
| บทคัดย่อภาษาอังกฤษ..... | (4) |
| กิตติกรรมประกาศ..... | (5) |
| สารบัญ..... | (6) |
| สารบัญตาราง..... | (8) |
| สารบัญภาพ..... | (9) |
| บทที่ 1 บทนำ..... | 10 |
| 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา..... | 9 |
| 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย..... | 12 |
| 1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับการวิจัย..... | 12 |
| 1.4 ขอบเขตของการวิจัย..... | 13 |
| 1.5 กรอบแนวคิดในการวิจัย..... | 13 |
| 1.6 ข้อจำกัดในการวิจัย..... | 14 |
| 1.7 นิยามศัพท์เฉพาะ..... | 14 |
| บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง..... | 16 |
| 2.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ..... | 16 |
| 2.2 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล..... | 18 |
| 2.3 แนวคิดประสิทธิภาพในการดำเนินงาน..... | 26 |
| 2.4 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน..... | 27 |
| 2.5 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง..... | 40 |
| บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย..... | 48 |
| 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง..... | 48 |
| 3.2 ตัวแปรที่ศึกษาและการเก็บรวบรวมข้อมูล..... | 54 |
| 3.3 การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้..... | 55 |
| 3.4 การนำเสนอข้อมูล..... | 56 |

สารบัญ (ต่อ)

| | หน้า |
|--|------|
| บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล..... | 57 |
| 4.1 การนำเสนอการวิเคราะห์ข้อมูล..... | 57 |
| 4.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล..... | 57 |
| บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ..... | 63 |
| 5.1 สรุปผลการวิจัย..... | 63 |
| 5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย..... | 64 |
| 5.3 ข้อเสนอแนะที่ได้จากการวิจัย..... | 65 |
| 5.4 ข้อเสนอแนะเพื่อการศึกษาครั้งต่อไป..... | 65 |
| บรรณานุกรม..... | 66 |
| ประวัติผู้เขียน..... | 69 |



สารบัญตาราง

| | หน้า |
|---|------|
| ตารางที่ 3.1 จำนวนบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการวิจัย..... | 49 |
| ตารางที่ 3.2 แสดงข้อมูลประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย..... | 53 |
| ตารางที่ 3.3 แสดงข้อมูลเปรียบเทียบจำนวนและร้อยละของบริษัทจดทะเบียน จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2560 - 2562..... | 54 |
| ตารางที่ 4.1 แสดงการเปรียบเทียบจำนวนบริษัททั้งหมดที่ได้ระดับคะแนน การกำกับดูแลกิจการ..... | 57 |
| ตารางที่ 4.2 แสดงค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรทั้งหมด..... | 58 |
| ตารางที่ 4.3 ผลการทดสอบผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ จำแนกตามที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกัน..... | 60 |
| ตารางที่ 4.4 การเปรียบเทียบความแตกต่างรายคู่ของผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ จำแนกตามคะแนนการกำกับดูแลกิจการ..... | 60 |
| ตารางที่ 4.5 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร..... | 61 |
| ตารางที่ 4.6 ผลการทดสอบสมมติฐาน อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการและตัวแปรควบคุม ที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ โดยใช้การวิเคราะห์ ความถดถอยเชิงพหุ..... | 62 |

สารบัญภาพ

หน้า

ภาพที่ 1.1 กรอบแนวคิดในการวิจัย..... 12



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance : CG) ซึ่งมีชื่อเรียกอื่น ๆ อีก เช่น ธรรมาภิบาล หรือบรรษัทภิบาล หมายถึง การบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียในทุก ๆ ฝ่าย มีระบบจัดการโครงสร้างองค์กรด้านความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์นั้นจะให้ความสำคัญกับ CG เป็นอย่างมาก

เนื่องด้วยผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของบริษัทมีจำนวนมากทำให้ไม่สามารถเข้าไปบริหารจัดการบริษัทได้ทุกคน จึงต้องแต่งตั้งบุคคลที่ไว้วางใจได้ให้เข้าไปควบคุมดูแลการบริหารจัดการและการที่จะให้เกิดความเชื่อมั่นและไว้วางใจได้ กรรมการที่ได้รับคัดเลือกเข้าไปกำกับกับการบริหารจัดการกิจการจะต้องทำหน้าที่ดูแลและรักษาผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้นอย่างเต็มที่และดีที่สุด ซึ่งจะต้องไม่ใช่ตำแหน่งในการฉวยโอกาสหรือหาผลประโยชน์นั้น ๆ กับบริษัท กรรมการจะต้องดูแลบริหารทุกภาคส่วนอย่างมีประสิทธิภาพมากที่สุด เพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนที่คุ้มค่ากับเงินลงทุน แต่ในขณะเดียวกันก็ต้องให้ผู้ถือหุ้นรับรู้ข้อมูลของบริษัท และมีส่วนในการตัดสินใจในเรื่องที่สำคัญรวมถึงตรวจสอบการทำงานของกรรมการและผู้บริหารด้วย การกำกับดูแลกิจการส่งผลดีต่อบริษัท คือ สามารถระดมทุนได้ด้วยต้นทุนที่เหมาะสม การมีต้นทุนการเงินที่เหมาะสม ช่วยลดต้นทุนการผลิตทำให้สามารถแข่งขันกับบริษัทอื่นได้ และส่งผลดีต่อตลาดทุน คือ สร้างความเชื่อมั่น เพิ่มความต้องการซื้อ เพิ่มสภาพคล่องและระดับราคาซึ่งเป็นประโยชน์ต่อการระดมทุนของบริษัท

มาตรฐานสากลด้านการกำกับดูแลกิจการมีบรรทัดฐานที่ใช้ในหลายประเทศ คือ OECD Principles of Corporate Governance ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็ได้ตระหนักถึงความสำคัญและประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการ โดยในปี 2549 ได้เสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ซึ่งเทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการของ OECD และต่อมาได้มีการปรับปรุงอีกครั้งในปี 2555 เพื่อให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์การประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีของอาเซียน (ASEAN Corporate Governance Scorecard) โดยแบ่งออกเป็น 5 หมวด ดังนี้ (AMT group, 2019)

1. สิทธิของผู้ถือหุ้น คือ ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในความเป็นเจ้าของโดยควบคุมบริษัทผ่านการแต่งตั้งคณะกรรมการให้ทำหน้าที่แทนตน และมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัท บริษัทจึงสมควรส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิของตน

2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน คือ ผู้ถือหุ้นทุกราย ทั้งผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่ไม่เป็นผู้บริหาร รวมทั้งผู้ถือหุ้นต่างชาติควรได้รับการปฏิบัติที่เท่าเทียมและเป็นธรรม ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่ถูกละเมิดสิทธิควรที่จะมีโอกาสได้รับการชดเชย

3. บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย คือ ผู้ที่มีส่วนได้เสียควรได้รับการดูแลจากบริษัทตามสิทธิที่มีตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง คณะกรรมการควรพิจารณาให้มีกระบวนการส่งเสริมให้เกิดความร่วมมือระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียในการสร้างความมั่งคั่ง ความมั่นคงทางการเงินและความยั่งยืนของกิจการ

4. การเปิดเผยข้อมูลโปร่งใส คือ คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่ใช้ข้อมูลทางการเงินอย่างถูกต้อง ครบถ้วน ทันเวลา โปร่งใส ผ่านช่องทางที่เข้าถึงข้อมูลได้ง่าย มีความเท่าเทียมกันและน่าเชื่อถือ

5. ความรับผิดชอบของกรรมการ คือ คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ

ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการจะเผยแพร่ในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors : IOD) ที่มีการจัดทำขึ้นเป็นประจำทุกปี โดยตลาดทุนไทยถูกประเมินด้านการกำกับดูแลกิจการโดยหลายหน่วยงานต่างประเทศ เช่น โครงการ CG-Rosc โดย World Bank CG Watch โดย Asian corporate Governance Association ร่วมกับ CLSA Asia-Pacific Markets ซึ่งผลการประเมินแสดงให้เห็นว่า ตลาดทุนไทยเป็นผู้นำของภูมิภาคและประสบความสำเร็จอย่างสูงด้านการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน เนื่องจากมีการยกระดับมาตรฐานต่าง ๆ ด้วยการแก้ไขกฎหมาย กฎเกณฑ์ และแนวปฏิบัติ รวมถึงการกำกับดูแลที่สอดคล้องกับมาตรฐานสากลมากขึ้น

นอกจากนี้ การประเมินการกำกับดูแลกิจการรายบริษัทจดทะเบียนโดยหน่วยงานภายในประเทศได้ช่วยทำให้เกิดพัฒนาการของบริษัทจดทะเบียนในการปรับปรุงการกำกับดูแลกิจการให้เป็นมาตรฐานสากล เช่น โครงการการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียน (CGR) โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย โครงการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น โดยสมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย เป็นต้น

นอกจากนี้ หลังจากร่วมกันจัดตั้งประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ซึ่งก่อให้เกิดความร่วมมือในด้านต่าง ๆ รวมถึงด้านตลาดทุน ก.ล.ต. อาเซียน หรือ ASEAN Capital Market Forum เรียกกันสั้น ๆ ว่า ACMF ได้จัดทำแผนปฏิบัติการเพื่อเชื่อมโยงตลาดทุนอาเซียน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อร่วมกันกำหนดกฎเกณฑ์ระเบียบและมาตรฐานกลางของตลาดทุนในกลุ่มอาเซียน ซึ่งรวมถึงการยกระดับการกำกับดูแลกิจการ (“CG”) ของบริษัทจดทะเบียนในอาเซียนให้ทัดเทียมกับสากลด้วย ดังนั้น ACMF จึงได้เริ่มดำเนินโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในภูมิภาคอาเซียนหรือ ASEAN CG

Scorecard บริษัทจดทะเบียน เพื่อให้ผู้ลงทุนต่างประเทศมีข้อมูลเกี่ยวกับ CG ของบริษัทในอาเซียนประกอบการตัดสินใจลงทุน

อนึ่งผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นสามัญหรือเจ้าของกิจการจะได้รับจากการลงทุนประกอบด้วยเงินปันผล (Dividend) และกำไรจากการขายหลักทรัพย์ (Capital Gain) ทั้งนี้ผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นสามัญจะได้รับจากการลงทุนจะมากหรือน้อยนั้นขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของกิจการ นโยบายการจ่ายเงินปันผล และมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์นั้น ๆ หากกิจการมีแนวโน้มความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น ณ ระดับความเสี่ยงที่เหมาะสม ราคาตลาดของหุ้นสามัญก็จะเพิ่มขึ้น ทำให้ผู้ถือหุ้นสามัญได้รับผลตอบแทนจากกำไรจากการขายหลักทรัพย์ ปัจจัยสำคัญประการหนึ่งที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรในอนาคตและความเสี่ยงของกิจการก็คือ การกำกับดูแลกิจการโดยเฉพาะอย่างยิ่งด้านความรับผิดชอบของกรรมการ ซึ่งคณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท

ในปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการจัดอันดับ 100 หลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) มีสภาพคล่องในการซื้อขายอย่างสม่ำเสมอและมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่ผ่านเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด และมีรายงานคะแนนผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีอีกด้วย จึงทำให้ผู้ศึกษาสนใจที่จะศึกษาว่าการกำกับดูแลกิจการด้านความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการจะมีผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนของผู้ถือหุ้นสามัญหรือนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์หรือไม่ อย่างไร ทั้งนี้เพื่อนำผลการศึกษาไปใช้เป็นแนวทางในการพิจารณาตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์ลงทุนสำหรับนักลงทุนและเป็นประโยชน์ต่อคณะกรรมการบริษัทตลอดจนผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการในการให้ความสำคัญกับบทบาทของคณะกรรมการบริษัทในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์และความยั่งยืนของกิจการต่อไป

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการด้านความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับการวิจัย

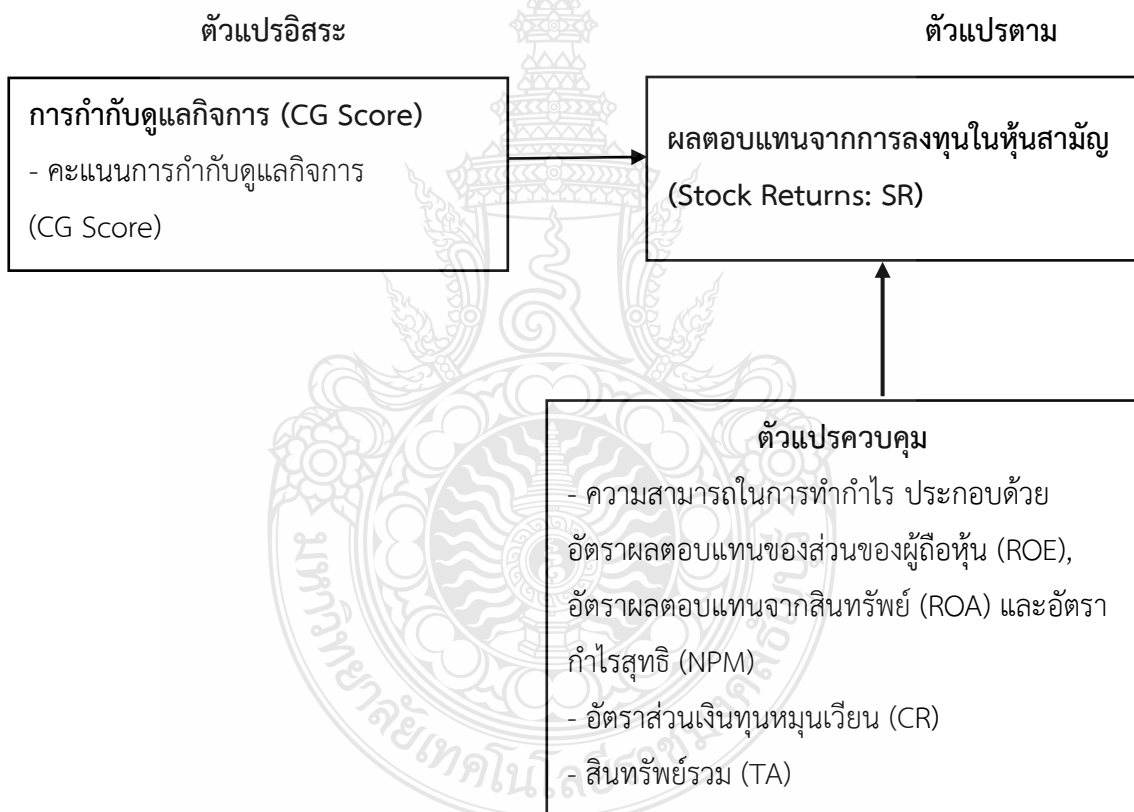
1. เพื่อเป็นข้อมูลให้แก่นักลงทุนและบุคคลทั่วไปในการวิเคราะห์พื้นฐาน และผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทสำหรับใช้ประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุน
2. เพื่อให้บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเห็นถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการตามมาตรฐานสากล

1.4 ขอบเขตของการวิจัย

การวิจัยเรื่อง อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะศึกษาคะแนนการกำกับดูแลกิจการ และผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ โดยจะเน้นศึกษาเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มSET100 ในปี 2560 - 2562 เท่านั้น

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 จำนวน 100 บริษัท ระยะเวลา 3 ปี

1.5 กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 1.1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

1.6 ข้อจำกัดในการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ โดยมีได้คำนึงถึงข้อมูลหรือปัจจัยเชิงคุณภาพอื่นที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เช่น นโยบายการบัญชีของแต่ละบริษัท สภาพแวดล้อมทางสังคม เศรษฐกิจ และการเมือง โครงสร้างองค์กร และโครงสร้างผู้ถือหุ้น เป็นต้น

1.7 นิยามศัพท์เฉพาะ

1. การกำกับดูแลกิจการ หมายถึง การบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย กรรมการต้องทำหน้าที่เพื่อรักษาผลประโยชน์ของบริษัท และผู้ถือหุ้นอย่างเต็มที่ ไม่ใช่ตำแหน่งในการหาประโยชน์หรือฉวยโอกาสจากบริษัท ดูแลผู้บริหารและฝ่ายจัดการให้ทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนที่คุ้มค่ากับเงินที่นำมาลงทุนในบริษัท ในขณะเดียวกันก็ต้องให้สิทธิผู้ถือหุ้นรับทราบข้อมูลของบริษัท มีส่วนร่วมกับการตัดสินใจในเรื่องสำคัญ รวมถึงตรวจสอบการทำงานของกรรมการและผู้บริหาร ในการศึกษาครั้งนี้ วัตถุประสงค์การกำกับดูแลกิจการด้วยคะแนนการกำกับดูแลกิจการด้านความรับผิดชอบของกรรมการ

2. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมายถึง นิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2517 เพื่อทำหน้าที่เป็นแหล่งระดมทุนระยะยาวที่มีประสิทธิภาพ เพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศและเป็นศูนย์กลางการซื้อขายและให้บริการต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง ตลอดจนการควบคุม กำกับดูแลให้การซื้อขายหลักทรัพย์เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพเป็นระเบียบ คล่องตัว และยุติธรรม

3. บริษัทจดทะเบียน หมายถึง เป็นบริษัทมหาชนจำกัดที่นำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนและซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งจะต้องเป็นบริษัทที่มีคุณสมบัติครบถ้วนตามหลักเกณฑ์ต่าง ๆ ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดไว้ ได้แก่ ขนาดของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว สัดส่วนการกระจายหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อย ประวัติและผลการดำเนินงาน กำไรสุทธิ ศักยภาพทางธุรกิจ เป็นต้น

4. บริษัทจดทะเบียน กลุ่ม SET100 หมายถึง บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการจัดอันดับให้หุ้นสามัญของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มบริษัทจำนวน 100 บริษัท ที่ใช้คำนวณดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET100 เป็นหุ้นที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายสูง มีการซื้อขายสม่ำเสมอ และมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่ต่ำกว่า 20%

5. เงินปันผล หมายถึง ผลตอบแทนที่บริษัทจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น อันมาจากกำไรสุทธิที่เกิดจากการดำเนินงานของบริษัท ทำการจัดสรรตามนโยบายของกิจการส่วนที่เหลือเข้ากำไรสะสม ซึ่งกำไรสะสม

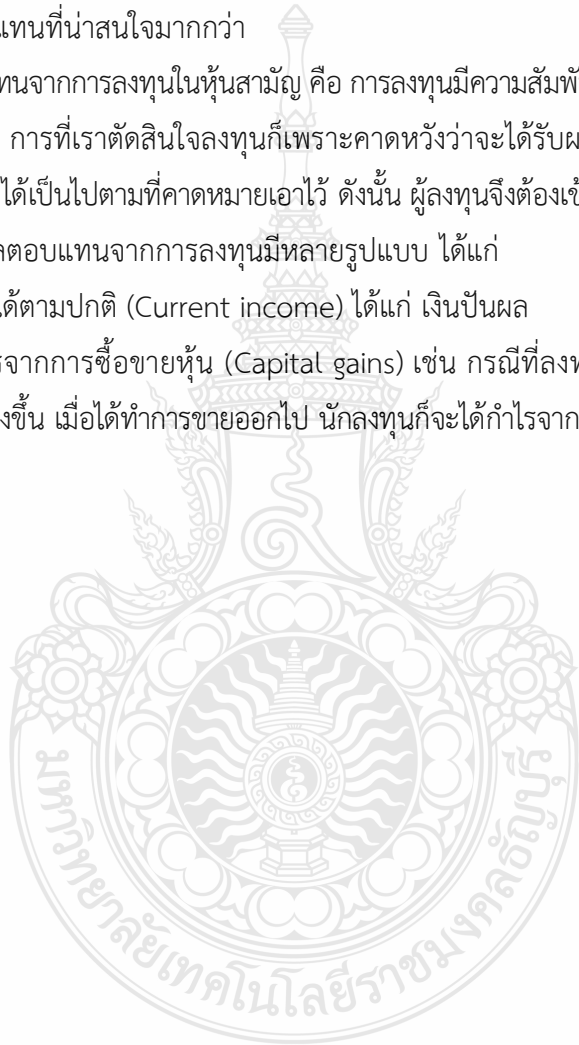
ส่วนหนึ่งที่ได้ผ่านการเห็นชอบจากมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นจะนำมาจ่ายเป็นผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นในรูปแบบเงินปันผล ซึ่งจำนวนเงินที่จ่ายปันผลและจำนวนครั้งที่จ่ายต่อปีขึ้นอยู่กับนโยบายการจ่ายปันผลของบริษัท

6. อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน หมายถึง อัตราส่วนที่เปรียบเทียบระหว่างเงินปันผลจ่ายต่อหุ้นกับราคาหุ้น ณ วันที่คำนวณ ซึ่งจะบ่งบอกถึงว่าหากซื้อหุ้น ณ ราคาปัจจุบัน จะมีโอกาสได้รับเงินปันผลเป็นอัตราร้อยละเท่าไรของราคาหุ้น คำนวณโดยเงินปันผลต่อหุ้นหารราคาหุ้นคุณหนึ่งร้อย ค่าที่ได้เป็นเปอร์เซ็นต์จะสามารถใช้วิเคราะห์เปรียบเทียบกับกิจการอื่นในอุตสาหกรรมเดียวกันได้ใกล้เคียงมากที่สุดว่ากิจการใดให้ผลตอบแทนที่น่าสนใจมากกว่า

7. ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ คือ การลงทุนมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทน (Returns) และความเสี่ยง (Risks) การที่เราตัดสินใจลงทุนก็เพราะคาดหวังว่าจะได้รับผลตอบแทนเท่านั้นเท่านั้น แต่บางครั้งผลที่ออกมาก็ไม่ได้เป็นไปตามที่คาดหมายเอาไว้ ดังนั้น ผู้ลงทุนจึงต้องเข้าใจและยอมรับถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นได้ด้วย ผลตอบแทนจากการลงทุนมีหลายรูปแบบ ได้แก่

7.1 รายได้ตามปกติ (Current income) ได้แก่ เงินปันผล

7.2 กำไรจากการซื้อขายหุ้น (Capital gains) เช่น กรณีที่ลงทุนซื้อหุ้นสามัญเอาไว้ต่อมาเมื่อหุ้นดังกล่าวมีราคาสูงขึ้น เมื่อได้ทำการขายออกไป นักลงทุนก็จะได้กำไรจากผลต่างของราคาหุ้นดังกล่าว



บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง






ผู้วิจัยได้ศึกษาแนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการวิจัย รวมถึงเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ซึ่งประกอบไปด้วย

- 2.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ
- 2.2 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล
- 2.3 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับประสิทธิภาพในการดำเนินงาน
- 2.4 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน
- 2.5 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ

กิจการใดๆ ก่อตั้งขึ้นโดยมีเป้าหมายหลักเพื่อสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นและสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการในระยะยาวได้ เพราะฉะนั้นผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการจึงต้องการผลตอบแทนที่คุ้มค่าแก่การลงทุนซึ่งบางกิจการจะดำเนินงานทุกอย่างเพื่อให้เป็นไปตามจุดมุ่งหมายเพื่อสร้างผลตอบแทนให้มากที่สุด โดยไม่คิดว่าใครจะได้รับผลกระทบจากการดำเนินงานบ้าง กล่าวคือ ถึงแม้ว่ากิจการจะสามารถดำเนินงานจนสามารถบรรลุจุดมุ่งหมายที่ต้องการได้ แต่ผลตอบแทนที่กิจการได้กลับมาจากการดำเนินงานโดยไม่สนใจผลกระทบที่เกิดขึ้นนั้นเป็นเพียงผลตอบแทนในระยะสั้น ที่ไม่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แกกิจการในระยะยาวได้ บรรษัทภิบาลหรือการกำกับดูแลกิจการจึงเข้ามามีบทบาทช่วยในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แกกิจการ และสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้มีส่วนได้เสีย เพราะการกำกับดูแลกิจการเกี่ยวข้องกับการจัดให้มีกระบวนการและโครงสร้างของภาวะผู้นำและการควบคุมของกิจการให้มีความรับผิดชอบตามหน้าที่ด้วยความโปร่งใส และความสามารถในการแข่งขันเพื่อรักษาเงินลงทุน และเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาวภายใต้กรอบการมีจริยธรรมที่ดี โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นและสังคมโดยรวมประกอบเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและประสิทธิผลของการดำเนินงาน รวมทั้งสร้างความสัมพันธ์อันดีของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและช่วยส่งเสริมและสนับสนุนการดำเนินงานให้กิจการสามารถดำเนินงานได้อย่างราบรื่น สามารถแข่งขันในตลาดได้เติบโตอย่างมั่นคงและยั่งยืน

CG หรือ Corporate Governance เป็นคะแนนที่สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ได้ประเมินโดยการตรวจสอบ โดยการตรวจสอบนั้นจะดูเรื่องของการบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ ความโปร่งใสตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย แต่ละบริษัทจะมีคะแนน CG ตั้งแต่ 0 ถึง 5

| ช่วงคะแนน | สัญลักษณ์ | ความหมาย |
|------------|---|------------|
| 90 - 100 |  | ดีเลิศ |
| 80 - 89 |  | ดีมาก |
| 70 - 79 |  | ดี |
| 60 - 69 |  | ดีพอใช้ |
| 50 - 59 |  | ผ่าน |
| ต่ำกว่า 50 | ไม่มีสัญลักษณ์ | ไม่มีคะแนน |

ที่มา: Mr.LikeStock (<https://www.mrlikestock.com/2021/cg-rating/>)

โดยบริษัทที่มีคะแนน CG สูง ควรจะทำให้มั่นใจยิ่งขึ้นว่าเราลงทุนในธุรกิจที่มีการบริหารงานอย่างเป็นธรรม มีความโปร่งใสและอื่น ๆ ตัวอย่างที่จะเห็นได้ชัดก็คือเรื่องของการเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ถือหุ้นที่จะต้องระมัดระวังไม่ให้มีกลุ่มผู้ที่ลวงรู้ข่าวล่วงหน้าก่อนผู้ถือหุ้นรายย่อย เพราะการเป็นเช่นนั้นแปลว่านักลงทุนรายย่อยจะเสียเปรียบเสมอ ซึ่งจะไม่ส่งผลดีต่อตลาดหุ้นเท่าไรนักแต่จริง ๆ แล้วคะแนน CG นั้นเป็นเพียงแค่ส่วนหนึ่งเท่านั้นในการบ่งบอกถึงความเป็นบริษัทที่น่าลงทุน โดยมมอื่น ๆ เช่น คุณภาพของผลประกอบการ ความสามารถของผู้บริหารนั้นก็สำคัญมากเช่นกัน แม้กระทั่งบางครั้งการที่เราคิดว่าบริษัทที่มีคะแนน CG ระดับสูงจะสามารถไว้วางใจได้นั้นก็อาจจะไม่จริงเสมอไป เพราะว่าตัว CG นั้นเป็นการวัดจากการดำเนินงานของบริษัทที่สอดคล้องกับกฎเกณฑ์ที่มาตราฐานตั้งไว้ แต่ไม่สามารถบ่งบอกถึงความซื่อสัตย์ของผู้บริหารได้ หากจุดประสงค์หลักของ CG ก็คือการวัดบริษัทว่ามีความน่าเชื่อถือในการบริหารหรือไม่

ดังนั้นการดูเพียงแค่นคะแนน CG นั้นไม่น่าจะเพียงพอต่อการตัดสินใจลงทุนเท่าไรนัก สิ่งที่สำคัญกว่าที่ควรให้ความสำคัญคือ การวิเคราะห์ผู้บริหาร ลักษณะผู้บริหารที่นักลงทุนควรให้คะแนนนั้นมีหลากหลายคุณสมบัติ แต่สิ่งที่สำคัญมากที่สุด 2 อันดับ คือ

1. ผู้บริหารต้องมีความซื่อสัตย์ ถึงแม้จะมีคะแนน CG ก็ตาม แต่หากผู้บริหารขาดความซื่อสัตย์ก็จะส่งผลให้การลงทุนของเราขาดทุนได้ง่าย ๆ

2. ผู้บริหารจะต้องมองถึงผลประโยชน์ของตัวเองและผู้ถือหุ้นอื่น ๆ ไปในแนวทางเดียวกัน ผู้บริหารที่เน้นขยายอาณาจักรและเพิ่มทุนเรื่อย ๆ จะไม่ทำให้ผู้ถือหุ้นมีความมั่งคั่งขึ้นมาแต่อย่างใด แต่ต่อให้ผู้บริหารมีคุณสมบัติครบทั้ง 2 ประการ ก็ยังไม่เพียงพอต่อการตัดสินใจลงทุนในบริษัทนั้น เพราะยังขาดการวิเคราะห์ถึงความสามารถในการทำธุรกิจที่มีผลต่อการลงทุนอย่างมาก เพราะถึงแม้จะมี CG สูงแต่เป็นธุรกิจที่ถดถอยก็จะให้ผลตอบแทนที่ไม่ดีอย่างแน่นอน

สรุปแล้วไม่ใช่ CG จะไม่ดีเสมอไปเพียงแต่สำหรับการลงทุนนั้นไม่สามารถใช้เป็นหลักยึดได้เท่าไรนัก เป็นเพียงตัวประกอบสำหรับบริษัทเท่านั้นในการประเมินของนักลงทุน นักลงทุนที่ดีควร

ตรวจสอบผู้บริหารด้วยตัวเอง เช่น การฟังรับฟังผู้บริหารตอบคำถามด้วยตัวเองผ่าน Oppday แต่อย่างไรก็ตามการประเมินสิ่งดังกล่าวก็ค่อนข้างเป็นนามธรรมและอาจจะต้องใช้ประสบการณ์

SET หรือ SET Index คือ ดัชนีที่แสดงถึงความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย ตอนนี้มีหุ้นอยู่ประมาณ 700 ตัว ถ้าโดยเฉลี่ยหุ้นทั้งหมดที่อยู่ในตลาดราคาสูงขึ้น ตัวเลขดัชนีก็จะขึ้น ถ้าเฉลี่ยราคาหุ้นในตลาดตก ตัวเลขดัชนีก็จะตก

SET50 และ SET100 จะเป็นหุ้นที่ติดท็อป 50 ตัวแรก และ 100 ตัวแรก ทุก ๆ 6 เดือน ก็จะมีการจัดลำดับใหม่คร่าว ๆ ในการจัดลำดับจะคัดจากหุ้นที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงและซื้อขายกันเยอะ ซึ่งหุ้นที่ติดท็อปก็จะปลอดภัยกว่า เพราะส่วนใหญ่จะเป็นบริษัทที่ใหญ่ รู้จักกันดีและยากที่จะขาดทุน

2.2 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล

2.2.1 ทฤษฎีการจ่ายเงินปันผล

การลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละรายย่อมมีเป้าหมายหลัก คือ การได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนมากที่สุดหรือให้เกิดความพอใจมากที่สุด การลงทุนในหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญนั้น ผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนใน 2 รูปแบบ คือ ได้รับผลตอบแทนจากเงินปันผลที่บริษัทจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น หรือได้รับผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่ซื้อมาผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับจึงเป็นผลรวมของผลตอบแทนทั้งสองส่วน Brigham and Houston (2001) กล่าวว่า จากสมการ Constant growth model ($P_0 = D_1 / (k_s - g)$) แสดงให้เห็นว่าถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผล (D_1) สูงจะทำให้ราคาหุ้นสามัญปัจจุบัน (P_0) สูงขึ้น แต่การจ่ายเงินปันผลสูงทำให้เหลือเงินทุน สำหรับการลงทุนในอนาคตน้อย ทำให้อัตราการเจริญเติบโตของบริษัท (g) ลดลง ทำให้ราคาหุ้นสามัญในอนาคตลดลง ตามทฤษฎีแล้วระดับเงินปันผลที่เหมาะสมจึงเป็นสิ่งที่มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับเงินปันผลได้มีแนวคิดหลายรูปแบบซึ่งจะสามารถสรุปได้ ดังนี้

1) นโยบายปันผลที่ไม่แตกต่างกัน (Dividend irrelevance theory) ทฤษฎีนี้เสนอโดย Miller and Modigliani (1961) หรือ MM โดยกล่าวว่า ผู้ถือหุ้นจะไม่รู้สึกแตกต่างกันว่ากิจการจะจ่ายเงินปันผลหรือไม่ เพราะมูลค่าของกิจการเกิดจากความสามารถในการทำกำไรของกิจการและความเสี่ยงในธุรกิจของบริษัท ไม่ได้ขึ้นอยู่กับวิธีการแบ่งสัดส่วนกำไรของบริษัท ดังนั้น นโยบายเงินปันผลจึงไม่มีความหมายต่อมูลค่าหลักทรัพย์ เนื่องจาก MM เชื่อว่าผู้ถือหุ้นสามารถกำหนดผลตอบแทนของตนเองได้ เช่น เมื่อบริษัทไม่จ่ายเงินปันผล แต่ผู้ถือหุ้นต้องการเงินปันผลหุ้นละ 1 บาท จากหุ้นสามัญจำนวน 10,000 หุ้น (10,000 บาท) ผู้ถือหุ้นก็สามารถขายหุ้นที่ตนมีอยู่ออกไปให้ได้เงิน 10,000 บาท เพื่อชดเชยผลตอบแทนจากเงินปันผล

ที่ต้องการ แต่ถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลมากกว่าที่นักลงทุนต้องการ เขาก็สามารถนำเงินส่วนเกินนั้นไปซื้อหุ้นของบริษัทเพิ่มได้

ดังนั้น ไม่ว่าจะกิจการกำหนดนโยบายเงินปันผลอย่างไรก็ไม่มีกระทบกับต่ออัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นการเสนอแนวคิดนี้ MM ได้กำหนดสมมติฐานดังต่อไปนี้

- 1.1) เงินปันผลและกำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้นไม่มีภาษี
- 1.2) ไม่มีต้นทุนและค่าใช้จ่าย ในการออกหุ้นใหม่และการซื้อหุ้นคืน
- 1.3) นักลงทุนเห็นว่า เงินปันผลที่ได้รับ และกำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้นไม่มีความแตกต่างกัน
- 1.4) นโยบายการลงทุนของกิจการและนโยบายการจ่ายเงินปันผลเป็นอิสระต่อกัน
- 1.5) ตลาดทุนมีความสมบูรณ์ โดยนักลงทุนและผู้บริหารได้รับข้อมูลข่าวสารของกำไรในอนาคต และเงินปันผลของบริษัทเท่าเทียมกัน

แต่ในความเป็นจริงการสร้างนโยบายเงินปันผลของตนเองนี้นักลงทุนที่ต้องการเงินปันผลจะต้องเสียค่านายหน้าในการขายหุ้น และนักลงทุนที่ไม่ต้องการเงินปันผล จะต้องจ่ายภาษีจากเงินปันผลที่ตนเองไม่ต้องการ และจะต้องเสียค่านายหน้าจากการนำเงินปันผลหลังหักภาษีมาซื้อหุ้นเพิ่ม ดังนั้น ถ้าพิจารณาในความเป็นจริงโดยปราศจากข้อสมมติฐานข้างต้นนโยบายเงินปันผลควรจะมีผลต่อราคาหุ้นสามัญและมูลค่าของกิจการ

2) ทฤษฎีลูกนกในกำมือ (The bird in the hand theory) ทฤษฎีนี้เสนอโดย Gordon (1963) และ Lintner (1962) ทั้งคู่มีความเห็นต่างจากแนวคิดของ MM โดยกล่าวว่า นโยบายเงินปันผลมีความสำคัญต่อมูลค่าของกิจการ โดยเชื่อว่าการจ่ายเงินปันผลจะทำให้มูลค่าหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น เนื่องจากผู้ถือหุ้นมีความพอใจที่จะรับเงินปันผลในขณะนี้มากกว่ากำไรจากราคาหุ้นสามัญที่จะเพิ่มขึ้นในอนาคตจากการนำกำไรสะสมไปลงทุนต่อ เพราะเงินปันผลในปัจจุบันมีความแน่นอนมากกว่า ผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับกลับมาในอนาคต เนื่องจากผู้ถือหุ้นไม่แน่ใจว่าจะได้รับเงินสดในอนาคต เท่ากับเงินปันผลที่ได้รับในปัจจุบันหรือไม่ เปรียบเสมือนการมีนก 1 ตัว ที่อยู่ในมืออย่างแน่นอนกว่านก 2 ตัว หรือมากกว่านั้นที่อยู่ในพุ่มไม้ จากแนวคิดของทฤษฎีนี้ผู้ถือหุ้นจะชอบให้ธุรกิจจ่ายเงินปันผลมากกว่าเก็บไว้เป็นกำไรสะสมเพื่อนำไปลงทุนต่อ กล่าวคือ ถ้ากิจการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงขึ้น ราคาหุ้นสามัญจะสูงขึ้นด้วย แสดงให้เห็นว่านโยบายเงินปันผลมีความสำคัญต่อมูลค่าของกิจการ

3) ทฤษฎีความแตกต่างทางภาษี (Tax preference theory) จากความแตกต่างระหว่างอัตราภาษีของกำไรจากส่วนต่างราคาหุ้นกับอัตราภาษีของเงินปันผล Litzemberger and Ramaswamy (1979) จึงมีแนวคิดต่างจาก 2 ทฤษฎีแรก โดยกล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลทำให้ผู้ถือหุ้นเสียประโยชน์ทางภาษี นักลงทุนจึงชอบกำไรจากส่วนต่างราคาหุ้นมากกว่าเงินปันผล เพราะอัตราภาษีของกำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้นสามัญจะต่ำกว่าอัตราภาษีของเงินปันผล ดังนั้นนักลงทุนยินดีที่จะให้บริษัทจ่ายเงินปันผลในระดับต่ำ

เพื่อนำกำไรส่วนใหญ่ไปลงทุนต่อ เมื่อบริษัทมีกำไรเพิ่มขึ้นในอนาคตราคาหุ้นสามัญในอนาคตก็จะสูงขึ้น นอกจากนี้กำไรจากการขายหุ้นสามัญ ในอนาคตยังเป็นการเลื่อนภาระภาษีให้ช้าออกไป เนื่องจากถ้ากิจการจ่ายเงินปันผลในปัจจุบันผู้ถือหุ้นจะต้องเสียภาษีทันที ดังนั้น ถ้าคำนึงถึงเรื่องมูลค่าของเงินตามเวลานักลงทุนจะได้รับประโยชน์มากกว่าเมื่อบริษัทจ่ายเงินปันผลในระดับต่ำจากเหตุผลดังกล่าว นักลงทุนยินดีที่จะซื้อหุ้นสามัญของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลในระดับต่ำในราคาที่สูงกว่าหุ้นสามัญของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลในระดับสูง กล่าวคือ การจ่ายเงินปันผลต่ำมีผลทำให้ราคาหุ้นสามัญสูงขึ้น ดังนั้นนักลงทุนตามแนวคิดนี้จึงไม่ชอบเงินปันผลเพิ่มขึ้น

ทฤษฎีทั้งสามที่กล่าวมาข้างต้นพยายามอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินปันผลที่จ่ายกับราคาหุ้นที่เปลี่ยนแปลงไปซึ่งทั้งสามทฤษฎีมีความแตกต่างกัน ดังนั้นการพิจารณานโยบายเงินปันผลให้มีความเหมาะสม นอกจากจึงต้องพิจารณาถึงทฤษฎีดังกล่าวแล้ว การกำหนดนโยบายเงินปันผลควรคำนึงถึงแนวคิดอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง

4) การให้ข้อมูลของการประกาศจ่ายปันผล (Information content of dividend announcements) แนวคิดนี้กล่าวว่า การที่บริษัทจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหรือลดลง ราคาหุ้นจะมีการเปลี่ยนแปลงไปในทางเดียวกัน ไม่ได้แสดงว่านักลงทุนชอบเงินปันผลมากกว่ากำไรสะสมแต่การเปลี่ยนแปลง ราคาหุ้นสามัญตามเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปนั้น เป็นผลมาจากอิทธิพลของข้อมูลที่แฝงอยู่ในการประกาศจ่ายเงินปันผล การศึกษาของ Miller and Rock (1985) แสดงให้เห็นว่าเนื่องจากผู้บริหารมีข้อมูลเกี่ยวกับอนาคตและแนวโน้มของบริษัทดีกว่านักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นโดยทั่วไป การจ่ายเงินปันผลมากกว่าที่นักลงทุนคาดไว้ เป็นการส่งข้อมูลว่าผู้บริหารคาดว่ากำไรในอนาคตจะสูงขึ้น ในทางกลับกันถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลน้อยลง หรือจ่ายน้อยกว่าที่นักลงทุนคาดไว้ก็จะเป็นสัญญาณว่าผู้บริหารคาดการณ์ว่ากำไรในอนาคต มีแนวโน้มที่จะลดลงจากกล่าวได้ว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นตัวส่งสัญญาณที่สำคัญแก่นักลงทุน ดังนั้นผู้บริหารพยายามหลีกเลี่ยงการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล โดยเฉพาะการลดการจ่ายเงินปันผลเนื่องจากการส่งข้อมูลที่ไม่ดีแก่นักลงทุน และผู้บริหารไม่ต้องการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น เพราะกลัวว่าเมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นแล้วอาจจะต้องลดการจ่ายเงินปันผลลงในอนาคตซึ่งเป็นการส่งข้อมูลในเชิงลบแก่นักลงทุน ดังนั้นผู้บริหารจึงพยายามหลีกเลี่ยงการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ดังจะเห็นได้จากผลการศึกษาของ Lintner (1962) John and Williams (1985)

5) ระดับเงินปันผลที่แตกต่างกัน (Dividend clientele) นอกจากแนวคิดที่ว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลแก่นักลงทุนแล้ว (Dividend informational content) แนวคิดที่ควรพิจารณาอีกแนวคิดหนึ่งคือ แนวคิดที่กล่าวว่ากลุ่มนักลงทุนมีความต้องการระดับเงินปันผลต่างกัน (Dividend clientele) แนวคิดนี้กล่าวว่า นักลงทุนแต่ละรายมีความต้องการนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกันไป ดังจะเห็นได้จากผลการศึกษาของ Graham and Kumar (2005) พบว่ากลุ่มนักลงทุนที่ต้องการรายได้ประจำ

ต้องการเงินปันผลมากกว่ากำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้นในอนาคต นักลงทุนกลุ่มนี้ต้องการลงทุนในหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราสูง ในขณะที่นักลงทุนที่ไม่ต้องการรายได้ประจำ เมื่อได้รับเงินปันผลจะต้องเสียภาษีจากเงินปันผลก่อนจึงจะนำไปลงทุนต่อในหุ้นสามัญ ดังนั้น นักลงทุนกลุ่มนี้จึงต้องการลงทุนในหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราต่ำ จากการทำให้นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนในหุ้นสามัญต่าง ๆ ได้ บริษัทก็สามารถปรับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทได้เช่นกัน ดังนั้น ผู้ถือหุ้นเดิมที่ไม่ชอบนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนไป ก็สามารถขายหุ้นให้กับนักลงทุนรายอื่นที่ชอบนโยบายเงินปันผลใหม่นี้ แต่การเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลบ่อยครั้งทำให้ผู้ถือหุ้นต้องซื้อขายหุ้นบ่อยครั้ง ซึ่งแต่ละครั้งมีค่าธรรมเนียมในการซื้อขาย นักลงทุนอาจไม่สนใจซื้อหุ้นของบริษัทอีก เป็นผลให้ราคาหุ้นสามัญลดลงชั่วคราว หรืออาจลดลงถาวร แต่การเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลสามารถทำได้ หากว่าบริษัทมีเหตุผลที่ดีทางธุรกิจและสามารถดึงดูดนักลงทุนได้มากขึ้นกว่าเดิม

6) เสถียรภาพของนโยบายเงินปันผล (Dividend policy stability) จากแนวคิดทั้งสองที่กล่าวมาข้างต้นแสดงให้เห็นว่า เสถียรภาพของเงินปันผล (Dividend stability) เป็นสิ่งที่นักลงทุนต้องการ เนื่องจากนักลงทุนมีความต้องการนโยบายเงินปันผลที่ต่างกัน หุ้นสามัญที่นโยบายเงินปันผลมีเสถียรภาพจะสามารถพยากรณ์เงินปันผลในอนาคตได้ง่าย ทำให้นักลงทุนเลือกลงทุนได้อย่างเหมาะสมตามความต้องการระดับเงินปันผลของตน แต่หุ้นสามัญที่เปลี่ยนแปลงนโยบายเงินปันผลบ่อยครั้งสามารถพยากรณ์ได้ยากทำให้นักลงทุนต้องซื้อขายหุ้นบ่อยครั้งซึ่งแต่ละครั้งต้องเสียค่านายหน้า อาจทำให้เกิดต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นและราคาหุ้นสามัญลดลงอีกทั้งการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลเป็นสัญญาณเกี่ยวกับการคาดการณ์อนาคตของบริษัทซึ่งมีผลต่อราคาหุ้นสามัญ การจ่ายเงินปันผลลดลง หรือมากกว่านั้นคือการงดจ่ายเงินปันผล จะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นสามัญของบริษัท ดังนั้นบริษัทควรกำหนดนโยบายเงินปันผลให้มีความสม่ำเสมอ เพื่อประโยชน์ในการลงทุนของผู้ถือหุ้น และลดผลกระทบจากข้อมูลที่มาจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายเงินปันผล ดังจะเห็นได้จากผลการศึกษาของ Romon (2000) พบว่าหลักทรัพย์ที่นโยบายเงินปันผลมีเสถียรภาพ จะได้รับอิทธิพลของข้อมูลจากการประกาศจ่ายเงินปันผลน้อยกว่าหลักทรัพย์ที่ไม่มีเสถียรภาพของนโยบายเงินปันผล และกลุ่มนักลงทุนที่ชอบเงินปันผลจะลงทุนในหลักทรัพย์ที่นโยบายเงินปันผลมีเสถียรภาพถึงแม้ว่าหลักทรัพย์จะมีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลอยู่ในระดับต่ำก็ตาม เนื่องจากนักลงทุนสามารถคาดการณ์เงินปันผลในอนาคตได้ง่ายกว่านโยบายเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ

2.2.2 การวิเคราะห์อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล

เงินปันผลเป็นผลตอบแทนที่บริษัทจ่ายให้กับผู้ถือหุ้นและได้รับมติดการเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น หรือมติที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท (พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ.2535) ดังนั้นเมื่อบริษัทมีกำไรจะทำการจัดสรรส่วนหนึ่งเป็นเงินสำรองตามที่กฎหมายกำหนด หรือบริษัทต้องการกัน

เงินส่วนนั้นไว้ลงทุนขยายกิจการ และส่วนที่เหลือจะจ่ายเป็นผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้น ซึ่งอาจจะจ่ายเป็นเงินสดหรือเป็นหุ้นเพื่อเป็นการเพิ่มจำนวนหุ้นให้กับผู้ลงทุน การลงทุนในบริษัทที่ให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล สามารถวิเคราะห์ได้ดังนี้

1) อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio)

$$\text{Dividend Payout Ratio (DPR)} = \frac{\text{Dividends per Share (DPS)}}{\text{Earnings per Share (EPS)}}$$

อัตราการจ่ายเงินปันผล คำนวณจากเงินปันผลต่อหุ้นหารด้วยกำไรต่อหุ้นหรือเงินปันผลรวมหารด้วยกำไรสุทธิ ซึ่งอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลที่คำนวณออกมานั้น หมายถึง กำไรต่อหุ้นของบริษัทในปีที่จ่ายปันผลที่บริษัทจ่ายในรูปของเงินปันผลเป็นเงินสดต่อหุ้น (Kenton & Hayes, 2019)

2) อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield)

$$\text{Dividend Yield (\%)} = \frac{\text{Annual Dividends per Share}}{\text{Price per Share}}$$

อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) คือ อัตราเปรียบเทียบระหว่างเงินปันผลจ่ายต่อหุ้นสามัญเทียบกับราคาตลาดของหุ้นสามัญ ณ ราคาตลาดปัจจุบัน เพื่อคำนวณเงินปันผลที่ได้รับว่าคิดเป็นอัตราร้อยละเท่าไรของราคาหุ้น (Chen, 2019)

3) อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายเงินปันผล (Dividend Coverage Ratio)

$$\text{Dividend Coverage Ratio (DCR)} = \frac{\text{Net income}}{\text{Dividends}}$$

อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายเงินปันผล คำนวณจากกำไรสุทธิของบริษัทหารด้วยเงินปันผลที่ผู้ถือหุ้นได้รับ โดยที่กำไรสุทธิ คือ กำไรหลังหักค่าใช้จ่ายทั้งหมดและหักภาษีแล้ว

2.2.3 การจ่ายเงินปันผล

เมื่อกิจการดำเนินธุรกิจจนเกิดผลกำไรแล้วทำการจัดสรรปันส่วนเข้าเงินสำรองต่าง ๆ จนเหลือเป็นเงินสดในมือที่ไม่มีภาระผูกพันจึงได้ทำการจ่ายปันผลให้กับผู้ถือหุ้น การจ่ายเงินปันผลมีหลายรูปแบบ ทั้งจ่ายเป็นเงินสด จ่ายเป็นหุ้น การซื้อหุ้นสามัญคืนและการแตกหุ้น ซึ่งในงานวิจัยครั้งนี้ได้เลือกวิธีการจ่ายเป็นเงินสดและคำนวณเป็นอัตราเงินปันผลตอบแทนเพื่อให้สามารถนำไปเปรียบเทียบกันระหว่างบริษัทที่มีขนาดแตกต่างกันได้ (นภาพร นิลภรณ์กุล 2560)

1) จ่ายเงินปันผลเป็นเงินสด (Cash Dividend)

การจ่ายปันผลเป็นเงินสดเป็นวิธีที่นิยมมากที่สุด เพราะตอบสนองต่อผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ การจ่ายปันผลต้องมีการกำหนดวันเวลาที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

1.1) วันที่กิจการประกาศจ่ายปันผล (Declaration Date) เป็นวันที่กิจการประกาศแจ้งข้อมูลข่าวสารการจ่ายปันผลให้กับผู้ถือหุ้นโดยทั่วไปได้ทราบถึงจำนวนเงินที่จ่ายและกำหนดวันจ่าย โดยได้ผ่านมติความเห็นชอบจากที่ประชุมส่วนผู้ถือหุ้นแล้ว

1.2) กำหนดวันบันทึกรายชื่อผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิได้รับเงินปันผล (Date of Record) โดยผู้ที่มีรายชื่อในบันทึกทะเบียนผู้ถือหุ้นภายในวันที่กำหนดจะเป็นผู้มีสิทธิได้รับเงินปันผล เนื่องจากหุ้นสามัญมีการซื้อขายในตลาดอยู่ตลอดเวลา ดังนั้นการกำหนดวันเวลาบันทึกรายชื่อจึงเป็นการบันทึกสิทธิผู้ถือหุ้นที่จะได้รับเงินปันผล

1.3) วันซื้อขายหุ้นโดยไม่รวมเงินปันผล (Ex-dividend Date) เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีกำหนดระยะเวลาการส่งมอบหุ้นหลังซื้อขายและทำการบันทึกรายชื่อในสมุดทะเบียนหุ้น 2 วันทำการ ดังนั้นหากมีการซื้อขายหุ้น 2 วันทำการก่อนวันบันทึกรายชื่อผู้มีสิทธิได้รับเงินปันผล จะถือว่าสิทธิในการรับเงินปันผลนั้นจะยังเป็นของผู้ถือหุ้นรายเดิม

1.4) กำหนดวันจ่ายเงินปันผล (Payment Date) เป็นวันจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นตามรายชื่อในทะเบียนผู้ถือหุ้น

นโยบายเงินปันผลเป็นแนวทางในการตัดสินใจเรื่องการจ่ายปันผล ในแต่ละบริษัทจะมีความแตกต่างกันออกไป อาจขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงาน หรือประสิทธิภาพการจ่ายปันผลในปีที่ผ่านมา บางบริษัทจะกำหนดเป็นร้อยละของกำไรสุทธิหักหักภาษีและเงินสำรองตามกฎหมาย ทั้งนี้อาจขึ้นอยู่กับฐานะทางการเงินของบริษัทในปีนั้น ๆ ด้วย ซึ่งสามารถแบ่งได้เป็น 4 รูปแบบ ดังนี้ (ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน, 2553)

1.1) จำนวนเงินจ่ายปันผลต่อหุ้นคงที่ (Stable Dollar Amount Per Share)

นโยบายปันผลในลักษณะนี้จะเป็นการจ่ายปันผลต่อหุ้นเป็นจำนวนหุ้นที่แน่นอน อาจมีการเปลี่ยนแปลงบ้างบางครั้ง นโยบายนี้จะเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารมีความมั่นใจแล้วว่ากำไรมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งการจ่ายปันผลในลักษณะนี้จะเหมาะกับบริษัทที่มีความมั่นคงด้านฐานะทางการเงินและมีกำไรเกิดขึ้นอย่างสม่ำเสมอ

1.2) อัตราการจ่ายปันผลคงที่ (Constant Payout Ratio)

นโยบายในลักษณะนี้ จำนวนเงินปันผลจะจ่ายเป็นอัตราส่วนกับกำไรของบริษัทในปีนั้น ๆ เป็นนโยบายที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นในจำนวนที่คงที่ วิธีนี้เป็นวิธีที่ไม่มีความแน่นอนในจำนวนเงินที่จ่ายปันผลเพราะจะผันแปรไปตามกำไรที่บริษัทสามารถทำได้ในแต่ละปี ดังนั้นถ้าผู้บริหาร

ลดการจ่ายเงินปันผลลง ผู้ถือหุ้นจะรับรู้ได้ว่ากำไรของบริษัทกำลังมีแนวโน้มที่จะลดลงส่งผลให้ราคาหุ้นลดลงไปด้วย บริษัทส่วนใหญ่จึงไม่นิยมใช้นโยบายนี้

1.3) การจ่ายเงินปันผลขั้นต่ำจำนวนหนึ่งและเพิ่มเงินปันผลส่วนพิเศษ (Low Regular and Extra Dividend)

นโยบายนี้เป็นในลักษณะที่บริษัทได้กำหนดอัตราการจ่ายปันผลจำนวนหนึ่งที่สม่ำเสมอไว้แล้ว และบวกเงินเพิ่มปันผลส่วนพิเศษจากความสามารถของบริษัทที่สามารถทำกำไรได้เกินกว่าปกติ เงินพิเศษนี้บริษัทได้จ่ายเป็นรางวัลให้กับผู้ถือหุ้นแล้วครั้งคราว ซึ่งวิธีการจ่ายปันผลแบบนี้เป็นการรักษาระดับที่ดีของบริษัทเอาไว้ ราคาของหลักทรัพย์จะไม่เปลี่ยนแปลงไปตามการจ่ายเงินปันผล และบริษัทที่ใช้โยบายนี้ มักจะมีกำไรที่เปลี่ยนแปลงตลอดเวลา

1.4) อัตราการจ่ายปันผลตามเป้าหมาย (Target Payout Ratio)

นโยบายการจ่ายปันผลในลักษณะนี้ ผู้บริหารได้มีการวางแผนการจ่ายเงินปันผลในระยะยาวเอาไว้ ซึ่งได้ตั้งเป้าหมายอัตราส่วนที่จะจ่ายเงินปันผลในระยะหนึ่งและบริษัทจะจ่ายปันผลให้มากขึ้นเมื่อเห็นว่าบริษัทมีแนวโน้มที่จะสามารถทำกำไรได้สูงขึ้น

2) การซื้อหุ้นกลับคืน (Stock Repurchase หรือ Stock Buyback)

การซื้อหุ้นคืนเป็นอีกหนึ่งรูปแบบของการจ่ายเงินปันผล โดยบริษัทมีกำไรจากการดำเนินงาน และมีเงินสดเพียงพอนำไปซื้อหุ้นคืน เรียกว่าหุ้นทุนซื้อคืน (Treasury Stock) ซึ่งจะส่งผลให้จำนวนหุ้นลดลง ในการซื้อคืนสามารถทำได้โดยการซื้อคืนผ่านตลาดหลักทรัพย์หรือซื้อคืนจากผู้ถือหุ้นโดยตรง การที่จำนวนหุ้นสามัญลดลงย่อมทำให้ส่งผลกระทบต่อราคาตลาด กำไรต่อหุ้นมีแนวโน้มจะสูงขึ้น เนื่องจากจำนวนหุ้นลดลง

3) การจ่ายหุ้นปันผล (Stock Dividend)

เป็นการจ่ายปันผลในรูปแบบหุ้นสามัญโดยมีการกำหนดอัตราร้อยละของหุ้นสามัญ ซึ่งการจ่ายหุ้นปันผลนี้จะไม่ส่งผลกระทบต่อสัดส่วนของผู้ถือหุ้น เพราะผู้ถือหุ้นแต่ละคนจะได้รับหุ้นเพิ่มในสัดส่วนที่เท่ากันตามจำนวนการถือครองหุ้น แต่เป็นการลดยอดกำไรสะสมและเพิ่มส่วนของผู้ถือหุ้นนอกจากนี้ การจ่ายหุ้นปันผลยังทำให้กำไรต่อหุ้นและราคาตลาดต่อหุ้นลดลง ซึ่งวิธีนี้จะตอบสนองผู้ถือหุ้นเฉพาะกลุ่มที่มีฐานภาษีมาก ไม่ได้ต้องการผลตอบแทนจากเงินปันผล แต่ต้องการผลตอบแทนจากส่วนเกินมูลค่าหุ้น

4) การแตกหุ้น (Stock Split)

เป็นนโยบายที่บริษัทต้องการลดมูลค่าที่ตราไว้ของหุ้นสามัญ โดยเพิ่มจำนวนหุ้นสามัญตามอัตราการแตกหุ้นที่กำหนดไว้ เช่น 2 : 1 คือ หุ้นสามัญ 1 หุ้น สามารถแตกเป็น 2 หุ้นใหม่ ทำให้มูลค่าที่ตราไว้ลดลงครึ่งหนึ่ง และถ้ากำไรจากการดำเนินงานมีค่าเท่าเดิมส่งผลให้กำไรต่อหุ้นลดลง ซึ่งการแตกหุ้นนั้น

จะทำให้จำนวนหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นและราคาต่อหุ้นลดลงสามารถเพิ่มสภาพคล่องในการซื้อขายหุ้นสามัญในตลาดตรงได้มากขึ้น

2.2.4 ปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดนโยบายเงินปันผล

1. ข้อกำหนดตามกฎหมายกำหนดไว้ว่า บริษัทจะจ่ายเงินปันผลจากกำไรสุทธิที่เกิดขึ้นในปีปัจจุบันหรือกำไรสะสมในอดีต และเป็นกำไรที่ได้จัดสรรให้มีสำรองตามกฎหมายแล้ว

2. สภาพคล่องทางการเงิน เป็นปัจจัยที่สำคัญในการตัดสินใจการจ่ายเงินปันผล หากบริษัทมีสภาพคล่องทางการเงินที่ดีก็สามารถจ่ายปันผลได้ แต่ถ้าหากบริษัทขาดสภาพคล่อง หรือต้องการนำเงินสดไปลงทุนขยายกิจการ ดังนั้นจึงต้องทำการพิจารณาก่อนการจ่ายเงินปันผล

3. ความสามารถในการกักเงิน ถ้าบริษัทสามารถกักเงินได้สูง ก็ไม่จำเป็นที่จะต้องรักษาเงินสดไว้จำนวนมาก ๆ และสามารถนำมาจ่ายเงินปันผลได้ ซึ่งบริษัทที่จะมีความสามารถในการกักเงินได้สูงจะเป็นบริษัทขนาดใหญ่มีความสามารถในการจ่ายชำระหนี้ได้สูง

4. ความมีเสถียรภาพในการทำกำไร คือการทำกำไรได้อย่างสม่ำเสมอมีโอกาสที่จะจ่ายเงินปันผลได้สม่ำเสมอว่าธุรกิจที่กำไรไม่แน่นอน

5. ความจำเป็นในการชำระหนี้ หากบริษัทมีภาระหนี้สินเยอะก็ต้องมีการกักเงินไว้ในส่วนของการชำระหนี้ จึงทำให้ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล

6. ข้อจำกัดในสัญญาเงินกู้ ซึ่งจะมีข้อความปรากฏ ดังนี้

- การจ่ายเงินปันผล จะทำได้หลังจากที่ได้ทำการลงนามในสัญญา แต่จะเอากำไรสะสมในปีก่อนมาจ่ายไม่ได้

- บริษัทจะไม่จ่ายเงินปันผล ถ้าหากเงินทุนหมุนเวียนต่ำกว่าที่อัตรากำหนด

- การออกหุ้นกู้หรือการกักเงินมาอาจจะต้องทำข้อจำกัดในการจ่ายเงินปันผลเพราะต้องกักเงินไว้สำหรับการจ่ายชำระหนี้

7. การควบคุมในบางครั้งที่บริษัทจะกำหนดนโยบายเพื่อขยายกิจการเท่ากับจำนวนเงินของกำไรที่สะสมเอาไว้เท่านั้น เพราะการเพิ่มทุนอาจจะทำให้อำนาจการควบคุมและส่วนได้เปลี่ยนแปลงไปและก่อให้เกิดความเสี่ยงทางการเงิน

ดังนั้นนโยบายการจ่ายเงินปันผลจึงจำเป็นต้องทำวิเคราะห์ปัจจัยหลาย ๆ ด้านเพื่อรักษาสภาพคล่องของบริษัทแล้วเพื่อผลประโยชน์ในรูปของเงินปันผลที่ผู้ถือหุ้นควรจะได้รับ (บุญฤทธิ์ เหมปราชญ, 2561)

2.3 แนวคิดประสิทธิภาพในการดำเนินงาน

เทคนิคการวิเคราะห์ประสิทธิภาพการดำเนินงานโดยคำนวณได้จากอัตราส่วนทางการเงินดังต่อไปนี้ (เริงรัก จำปาเงิน, 2544)

2.3.1 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ Return on Assets (ROA)

$$= \frac{\text{กำไรสุทธิ} \times 100}{\text{สินทรัพย์รวมเฉลี่ย}}$$

จากสูตรการคำนวณหา ROA หากค่าที่ได้มีค่าที่สูง แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรที่สูงเมื่อเทียบกับมูลค่าสินทรัพย์ที่ลงทุนและบริษัทยังมีความสามารถในการบริหารจัดการสินทรัพย์ที่มีอยู่ได้เป็นอย่างดี ในขณะที่ (চারী হিরণ্যরত্নী and คณะ, 2558) ได้กล่าวเพิ่มเติมว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เป็นอัตราที่บ่งชี้ถึงประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์เพื่อหาผลกำไรตอบแทนจากการใช้ประโยชน์ของสินทรัพย์ ถ้าหากอัตราส่วนนี้มีค่ามากแสดงว่ากิจการมีความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ให้ได้กำไรมาก

2.3.2 อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น Return on equity (ROE)

$$= \frac{\text{กำไรสุทธิ} \times 100}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นรวมเฉลี่ย}}$$

จากสูตรการคำนวณหา ROE หากค่าที่ได้มีค่าสูง แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีการบริหารงานที่ดีสามารถสร้างผลกำไรที่ดีได้อย่างต่อเนื่อง ขณะเดียวกันผู้ถือหุ้นก็ได้รับผลตอบแทนที่ดี บริษัทก็สามารถเพิ่มทุนความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นได้เป็นอย่างดี

2.3.3 อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน Return on Investment (ROI)

$$= \frac{\text{กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน}}{\text{กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน}}$$

จากสูตรการคำนวณหา ROI หากค่าที่ได้มีค่าที่สูงแสดงให้เห็นว่า บริษัทมีการบริหารงานที่ดีสามารถสร้างผลกำไรได้อย่างต่อเนื่องและให้ผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูง

2.3.4 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น Debt/Equity Ratio (D/E)

$$= \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นรวมเฉลี่ย}}$$

จากสูตรการคำนวณหา Debt/Equity Ratio หากค่าที่ได้มีค่าที่ต่ำ แสดงให้เห็นถึงความเสี่ยงในด้านเจ้าหนี้ที่มีผลต่อผู้เป็นหุ้นส่วนนั้นต่ำหรือมีความเสี่ยงน้อย แต่ถ้าอัตราส่วนมีค่าสูงแสดงว่าบริษัทมีความเสี่ยงจากการกู้ยืมเงินมาใช้ในการดำเนินกิจการ

2.3.5 อัตราส่วนการวัดผลตอบแทนที่เป็นเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (CF/ROA)

$$= \frac{\text{กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้}}{\text{สินทรัพย์รวมเฉลี่ย}}$$

จากสูตรการคำนวณหา CF/ROA หากค่าที่ได้มีค่าที่สูง แสดงว่ากิจการมีความสามารถหาเงินสดจากการดำเนินงานได้มากกว่าการลงทุนในสินทรัพย์

2.3.6 อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินหมุนเวียน (Cash Flow from Operation to Current Liability Ratio) (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2545)

$$= \frac{\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

อัตราส่วนนี้ยิ่งมีค่ามากยิ่งดี เมื่อเทียบระหว่างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานกับหนี้สินหมุนเวียน สามารถชี้แจงให้เห็นว่ากิจการมีการบริหารจัดการเงินสดได้ดี เพียงพอต่อการจ่ายชำระหนี้ระยะสั้น อัตราส่วนนี้จะแสดงถึงฐานะทางการเงินที่ดีควรมีอัตราส่วนที่ร้อยละ 40 ขึ้นไป

2.3.7 อัตราค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานต่อรายได้รวม

$$= \frac{\text{ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน}}{\text{รายได้รวม}}$$

อัตราส่วนนี้บ่งบอกถึง ประสิทธิภาพในการบริหารค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานต่อรายได้รวมของกิจการ ค่าที่ได้ยิ่งมีค่าน้อยยิ่งดีเพราะสามารถอธิบายได้ว่า กิจการมีความสามารถในการบริหารจัดการค่าใช้จ่ายได้ดี

2.4 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน

2.4.1 อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน สามารถแบ่งได้เป็น 4 ประเภท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2553) ได้แก่

1. กำไรจากการขายตราสารหนี้หรือตราสารทุนในราคาที่สูงกว่าราคาที่ซื้อ มา เรียกว่า Capital Gain

2. เงินที่ได้จากดอกเบี้ย (Interest Income) หรือเงินปันผล (Dividend Income) เงินได้จากดอกเบี้ยเป็นเงินได้ที่ผู้ออกตราสารหนี้สัญญาว่าจะจ่ายให้แก่ผู้ลงทุนในแต่ละงวดเวลาตามที่ได้ตกลงกันไว้ล่วงหน้า ซึ่งเป็นเงินรายได้ในจำนวนที่แน่นอนและโดยทั่วไปจะเท่ากันตลอดอายุของตราสารหนี้ ในส่วนของเงินปันผลจะเป็นเงินได้ที่ผู้ออกตราสารทุนตกลงที่จะจ่ายให้แก่ผู้ถือตราสารทุน โดยจำนวนเงินปันผลที่จ่ายนั้นจะเป็นไปตามมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทผู้ออกตราสารทุนนั้น ๆ

3. เงินได้จากส่วนลด (Discount) เป็นส่วนต่างระหว่างราคาของตราสารหนี้ที่ได้รับการไถ่ถอน กับราคาตราสารหนี้ที่ผู้ลงทุนได้ซื้อเข้ามา หรือเป็นส่วนต่างระหว่างราคาของตราสารหนี้ที่ได้รับบุไว้ (Face Value) กับราคาของผู้ลงทุนซื้อตราสารหนี้ขึ้นมา

4. เงินได้จากการนำผลตอบแทนที่ได้รับไปลงทุนต่อ หรือรายได้จากการ Reinvestment หรือ Interest on Interest คือ ผลตอบแทนที่ได้รับจากการที่ผู้ถือตราสารนำเงินได้ที่ได้รับจากตราสารนั้น ๆ ไปลงทุนต่อ

2.4.2 ประเภทผลตอบแทนจากการลงทุนมี 4 ประเภท ดังนี้

1. เงินสด เมื่อผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนในรูปของเงินสดแล้ว ควรนำเงินไปลงทุนต่อเพื่อให้เกิดผลตอบแทนเพิ่มเติม โดยอาจนำไปลงทุนในหลักทรัพย์เดิมหรือหลักทรัพย์อื่น ๆ แต่ไม่ควรเก็บไว้เป็นเงินสด เพราะเงินสดไม่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเพิ่มได้

2. รายได้จากการนำเงินสดที่ได้รับไปลงทุนต่อ คุณต้องมีเงิน ในที่นี้ไม่ได้หมายถึง เงินเก็บหรือเงินออมทั่วไป แต่หมายถึง เงินที่คุณมั่นใจแล้วว่า คุณไม่มีความจำเป็นต้องเบิกออกมาใช้ หรือนำออกมาใช้ในช่วงระยะเวลาเกินกว่า 1 ปี เพราะการลงทุนในตลาดหุ้นนั้นไม่แน่นอน คุณอาจจะได้ข่าวมาว่าหุ้นตัวนั้นตัวนี้จะขึ้น ภายในวันสองวัน สัปดาห์ หรือสองสัปดาห์ หากคุณโชคดีหรือข่าวของคุณตรง คุณก็อาจไม่มีปัญหา แต่ถ้าไม่เป็นเช่นนั้น คุณจะทำอย่างไร เมื่อคุณต้องรอเป็นปี หรือสองปี ดังนั้นเพื่อไม่ให้เกิดปัญหาในอนาคต คุณควรกันเงินไว้ส่วนหนึ่ง ในกรณีที่คุณเจ็บป่วยหรือมีอุบัติเหตุที่ต้องใช้เงิน คุณจะไม่ต้องตัดใจขายหุ้นที่คุณลงทุน คุณควรกันเงินส่วนที่คุณต้องจ่ายประจำ ไม่ว่าจะเป็นค่าผ่อนบ้าน ผ่อนรถ ค่าเบี้ยประกันชีวิต หรือค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ให้พร้อมเพื่อคุณจะได้ไม่ต้องมาถอนเงินในบัญชีที่ใช้ลงทุน

3. กำไรจากการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์หรือกำไรจากส่วนต่างของราคา ผลกำไรในที่นี้เป็นผลตอบแทนที่ได้รับจากการที่ผู้ลงทุนสามารถขายหลักทรัพย์ไปได้ในราคาที่สูงกว่าราคาที่ซื้อเข้ามาเมื่อสิ้นสุดระยะเวลาการลงทุน โดยผู้ลงทุนไม่ต้องเสียภาษีจากกำไรส่วนต่างของราคา ถ้าหลักทรัพย์นั้น เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ อย่างไรก็ตามก็ตามผลตอบแทนประเภทนี้จะไม่แน่นอนและไม่สามารถคาดการณ์ได้ ขึ้นอยู่กับสถานการณ์ของตลาดในขณะนั้น รวมถึงเทคนิคในการลงทุนของผู้ลงทุนด้วย

4. สิทธิในการซื้อหลักทรัพย์ในราคาที่กำหนดไว้ก่อนเป็นการล่วงหน้า ในกรณีจะเกิดขึ้นได้ก็ต่อเมื่อ บริษัทมีการจดทะเบียนออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ซึ่งโดยทั่วไปแล้วผู้ถือหุ้นเดิมจะได้รับการจัดสรรหุ้นก่อนผู้ถือหุ้นรายใหม่ โดยจะกำหนดเป็นสิทธิในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนในราคาที่ต่ำกว่าราคาตลาด ส่วนการที่ผู้ถือหุ้นเดิมจะใช้สิทธิหรือไม่นั้น ย่อมขึ้นอยู่กับผลประโยชน์ที่ได้รับ ทั้งในแง่ของผลต่างระหว่างราคาใช้สิทธิกับราคาตลาดในขณะนั้น และความต้องการรักษาสัดส่วนการถือครองหุ้นในบริษัท (JobsDB, 2014)

2.4.3 ผลตอบแทนหุ้นและผลตอบแทนตลาดหุ้น

ผลตอบแทนหุ้น เป็นสิ่งที่นักลงทุนสนใจ หุ้่นนั้นให้ผลตอบแทนสูง และมักจะมีความเสี่ยงสูง ผลตอบแทนระยะยาวของหุ้น คือ 10% ต่อปี ซึ่งผลตอบแทนของค่าว่าหุ้นในประโยคข้างต้นหมายความว่าถึงผลตอบแทนรวมของทั้งตลาดหุ้น

1. แนวคิดพื้นฐานเกี่ยวกับ ผลตอบแทนหุ้น และตลาดหุ้น

หุ้น (stocks) คือ สินทรัพย์ในการลงทุนอย่างหนึ่งที่ซื้อแล้วได้สิทธิในการเป็นผู้ถือหุ้น มีส่วนร่วมในผลกำไรหรือเงินปันผล รวมถึงสิทธิอื่น ๆ ตามกฎหมาย โดยเบื้องหลังของหุ้นทุกหุ้นก็คือ ธุรกิจที่มีตัวตนจริง วิธีลงทุนหุ้นแบ่งได้ 2 แบบ คือ ลงทุนคัดเลือกหุ้นเองโดยเปิดบัญชีผ่านบริษัทหลักทรัพย์ กับ การลงทุนผ่านกองทุนรวม โดยผลตอบแทนระยะยาวของหุ้นมาจาก 2 ส่วน คือ ผลตอบแทนที่มาจาก ราคาหุ้นที่สูงขึ้น (capital gain) กับผลตอบแทนจากเงินปันผล (dividend) ซึ่งผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นจะคิด โดยการนำเงินปันผลมาลงทุนกลับ (reinvest) และที่เรียกกันว่าผลตอบแทนรวมของหุ้น (Stock Total Returns) เพราะเป็นการคิดผลตอบแทนมาจากการถือหุ้นทั้งตลาดหรือคิดจากผลตอบแทนของดัชนีตลาดหุ้น (ไม่ใช่คิดจากหุ้นรายตัว)

ในอีกทางหนึ่งอาจอธิบายได้ว่า ผลตอบแทนของตลาดหุ้นในระยะยาวมาจากผลตอบแทนจริง ๆ ของธุรกิจต่าง ๆ โดยส่วนหนึ่งมาจากเงินปันผลที่ธุรกิจหรือบริษัทเหล่านั้นจ่ายออกมา และส่วนที่เหลือมาจากอัตราการเติบโตของกำไรธุรกิจ โดยบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หรือมีหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ ส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่ทำการเกี่ยวกับชีวิตประจำวันของนักลงทุนอยู่แล้ว และคนทั่วไปก็รู้จักหรือใช้บริการกันอยู่ทุกวัน เช่น ปตท. ธนาคารพาณิชย์ทั้งหลาย บริษัทมือถือ บริษัทขนส่งมวลชน ห้างสรรพสินค้า และร้านสะดวกซื้อ ซึ่งการถือหุ้นทุกตัวในตลาดรวมกันก็เปรียบเสมือนดังการซื้อและถือ ส่วนในกิจการของกลุ่มบริษัทที่ขับเคลื่อนเศรษฐกิจของไทยนักลงทุนควรจะมองทะลุให้เห็นว่าในอนาคต กลุ่มบริษัทเรานี้ก็จะเติบโตทั้งรายได้หรือกำไรด้วยการขายสินค้าและบริการมากขึ้น ขยายกิจการ เปิดสาขาใหม่ และถึงแม้บางบริษัทจะทำได้ไม่ดีหรือต้องล้มหายตายจากไปก็ตาม หากแต่ในภาพรวมนั้น กลุ่มธุรกิจก็ควรจะเติบโตไปอย่างน้อยก็ตาม GDP และเงินเฟ้อ (inflation) และอย่างที่เกริ่นไปนั้น นักลงทุนยังได้รับผลตอบแทนจากเงินปันผลเข้ามาเสริมอีกด้วย

2. ผลตอบแทนหุ้น มีความผันผวนในระยะสั้นแต่เสถียรในระยะยาว เวลาพูดถึงผลตอบแทนระยะยาวของตลาดหุ้น เช่น ผลตอบแทนรวมของ SET (SET TR) โดยบอกว่าได้ 10% ต่อปี คนทั่วไปก็จะเถียงว่าหุ้นมันผันผวนมันจะ 10% ต่อปีได้อย่างไร เพราะในความคิดเขา คือ ผลตอบแทนปีที่ 1 ก็คือ 10% ปีสอง 10% ปีสาม ปีสี่ ... ก็ปีละ 10% ซึ่งไม่ใช่อย่างนี้ โดยผลตอบแทนตลาดหุ้นเวลาเขาบอกว่า มีผลตอบแทนคิดเฉลี่ยต่อปีนั้น มันมาจากการคิดย้อนกลับมาจากในแต่ละปีได้เฉลี่ยเท่าไร หากแต่เรื่องจริงในระหว่างปีมันจะมีความผันผวนรวมถึงติดลบได้ เช่น ปีที่ 1 ผลตอบแทน +10% ปีที่สองผลตอบแทน

ติดลบ -10% และปีที่สามผลตอบแทน +20% ซึ่งตัวเลขผลตอบแทนเฉลี่ยนั้นควรจะต้องเป็นผลตอบแทนเฉลี่ยแบบทบต้น (compound interest)

3. ผลตอบแทนหุ้น มาจากเงินปันผลเป็นหลักในระยะยาว

เพื่อให้เห็นภาพของการเติบโตของเงินลงทุนที่ได้ผลตอบแทนระดับผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้น (SET TR) หากท่านลงทุนด้วยเงิน 10,000 บาท ตั้งแต่เริ่มก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์มาในเดือนเมษายน ปี 1975 (พ.ศ. 2518) มาจนถึงสิ้นปี 2017 (พ.ศ. 2561) รวมเป็นระยะเวลา 43 ปี เงินของท่านจะกลายเป็นเงินถึง 1,243,314 บาท หรือโตในระดับ 124 เท่า

ถ้าใช้ระยะเวลาที่ตรง เนื่องจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์เริ่มต้นปลายเดือนเมษายน 1975 ระยะเวลาทบต้นจริงจึงต้องเป็น 42 ปีกับอีก 8 เดือน ซึ่งจะได้ผลตอบแทนทบต้นที่ 11.97% ต่อปี ไม่ต่างกันมาก ในบทความนี้ผมจะใช้ตัวเลขที่น้อยกว่าคือ 11.87% เป็นหลัก

อนึ่ง นักลงทุนบางท่าน เช่น Peter Lynch ก็อธิบายในเชิงที่ว่า ส่วนของราคาหุ้น (stock prices) ที่เพิ่มขึ้น มีเหตุผลเบื้องหลังมาจากการที่บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ซึ่งทำให้มูลค่าของบริษัทสูงขึ้น เงินปันผลจึงยังมีความสำคัญไม่เฉพาะผลตอบแทนในส่วนของมันเพียงอย่างเดียว เพราะมันผูกพันไปถึงส่วนของราคาหุ้นด้วย โดยวิธีที่จะทำให้ได้ผลตอบแทนแบบง่าย ๆ คือ การซื้อกองทุนดัชนีที่ลงทุนถือหุ้นทั้งตลาดด้วยค่าใช้จ่ายต่ำ ๆ เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนใกล้เคียงกับตลาดหุ้นในระยะยาว ซื้อสะสมแล้วถือครองอย่างมีวินัยและด้วยระบบของกองทุนรวม เมื่อกองทุนดัชนีถือหุ้นทั้งตลาด หากหุ้นที่กองทุนถือมีการจ่ายเงินปันผล กองทุนดัชนีก็ต้องนำเงินปันผลมาลงทุนซื้อหุ้นเพิ่มในสัดส่วนตามดัชนีอีกครั้ง การลงทุนในกองทุนรวม จึงทำให้นักลงทุนได้ผลตอบแทนทบต้นของตลาดหุ้นที่มีความอัตราร้อยตรงผลตอบแทนส่วนของเงินปันผลรวมอยู่แล้ว

คนที่จะมีปัญหามากที่สุด ก็คือ คนที่ชอบซื้อกองทุนรวมที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผล ซึ่งจะโดนค่าใช้จ่ายในการส่วนของภาษี และโดยทั่วไปคนเหล่านี้ไม่ค่อยนำส่วนของปันผลที่กองทุนจ่ายกลับมาลงทุนใหม่หรือจะนำกลับมาลงทุนใหม่

2.4.3.4 ผลตอบแทนหุ้น ได้มาไม่ยากโดยการซื้อแล้วถือหรือนั่งทับมือให้เป็น

John Bogle และ Warren Buffett อธิบายในลักษณะคล้าย ๆ กัน คือ

1. หมู่บ้านตลาดหุ้นไทย ลองนึกภาพว่ามีหมู่บ้านหนึ่งชื่อ “หมู่บ้านตลาดหุ้นไทย” ซึ่งสมาชิกในหมู่บ้านแห่งนี้ทุกคนจะได้สิทธิในการเป็นเจ้าของหุ้นหรือมีส่วนในกิจการทั้งหมดของหมู่บ้าน ไล่ไปตั้งแต่สนามบิน ร้านสะดวกซื้อ ธนาคารพาณิชย์และอีกมากมาย ซึ่งโดยปกติถ้าสมาชิกของหมู่บ้านไม่ทำอะไร บริษัทหรือกิจการต่าง ๆ ก็จะทำธุรกิจของมันไป มีรายได้กำไรเติบโตไปตาม GDP ของหมู่บ้านกับเงินเพื่อและสมาชิกในหมู่บ้านทุกคนจะได้รับเงินปันผล ซึ่งสมาชิกในหมู่บ้านก็จะนำมาซื้อส่วนของกิจการเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ และราคาของส่วนกิจการที่สมาชิกทุกคนถือก็จะมีราคาสูงขึ้นเรื่อยๆ ด้วย

ด้วยเหตุนี้ในตอนแรก ผลตอบแทนรวมที่สมาชิกในหมู่บ้านจะได้รับก็คือผลตอบแทนทางธุรกิจที่กิจการทั้งหมดในหมู่บ้านได้สร้างขึ้นซึ่งสะท้อนออกมาในรูปของราคาและเงินปันผล ซึ่งสมมติว่าได้ 11.87% หรือปัดขึ้นเป็น 12% ต่อปีสวย ๆ (เอ๊ะ เลขคั่น ๆ) สมาชิกในหมู่บ้านไม่ต้องทำอะไรเลยก็จะได้ผลตอบแทนเท่านี้ เพียงแค่พวกเขาถือครองหุ้นและกิจการทั้งตลาดแล้วก็อยู่นิ่ง ๆ ทำงานทำการหารายได้ไป เป็นสถานะที่สมาชิกทุกคนในหมู่บ้านได้ผลตอบแทนทั้งกลุ่มเป็นบวก (positive-sum game)

วันดีคืนดีก็มีเสียงกระซิบจากวงการการเงินและคำแนะนำจากนอกหมู่บ้านว่า แทนที่สมาชิกจะซื้อแล้วถือครองเฉย ๆ ทำไมสมาชิกไม่อยากจะรวยกว่าเดิมหรือ ลองเอาส่วนของกิจการหรือหุ้นที่ถือไปซื้อขายกับสมาชิกหรือชาวบ้านคนอื่นใหม่ อนิจจาว่าหลังจากนั้น สมาชิกในหมู่บ้านได้เริ่มหันมาซื้อขายหุ้นด้วยกันเองอย่างเมามัน มีการเก็งกำไร มีการเก็งราคา และเสียงกระซิบแห่งการเก็งกำไรเหล่านั้นก็เปลี่ยนมาเป็นโฆษณา สื่อรายวัน ไลน์กลุ่ม เว็บบอร์ด กลุ่มในเครือข่ายสังคมออนไลน์ของหมู่บ้าน

ด้วยเหตุนี้ผลตอบแทนที่สมาชิกแต่ละคนจะได้ก็อีกอย่างก็คือผลตอบแทนส่วนเกินจากการซื้อขายระหว่างกัน แทนที่ทุกคนจะได้ 12% ต่อปีก็มีช่วงแหว่ง ใครเก็งกำไรหรือจับจังหวะซื้อขายได้ดี (หรือโชคดี) ก็จะได้ผลตอบแทนสูงกว่านั้น และธุรกรรมการซื้อขายทั้งหมดรายปีก็ออกมาแตกต่างจากตัวเลขผลตอบแทนระยะยาวที่ 12% ต่อปี ซึ่งจะเกิดขึ้นเมื่อทุกคนนิ่งเฉย ๆ

ดังนั้น ผลตอบแทนจากการเก็งกำไร (Speculative return: ผลกระทบที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของ P/E) จึงเป็นผลตอบแทนส่วนเกินที่เพิ่มขึ้นมาในตลาดหุ้นแต่ละปี หากแต่ถามว่าผลตอบแทนในภาพรวมเพิ่มขึ้นไหม ก็ต้องตอบว่าไม่เพิ่ม! มันเป็นแค่การโยกย้ายส่วนต่างจากคนที่หนึ่งไปคนที่สอง หากแต่เมื่อคิดผลตอบแทนรวมของบรรดาสมาชิกหมู่บ้านทั้งกลุ่ม พวกเขาไม่ได้มีผลประโยชน์อะไรเพิ่มขึ้นมาเลย เพราะผลตอบแทนจากการซื้อขายระหว่างกันที่แต่ละคนได้รับจะหักล้างกันทั้งหมด (zero-sum game)

นอกจากนี้ นักลงทุนบางคนก็เริ่มสังเกตเห็นว่าในระยะยาวนั้นผลตอบแทนที่มันสวิงแตกต่างกันรายปีมีขนาดทุนมีกำไรเป็นบวกเป็นลบนั้น ด้วยพลานุภาพของกฎแห่งการกลับสู่ค่าเฉลี่ย (reversion to the mean) มันจะกลับไปสู่ผลตอบแทนเฉลี่ยที่ 12% ต่อปีเหมือนกับตอนที่พวกเขาอยู่เฉย ๆ

2. ตอนจบของเรื่องและผู้รอดชีวิต ในความเป็นจริงนักลงทุนในปัจจุบัน ไม่ได้ทำการซื้อขายหุ้นกันฟรี ๆ เพราะทุกการเคลื่อนไหวของพวกเขา มีค่าใช้จ่ายทั้งนั้น พวกเขาจะต้องจ่ายค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ให้กับเสียงกระซิบในตอนแรกซึ่งได้ผันตัวมาทำธุรกิจคนกลางไปแล้ว

สมาชิกในหมู่บ้านจะต้องเสียค่าใช้จ่ายในการซื้อขายหลักทรัพย์หรือค่าคอมมิชชั่น ค่าธรรมเนียมซื้อขาย ค่าธรรมเนียมบริหารจัดการ เพราะในตอนหลังสมาชิกในหมู่บ้านถูกทำให้เชื่อว่าแทนที่จะซื้อขายเองจ้างผู้จัดการการเงิน (money or investment managers) มาคัดเลือกหุ้นดีกว่าไหม เพราะผู้จัดการเหล่านี้จะทำผลตอบแทนได้ชนะตลาดหุ้น หรือค่าใช้จ่ายสำหรับที่ปรึกษาการเงิน (financial services fees)

และอีกมากมาย และสมาชิกหมู่บ้านพวกที่ชอบเก็งกำไรก็จะจ่ายเงินให้แก่ตัวกลางเหล่านี้สูงลิ่วจนมีผู้ที่กล่าวว่า การเก็งกำไรก็คือการพนันอย่างหนึ่งที่สนับสนุนนักบัญชีจำนวนมาก

ด้วยเหตุนี้ในความเป็นจริงนั้น จากผลตอบแทนที่ได้รับทั้งกลุ่มของสมาชิกในหมู่บ้านอันเป็นผลตอบแทนแบบบวกในกรณีที่ทุกคนถือครองหุ้นเฉย ๆ ก็กลายมาเป็นผลตอบแทนรวมที่ไม่ได้มีอะไรเพิ่มขึ้นมาสำหรับทั้งกลุ่ม เมื่อสมาชิกเริ่มซื้อขายหุ้นกันเอง และในท้ายที่สุด ผลตอบแทนที่สมาชิกทั้งกลุ่มได้รับก็ลดลงฮวบฮาบ เมื่อต้องเสียค่าใช้จ่ายให้กับตัวกลางทางการเงินทั้งหลาย อันเป็นผลมาจากการที่พวกเขาไม่ยอมอยู่เฉย ๆ และพยายามเคลื่อนไหวเพื่อหวังว่าจะทำผลตอบแทนให้สูงขึ้น

ในท้ายที่สุดก็กลับกลายเป็นว่า ยิ่งพวกเขาขยับตัวและเสียค่าใช้จ่ายมากเท่าไร พวกเขาก็จะมุ่งไปสู่เกมแห่งผู้แพ้ (Loser's game) และผลลัพธ์โดยรวมของกลุ่มติดลบ (negative-sum game) เมื่อมีค่าใช้จ่ายต่าง ๆ เข้ามาเกี่ยวข้อง

ในท้ายที่สุดก็จะเหลือสมาชิกในหมู่บ้านหรือนักลงทุนไม่กี่คนที่ตระหนักได้ว่า ผลตอบแทนในระยะยาวจากการลงทุนหุ้นนั้นจะต้องมาจากวินัยและความอดทนในการซื้อสะสมหุ้นเป็นประจำและถือครองไปตลอดเวลาผ่านความผันผวนของตลาด เลิกที่จะทำตัวแบบคนส่วนใหญ่ที่เก็งกำไรรายวันหรือถือครองหุ้นสั้น ๆ เลิกที่จะจับจ้องหวั่นไหวหรือเชื่อมั่นว่าตัวเองจะซื้อถูกไปขายแพง (buy low, sell high strategy) ซึ่งเป็นเรื่องที่ทำได้ยากมาก และเลิกที่จะเชื่อว่าผู้จัดการการเงินจะทำผลตอบแทนได้มากกว่าตลาดเมื่อคำนึงถึงค่าใช้จ่ายต่าง ๆ เข้าไปด้วย

ยิ่งไปกว่านั้น ผู้รอดชีวิตกลุ่มนี้ยังถือว่าได้มุ่งไปสู่เกมแห่งผู้ชนะในการลงทุน (Winner's game) ด้วย ซึ่งสิ่งนี้นักลงทุนเหล่านี้จะทำก็คือ การซื้อสะสมเป็นประจำและถือครองกองทุนหุ้นทั้งตลาดหรือเกือบทั้งตลาด ซึ่งทำได้ง่าย ๆ ผ่านการซื้อกองทุนดัชนีที่มีค่าใช้จ่ายต่ำ ๆ อันเป็นวิธีการลงทุนที่ใช้เงินไม่มาก ประหยัดเวลาชีวิต ได้รับการกระจายความเสี่ยงที่ดี และจะได้รับผลตอบแทนในระยะยาวเท่าผลตอบแทนของตลาดหุ้น (หักด้วยค่าใช้จ่าย) และผลตอบแทนเช่นว่านั้น จะเป็นผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนของนักลงทุนส่วนใหญ่ที่พยายามจับจ้องหวั่นไหว หรือเลือกกองทุนบริการจัดการ (actively managed funds) ซึ่งส่วนใหญ่แล้วผู้จัดการลงทุนและกองทุนเหล่านี้ไม่อาจชนะตลาด แต่ตลาดนี้ละที่ชนะพวกเขา

5. ทำไมการเอาชนะ ผลตอบแทนหุ้น ทั้งตลาดถึงยาก ถ้าอ้างทฤษฎีการเงินอย่างทฤษฎีตลาดหุ้นที่มีประสิทธิภาพ Efficient Market Hypothesis (EMH) ข้อมูลในตลาดหุ้นย่อมจะสะท้อนทุกอย่างไม่ว่าจะข่าวสารในอดีต ปัจจุบัน อนาคต ไว้ในราคาแล้ว การจะใช้กลยุทธ์ที่อาศัยข้อมูลย้อนหลัง เช่น การใช้ปัจจัยเชิงเทคนิค (Technical Analysis) หรือแม้จะใช้ข้อมูลทั่วไปมาวิเคราะห์หุ้นหรือกิจการ (Fundamental Analysis) วิธีเหล่านี้ย่อมไม่สามารถทำผลตอบแทนได้สูงกว่าตลาดหุ้น (ผู้อ่านหลายท่านที่

อาศัยวิธีเหล่านี้คงโต้แย้งในใจ) ซึ่งทฤษฎีอีกอย่างที่น่าสนใจที่สนับสนุนเรื่องนี้ คือ ทฤษฎีเดินสุ่ม (Random Walk) ซึ่งเห็นว่าการขึ้นลงของตลาดหุ้นหรือราคาหุ้นเป็นการสุ่มและไม่สามารถทำนายได้

แน่นอนว่า ทฤษฎีข้างต้นและทฤษฎีเดินสุ่ม ก็ต้องยอมจำนนกับข้อเท็จจริงที่ว่า ตลาดหุ้นนั้นมีช่วงเวลาที่ไม่ดีประสิทธิภาพและมีนักลงทุนหลายคน เช่น Warren Buffett ที่สามารถทำผลตอบแทนในระยะยาวได้สูงกว่าตลาดหุ้นอย่างมาก หากแต่แม้กระทั่งนักลงทุนที่เก่ง ๆ ก็ยังยอมรับว่าตลาดหุ้นนั้นส่วนใหญ่แล้วมักจะมีประสิทธิภาพระดับหนึ่ง (frequently efficient) แต่ไม่ได้มีประสิทธิภาพตลอดเวลา (not always) มีแค่บางช่วงเวลานักลงทุนที่มีฝีมือและเชี่ยวชาญถึงจะลงไปหาผลตอบแทนส่วนเกินได้ และแม้ตลาดจะไม่ได้ถูกต้องตลอดเวลา แต่ความยากคือไม่มีใครคนไหนหรือหาได้ยากที่จะสามารถรู้ได้มากกว่าตลาดอย่างสม่ำเสมอ และแม้กระทั่ง Buffett ก็ยังคิดว่า มีคนน้อยมากจริง ๆ ที่ควรจะเป็นนักลงทุนเชิงรุก (active investors)

1) การลงทุนหุ้นเองรายตัว ต้องยอมรับว่ามีนักลงทุนจำนวนไม่มากที่สามารถทำผลตอบแทนในระยะยาวสูงกว่าตลาดหุ้นและมีน้อยลงไปอีกสำหรับนักลงทุนที่ชนะตลาดหุ้นอย่างสม่ำเสมอในระยะยาว อีกอย่างที่เราควรจำเพื่อเวลาฟังคนพูดถึงผลตอบแทนสูง ๆ ที่เขาทำได้ก็คือ คนส่วนใหญ่ไม่เคยวัดผลตอบแทนอย่างละเอียดจริงจัง ปกติคนมักจะใช้วิธีพูดถึงเงินที่ตนลงทุนมากกว่าว่าโตมาเป็นเท่าไร หรือไม่ก็ใช้วิธีหยาบ ๆ ในการคำนวณผลตอบแทนคร่าว ๆ เช่น ดูเงินต้นปีปลายปี (บางคนไม่หักค่าใช้จ่าย เช่น ค่าคอมด้วยซ้ำ) ทำให้มีนักลงทุนน้อยรายเท่านั้นที่จะเก็บสถิติและทำการเปรียบเทียบผลตอบแทนตลาดหุ้นอย่างจริงจัง

อนึ่ง ตลาดหุ้นยังเป็นสถานที่ซึ่งคนตายไม่ได้พูด คนขาดทุนซึ่งมีเยอะมากจะเงียบ คนได้กำไรซึ่งมีน้อยจะพูด เราจึงมักเห็นแค่คนไม่กี่คนที่มาพูดถึงกำไรที่ได้จากตลาดหุ้น และเมื่อการพูดนั้นไม่อาจแน่ใจได้เลยว่าเขาชนะตลาดหุ้นและชนะอย่างสม่ำเสมอหรือไม่ เราจึงควรสงสัยไว้ก่อนว่ามีไม่กี่คนหรอกที่ชนะตลาดหุ้นในระยะยาวจริง ๆ

การลงทุนในหุ้นรายตัวไม่เหมาะกับคนส่วนใหญ่ โดยเฉพาะคนที่ไม่มีเวลาศึกษาหาความรู้เกี่ยวกับการลงทุนหรือวิเคราะห์ธุรกิจ ซึ่งปกติเวลาในชีวิตของคนทั่วไปก็จะถูกกลืนกินด้วยงานประจำอยู่แล้ว การลงทุนหุ้นรายตัว โดยไม่มีความรู้ก็คือการฆ่าตัวตายง่าย ๆ สำหรับชีวิตลงทุน และการเลือกหุ้นรายตัวนั้นก็ยังมีปัญหาอื่นอีก ถ้านักลงทุนเลือกหุ้นถูกแต่ซื้อที่ราคาผิดและซื้อในช่วงเวลาที่ผิด นักลงทุนก็จะขาดทุนอย่างมาก รวมถึงในขณะเดียวกันนั้น การเลือกหุ้นผิดในเวลาที่ถูก นักลงทุนก็จะขาดทุนหนักไม่แพ้กัน

Peter Lynch เห็นว่า การลงทุนหุ้นโดยไม่รู้เรื่องจะเป็นงานอดิเรกของคนส่วนใหญ่ และที่แปลกคือ ถ้าเป็นเรื่องอื่น หากคนทั่วไปรู้ว่าทำได้ไม่ดี พวกเขาจะเลิก แต่ในการลงทุนนั้น แม้พวกเขาจะรู้ว่าตนไม่มีความสามารถในการเลือกหุ้นแต่ก็ยังตั้งหน้าตั้งตาลงทุนต่อไป การเล่นหุ้นจึงเป็นงานอดิเรก

ที่มีพลังในการทำลายล้างสูง และการเลือกหุ้นเองยังเป็นเรื่องที่ยาก นักลงทุนที่ไม่มีความรู้ควรหลีกเลี่ยง และไม่ใช่เพียงแค่ความรู้เรื่องการคำนวณหรือบัญชีที่จะช่วยให้นักลงทุนประสบความสำเร็จ เพราะไม่เช่นนั้น นักคณิตศาสตร์กับนักบัญชีก็น่าจะเป็นอาชีพที่รวยที่สุดในโลกไปแล้ว

นอกจากนี้ อีกทั้งตลาดหุ้นในปัจจุบันซึ่งเต็มไปด้วยจำนวนนักลงทุนสถาบันที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วและมีจำนวนมากซึ่งครอบงำตลาดและสร้างผลกระทบในการที่ความคิด การวิเคราะห์หลักทรัพย์ กิจกรรมการวิจัย ของทั้งกลุ่มรวมกันได้สะท้อนออกมาเป็นราคาหลักทรัพย์ จึงเป็นเรื่องที่ยากมากที่นักลงทุนจะพยายามลงทุนเอาชนะตลาดหุ้นและหาผลตอบแทนสูง ๆ เมื่อตัวตลาดหุ้นเป็นดั่งตัวแทนของวงกรรมการเงินทั้งกลุ่ม

2) การจับจังหวะลงทุน การที่นักลงทุนพยายามจับจังหวะลงทุน (market timing) เพื่อให้ได้ผลตอบแทนสูง ๆ ทั้งการจับจังหวะตลาดเพื่อลงทุนกองทุนรวมหรือเพื่อลงทุนหุ้นรายตัว กลยุทธ์นี้เป็นกลยุทธ์ด้อย เพราะนักลงทุนส่วนใหญ่มักจะพลาดและจับจังหวะช้าไปหนึ่งก้าวเสมอเพราะการมองโลกในแง่ดีและแง่ร้ายเกี่ยวกับตลาดหุ้นจนเกินไป

หากคิดให้ละเอียดจะพบว่าจริง ๆ แล้วมันเป็นเรื่องยากในการจับจังหวะลงทุน เพราะนักลงทุนต้องถูก 4 ครั้ง เช่น จังหวะแรกคิดว่าหุ้นจะตก จังหวะสองขายตอนก่อนหุ้นตกได้ถูกต้อง จังหวะสามคิดว่าหุ้นกำลังจะขึ้น จังหวะสี่ซื้อหุ้นถูกต้องก่อนที่หุ้นจะขึ้น ซึ่งโดยปกตินักลงทุนทำไม่ได้ หรอกครับ มันเป็นโชคดีซะมากกว่า ซึ่งงานวิจัยของ Woodward กับ Chua ของ University of Calgary ก็แสดงให้เห็นว่า ผู้ที่ใช้กลยุทธ์จับจังหวะซื้อขายจะต้องตัดสินใจถูกต้องถึง 70 ใน 100 ครั้งตลอดช่วงเวลาถึงจะเอาชนะ นักลงทุนที่ใช้กลยุทธ์ง่าย ๆ อย่างซื้อแล้วถือหุ้นเอาไว้

มีนักลงทุนน้อยมาก ๆ ที่จะจับจังหวะได้ถูกต้องตลอดชีวิต ขนาดตำนานของวงการตลาดหุ้นอย่าง Bogle และ Malkiel ยังผसानเสียงกันเลยว่า พวกเขาที่อยู่ในธุรกิจนี้มานานยังไม่เคยรู้จักใครเลยที่จะประสบความสำเร็จกับการจับจังหวะซื้อขายในตลาดและยิ่งยากเข้าไปอีกที่จะจับจังหวะได้ถูกต้องจนประสบความสำเร็จอย่างสม่ำเสมอ

การจับจังหวะลงทุนจึงมักเป็นกลยุทธ์ด้อยที่ทำลายผลตอบแทนของการลงทุน ในขณะที่การถือครองหุ้นตลอดเวลาทำให้ผลตอบแทนที่มากกว่า 30 อีกทั้งการพลาดไม่ถือหุ้นและครองหุ้นในทุกช่วงเวลาขึ้นลงของตลาดหุ้นนั้น อาจเป็นภัยร้ายแรงเพราะจะทำให้การลงทุนพลาดช่วงขาขึ้นครั้งใหญ่ซึ่งส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนมหาศาลที่นักลงทุนจะได้รับ

3) การพยายามเลือกกองทุนหุ้นผู้ชนะ นี่ก็เป็นอีกหนึ่งกลยุทธ์ด้อยของนักลงทุนในกองทุนรวมที่พยายามเสียเวลาหาผู้ชนะไปอย่างเปล่าประโยชน์ วิธีที่นักลงทุนส่วนใหญ่ชอบใช้คือ การดูผลตอบแทนย้อนหลังหรือการจัดอันดับผลตอบแทนสูงสุดของกองทุนรวม ซึ่งผมได้เคยเขียนบทความอธิบายอย่าง

ละเอียดลออแล้วว่า การดูผลตอบแทนย้อนหลังกองทุนรวมแล้วเลือกซื้อเป็นสิ่งที่เสียเวลาและเป็นความเชื่อผิด ๆ

นอกจากนี้ ผลตอบแทนระยะยาวของกองทุนหุ้นแบบบริหารจัดการโดยส่วนใหญ่จะต่ำกว่าผลตอบแทนของตลาดหุ้น เช่น ช่วงปี 1980 - 2005 ผลตอบแทนเฉลี่ยของดัชนี S&P500 อยู่ที่ 12.5% ต่อปี ส่วนผลตอบแทนของกองทุนหุ้นทั้งกลุ่มโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 10% ต่อปี 34 และผลตอบแทนที่รายงานของกองทุนรวมนั้นไม่ใช่ผลตอบแทนที่แท้จริงที่นักลงทุนได้รับ เพราะนักลงทุนในกองทุนรวมช่วงเวลาดังกล่าวได้ผลตอบแทนเพียงแค่ 7.3% ต่อปี โดยสาเหตุก็คล้ายกับข้อ 2. ที่นักลงทุนทำผลตอบแทนได้น้อยกว่าที่กองทุนทำได้ก็เพราะผลลัพธ์จากการที่นักลงทุนจับจังหวะลงทุนผิดพลาด (counterproductive market timing) และการพยายามบังคับเลือกกองทุนหุ้น (adverse fund selection)

งานวิจัยทางวิชาการของไทยก็ให้ผลไปในทางเดียวกันว่า กลยุทธ์ที่ซื้อกองทุน LTF หรือ RMF จากผลตอบแทนที่ดีในอดีตไม่อาจชี้วัดได้ว่ากองทุนดังกล่าวจะให้ผลตอบแทนดีในอนาคต และยังพบอีกว่า กองทุนรวมเหล่านี้ทำผลตอบแทนสุทธิ (net returns) ได้ต่ำกว่าผลตอบแทนรวมเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ โดยห่างและทำผลตอบแทนได้ต่ำกว่าผลตอบแทนตลาดหุ้นประมาณ 2 - 3% ต่อปี 37

โดยผลตอบแทนของกองทุน LTF แบบ actively managed funds ในช่วงปี 2005 - 2016 อยู่ที่ 12.65% ต่อปี แต่ SET TR อยู่ที่ 15.73% (ห่างกัน 3.08% ต่อปี) 38 เงิน 10,000 ในตลาดหุ้นเป็น 57,723.34 แต่เงินในกองทุนบริหาร โดยเฉลี่ยเป็นแค่ 41,761.33 ซึ่งห่างกันประมาณ 15,926 บาท หรือคิดเป็นจำนวนเงินที่หายไปเกือบ 28%

เมื่อข้ามมาดูกองทุน RMF แบบ active funds ช่วงปี 2002 - 2016 รวม 15 ปี ผลตอบแทนเฉลี่ย กองทุน RMF คือ 19.54% ส่วน SET TR ให้ผลตอบแทน 21.63% ต่อปี (ห่างกัน 2.09%) หากแต่เงิน 10,000 ในช่วงเวลาดังกล่าวจะกลายเป็น 145,556 หากลงทุนในกองทุนหุ้นไทย RMF แต่จะกลายเป็น 188,630 บาท ห่างกันประมาณ 43,000 บาท หรือหายไปเกือบ 23%

คนที่ยังเชื่อมั่นว่าตลาดหุ้นไทยนั้นไม่มีความเป็นสากล เป็นตลาดที่ยังไม่มีประสิทธิภาพ ควรจะต้องทบทวนความคิดใหม่ว่าจริง ๆ มันมีประสิทธิภาพมาตั้งนานแล้วหรือเปล่า แต่ที่แน่ ๆ สิ่งที่มีประสิทธิภาพที่สุด เป็นสิ่งที่ถูกเก็บจริง ๆ และลดผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับในระยะยาวจริง ๆ ก็คือ ค่าใช้จ่ายกองทุนรวม

6. บทสรุปเพื่อการได้รับผลตอบแทนหุ้นที่ดี การที่ตลาดหุ้นระยะยาวให้ผลตอบแทนสูง นักลงทุนที่ต้องการจะได้ผลตอบแทนที่ดีจากหุ้นเช่นว่านั้น จะต้องทำการลงทุนโดยถือครองหุ้นทั้งตลาด ซึ่งวิธีที่เรียบง่ายและให้ผลดีก็คือ การซื้อกองทุนดัชนีที่ซื้อหุ้นทั้งตลาดหรือเลียนแบบดัชนีตลาดหุ้นที่มีการกระจายความเสี่ยงที่ดี (a broadly diversified index fund) ซึ่งควรจะเป็นกองทุนดัชนีที่มีค่าใช้จ่ายต่ำ และนักลงทุนที่หวังว่าจะให้เงินออมในอนาคตเติบโตสูงย่อมจะต้องมีหุ้นเป็นส่วนประกอบเสมอเนื่องจาก

ตลาดหุ้นเป็นสถานที่รวมความคิดเห็นทุกอย่างของผู้จัดการลงทุน นักการเงินและนักลงทุนเก่ง ๆ จำนวนมากเอาไว้ สะท้อนผ่านการเคลื่อนไหวและราคาที่ปรากฏในตลาดหุ้น การถือครองหุ้นทั้งตลาดจึงเป็นการใช้ประโยชน์จากความฉลาดและความเชี่ยวชาญของวงการลงทุนไว้ในมือ การถือครองหุ้นทั้งตลาดเป็นดังเสมือนการมีนักวิเคราะห์ช่วยวิจัยเรื่องของปัจจัยพื้นฐานและราคาหุ้นให้คุณ และมีผู้จัดการกองทุนรวมกันอีกหลายพันมาทำการคิดวิเคราะห์เลือกหุ้น ผู้เชี่ยวชาญทั้งหลายเหล่านี้พยายามคิดวิเคราะห์ทุกอย่างออกมาและกิจกรรมในการลงทุนของพวกเขาที่สะท้อนออกมาเป็นราคาตลาดหุ้นหรือดัชนีหุ้น

ด้วยเหตุนี้ เมื่อตลาดหุ้นโดยรวมเป็นดังสถานที่สะท้อนความคิดวิเคราะห์ การตัดสินใจ หรือผลลัพธ์ของความชาญฉลาดที่ถูกอุทิศให้ตลาดเงินตลาดทุนรวมกันของผู้เชี่ยวชาญการเงินนับพันนับหมื่น สิ่งที่เราควรจะทำคือ ไม่ต้องตั้งคำถามกับตลาดหุ้น แต่อา่แขนรับความคิดรวมทั้งกลุ่มเหล่านี้เอาไว้ กองทุนดัชนีที่ลงทุนเลียนแบบหุ้นทั้งตลาด แม้กองทุนจะไม่มีผู้จัดการกองทุนมาคัดเลือกหุ้นให้ (ซึ่งเป็นการดีเพราะไม่ต้องเสียค่าใช้จ่ายแบบไม่จำเป็น) หากแต่กองทุนดัชนีก็เปรียบเสมือนได้มีนักวิเคราะห์ ผู้จัดการลงทุน นักการเงิน ผู้เชี่ยวชาญ นักลงทุนรายย่อยเก่ง ๆ ทั้งอุตสาหกรรมการเงินมาทำงานให้สะท้อนผ่านทางตลาดเลยทีเดียว (แบบฟรี ๆ)

อีกปัจจัยที่สำคัญคือ เรื่องของ “ค่าใช้จ่าย” (costs) เนื่องจากค่าใช้จ่ายจะส่งผลกระทบต่อระยะยาวต่อผลตอบแทนที่นักลงทุนทำได้ ยิ่งนักลงทุนเสียค่าใช้จ่ายต่ำ ๆ เช่น ค่าใช้จ่ายของกองทุนรวม และมีการเคลื่อนไหวหมุนเวียนซื้อขายน้อยครั้ง โอกาสที่นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนระยะยาวสูงก็จะมีมากขึ้น นักลงทุนต้องคิดไว้ก่อนว่าหากนักลงทุนต้องการผลตอบแทนให้เท่าตลาดหุ้นด้วยการลงทุนกองทุนดัชนี นักลงทุนจะต้องทำค่าใช้จ่ายให้ต่ำที่สุด (ค่าใช้จ่ายเป็นสิ่งส่งผลกระทบต่อการลงทุนกองทุนรวมมากที่สุด) และแน่นอนว่าค่าใช้จ่ายที่ถูกเก็บไปจากนักลงทุนในโลกแห่งความเป็นจริง ย่อมทำให้ผู้จัดการลงทุนทั้งหลายรวมถึงกองทุนแบบบริหารไม่อาจสร้างความแตกต่างและชนะผลตอบแทนของตลาดหุ้น หากแต่ภัยร้ายในการลงทุนระยะยาว นอกจากค่าใช้จ่ายแล้วยังมีตัวสำคัญอีกนั่นคือ “อารมณ์”(emotions) เพราะตัวชี้วัดว่านักลงทุนจะสามารถลงทุนยาวนานจนได้รับผลตอบแทนของตลาดหุ้นหรือไม่ จำเป็นที่จะต้องอาศัยวินัยและความอดทน รวมถึงความสามารถในการเพิกเฉยเสี่ยงรบกวนต่าง ๆ จากตลาดหุ้น การพยากรณ์และทำนายเศรษฐกิจ ฯลฯ ที่เข้าหูนักลงทุนทุกวัน ซึ่งอันที่จริงนั้น Lynch, Fisher และ Bogle ผสานเสียงร่วมกันว่า ไม่มีใครหรอกที่สามารถทำนายตลาดหุ้นและเศรษฐกิจได้ และเลิกจับจ้องหวะคาดเดาตลาดหุ้นซะ มันเป็นความคิดเลวร้ายที่จะพยายามทำมัน

นักลงทุนจึงควรลงทุนด้วยแนวทางและวิธีที่ขจัดอารมณ์ทิ้ง เช่น การลงทุนแบบประจำตามเวลาหรือที่เรียกว่า dollar-cost averaging (DCA) เพื่อขจัดปัญหาด้านอารมณ์เข้ามาพัวพันการลงทุน เช่น การนั่งคาดเดาว่าตลาดหุ้นจะขึ้นจะลง หรือการถูกแรงกระตุ้นให้ซื้อขายบ่อย ๆ แล้วเอาเวลาไปเพิ่มรายได้และนำเงินมาลงทุนระยะยาวในตลาดหุ้นน่าจะดีกว่า

นอกจากนี้ วิธีลงทุนแบบประจำยังเป็นวิธีที่นักลงทุนและนักการเงินส่วนใหญ่แนะนำ เพราะจะทำให้ในระยะยาวนักลงทุนได้ลงทุนสะสมหุ้นหรือกองทุนหุ้นไปเรื่อย ๆ ได้อย่างเรียบง่ายและประหยัดเวลา เพื่อนำไปใช้ในการลงมือทำเรื่องอื่นที่สำคัญต่อชีวิต โดยไม่ต้องเข้ามายุ่งเกี่ยวกับภาวะตลาดหุ้นรายวัน รายเดือน รายปี ที่มีแต่เสียงรบกวนระยะสั้น ๆ ซึ่งไม่สำคัญอะไรต่อภาพรวมตลาดหุ้น และผลตอบแทนธุรกิจในระยะยาว (Bear investor, 2018)

2.4.4 ความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้น

ความเสี่ยงที่อาจจะทำให้กระทบต่อผลตอบแทนในการลงทุนของนักลงทุนได้ ซึ่งได้แก่

1. ผลประกอบการบริษัท ภาวะอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง และภาวะเศรษฐกิจ เป็นปัจจัยที่สำคัญที่จะกำหนดผลตอบแทนการลงทุนว่าจะอยู่ในระดับสูงหรือต่ำ รวมทั้งสถานการณ์การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ หากภาวะเศรษฐกิจขยายตัวดี และบริษัทมีผลประกอบการที่ดี ผู้ลงทุนย่อมมีโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น ในทางตรงข้ามหากภาวะเศรษฐกิจซบเซา และบริษัทมีผลกำไรลดลงผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับก็มีแนวโน้มที่จะลดลงเช่นกัน

2. ความไม่แน่นอนของอัตราผลตอบแทนที่จะได้รับ กล่าวคือ ผู้ลงทุนอาจขายหุ้นได้ในราคาที่ต่ำกว่าที่คาดไว้ หรือบริษัทอาจจ่ายเงินปันผลในระดับต่ำหรือไม่จ่ายเงินปันผลเลย ซึ่งการที่ผู้ลงทุนได้รับอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง มีสาเหตุมาจากการที่กระแสเงินสดสุทธิของบริษัทผู้ออกหุ้นมีความไม่แน่นอน ทำให้เกิดความไม่แน่นอนต่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นของบริษัทนั้นด้วย

สาเหตุที่ทำให้เกิดความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดสุทธิของกิจการ ได้แก่ ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk) และความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) ของบริษัทผู้ออกหุ้น

3. ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากลักษณะของธุรกิจนั้น ๆ เช่น ประเภทธุรกิจ โครงสร้างรายได้ ค่าใช้จ่ายของกิจการ ฯลฯ ทั้งนี้ ปัจจัยที่มาก่อกระทบต่อการดำเนินธุรกิจของกิจการอาจเป็นปัจจัยมหภาค (Macro Factors) เช่น การเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมัน ภาวะเงินเฟ้อ ค่าแรงงาน ฯลฯ ซึ่งจะส่งผลให้ต้นทุนผลิตสูงขึ้น รวมถึงปัจจัยอื่น ๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อดำเนินงานของธุรกิจ เช่น การเปลี่ยนแปลงทางสังคม เทคโนโลยี การเมือง กฎระเบียบต่าง ๆ ฯลฯ

แต่ธุรกิจจะได้รับผลกระทบรุนแรงหรือไม่อย่างไร ขึ้นกับ "ปัจจัยจุลภาค" (Micro Factors) ภายในกิจการด้วย เช่น บางกิจการมีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรจำนวนมาก ผลที่ตามมาคือ กิจการนั้นมีรายการค่าเสื่อมราคา ซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายคงที่จำนวนมาก ในทางตรงกันข้าม หากกิจการมีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรน้อย รายการค่าเสื่อมราคาซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายคงที่ก็จะน้อยตามไปด้วย ซึ่งการที่กิจการมีต้นทุนคงที่จำนวนมาก เมื่อยอดขายไม่เป็นไปตามที่คาด แต่ภาระค่าใช้จ่ายยังคงที่เท่าเดิม ก็จะทำให้กำไรของกิจการติดลบอย่างมากในปีที่ยอดขายลดลง ส่งผลให้ผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับจากการลงทุนลดลงไปด้วย

4. ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการที่กิจการสร้างภาระผูกพันทางการเงินไว้ เช่น การก่อหนี้ ถ้ากิจการใดมีการก่อหนี้จำนวนมาก กิจการนั้นก็จะมีภาระการจ่ายดอกเบี้ย ซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายคงที่จำนวนมาก หากกิจการไม่สามารถทำกำไรได้ตามเป้าที่วางไว้ กำไรของกิจการก็จะไม่เพียงพอที่จะจ่ายดอกเบี้ยได้ เมื่อกิจการไม่สามารถจ่ายดอกเบี้ยตามภาระผูกพันได้ ก็จะทำให้บริษัทมีความเสี่ยงที่อาจจะถูกฟ้องร้องดำเนินคดีได้

5. ความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่อง (Liquidity Risk) เนื่องจากไม่อาจเปลี่ยนหุ้นที่ลงทุนเป็นเงินสดได้ในเวลาที่รวดเร็วโดยไม่ขาดทุน เพราะหุ้นนั้นมีการหมุนเวียนเปลี่ยนมือในตลาดรองน้อย

6. ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงิน (Interest Rates Risk) การที่ระดับอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินเปลี่ยนแปลงผันผวนขึ้นลง ก็จะมีผลกระทบต่อระดับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการในยามที่อัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่สูงขึ้น เท่ากับว่าต้นทุนค่าเสียโอกาสในเงินลงทุนมีระดับสูงขึ้น ผู้ลงทุนจะต้องการอัตราผลตอบแทนสูงขึ้น จึงต้องการจ่ายเงินซื้อหุ้น รวมทั้งหลักทรัพย์อื่น ๆ ในราคาต่ำลง ดังนั้น การเพิ่มขึ้นของระดับอัตราดอกเบี้ยโดยทั่วไป จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ต่าง ๆ ลดลง

7. ความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อ (Inflation Risk) โดยเงินเฟ้อเป็นภาวะการณ์ที่ระดับราคาสินค้าและบริการโดยทั่วไปเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง หากระดับเงินเฟ้อสูง จะส่งผลให้เงินที่มีอยู่ในมือ นำไปซื้อสินค้าได้น้อยลง หรือที่เรียกว่า เงินมีมูลค่าลดลงนั่นเอง ดังนั้น หากกล่าวถึงอัตราผลตอบแทนที่ได้รับในรูปตัวเงินเท่ากับ 6% ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อเท่ากับ 2% แสดงว่าอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริง ๆ หลังจากหักด้วยอัตราเงินเฟ้อแล้ว จะอยู่ที่ประมาณ 4%

ยิ่งในภาวะที่เงินเฟ้อสูงขึ้น อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงก็จะยิ่งลดลง ซึ่งการลงทุนในหุ้นไม่สามารถหลีกเลี่ยงความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อได้ แต่การที่ราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา และเงินปันผลก็จ่ายตามผลประกอบการ จึงเป็นที่เชื่อกันว่า การลงทุนในหุ้นจะช่วยป้องกันความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อได้ดีกว่าฝากเงินกับธนาคาร ซึ่งให้ผลตอบแทนคงที่ (กลุ่มบริษัทหลักทรัพย์ ทรีนี่ดี)

ผลตอบแทนจากกำไรส่วนต่าง (Capital gain yield)

$$= \frac{\text{ราคาปิดสิ้นปี} - \text{ราคาปิดต้นปี}}{\text{ราคาปิดต้นปี}}$$

ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (Stock returns) = อัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) + ผลตอบแทนจากกำไรส่วนต่าง (Capital gain yield)

2.4.5 ทุกกิจการต้องการการเติบโต

โดยการเติบโตมาจากยอดขายที่มากขึ้น ต้นทุนที่ลดลง ทำให้กำไรสุทธิมากขึ้น วิธีการเติบโตของธุรกิจมีหลากหลาย แตกต่างกันไปในแต่ละประเภทธุรกิจ เช่น ร้านค้าปลีกเติบโตด้วยการเปิดสาขาเพิ่ม และทำการตลาดเพื่อเพิ่มยอดขายแต่ละสาขา บริษัทผลิตสินค้าเพิ่มการเติบโตด้วยการขยายกำลังการผลิต เพิ่มงบการตลาด และเพิ่มช่องทางการขาย เป็นต้น ซึ่งบริษัทจะต้องทำการลงทุนเพื่อการเติบโต ถ้าลงทุนแล้วให้ผลตอบแทนจากการลงทุนที่ดีก็จะทำให้ผลกำไรเติบโตมากขึ้น ดังนั้นปัจจัยหลักของการเติบโต คือ มีการลงทุนมากเท่าไร และการลงทุนนั้นทำผลตอบแทนได้ดีแค่ไหน เช่น ผู้บริหารบอกว่าตั้งเป้ายอดขายจะเติบโต 300 ล้านบาท

อัตราการเติบโต = อัตราการเก็บกำไรไว้ * อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

หรือ $g = (1 - \text{payout Ratio}) * \text{ROE}$

วิธีการนี้เป็นการประมาณการการเติบโตโดยอาศัยข้อมูลเชิงพื้นฐานของบริษัท แต่เราสามารถประมาณการเติบโตด้วยวิธีอื่นก็ได้ เช่น

1. รับฟังข้อมูลการเติบโตจากประมาณการของผู้บริหาร เช่น ผู้บริหารบอกว่าตั้งเป้ายอดขายจะเติบโต 300 ล้านบาท จากการขยายสาขา 30 สาขาในปีหน้า โดยใช้เงินลงทุนสาขาละ 10 ล้านบาท นอกจากนี้ เราก็สามารถประมาณค่าใช้จ่ายต่าง ๆ จากข้อมูลในอดีตมาประกอบด้วย เช่น บริษัทมีต้นทุนขายเพิ่มขึ้นเท่าไรเมื่อยอดขายเพิ่มขึ้นเท่าไรในอดีต ก็อาจจะใช้อัตราการเพิ่มขึ้นของต้นทุนเท่าเดิม เป็นต้น

สำหรับข้อมูลเงินลงทุนต่อสาขา เราอาจจะดูข้อมูลการขยายสาขาของปีก่อนหน้าว่าเปิดกี่สาขา และใช้เงินลงทุนในปีก่อนไปเท่าไร โดยข้อมูลเงินลงทุนของปีก่อนสามารถดูได้จากงบกระแสเงินสดจากการลงทุน

2. ใช้ข้อมูลจากนักวิเคราะห์ เพราะว่่านักวิเคราะห์ก็ได้รับข้อมูลจากผู้บริหารว่าบริษัทมีแผนในการเติบโตอย่างไรเหมือนกัน และนักวิเคราะห์จะมีการประมาณการเติบโตตามความเห็นตัวเองเช่นกัน

อย่างไรก็ตามการใช้ข้อมูลจากนักวิเคราะห์หรือผู้บริหารบางครั้งอาจมีความลำเอียง (Bias) ได้ เช่น ผู้บริหารตั้งเป้าไว้สูงไป หรือนักวิเคราะห์ประมาณการเติบโตมากเกินไป เป็นต้น

3. การประมาณกระแสเงินสดอิสระในอนาคต เมื่อได้การเติบโตแล้วเราจะใช้ตัวเลขการเติบโตนี้สำหรับประมาณกระแสเงินสดอิสระในอนาคตว่าจะเป็นเท่าไร โดยการประมาณกระแสเงินสดอิสระในอนาคตเมื่อได้การเติบโตแล้วเราจะใช้ตัวเลขการเติบโตนี้สำหรับประมาณกระแสเงินสดอิสระในอนาคตว่าจะเป็นเท่าไร โดยจะประมาณกระแสเงินสดอิสระไปตลอดช่วงอายุของกิจการ โดยเราอาจจะแบ่งช่วงการประมาณกระแสเงินสดอิสระออกเป็น 2 ช่วง คือ ช่วงแรก ประมาณจากสมมติฐานของเราหรือข้อมูลที่มี เช่น 5 ปีแรกเติบโต 15% ต่อปี และช่วงที่ 2 เป็นช่วงที่การเติบโตลดลงและจะเติบโตเท่าที่นั่นไป

ตลอดช่วงอายุที่เหลือของกิจการ โดยเราอาจจะประมาณการเติบโตปีละ 3% เท่ากับอัตราการเติบโตของ GDP เพราะว่าในระยะยาวไม่มีบริษัทไหนจะเติบโตได้มากกว่าอัตราการเติบโตของ GDP แต่การประมาณด้วยวิธีนี้เป็นวิธีคิดแบบคร่าว ๆ เพื่อให้ง่ายต่อการคำนวณ ถ้าต้องการผลลัพธ์ที่ถูกต้องจริง ๆ ควรจะประเมินจากการเติบโตของธุรกิจหรืออุตสาหกรรมนั้นในช่วงอ้อมตัวว่าเติบโตเท่าไรและมีปัจจัยอะไรที่ทำให้เติบโตเท่า นั้น เช่น อุตสาหกรรมอาหาร อาจจะเติบโตตามการเพิ่มของประชากร เป็นต้น ซึ่งการประมาณกระแสเงินสดในส่วนที่ 2 นี้ เราจะใช้สมการ Gordon Growth Model ซึ่งเราต้องคิดลดกระแสเงินสดอิสระกลับมาเป็นมูลค่าปัจจุบันก่อน

$$\text{Gordon Growth Model , } V = D_0 \cdot (1+g) / (k-g) = D_1 / (k-g)$$

โดย D_0 คือ เงินปันผลหรือว่ากระแสเงินสดปีปัจจุบัน

D_1 คือ เงินปันผลหรือกระแสเงินสดปีหน้า

g คือ อัตราการเติบโตของเงินปันผลหรือกระแสเงินสด

k คือ อัตราคิดลด (Investment Reader, 2018)

2.5 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ดรรารัตน์ สุขแก้ว (2561) ได้ศึกษาเกี่ยวกับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ และการส่งสัญญาณเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลในการลดปัญหาตัวแทน โดยเก็บข้อมูลแบบ Panel data ระหว่างปี ค.ศ. 2009 - 2013 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่รวมกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ใช้ประมาณค่าโดยวิธี ordered probit ผลการวิจัยพบว่าคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ กระแสเงินสดอิสระ การจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมาความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ และภาระหนี้สินมีผลอย่างมีนัยสำคัญกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลในการลดปัญหาตัวแทน

ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร (2560) ได้ศึกษาเพื่อสำรวจและศึกษาเปรียบเทียบคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าธุรกิจ โดยใช้ฐานข้อมูลประชากรบริษัทจดทะเบียน ปี พ.ศ. 2558 เป็นเกณฑ์รวมจำนวน 635 บริษัท และรวบรวมข้อมูลย้อนหลังถึง ปี พ.ศ. 2556 ซึ่งกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัยครั้งนี้พิจารณาจากข้อมูลรายบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนสมบูรณ์ ที่ได้รับการประเมินคะแนนด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีจากผลสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย จำนวน 399 บริษัท โดยแบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 2 ส่วน คือ 1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ผลจากการศึกษาพบว่า ในภาพรวมบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการประเมินคะแนนด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่วนใหญ่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง รองลงมาคือ กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี และกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ตามลำดับ หากจำแนกตามกลุ่มดัชนี SET 50 บริษัท จดทะเบียนใน

กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรได้รับคะแนนประเมินมากที่สุด รองลงมาคือ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ในขณะที่จำแนกตามกลุ่มดัชนี SET 100 บริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการประเมินคะแนนด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีมากที่สุด คือ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ตามลำดับ 2. การทดสอบสมมติฐาน (Hypothesis Testing) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าธุรกิจผ่านปัจจัยตัวแปรควบคุม โดยการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นตรงอย่างง่าย (Simple Linear Regression) พบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการสามารถอธิบายมูลค่าธุรกิจได้ 11.30% ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ยังพบว่า พუნจดทะเบียนเป็นปัจจัยที่มีบทบาทต่อมูลค่าธุรกิจมากกว่าสัดส่วนการถือหุ้นรายใหญ่ และสัดส่วนกรรมการอิสระ ในขณะที่การทดสอบความแตกต่างของกลุ่มอุตสาหกรรม โดยใช้สถิติไคสแควร์ (Chi-Square) ทดสอบหาความแตกต่างของกลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มดัชนี SET 50 และ SET 100 ว่าส่งผลต่อคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าธุรกิจหรือไม่ พบว่า ไม่พบความแตกต่างของกลุ่มอุตสาหกรรมต่าง ๆ ที่ส่งผลต่อคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าธุรกิจ ยกเว้น กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและกลุ่มหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ไม่ปรากฏบริษัทจดทะเบียนที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มดัชนี SET 50 และ SET 100

ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร (2559) ได้ศึกษาเกี่ยวกับผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET 50: บทบาทและความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มีวัตถุประสงค์เพื่อสำรวจผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการตามหลักการขององค์การเพื่อการพัฒนาและความร่วมมือทางเศรษฐกิจ และศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าธุรกิจผ่านบทบาทสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 ลำดับแรก โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET 50 จำนวน 42 บริษัท ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 - 2557 โดยแบ่งเป็น 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ผลการศึกษาพบว่า ผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการเฉลี่ยของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET 50 มีค่าเท่ากับ 4.45 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการสูงกว่าค่าเฉลี่ย คือ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินมีผลคะแนนเท่ากับ 4.92 กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมเท่ากับ 4.75 และกลุ่มทรัพยากรเท่ากับ 4.76 นอกจากนี้ยังพบว่าทั้ง 3 กลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวมีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 ลำดับแรกสูงกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 ลำดับแรกสูง จะมีผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกว่าบริษัทที่มีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่น้อยกว่า อีกทั้งยังพบว่า ธุรกิจที่มีผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีผ่านสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 ลำดับแรก ในบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนมากจะมีแนวโน้มความสัมพันธ์กับมูลค่าธุรกิจในด้านอัตราการจ่ายให้กับผู้ถือหุ้นที่วัดจากอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน ยกเว้น ด้านผลการดำเนินงานและด้านมูลค่ากิจการไม่พบความสัมพันธ์กับผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการ

นพดล สังข์ลาย (2559) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างวงจรธุรกิจกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดำเนินการในรูปแบบการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative analysis) ใช้วิธีการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical research) โดยมีแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data analysis) ของบริษัทเป็นกลุ่มตัวอย่าง และใช้วิธีเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบจำเพาะเจาะจง (Purposive sampling) ซึ่งแบ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมต่าง ๆ ได้ทั้งหมด 7 กลุ่ม มีจำนวนทั้งสิ้น 1,190 ตัวอย่าง ทั้งนี้ยกเว้นกิจการในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (Market for alternative investment: MAI) กลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและกลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานโดยทำการศึกษาข้อมูลย้อนหลังตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554 - 2557 เป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 4 ปี สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลคือ สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ย (Average) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) สถิติเชิงอนุมาน ได้แก่ การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปร (Correlation analysis) และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression analysis)

พิศาล วรฐิติชัยรักษ์ (2554) ได้ศึกษาเรื่องผลตอบแทนของพอร์ตการลงทุนในหุ้นสามัญด้วยวิธีการลงทุนแบบเน้นคุณค่าในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อเปรียบเทียบ

ผลตอบแทนของพอร์ตการลงทุนแบบเน้นคุณค่ากับผลตอบแทนของพอร์ตการลงทุนแบบสุ่มดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ ดัชนี SET50 และพันธบัตรรัฐบาล การศึกษาครั้งนี้จะใช้ข้อมูลรายปีในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน โดยการเก็บรวบรวมข้อมูลตั้งแต่สิ้นปี พ.ศ. 2543 ถึงสิ้นปี พ.ศ. 2553 รวมทั้งสิ้นเป็นระยะเวลา 10 ปี โดยใช้ราคาปิด ณ วันสิ้นปี และเงินปันผลรายปีในการคำนวณ

การศึกษาใช้วิธีการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของการลงทุนแบบปีต่อปี แล้วหาค่าเฉลี่ยทั้ง 10 ปี เพื่อทำการเปรียบเทียบสำหรับพอร์ตการลงทุนในหุ้นสามัญแบบเน้นคุณค่าหลักทรัพย์ที่เข้าหลักเกณฑ์ตามที่ถูกวิจัยได้ศึกษาประกอบไปด้วยหลักทรัพย์ 5 หลักทรัพย์ ได้แก่ SSC, TF, ADVANC, IRC และ CPF

ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของพอร์ตการลงทุนแบบเน้นคุณค่าให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยมากที่สุดเท่ากับ 39.73% และอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุดเท่ากับ 5.83% นอกจากนี้ Capital gain yield เฉลี่ย และ Dividend yield เฉลี่ยของพอร์ตการลงทุนแบบเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนมากที่สุดเท่ากับ 32.89% และ 6.83% ตามลำดับ ในขณะที่ Capital gain yield เฉลี่ยของพันธบัตรรัฐบาลให้ผลตอบแทนเท่ากับศูนย์ เนื่องจากพันธบัตรรัฐบาลเมื่อครบกำหนดไถ่ถอนจะได้ราคาเท่ากับราคาหน้าตัว ส่วน Dividend yield เฉลี่ยของดัชนี SET50 ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุดเท่ากับ 3.32% ส่วนอัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์และดัชนี SET50 มีผลตอบแทนใกล้เคียงกันคือ เท่ากับ 25.14% และ 25.75% ตามลำดับ และ Capital

gain yield เฉลี่ยของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์และดัชนีSET50 มีค่าเท่ากับ 21.79% และ22.43% ตามลำดับ ในขณะที่ Dividend yield เฉลี่ยของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์และดัชนี SET50 ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุดเท่ากับ 3.35% และ 3.32% ตามลำดับ สรุปจากการศึกษาพบว่า ถ้านักลงทุนได้ลงทุนตามหลักการการลงทุนแบบเน้นคุณค่า ในระยะยาวแล้วนักลงทุนมีโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนมากกว่าการลงทุนในรูปแบบอื่น ๆ ที่ได้ทำการศึกษา

เพ็ญจันทร์ แสงอาวุธ (2562) ได้ศึกษาเรื่องการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI งานวิจัยเรื่อง การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI มีวัตถุประสงค์ 1) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI 2) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI 3) เพื่อศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้นโครงสร้าง กรรมการบริษัทค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) ที่มีต่อมูลค่ากิจการผ่านผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

วิธีที่นำมาใช้ในงานวิจัยครั้งนี้เป็นวิธีการวิจัยแบบเชิงปริมาณ กลุ่มตัวอย่าง ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม MAI จำนวน 77 บริษัท เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิทั้งตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม จากรายงานประจำปี แบบ 56-1 จากฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นำมาวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติวิเคราะห์ แบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Model: SEM) โดยเกณฑ์ในการตรวจสอบ ความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์ เพื่อทำการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน

ผลการวิจัย พบว่า 1) ผลการพัฒนาแบบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของการกำกับดูแลกิจการ ประกอบด้วยองค์ประกอบ โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัทค่าตอบแทน กรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี เป็นไปตามรูปแบบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาด แบบจำลองสมการที่ผู้วิจัยพัฒนาขึ้นมีความเหมาะสม สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ และ 2) ผลการวิเคราะห์พบว่าโครงสร้างกรรมการบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ โครงสร้างกรรมการบริษัทแต่ละบริษัทสามารถกำหนดจำนวนของคณะกรรมการไว้ในข้อบังคับของบริษัทตามที่กฎหมายกำหนด ด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI เป็นบริษัทที่มีขนาดเล็ก บริษัทควรกำหนดขนาดของกรรมการให้เหมาะสมตามขนาดและความซับซ้อนทางธุรกิจ และผลการวิจัย พบว่า ค่าตอบแทน

กรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน และส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าที่โครงสร้างผู้ถือหุ้นไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาด

ปราบริปู พัฒนภูมิไท (2563) ได้ศึกษาเรื่อง ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น SET100 กับ โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อต้องการศึกษาว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัวกับบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้น ลักษณะครอบครัว ให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ที่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ หรือไม่ โดยการศึกษาบริษัทที่อยู่และเคยอยู่ในการคำนวณดัชนี SET100 ระหว่างปี พ.ศ. 2553 - 2561 จำนวนทั้งหมด 153 บริษัท การศึกษาดังกล่าวได้วัดผลตอบแทนการถือหุ้นแบบรายเดือน เป็นตัวแปรวัด ความสามารถของโครงสร้างบริษัทที่แตกต่างกัน และมีการใช้เทคนิค Fixed effects model และ Random effects model ในการวิเคราะห์ผลการศึกษา พบว่า บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะ ครอบครัวให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นมากกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว โดยประมาณ 0.34% ต่อเดือนหรือ 4.16% ต่อปี ผลการศึกษาตัวแปรอื่นเพิ่มเติมยังพบว่า ขนาดของ กิจการ ความผันผวนของหลักทรัพย์ อัตราส่วนของผู้ถือหุ้นมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด สภาพคล่อง ของสินทรัพย์ อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรจากดำเนินงาน อัตราการก่อหนี้ของกิจการ อัตราส่วน ยอดขายต่อสินทรัพย์ และ อัตราการเติบโตของยอดขาย เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนจาก การลงทุนในหุ้น

เอกลักษณ์ กาญจนฤกษ์ (2555) ได้ศึกษาเรื่องการศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนจาก การลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์หุ้นคุณค่าและหุ้นเติบโตในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษา อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้แนวทางการลงทุนแบบเน้น มูลค่าและแนวทางการลงทุนแบบเน้นเติบโตนั้น มีวัตถุประสงค์เพื่อเปรียบเทียบให้ทราบถึงความแตกต่าง ของผลตอบแทนจากการลงทุนทั้งสองกลุ่มหลักทรัพย์และเปรียบเทียบกับผลตอบแทนของตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยรวม และนักลงทุนสามารถใช้เป็นเครื่องมือประกอบการตัดสินใจเลือก หลักทรัพย์ลงทุนให้เกิดประสิทธิภาพในการศึกษาครั้งนี้เก็บข้อมูลการศึกษาจากหลักทรัพย์ทั้งหมดใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึงปี พ.ศ. 2554 เป็นระยะเวลารวม 10 ปี คัดเลือกหลักทรัพย์โดยใช้เกณฑ์ของอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) และอัตราส่วนราคาตลาด ต่อราคาตามบัญชี (P/BV) แล้วจึงคำนวณอัตราผลตอบแทนของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์และของตลาดแบบสะสม และใช้วิธีทดสอบระดับนัยสำคัญทางสถิติเพื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการศึกษาพบว่ากลุ่มการลงทุน ในหุ้นคุณค่าให้ผลตอบแทนสะสมสูงกว่ากลุ่มการลงทุนในหุ้นเติบโตตามเกณฑ์ P/E (ที่ระดับนัยสำคัญ ทางสถิติ .01) ในขณะที่มีความเสี่ยงต่ำกว่า กลุ่มการลงทุนในหุ้นคุณค่าให้ผลตอบแทนสะสมต่ำกว่ากลุ่ม

การลงทุนในหุ้นเติบโตตามเกณฑ์ P/BV (ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .01) ในขณะที่ความเสี่ยงต่ำกว่า กลุ่มการลงทุนในหุ้นคุณค่าตามเกณฑ์ P/E ให้ผลตอบแทนสะสมสูงกว่าผลตอบแทนโดยรวมของตลาด (ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .01) ในขณะที่ความเสี่ยงต่ำกว่า กลุ่มการลงทุนในหุ้นเติบโตตามเกณฑ์ P/E ให้ผลตอบแทนสะสมสูงกว่าผลตอบแทนโดยรวมของตลาด ในขณะที่ความเสี่ยงสูงกว่า แต่อย่างไรก็ตาม ไม่พบความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กลุ่มการลงทุนในหุ้นคุณค่าตามเกณฑ์ P/BV ให้ผลตอบแทนสะสมต่ำกว่าผลตอบแทนโดยรวมของตลาด (ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .01) ในขณะที่ความเสี่ยงต่ำกว่า กลุ่มการลงทุนในหุ้นเติบโตตามเกณฑ์ P/BV ให้ผลตอบแทนสะสมสูงกว่าผลตอบแทนโดยรวมของตลาด (ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .01) ในขณะที่ความเสี่ยงสูงกว่า เมื่อพิจารณารายกลุ่มหลักทรัพย์พบว่ากลุ่มการลงทุนในหุ้นคุณค่าโดยเกณฑ์ P/BV ให้ผลตอบแทนสะสมเฉลี่ยสูงที่สุด ในขณะที่กลุ่มการลงทุนในหุ้นคุณค่าโดยเกณฑ์ P/BV มีความเสี่ยงจากการลงทุนน้อยที่สุด และเมื่อนำความเสี่ยงปรับด้วยอัตราผลตอบแทนแล้ว (CV) พบว่ากลุ่มการลงทุนที่มีประสิทธิภาพมากที่สุดได้แก่ กลุ่มการลงทุนในหุ้นคุณค่าโดยเกณฑ์ P/E

บุญญฉัตร บุญญาลัย (2559) ได้ศึกษาเรื่อง ผลตอบแทนการลงทุนของหุ้นสามัญตามผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการกรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากวิกฤติเศรษฐกิจทางการเงินที่เกิดขึ้นในหลายประเทศ รวมถึงประเทศไทย การกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงได้รับความสนใจมากยิ่งขึ้นจากทุกภาคฝ่าย โดยเฉพาะนักลงทุน งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์ที่จะศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญตามผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในช่วงปี พ.ศ. 2555 - 2559 เป็นระยะเวลา 5 ปี โดยใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และการวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) จากผลการศึกษา พบว่า ความไม่เท่าเทียมด้านข้อมูล (Information Asymmetry) ทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ที่ได้จากการลงทุนในหุ้นสามัญในแต่ละระดับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความแตกต่างกัน โดยที่กลุ่มหุ้นสามัญที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีแนวโน้มอัตราผลตอบแทนเกินปกติน้อยกว่ากลุ่มหุ้นสามัญที่ขาดการกำกับดูแลกิจการ และพบว่า อัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) มีค่าติดลบสำหรับกลุ่มหุ้นสามัญที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี แต่มีค่าเป็นบวกสำหรับกลุ่มหุ้นสามัญที่ขาดการกำกับดูแลกิจการ

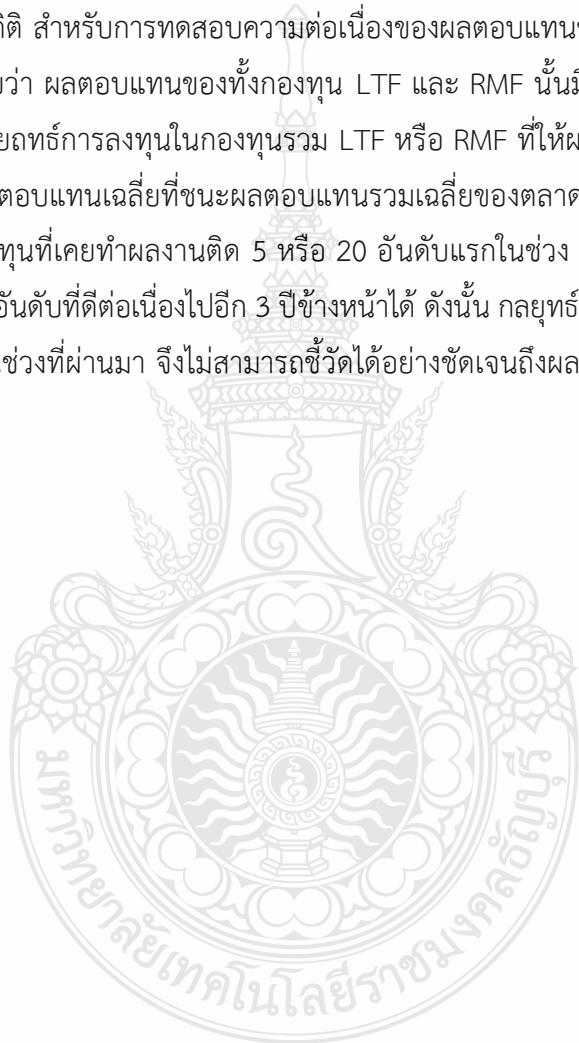
กัลยาณี ภาคอดัด และ ชยงการ ภมรมาศ (2561) ได้ศึกษาเรื่อง เงินปันผลและผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาการจ่ายเงินปันผลและผลตอบแทนหุ้นสามัญ 2) ระบุปัจจัยกำหนดการจ่ายเงินปันผล และ 3) วิเคราะห์ผลกระทบของการจ่ายเงินปันผลต่อผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (ตลาดหลักทรัพย์ MAI) การศึกษาครั้งนี้ศึกษาจากประชากรคือ บริษัทจดทะเบียนทั้งหมดใน

ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สำหรับระยะเวลาตั้งแต่ 1 มกราคม 2556 ถึง 31 ธันวาคม 2558 การวิจัยใช้สถิติพรรณนาและ Panel Data Analysis ทั้งแบบ Fixed Effects และ Random Effects เพื่อ بررسیวัตถุประสงค์ของการวิจัย ผลการศึกษาพบว่า 1) เงินปันผลต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียน อยู่ระหว่าง 0.10 บาท ถึง 2.00 บาท ในขณะที่อัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญประมาณ 10.46% ถึง 153.7% 2) ปัจจัยกำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนคือ กำไรสะสม ความสามารถทำกำไร ขนาดของ กิจการ และสภาพคล่อง และ 3) การจ่ายเงินปันผลไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม ผลการศึกษารายงานว่า สัดส่วนเงินทุนส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียน

อริยพงษ์ พันธุ์ศรีวงศ์ (2560) ได้ศึกษาเรื่อง ทฤษฎีการลงทุนแบ่งประเภทหลักทรัพย์เป็นสองกลุ่มใหญ่ คือ หลักทรัพย์ตามคุณค่าและหลักทรัพย์ตามการเติบโต กลุ่มหลักทรัพย์ตามคุณค่าถือเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้รับความนิยมสูงสำหรับนักลงทุนในประเทศไทย อย่างไรก็ตามยังไม่มีผลการวิจัยที่แสดงให้เห็นชัดเจนว่าประสิทธิภาพกลุ่มหลักทรัพย์นี้แตกต่างจากกลุ่มหลักทรัพย์อื่นอย่างไร และในสถานการณ์ลงทุนที่ต่างกัน กลุ่มหลักทรัพย์ตามคุณค่าจะมีผลการลงทุนอย่างไร งานวิจัยนี้ได้ตั้งคำถามสำคัญว่าหลักทรัพย์กลุ่มใดเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพด้วยการวัดผลตอบแทนส่วนเกินปกติจากที่ได้รับตามแบบจำลองสี่ปัจจัย กลุ่มหลักทรัพย์ในการวิจัย ประกอบด้วย กลุ่มหุ้นคุณค่า กลุ่มหุ้นเติบโตที่สร้างขึ้นโดยใช้อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นเป็นเกณฑ์การแบ่ง การเปรียบเทียบยังได้ทดสอบกับกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นอย่างง่ายโดยการสุ่มเลือกหลักทรัพย์ขึ้นมา ผลการเปรียบเทียบประสิทธิภาพกลุ่มหลักทรัพย์แสดงให้เห็นว่า กลุ่มหลักทรัพย์คุณค่าและหลักทรัพย์เติบโตไม่มีความแตกต่างกันและไม่ได้แตกต่างจากหลักทรัพย์ที่ได้สุ่มเลือกอย่างง่าย เมื่อทดสอบผลการลงทุนของหุ้นทั้งสามกลุ่มในสถานการณ์การลงทุนที่ต่างกันคือ ในสภาวะตลาดหุ้นซบเซา สภาวะตลาดเติบโตสูง และสภาวะตลาดทรงตัว โดยใช้วิธีการทดสอบตาม Newey-West Standard Error Correction พบว่ากลุ่มหุ้นคุณค่าได้รับผลตอบแทนเกินปกติที่มีนัยสำคัญทางสถิติได้เพียงกรณีเดียวที่ตลาดปรับปรุงตัวสูง และหุ้นเติบโตมีผลตอบแทนที่เกินปกติได้ในช่วงตลาดซบเซา ผลของการวิจัยแสดงให้เห็นว่ากลุ่มหลักทรัพย์คุณค่าไม่ได้มีประสิทธิภาพเหนือกว่ากลุ่มหลักทรัพย์เติบโตและกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นอย่างง่ายทุกช่วงเวลาของการทดสอบ การยึดถือว่าหุ้นคุณค่าเป็นสิ่งที่เหมาะสมในการลงทุนทุกสถานการณ์จึงไม่ควรเป็นกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสม

ณัฐภูมิ เจนวิทยาโรจน์ ได้ศึกษาเรื่อง ผลตอบแทนและความต่อเนื่องของผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมหุ้นระยะยาวที่มีนโยบายเชิงรุกและกองทุนรวมหุ้นไทยเพื่อการเลี้ยงชีพที่มีนโยบายเชิงรุก งานวิจัยนี้ศึกษาผลตอบแทนและความต่อเนื่องของผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) ที่มีนโยบายเชิงรุกจำนวน 48 กองทุนและกองทุนรวมหุ้นไทยเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) ที่มีนโยบายเชิงรุกจำนวน 26 กอง ในช่วงปี พ.ศ. 2545 - 2560 (2002 - 2017) ผลตอบแทนรวมสุทธิ (รวมปันผลและหลัง

หักค่าใช้จ่าย) เฉลี่ยของทั้งกองทุน LTF และกองทุน RMF ที่ทำการศึกษาค่ากว่าผลตอบแทนรวม (Total Return) เฉลี่ยของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) อยู่ที่ประมาณ 2% - 3% ต่อปี ส่วนผลตอบแทนแบบปรับค่าความเสี่ยงโดย Capital Asset Pricing Model (CAPM) หรือค่าอัลฟาเฉลี่ยของกองทุน LTF อยู่ที่ -1.28% ต่อปี และของกองทุน RMF อยู่ที่ -0.34% ต่อปี จากกองทุน LTF ทั้งหมด 48 กอง มี 12 กองที่มีค่าอัลฟาเป็นบวก แต่ไม่มีกองใดที่มีค่าอัลฟาเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนกองทุน RMF ทั้งหมด 26 กอง มี 10 กองที่มีค่าอัลฟาเป็นบวก และมี 1 กองที่มีค่าอัลฟาเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับการทดสอบความต่อเนื่องของผลตอบแทนของกองทุน LTF และ RMF เหล่านี้ ผลการศึกษาพบว่า ผลตอบแทนของทั้งกองทุน LTF และ RMF นั้นมีความต่อเนื่องไปในอนาคตแบบไม่ชัดเจน โดยกลยุทธ์การลงทุนในกองทุนรวม LTF หรือ RMF ที่ให้ผลตอบแทนที่ดีในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา สามารถทำผลตอบแทนเฉลี่ยที่ชนะผลตอบแทนรวมเฉลี่ยของตลาดได้ในอีก 3 ปีข้างหน้าได้ในบางช่วงเวลา และกองทุนที่เคยทำผลงานติด 5 หรือ 20 อันดับแรกในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา กลับมีจำนวนไม่มากที่สามารถรักษาระดับที่ดีต่อเนื่องไปอีก 3 ปีข้างหน้าได้ ดังนั้น กลยุทธ์ที่ซื้อกองทุน LTF หรือ RMF ที่ให้ผลตอบแทนที่ดีในช่วงที่ผ่านมา จึงไม่สามารถชี้วัดได้อย่างชัดเจนถึงผลตอบแทนที่ดีในอนาคตของกองทุนเหล่านี้ได้



บทที่ 3

วิธีการดำเนินการวิจัย

การกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 มีจุดมุ่งหมายเพื่อศึกษาการกำกับดูแลกิจการว่ามีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนหรือไม่ โดยใช้วิธีการศึกษาวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) โดยศึกษาจากผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการของแต่ละบริษัทในช่วงระยะเวลา 3 ปี คือ ปีพ.ศ. 2560 - 2562 ซึ่งผู้วิจัยได้ดำเนินการตามขั้นตอนดังนี้

- 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง
- 3.2 ตัวแปรที่ศึกษาและการเก็บรวบรวมข้อมูล
- 3.3 การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้
- 3.4 การนำเสนอข้อมูล

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในครั้งนี้ คือ กลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ระหว่างปี พ.ศ. 2560 - 2562 ซึ่งบริษัทที่ทำการศึกษานั้นจะต้องนำส่งงบ และมีคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งกลุ่ม SET100 คือ กลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีมูลค่าการซื้อขายสูงสุด 100 อันดับแรก โดยเก็บข้อมูลจาก SETSMART (SET Market analysis and reporting tool) ซึ่งเป็นข้อมูลบนอินเทอร์เน็ต พัฒนาโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่แสดงมูลค่าการซื้อขาย ราคาซื้อขายหลักทรัพย์ย้อนหลัง ค่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมประจำปี

ตารางที่ 3.1 จำนวนบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยครั้งนี้

| No. | Symbol | SET100 Company | Category |
|-----|--------|------------------------------------|------------------------|
| 1 | AAV | ASIA AVIATION PCL | Transportation & |
| 2 | ADVANC | ADVANCED INFO SERVICE PCL | Logistics |
| | | | Information & |
| 3 | AEONTS | AEON THANA SINSAP (THAILAND) PCL | Communication |
| 4 | AMATA | AMATA CORPORATION PCL | Technology |
| 5 | ANAN | ANANDA DEVELOPMENT PCL | Finance and Securities |
| 6 | AOT | AIRPORTS OF THAILAND PCL | Property Development |
| 7 | AP | AP (THAILAND) PCL | Property Development |
| 8 | AWC | ASSET WORLD CORP PCL | Transportation & |
| 9 | BANPU | BANPU PCL | Logistics |
| 10 | BBL | BANGKOK BANK PCL | Property Development |
| 11 | BCH | BANGKOK CHAIN HOSPITAL PCL | Property Development |
| 12 | BCP | BANGCHAK CORPORATION PCL | Energy & Utilities |
| 13 | BCPG | BCPG PCL | Banking |
| 14 | BDMS | BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES PCL | Health Care Services |
| 15 | BEC | BEC WORLD PCL | Energy & Utilities |
| 16 | BEM | BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO PCL | Energy & Utilities |
| 17 | BGRIM | B. GRIMM POWER PCL | Health Care Services |
| 18 | BH | BUMRUNGRAD HOSPITAL PCL | Media & Publishing |
| 19 | BJC | BERLI JUCKER PCL | Transportation & |
| 20 | BLAND | BANGKOK LAND PCL | Logistics |
| 21 | BPP | BANPU POWER PCL | Energy & Utilities |
| 22 | BTS | BTS GROUP HOLDINGS PCL | Health Care Services |
| 23 | CBG | CARABAO GROUP PCL | Commerce |
| 24 | CENTEL | CENTRAL PLAZA HOTEL PCL | Property Development |
| 25 | CHG | CHULARAT HOSPITAL PCL | Energy & Utilities |
| 26 | CK | CH. KARNCHANG PCL | Transportation & |
| 27 | CKP | CK POWER PCL | Logistics |

ตารางที่ 3.1 จำนวนบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยครั้งนี้ (ต่อ)

| No. | Symbol | SET100 Company | Category |
|-----|--------|----------------------------------|-----------------------------------|
| 28 | COM7 | COM7 PCL | Food and Beverage |
| 29 | CPALL | CP ALL PCL | Tourism & Leisure |
| 30 | CPF | CHAROEN POKPHAND FOODS PCL | Health Care Services |
| 31 | CPN | CENTRAL PATTANA PCL | Construction Services |
| 32 | DELTA | DELTA ELECTRONICS (THAILAND) PCL | Energy & Utilities |
| 33 | DTAC | TOTAL ACCESS COMMUNICATION PCL | Commerce Commerce |
| 34 | EA | ENERGY ABSOLUTE PCL | Food and Beverage |
| 35 | EGCO | ELECTRICITY GENERATING PCL | Property Development |
| 36 | EPG | EASTERN POLYMER GROUP PCL | Electronic Components |
| 37 | ERW | THE ERAWAN GROUP PCL | Information & |
| 38 | ESSO | ESSO (THAILAND) PCL | Communication |
| 39 | GFPT | GFPT PCL | Technology |
| 40 | GLOBAL | SIAM GLOBAL HOUSE PCL | Energy & Utilities |
| 41 | GPSC | GLOBAL POWER SYNERGY PCL | Energy & Utilities |
| 42 | GULF | GULF ENERGY DEVELOPMENT PCL | Construction Materials |
| 43 | GUNKUL | GUNKUL ENGINEERING PCL | Tourism & Leisure |
| 44 | HANA | HANA MICROELECTRONICS PCL | Energy & Utilities |
| 45 | HMPRO | HOME PRODUCT CENTER PCL | Agribusiness |
| 46 | INTUCH | INTOUCH HOLDINGS PCL | Commerce Energy & Utilities |
| 47 | IRPC | IRPC PCL | Energy & Utilities |
| 48 | IVL | INDORAMA VENTURES PCL | Energy & Utilities |
| 49 | JAS | JASMINE INTERNATIONAL PCL | Electronic Components Commerce |
| 50 | JMT | JMT NETWORK SERVICES PCL | Information & |
| 51 | KBANK | KASIKORNBANK PCL | Communication |
| 52 | KCE | KCE ELECTRONICS PCL | Technology |

ตารางที่ 3.1 จำนวนบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยครั้งนี้ (ต่อ)

| No. | Symbol | SET100 Company | Category |
|-----|--------|--------------------------------|------------------------|
| 53 | KKP | KIATNAKIN BANK PCL | Energy & Utilities |
| 54 | KTB | KRUNG THAI BANK PCL | Petrochemicals & |
| 55 | KTC | KRUNGTHAI CARD PCL | Chemicals |
| 56 | LH | LAND AND HOUSES PCL | Information & |
| 57 | MAJOR | MAJOR CINEPLEX GROUP PCL | Communication |
| 58 | MBK | MBK PCL | Technology |
| 59 | MEGA | MEGA LIFESCIENCES PCL | Finance and Securities |
| 60 | MINT | MINOR INTERNATIONAL PCL | Banking |
| 61 | MTC | MUANGTHAI CAPITAL PCL | Electronic Components |
| 62 | ORI | ORIGIN PROPERTY PCL | Banking |
| 63 | OSP | OSOTSPA PCL | Banking |
| 64 | PLANB | PLAN B MEDIA PCL | Finance and Securities |
| 65 | PRM | PRIMA MARINE PCL | Property Development |
| 66 | PSH | PRUKSA HOLDING PCL | Media & Publishing |
| 67 | PSL | PRECIOUS SHIPPING PCL | Property Development |
| 68 | PTG | PTG ENERGY PCL | Commerce |
| 69 | PTT | PTT PCL | Food and Beverage |
| 70 | PTTEP | PTT EXPLORATION AND PRODUCTION | Finance and Securities |
| 71 | PTTGC | PCL | Finance and Securities |
| 72 | QH | PTT GLOBAL CHEMICAL PCL | Property Development |
| 73 | RATCH | QUALITY HOUSES PCL | Food and Beverage |
| 74 | RS | RATCH GROUP PCL | Media & Publishing |
| 75 | SAWAD | RS PCL | Transportation & |
| 76 | SCB | SRISAWAD CORPORATION PCL | Logistics |
| 77 | SCC | THE SIAM COMMERCIAL BANK PCL | Property Development |
| 78 | SGP | THE SIAM CEMENT PCL | Transportation & |
| 79 | SIRI | SIAMGAS AND PETROCHEMICALS PCL | Logistics |

ตารางที่ 3.1 จำนวนบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยครั้งนี้ (ต่อ)

| No. | Symbol | SET100 Company | Category |
|-----|--------|--------------------------------|------------------------|
| 80 | SPALI | SANSIRI PCL | Energy & Utilities |
| 81 | SPRC | SUPALAI PCL | Energy & Utilities |
| 82 | STA | STAR PETROLEUM REFINING PCL | Petrochemicals & |
| 83 | STEC | SRI TRANG AGRO-INDUSTRY PCL | Chemicals |
| 84 | SUPER | SINO-THAI ENGINEERING AND | Property Development |
| 85 | TASCO | CONSTRUCTION PCL | Energy & Utilities |
| 86 | TCAP | SUPER ENERGY CORPORATION PCL | Commerce |
| 87 | THAI | TIPCO ASPHALT PCL | Finance and Securities |
| 88 | THANI | THANACHART CAPITAL PCL | Banking |
| 89 | TISCO | THAI AIRWAYS INTERNATIONAL PCL | Construction Materials |
| 90 | TKN | RATCHTHANI LEASING PCL | Energy & Utilities |
| 91 | TMB | TISCO FINANCIAL GROUP PCL | Property Development |
| 92 | TOA | TAOKAENOI FOOD & MARKETING PCL | Property Development |
| 93 | TOP | TMB BANK PCL | Energy & Utilities |
| 94 | TPIPP | TOA PAINT (THAILAND) PCL | Agribusiness |
| 95 | TRUE | THAI OIL PCL | Construction Services |
| | | TPI POLENE POWER PCL | Energy & Utilities |
| 96 | TTW | TRUE CORPORATION PCL | Construction Materials |
| 97 | TU | | Banking |
| 98 | TVO | TTW PCL | Transportation & |
| 99 | WHA | THAI UNION GROUP PCL | Logistics |

ตารางที่ 3.1 จำนวนบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยครั้งนี้ (ต่อ)

| No. | Symbol | SET100 Company | Category |
|-----|--------|---|-----------------------------|
| 100 | WAVE | THAI VEGETABLE OIL PCL | Finance and Securities |
| | | WHA CORPORATION PCL | Banking |
| | | WAVE ENTERTAINMENT PUBLIC COMPANY LIMITED | Food and Beverage |
| | | | Banking |
| | | | Construction Materials |
| | | | Energy & Utilities |
| | | | Energy & Utilities |
| | | | Information & Communication |
| | | | Technology |
| | | | Energy & Utilities |
| | | | Food and Beverage |
| | | | Food and Beverage |
| | | | Property Development |
| | | | Media & Publishing |

จากตารางที่ 3-1 เป็นบริษัทที่ได้คัดเลือกมาทำการวิจัยในครั้งนี้ ซึ่งกลุ่มตัวอย่างนี้จะต้องเป็นบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการ งบการเงินและข้อมูลที่เปิดเผยในหมายเหตุประกอบงบการเงินที่เพียงพอในการคำนวณหาค่าตัวแปรตามที่กำหนดไว้ โดยในการเก็บข้อมูลในครั้งนี้ผู้วิจัยได้เลือกบริษัทในกลุ่ม SET100 มาทำการวิเคราะห์และข้อมูลที่ได้จึงต้องมีความน่าเชื่อถืออีกทั้งเป็นข้อมูลที่เปิดเผยด้วย

ตารางที่ 3.2 แสดงข้อมูลประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

| บริษัทจดทะเบียน | ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย (จำนวนบริษัท) | | |
|---|--------------------------------------|---------|---------|
| | ปี 2560 | ปี 2561 | ปี 2562 |
| ประชากร (N)* | 100 | 100 | 100 |
| บริษัทที่ได้รับการประเมินด้านการกำกับดูแลกิจการ | 88 | 98 | 99 |
| กลุ่มตัวอย่าง (n) | 100 | 100 | 100 |

ตารางที่ 3.3 แสดงข้อมูลเปรียบเทียบจำนวนและร้อยละของบริษัทจดทะเบียน จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2560 - 2562

| กลุ่มอุตสาหกรรม | จำนวนบริษัท (ร้อยละ) | | | | | |
|--|----------------------|---------------|------------|---------------|------------|---------------|
| | ปี 2560 | | ปี 2561 | | ปี 2562 | |
| | คะแนน | ร้อยละ | คะแนน | ร้อยละ | คะแนน | ร้อยละ |
| Agribusiness | 9 | 2.31 | 9 | 2.04 | 10 | 2.20 |
| Banking | 39 | 10.00 | 39 | 8.84 | 39 | 8.57 |
| Commerce | 30 | 7.69 | 34 | 7.71 | 36 | 7.91 |
| Construction Materials | 13 | 3.33 | 18 | 4.08 | 19 | 4.18 |
| Construction Services | 10 | 2.56 | 10 | 2.27 | 10 | 2.20 |
| Electronic Components | 15 | 3.85 | 15 | 3.40 | 15 | 3.30 |
| Energy & Utilities | 85 | 21.79 | 103 | 23.36 | 104 | 22.86 |
| Finance and Securities | 19 | 4.87 | 25 | 5.67 | 26 | 5.71 |
| Food and Beverage | 26 | 6.67 | 27 | 6.12 | 32 | 7.03 |
| Health Care Services | 14 | 3.59 | 14 | 3.17 | 14 | 3.08 |
| Information & Communication Technology | 20 | 5.13 | 24 | 5.44 | 24 | 5.27 |
| Media & Publishing | 11 | 2.82 | 13 | 2.95 | 13 | 2.86 |
| Petrochemicals & Chemicals | 10 | 2.56 | 10 | 2.27 | 10 | 2.20 |
| Property Development | 54 | 13.85 | 60 | 13.61 | 61 | 13.41 |
| Tourism & Leisure | 8 | 2.05 | 8 | 1.81 | 8 | 1.76 |
| Transportation & Logistics | 27 | 6.92 | 32 | 7.26 | 34 | 7.47 |
| n | 390 | 100.00 | 441 | 100.00 | 455 | 100.00 |

3.2 ตัวแปรที่ศึกษาและการเก็บรวบรวมข้อมูล

3.2.1 ตัวแปรที่ศึกษา

ตัวแปรอิสระ ได้แก่

- คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score)

5 สัญลักษณ์ หมายถึง ดีเลิศ

4 สัญลักษณ์ หมายถึง ดีมาก

3 สัญลักษณ์ หมายถึง ดี

2 และ 1 สัญลักษณ์ หมายถึง ไม่มีคะแนน

ตัวแปรตาม ได้แก่

- ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (Stock returns: SR) ประกอบด้วยอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend yield: DY) และอัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาหุ้นหรือกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ (Capital gain: CY)

- อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend yield: DY) คำนวณจาก (เงินปันผลต่อหุ้น สำหรับผลการดำเนินงานในปีที่ t หารด้วยราคาปิดของหุ้นสามัญ ณ สิ้นปีที่ t-1) x 100

- กำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ (Capital gain: CY) คำนวณจาก (ราคาปิดสิ้นปีที่ t - ราคาปิดสิ้นปีที่ t - 1) หารด้วยราคาปิดสิ้นปีที่ t - 1 $\times 100$

ตัวแปรควบคุม ได้แก่

1. ความสามารถในการทำกำไร วัดด้วย
 - อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)
 - อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)
 - อัตรากำไรสุทธิ (NPM)
2. อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR)
3. สินทรัพย์รวม (TA)

3.2.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

1. ศึกษาข้อมูล ทฤษฎีความหมาย การวิเคราะห์งบการเงิน การลงทุน คณะกรรมการกำกับดูแลกิจการ และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องแล้วกำหนดเนื้อหา ขอบเขตข้อมูลต่าง ๆ ของงานวิจัยให้ครอบคลุมตัวแปรที่กำหนด ข้อมูลจาก SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และฐานข้อมูลจากเว็บไซต์ www.set.or.th, www.settrade.com จากสรุปข้อมูลสนเทศบริษัทจดทะเบียน

2. รวบรวมข้อมูลจากข้อมูลสนเทศบริษัทจดทะเบียนของแต่ละบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างย้อนหลัง 3 ปี

3. นำตัวแปรอิสระและตัวแปรตามที่เป็นข้อมูลเชิงคุณภาพมาทำการทดสอบความสมบูรณ์และความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูล ก่อนเข้าสู่กระบวนการประมวลผลเพื่อป้องกันการนำข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่มีค่าเกินปกติ มาทำการทดสอบรวมอยู่ด้วยซึ่งอาจทำให้ค่าที่ได้ผิดเพี้ยนไป โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติในการคำนวณค่าสถิติ

3.3 การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้

เมื่อเก็บรวบรวมข้อมูลและทำการกรอกข้อมูลแล้วจากนั้นนำไปประมวลผลด้วยโปรแกรมทางคอมพิวเตอร์ โดยการทดสอบสมมติฐานในการวิจัยครั้งนี้ได้มีการกำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติไว้ที่ระดับ .05 จากนั้นทำการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ ดังนี้

3.3.1 การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive analysis) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลค่าต่ำสุด (Min) ค่าสูงสุด (Max) ค่าความถี่ ร้อยละ ค่าเฉลี่ย (Mean) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) เพื่ออธิบายลักษณะทั่วไปข้อมูล ตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุมและผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ

3.3.2 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation) ใช้หาค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร 2 ตัวแปร โดยกำหนดการยอมรับสมมติฐานที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ส่วนการแปลผลค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (r) จะมีค่าอยู่ระหว่าง -1 ถึง 1 ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 แบบ คือ

1. ความสัมพันธ์เชิงบวก (Positive Correlation) เป็นความสัมพันธ์ที่ผันแปรไปในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ เมื่อตัวแปรต้นมีค่ามากตัวแปรตามก็มีแนวโน้มผันแปรไปในทิศทางที่มากขึ้น และถ้าตัวแปรต้นมีค่าน้อยตัวแปรตามก็มีแนวโน้มลดลง

2. ความสัมพันธ์เชิงลบ (Negative Correlation) เป็นความสัมพันธ์ที่ผันแปรไปในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือเมื่อตัวแปรต้นมีค่ามากขึ้นตัวแปรตามก็มีแนวโน้มผกผันไปในทิศทางตรงกันข้าม แต่ถ้าตัวแปรต้นมีค่าน้อยตัวแปรตามก็มีแนวโน้มที่จะสูงขึ้น แต่ถ้าค่าที่ได้เข้าใกล้ศูนย์มากเท่าไรก็แสดงว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์กันน้อย ส่วนการแปลความหมายของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่คำนวณได้มีความหมายดังนี้ (Hinkle, 1998)

$r = 0$ ถึง 0.29 มีความสัมพันธ์กันในระดับต่ำมาก

$r = 0.30$ ถึง 0.49 มีความสัมพันธ์กันในระดับต่ำ

$r = 0.50$ ถึง 0.69 มีความสัมพันธ์กันในระดับปานกลาง

$r = 0.70$ ถึง 0.89 มีความสัมพันธ์กันในระดับสูง

$r = 0.90$ ถึง 1.00 มีความสัมพันธ์กันในระดับสูงมาก

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน ถ้ามีค่ามากกว่า 0.75 แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันมาก ทำให้เกิด Multi Collinearity (ฐณัฐ วงศ์สายเชื้อ, 2559)

3.3.3 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) ใช้ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่มีอยู่หลายตัวกับตัวแปรตามเพียงหนึ่งตัว และระหว่างตัวแปรอิสระเองจะต้องไม่มีความสัมพันธ์กันมากกว่าตัวแปรตาม

3.3.4 การวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว (One-way ANOVA) เป็นการศึกษาปัจจัยหรือแฟกเตอร์ (factor) ที่มีผลทำให้ข้อมูลแตกต่างกันเพียงปัจจัยเดียว โดยที่ปัจจัยนั้นอาจมีหลาย ๆ ระดับเรียกกระดับต่าง ๆ ของปัจจัยว่าทรีทเมนต์ (treatment) ดังนั้น จึงเป็นการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของข้อมูลในระดับต่าง ๆ ของปัจจัยนั่นเอง นิยมเรียกข้อมูลว่าค่าสังเกตและหน่วยแ่งนับที่ให้ข้อมูลว่าหน่วยทดลอง (experimental unit)

3.4 การนำเสนอข้อมูล

ผู้วิจัยนำข้อมูลทั้งหมดที่ได้จากการรวบรวมมาตรวจสอบความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลที่ต้องมีความต่อเนื่องกัน จากนั้นนำไปวิเคราะห์และทำการประมวลผลข้อมูลโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติและทางการอธิบายผล และสรุปผลการวิเคราะห์ตัวแปรต่าง ๆ ซึ่งผู้วิจัยจะทำการนำเสนอในบทที่ 4 และบทที่ 5 ต่อไป

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

4.1 การนำเสนอการวิเคราะห์ข้อมูล

ในบทนี้จะกล่าวถึงผลการวิจัยความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการและผลตอบแทนจากการลงทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ซึ่งผู้วิจัยวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) การวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว (One-Way ANOVA) และการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิที่เกี่ยวข้องของกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้มีการเผยแพร่ต่อสาธารณชนโดยผ่านช่องทางสื่อประเภทต่าง ๆ ซึ่งได้แก่ ข้อมูลจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย และงบการเงินของบริษัทต่าง ๆ ซึ่งมีผลการศึกษาดังนี้

4.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

4.2.1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตารางที่ 4.1 แสดงการเปรียบเทียบจำนวนบริษัททั้งหมดที่ได้รับระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ดีเลิศ ดีมาก ดี และต่ำกว่าดี ในช่วงระยะเวลาปี พ.ศ.2560-2562 โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

| ปี | ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (จำนวนบริษัท) | | | | รวม |
|------|--|-------------|----------|---------------------|-----|
| | ดีเลิศ (CG5) | ดีมาก (CG4) | ดี (CG3) | ไม่มีรายงานผล (CG0) | |
| 2560 | 48 | 30 | 10 | 12 | 100 |
| 2561 | 58 | 31 | 9 | 2 | 100 |
| 2562 | 67 | 24 | 8 | 1 | 100 |
| รวม | 173 | 85 | 27 | 15 | 300 |

จากตารางที่ 4.1 ผลการประเมินจะมี 4 ระดับ คือ ดีเลิศ ดีมาก ดี และไม่มีคะแนน ซึ่ง 5 คะแนนจะเป็นดีเลิศ 4 คะแนนจะเป็นดีมาก 3 คะแนนจะเป็นดี และผลการประเมินที่ต่ำกว่าดีลงมาจะไม่มีคะแนน ประชากรเป้าหมายของงานวิจัยนี้ ประกอบด้วย บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มSET100 และได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากทางสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors Association: IOD) ระหว่างปี พ.ศ.

2560 - 2562 โดยปี 2560 มีจำนวนบริษัทที่เข้าร่วมโครงการเป็นจำนวนทั้งสิ้น 100 บริษัท ประกอบด้วย บริษัทที่มีคะแนนดีเลิศ 48 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 48, บริษัทที่มีคะแนนดีมาก 30 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 30, บริษัทที่มีคะแนนดี 10 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 10, และบริษัทที่ไม่มีคะแนน 12 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 12 ปี 2561 มีจำนวนบริษัทที่เข้าร่วมโครงการเป็นจำนวนทั้งสิ้น 100 บริษัท ประกอบด้วย บริษัทที่มีคะแนนดีเลิศ 58 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 58, บริษัทที่มีคะแนนดีมาก 31 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 31, บริษัทที่มีคะแนนดี 9 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 9, และบริษัทที่ไม่มีคะแนน 2 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 2 ปี 2562 มีจำนวนบริษัทที่เข้าร่วมโครงการเป็นจำนวนทั้งสิ้น 100 บริษัท ประกอบด้วย บริษัทที่มีคะแนนดีเลิศ 67 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 67, บริษัทที่มีคะแนนดีมาก 24 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 24, บริษัทที่มีคะแนนดี 8 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 8, และบริษัทที่ไม่มีคะแนน 1 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 1

โดยจะเห็นได้ว่าผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการด้านความรับผิดชอบต่อของคณะกรรมการมีแนวโน้มดีขึ้น กล่าวคือ บริษัทที่มีผลการประเมินระดับดีเลิศมีจำนวนเพิ่มขึ้นทุกปี คือ ผลการประเมินดีเลิศเพิ่มขึ้นจาก 48 บริษัทในปี 2560 เป็น 58 บริษัทในปี 2561 และ 67 บริษัทในปี 2562 ส่วนบริษัทที่ไม่มีรายงานผลการประเมินลดลงจาก 12 บริษัท ในปี 2560 เป็น 2 บริษัทในปี 2561 และ 1 บริษัทในปี 2562 และบริษัทที่มีผลการประเมินระดับดีมาก และดี ก็มีแนวโน้มลดลงเช่นกัน ทั้งนี้เนื่องจากบริษัทเหล่านี้ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการดีขึ้นจากปีก่อนหน้า เช่น จากไม่มีรายงานผล เป็นระดับดีจากระดับดีเพิ่มขึ้นเป็นระดับดีมาก และระดับดีมากเพิ่มขึ้นเป็นระดับดีเลิศ เป็นต้น

ตารางที่ 4.2 แสดงค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรทั้งหมด

| ตัวแปร | ความถี่ | ค่าเฉลี่ย | ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน | ค่าสูงสุด | ค่าต่ำสุด |
|-------------|---------|-----------|-------------------------|-----------|-----------|
| ตัวแปรตาม | | | | | |
| SR (%) | | 3.07 | 2.58 | 14.49 | -0.55 |
| ตัวแปรอิสระ | | | | | |
| CG5 | 173 | | | | |
| CG4 | 85 | | | | |
| CG3 | 27 | | | | |
| CG0 | 15 | | | | |

ตารางที่ 4.2 แสดงค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรทั้งหมด (ต่อ)

| ตัวแปร | ความถี่ | ค่าเฉลี่ย | ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน | ค่าสูงสุด | ค่าต่ำสุด |
|--------------|---------|-----------|-------------------------|-----------|-----------|
| ตัวแปรควบคุม | | | | | |
| ROE (%) | | 14.47 | 12.84 | 64.76 | -75.29 |
| NPM (%) | | 15.34 | 14.35 | 128.17 | -10.40 |
| CR (เท่า) | | 1.70 | 1.11 | 7.15 | 0.12 |
| TA (ล้านบาท) | | 270,656 | 646,938 | 3,293,889 | 3,206 |
| Log (TA) | | 5.43 | 5.81 | 6.52 | 3.51 |

จากตาราง 4.2 ข้างต้นสามารถอธิบายตัวแปรต่างๆ ได้ดังนี้

ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญกลุ่ม SET100 ในช่วงเวลาที่ศึกษามีค่าเฉลี่ย 3.07% มีค่าสูงสุด 14.49% และค่าต่ำสุด คือ ขาดทุน 0.55% กลุ่มตัวอย่างมีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการด้านความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการระดับดีเลิศจำนวน 173 ข้อมูล รองลงมาคือ ระดับดีมากจำนวน 85 ข้อมูล ระดับดีจำนวน 27 ข้อมูล และไม่มีรายงานผลการประเมินจำนวน 15 ข้อมูล ตามลำดับ ส่วนความสามารถในการทำกำไรวัดด้วยผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเฉลี่ย 14.47% ค่าสูงสุด 64.76% และค่าต่ำสุด -75.29% ความสามารถในการทำกำไรวัดจากอัตรากำไรสุทธิมีค่าเฉลี่ย 15.34% ค่าสูงสุด 128.17% และค่าต่ำสุด -10.40% สภาพคล่องวัดจากอัตราสวนเงินทุนหมุนเวียนมีค่าเฉลี่ย 1.70 เท่า ค่าสูงสุด 7.15 เท่า และค่าต่ำสุด 0.12 เท่า ขนาดบริษัทวัดด้วยสินทรัพย์รวมสุทธิมีค่าเฉลี่ย 270,656 ล้านบาท ค่าสูงสุด 3,293,889 ล้านบาท และค่าต่ำสุด 3,206 ล้านบาท

4.2.2 ผลการวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐาน

4.2.2.1 ผลการทดสอบสมมติฐานกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนการกำกับกิจการที่แตกต่างกัน มีผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญแตกต่าง โดยใช้สถิติการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว (One-way ANOVA) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ได้ผลแสดงดังตารางที่ 4.3 และ 4.4

ตารางที่ 4.3 ผลการทดสอบผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญจำแนกตามที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกัน

| | แหล่งความแปรปรวน | SS | df | MS | F | p |
|--|------------------|---------|-----|-------|-------|--------|
| อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (SR) | ระหว่างกลุ่ม | 91.01 | 3 | 30.34 | 4.747 | .003** |
| | ภายในกลุ่ม | 1891.34 | 296 | 6.39 | | |
| | รวม | 1982.35 | 299 | | | |

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

ตารางที่ 4.4 การเปรียบเทียบความแตกต่างรายคู่ของผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ จำแนกตามคะแนนการกำกับดูแลกิจการ

| คะแนนการกำกับดูแลกิจการ | CG3 | CG4 | CG5 |
|-------------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| CG0 | -2.11** (.010) | -1.867** (.009) | -2.444** (.000) |
| CG3 | | 0.246 (.660) | -0.332 (.526) |
| CG4 | | | -0.577 (.086) |

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

จากตารางที่ 4.3 พบว่า กลุ่มบริษัทที่มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการด้านความรับผิดชอบต่อของคณะกรรมการแตกต่างกัน มีผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 เมื่อทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญรายคู่ด้วยสถิติ LSD (Least Significant Difference) ดังตารางที่ 4.4 พบว่า 1) กลุ่มที่มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับดีเลิศ มีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญสูงกว่ากลุ่มที่ไม่มีรายงานผลการประเมิน 2.44% 2) กลุ่มที่มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับดีมาก มีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญสูงกว่ากลุ่มที่ไม่มีรายงานผลการประเมิน 1.87% และ 3) กลุ่มที่มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับดี มีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญสูงกว่ากลุ่มที่ไม่มีรายงานผลการประเมิน 2.11% ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .05

4.2.2.2 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสองตัวแปร โดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation) เพื่อทดสอบว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมไม่เกิดปัญหาว่ามีความสัมพันธ์กันเองหรือไม่เกิดปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.5 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

| ตัวแปร | SR | ROE | NPM | CR | Log (TA) |
|----------|------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| SR | 1.00 | .061 (.299) | .067 (.254) | .157** (.007) | .184** (.001) |
| ROE | | 1.00 | .407** (.000) | .070 (.230) | .147** (.011) |
| NPM | | | 1.00 | .143** (.014) | .034 (.557) |
| CR | | | | 1.00 | -.044 (.452) |
| Log (TA) | | | | | 1.00 |

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

จากตารางที่ 4.5 พบว่า ตัวแปรทำนายซึ่งได้แก่ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม ที่มีความสัมพันธ์กันมากที่สุด คือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์กับอัตรากำไรสุทธิ (NPM) โดยมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันในระดับต่ำด้วยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ .407 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 รองลงมา ได้แก่ ROE มีความสัมพันธ์กับ TA และ NPM มีความสัมพันธ์กับ CR โดยมีความสัมพันธ์ในระดับต่ำมากและมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ .147 และ .143 ตามลำดับ ซึ่งพบว่า ไม่มีตัวแปรทำนายคู่ใดมีความสัมพันธ์ตั้งแต่ .75 ขึ้นไป ดังนั้น จึงไม่มีปัญหาความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรทำนาย หรือไม่มีปัญหา Multicollinearity

4.2.2.3 ผลการทดสอบสมมติฐาน อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการและตัวแปรควบคุมที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression)

ตารางที่ 4.6 ผลการทดสอบสมมติฐาน อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการและตัวแปรควบคุมที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

| ตัวแปร | Unstandardized coefficient | | Standardized coefficient | t | sig |
|----------|----------------------------|------------|--------------------------|--------|------|
| | B | Std. Error | β | | |
| ค่าคงที่ | -2.841** | 1.435 | | -1.980 | .049 |
| CG5 | 2.376** | 0.754 | 0.458** | 3.152 | .002 |
| CG4 | 2.028** | 0.780 | 0.358** | 2.601 | .010 |
| CG3 | 2.087** | 0.864 | 0.236** | 2.415 | .016 |
| ROE | 0.017 | 0.013 | 0.087 | 1.373 | .171 |
| NPM | 0.004 | 0.011 | 0.020 | 0.314 | .754 |
| CR | 0.373** | 0.139 | 0.160** | 2.686 | .008 |
| Log (TA) | 0.582** | 0.241 | 0.151** | 2.419 | .016 |

F = 3.785**, sig .001, R = 0.292, R² = 0.085, Adjust R² = 0.063

ตัวแปรตาม คือผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (SR)

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

จากตารางที่ 4.6 พบว่า ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ 6.30% ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 โดยระดับดีเลิศมีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุน 2.378% หรือเพิ่มขึ้น 45.8% รองลงมา ได้แก่ ระดับดีมาก และระดับดี โดยส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ 2.028% และ 2.087% หรือเพิ่มขึ้น 35.8% และ 23.6% ตามลำดับ และยังพบว่าสภาพคล่องของกิจการที่วัดด้วยอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนและขนาดของกิจการที่วัดด้วยสินทรัพย์รวมมีอิทธิพลทางบวกต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ ถ้าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเพิ่มขึ้น 1 เท่า จะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น 16.0% และถ้าสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น 10 ล้านบาท (หรือ log TA เพิ่มขึ้น 1 หน่วย) ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น 15.1% และสามารถเขียนสมการถดถอยได้ดังนี้

$$SR = -2.841 + 2.376CG5 + 2.028CG4 + 2.087CG3 + 0.017ROE + 0.004NPM + 0.373CR + 0.582\log(TA)$$

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

จากการวิเคราะห์หัตถิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 มีประเด็นสำคัญในการอภิปรายผลการวิจัย ดังนี้

กลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่มีผลการประเมินการกำกับกิจการอยู่ในระดับดีเลิศ รองลงมาเป็นระดับดีมาก ระดับดี และไม่มีผลคะแนนซึ่งมีน้อยที่สุด ทั้งนี้เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน ในกลุ่ม SET100 ซึ่งเป็นกลุ่มกิจการที่มีมูลค่าการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ จำนวน 100 ลำดับแรก ย่อมเป็นกิจการที่ได้รับการยอมรับและเป็นที่น่าสนใจลงทุนของนักลงทุน ดังนั้น จึงเป็นบริษัทที่ผ่านการพิจารณากรองเพื่อเลือกลงทุนของนักลงทุน ซึ่งย่อมจะต้องเป็นกิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีความโปร่งใส ตรวจสอบได้ ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยที่พบว่า หากกิจการมีปัญหาด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีย่อมไม่เป็นที่สนใจลงทุนของนักลงทุน จึงไม่สามารถมีมูลค่าซื้อขายมากในลำดับต้น ๆ ได้

จากผลการวิจัยที่พบว่ากลุ่มบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับดีเลิศ ระดับดีมาก และระดับดี มีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญสูงกว่ากลุ่มบริษัทที่ไม่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการ และกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับดีเลิศ ระดับดีมาก และระดับดี มีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 นั้น สอดคล้องแนวคิดที่ว่ากิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีหรือมีการรายงานคะแนนการประเมินย่อมมีผลการดำเนินงานที่ดีและยั่งยืนในระยะยาว จึงส่งผลให้ผู้ถือหุ้นสามัญหรือเจ้าของกิจการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนสูงกว่ากลุ่มที่ไม่มีคะแนนรายงานการกำกับดูแลกิจการ

จากผลการศึกษาที่พบว่าสภาพคล่องของกิจการและขนาดกิจการ มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น ทั้งนี้เนื่องจากกิจการที่มีขนาดใหญ่ย่อมเป็นกิจการที่มีความมั่นคงสูง ทำให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นในการลงทุน ส่วนกิจการที่มีสภาพคล่องสูง จะมีความเสี่ยงทางการเงินต่ำ และสามารถจ่ายเงินปันผลได้มาก ซึ่งทั้งสองปัจจัยเป็นผลให้ความต้องการลงทุนในหุ้นสามัญของกิจการเพิ่มขึ้น ทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้น นักลงทุนจึงได้รับผลตอบแทนในรูปกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ และเงินปันผลตอบแทน จึงส่งผลให้ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ผลการศึกษายังพบว่าบริษัทที่มีผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการทั้ง 3 กลุ่ม มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น โดยกลุ่มที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับดีเลิศ มีผลต่อ

ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น มากกว่ากลุ่มที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับดีมาก และมีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นมากกว่ากลุ่มที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับดี ตามลำดับ ผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับแนวความคิดการนำรายงานการกำกับดูแลกิจการมาใช้กับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ว่าบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่สูง จะทำให้นักลงทุนมั่นใจขึ้นว่าได้ลงทุนในธุรกิจที่มีการบริหารงานอย่างเป็นธรรม มีความโปร่งใส ดังนั้นบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการสูงกว่าจึงมีผลต่อผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับจากการลงทุนมากกว่าด้วย นอกจากนี้ผลการวิจัยยังสอดคล้องกับผลการวิจัยของภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร (2560) ที่พบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการสามารถอธิบายมูลค่าธุรกิจได้

อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ROE) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มSET100 ไปในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ เมื่ออัตราส่วนผลตอบแทนผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นจะทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นตามเป็นการบ่งบอกถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ดีที่ส่งผลให้กิจการมีกำไรเพิ่มขึ้น สามารถตอบสนองความต้องการของผู้ถือหุ้นในรูปแบบของเงินปันผล สอดคล้องกับงานวิจัยของดารารัตน์ สุขแก้ว (2561) ที่ศึกษาคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ และการส่งสัญญาณเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลในการลดปัญหาตัวแทน และสอดคล้องกับงานวิจัยของนพดล สังข์ลาย (2559) ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างวงจรธุรกิจกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่พบว่า อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลกับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น กล่าวคือ เมื่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นอัตราเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้นก็จะเพิ่มขึ้นด้วย แสดงว่ากิจการมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่สามารถสร้างผลกำไรเพื่อเป็นผลตอบแทนกลับคืนมายังผู้ถือหุ้นในรูปแบบของเงินปันผล ทั้งนี้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นยังสามารถใช้เป็นตัวบ่งชี้ถึงผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในรูปแบบของเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนได้

5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย

สมาคมส่งเสริมกรรมการบริษัทไทยมีการเปิดเผยรายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้รับคะแนนระดับดีขึ้นไปเท่านั้น ทำให้ไม่สามารถเก็บรวบรวมข้อมูลของบริษัทที่ได้รับคะแนนประเมินในระดับต่ำกว่าดีในแต่ละปีได้

5.3 ข้อเสนอแนะที่ได้จากการวิจัย

1. จากผลการศึกษาที่พบว่า บริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการ อยู่ในระดับยิ่งสูง จะส่งผลให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญยิ่งมาก ดังนั้น ในการวิเคราะห์เพื่อตัดสินใจเลือกลงทุนในหุ้นสามัญ นักลงทุนควรให้ความสำคัญกับผลการประเมินระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ประกอบการตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์ลงทุนด้วย โดยควรเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการกำกับดูแลกิจการในระดับดีเลิศ รองลงมาเป็นระดับดีมาก และระดับดี และไม่ควรถกลงทุนในกิจการที่ไม่มีคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ทั้งนี้เนื่องจากพบว่ากิจการที่ไม่มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ จะให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญต่ำกว่ากลุ่มที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการทุกระดับ และกิจการที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับดีเลิศจะให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญสูงที่สุด รองลงมาคือ กลุ่มที่มีคะแนนระดับดีมาก และระดับดี ตามลำดับ

2. สำหรับนักลงทุนก่อนจะตัดสินใจลงทุนควรศึกษาถึงผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ให้ครอบคลุมทั้งผลตอบแทนในรูปเงินปันผลตอบแทนและกำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้น ไม่ควรพิจารณาเพียงเงินปันผลที่จะได้รับจากการลงทุนเพียงอย่างเดียว ทั้งนี้เนื่องจากกิจการที่จ่ายเงินปันผลมากอาจมิได้หมายความว่ากิจการนั้นมีฐานะทางการเงินที่ดีเสมอไป แต่อาจจะเกิดจากปัจจัยอื่น เช่น กิจการที่ไม่มีแนวโน้มการขยายกิจการจึงไม่มีความจำเป็นต้องลงทุนเพิ่ม จึงจ่ายเงินปันผลจำนวนมาก ทำให้เงินปันผลตอบแทนสูงแต่อาจไม่ได้รับผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาหุ้นหรือได้รับในอัตราที่น้อย ในทางตรงกันข้ามกิจการที่มีแนวโน้มเติบโต ต้องการเงินทุนเพื่อขยายกิจการ จึงมักจะจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำเพื่อนำผลกำไรที่ได้จากการดำเนินงานไปใช้ในการลงทุนขยายกิจการ ซึ่งจะทำให้กำไรในอนาคตมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ราคาหุ้นสามัญสูงขึ้น นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนสูงจากกำไรจากการขายหุ้นสามัญ ดังนั้น นักลงทุนควรพิจารณาผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุนในหุ้นสามัญทั้งในรูปของเงินปันผลตอบแทนและกำไรจากการขายหลักทรัพย์ และผลตอบแทนในรูปแบบอื่น ๆ เช่น สิทธิในการซื้อหุ้นสามัญหรือวอร์แรนท์ เป็นต้น

5.4 ข้อเสนอแนะเพื่อการศึกษาครั้งต่อไป

1. ควรขยายขอบเขตการศึกษารายกลุ่มอุตสาหกรรมเพื่อเปรียบเทียบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนในหุ้นสามัญของแต่ละอุตสาหกรรม
2. ควรศึกษาเพิ่มเติมในประเด็นการกำกับดูแลกิจการว่าส่งผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญผ่านผลการดำเนินงานของกิจการหรือไม่
3. ควรศึกษาเพิ่มเติมปัจจัยอื่น ๆ เช่น ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญร่วมกับอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการเพื่อสามารถอธิบายผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น

บรรณานุกรม

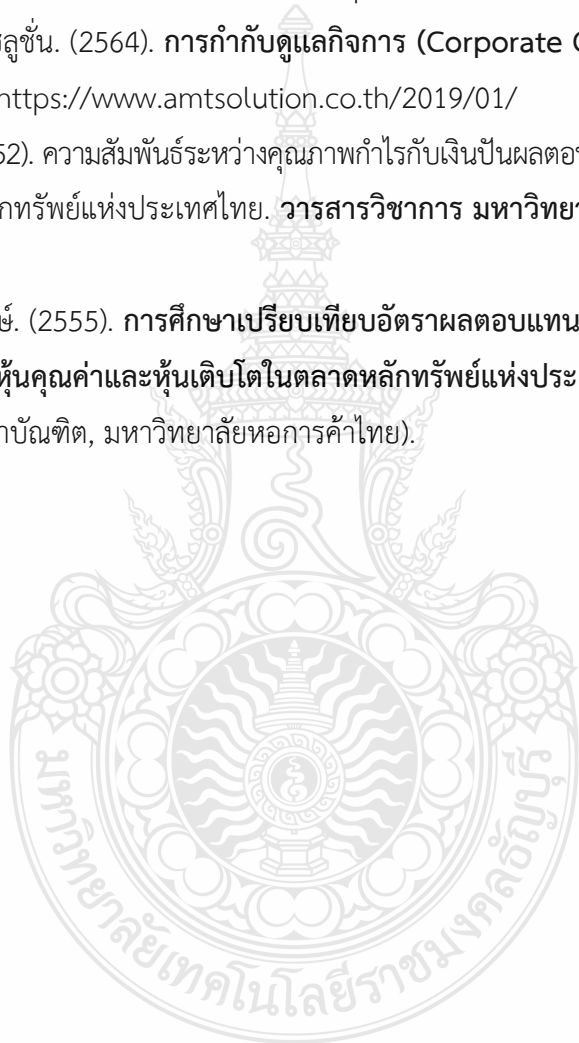
- กัลยานี ภาคอิต และ ชยงการ ภมรมาศ. (2561). เงินปันผลและผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. *Veridian E-Journal, Silpakorn*, 11(2), 1405 - 1421.
- ดาร์รัตน์ สุขแก้ว. (2561). คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ และการส่งสัญญาณเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลในการลดปัญหาตัวแทน. *Thammasat Economic Journal*, 36(1), 32 - 44.
- ทศวรรษ ศาลาผาย และ สุภาวดี ชอบเสร็จ. (2560). ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดี และคุณภาพของผู้สอบบัญชีที่มีต่อความสามารถของข้อมูลกำไรและข้อมูลเงินปันผลในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ : กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน การประชุมวิชาการระดับชาติ “นวัตกรรมและเทคโนโลยีวิชาการ 2017” “วิจัยจากองค์ความรู้สู่การพัฒนาอย่างยั่งยืน” (น. 447 - 463). อุตรธานี: มหาวิทยาลัยราชภัฏอุตรธานี.
- ธัญญา ฉัตรร่มเย็น. (2558). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100. (การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).
- ณัฐฉาญ เจนวิทยาโรจน์. (2561). ผลตอบแทนและความต่อเนื่องของผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวม หุ้นระยะยาวที่มีนโยบายเชิงรุกและกองทุนรวมหุ้นไทย เพื่อการเลี้ยงชีพที่มีนโยบายเชิงรุก. *วารสารบริหารธุรกิจ นิต้า*, (22), 61 - 86.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2564). ข้อมูลบริษัทในกลุ่ม SET100. สืบค้นจาก <https://www.set.or.th/th/market/index/set100/overview>
- นพดล สังข์ลาย. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรรูจกกับการจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (งานนิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยบูรพา).
- นักลงทุน. (2561). เราจะประมาณการเติบโต (Growth) อย่างไร. สืบค้นจาก <https://www.finnomena.com/investment-reader/growth/>
- บุญญฉัตร บุญญาลัย. (2559). ผลตอบแทนการลงทุนของหุ้นสามัญตามผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ กรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).

บรรณานุกรม (ต่อ)

- ปราบริปู พัฒนภูมิไธ. (2563). ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น SET100 กับโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (สารนิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยมหิดล).
- เพ็ญจันทร์ แสงอวรุ. (2562). การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI. (วิทยานิพนธ์ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต).
- พิศาล วรฐิติชัยรักษ์. (2554). ผลตอบแทนของพอร์ตการลงทุนในหุ้นสามัญด้วยวิธีการลงทุนแบบเน้นคุณค่าในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระปริญญา มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ).
- ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร. (2559). ผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียน กลุ่มดัชนี SET 50: บทบาทและความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้นรายใหญ่. วารสารวิทยาการจัดการ สมัยใหม่, 9(1), 31 - 45.
- ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร. (2560). คะแนนการกำกับดูแลกิจการและปัจจัยที่มีบทบาทต่อมูลค่าธุรกิจ บริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย. วารสารบริหารธุรกิจเทคโนโลยีมหานคร, 14(1), 1 - 24.
- ภาณุพันธุ์ อุดมผล. (2560). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มหุ้นสามัญขนาดใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระปริญญา มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ).
- รวี ลงกานี, อริยพงษ์ พันธุ์ศรีวงศ์ และ เกรียงไกร ก้อนคำ. (2560). ผลการลงทุนของหุ้นคุณค่าในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์, 39(151), 49 - 72.
- เริงรัก จำปาเงิน. (2544). การจัดการการเงิน. กรุงเทพฯ: บุ๊คเน็ต.
- วรลักษณ์ อิศรางกูร ณ อยุธยา. (2558). ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระปริญญา มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).
- ศิลปพร ศรีจันทเพชร. (2551). ทฤษฎีบริษัทภิบาล. สืบค้นจาก <http://www.jba.tbs.tu.ac.th/files/Jba120/Column/JBA120SinlapapornC.pdf>
- สาริยา นวลถวิล. (2563). อัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี sSET. (การค้นคว้าอิสระปริญญา มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี).

บรรณานุกรม (ต่อ)

- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน. (2553). **เครื่องมือเพื่อการวิเคราะห์การลงทุน การเงินธุรกิจ**.
กรุงเทพฯ: สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2564). **ข้อมูลคะแนนการกำกับดูแลกิจการ**. สืบค้นจาก
<https://www.thai-iod.com/th/index.asp>
- สำนักงาน เอ.เอ็ม.ที โซลูชั่น. (2564). **การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance :CG)**.
สืบค้นจาก <https://www.amtsolution.co.th/2019/01/>
- อิสริย์ โชวีวัฒนา. (2552). ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **วารสารวิชาการ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย**, 29(3),
48 - 66.
- เอกลักษณ์ กาญจนฤกษ์. (2555). **การศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในกลุ่ม
หลักทรัพย์หุ้นคุณค่าและหุ้นเติบโตในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. (การค้นคว้าอิสระ
ปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย).



ประวัติผู้เขียน

| | |
|------------------|--|
| ชื่อ - สกุล | นางสาวมูจจรินทร์ วัฒนະສຄິຕຍ໌ |
| วัน เดือน ปีเกิด | 7 กรกฎาคม 2535 |
| ที่อยู่ | 51/201 ม.5 ต.คลองสาม อ.คลองหลวง จ.ปทุมธานี 12120 |
| การศึกษา | ปริญญาตรี คณะบัญชี มหาวิทยาลัยกรุงเทพ |
| ประสบการณ์ทำงาน | Accountant: บริษัท เบลตัน อินดรัสเตรียล (ประเทศไทย) จำกัด Internal Auditor: บริษัท เอสวีไอ จำกัด (มหาชน) Accountant: บริษัท ลูเมนต้า อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล (ประเทศไทย) จำกัด |
| เบอร์โทรศัพท์ | 093-535-4496 |
| อีเมล | Mujjarin_w@mail.rmutt.ac.th Lookkaew070707@gamil.com |



การค้นคว้าอิสระฉบับนี้เกิดจากการค้นคว้าและวิจัย ขณะที่ข้าพเจ้าศึกษาอยู่ในคณะ
บริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี ดังนั้นงานวิจัยในการค้นคว้าอิสระฉบับนี้ถือเป็น
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี และข้อความต่างๆ ในการค้นคว้าอิสระฉบับนี้
ข้าพเจ้าขอรับรองว่าไม่มีการคัดลอกหรือนำงานวิจัยของผู้อื่นมานำเสนอในชื่อของข้าพเจ้า

This independent study consists of research materials conducted at Faculty of
Business Administration, Rajamangala University of Technology Thanyaburi and hence
the copyright owner. I hereby certify that the independent study does not contain any
forms of plagiarism.



นางจริญญา วัฒนเสถียร
(นางสาวมุจจรินทร์ วัฒนเสถียร)