

ความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Relationship between Assets Growth and Stock Returns of Listed Companies on The Stock Exchange of Thailand

สิริรัตน์ จอดนออก (Sirirat Jodnok)¹* ดร.ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย (Dr.Chaiwuth Tangsomchai)**

อธิเมศร์ เชษฐธีระพัชร (Athimet Chetteeraphat)***

(Received: January 22, 2019; Revised: April 5, 2019; Accepted: April 9, 2019)

บทคัดย่อ

การศึกษานี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด จำนวน 414 บริษัท ในช่วงเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546-2559 รวมเป็นจำนวน 5,796 ข้อมูล โดยทำการศึกษาร่วมสองขั้นตอน ขั้นตอนที่หนึ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ พร้อมทั้งเปรียบเทียบอิทธิพลของการเติบโตของสินทรัพย์กับตัวแปรอิสระอื่นๆ โดยผลการทดสอบจากขั้นตอนนี้ พบว่า การเติบโตของสินทรัพย์และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงผกผัน และการเติบโตของสินทรัพย์เป็นตัวแปรอิสระที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากกว่าตัวแปรอิสระอื่นๆ และขั้นตอนที่สองศึกษาประเภทของการเติบโตของสินทรัพย์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ผลการทดสอบจากขั้นที่สอง พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงผกผันระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยเฉพาะที่มาจากจัดหาเงินทุนจากภายนอกบริษัท

ABSTRACT

This study examined the relationship between asset growth and stock return of listed companies in The Stock Exchange of Thailand. The samples used in the study were the company listed on the Stock Exchange of Thailand in total of 414 companies during the period from 2003 to 2016 with a total of 5,796 data. Conducted through two steps, the first step was to study the relationship between asset growth and stock return. While comparing the influence of asset growth and other independent variables, the test results from this stage showed that asset growth and the stock return had an inverse relationship. Asset growth was an independent variable that influenced stock return the most. The second step examined various types of asset growth and stock return. The test results from the second stage showed that there was an inverse relationship between asset growth and stock return, especially that from the external source of financing.

คำสำคัญ: สินทรัพย์รวม การเติบโตของสินทรัพย์ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์

Keywords: Total asset, Asset growth, Stock returns

¹Correspondent author: Miewmaru@gmail.com

* นักศึกษา หลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาการเงินและการธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

** ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ภาควิชาการเงินและการธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

*** อาจารย์ ภาควิชาการเงินและการธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

บทนำ

การศึกษาตลาดทุนเป็นสิ่งที่คนในยุคปัจจุบันให้ความสนใจเป็นอย่างมากเนื่องจากสามารถทำให้เป็นแหล่งรายได้ที่สอง หากมีการศึกษาทำความเข้าใจเกี่ยวกับข้อมูลต่างๆมาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน หนึ่งในปัจจัยที่สำคัญสำหรับการศึกษาด้านตลาดทุน คือ ความสามารถในการประเมินผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เพราะความสามารถในการประเมินผลตอบแทนของหลักทรัพย์ จะช่วยลดความเสี่ยงในการขาดทุนจากการลงทุนได้ในระดับหนึ่ง โดยความสามารถในการประเมินผลตอบแทนของหลักทรัพย์ จำเป็นจะต้องทราบถึงตัวแปรที่มีผลต่อการกำหนดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และรู้ถึงลักษณะของความสัมพันธ์ของตัวแปรนั้นๆที่มีต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ว่า เป็นไปในทิศทางใด จึงจะสามารถประเมินผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ เพราะการลงทุนในการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นการซื้อขายเพื่อแลกกับผลตอบแทนที่จะได้รับจากหลักทรัพย์ในอนาคต อาจได้มาในรูปของเงินปันผลจากการจ่ายสุทธิต่อการประกอบกิจการในแต่ละปี หรือส่วนต่างราคาหลักทรัพย์ ดังนั้นผู้ลงทุนจึงควรพิจารณาปัจจัยต่างๆที่สามารถส่งผลกระทบต่อความสามารถในการประเมินผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งการพิจารณาถึงปัจจัยต่างๆที่อาจส่งผลกระทบต่อผลราคาของหลักทรัพย์ จำเป็นต้องอาศัยข้อมูลข่าวสารจำนวนมากเพื่อประกอบการพิจารณาในการประเมิน และเสนอราคาเพื่อซื้อขายหลักทรัพย์ที่เหมาะสม เพราะราคาหลักทรัพย์ที่ใช้ในการซื้อมานั้นเป็นมูลค่าที่ผ่านการวิเคราะห์และประเมินผลกระทบของปัจจัยต่างๆที่อาจมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ จึงอาจกล่าวได้ว่า ราคาหลักทรัพย์ในขณะใดขณะหนึ่งได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารต่างๆที่เกี่ยวข้องไว้แล้ว [1]

สินทรัพย์รวม (Total Asset) ถือเป็นข้อมูลทางการเงินชนิดหนึ่งที่ดีได้ว่าเป็นตัวแปรสำคัญต่อการพิจารณาถึงความสามารถในการก่อให้เกิดรายได้ของกิจการในอนาคต เนื่องจากสะท้อนถึงทรัพยากรที่กิจการมีสำหรับผลิตสินค้าเพื่อจำหน่าย รวมถึงสภาพคล่องของกิจการ ซึ่งส่งผลโดยตรงต่อผลตอบแทนของบริษัท และเพื่อให้เข้าใจการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมได้ง่ายยิ่งขึ้น การพิจารณาการเติบโตของสินทรัพย์จึงเป็นทางเลือกที่ดี เนื่องจาก การใช้การเติบโตของสินทรัพย์สามารถบอกได้ถึงขนาด และทิศทางที่เปลี่ยนแปลงไปของสินทรัพย์รวม หมายถึง สามารถบอกได้ว่าสินทรัพย์รวมมีปริมาณเปลี่ยนแปลงไปเท่าใดในแต่ละปี และการเปลี่ยนแปลงนั้นเป็นการเพิ่มการลงทุน หรือเป็นการลดการลงทุนในกิจการ ในขณะที่สินทรัพย์รวมในแต่ละปีจะบ่งบอกถึงเพียงขนาดของสินทรัพย์รวมว่ามีปริมาณเท่าใด แต่ไม่บอกถึงทิศทางการเปลี่ยนแปลงไปของสินทรัพย์

จากงานวิจัยในอดีต ในต่างประเทศพบว่า การเติบโตของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงผกผันต่อผลตอบแทนของบริษัท คือ เมื่อการเติบโตของสินทรัพย์มีค่าเพิ่มขึ้น ผลตอบแทนของบริษัทกลับลดลง [2] แต่อย่างไรก็ตาม การศึกษาดังกล่าวเป็นการศึกษาในต่างประเทศ ซึ่งมีฐานข้อมูลที่ต่างไปจากประเทศไทยและพฤติกรรมทางการเงินและการบริหารบริษัทที่มีความแตกต่างกัน และยังรวมถึงกฎเกณฑ์การลงทุนที่ต่างกันไปอีก [3] จึงทำให้เกิดข้อสงสัยถึงความสัมพันธ์ของการเติบโตของสินทรัพย์กับผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สำหรับงานวิจัยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [4] เป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเจริญเติบโตของสินทรัพย์กับอัตราการเจริญเติบโตของกำไรสุทธิของบริษัทเงินทุนที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งใช้อัตราการเจริญเติบโตของกำไรสุทธิเป็นตัวสะท้อนผลอันเกิดจากอัตราการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเจริญเติบโตของสินทรัพย์กับอัตราการเจริญเติบโตของกำไรสุทธิของบริษัทเงินทุน เป็นความสัมพันธ์เชิงลบ แต่สิ่งที่ผู้ศึกษามีความสนใจศึกษา คือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Stock Return) ยิ่งไปกว่านั้น

การศึกษาของสุวิมล ทำการศึกษาเฉพาะบริษัทเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ผู้ศึกษามีความสนใจศึกษาทุกบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การค้นคว้าอิสระนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือ การเติบโตของสินทรัพย์ และผลตอบแทนของหลักทรัพย์บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด จำนวน 414 บริษัท ในช่วงเวลา ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546-2559 รวมเป็นจำนวนข้อมูล 5,796 ข้อมูล

การศึกษาเริ่มจากการทดสอบค่าผลตอบแทนเกินปกติ ในแบบจำลอง Fama-French Three Factor Model [5] เพื่อยืนยันว่ามีปัจจัยอื่นที่อาจมีผลต่อการกำหนดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หลังจากนั้นจึงนำตัวแปรการเติบโตของสินทรัพย์มาหาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ พร้อมทั้งเปรียบเทียบอิทธิพลของการเติบโตของสินทรัพย์กับตัวแปรอิสระอื่นๆ ที่ได้รับการศึกษาแล้วว่า มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์เช่นกัน อาทิเช่น สินทรัพย์เกิดจากการลงทุน [6] ระดับของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ [7] การเติบโตของยอดขาย [8] เป็นต้น พบว่าการเติบโตของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์และเป็นตัวแปรอิสระที่มีผลต่อการกำหนดผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากกว่าตัวแปรอิสระอื่นๆ ที่นำมาศึกษาเปรียบเทียบ จึงนำมาซึ่งการศึกษาเกี่ยวกับส่วนประกอบของการเติบโตของสินทรัพย์ โดยส่วนประกอบของการเติบโตของสินทรัพย์สามารถแบ่งได้เป็นสองกลุ่มใหญ่ๆ คือ 1)การเติบโตของสินทรัพย์จากการดำเนินงานของบริษัท และ 2)การเติบโตของสินทรัพย์จากเงินทุนภายนอกบริษัท พบว่า การเติบโตของสินทรัพย์จากเงินทุนภายนอกบริษัท เช่นหนี้สินหมุนเวียน และการจัดหาเงินทุนจากการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากที่สุด

โดยมุ่งหวังว่า การศึกษานี้จะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนสำหรับทำความเข้าใจถึงความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์และผลตอบแทนของกิจการ เพื่อเป็นข้อมูลประกอบในการพิจารณาประเมินราคาหลักทรัพย์ในการลงทุนได้อย่างเหมาะสม

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีการวิจัย

การค้นคว้าอิสระนี้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์จากแบบจำลองการพยากรณ์ภาคตัดขวาง ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 ถึง พ.ศ. 2559 จะต้องมีการทดสอบผลตอบแทนเกินปกติ (α) จากแบบจำลอง Fama and French Three Factor Model เพื่อเป็นการยืนยันว่ามีปัจจัยอื่นที่อาจส่งผลต่อการกำหนดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ อ้างอิงจากสมการดังนี้

$$R_t = \alpha + \beta_{im} R_{mt} + \beta_{SMB} SMB_t + \beta_{HML} HML_t$$

โดยที่	R_i	หมายถึง ผลตอบแทนของหลักทรัพย์
	R_{mt}	หมายถึง ผลตอบแทนของตลาด
	α	หมายถึง ผลตอบแทนเกินปกติ ที่เกิดจากลักษณะเฉพาะตัวของแต่ละหลักทรัพย์
	SMB_i	หมายถึง เป็นผลต่างของขนาดของกิจการในตลาดหลักทรัพย์
	HML_i	หมายถึง ส่วนต่างมูลค่าตามบัญชีต่อราคาตลาด (Book-to-market Value) ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อราคาตลาดสูงกับกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อราคาตลาดต่ำ

ขั้นตอนที่ 1: ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และเปรียบเทียบอิทธิพลจากตัวแปรอิสระการเติบโตของสินทรัพย์กับตัวแปรอิสระอื่นๆที่มีต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ จากแบบจำลอง Fama-Macbeth Cross-sectional regressions อ้างอิงจากสมการ ที่ 2 ดังนี้

$$R_{it} = C + \gamma_1 ASSETSG + \gamma_2 BM + \gamma_3 MV + \gamma_4 SALES + \gamma_5 CI + \gamma_6 NOA + \gamma_7 R_{mt} + \gamma_8 2YASSETG + \gamma_9 ACCRUALS + \gamma_{10} 5YASSETG$$

โดยที่	ASSETSG	หมายถึง การเติบโตของสินทรัพย์ระยะเวลา 1 ปี
	BM	หมายถึง มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์(ตัวแปรควบคุม)
	MV	หมายถึง ราคาต่อหลักทรัพย์ ณ วันทำการศึกษา(ตัวแปรควบคุม)
	R_{mt}	หมายถึง ผลตอบแทนของตลาด(ตัวแปรควบคุม)
	SALES	หมายถึง การเติบโตของยอดขาย
	CI	หมายถึง สินทรัพย์เกิดจากลงทุน
	NOA	หมายถึง สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ
	2YASSETG	หมายถึง การเติบโตของสินทรัพย์ระยะเวลา 2 ปี
	ACCRUALS	หมายถึง รายได้ค้างรับ
	5YASSETG	หมายถึง การเติบโตของสินทรัพย์ระยะเวลา 5 ปี

นำผลตอบแทนรายปีของหลักทรัพย์ มาทดสอบความสัมพันธ์กับปัจจัยที่ใช้วัดการเติบโตของบริษัท ได้แก่ การเติบโตสินทรัพย์ (Asset Growth) การเติบโตของยอดขาย (Growth of Sale) สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ (Net Operating Asset) การลงทุนเงินทุน (Capital Investment) ใช้วิธีการ Cross-sectional regressions ตามแบบจำลอง Fama-Macbeth Cross-sectional regressions โดยมีตัวแปรควบคุมสามตัว คือ มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ (BM: Book to Market) ราคาต่อหลักทรัพย์ ณ วันทำการศึกษา (MV: Market Value) และผลตอบแทนของตลาด (R_m : Market Return) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์และเปรียบเทียบอิทธิพลจากปัจจัยที่ใช้วัดการเติบโตของบริษัท ว่าการเติบโตสินทรัพย์ (Asset Growth) เป็นปัจจัยที่มีส่งต่อการกำหนดผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากกว่าปัจจัยอื่นๆหรือไม่

ขั้นตอนที่ 2: ศึกษาส่วนประกอบการเติบโตของสินทรัพย์จากแบบจำลอง Fama-Macbeth Cross-sectional regressions การเติบโตของสินทรัพย์เกิดจากการผลรวมของหลายปัจจัย โดยแต่ละปัจจัยอาจมีความสัมพันธ์ในทิศทางใดก็ได้กับผลตอบแทน เริ่มขั้นตอนการศึกษาโดย การแบ่งส่วนประกอบของการเติบโตของสินทรัพย์โดยสามารถแบ่งได้สองแบบ

1.1 ส่วนประกอบของการเติบโตของสินทรัพย์ แบ่งตามการเติบโตของสินทรัพย์จากการดำเนินงานของบริษัท (Internal source of fund) เป็นแหล่งเงินทุนที่ได้จากการดำเนินงานของธุรกิจ

$$\begin{aligned} \text{การเติบโตของสินทรัพย์ (ASSETG)} &= \text{อัตราการเติบโตของเงินสด} \\ &+ \text{อัตราการเติบโตของสินทรัพย์หมุนเวียนที่ไม่ใช่เงินสด} \\ &+ \text{อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน} \\ &+ \text{อัตราการเติบโตของสินทรัพย์อื่นๆ} \end{aligned}$$

1.2 ส่วนประกอบของการเติบโตของสินทรัพย์ แบ่งตามการเติบโตของสินทรัพย์จากเงินทุนภายนอกบริษัท (External source of fund) เป็นแหล่งเงินทุนที่ธุรกิจได้มาจาก สถาบันหรือหน่วยงานอื่นๆภายนอกธุรกิจ

$$\begin{aligned} \text{การเติบโตของสินทรัพย์ (ASSETG)} &= \text{อัตราการเติบโตของหนี้สินหมุนเวียน} \\ &+ \text{อัตราการเติบโตกำไรสะสม} \\ &+ \text{อัตราการเติบโตของการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์} \\ &+ \text{อัตราการเติบโตของหนี้สินไม่หมุนเวียน} \end{aligned}$$

นำส่วนประกอบการเติบโตของสินทรัพย์ทั้งหมด มาทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทน โดยใช้วิธีการ Cross-sectional regressions ตามแบบจำลองของ Fama-Macbeth อ้างอิงสมการที่ 3 ดังนี้

$$R_{it} = C + \gamma_7 \text{CASH} + \gamma_8 \text{NCA} + \gamma_9 \text{CA} + \gamma_{10} \text{OthAsset} + \gamma_{11} \text{CL} + \gamma_{12} \text{RE} + \gamma_{13} \text{Stock} + \gamma_{14} \text{NCL}$$

โดยที่	CASH	หมายถึงอัตราการเติบโตของเงินสด
	NCA	หมายถึง อัตราการเติบโตของสินทรัพย์หมุนเวียนที่ไม่ใช่เงินสด
	NC	หมายถึง อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน
	OthAsset	หมายถึง อัตราการเติบโตของสินทรัพย์อื่นๆ
	CL	หมายถึง อัตราการเติบโตของหนี้สินหมุนเวียน
	RE	หมายถึง อัตราการเติบโตกำไรสะสม
	Stock	หมายถึง อัตราการเติบโตของการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์
	NCL	หมายถึง อัตราการเติบโตของหนี้สินไม่หมุนเวียน

ผลการวิจัย

จากสมมติฐานของการศึกษา ได้กำหนดคุณสมบัติหลักที่จะเป็นตัวบ่งชี้ว่า การเติบโตของสินทรัพย์เป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อการกำหนดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งแบ่งเป็น 2 คุณสมบัติ โดยกำหนดไว้ว่า การเติบโตของสินทรัพย์จะต้องมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และมีอิทธิพลมากกว่าตัวแปรอิสระอื่นๆในการทดสอบเปรียบเทียบ และ ส่วนประกอบของการเติบโตของสินทรัพย์จะต้องมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ด้วยเช่นกัน โดยกำหนดไว้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัท

ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะต้องมีคุณสมบัติทั้ง 2 ข้อ จากการค้นคว้าอิสระสามารถสรุปผลการทดสอบได้เป็น 2 ส่วนตามคุณสมบัติที่กำหนดไว้ ดังนี้

1. ผลการศึกษาที่ได้จากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และเปรียบเทียบอิทธิพลจากการเติบโตของสินทรัพย์กับตัวแปรอื่นๆ ที่มีต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ สามารถอธิบายได้ว่าการเติบโตของสินทรัพย์และผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กันในเชิงลบ และการเติบโตของสินทรัพย์มีผลต่อการกำหนดผลตอบแทนจากหลักทรัพย์มากกว่าตัวแปรอิสระอื่นๆ เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของการเติบโตของสินทรัพย์ในสมการมีค่าไม่เท่ากับศูนย์ทั้งหมด และการเติบโตของสินทรัพย์มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มากกว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระอื่นๆ

ตารางที่ 1 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของการเติบโตของสินทรัพย์ อ้างอิงจากสมการ ที่ 2 ที่คำนวณได้ในแต่ละขนาดกิจการของแต่ละปี

ปี	ผลตอบแทนถ่วงน้ำหนักแบบเท่ากัน				ผลตอบแทนถ่วงน้ำหนักแบบตามมูลค่า			
	ทุกบริษัท	บริษัทที่มี การเติบโต ของ สินทรัพย์ ขนาดเล็ก	บริษัทที่มี การเติบโต ของ สินทรัพย์ ขนาด กลาง	บริษัทที่มี การเติบโต ของ สินทรัพย์ ขนาดใหญ่	ทุกบริษัท	บริษัทที่มี การเติบโต ของ สินทรัพย์ ขนาดเล็ก	บริษัทที่มี การเติบโต ของ สินทรัพย์ ขนาด กลาง	บริษัทที่มี การเติบโต ของ สินทรัพย์ ขนาดใหญ่
2559	+	+	+	-	+	+	+	-
2558	-	-	-	-	-	-	-	-
2557	+	-	+	-	+	-	+	-
2556	-	+	+	-	-	+	+	-
2555	-	+	+	+	-	+	+	+
2554	-	+	+	+	-	+	+	+
2553	+	+	+	-	+	+	+	-
2552	+	+	-	-	+	+	-	-
2551	+	+	-	-	+	+	-	-
2550	+	+	-	+	+	+	-	+

หมายเหตุ

1. เครื่องหมาย +/- หมายถึงผลของค่าคงที่ในการคำนวณมีค่าเป็น บวก หรือลบ
2. การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 90 %

ตารางที่ 2 แสดงตัวแปรอิสระที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มากที่สุดในการคำนวณแต่ละสมการของข้อมูลทุกบริษัท

ปี	ทุกบริษัท						
	สมการ1	สมการ2	สมการ3	สมการ4	สมการ5	สมการ6	สมการ7
2559	AG	AG2	AG	AG	AG	AG	AG
2558	AG	AG	AG	AG	AG	ACCRUALS	AG
2557	AG	AG2	AG	AG	AG	ACCRUALS	AG
2556	AG	AG	AG	AG	AG	ACCRUALS	AG
2555	AG	AG2	AG	AG	AG	ACCRUALS	AG
2554	AG	AG	AG	AG	AG	ACCRUALS	AG
2553	AG	AG	AG	AG	AG	ACCRUALS	AG
2552	AG	AG2	AG	AG	NOA	ACCRUALS	AG
2551	AG	AG2	AG	AG	NOA	AG	AG
2550	AG	AG	AG	AG	AG	AG	AG

หมายเหตุ

1. AG หมายถึง การเติบโตของสินทรัพย์ปีที่ t
2. AG2 หมายถึง การเติบโตของสินทรัพย์ปีที่ $t-1$
3. NOA หมายถึง สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิปีที่ t
4. ACCRUALS หมายถึง รายได้ค้างรับปีที่ t

2. ผลการศึกษาที่ได้จากส่วนประกอบการเติบโตของสินทรัพย์จากแบบจำลอง Fama-Macbeth Cross-sectional regressions สามารถอธิบายได้ว่า ส่วนประกอบของการเติบโตของสินทรัพย์มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทั้งสิ้น ซึ่งแต่ละขนาดของการเติบโตของสินทรัพย์ของบริษัทก็จะได้รับอิทธิพลจากส่วนประกอบที่แตกต่างกันไป และส่วนประกอบของการเติบโตของสินทรัพย์ โดยเฉพาะการเติบโตของสินทรัพย์จากเงินทุนภายนอกบริษัท เช่นหนี้สินหมุนเวียน และการจัดหาเงินทุนจากการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากที่สุด

ตารางที่ 3 แสดงส่วนประกอบของการเติบโตของสินทรัพย์ที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มากที่สุดในการคำนวณในแต่ละ
 ละสมการ

ปี	ทุกบริษัท		บริษัทขนาดเล็ก		บริษัทขนาดกลาง		บริษัทขนาดใหญ่	
	การเติบโต ของ สินทรัพย์ จากการ ดำเนินงาน ของบริษัท	การ เติบโต ของ สินทรัพย์ จาก เงินทุน ภายนอก บริษัท	การเติบโต ของ สินทรัพย์ จากการ ดำเนินงาน ของบริษัท	การ เติบโต ของ สินทรัพย์ จาก เงินทุน ภายนอก บริษัท	การเติบโต ของ สินทรัพย์ จากการ ดำเนินงาน ของบริษัท	การ เติบโต ของ สินทรัพย์ จาก เงินทุน ภายนอก บริษัท	การเติบโต ของ สินทรัพย์ จากการ ดำเนินงาน ของบริษัท	การ เติบโต ของ สินทรัพย์ จาก เงินทุน ภายนอก บริษัท
2559	NCA	RE	CASH	STOCK	CA	STOCK	CA	STOCK
2558	NCA	STOCK	CA	CL	CASH	RE	CA	STOCK
2557	CA	STOCK	CA	RE	CASH	STOCK	CASH	NCL
2556	CASH	STOCK	NCA	CL	NCA	STOCK	NCA	CL
2555	NCA	STOCK	CA	CL	NCA	CL	CA	NCL
2554	NCA	STOCK	CA	CL	NCA	STOCK	CASH	RE
2553	CA	CL	CA	CL	CA	STOCK	CASH	NCL
2552	CASH	STOCK	CA	CL	NCA	CL	NCA	STOCK
2551	NCA	STOCK	NCA	STOCK	CA	RE	CA	NCL
2550	CA	STOCK	CA	STOCK	NCA	CL	NCA	NCL

หมายเหตุ

1. NCA หมายถึง สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน
2. CA หมายถึง สินทรัพย์หมุนเวียนไม่รวมเงินสด
3. CASH หมายถึง เงินสด
4. RE หมายถึง กำไรสะสม
5. STOCK หมายถึง การระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์
6. CL หมายถึง หนี้สินหมุนเวียน
7. NCL หมายถึง หนี้สินไม่หมุนเวียน
8. การส่วนประกอบของสินทรัพย์ที่มีต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 90 %

อภิปรายและสรุปผลการวิจัย

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยผ่าน 2 ขั้นตอน สามารถอภิปรายผลการศึกษาดังนี้

การศึกษาเรื่อง Asset Growth and the Cross-Section of Stock Returns จากการประมวลผลด้วยข้อมูลแบบ Cross-Section ของ [2] พบว่าการเติบโตของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เพราะในขณะที่สินทรัพย์มีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง แต่ผลตอบแทนกลับลดลง นอกจากนี้สินทรัพย์รวมยังคงมีอิทธิพลสูงสุดต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับตัวแปรอื่นๆ เช่น ยอดขาย สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ รายได้กำไร เป็นต้น และได้ทำการศึกษาค้นคว้าเพื่อหาที่มาของอิทธิพลของการเติบโตของสินทรัพย์นี้ โดยศึกษาส่วนประกอบต่างๆของสินทรัพย์รวมโดยแบ่งตามแหล่งที่มาของเงินทุน เช่น เงินสด สินทรัพย์หมุนเวียน กำไรสะสม ทุนชำระแล้ว เป็นต้น จากการศึกษาพบว่า ความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามนี้มักเกิดจากแหล่งเงินทุนภายนอก

ส่วนในประเทศไทยพบการศึกษาที่ใกล้เคียงกัน คือการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเจริญเติบโตของสินทรัพย์รวมกับอัตราการเจริญเติบโตของกำไรสุทธิของบริษัทเงินทุนที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเป็นการวิจัยเชิงวิเคราะห์จากข้อมูลทศวรรษโดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ.2535-2539 โดย [4] ได้ทำการทดสอบว่าอัตราการเจริญเติบโตของสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์กับอัตราการเจริญเติบโตของกำไรสุทธิ หรือไม่ โดยทดสอบเฉพาะในกลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทเงินทุน 4 บริษัท พบว่า อัตราการเจริญเติบโตของสินทรัพย์รวม ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเจริญเติบโตของกำไรสุทธิ ทั้งระบบบริษัทเงินทุนและรายบริษัทเงินทุน จากผลการศึกษาดังกล่าว จึงได้มีการศึกษาต่อไปถึงประสิทธิภาพของบริษัทเงินทุนทั้ง 4 บริษัท พบว่า บริษัทเงินทุน เอกชนกิจ จำกัด (มหาชน) มีประสิทธิภาพเป็นอันดับหนึ่ง รองลงมา คือ บริษัท บริษัทเงินทุน ไทยชนารจำกัด (มหาชน) และบริษัทเงินทุนยูไนเต็ด จำกัด (มหาชน) และสุดท้าย บริษัทเงินทุน เฟิสต์ซิตี อินเวสเมนต์ จำกัด (มหาชน)

จากการวิเคราะห์ผลการศึกษาดังประเทศและการศึกษาที่ใกล้เคียงกัน ทำให้สามารถอภิปรายผลการศึกษาดังนี้ว่า ผลการค้นคว้าอิสระสอดคล้องกับงานวิจัยในต่างประเทศ ที่ว่าการเติบโตของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ เนื่องจากการเติบโตของสินทรัพย์ ก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายจำนวนมากในการจัดหาสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้เกิดผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่ลดลง และยังสอดคล้องกับงานวิจัยในต่างประเทศ ที่ว่าการเติบโตของสินทรัพย์เป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อการกำหนดผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากที่สุดเมื่อเทียบกับตัวแปรอื่นๆที่นำมาศึกษาเปรียบเทียบ เนื่องจากการเติบโตของสินทรัพย์เป็นผลรวมของหลายส่วนประกอบที่ล้วนส่งผลต่อการกำหนดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทั้งสิ้น และส่วนประกอบของการเติบโตของสินทรัพย์ โดยเฉพาะการเติบโตของสินทรัพย์จากเงินทุนภายนอกบริษัท เช่นหนี้สินหมุนเวียน และการจัดหาเงินทุนจากการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากที่สุด

ข้อค้นพบ

จากผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยผ่าน 2 ขั้นตอน ได้ข้อค้นพบดังนี้

1. การเติบโตของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในเชิงลบ และจากการเปรียบเทียบอิทธิพลจากการเติบโตของสินทรัพย์กับตัวแปรอื่นๆที่มีต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ พบว่าการเติบโตของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์มากกว่าตัวแปรอิสระอื่นๆที่นำมาศึกษาเปรียบเทียบ

2. การศึกษาส่วนประกอบของการเติบโตของสินทรัพย์ที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในบริษัทที่มีการเติบโตของสินทรัพย์ขนาดเล็ก สินทรัพย์หมุนเวียนที่ไม่ใช่เงินสด กับหนี้สินหมุนเวียน จะมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนมากที่สุด บริษัทที่มีการเติบโตของสินทรัพย์ขนาดกลาง สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนและการระดมทุนจากตลาดหลักทรัพย์ จะมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนมากที่สุด ส่วนในบริษัทที่มีการเติบโตของสินทรัพย์ขนาดใหญ่และการทดสอบบริษัททั้งหมด หนี้สินไม่หมุนเวียนและการระดมทุนจากตลาดหลักทรัพย์ จะมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนมากที่สุด สามารถสรุปได้ว่า ส่วนประกอบการเติบโตของสินทรัพย์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ โดยความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามนี้ เกิดจากการที่การเติบโตของสินทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ค่าใช้จ่ายในการจัดหาสินทรัพย์นั้นๆ เพิ่มขึ้นตามไปด้วย จึงทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ได้จากการประเมินมีค่าลดลง

ข้อเสนอแนะที่ได้ในการศึกษา

จากผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถเสนอแนะให้ผู้สนใจลงทุนสามารถนำข้อมูลที่ได้จากการศึกษาไปประยุกต์ใช้ในการเลือกหลักทรัพย์ในการลงทุน โดยการศึกษาจากงบการเงิน โดยดูว่าบริษัทที่กำลังศึกษานั้นอยู่ในกลุ่มบริษัทที่มีการเติบโตของสินทรัพย์อยู่ในขนาดใด บริษัทได้มีการลงทุนในส่วนประกอบการเติบโตของสินทรัพย์ที่จะก่อให้เกิดรายได้ถูกต้องหรือไม่ ในปริมาณมากหรือน้อยเพียงใด เพื่อสนับสนุนการตัดสินใจในการลงทุนในบริษัทนั้นๆ ยกตัวอย่างเช่น ผู้ลงทุนกำลังสนใจในบริษัท B ซึ่งจัดอยู่ในกลุ่มบริษัทที่มีการเติบโตของสินทรัพย์อยู่ในขนาดใหญ่ ผู้ลงทุนต้องการข้อมูลเพื่อใช้ก่อนการตัดสินใจลงทุน ผู้ลงทุนควรเข้าไปศึกษางบการเงินในส่วนของงบแสดงฐานะทางการเงิน โดยให้ความสนใจไปที่หนี้สินไม่หมุนเวียนและการระดมทุนจากตลาดหลักทรัพย์ หากกิจการดังกล่าวมีหนี้สินไม่หมุนเวียนและการระดมทุนจากตลาดหลักทรัพย์ เพิ่มขึ้นจากปีก่อนหน้า จากการศึกษาเป็นไปได้ว่า ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในบริษัทนี้จะลดต่ำลงในปีนี้ แต่ในทางกลับกันหากมีการใช้ หนี้สินไม่หมุนเวียนและการระดมทุนจากตลาดหลักทรัพย์ ในปริมาณที่ลดลงจากปีที่แล้ว จากการศึกษาเป็นไปได้ว่า ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในบริษัทนี้จะเพิ่มขึ้นในปี

เอกสารอ้างอิง

1. Thailand Securities Institute. Financial Analysis. Bangkok. Amarin Printing and Publishing Public Co., LTD; 2005.
2. Cooper M, Gulen H, Schill M. Asset growth and the cross-section of stock returns. Journal of Finance. 2008; 63: 1609–1651.
3. Claessens S, Djankov S, Lang L. The separation of ownership and control in East Asian corporations. Journal of financial Economics. 2000; 58: 81-112.
4. Suvimol L. The Relationship between The Growth Rates of Total Assets and The Growth of net Profit of The Finance Companies in The Securities Exchange of Thailand [MSc Thesis]. Bangkok: Dhurakijpundit University; 1996. Thai.
5. Fama E, French K. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. Journal of Financial Economics. 1993; 33: 3-56.



6. Titman S, John W, Feixue X. Capital Investment and Stock Return. *Journal of financial and Quantitative Analysis* 2004; 39: 677-700.
7. Hirshleifer D, Kewei H, Siew Hong T, Yinglei Z. Do Investors Overvalue Firms with Bloated Balance Sheets? *Journal of Accounting and Economics*. 2004; 38: 297-331.
8. Lakonishok J, Andrei S, Robert V. Contrarian investment, extrapolation, and risk. *Journal of Finance*. 1994; 49: 1541-1578.