

การวิเคราะห์เชิงประจักษ์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับ ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่ม SETCLMV

An Empirical Analysis of the Relationship Between Financial Ratios and Stock Prices of Companies in the SETCLMV Group

¹เมธิยา ศุภอุตร และ ²ภัทรณัชชา โชติคุณากิตติ

^{1*}Maytiya Supaudorn, and ²Phatnatcha Chotkunakitti

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต

Faculty of Accountancy, Rangsit University, Thailand

E-mail: ¹maytiya.s66@rsu.ac.th, ²Phatnatcha.c@rsu.ac.th

Received July 8, 2025; Revised August 15, 2025; Accepted September 14, 2025

บทคัดย่อ

บทความนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่ม SETCLMV การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ กลุ่มตัวอย่างคือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งถูกคัดเลือกให้อยู่ในกลุ่มดัชนี SETCLMV ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลแบบทศนิยม ซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินและราคาหลักทรัพย์จากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2562 – พ.ศ. 2566 เป็นระยะเวลา 5 ปี หลังจากเลือกบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนแล้ว รวมทั้งสิ้นจำนวน 38 บริษัท มีจำนวน 190 ชุดข้อมูล การวิเคราะห์ข้อมูลสำหรับการศึกษานี้ ประกอบด้วย 1) การวิเคราะห์เชิงพรรณนา 2) การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ 3) การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ เพื่อการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ และมีขนาดกิจการ และผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศเป็นตัวแปรควบคุม

ผลการวิจัยพบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราส่วนสภาพคล่อง ไม่มีนัยสำคัญกับราคาหลักทรัพย์ ส่วนตัวแปรควบคุม คือ ขนาดกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 ในขณะที่ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศในกลุ่มประเทศ CLMV ไม่มีนัยสำคัญต่อราคาหลักทรัพย์

คำสำคัญ: อัตราส่วนทางการเงิน; ราคาหลักทรัพย์; SETCLMV

Abstract

This article aimed to study the relationship between financial ratios and stock prices of companies listed on the Stock Exchange of Thailand under the SETCLMV Index. This research was quantitative. The sample was made up of the companies listed on the Stock Exchange of Thailand from firms listed in the SETCLMV group. The data used in the study was secondary data, collected from the Stock Exchange of Thailand between 2019 and 2023 for a total of five years. After selecting the companies with complete data, there were a total of 38 firms with 190 datasets. The analysis methods included 1) descriptive statistics, 2) correlation analysis, and 3) multiple regression analysis to examine the relationship between financial ratios and stock prices. Firm size and the GDP of CLMV countries were used as control variables.

The research findings indicated that the return on assets had a positive and statistically significant relationship with stock prices at the 0.01 level. However, the debt-to-equity ratio and the current ratio were not significantly related to stock prices. Regarding control variables, firm size demonstrated a negative correlation with stock prices at the 0.01 level, while the GDP of CLMV countries showed no statistically significant relationship with stock prices.

Keywords: Financial Ratios; Stock Prices; SETCLMV

บทนำ

ภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ได้กลายเป็นศูนย์กลางเศรษฐกิจที่มีบทบาทสำคัญ โดยเฉพาะกลุ่มประเทศ CLMV ได้แก่ กัมพูชา (Cambodia), ลาว (Laos), เมียนมา (Myanmar) และเวียดนาม (Vietnam) ซึ่งมีความใกล้ชิดกันทั้งทางภูมิศาสตร์และด้านเป้าหมายการพัฒนาเศรษฐกิจที่คล้ายคลึงกัน ภายใต้กรอบความร่วมมือของประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (ASEAN Economic Community – AEC) ซึ่งมีเป้าหมายในการเป็นตลาดและฐานผลิตเดียว และการสร้างขีดความสามารถในการแข่งขันทางเศรษฐกิจของอาเซียน (Ministry of Foreign Affairs, 2023) อีกทั้งทำเลที่ตั้งที่เชื่อมต่อระหว่างมหาสมุทรอินเดียและทะเลจีนใต้ ทำให้สามารถเข้าถึงตลาดบริโภคขนาดใหญ่ เช่น จีนและอินเดีย ช่วยเพิ่มความน่าสนใจของภูมิภาคนี้ในสายตานักลงทุนระหว่างประเทศ รวมถึงภาคเอกชนไทยที่ได้ขยายการลงทุนในภาคอุตสาหกรรม การค้า การเกษตร และบริการในกลุ่มประเทศนี้อย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้มีการเพิ่มสัดส่วนรายได้จากกิจกรรมในภูมิภาค CLMV อย่างมีนัยตลาดหลักทรัพย์สำคัญ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดตั้งดัชนี SETCLMV ขึ้น เพื่อสะท้อนการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีรายได้จากประเทศในกลุ่ม CLMV อย่างน้อยร้อยละ 10 ของรายได้รวม หรือมีมูลค่าไม่ต่ำกว่า 100 ล้านบาท และเป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดอย่างน้อย 5,000 ล้านบาท โดยมีเป้าหมายในการเชื่อมโยงนักลงทุนไทยและต่างชาติเข้ากับ

โอกาสทางเศรษฐกิจในตลาดเกิดใหม่ผ่านบริษัทจดทะเบียนไทย (The Stock Exchange of Thailand, 2017) ราคาหลักทรัพย์จึงเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน โดยสะท้อนทั้งความเชื่อมั่นต่อการดำเนินงานของกิจการและข้อมูลฐานะทางการเงินในการวัดมูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์ในตลาดทุนภายใต้สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุน (Efficient Market Hypothesis) (Fama, 1991) อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาบทบาทของ CLMV ถึงแม้จะมีศักยภาพสูงแต่ก็ยังคงมีความท้าทายที่นักลงทุนต้องตระหนัก ไม่ว่าจะเป็นความผันผวนของเศรษฐกิจโลก ความไม่แน่นอนทางการเมืองในบางประเทศ และความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้าง นักลงทุนจึงต้องเตรียมความพร้อมในรับมือกับความผันผวนด้านราคา ความเสี่ยงทางการเมือง เสถียรภาพทางเศรษฐกิจและการปรับตัวเชิงโครงสร้างที่อาจเกิดขึ้นได้ตลอดเวลา

การตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นั้น นักลงทุนจึงจำเป็นต้องมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานและต้องวิเคราะห์ศักยภาพของบริษัท การใช้ข้อมูลทางบัญชีและอัตราส่วนทางการเงินมาอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์สามารถสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุนในตลาดการเงินที่กำลังมองหาโอกาสในการลงทุน เป็นแหล่งข้อมูลเพิ่มเติมในตลาดทุน หนึ่งในปัจจัยหลักที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจและต้องให้ความสำคัญเป็นพิเศษ (Pražák & Stavárek, 2017) และเป็นข้อมูลที่ใช้ประกอบการตัดสินใจในการการลงทุนในหลักทรัพย์ที่สนใจได้อย่างมีประสิทธิภาพ (Krongten & Kumansing, 2022) จากการทบทวนงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องพบว่างานวิจัยทั้งในประเทศและต่างประเทศมีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ในหลายกลุ่มตัวอย่าง มีผลการวิจัยก็มีความแตกต่างในแต่ละกลุ่มตัวอย่าง อาจเกิดจากลักษณะเฉพาะของแต่ละกลุ่ม เช่น โครงสร้างเงินทุน การบริหารจัดการเงินทุน ความสามารถในการทำกำไร หรือภาระหนี้สิน ซึ่งส่งผลต่อความน่าเชื่อถือ นอกจากนี้ ปัจจัยภายนอก เช่น ภาวะเศรษฐกิจในช่วงเวลาที่ศึกษา สภาวะตลาด ก็อาจมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าวเช่นกัน

บทความวิจัยนี้นำเสนองานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ เพื่อให้ได้ข้อมูลเชิงประจักษ์เกี่ยวกับอัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่ม SETCLMV ซึ่งยังไม่มีงานวิจัยเฉพาะกลุ่มบริษัทในกลุ่ม SETCLMV อีกทั้งยังเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนที่สนใจลงทุนในกลุ่ม SETCLMV ในการใช้ประกอบการตัดสินใจและวางแผนการลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพ และเป็นการเพิ่มองค์ความรู้และสนับสนุนการศึกษาในกลุ่ม SETCLMV ให้ครอบคลุมมากยิ่งขึ้น

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่ม SETCLMV

การทบทวนวรรณกรรม

ตลาดหลักทรัพย์เป็นกลไกสำคัญของตลาดทุนที่ช่วยให้กิจการสามารถระดมทุนระยะยาวได้อย่างมีประสิทธิภาพ ขณะเดียวกันนักลงทุนสามารถใช้ตลาดนี้เป็นช่องทางในการแสวงหาผลตอบแทนจากการลงทุนผ่านการเลือกลงทุนตามระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้ ราคาหลักทรัพย์ที่เคลื่อนไหวในตลาดสะท้อนข้อมูลของกิจการ ทั้งด้านผลประกอบการและความเชื่อมั่นของนักลงทุน ซึ่งสะท้อนถึงภาพรวมเศรษฐกิจและสถานะทางการเงินของบริษัท ภายใต้ทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) โดย Fama (1991) ที่เชื่อว่าราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนข้อมูลทั้งหมดอย่างถูกต้องและทันเวลา ทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีบทบาททั้งในเชิงเศรษฐกิจ การเงินและการลงทุนอย่างเป็นระบบ โดยเชื่อว่าผู้ลงทุนไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาดได้อย่างสม่ำเสมอจากการใช้ข้อมูลสาธารณะหรือข้อมูลในอดีตในการวิเคราะห์ ไม่ว่าจะเป็นการวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐานหรือทางเทคนิค และทฤษฎีการเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral Finance Theory) เป็นแนวคิดที่ว่า การตัดสินใจทางการเงินของนักลงทุนไม่ได้ยึดตามเหตุผลที่สมบูรณ์แบบเหมือนในทฤษฎีการเงินดั้งเดิม แต่ได้รับอิทธิพลจากอารมณ์ ความรู้สึก และกระบวนการคิดที่มีอคติ (bias) พฤติกรรมเหล่านี้อาจทำให้ราคาหลักทรัพย์เบี่ยงเบนจากมูลค่าที่แท้จริง และสร้างความผันผวนในตลาดทุน (Sibarani, 2024) นอกจากนี้ การวิเคราะห์พฤติกรรมของนักลงทุนควรเป็นองค์ประกอบสำคัญในการประเมินแนวโน้มการลงทุน เนื่องจากพฤติกรรมเหล่านี้เกิดขึ้นซ้ำและสามารถคาดการณ์ได้ในระดับหนึ่ง การรวมทฤษฎีนี้เข้ากับการวิเคราะห์การเงินแบบเดิมจึงช่วยให้เข้าใจตลาดได้ลึกซึ้งยิ่งขึ้น (Pallavi & Dsa, 2025)

การวิเคราะห์หลักทรัพย์เป็นแนวคิดพื้นฐานที่ใช้เพื่อศึกษาวิธีการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ ได้แก่ การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (fundamental analysis) และการวิเคราะห์ทางเทคนิค (technical analysis) โดยการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานเน้นการใช้ข้อมูลทางการเงิน เช่น งบการเงิน อัตราส่วนทางบัญชี และสถานะเศรษฐกิจ เพื่อประเมินมูลค่าที่แท้จริงของกิจการ ในขณะที่การวิเคราะห์ทางเทคนิคมุ่งเน้นไปที่การศึกษารูปแบบของราคาและปริมาณการซื้อขายในอดีต เพื่อคาดการณ์แนวโน้มในอนาคตของราคาหลักทรัพย์ งานวิจัยของ Ahmed and Kumar (2025) สนับสนุนแนวคิดนี้ โดยเสนอว่าการวิเคราะห์ทั้งสองวิธีมีบทบาทสำคัญที่แตกต่างกัน กล่าวคือ การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานเหมาะกับการประเมินมูลค่าระยะยาว ในขณะที่การวิเคราะห์ทางเทคนิคเหมาะกับการคาดการณ์ความเคลื่อนไหวระยะสั้น และเมื่อนำมารวมกัน จะช่วยให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ทั้งในแง่ของการบริหารความเสี่ยงและการเพิ่มโอกาสในการสร้างผลตอบแทน

ที่ผ่านมา มีงานวิจัยในประเทศไทย ศึกษาอัตราส่วนทางการเงินกับราคาของหลักทรัพย์ในหลายกลุ่มตัวอย่าง ดังเช่น งานวิจัยของ Teeratansirikool et al. (2022) ศึกษากลุ่มธุรกิจบริการทางการแพทย์ พบว่า อัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ในระดับต่ำถึงปานกลางที่ระดับความเชื่อมั่น 99% แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดการเงินที่มีประสิทธิภาพที่ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินถูกสะท้อนในราคาหลักทรัพย์ถึงแม้ระดับความสัมพันธ์จะ

อยู่ที่ระดับต่ำถึงปานกลาง เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Krongten and Kumansing (2022) ที่ศึกษากลุ่ม SET100 พบว่า บริษัทที่ผลประกอบการดี อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราส่วนของหนี้สินต่อส่วนของ ผู้ถือหุ้น อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นและ ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย ประกอบกับดัชนีราคา SET100 ได้ถูกคัดเลือกมาจาก กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด 100 อันดับแรก ดังนั้น หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุนได้มากขึ้น เนื่องจากได้รับการกลั่นกรองจากตลาด หลักทรัพย์มาแล้วระดับหนึ่งว่าผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนที่อยู่ในระดับที่น่าพอใจ และเกิดความเสี่ยง ที่อยู่ในระดับต่ำที่ยอมรับได้มากกว่า

งานวิจัยของ Sonpukdee and Yamkamang (2020) พบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมบริการ หมวด ขนส่งและโลจิสติกส์ และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ นักลงทุนควรให้ ความสำคัญกับประสิทธิภาพในการชำระหนี้และความสามารถในการทำกำไรของบริษัท แสดงถึงความ มั่นคงที่เกิดจากการลงทุนหากผลตอบแทนในส่วนของผู้ถือหุ้นที่ได้รับสูง จะดึงดูดความสนใจของผู้ ลงทุนให้สนใจลงทุนในหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นจึงส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นตามความต้องการของ นักลงทุน (Seaksiri et al., 2018) รวมทั้ง นักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ได้ในช่วงก่อนเกิด ระหว่างเกิด และหลังเกิดโรคระบาด โควิด-19 (Tripathanasit et al. 2024)

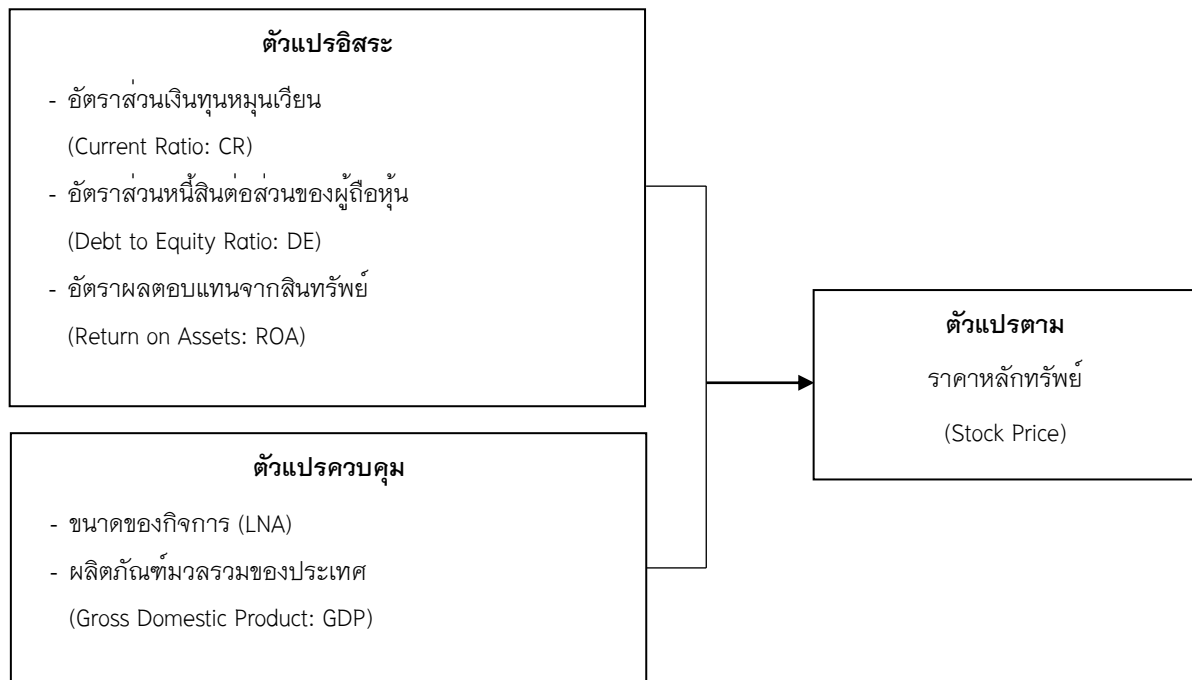
งานวิจัยต่างประเทศที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนกับราคาหลักทรัพย์ Akhtegan and Elmas (2021) ได้ทำการศึกษาตลาดหลักทรัพย์เตหะราน ประเทศอิหร่าน พบว่า บริษัทที่สามารถสร้าง กำไรได้ดี ย่อมมีมูลค่าหุ้นที่สูงขึ้น ในขณะที่บริษัทที่มีระดับหนี้สินสูงมีแนวโน้มที่จะมีมูลค่าหุ้นลดลง เช่นเดียวกับ Tarmidi et al. (2020) ที่ได้ทำการศึกษาอิทธิพลของอัตราส่วนทางการเงินที่มีต่อราคา หลักทรัพย์ โดยเปรียบเทียบผลกระทบ ก่อน และ หลัง การประกาศงบการเงินประจำปีของบริษัทที่จ ดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย (IDX) กลุ่มอุตสาหกรรมการผลิต พบว่า ข้อมูลทางการเงินเมื่อ ได้รับการตรวจสอบและเปิดเผยต่อสาธารณะจะยิ่งเพิ่มอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ งานวิจัยของ Pražák and Stavárek (2017) ศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปรากของประเทศสาธารณรัฐเช็ก และตลาดหลักทรัพย์วอร์ซอของประเทศโปแลนด์ ผลการศึกษาของทั้งสองประเทศกลับพบว่า อัตราส่วนหนี้สินทางการเงิน อัตราส่วนสภาพคล่อง สามารถใช้เป็นตัวชี้วัดสำคัญในการวิเคราะห์ราคา หลักทรัพย์ในภาคพลังงาน ซึ่งมีลักษณะของรายได้และต้นทุนที่ค่อนข้างชัดเจน นักลงทุนสามารถใช้เป็น แนวทางในการวิเคราะห์และตัดสินใจลงทุนในตลาดทุนของยุโรปตะวันออกได้ และงานวิจัยของ Karki et al. (2024) ศึกษาบริษัทประกันในประเทศเนปาล พบว่าในบริบทของอุตสาหกรรมประกันภัย นักลงทุนให้ความสำคัญกับความสามารถในการจ่ายปันผลหรือสร้างกำไรต่อหุ้น มากกว่าตัวเลข ทางบัญชีที่วัดจากผลตอบแทนต่อสินทรัพย์หรือมูลค่าทางบัญชี

นอกจากนี้ยังมีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจกับราคาหลักทรัพย์ Wongsakun and Dampitakse (2021) ศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจและอัตราส่วนทางการเงินที่มีผลต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมพลังงาน พบว่า อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ดัชนีราคาผู้บริโภค และผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ และ Prowanta (2018) ที่ศึกษาผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) อัตราเงินเฟ้อ (Inflation) อัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate) และอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate) กับดัชนีราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน 5 ประเทศ ได้แก่ อินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ และไทย พบว่า GDP และอัตราแลกเปลี่ยน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

จากการทบทวนงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้อง มีงานวิจัยที่มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ในหลายกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งจะเห็นว่าอัตราส่วนทางการเงินส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์แตกต่างกัน โดยอัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร และอัตราส่วนวัดมูลค่าตลาดมักจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่อัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งความแตกต่างดังกล่าวอาจเกิดจากลักษณะเฉพาะของแต่ละกลุ่มตัวอย่าง อย่างไรก็ตาม ยังไม่ปรากฏการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ในกลุ่มบริษัท SETCLMV ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่ม SETCLMV เพื่อทดสอบว่าอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ในทิศทางและระดับใด เพื่อให้ได้ข้อค้นพบที่สามารถนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ได้อย่างแม่นยำ

กรอบแนวคิดการวิจัย

การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ผู้วิจัยกำหนดกรอบแนวคิดการวิจัยตามแนวคิดจากการทบทวนงานวิจัยที่ผ่านมา ประกอบด้วย อัตราส่วนทางการเงินที่สะท้อนสภาพคล่องของกิจการ ระดับความเสี่ยงทางการเงิน และความสามารถในการสร้างผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และมีตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการ เพื่อคำนึงถึงความแตกต่างด้านขนาดธุรกิจ และผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ เพื่อสะท้อนสภาวะเศรษฐกิจที่อาจมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ โดยมีกรอบแนวคิดดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

ระเบียบวิธีวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research)

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SETCLMV โดยเป็นบริษัทที่มีรายได้จากประเทศในกลุ่ม CLMV อย่างน้อยร้อยละ 10 ของรายได้รวม หรือมีมูลค่าไม่น้อยกว่า 100 ล้านบาท และเป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดอย่างน้อย 5,000 ล้านบาท ในระหว่าง 1 กรกฎาคม 2566 ถึง 31 ธันวาคม 2566 จำนวน 38 บริษัท

การเก็บรวบรวมข้อมูล ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยเป็นข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยรวบรวมข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินและราคาหลักทรัพย์ จากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562 – พ.ศ. 2566 เป็นระยะเวลา 5 ปี รวมเป็นข้อมูลแบบ Balanced Panel ที่ใช้ในการวิเคราะห์ทั้งหมด 190 ชุดข้อมูล

ตัวแปรและการวัดค่า ประกอบด้วยตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม ดังนี้

ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) ประกอบด้วย

$$\begin{aligned} \text{อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR)} &= \frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}} \\ \text{อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE)} &= \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}} \end{aligned}$$

$$\text{อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)} = \frac{\text{กำไรสุทธิ} \times 100}{\text{สินทรัพย์รวมเฉลี่ย}}$$

ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ราคาตลาดของหลักทรัพย์

ตัวแปรควบคุม (Controlled Variable) ประกอบด้วย

ขนาดของกิจการ โดยวัดจากค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมของกิจการ (Natural Logarithm of Total Assets) เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดใหญ่และเล็กมักมีลักษณะทางการเงินและความเสี่ยงต่างกัน บริษัทขนาดใหญ่โดยทั่วไปมีความมั่นคงทางการเงินสูงกว่า เข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่าย และมีอำนาจต่อรองในตลาดมากกว่า จึงอาจทำให้ราคาหลักทรัพย์มีความผันผวนในระดับที่แตกต่างจากบริษัทขนาดเล็ก การควบคุมตัวแปรนี้ช่วยให้การวิเคราะห์ผลของอัตราส่วนทางการเงินต่อราคาหุ้นไม่ถูกบิดเบือนจากความแตกต่างด้านขนาดธุรกิจ

ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ (GDP) การเติบโตทางเศรษฐกิจมีอิทธิพลโดยตรงต่อผลประกอบการของบริษัทและความเชื่อมั่นของนักลงทุน โดยเฉพาะในช่วงเวลาที่เศรษฐกิจมีการขยายตัวอย่างต่อเนื่อง นักลงทุนจะมีความเชื่อมั่นในศักยภาพของบริษัทมากขึ้น ส่งผลให้มีการไหลเข้าสู่ตลาดทุนและผลักดันราคาหลักทรัพย์ให้ปรับตัวเพิ่มขึ้น (Nisa and Nishat, 2011) ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศจึงช่วยตัดอิทธิพลของปัจจัยเศรษฐกิจภายนอก ทำให้สามารถวัดผลของอัตราส่วนทางการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ได้ชัดเจนยิ่งขึ้น

การวิเคราะห์ข้อมูล การวิจัยฉบับนี้วิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) อธิบายด้วยค่าต่ำสุด (Minimum: Min) ค่าสูงสุด (Maximum: Max) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) เพื่อบรรยายถึงลักษณะของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัย และสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistic) โดยการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในสมการด้วยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient Analysis) เพื่อทดสอบปัญหาความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จะมีค่าอยู่ระหว่าง -1 ถึง 1 ควรมีค่าไม่เกิน 0.7 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระจะไม่เกิดปัญหาภาวะร่วมเส้นพหุคูณ (Wanaset, 2020) และการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณด้วยข้อมูลลักษณะพาเนล (Panel Data) โดยจะมีการอธิบายผลการวิจัยจากการพิจารณาตัวแบบการวิเคราะห์ที่เหมาะสมระหว่าง 1) วิธี Pooled OLS Regression Model หรือ 2) วิธี Fixed Effects Regression Model (FEM) หรือ 3) วิธี Random Effects Regression Model (REM) ด้วยการทดสอบ Redundant Fixed Effects Test และ Housman test

โดยมีตัวแบบในการศึกษา ดังนี้

$$\text{แบบจำลองที่ 1 } P_{it+1} = \alpha_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 DE_{it} + \beta_4 LNA_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{แบบจำลองที่ 2 } P_{it+1} = \alpha_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 DE_{it} + \beta_4 LNA_{it} + \beta_5 GDPT_{it} + \varepsilon_{it}$$

โดยที่

i = บริษัทที่ i

t = ปีที่ t

t+1 = ปี t+1

P = ราคาปิดของหลักทรัพย์ สิ้นไตรมาสที่ 1 ของปี t+1

α = ค่าคงที่ (Intercept)

β = ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย

CR = อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน

DE = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ROA = อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

LNA = ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม

GDPT = ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศไทย

α = ค่าความคาดเคลื่อน (Error)

ผลการวิจัย

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) โดยการวิเคราะห์ข้อมูลทั่วไปของตัวแปร

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

Variable	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
P	190	0.410	392.000	49.921	72.308
ROA	190	-14.640	32.320	7.498	6.047
CR	190	0.170	7.090	1.775	1.168
DE	190	0.140	3.750	1.282	0.767
LNA	190	15.300	21.965	18.269	1.489
GDPT	190	-6.050	2.463	0.397	3.245
GDPC	190	-3.556	7.937	3.507	3.866
GDPL	190	0.503	5.458	2.988	1.625
GDPM	190	-12.016	6.579	-1.898	7.351
GDPV	190	2.554	8.124	5.190	2.273
Valid N (listwise)	190				

จากตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาด้วยค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน พบว่า

ราคาหลักทรัพย์ (P) มีค่าเฉลี่ย 49.921 บาท มีราคาต่ำสุดที่ 0.410 บาท และราคาสูงสุดที่ 392.000 บาท โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 72.308

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 7.498 ค่าต่ำสุดร้อยละ -14.460 ค่าสูงสุดร้อยละ 32.320 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานร้อยละ 6.047 แสดงว่าบริษัทในกลุ่ม SETCLMV สามารถบริหารสินทรัพย์ให้ได้ผลกำไรร้อยละ 7.498 ของสินทรัพย์ทั้งหมด

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีค่าเฉลี่ย 1.775 ค่าต่ำสุด 0.170 เท่า ค่าสูงสุด 7.090 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 1.168 เท่า แสดงว่าบริษัทในกลุ่ม SETCLMV มีความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้นได้ดีเนื่องจากมีสินทรัพย์หมุนเวียนมากกว่าหนี้สินหมุนเวียน

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีค่าเฉลี่ย 1.282 เท่า ค่าต่ำสุด 0.140 เท่า ค่าสูงสุด 3.750 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.7668 เท่า แสดงว่าบริษัทในกลุ่ม SETCLMV โดยภาพรวมมีการกู้ยืมเงินสูงกว่าการใช้เงินจากส่วนผู้ถือหุ้นแต่ยังอยู่ในระดับที่นักลงทุนยอมรับได้

ขนาดกิจการ (LNA) มีค่าเฉลี่ย 18.269 เท่า ค่าต่ำสุด 15.300 เท่า ค่าสูงสุด 21.296 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 1.489 เท่า แสดงว่าบริษัทในกลุ่ม SETCLMV มีขนาดกลางถึงขนาดใหญ่

ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศไทย (GDPT) มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 0.397 ค่าต่ำสุดร้อยละ -6.050 ค่าสูงสุดร้อยละ 2.463 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานร้อยละ 3.245 แสดงว่าประเทศไทยมีสถานะภาวะชะลอตัวต่อเนื่อง มีความผันผวนปานกลางจากปัจจัยเศรษฐกิจและการเมืองภายในประเทศ

ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศกัมพูชา (GDPC) มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 3.507 ค่าต่ำสุดร้อยละ -3.556 ค่าสูงสุดร้อยละ 7.937 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานร้อยละ 3.8661 แสดงว่าประเทศกัมพูชา มีช่วงเติบโตเร็วแต่ก็มีความเสี่ยงสูงต่อการหดตัว

ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศลาว (GDPL) มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 2.988 ค่าต่ำสุดร้อยละ 0.503 ค่าสูงสุดร้อยละ 5.458 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานร้อยละ 1.6253 แสดงว่าประเทศลาวค่อนข้างเสถียรในแง่การเติบโต แม้จะไม่สูงมากนัก

ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศไทยมา (GDPM) มีค่าเฉลี่ยร้อยละ -1.898 ค่าต่ำสุดร้อยละ -12.016 ค่าสูงสุดร้อยละ 6.579 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานร้อยละ 7.351 แสดงว่าประเทศไทยมา มีเศรษฐกิจที่มีความไม่แน่นอนสูง อาจมาจากปัจจัยการเมือง ความไม่มั่นคงภายในประเทศ และการคว่ำบาตรระหว่างประเทศ

ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศเวียดนาม (GDPV) มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 5.190 โดยมีค่าต่ำสุดร้อยละ 2.554 ค่าสูงสุดร้อยละ 8.124 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานร้อยละ 2.273 แสดงว่าประเทศเวียดนาม มีเศรษฐกิจที่มีพื้นฐานการเติบโตแข็งแกร่งและค่อนข้างมั่นคง

การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) เพื่อทดสอบปัญหาความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรที่ศึกษา

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient)

	P	ROA	CR	DE	LNA	GDPT	GDPC	GDPL	GDPM	GDPV
P	1									
ROA	.183*	1								
CR	0.043	0.124	1							
DE	-.174*	-.371**	-.455**	1						
LNA	.309**	-.275**	-.248**	.356**	1					
GDPT	0.026	.149*	-0.003	-0.030	0.027	1				
GDPC	0.039	0.120	-0.009	-0.056	0.004	.931**	1			
GDPL	0.041	0.078	-0.024	-0.070	-0.014	.773**	.939**	1		
GDPM	0.031	0.056	0.005	-0.071	-0.007	.551**	.749**	.738**	1	
GDPV	0.035	0.078	0.024	-0.055	-0.003	.585**	.723**	.621**	.947**	1

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed), **. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

จากตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ 0.183 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ -0.174 ขนาดกิจการ (LNA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ 0.309 สำหรับอัตราส่วนเงินหมุนเวียน (CR) ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศไทย (GDPT) ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศไทย (GDPC) ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศไทย (GDPL) ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศไทย (GDPM) และผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศไทย (GDPV) ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) พบว่า ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศไทยมีความสัมพันธ์กันเองในระดับสูงมาก ซึ่งค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เกินกว่า 0.7 จัดเป็นระดับความสัมพันธ์ที่ค่อนข้างสูง เพื่อไม่ให้เกิดปัญหาภาวะร่วมเส้นพหุคูณ ผู้วิจัยจึงตัดตัวแปรผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศไทย CLMV เลือกเฉพาะผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศไทย เนื่องจากวัตถุประสงค์ของงานวิจัยนี้เพื่อนักลงทุนที่สนใจบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression)

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณด้วยข้อมูลลักษณะพาเนล แบบจำลองที่ 1 Pooled OLS, Fixed Effects Model และ Random Effects Model

Variable	Model 1 $P_{it+1} = \alpha_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 DE_{it} + \beta_4 LNA_{it} + \varepsilon_{it}$								
	Pooled OLS			Fixed Effects			Random Effects		
	Coefficient	t	p-value	Coefficient	t	p-value	Coefficient	t	p-value
C	-350.018	-5.369	0.000	231.957	4.241	0.000	42.119	0.442	0.657
ROA	2.567	3.033	0.003**	0.887	6.449	0.000**	1.620	4.870	0.000**
DE	-23.722	-3.165	0.002**	-1.459	-0.996	0.321	-4.315	-0.851	0.396
CR	0.994	0.219	0.827	0.845	1.073	0.285	2.438	1.076	0.284
LNA	22.407	6.532	0.000**	-10.308	-3.412	0.001**	-0.172	-0.033	0.974
Durbin-Watson = 0.143			Durbin-Watson = 1.617			Durbin-Watson 1.161			
Adjusted R-squared = 0.210			Adjusted R-squared = 0.945			Adjusted R-squared = 0.106			
Redundant Fixed Effects		F-Statistic = 61.805, p-value = 0.000							
Hausman Test		Probability > Chi-Square Statistics = 0.0014							

***significant level at 0.01 and **significant level at 0.05

จากตารางที่ 3 จากการเปรียบเทียบระหว่าง Pooled Regression Model และ Fixed Effects Model ผ่านการทดสอบ Redundant Fixed Effects Test โดยมีสมมติฐานหลักในการทดสอบ คือ สมมติฐานศูนย์ (H_0) คือ Pooled OLS เหมาะสมที่สุด พบว่าค่า F-Statistic มีค่าเท่ากับ 61.805 และค่า Probability Value มีค่าเท่ากับ 0.000 ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่กำหนดไว้ที่ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก แสดงว่า Fixed Effects Model เหมาะสมมากกว่า และการเลือกระหว่าง Fixed Effects Model และ Random Effects Model ผ่านการทดสอบ Hausman Test โดยหากค่า Probability > Chi-Square Statistics ที่ได้น้อยกว่า 0.05 จะเลือกใช้ Fixed Effects Model แต่หากค่า Probability > Chi-Square Statistics ที่ได้มากกว่า 0.05 จะเลือกใช้ Random Effects Model พบว่า มีค่า Probability > Chi-Square Statistics มีค่าเท่ากับ 0.0014 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงเลือกใช้ Fixed Effects Model สรุปได้ว่า Fixed Effect มีความเหมาะสมที่สุด

ผลการวิเคราะห์พบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย เท่ากับ 0.887 และ p-value เท่ากับ 0.000 ในขณะที่ขนาดกิจการ (LNA) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย เท่ากับ -10.308 และ p-value เท่ากับ 0.001 นอกจากนี้ Adjusted R-squared เท่ากับ 0.945 แสดงว่าตัวแปรอิสระสามารถอธิบายตัวแปรตามได้ร้อยละ 94.50

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณด้วยข้อมูลลักษณะพาเนล แบบจำลองที่ 2 Pooled OLS, Fixed Effects Model และ Random Effects Model

Variable	Model 2 $P_{it+1} = \alpha_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 DE_{it} + \beta_4 LNA_{it} + \beta_5 GDPT_{it} + \varepsilon_{it}$								
	Pooled OLS			Fixed Effects			Random Effects		
	Coefficient	t	p-value	Coefficient	t	p-value	Coefficient	t	p-value
C	-351.816	-5.371	0.000	258.376	4.476	0.000	46.559	0.485	0.629
ROA	2.620	3.051	0.003**	0.821	5.505	0.000**	1.599	4.703	0.000**
DE	-23.705	-3.156	0.002**	0.146	0.085	0.932	-4.181	-0.821	0.413
CR	0.987	0.217	0.828	1.053	1.339	0.183	2.450	1.080	0.281
LNA	22.495	6.529	0.000**	-11.864	-3.712	0.000**	-0.420	-0.079	0.937
GDPT	-0.578	-0.395	0.693	0.183	1.594	0.113	0.124	0.294	0.769
Durbin-Watson = 0.149			Durbin-Watson = 1.528			Durbin-Watson 1.147			
Adjusted R-squared = 0.206			Adjusted R-squared = 0.940			Adjusted R-squared = 0.102			
Redundant Fixed Effects		F-Statistic = 61.388, p-value = 0.000							
Hausman Test					Probability > Chi-Square Statistics = 0.0024				

***significant level at 0.01 and **significant level at 0.05

จากตารางที่ 4 จะพิจารณาผลการวิเคราะห์จากตัวแบบ Fixed Effect ซึ่งมีความเหมาะสมที่สุด เนื่องจากการเปรียบเทียบระหว่างแบบจำลอง Pooled Regression Model และ Fixed Effects Model ผ่านการทดสอบ Redundant Fixed Effects Test พบว่า ค่า F-Statistic มีค่าเท่ากับ 61.388 และค่า Probability Value มีค่าเท่ากับ 0.000 ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่กำหนดไว้ที่ 0.05 และการทดสอบ Hausman Test มีค่า Probability > Chi-Square Statistics ที่ 0.0024 ซึ่งน้อยกว่า 0.05

ผลการวิเคราะห์พบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย เท่ากับ 0.821 และ p-value เท่ากับ 0.000 ในขณะที่ขนาดกิจการ (LNA) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย เท่ากับ -11.864 และ p-value เท่ากับ 0.000 นอกจากนี้ Adjusted R-squared เท่ากับ 0.940 แสดงว่าตัวแปรอิสระสามารถอธิบายตัวแปรตามได้ร้อยละ 94.00

อภิปรายผลการวิจัย

ผลการวิจัยที่มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SETCLMV โดยมีแบบจำลอง 2 สมการ ประกอบด้วยตัวแปรตาม คือ ราคาหลักทรัพย์ ตัวแปรอิสระ คือ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

(ROA) โดยแบบจำลองที่ 1 มีตัวแปรควบคุม คือ ขนาดกิจการ และตัวแบบที่ 2 มีตัวแปรควบคุม คือ ขนาดกิจการและผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศไทย

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 สำหรับบริษัทในกลุ่ม SETCLMV ที่มีลักษณะการดำเนินงานที่เกี่ยวข้องกับการขยายตลาดไปยังประเทศในกลุ่ม CLMV ซึ่งเป็นตลาดที่มีโอกาสเติบโตสูงแต่ก็เสี่ยงสูงเช่นกัน การที่บริษัทสามารถทำกำไรได้อย่างมีประสิทธิภาพจากทรัพยากรที่มีอยู่นั้น แสดงว่าบริษัทมีความสามารถในการบริหารความเสี่ยงจากการลงทุนระหว่างประเทศและการแข่งขันในระดับภูมิภาค ส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและทำให้ราคาหลักทรัพย์ที่สูงขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Akhtegan and Elmas (2021) ศึกษาตลาดหุ้นอิหร่าน งานวิจัยของ Tripattanasit et al. (2024) ศึกษาช่วงก่อนเกิด ระหว่างเกิด และหลังเกิด โรคระบาดโควิด-19 และงานวิจัยของ Teeratsirirakool et al. (2022) ศึกษากลุ่มธุรกิจบริการทางการแพทย์ ก็พบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ก็มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์เช่นกัน ยิ่งบริษัทสามารถสร้างกำไรจากสินทรัพย์รวมได้มาก ยิ่งสะท้อนถึงการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพและมีศักยภาพในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ ดังนั้น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์จึงเป็นสัญญาณของประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรของบริษัท ซึ่งนักลงทุนให้ความสำคัญเป็นอันดับแรก

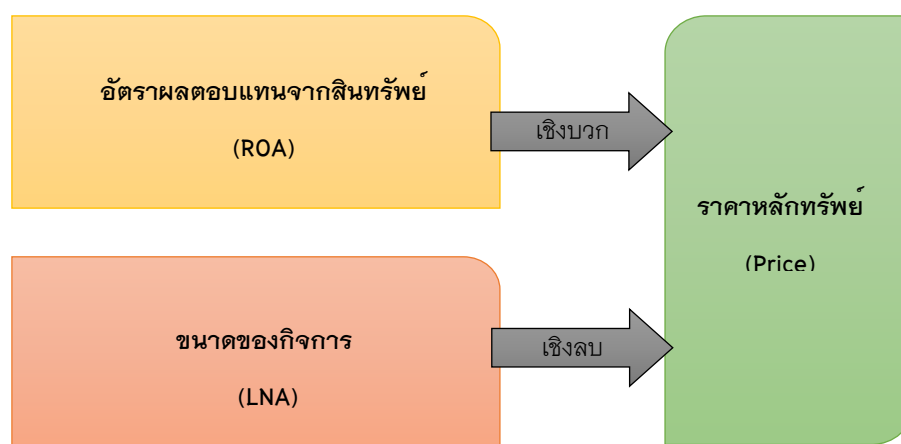
ขนาดกิจการ (LNA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 ปกติเราจะคิดว่าบริษัทขนาดใหญ่จะมีราคาหลักทรัพย์ที่น่าจะดี แต่สำหรับกลุ่มบริษัทใน SETCLMV กลับพบว่า บริษัทขนาดใหญ่ราคาหลักทรัพย์ขึ้นน้อยกว่าบริษัทขนาดกลางหรือเล็ก เหตุผลมาจากในกลุ่มประเทศ CLMV ยังมีข้อจำกัดเรื่องโครงสร้างพื้นฐานหรือกฎหมายจึงต้องการความยืดหยุ่นสูง บริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะมีต้นทุนคงที่สูงและโครงสร้างการบริหารที่ซับซ้อน ซึ่งอาจนำไปสู่ความไม่คล่องตัวในการปรับตัว รวมถึงอาจเติบโตช้าลงเพราะถึงจุดที่อิ่มตัวแล้ว บริษัทขนาดกลางหรือเล็กมีแนวโน้มเติบโตสูงกว่าและมีความยืดหยุ่นได้มากกว่า นักลงทุนจึงมองว่าเป็นปัจจัยเชิงบวก ทำให้ราคาหลักทรัพย์ตอบสนองกับโอกาสมากกว่าขนาดของกิจการ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Djashan and Agustinus (2020) ที่พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าบริษัทเช่นกัน โดยอธิบายว่าบริษัทขนาดใหญ่อาจมีข้อจำกัดในเชิงโครงสร้างหรือมีต้นทุนแฝงจำนวนมาก อีกทั้งยังพึ่งพาเงินทุนภายในมากกว่าภายนอก ทำให้ขนาดของกิจการไม่ได้สะท้อนประสิทธิภาพในการสร้างผลตอบแทนอย่างแท้จริง เหตุผลหนึ่งอาจเกิดจากบริษัทขนาดใหญ่มักดำเนินธุรกิจในอุตสาหกรรมเติบโตเต็มที่แล้ว (mature industries) หรือมีโครงสร้างต้นทุนที่ตายตัวสูง ทำให้มีความสามารถในการเติบโตหรือปรับตัวได้ต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็กที่มีความยืดหยุ่นสูงกว่า

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากกลุ่มประเทศใน CLMV อาจยังคงมีความไม่แน่นอนด้านโครงสร้างเศรษฐกิจและมีความเสี่ยงที่แตกต่างจากตลาดในประเทศพัฒนาแล้ว

การขยายธุรกิจไปยังประเทศในกลุ่ม CLMV จึงจำเป็นต้องรักษาระดับของเงินทุนหมุนเวียนเพื่อรองรับความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจในแต่ละประเทศ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Sonpukdee and Yamkamang (2020) และอาจมีการพึ่งพาแหล่งเงินทุนทั้งจากในประเทศและต่างประเทศ ส่งผลให้ระดับหนี้ที่สูงไม่ถูกมองว่าเป็นความเสี่ยงเสมอไปในสายตานักลงทุนโดยเฉพาะในกลุ่ม CLMV ที่เป็นตลาดกำลังพัฒนา การมีหนี้นี้อาจถูกมองว่าเป็นการสนับสนุนการเติบโตมากกว่าความเสี่ยงทางการเงิน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Seeksiri et al. (2018) และงานวิจัยของ Tarmidi et al. (2020) ดังนั้นอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) จะมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ ขึ้นอยู่กับลักษณะของอุตสาหกรรมและการตีความของนักลงทุนที่แตกต่างกัน สำหรับผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทใน SETCLMV ถึงจะมีความเกี่ยวข้องกับ CLMV แต่การดำเนินธุรกิจหลักอยู่ในประเทศไทย อีกทั้งยังเป็นอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างและปัจจัยพื้นฐานในการดำรงชีวิต ดังนั้น ไม่ว่าเศรษฐกิจจะเป็นอย่างไรก็ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ ดังนั้นผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศจึงไม่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์

องค์ความรู้ใหม่จากการวิจัย

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SETCLMV พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ส่งผลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ สะท้อนถึงประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ของบริษัทเป็นปัจจัยที่นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน เนื่องจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์สูงหมายถึงความสามารถในการสร้างกำไรจากทรัพยากรที่มีอยู่ จึงส่งผลบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและนำไปสู่การปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ ในทางขณะที่ขนาดของกิจการกลับส่งผลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ ซึ่งสะท้อนถึงมุมมองของนักลงทุนที่เชื่อว่าบริษัทขนาดเล็กมีโอกาสในการเติบโตสูงกว่าและมีความยืดหยุ่นในการปรับตัวต่อความเปลี่ยนแปลงของตลาด



ภาพที่ 2 องค์ความรู้ใหม่จากผลการวิจัย

สรุป

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่ม SETCLMV พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่ขนาดของกิจการ (LNA) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ สำหรับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) และผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศจากประเทศ (GDP) ในกลุ่ม CLMV (กัมพูชา ลาว เมียนมา เวียดนาม และไทย) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับราคาหลักทรัพย์ ทั้งนี้ประโยชน์จากการวิจัยนี้ทำให้ผู้ลงทุนที่สนใจลงทุนสามารถวิเคราะห์หลักทรัพย์ในกลุ่ม SETCLMV ได้แม่นยำยิ่งขึ้น

ข้อเสนอแนะ

จากผลการวิจัย ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะ ดังนี้

1. ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์

การวิจัยครั้งนี้ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่ม SETCLMV โดยพบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ ดังนั้น นักลงทุนควรให้ความสำคัญกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และขนาดของกิจการ เนื่องจากเป็นปัจจัยที่อาจส่งผลโดยตรงต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม นักลงทุนและนักวิเคราะห์ควรใช้ข้อมูลที่หลากหลายทั้งในเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพประกอบการพิจารณาเพิ่มเติมด้วย เช่น นโยบายของบริษัท สภาพแวดล้อมทางธุรกิจ เพื่อให้การตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์มีความแม่นยำมากยิ่งขึ้น

2. ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

การวิจัยในครั้งถัดไป ควรขยายช่วงระยะเวลาการศึกษาให้ครอบคลุมมากขึ้น เพื่อสะท้อนภาพรวมและแนวโน้มในระยะยาวอย่างชัดเจน นอกจากนี้ควรพิจารณาการวิเคราะห์เปรียบเทียบข้อมูลก่อนและหลังเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจสำคัญ เพื่อเปรียบเทียบผลกระทบที่เกิดขึ้นโดยตรงต่อราคาหลักทรัพย์ อีกทั้งควรเพิ่มเติมปัจจัยทางเศรษฐกิจอื่นที่อาจมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ เช่น อัตราแลกเปลี่ยน ราคาน้ำมัน อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ย เป็นต้น ซึ่งอาจมีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน

เอกสารอ้างอิง

- Ahmed, A., & Kumar, B. (2025). Technical and fundamental analysis of selected securities. *International Journal of Humanities, Social Sciences and Management (IJHSSM)*, 5(1), 831–840. Retrieved from https://ijhssm.org/issue_dcp/Technical%20and%20Fundamental%20Analysis%20of%20Selected%20Securities.pdf
- Akhtegan, N., & Elmas, B. (2021). Relationship between financial ratios and stock value. *International Journal of Health Sciences*, 5, 813–832. <https://doi.org/10.53730/ijhs.v5nS2.13884>
- Djashan, I. A., & Agustinus, Y. (2020). The effect of firm size, profitability, audit committee, and other factors to firm value. *GATR Accounting and Finance Review*, 5(1), 22–27. [https://doi.org/10.35609/afr.2020.5.1\(3\)](https://doi.org/10.35609/afr.2020.5.1(3))
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575–1617. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>
- Karki, D., Dahal, R. K., Perera, W. K. L., Wimalasiri, E. M., & Ghimire, K. (2024). The relevance of financial performance in determining stock prices of insurance companies. *Intellectual Economics*, 18(2), 308–328. <https://doi.org/10.13165/IE-24-18-2-04>
- Krongten, M., & Kumansing, S. (2022). Relationship between financial ratio and stock prices of listed companies in the stock exchange of Thailand: SET100. *Interdisciplinary Journal of Buriram Rajabhat University*, 6(2), 117–126. Retrieved from <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/journalfms-thaijo/article/view/260297>
- Ministry of Foreign Affairs. (2023). *ASEAN Economic Community: AEC*. Retrieved from <https://asean.mfa.go.th/th/index>
- Pallavi, G. P., & Dsa, K. T. (2025). A systematic review and meta-analysis of behavioral finance. In *ICCAMEASS-2023 Conference*. Retrieved from <https://www.researchgate.net/publication/387737665>
- Pražák, T., & Stavárek, D. (2017). The effect of financial ratios on the stock price development. *Interdisciplinary Economics and Business Research*, 43, 3. Retrieved from <https://ideas.repec.org/p/opa/wpaper/0043.html>
- Prowanta, E. (2018). The effect of GDP, inflation, exchange rate, interest rate on stock price index in early warning system: An empirical study in ASEAN-5 countries. *Archives of Business Research*, 6(12), 90–100. <https://doi.org/10.14738/abr.612.5755>

- Seaksiri, K., Boonmunewai, S., & Wimonard, T. (2018). The influence of financial ratio to market price of listed companies in the securities exchange of Thailand: A case study of the service industry. *Research Community and Social Development Journal*, 12(2), 71–84. Retrieved from <https://so04.tci-thaijo.org/index.php/NRRU/article/view/164578>
- Sibarani, B. (2024). Herding behavior in financial market – A systematic literature review. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia*, 15(1), 33–45. Retrieved from <https://www.researchgate.net/publication/379495962>
- Sonpukdee, C., & Yamkamang, T. (2020). Financial ratios that correlate with the securities prices of listed companies in the stock exchange of Thailand. *Journal of Management and Development, Ubon Ratchathani Rajabhat University*, 8(1), 151–164. Retrieved from <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/JMDUBRU/article/view/249724>
- Tarmidi, D., Pramukty, R., & Akbar, T. (2020). Fundamental analysis of financial ratios on stock prices. *Saudi Journal of Economics and Finance*, 4(5), 176–180. <https://doi.org/10.36348/sjef.2020.v04i05.003>
- Teeratansirikool, L., Nawason, N., Rattanavijit, N., & Thong-oon, P. (2022). The relationship between financial ratios and stock prices of the listed health services sector companies on the stock exchange of Thailand. *Economics and Business Administration Journal Thaksin University*, 14(3), 85–104. Retrieved from <https://so01.tci-thaijo.org/index.php/ecbatsu/article/view/249556>
- The Stock Exchange of Thailand. (2017). *SET CLMV exposure index*. Retrieved from <https://www.set.or.th/th/market/index/setclmv/profile>
- Tripattanasit, P., Chotkunakitti, P., Suksanguan, W., Srithaworn, W., & Kobkanjanapued, Y. (2024). Testing the Relationship between financial ratios and stock prices of listed companies on the stock exchange of Thailand: Before, during and after the COVID-19 Pandemic. *Journal of Arts Management*, 8(4), 65–88. Retrieved from <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/jam/article/view/271384>
- Wanaset, A. (2020). The effect of financial ratios to stock price of listed companies in Thailand and Indonesia. *Journal of Federation of Accounting Professions*, 3(7), 48–68. Retrieved from <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/JFAC/article/view/248360>

Wongsakun, K., & Dampitakse, K. (2021). Economic factors and financial ratio affecting on stock price of Thai listed companies: Energy industry sector. *Journal of Humanities and Social Sciences, Rajapruk University*, 7(1), 241–254. Retrieved from <https://so03.tci-thaijo.org/index.php/rpu/article/view/251682>