การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนโดยการสร้างพอร์ตโพลิโอ จาก F-Score ของกลุ่มอุสาหกรรมบริการ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

THE ANALYSIS OF RETURN ON INVESTMENT BY PORTFOLIO CREATING WITH F-SCORE OF SERVICE INDUSTRY IN THE SECURITIES EXCHANGE OF THAILAND

[1]สุธีสุข ศิริมา และ [2]กฤตยา อุทโธ

[1]Suteesuk Sirima and [2]Kidtaya Oudto

มหาวิทยาลัยอุบลราชธานี, ประเทศไทย

Ubon Ratchathani University, Thailand.

[1]suteesuk.sir@dohome.co.th, [2]grittaya.c@ubu.ac.th

Received: May 26, 2023; **Revised**: June 23, 2024; **Accepted**: August 30, 2024

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์1) เพื่อวิเคราะห์แนวทางในการสร้างพอร์ตโพลิโอที่จะเพิ่มโอกาสได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น จากการลงทุนในหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย(SET) 2) เพื่อวิเคราะห์ผลตอบแทนจากการลงทุนโดยใช้อัตราส่วนทางการเงินในรูปแบบของ F-Score ในการวิเคราะห์หุ้นกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย(SET) จากการวิจัยพบว่า การสร้างพอร์ตโพลิโอของหุ้นในอุตสาหกรรมบริการ เมื่อใช้เกณฑ์วิเคราะห์แบบ P/BV พบว่าอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นคุณค่า(Value Stock) ได้อัตราผลตอบแทนมากกว่าอัตราผลตอบแทนของหุ้นเติบโต (Growth Stock) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และพบอีกว่าหุ้นคุณค่า (Value Stock) ของอุตสาหกรรมบริการที่วิเคราะห์ด้วยค่า P/E และค่า Yield คัดแยกหุ้นที่งบการเงินดี(Winner) และหุ้นที่งบการเงิน

---

[1] นักศึกษาปริญญาโท หลักสูตรธุรกิจมหาบัณฑิต คณะบริหารศาสตร์ มหาวิทยาลัยอุบลราชธานี

[2] อาจารย์ ดร. คณะบริหารศาสตร์ มหาวิทยาลัยวิทยาลัยอุบลราชธานี

แย่(Loser) ด้วย F-Score ผลที่ได้เป็นทิศทางเดียวกันคือ อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นที่งบการเงินดี(Winner) มากกว่าอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นที่งบการเงินแย่(Loser) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อนละ95

คำสำคัญ : F-Score; หุ้นคุณค่า; ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย; อุตสาหกรรมบริการ

Abstract

The purposes of this research were) To analyze ways to build a polyo portfolio that increases the chances of higher returns from investing in stocks in the service industry of the Stock Exchange of Thailand (SET) 2) To analyze the return on investment using financial ratios in by F-Score to analyze stocks in the service industry. The Stock Exchange of Thailand (SET) According to the research, the creation of a portfolio of stocks in the service industry Using the P/BV analysis criteria, it was found that the return rate of value stocks was significantly higher than the return of growth stocks at a confidence level of 95%, and it was also found that value stocks of the service industry analyzed with P/E and yield values when sorting out stocks with good financial statements (Winner) and stocks with poor financial statements (Loser) as well. F-Score result is the same, when use the yield of a group of stocks with good financial statements (Winner) is greater than the rate of return of a group of stocks with poor financial statements. Significant confidence levels of 95%.

Keywords : F-Score; Value Stocks; The Stock Exchange of Thailand; Service Industry

บทนำ

จากข้อมูลที่ผ่านมารายได้ของอุตสาหกรรมบริการในประเทศไทยมีสัดส่วนเกินกว่าครึ่งของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) อย่างต่อเนื่อง จากข้อมูลปี พ.ศ. 2548 ถึง ปี พ.ศ. 2561 สัดส่วนรายได้ของอุตสาหกรรมบริการมีสัดส่วนเฉลี่ยประมาณร้อยละ 57 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2562) และตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 สัดส่วนดังกล่าวมีแนวโน้มการเติบโตอย่างต่อเนื่องซึ่งสอดคล้องอุตสาหกรรมบริการในต่างประเทศก็มีบทบาทและความสำคัญมากขึ้นอย่างต่อเนื่องเช่นกัน อย่างเช่น สหรัฐอเมริกา ประเทศอังกฤษ และประเทศฝรั่งเศส ซึ่งเป็นกลุ่มประเทศที่มีรายได้สูง อุตสาหกรรมบริการมีสัดส่วนเฉลี่ยถึงร้อยละ 75 ของ

ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ซึ่งถือว่าเป็นอุตสาหกรรมที่เป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญของประเทศโดยส่วนมากจะมาจากธุรกิจบริการสมัยใหม่ เช่น บริการด้านไอทีซอฟต์แวร์ ในขณะที่ประเทศไทยซึ่งประเทศที่ปัจจุบันยังถูกจัดอยู่ในกลุ่มที่มีรายได้ปานกลาง จึงมีโอกาสที่จะเติบโตได้เป็นอย่างมาก แสดงถึงบทบาทและความสำคัญของอุตสาหกรรมบริการที่จะมีส่วนสำคัญต่อการเติบโตของประเทศไทย ที่พร้อมจะดึงดูดความสนใจแก่กลุ่มนักลงทุนในประเทศ และกลุ่มนักลงทุนต่างชาติในการเข้าลงทุน โดยปัจจัยหลักมาจากจุดแข็งของประเทศไทยที่เกี่ยวเนื่องกับอุตสาหกรรมบริการที่สามารถสร้างรายได้ของประเทศจากชาวต่างชาติได้เป็นอย่างดี ได้แก่ แหล่งทองเที่ยวที่ติดอันดับแนวหน้าของโลก เช่น หาดไร่เลย์ หาดถ้ำนาง เกาะล้าน วัดอรุณราชวราราม อุทยานพิฆเนศ และวัดพระศรีสรรเพชญ์ เป็นต้น (Thailand Connex, 2023) และแหล่งอารยธรรมโบราณกว่าพันปีมากมายรวมถึงมรดกโลกถูกค้าพบมากถึง 7 แห่งในประเทศไทย ประกอบด้วย เมืองโบราณศรีเทพ กลุ่มป่าแก่งกระจาน กลุ่มป่าดงพญาเย็นเขาใหญ่ แหล่งโบราณดีบ้านเชียง เขตรักษาพันธุ์สัตว์ป่าทุ่งใหญ่ห้ายขาแข้ง เมืองประวัติศาสตร์สุโขทัยและเมืองบริวาร และนครประวัติศาสตร์อยุธยา (Primo 2023 และUNESCO, 2023) อีกทั้งในทางการแพทย์ของประเทศทั้งไทยก็จัดอันดับแนวหน้าของโลก โดยความมั่นคงทางสุขภาพจัดอยู่อันดับ 5 ของโลก (Global Health Security Index, 2021) โดยโรงพยาบาลหลายแห่งของประเทศไทยติดอันดับโลกจึงสะท้อนถึงจุดแข็งทางด้านการแพทย์ในประเทศไทยอีกด้วย

ด้านการลงในหุ้นนั้น บริษัทจดทะเบียนในตลาดทรัพย์แห่งประเทศไทยในปัจจุบันมีจำนวนมากถึง 617 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562) จึงเป็นการยากแก่การวิเคราะห์และเปรียบเทียบหุ้นให้ทั่วถึง เนื่องจากในจำนวนหุ้นเหล่านั้นมีหุ้นที่ไม่เป็นที่นิยมในกลุ่มนักลงทุนทั่วไป แม้กระทั้งนักวิเคราะห์เองก็ไม่ได้ทำบทวิเคราะห์หุ้นเหล่านี้ไว้ให้แก่นักลงทุนทั่วไป เช่น หุ้นที่ไม่ได้อยู่ในดัชนีราคา SET 50 และหุ้นที่ไม่ได้อยู่ดัชนีราคา SET 100 หุ้นที่ไม่ได้รับความนิยมเหล่านี้อาจจะสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนที่น่าพอใจได้เป็นอย่างดี เหตุนี้จึงน่าจะเป็นประโยชน์อย่างมากหากนักลงทุนมีจำนวนหุ้นทางเลือกในการลงทุนที่มากขึ้นถ้าหากสามารถวิเคราะห์ข้อมูลของหุ้นในตลาดได้ทั่วถึง แต่กระนั้นเองการวิเคราะห์หุ้นทั้งหมดในตลาดสำหรับนักลงทุนอาจต้องใช้เวลานานและถึงแม้ว่าสามารถทำได้จนครบคงช้าไม่ทันการเนื่องจากพื้นฐานของบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงทุกไตรมาส ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการจัดกลุ่มหุ้นออกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อให้นักลงทุนสามารถจำกัดกลุ่มหุ้นให้อยู่ในวงจำกัดกว่าเดิม โดยนักลงทุนสามารถนำปัจจัยภายนอกมาช่วยวิเคราะห์ผลกระทบที่ส่งผลต่ออุสาหกรรมเพื่อให้นักลงทุนเลือกกลุ่มอุสาหกรรมที่จะได้ประโยชน์ หรืออุตสาหกรรมที่ควรหลีกเลี่ยง โดยวิเคราะห์จากปัจจัยด้านเศรษฐกิจ ด้านสังคม ด้านเทคโนโลยี ด้านสิ่งแวดล้อม และด้านกฎหมาย จากนั้นจะสามารถ

เปรียบเทียบหุ้นที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันที่มีลักษณะธุรกิจที่ใกล้เคียงกันโดยทำการเปรียบเทียบ ปัจจัยพื้นฐานทางธุรกิจ และงบการเงินหรืออัตราส่วนทางการเงิน โดยอุตสาหกรรมบริการก็เป็นหนึ่งในอุสาหกรรมที่ตลาดตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดกลุ่มไว้แล้ว นอกเหนือจากนั้นยังมีแนวคิดในการจัดกลุ่มหุ้นในรูปแบบอื่นที่ถูกคิดค้นเพื่อให้นักลงทุนใช้เป็นแนวทางในลงทุน และถูกใช้กันอย่างแพร่หลาย

การจัดกลุ่มหุ้นที่ได้รับความนิยมกันอย่างแพร่หลาย และมีการศึกษาจำนวนมากทั้งในต่างประเทศ และในประเทศ คือการจัดกลุ่มหุ้นตามอัตราส่วนมูลค่าตลาดได้แก่ หุ้นคุณค่า (Value Stock) และหุ้นเติบโต (Growth Stock) โดยลักษณะของหุ้นคุณค่า (Value Stock) คือ หุ้นที่มีราคาที่ซื้อขายในตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงหรือมูลค่าทางบัญชี พิจารณาจากมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ต่ำ ราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ต่ำ และ อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Yield) สูง โดยมีแนวคิดในการลงทุนในหุ้นกลุ่มนี้คือการคาดการณ์ว่าราคาหุ้นจะเพิ่มขึ้นไปจนเท่าราคาที่แท้จริงในอนาคตวันใดวันหนึ่ง ส่วนลักษณะของหุ้นเติบโต (Growth Stock) จะมีลักษณะที่ตรงข้ามกัน คือ หุ้นที่มีราคาที่ซื้อขายในตลาดสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงหรือมูลค่าทางบัญชี พิจารณาจากมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) สูง ราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) สูง และ อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Yield) ต่ำ โดยหุ้นกลุ่มนี้จะเป็นหุ้นที่มีอัตราการเติบโตของกำไรที่สูงมาก จากการศึกษาที่ผ่านมาพบว่า หุ้นคุณค่า (Value Stock) และหุ้นเติบโต (Growth Stock) มีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด (วิภา ระดวง, 2566; จุฑาภรณ์ ทวีผลจรูญ, 2557; รวี ลงกานี และ Fama and French, 1988)

อย่างไรก็ตามการคัดเลือกหุ้นแบบคุณค่าหรือหุ้นเติบโตเพียงอย่างเดียวไม่เพียงพอในการลดความเสี่ยงต่อการขาดทุนจากการลงทุนในปัจจุบัน เนื่องจากผลดำเนินงานของบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มหุ้นคุณค่าและหุ้นเติบโตประกอบด้วยผลการดำเนินงานที่มีงบการเงินแย่และงบการเงินที่ดี ดังนั้นในการเลือกลงทุนจึงจำเป็นอย่างยิ่งที่จะพิจารณางบการเงินของบริษัทโดยอัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งเป็นปัจจัยภายใน โดยมีผู้วิจัยได้นำอัตราส่วนทางการเงินดังกล่าวทำเป็นสูตรเพื่อประเมินเกรดของหุ้นเพื่อง่ายต่อการจัดลำดับและคัดเลือกหุ้นที่มีงบการเงินที่ดีและหุ้นที่มีงบการเงินไม่ดี โดยใช้ชื่อว่า F-Score (Potoski, 2000) และหลังจากนั้น F-Score ได้ถูกใช้อย่างแพร่หลายในงานวิจัยต่างประเทศ (Pilch, 2023; Keleva 2023: Walkshausl, 2020 และ Hyde, 2018)

ในงานวิจัยอัตราผลตอบแทนหุ้นคุณค่า (Value stock) และหุ้นเติบโต (Growth stock) จากที่ทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องพบว่าสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ แต่ในประเทศไทยนั้นงานวิจัยประเภทนี้มีจำกัด และในงานวิจัยต่างประเทศส่วนมากจะทำการวิเคราะห์หุ้นทั้งตลาดของในประเทศนั้นๆ มีเพียงส่วนน้อยที่นำมาวิเคราะห์เจาะจงในแต่ละอุตสาหกรรม ซึ่ง

การวิเคราะห์หุ้นโดยการเลือกอุตสาหกรรมมีความสำคัญเป็นอย่างมากเนื่องจากความเสี่ยงหรือโอกาสที่จะได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอกของแต่ละภาคอุตสาหกรรมส่งผลต่อผลดำเนินงาน อีกทั้งการวิเคราะห์ถึงปัจจัยภายในซึ่งเป็นผลดำเนินงานของบริษัทเป็นส่วนสำคัญในการนำมาวิเคราะห์ โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินในรูปแบบของ F-Score เพื่อวิเคราะห์ถึงประสิทธิภาพในการดำเนินธุรกิจ ดังนั้นผู้วิจัยจึงมีความสนใจอยากมากที่นำเครื่องมืออะไรมาใช้ในการคัดเลือกหุ้นคุณค่า เพื่อนำมาวิเคราะห์อุตสาหกรรมกรรมบริการ ที่เป็นอุตสาหกรรมที่มีบทบาทอย่างมากต่อการเติบโตของประเทศไทย และเพื่อทดสอบสมมติฐานในการสร้างพอร์ตโพลิโอที่เป็นประโยชน์แก่กลุ่มนักลงทุนต่อไป

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อวิเคราะห์แนวทางในการสร้างพอร์ตโพลิโอที่จะเพิ่มโอกาสได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้นจากการลงทุนในหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

2. เพื่อวิเคราะห์ผลตอบแทนจากการลงทุนโดยใช้อัตราส่วนทางการเงินในรูปแบบของ F-Score ในการวิเคราะห์หุ้นกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

วิธีดำเนินการวิจัย

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ หุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการทั้งหมดข้อมูล ณ ปี 2563 จำนวน 116 บริษัท ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยประกอบด้วย 6 หมวดธุรกิจ ที่ได้ถูกแบ่งโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งแสดงได้ดังตารางที่ 1 ตารางแสดงหมวดธุรกิจของอุตสาหกรรมบริการ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ปี 2563

ตารางที่ 1 หมวดธุรกิจของอุตสาหกรรมบริการ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ปี 2563

สัญลักษณ์	ชื่อหมวดธุรกิจ	จำนวนหุ้นจดทะเบียน
COMM	พานิชย์	28 หลักทรัพย์
HEALTH	การแพทย์	23 หลักทรัพย์
MEDIA	สื่อและสิ่งพิมพ์	25 หลักทรัพย์
PROF	บริการเฉพาะกิจ	4 หลักทรัพย์
TOURISM	การท่องเที่ยวและสันทนาการ	13 หลักทรัพย์
TRANS	ขนส่งและโลจิสติกส์	23 หลักทรัพย์
รวมทั้งหมด	**116 หลักทรัพย์**	

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ปี พ.ศ. 2563

2. ขอบเขตด้านเนื้อหา

จากแนวคิดที่คิดการลงทุนหุ้นคุณค่า (Value stock) และหุ้นเติบโต (Growth stock) ดังกล่าวที่ได้รับความนิยมในคัดเลือกหุ้นกลุ่มนักลงทุน จะนำมาสร้างเป็นพอร์ตโพลิโอซึ่งเป็นตัวแปรอิสระโดยจะแยกเป็นประเภทการสร้างพอร์ตพอร์ตโพลิโอ ได้แก่ พอร์ตโพลิโอประเภท หุ้นคุณค่า (Value stock) หุ้นเติบโต (Growth stock) หุ้นที่ไม่แยกประเภท (Not classified stock) และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET Index)โดย 2 ประเภทหลังได้เพิ่มเข้ามาเพื่อเปรียบเทียบเพิ่มเติมเพื่อวิเคราะห์ในภาพกว้าง โดยแต่ละประเภทจะมีเกณฑ์ในการแบ่งโดยใช้เกณฑ์จากอัตรามูลค่าทางตลาดซึ่งสามารถดูข้อมูลเพิ่มเติมได้ในบทถัดไปที่ได้อ้างอิงมาจากงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ในส่วนของตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน ได้แก่ กำไรจากส่วนต่างราคา (Capital Gain) และเงินปันผล (Dividend) โดยนำทั้งสองส่วนมาประกอบกัน เพื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน ในแต่ละประเภทของการสร้างพอร์ตโพลิโอ ในการเปรียบเทียบนั้นจะนำแนวคิด F-Score ที่เป็นอัตราส่วนทางการเงิน เป็นตัวคัดแยกหุ้นที่งบการเงินดีและงบการเงินที่แย่ออกจากกันเพื่อทำการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนต่อไป (เฉลิมขวัญ ครุฑบุญยงค์, 2557; จุฑาภรณ์ ทวีผลจรุญ, 2557; ปุณณชิต พรหมายน, 2560; อนุสุรณ์ บุญปู่, 2563 Fama &French,1995; Bauman, Conver & Miller,1998; Potoski, 2000 และGraham,2009; Walkshausl,2020)

3. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

ข้อมูลและแหล่งข้อมูลการวิเคราะห์นี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ของหุ้นที่อยู่กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากฐานข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ Set smart, Finomena & Panphol โดยประกอบด้วยข้อมูล 3 ประเภทข้อมูล ได้แก่ อัตราส่วนมูลค่าตลาด อัตราส่วนทางการเงิน และผลตอบแทน ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557 ถึงปี พ.ศ. 2562 ดังแสดงในตารางที่ 2 ตารางแสดงประเภทข้อมูลจากแหล่งข้อมูลที่จะนำมาวิเคราะห์

ตารางที่ 2 ประเภทข้อมูลจากแหล่งข้อมูลที่จะนำมาวิเคราะห์

สัญลักษณ์	รายละเอียด	ประเภท
P/E	อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น	อัตราส่วนมูลค่าทางตลาด
P/BV	อัตราส่วนราคาต่อมูลราคาทางบัญชี	อัตราส่วนมูลค่าทางตลาด
Dividend Yield	อัตราจ่ายเงินปันผล	อัตราส่วนมูลค่าทางตลาด
ROA	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม	อัตราส่วนทางการเงิน
CFO	กระแสเงินจากการดำเนินงาน	อัตราส่วนทางการเงิน
LEVER	โครงสร้างหนี้สิน	อัตราส่วนทางการเงิน
LIQUID	สภาพคล่อง	อัตราส่วนทางการเงิน
MARGIN	อัตรากำไรขั้นต้น	อัตราส่วนทางการเงิน
TURN	อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์	อัตราส่วนทางการเงิน
Close Price of Month	ราคาปิด ณ วันสิ้นเดือน	ผลตอบแทน
Yield	เงินปันผล	ผลตอบแทน

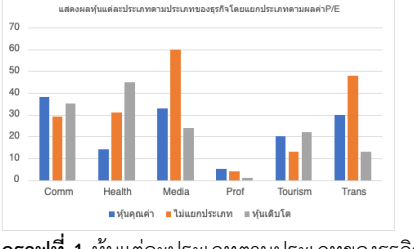
ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ปี พ.ศ. 2563

4. การวิเคราะห์ข้อมูล

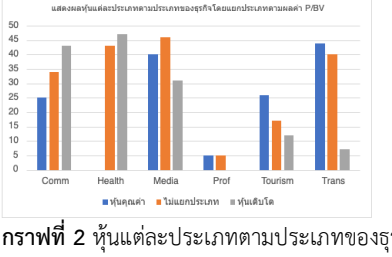
ทำการวิเคราะห์ความแปรปรวน (Analysis of variance; ANOVA) ระหว่างอัตราผลตอบแทนของประเภทการจัดพอร์ตโฟลิโอ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 โดยการใช้โปรแกรมวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ IBM SPSS

ผลการวิจัย

หุ้นที่แบ่งโดย P/E กลุ่มหุ้นคุณค่า มากสุดคือธุรกิจประเภทพานิชย์ (Comm) จำนวน 38 หุ้น(ร้อยละ 27.14) ในขณะที่แบ่งโดย P/BV กลุ่มหุ้นคุณค่าที่มากสุดคือธุรกิจประเภทขนส่งและโลจิสติกส์ (Trans) จำนวน 44 หุ้น (ร้อยละ 31.43) และแบ่งโดย Yield กลุ่มหุ้นคุณค่าที่มากสุดคือธุรกิจประเภทสื่อและสิ่งพิมพ์ (Media) จำนวน 50 หุ้น (ร้อยละ 35.71) ซึ่งแสดงรายละเอียดในกราฟที่ 1 2 และ 3

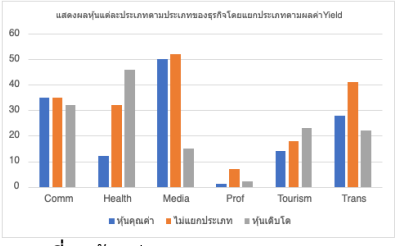


กราฟที่ 1 หุ้นแต่ละประเภทตามประเภทของธุรกิจโดยแยก



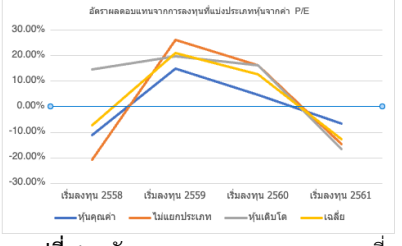
กราฟที่ 2 หุ้นแต่ละประเภทตามประเภทของธุรกิจโดยแยกประเภทตามผลค่า P/BV

ประเภทตามผลค่า P/E.

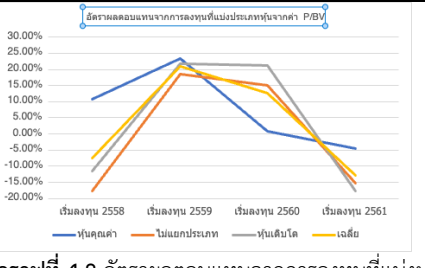


กราฟที่ 3 หุ้นแต่ละประเภทตามประเภทของธุรกิจโดยแยกประเภทตามผลค่า Yield

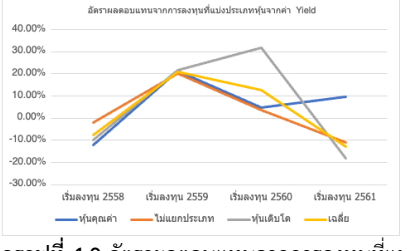
หุ้นคุณค่าที่แบ่งโดย P/E และ Yield กราฟอัตราผลตอบแทนส่วนใหญ่ต่ำกว่ากราฟค่าเฉลี่ย ในขณะที่แบ่งโดย P/BV กราฟอัตราผลตอบแทนส่วนใหญ่สูงกว่ากราฟค่าเฉลี่ย ซึ่งแสดงรายละเอียดในกราฟที่ 4 5 และ 6



กราฟที่ 4.7 อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่แบ่งประเภทหุ้นจากค่า P/E



กราฟที่ 4.8 อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่แบ่งประเภทหุ้นจากค่า P/BV



กราฟที่ 4.9 อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่แบ่งประเภทหุ้นจากค่า Yield

จากผลวิเคราะห์ความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ ด้วยสถิติ ANOVA โดยแบ่งกลุ่มประชากรออกเป็น 3 กลุ่ม พบว่าการเปรียบเทียบระหว่างหุ้นคุณค่า หุ้นเติบโต และหุ้นไม่แยกประเภท โดยใช้วิธีแยกประเภทหุ้นแบบ P/E จากกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ผลคือ ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นคุณค่า หุ้นเติบโต และหุ้น ที่ไม่แยกประเภท ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ และการศึกษาจากการเปรียบเทียบระหว่างหุ้นคุณค่า หุ้นเติบโต โดยวิธีแยกประเภทหุ้นแบบ P/BV และ Yield ผลเหมือนกับประเภทแบบ P/E ข้างต้น คือ ค่าเฉลี่ยของอัตรา

ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นคุณค่า หุ้นเติบโต และหุ้น ที่ไม่แยกประเภท ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p > 0.05$) ซึ่งแสดงรายละเอียดในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 สรุปผลการวิเคราะห์เปรียบเทียบความแตกต่างอัตราผลตอบแทนด้วยเครื่องมือ ANOVA

เปรียบเทียบความแตกต่างของอัตราผมตอบแทนจากการลงทุน	P/E	P/BV	Yield
	p-value	p-value	p-value
หุ้นคุณค่า หุ้นเติบโต และหุ้นไม่แยกประเภท	0.489	0.128	0.389

การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนหุ้นคุณค่า และหุ้นเติบโต แบบ P/BV ผลคือค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นคุณค่ามากกว่าหุ้นเติบโตอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p < 0.05$) และการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนหุ้นคุณค่า และอัตราผลตอบแทนจากค่าเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์แบบ P/BV และแบบ Yield ผลคือ ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นคุณค่ามากกว่าอัตราผลตอบแทนจากค่าเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p < 0.001$) ซึ่งแสดงรายละเอียดในตารางที่ 2

ตารางที่ 2 สรุปผลการวิเคราะห์เปรียบเทียบความแตกต่างอัตราผลตอบแทนด้วยเครื่องมือ T-Test

เปรียบเทียบอัตราผมตอบแทนจากการลงทุน	**P/E**	**P/BV**	**Yield**
	p-value	**p-value**	**p-value**
หุ้นคุณค่าและหุ้นเติบโต	0.820	**0.040***	0.166
หุ้นคุณค่าและหุ้นที่ไม่แยกประเภท	0.261	0.335	0.644
หุ้นคุณค่าและอัตราผลตอบแทนจากค่าเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์	0.345	**0.000*****	**0.001*****
หุ้นเติบโตและหุ้นที่ไม่แยกประเภท	0.356	0.242	0.357
หุ้นเติบโตและอัตราผลตอบแทนจากค่าเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์	0.156	0.797	0.547

ผลการวิเคราะห์จึงสามารถสรุปภาพรวมและการสร้างพอร์ตโพลิโออย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมันร้อยละ 95 ได้แก่ หุ้นคุณค่า (Value stock) แบ่งโดย P/E และ Yield ซึ่งแสดงรายละเอียดในตารางที่ 3

ตารางที่ 3 สรุปผลการวิเคราะห์ประเภทของการสร้างพอร์ตโพลิโอด้วยเครื่องมือ T-Test

Type of portfolios.	**P/E**		**P/BV**		**Yield**	
	Return Winer > Loser		**Return Winer > Loser**		**Return Winer > Loser**	
	1-tailed	2-tailed	1-tailed	2-tailed	1-tailed	2-tailed
Value stock	**0.020***	**0.040***	0.092	0.185	**0.012***	**0.024***
Growth stock	0.081	0.162	0.252	0.504	0.335	0.670
Not Classified	0.325	0.651	0.061	0.122	0.294	0.588

อภิปรายผล

การลงทุนโดยพิจารณาประเภทหุ้นเติบโตหรือหุ้นคุณค่าในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการไม่มีความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน โดยไม่สอดคล้องกับสมมติฐานและงานวิจัยของ จุฑาภรณ์ ทวีผลจรูญ(2557) รวี ลงกานี(2560) และ Fama &French(1995) ที่ศึกษาโดยการจัดกลุ่มจากหุ้นทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ที่พบว่ามีความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นคุณค่าและหุ้นเติบโต เหตุผลที่ไม่สอดคล้องเกิดจากหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีแนวโน้มของผลตอบแทนไปในทิศทางเดียวกับค่าเฉลี่ยของตลาดไม่ว่าแบ่งประเภทของหุ้นตามแนวคิดการลงทุนก็ตาม เนื่องจากอุตสาหกรรมบริการมีสัดส่วนในระดับมากต่อ GDP ของประเทศไทย โดยพิจารณาจากปีที่ลงทุน พ.ศ. 2558 และ พ.ศ.2561 เป็นแนวโน้มตลาดคือขาลง และปีที่ลงทุน พ.ศ. 2559 และ พ.ศ. 2560 แนวโน้มตลาดขาขึ้นโดยอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นที่อยู่ในอุตสาหกรรมบริการมีทิศทางเช่นเดียวกันกับแนวโน้มของตลาด

เมื่อลงทุนในหุ้นคุณค่าในกลุ่มธุรกิจบริการจะสามารถเอาชนะอัตราผลตอบแทนของตลาดโดยที่จัดกลุ่มแบบ P/BV หรือจัดกลุ่มแบบ Yield สอดคล้องกับสมมติฐาน และงานวิจัยของ จุฑาภรณ์ ทวีผลจรูญ(2557) รวี ลงกานี(2560) และ Fama &French(1995) ที่ศึกษาศึกษาโดยการจัดกลุ่มจากหุ้นทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์

เมื่อจัดกลุ่มหุ้นแบบคุณค่าที่วิเคราะห์จาก P/E แล้วใช้ค่าคะแนน F-Score เพื่อคัดเลือกหุ้นที่งบการเงินดี สามารถเพิ่มอัตราผลตอบแทนที่มากขึ้นในหุ้นอุตสาหกรรมบริการ และในทิศทางเดียวกัน เมื่อจัดกลุ่มหุ้นแบบคุณค่าที่วิเคราะห์จาก Yield แล้วใช้ค่าคะแนน F-Score เพื่อคัดเลือกหุ้นที่งบการเงินดี สามารถเพิ่มอัตราผลตอบแทนที่มากขึ้นในหุ้นอุตสาหกรรมบริการ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานและงานวิจัยของปุณณชิต พรหมายน (2560) ทันตทัต พิทักษ์ศักดิ์(2562) Aijo(2018) Piotriski (2000) Walkshausl(2020) Pilch(2023) และ Keleva(2023) ที่ศึกษาอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนด้วยค่า F-Score ที่คัดแยกหุ้นทีมีงบการเงินดีจากทั้งตลาดหลักทรัพย์ พบว่าหุ้นที่มีงบการเงินดีได้อัตราผลตอบแทนที่มากกว่าหุ้นที่งบการเงินไม่ดี โดยพิจารณาจากค่าคะแนน F-Score แต่เมื่อนำหุ้นคุณค่าแบบ P/BV ทำการคัดแยกด้วย F-Score ผลการเปรียบเทียบเป็นไปในทิศทางตรงข้าม คือลงทุนหุ้นคุณค่าในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการด้วย P/BV ควบคู่กับ F-Score จะไม่ได้รับผลตอบที่แทนที่มากขึ้น เหตุผลเนื่องจากหุ้นคุณค่าแบบ P/BV ของอุตสาหกรรมบริการส่วนใหญ่อยู่ในหมวดธุรกิจขนส่งและโลจิสติกส์ (Trans) ซึ่งในปีที่ทดสอบ แม้ว่าการซื้อสินค้าแบบออนไลน์จะเพิ่มมากขึ้นที่ทำให้ธุรกิจขนส่งมีการขยายตัวอย่างมาก แต่คู่แข่งก็เพิ่มมากขึ้นเช่นกัน จึงมีการแข่งขันกันอย่างดุเดือดของธุรกิจขนส่งในประเทศไทยที่พยายามแย่งส่วนแบ่งทางการตลาด

ด้วยกลยุทธด้านราคา ส่งผลต่อผลดำเนินการของธุรกิจและความคาดหวังของนักลงทุนลดลงที่มีผลต่อราคาหุ้นที่ลดลง

องค์ความรู้ที่ได้จากการศึกษา

การวิเคราะห์หุ้นแบบพื้นฐานหุ้นคุณค่าเป็นหุ้นที่น่าสนใจ โดยหุ้นคุณค่าสามารถแบ่งได้หลากหลายแบบ ได้แก่การแบ่งจากเกณฑ์ P/E P/BV หรือ Yield ขึ้นอยู่กับวิธีการ แต่วิธีการที่เหมาะสมกับหุ้นในอุสาหกรรมบริการของไทยควรใช้ค่า P/BV เป็นเกณฑ์การพิจารณา และหากต้องการใช้งบการเงินเพื่อเพิ่มโอกาสสร้างกำไร หรือลดความเสี่ยงขาดทุน ควรใช้หุ้นคุณค่าที่พิจารณาจาก P/E หรือ Yield แล้วใช้ F-Score เพื่อประเมินศักยภาพของธุรกิจ

เอกสารอ้างอิง

กานต์ บุญฤทธิ์. (2561). *อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของการลงทุนคุ้มค่า.*

ขวัญนภา เศิกศิริ. (2561). *อิทธิพลของอัตราส่วนทางการเงินต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.* การศึกษาค้นคว้าอิสระ-ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต: มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมลคลอีสาน.

จุฑาภรณ์ ทวีผลจรูญ. (2561). *ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่าและหุ้นเติบโตภายใต้สภาวะตลาดที่แตกต่าง.* บัณฑิตวิทยาลัย: มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.

โชติรัตน์ พัวอุดมเจริญ. (2561. *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเงินและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น-สำคัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.* บัณฑิตวิทยาลัย: มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2563). *รายชื่อบริษัทจดทะเบียนหลักทรัพย์ใหม่.* สิบค้นจาก-https://www.settrade.com.

ณัฐพล วชิรมนตรี. (2562). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกรณีกลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารแห่งประเทศไทย: SET 100.* บัณฑิตวิทยาลัย: มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.

ณัฐริณี ศิวะพรประสงค์. (2560). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์.* บัณฑิตวิทยาลัย: มหาวิทยาลัยศรีปทุม.

ทันตทัต พิทักษ์ศักดิ์. (2562). *การสร้างพอร์ตโฟลิโอเพื่อการลงทุนสำหรับนักลงทุนทั่วไปด้วยวิธีการคัดเลือก-หลักทรัพย์แบบ F-Score. การประชุมนำเสนอผลงานวิจัยบัณฑิตศึกษาระดับชาติ*, 554-561.กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.

ทวีชัย เวชคุณานุกูล. (2561). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหุ้นสามัญในธุรกิจหมวดพลังงานและสาธารณูปโภคที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง-ประเทศไทย.* บัณฑิตวิทยาลัย: มหาวิทยาลัยรามคำแหง.

ธนัญกรณ์ สูงดวงแก้ว. (2561). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราทางการเงินและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนใน-ทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.* บัณฑิตวิทยาลัย: มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.

ปุณณชิต พรหมายน. (2560). *กลยุทธ์การลงทุนในหลักทรัพย์คุณค่าด้วย F-Score กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI). การประชุมนำเสนอผลงานวิจัยบัณฑิตศึกษาระดับชาติ*, 686-695. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยรังสิต.

พิมพิกา พงษ์พานิช. (2561). *อัตราส่วนทางการเงินที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของธนาคารพาณิชย์-ในประเทศไทยขนาดใหญ่ พ.ศ.2556-2560.* บัณฑิตวิทยาลัย: มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.

ระวี ลงกานี. (2560). *ผลการตอบแทนหุ้นคุณค่าในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์, 151*(39), 49-72.

วรัญญา ณ ราชสีมา. (2561). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจด-ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค.* บัณฑิตวิทยาลัย: มหาวิทยาลัยขอนแก่น.

อนุสรณ์ บุญปู่. (2563). *การลงทุนเน้นคุณค่า : ขอบเขตความรู้การลงทุนในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และอุตสาหกรรมบริการของไทย. วารสารบริหารธุรกิจเศรษฐศาสตร์และการสื่อสาร, 2*(15), 1-14.

อภิสิทธิ์ จาดเชย. (2561). *คุณลักษณะทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่-ถูกจัดอยู่ในกลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงสุด 30 อันดับแรก.* บัณฑิตวิทยาลัย: มหาวิทยาลัยรังสิต.

Graham, B. (2009). **"***The Intelligent Investor (Revised Edition)".* New York.

Fama, E. &French, K. (1995). *"Size and Book-to-Market Factor in Earnings and Returns". The journal of finance, 1*(L), 132-135.

Gunawan, K. H. (2017). *The Differences risk-adjusted return between Value Stocks and Growth stocks at Indonesia Stock Exchange. E-Jurnal Economic dan Bisnis University, 6.3*(2017), 909-934.

Hyde, C. (2018). *"The Piotriski F-Score: evidence from Australia". journal of finance, 1*(L), 132-135.

Kaleva, A. (2023). *"Effect of Piotroski F-Score on Short Term M&A Returns: Evidence From Europe"* University of Oulu.

Pilch, B. (2023). *"Building of F-Score-Like Models on the Example of the Polish Stock Market". Probrane z czasopisma Annles H – Oeconomia, 57.1*(2023), 155-180.

Piotriski, J. (2000). *Vulue Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers. Journal of accounting research, 38*(2020), 1-41.

Rabbani, F. M. & Muharam, H. (2018). *Vulue stock and growth stock on Indonesia stock exchange after global crisis. Diponegoro International Journal of Business, 1*(1), 8-13.

Rana, S. & Bommer, W. H. (2020). *Predicting Returns for Growth and Value Stocks: A Forecast Assessment Approach Using Global Asset Pricing Models. International Journal of Economics and Financial Issues, 10*(4), 88-106.

Tikkanen, J. & Aijo, J. (2018). *"Does the F-score improve the performance of different valueinvestment strategies in Eurpe". Journal of asset management, 19*(7), 495-506.

Walkshausl, C. (2020). *"Protriski's FSOCRE: international evidence". Journal of asset management, 21*(2020), 106-118.

