

# ความสัมพันธ์ระหว่างรหัสการลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืน

## The Relationship between Sustainable Stock Investment Codes

เฉลียว วิฑูรปกรณ์<sup>1</sup> ภวัฒน์ วิฑูรปกรณ์<sup>2</sup> สุขุมพงษ์ ชาญนวงศ์<sup>3</sup> รัชพนธ์ ยอดทอง<sup>4</sup> และ อรปภา ชุติกอร์ทเวสิน<sup>5</sup>  
Chalio Vitoorapakorn<sup>1</sup> Pawat Vitoorapakorn<sup>2</sup> Sukhumpong Channuwong<sup>3</sup> Thuchapon Yodthong<sup>4</sup>  
and Orpapha Chutikorntaweasin<sup>5</sup>

### บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาปัจจัยที่ใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืนของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ 2) เพื่อศึกษาปัจจัยที่ใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืนของนักลงทุนบุคคล 3) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างรหัสการลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืน ผู้วิจัยใช้ระเบียบวิธีวิจัยแบบผสมผสาน (Mixed Research Methodology) เก็บรวบรวมข้อมูลเชิงคุณภาพจากการสัมภาษณ์เชิงลึกผู้เชี่ยวชาญ โดยเป็นนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ จำนวน 11 ท่าน และเก็บข้อมูลเชิงปริมาณโดยใช้แบบสอบถาม จากนักลงทุนบุคคล จำนวน 420 คน ในเขตกรุงเทพมหานคร สถิติที่ใช้ในวิเคราะห์ข้อมูล คือ การวิเคราะห์เอกสารร่วมกับโปรแกรม ATLAS Ti ใช้การแจกแจงความถี่ ค่าร้อยละ ค่าเฉลี่ย ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน และการวิเคราะห์โครงสร้างเชิงเส้น ผลการศึกษามุ่งมองของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ พบว่า นักลงทุนบุคคลควรพิจารณาปัจจัยที่ใช้ในการตัดสินใจลงทุน ประกอบด้วย วิธีการลงทุน 6 ข้อ ดังนี้ 1) รู้จักตัวเอง 2) รู้จักความเสี่ยง 3) รู้จักเครื่องมือในการวิเคราะห์ 4) รู้จักศึกษาหาความรู้ 5) รู้จักวางแผนการลงทุน 6) รู้จักติดตามผลการลงทุน และปัจจัยที่ใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหุ้น 4 ข้อ ดังนี้ 1) ปัจจัยพื้นฐาน 2) ปัจจัยผู้บริหาร 3) ปัจจัยข้อมูลข่าวสาร 4) ปัจจัยทางเทคนิค นอกจากนี้ยังพบรหัสการลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืนคือ 3 High ประกอบด้วย High Growth (การเติบโตได้สูง), High Margin (การทำกำไรได้สูง) และ High Price (การทำราคาได้สูง) ซึ่งเป็นรหัสการลงทุนในหุ้นเทพหรือหุ้นเติบโต (Growth Stock) และ 4 High ประกอบด้วย High Growth (การเติบโตได้สูง), High Margin (การทำกำไรได้สูง), High Dividend (การจ่ายปันผลได้สูง) และ High Price (การทำราคาได้สูง) ซึ่งถือว่าเป็นการลงทุนหุ้นในดวงใจหรือหุ้นในอุดมคติ (Ideal Stock) ผลการวิจัยยังพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของรหัสการลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืน ทั้ง 4 ตัวแปร ประกอบด้วย การเติบโตได้สูง การทำกำไรได้สูง การจ่ายปันผลได้สูง และการทำราคาได้สูง มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 และข้อค้นพบจากงานวิจัยได้นำเสนอรหัสการลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืน โดยการเติบโตได้สูง (HG) มีอิทธิพลทางตรงและอิทธิพลทางอ้อมในทิศทางบวกต่อการทำราคาได้สูง (HP) การทำกำไรได้สูง (HM) การจ่ายปันผลได้สูง (HD) มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวกต่อการทำราคาได้สูง (HP) และการทำกำไรได้สูง (HM) มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวก ซึ่งเป็นขนาดอิทธิพลที่สูงที่สุดต่อการทำราคาได้สูง (HP)

**คำสำคัญ :** รหัสการลงทุนในหุ้น การลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืน นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ นักลงทุนบุคคล

<sup>1</sup>รองศาสตราจารย์ Academic Committee, California University, U.S.A.

กรรมการ และรองประธานเจ้าหน้าที่บริหารสายพัฒนาธุรกิจและการลงทุน บริษัท อีสเทิร์นโพลีเมอร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)

<sup>1</sup>Assoc. Prof. Dr., Academic Committee, California University, USA

Executive Director and Deputy Chief Executive Officer - Business Development and Investment, Eastern Polymer Group Public Company Limited.

<sup>2</sup>รองประธานกรรมการ และประธานเจ้าหน้าที่บริหารบริษัท อีสเทิร์นโพลีเมอร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)

<sup>2</sup>Chief Executive Officer, Eastern Polymer Group Public Company Limited.

<sup>3</sup>ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะสังคมศาสตร์และมนุษยศาสตร์ มหาวิทยาลัยมหิดล

<sup>3</sup>Asst. Prof. Dr., Faculty of Social Sciences and Humanities, Mahidol University

<sup>4,5</sup>รองศาสตราจารย์ Academic Committee, California University, U.S.A.

<sup>4,5</sup>Assoc. Prof. Dr., Academic Committee, California University, USA

## Abstract

The purposes of this research were 1) to study factors influencing decision making for sustainable stock investment of the Securities Analysts, 2) to study factors influencing decision making for sustainable stock investment of the individual investors, 3) to analyze a relationship among Sustainable Stock Investment Code, and 4) to propose sustainable stock investment direction. The researcher used the mixed research method in conducting this research. The qualitative data were collected from an in-depth interview with eleven securities analysts, and the quantitative data were collected from questionnaires distributed to 420 individual investors in Bangkok. The statistics used in this research consisted of Content Analysis, Frequency, Percentage, Mean, Standard Deviation, Pearson Correlation, and Structural Equation Model (SEM). The point of view of the Securities Analysts showed that individual investors should consider six investment methods: self-awareness, knowing the risk, the analysis tools, finding knowledge, planning the investment, and following up the result; and four decision factors: fundamental, executive, information and news, and technique as the important factors for making decision on stock investment. Moreover, the research revealed the codes of three Highs for investing in growth stock: High Growth, High Margin, and High Price; and four Highs for sustainable stock: High Growth, High Margin, High Dividend and High Price, which are considered as the ideal stock investment. The results also showed that the correlation between four variables of the investment codes: High Growth, High Margin, High Dividend, and High Price, have the relationship in the same direction with the statistical significance at the level of .01. With regard to the codes of sustainable stock investment, High Growth (HG) has positive direct and indirect influence on High Price (HP). High Margin (HM) and High Dividend (HD) have positive direct influence on High Price (HP), and High Margin (HM) has the highest positive direct influence on High Price (HP).

**Keywords:** Stock investment codes, sustainable stock investment, security analysts, individual investors

## ความสำคัญและปัญหาของการวิจัย

ตลาดหลักทรัพย์จัดเป็นตลาดทุนไทยที่มีบทบาทสำคัญในการเป็นแหล่งระดมเงินออม จัดสรรเงินทุน สร้างความมั่นคงและกระจายความเป็นเจ้าของกิจการ สร้างความสมบูรณ์พูนสุขให้แก่ประชาชนทั่วไปอย่างทั่วถึง เป็นธรรม พร้อมทั้งเอื้อประโยชน์ต่อการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมของประเทศโดยรวม

ปัจจุบันการลงทุนในหุ้นได้รับความสนใจและเป็นที่นิยมอย่างมากทั้งในวัยเกษียณ วัยทำงาน และวัยเรียนที่มีเงินออมและประสงค์จะบริหารเงินออมของตนให้มีความมั่นคง และมีอิสรภาพทางการเงินในระยะยาวแทนการฝาก

เงินไว้กับธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงินต่างๆ เพื่อรับผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ยเงินฝากที่มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง และไม่สามารถจูงใจผู้ที่มีเงินออมได้ การลงทุนในหุ้นจึงเป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่เหมาะสมสำหรับผู้ที่มีเงินออม โดยเฉพาะผู้ที่ต้องการความหลากหลายในการลงทุน (กนกกุล สิริวัฒนชัยและอิทธิกร ข้าเดช, 2557)

การซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ต้องอาศัยข้อมูลที่รวดเร็วและแม่นยำสำหรับการตัดสินใจในการลงทุน ผู้ที่มีข้อมูลถูกต้องและครบถ้วนจะมีโอกาสในการลงทุนได้ผลตามวัตถุประสงค์ที่ต้องการ ในขณะที่เดียวกันการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของราคาหุ้นแต่ละประเภท แต่ละหลักทรัพย์จะมีความเป็นเอกลักษณ์ของตัวเอง (อรธฤตมิ ภิรมย์, 2553)

ผู้ลงทุนมีโอกาสได้รับผลตอบแทนจากการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งการได้รับผลตอบแทนอาจไม่เป็นไปตามคาด ดังนั้นจึงเกิดความเสี่ยงขึ้นกับนักลงทุน (นรเศรษฐ ศรีธานี, 2551)

การลงทุนควรศึกษาปัจจัยพื้นฐาน ได้แก่ ปัจจัยด้านภาวะเศรษฐกิจ ภาวะอุตสาหกรรม และภาวะบริษัท มากำหนดมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ อีกทั้งวัฏจักรเศรษฐกิจในระยะเศรษฐกิจขยายตัว (Expansion/Recovery) เศรษฐกิจรุ่งเรือง (Peak) เศรษฐกิจถดถอย (Contraction/Recession) และเศรษฐกิจตกต่ำ (Trough) (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558) และหากผู้ลงทุนขาดความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนแล้ว อัตราความเสี่ยงที่เกิดขึ้นอาจมีผลกระทบต่อผู้ลงทุนเป็นหลัก (ธนกร ชลศิริวานิช, 2555) การมองหาหุ้นที่ดีเพื่อการลงทุนอย่างยั่งยืนต้องอาศัยความรู้ความเข้าใจในข้อมูลเพื่อประกอบการตัดสินใจจากการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ประกอบด้วย ภาวะเศรษฐกิจ ภาวะอุตสาหกรรม และภาวะบริษัท นักลงทุนควรวิเคราะห์ทั้งเชิงคุณภาพและเชิงปริมาณ ซึ่งหุ้นที่ดีนั้นไม่ใช่มีเพียงอัตราการเจริญเติบโตที่สูง (High Growth: HG) และมีอัตราผลกำไรที่สูง (High Margin: HM) เท่านั้น แต่ควรมีอัตราการจ่ายเงินปันผลที่สูง (High Dividend: HD) และผลลัพธ์ที่ตามมา คือ หุ้นนั้นมีราคาซื้อขายที่สูง (High Price: HP) นักลงทุนต้องการจะได้กำไรส่วนเกินจากการซื้อขายหุ้น (Capital Gain) ในอนาคต ซึ่งเป็นเป้าหมายสำคัญที่นักลงทุนต้องการแต่ปัญหาที่ท้าทาย คือ พฤติกรรมของนักลงทุนทั่วไปเป็นผลมาจากความเคยชินหรืออุปนิสัยส่วนตัว การลงทุนก็เช่นกันส่วนใหญ่มักมีพฤติกรรมซ้ำๆ ปฏิบัติตามความเคยชิน บางครั้งจึงพบกับความผิดพลาด

ดังนั้นการเพิ่มโอกาสและลดความเสี่ยงกระทำได้ถ้าผู้ลงทุนได้มีการศึกษาข้อมูลที่เกี่ยวข้องนำมาวิเคราะห์เพื่อกำหนดมูลค่าของสินทรัพย์นั้นว่า ถ้าจะซื้อควรซื้อในราคาสูงสุดเท่าใด และหากต้องการขาย ควรขายในราคาต่ำสุดเท่าใด จะเห็นได้ว่าจุดสำคัญของการพิจารณาลงทุนก็คือ ข้อมูล ซึ่งความเสี่ยงจะลดลงได้ถ้าผู้ลงทุนได้มีการศึกษาข้อมูลนำมาช่วยวิเคราะห์และตัดสินใจ (เพชร ชุมทรัพย์, 2549 อ้างถึงใน ธนกร ชลศิริวานิช, 2555) ข้อมูลที่เชื่อถือได้จึงควรมาจากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ซึ่งเป็นบุคคลที่มีบทบาทสำคัญต่อการวิเคราะห์ข้อมูลต่างๆ ของบริษัทหลักทรัพย์

จากข้อมูลข้างต้นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์การลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืนครั้งนี้ ได้ศึกษามุมมองของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์และการตัดสินใจลงทุนในหุ้นของนักลงทุนบุคคลต่อบัญชีที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืน โดยผลของความสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์การลงทุนในหุ้น สามารถนำไปใช้เป็นกลยุทธ์ในการเลือกหุ้นที่ดี (Good Stock) หรือหุ้นในดวงใจของนักลงทุน และเป็นแนวทางในการตัดสินใจเลือกลงทุนในหุ้นที่เป็นทางเลือกสำหรับการออมและการลงทุนที่สามารถสร้างผลตอบแทนที่ดีให้นักลงทุนได้อย่างมั่นคงและยั่งยืนในระยะยาว

### วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืนของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์
2. เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืนของนักลงทุนบุคคล
3. เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์การลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืน

### ขอบเขตการวิจัย

ประชากรที่ใช้ในการวิจัย ได้แก่ ผู้เชี่ยวชาญซึ่งมีอาชีพเป็นนักวิเคราะห์หลัก ทรัพย์ชั้นนำที่ปฏิบัติงานในสังกัดบริษัทหลักทรัพย์ไทยและสังกัดบริษัทหลักทรัพย์ต่างประเทศในเขตกรุงเทพมหานคร และนักลงทุนบุคคลที่เปิดบัญชีซื้อขายผ่านบริษัทหลักทรัพย์ จำนวน 1,244,907 ราย (ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2559) ผู้วิจัยกำหนดขนาดกลุ่มตัวอย่างโดยใช้การสุ่มแบบเจาะจง (Purposive Sampling) จากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ผู้เชี่ยวชาญ จำนวน 11 ท่าน และกลุ่มตัวอย่างที่เป็นนักลงทุนบุคคลจากการใช้ตารางสำเร็จรูปของทาโร่ ยามาเน (1970 อ้างถึงในฉัตรสมุน พฤติภิญโญ, 2553) ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ค่าความคลาดเคลื่อนร้อยละ 5 ได้จำนวน 400 ราย เพื่อให้เกิดความสมบูรณ์ของข้อมูล จึงกำหนดขนาดกลุ่มตัวอย่างเป็น 420 ราย ระยะเวลาในการดำเนินการวิจัยและเก็บรวบรวมข้อมูล ตั้งแต่เดือนธันวาคม 2558-พฤษภาคม 2559

### สมมติฐานการวิจัย

H1 การเติบโตได้สูง (High Growth) การทำกำไร

ได้สูง (HM), การจ่ายปันผลได้สูง (HD) มีอิทธิพลทางตรง และอิทธิพลทางอ้อมต่อการทำราคาได้สูง (HP)

### การทบทวนวรรณกรรมและกรอบแนวคิด

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรหัสการลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืน ได้ทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนและความเสี่ยงในการลงทุน ปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุน กลยุทธ์การลงทุน การลงทุนในหุ้น และความสัมพัทธ์ระหว่างการเติบโตได้สูง การทำกำไรได้สูง และการจ่ายปันผลได้สูง ที่ส่งผลต่อการทำราคาได้สูง ดังนี้

การตัดสินใจซื้อขายหุ้นหรือการตัดสินใจลงทุนใดๆ ผู้ลงทุนแต่ละรายจะมีแรงจูงใจและหรือวัตถุประสงค์ในการลงทุน หรืออีกนัยยะหนึ่งคือ ผลตอบแทนจากการลงทุนที่ต้องการแตกต่างกันขึ้นกับลักษณะพื้นฐานของผู้ลงทุนแต่ละคนไม่ว่าจะเป็นอายุ เพศ การศึกษา รายได้ อาชีพ ผู้ลงทุนที่มีรายได้ต่ำ และผู้ลงทุนสูงอายุต้องการลงทุนเพื่อหวังผลตอบแทนเป็นเงินปันผล ผู้ลงทุนที่ร่ำรวยลงทุนโดยต้องการกำไร (Capital Gain) เป็นต้น จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า มีทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์และการเงินที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการซื้อขายหุ้น ได้แก่ ทฤษฎีความต้องการถือเงินของเคนส์ ทฤษฎี Valuation Model ทฤษฎี CAPM (Sharpe, 1964) ทฤษฎี APT (Ross and Roll, 1976) และ Three Factors Model (FEMA FRENCH) (Fama and French, 1992)

กลยุทธ์การลงทุน (Investment Strategy) หมายถึง การกำหนดเป้าหมาย เงื่อนไขและวิธีการลงทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่คาดหวังภายใต้ความเสี่ยงที่ยอมรับได้ระดับหนึ่งของนักลงทุน ซึ่ง Pring (2011) ได้อธิบายว่า กลยุทธ์การลงทุนสามารถแบ่งกลุ่มกลยุทธ์ได้หลายแบบ เช่น กลยุทธ์การลงทุนเชิงรุก (Active Investment Strategy) หรือกลยุทธ์การลงทุนเชิงรับ (Passive Investment Strategy) ขึ้นอยู่กับนโยบายการลงทุน หากนักลงทุนมีความเชื่อว่ามันเองสามารถบริหารกลยุทธ์การลงทุนให้ได้ผลตอบแทนเกินกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด นักลงทุนก็จะใช้กลยุทธ์การลงทุนเชิงรุกเพื่อสร้างผลตอบแทนสูงสุด (Profit Maximization) แต่ถ้าหากนักลงทุนมีความเชื่อว่า ตลาดหุ้นเป็นตลาดที่มีศักยภาพดีแล้ว (Efficient Market) ไม่มีผู้หนึ่งผู้ใดสามารถขึ้นนำตลาดได้ ราคาหลักทรัพย์ซื้อขายทั้งหมดเกิดจากระบบอุปสงค์อุปทานอย่างแท้จริง นักลงทุนก็จะ

เลือกกลยุทธ์การลงทุนเชิงรับ หรือบางครั้งเรียกว่า กลยุทธ์เชิงอนุรักษ์ เพื่อให้ต้นทุนต่ำสุด (Cost Minimization) อย่างไรก็ตาม นักลงทุนส่วนใหญ่มักจะหาวิธีการผสมผสานระหว่างกลยุทธ์เชิงรุกและกลยุทธ์เชิงรับเพื่อหาจังหวะ (Market Timing) เข้าซื้อราคาต่ำสุด และขายได้ในราคาสูงสุด

การลงทุนในหุ้นโดยหลักการทั่วไป หุ้นสามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภทหลักๆ ได้แก่ “หุ้นคุณค่า” (Value Stock) หมายถึง หุ้นที่มีราคาหรือมูลค่าต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมตามทฤษฎี (ของดี ราคาถูก) หรือเป็นหุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานดี เหมาะสำหรับการลงทุนในระยะยาว (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558ง) และหุ้นเติบโต หรือ Growth Stock เป็นหุ้นที่เน้นการเติบโต มีลักษณะเด่นของหุ้น โดยเป็นหุ้นที่มีผลการดำเนินงานเติบโตโดดเด่นกว่าตลาด (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558ง)

การเติบโตของบริษัทที่มาจากปัจจัยภายในบริษัทเป็นหลักและมีการเติบโตอย่างต่อเนื่องที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมและค่าเฉลี่ยของตลาด ถือว่าเป็นการเติบโตได้สูง (HG) ซึ่งมีความสัมพันธ์กับการทำราคาได้สูง (HP) ดังที่จักรพงษ์ ตรงมา (2551) พบว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอัตราการเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศนั้น มีความสัมพันธ์แบบทิศทางเดียวที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และมีความสัมพันธ์กับการทำกำไรได้สูง (HM) ดังที่สุคนธ์ทิพย์ เนตรระภาค (2553) พบว่า การจัดการกำไรมีความสัมพันธ์กับโอกาสในการเติบโตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ทั้งนี้มีความสัมพันธ์กับการจ่ายปันผลได้สูง (HD) ดังที่ Shim and Siegel (2000) กล่าวถึงนโยบายการจ่ายเงินปันผลของแต่ละบริษัทนั้นแตกต่างกัน เช่น บริษัทที่มีอัตราการเติบโตอย่างรวดเร็วอาจจะไม่จ่ายเงินปันผลแม้ว่าจะมีผลการดำเนินงานที่ดีเนื่องจากต้องการนำกำไรไปขยายการลงทุนต่อไป

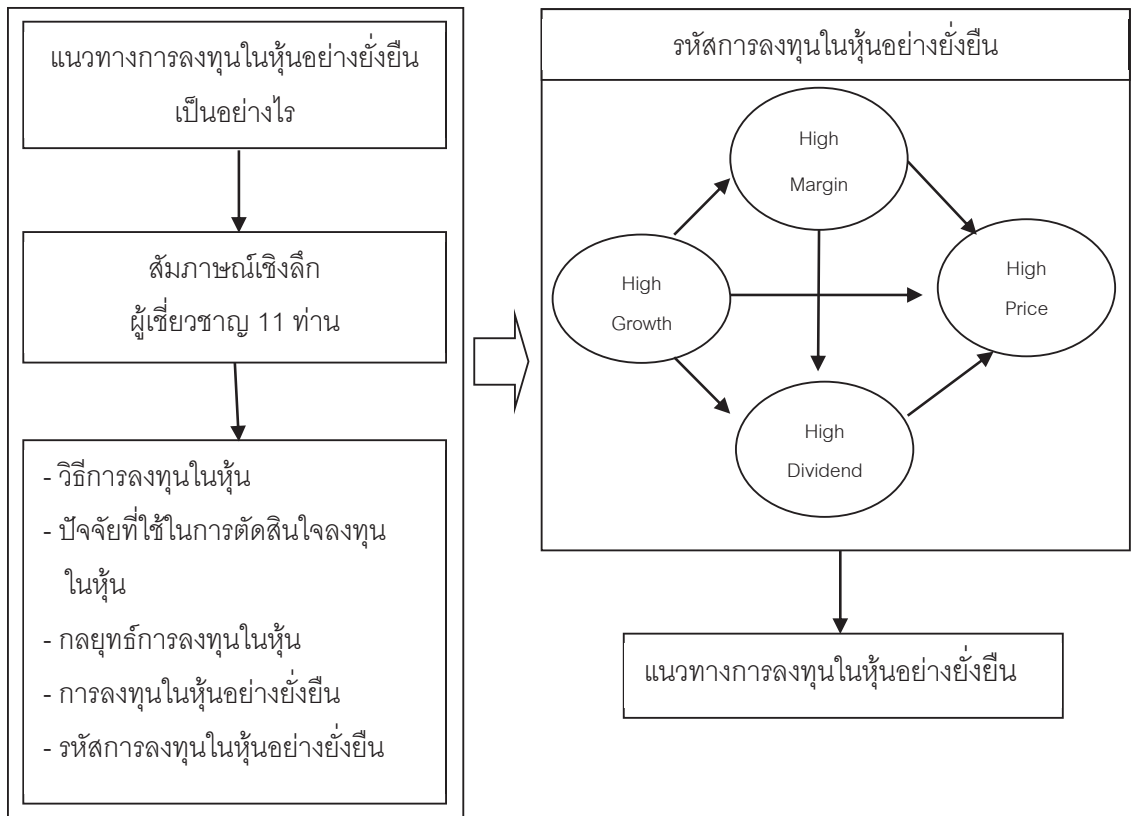
อัตรากำไรที่ได้จากการประกอบการของบริษัทที่สูงกว่าอัตรากำไรมาตรฐานของตลาดนั้น ถือว่าเป็นการทำกำไรได้สูง (HM) มีความสัมพันธ์กับการทำราคาได้สูง (HP) ดังที่รัตนา พฤษกษมาศวงศ์ (2546) พบว่า การประกาศผลกำไรจากการดำเนินงานของกิจการมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้มีความสัมพันธ์กับการจ่ายปันผลได้

สูง (HD) ดังที่วัชร อัครยิ่งเจริญ (2548) พบว่า การจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับกำไรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่ง รัชนิพร แสนสุนทร (2554) พบว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ Nissim and Ziv (2001) พบว่า การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรในอนาคต และการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลสามารถบอกถึงระดับความสามารถในการทำกำไรในปีต่อมาได้ ไม่ว่าจะวัดกำไรด้วยกำไรในอนาคตหรือกำไรไม่ปกติในอนาคต

อัตราการจ่ายผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นที่บริษัทยังสามารถสร้างการเติบโตได้ โดยมีอัตราที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์หรือผลตอบแทนจากการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล ถือว่าเป็น การจ่ายปันผลได้สูง (HD) มีความสัมพันธ์กับการทำราคาได้สูง (HP) ดังที่รุจา นัยนารถ (2553) พบว่า การจ่ายเงินปันผลมีผลต่อราคาหลักทรัพย์

ในช่วงวัฏจักรเศรษฐกิจอยู่ในระยะฟื้นตัวจนถึงระยะเศรษฐกิจเจริญรุ่งเรือง และอัจฉริยา รามวงศ์ (2553) พบว่า การจ่ายเงินปันผลของบริษัทมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ โดยการกำหนดการจ่ายปันผลแตกต่างกันก็ส่งผลต่อการตอบสนองต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่างกัน

การลงทุนอย่างยั่งยืน (Sustainable Stock Investment) เป็นการลงทุนในบริษัทหรือหุ้นที่มีการเติบโตได้สูง (High Growth) การทำกำไรได้สูง (High Margin) และการจ่ายปันผลได้สูง (High Dividend) จะนำมาซึ่งการทำราคาได้สูง (High Price) นั้น จากการศึกษาข้อมูลพบว่า บริษัทหรือหุ้นนั้นๆ จะให้ผลตอบแทนที่ดีและยั่งยืน แต่ในความจริงแล้วข้อสรุปตรงนี้ยังไม่เป็นที่แน่ชัด ซึ่งในงานวิจัยนี้จึงมุ่งที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตได้สูง การทำกำไรได้สูง และการจ่ายปันผลได้สูง ที่ส่งผลต่อการทำราคาได้สูง ซึ่งตัวแปรดังกล่าวถือเป็นรหัสการลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืน การทบทวนวรรณกรรมข้างต้นจึงนำมากำหนดเป็นกรอบแนวคิด ดังแผนภาพ 1



ภาพ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

## วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยแบบผสมผสาน ซึ่งใช้การวิจัยเชิงคุณภาพนำการวิจัยเชิงปริมาณโดยมีรายละเอียดดังนี้

### 1. การวิจัยเชิงคุณภาพ

1.1 ศึกษาจากเอกสารโดยทบทวนแนวคิด ทฤษฎี และเอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

1.2 ออกแบบสัมภาษณ์ นำไปสัมภาษณ์เชิงลึก นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ จำนวน 11 ท่าน เนื้อหาสัมภาษณ์เกี่ยวข้องกับแนวทางในการลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืน

1.3 วิเคราะห์ข้อมูลจากการจัดบันทึกจากการสัมภาษณ์ในแต่ละครั้ง ด้วยโปรแกรม ATLAS Ti และการวิเคราะห์เชิงเนื้อหา ได้ประเด็นสำคัญในการกำหนดข้อความเชิงปริมาณ

### 2. การวิจัยเชิงปริมาณ

2.1 จัดทำแบบสอบถามเชิงปริมาณ พัฒนาจากผลการศึกษางานวิจัยเชิงคุณภาพ มีคำถามทั้งหมด 67 คำถาม โดยข้อคำถามข้อมูลทั่วไปของนักลงทุนบุคคลและข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนในหุ้นใช้แบบสอบถามแบบเลือกตอบเพียงคำตอบเดียว ปัจจัยที่ใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหุ้น รหัสการลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืน ใช้แบบสอบถามแบบมาตราส่วนประมาณค่า (Rating Scale Method) 5 ระดับ คือ 1 หมายถึงน้อยที่สุด และ 5 หมายถึง มากที่สุด (Likert, 1970 อ้างถึงในบุญทวรรณ วิวอนและคณะ, 2559) และกลยุทธ์การลงทุนในหุ้น ใช้แบบสอบถามชนิดเลือกตอบแบบหลายคำตอบ

2.2 ตรวจสอบความเที่ยงเชิงเนื้อหา โดยการหาค่าความสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ ได้ค่า IOC เท่ากับ 1.00 นำไปทดสอบกับกลุ่มตัวอย่างทดลอง จำนวน 30 ราย และนำมาหาความเชื่อมั่นโดยวิธีแอลฟาของครอนบาคได้

ค่าความเชื่อมั่นเท่ากับ .905

2.3 นำแบบสอบถามไปเก็บข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่าง เก็บกลับคืนมาได้ 420 ราย

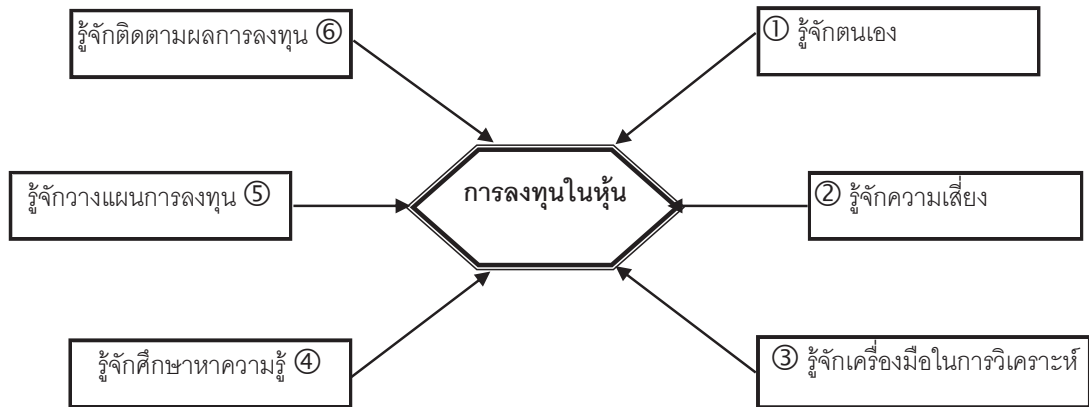
2.4 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ ใช้การวิเคราะห์หาค่าความถี่ ร้อยละ ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน และการวิเคราะห์โครงสร้างเชิงเส้น (Structural Equation Model: SEM)

## ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงคุณภาพ ปัจจัยที่ใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืน: มุมมองของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ แสดงรายละเอียดตามลำดับดังนี้

1. วิธีการลงทุนในหุ้น ในภาพรวมพบว่า นักลงทุนควรศึกษาตนเอง รู้จักตนเองว่ามีนิสัยอย่างไร ได้รับความเสี่ยงได้มากน้อยเพียงใด มีสไตล์ ความชอบหรือสนใจสิ่งใด แล้วจึงศึกษาหุ้น หาหุ้นที่เหมาะสมกับตัวเอง และการลงทุนที่ดีควรรู้จักยอมรับความเสี่ยง และการกระจายความเสี่ยง แบ่งการลงทุนในหุ้นที่มีระดับความเสี่ยงแตกต่างกัน ซึ่งอาจเป็นการลงทุนในระยะสั้นหรือระยะยาว ซึ่งการคัดเลือกหุ้นควรรู้จักเครื่องมือในการวิเคราะห์เลือกหุ้นดีที่นำลงทุน โดยดูจากการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ประกอบด้วย การวิเคราะห์เศรษฐกิจ วิเคราะห์อุตสาหกรรม วิเคราะห์บริษัท โดยการหาความรู้เพิ่มเติมประหนึ่งว่านักลงทุนจะเป็นเจ้าของบริษัท ควรรู้จักวางแผนการลงทุนเพื่อให้ผลตอบแทนนั้นเป็นไปตามวัตถุประสงค์ เป้าหมายการลงทุน และรู้จักติดตาม ตรวจสอบสถานการณ์การลงทุนอย่างสม่ำเสมอ เพื่อให้ผลการลงทุนเป็นไปตามเป้าหมายที่กำหนดไว้ ข้อค้นพบข้างต้นนำมาแสดงดังภาพ 2





ภาพ 2 วิธีการลงทุนในหุ้น

2. ปัจจัยที่ใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหุ้น ในภาพรวมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ แนะนำให้นักลงทุนใช้ข้อมูลได้แก่

2.1 ปัจจัยพื้นฐาน นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ให้ความสำคัญเป็นปัจจัยอันดับหนึ่งในการตัดสินใจลงทุนในหุ้น ประกอบด้วย 1) ปัจจัยด้านเศรษฐกิจและการเมือง อาทิ ข่าวสารทางเศรษฐกิจ อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) ตัวเลขการส่งออกของประเทศไทย กระแสเงิน แนวนิยมอัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ และเสถียรภาพทางการเมืองทั้งในประเทศและต่างประเทศที่มีผลต่อเศรษฐกิจไทย โดยพิจารณาว่าปัจจัยพื้นฐานตัวหุ้นสามารถที่จะต้านทานปัจจัยแวดล้อมได้มากเท่าใด 2) ปัจจัยด้านอุตสาหกรรม พิจารณาว่าวัฏจักรอุตสาหกรรมและคู่แข่งเป็นอย่างไร มีทิศทางของการเติบโตหรือไม่ รวมถึงสินค้าที่เป็นสินค้าโภคภัณฑ์ (Commodity) ราคาน้ำมัน และผลประกอบการ ได้แก่ งบกำไรขาดทุน กำไรต่อหุ้น (EPS) ราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) และเงินปันผล (Dividend Yield) เป็นต้น ทำให้เห็นถึงพฤติกรรมของการบริหารที่ผ่านมา และคาดการณ์ในอนาคตว่าบริษัทจะเป็นอย่างไร

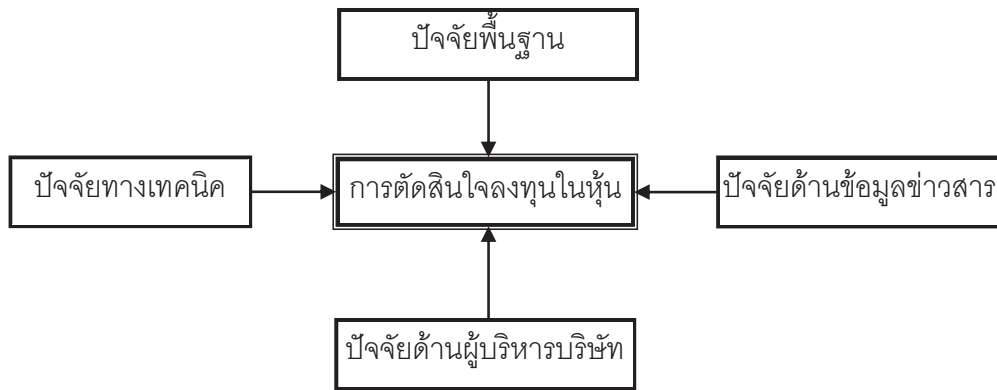
2.2 ปัจจัยผู้บริหารของบริษัท นักวิเคราะห์ให้ความสำคัญกับมุมมองวิสัยทัศน์ของผู้บริหาร บริษัทคิดอย่างไร มองอย่างไร เพราะเป็นตัวแทนของนักลงทุนที่จะ

เข้ามาบริหารบริษัทให้เกิดผลประโยชน์หรือผลประกอบการที่ดีกับผู้ถือหุ้นทุกคน ดังนั้นทีมผู้บริหารจะต้องเป็นทีมที่ดีมีการบริหารจัดการที่ดี โปร่งใส มีธรรมาภิบาล เป็นสิ่งที่นักลงทุนให้มูลค่ามาก

2.3 ปัจจัยด้านข้อมูลข่าวสาร นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่ให้ความสำคัญกับการใช้ข้อมูลข่าวสาร โดยแนะนำให้นักลงทุนติดตามข้อมูลข่าวสารจากตลาดหลักทรัพย์ที่เปิดให้มีโอกาสพบผู้บริหารในการจัดรายการ Opportunity Day นอกจากนี้ยังมีอีกหลายช่องทางเช่น ข้อมูลผ่านเครือข่ายออนไลน์ บทวิเคราะห์จากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์ สื่อจากต่างประเทศ บทวิเคราะห์ของโบรกเกอร์ต่างประเทศ รวมถึงการศึกษาจากรายงานผลประกอบการของบริษัทย้อนหลังหรือติดต่อกับฝ่ายนักลงทุนสัมพันธ์ของบริษัทได้โดยตรง เพื่อใช้เป็นเหตุผลในการตัดสินใจลงทุน

2.4 ปัจจัยทางเทคนิค นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ให้ความสำคัญเป็นปัจจัยอันดับสุดท้ายในการตัดสินใจลงทุนในหุ้น อาจใช้เพื่อประกอบกับการใช้ปัจจัยอื่น เนื่องจากนักวิเคราะห์แนะนำให้ลงทุนในระยะยาว ดังนั้นในด้านเทคนิคนักลงทุนอาจตัดสินใจซื้อขายหุ้นโดยใช้การวิเคราะห์กราฟ เส้นค่าเฉลี่ย กราฟจังหวะซื้อ-ขาย แนวรับ-แนวต้าน จุด Cut Loss และจังหวะการซื้อขาย

ข้อค้นพบข้างต้นนำมาแสดงได้ดังภาพ 3



ภาพ 3 ปัจจัยที่ใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหุ้น

3. กลยุทธ์การลงทุนในหุ้น นักวิเคราะห์โดยส่วนใหญ่ แนะนำให้นักลงทุนเลือกลงทุนในหุ้นที่มีอัตราการเติบโตของกำไรสูงและให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในระดับสูง หุ้นของบริษัทขนาดใหญ่ (Blue Chip Stock) หุ้นที่มีการจ่ายปันผลสูง (Dividend Stock) และหุ้นที่มีราคาขึ้นลงตามวัฏจักรธุรกิจ (Cyclical Stock) สำหรับกลยุทธ์ที่แนะนำผู้ลงทุนให้ใช้ในการตัดสินใจลงทุน จะแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ

3.1) กลยุทธ์ในการตัดสินใจซื้อหุ้น อันดับแรกคือ เลือกซื้อหุ้นที่ปัจจัยพื้นฐานดี บริษัทที่มีการเติบโตและมีกำไรอย่างต่อเนื่องสม่ำเสมอ มีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง มีผู้บริหารมืออาชีพ แม้มีปัจจัยแวดล้อมมากระทบด้านลบแต่ไม่ผันผวนไปตามเศรษฐกิจ ซื้อหุ้นที่มีความเข้าใจในธุรกิจ ควรซื้อหุ้นในราคาที่เหมาะสม โดยใช้อัตราส่วน P/E นอกจากนี้ควรมองหาหุ้นดี หุ้นราคาถูกในช่วงวิกฤติหรือเมื่อราคาต่ำกว่าพื้นฐาน (Undervalue) ประการสุดท้ายซื้อหุ้นที่ได้รับความนิยมในขณะนั้น หุ้นที่ได้รับประโยชน์จากภาวะเศรษฐกิจ

3.2) กลยุทธ์ในการตัดสินใจขายหุ้น ข้อค้นพบจากนักวิเคราะห์ พบว่า นักลงทุนบุคคลส่วนใหญ่ซื้อหุ้นเป็นแต่ขายหุ้นไม่เป็น การตัดสินใจซื้อหุ้นง่ายกว่าการตัดสินใจขายหุ้น เนื่องจากไม่รู้ว่าจะขายเมื่อไหร่ ราคาเท่าไร นักวิเคราะห์จึงได้แนะนำดังนี้ ประการแรกให้ขายหุ้นเมื่อมีกำไรหรือพึงพอใจต่อการทำกำไร ประการที่สอง ขายหุ้นเมื่อราคาหุ้นเพิ่มขึ้นเกินมูลค่า (Overvalue) ซึ่งเป็นราคาเกินความจริง และพอมีกำไร ประการที่สาม ขายหุ้นเมื่อปัจจัยพื้นฐานของหุ้นเปลี่ยน อาทิ เมื่อพฤติกรรมเปลี่ยน

รายได้ลดลง ภาระหนี้เพิ่ม ประการที่สี่ ขายหุ้นเมื่อพบว่าหุ้นตัวอื่นที่น่าสนใจมากกว่า หรือเมื่อมีหุ้นตัวอื่นที่ถูกกว่าและดีกว่า และสุดท้ายขายหุ้นเมื่อถึงจุดขาดทุน (Cut Loss) หรือราคาเริ่มลดต่ำลง

4. การลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืน พบว่า ควรลงทุนในหุ้นพื้นฐานดี หุ้นที่สามารถสร้างผลตอบแทนในระยะยาว และสามารถเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง สร้างกำไรสม่ำเสมอหุ้นที่ยั่งยืนมาจากบริษัทที่มีความยั่งยืน คือ มีการบริหารจัดการที่ดี มีความโปร่งใส มีธรรมาภิบาล ในการประกอบธุรกิจมีการคิดค้นนวัตกรรม สร้างความแตกต่างของสินค้าอย่างต่อเนื่องและหลีกเลี่ยงการแข่งขันทางราคา

นอกจากนี้นักวิเคราะห์ยังได้แนะนำโดยหุ้นที่มีความยั่งยืนต้องมีสี่องค์ประกอบคือ 1) มีการเติบโตสูง (High Growth) มีรายได้สูง มีการพัฒนาองค์กร มีการควบคุมต้นทุน คาดการณ์ได้ว่าอนาคตมีอัตราส่วน P/E ต่ำ 2) มีความสามารถในการทำกำไรได้ดี (High Margin) สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทสร้างความแตกต่างในการทำกำไร ซึ่งกำไรคือที่มาของความยั่งยืน 3) ความสามารถในการจ่ายปันผลได้ดีมีความเหมาะสม (High Dividend) เป็นความรับผิดชอบของผู้บริหารที่เป็นการแสดงความใส่ใจต่อผู้ถือหุ้น คือให้ความมั่นคงในการจ่ายปันผลอย่างต่อเนื่อง (Stabilize Continuous Dividend) และ 4) การทำราคาหุ้นได้สูง (High Price) เป็นราคาหุ้นที่สูงแต่ไม่เกิดการเติบโตของบริษัท หรือเป็นราคาคาดหวัง ซึ่งการทำราคาหุ้นได้สูง (High Price) จะเกิดขึ้นได้ภายหลังเมื่อบริษัทมีผลประกอบการที่เติบโตได้สูงขึ้นทุกปี มีการทำกำไรได้ดีขึ้น และสามารถจ่ายปันผลได้ดี ถ้ามีครบทั้งสี่ประการจึงจะเป็นหุ้นที่ยั่งยืน



ข้อค้นพบข้างต้นนำเสนอเป็นรหัสการลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืนดังนี้ รหัสการลงทุนในหุ้นเทพหรือหุ้นเติบโต (Growth Stock) ประกอบด้วย High Growth (การเติบโตได้สูง), High Margin (การทำกำไรได้สูง) และ High Price (การทำให้ราคาได้สูง) และการลงทุนในหุ้นในดวงใจหรือหุ้นในอุดมคติ (Ideal Stock) ประกอบด้วย High Growth (การเติบโตได้สูง), High Margin (การทำกำไรได้สูง) High Dividend (การจ่ายปันผลได้สูง) และ High Price (การทำให้ราคาได้สูง)

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ ปัจจัยที่ใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืน: มุมมองของนักลงทุนบุคคล แสดงรายละเอียดตามลำดับดังนี้

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูลทั่วไปของนักลงทุน

ข้อมูลทั่วไปของนักลงทุนบุคคล จำนวน 420 คน พบว่า เป็นเพศชาย ร้อยละ 56.90 และเพศหญิง ร้อยละ

43.10 ส่วนใหญ่มีอายุ 26-30 ปี คิดเป็นร้อยละ 17.10 จบการศึกษาระดับปริญญาตรี ร้อยละ 52.70 ประกอบอาชีพพนักงานบริษัทเอกชน ร้อยละ 59.90 และมีรายได้เฉลี่ยต่อเดือน 20,001-40,000 บาท ร้อยละ 27.50 ตามลำดับ

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยที่ใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหุ้น

จากตารางที่ 1 พบว่า ปัจจัยที่ใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหุ้น นักลงทุนบุคคลให้ความสำคัญพฤติกรรมของผู้บริหารของบริษัท เป็นอันดับแรก มีค่าเฉลี่ยสูงสุด ( $\bar{X}$  = 3.98) รองลงมาคือ ปัจจัยพื้นฐาน ( $\bar{X}$  = 3.82) และปัจจัยทางเทคนิค มีค่าเฉลี่ยน้อยที่สุด ( $\bar{X}$  = 2.96)

ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตได้สูง (HG) การทำกำไรได้สูง (HM) การจ่ายปันผลได้สูง (HD) และการทำให้ราคาได้สูง (HP)

ตาราง 1 ค่าเฉลี่ยและค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของปัจจัยที่ใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหุ้นโดยรวม

รายการ	M	SD
พฤติกรรมของผู้บริหารของบริษัท	3.98	.773
ปัจจัยพื้นฐาน	3.82	.514
ปัจจัยทางเทคนิค	2.96	1.004

ตาราง 2 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตได้สูง การทำกำไรได้สูง การจ่ายปันผลได้สูง และการทำให้ราคาได้สูง

ตัวแปร	HG	HM	HD	HP
HG	1	.760**	.584**	.543**
HM		1	.547**	.606**
HD			1	.528**
HP				1

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

จากตารางที่ 2 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตได้สูง การทำกำไรได้สูง การจ่ายปันผลได้สูงกับการทำราคาได้สูง มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยคู่ที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สูงสุดเป็นระหว่างความสัมพันธ์ระหว่างการทำกำไรได้สูง (HM) กับการทำราคาได้สูง (HP) มีค่าเท่ากับ .606 รองลงมาได้แก่ การเติบโตได้สูง (HG) กับการทำราคาได้สูง (HP) มีค่าเท่ากับ .543 และการจ่ายปันผลได้สูง (HD) กับการทำราคาได้สูง (HP) มีค่าเท่ากับ .528 ตามลำดับ

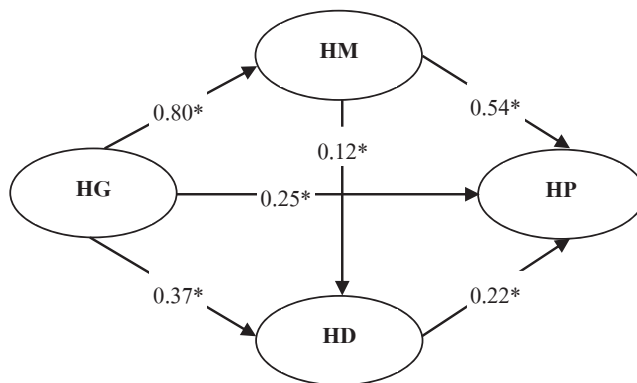
**ผลการทดสอบสมมติฐาน**

ผลการวิจัยพบว่า ตัวแปรการเติบโตได้สูง (HG) การทำกำไรได้สูง (HM) การจ่ายปันผลได้สูง (HD) และการทำราคาได้สูง (HP) เป็นองค์ประกอบที่แท้จริงของความสัมพัทธ์เชิงสาเหตุระหว่างการเติบโตได้สูง การทำกำไรได้สูง การจ่ายปันผลได้สูง และการทำราคาได้สูง มีค่าดัชนีความสอดคล้องของความสัมพัทธ์เชิงสาเหตุอยู่ในเกณฑ์มาตรฐานเป็นอย่างดี มีค่า  $\chi^2 = 0.00$ ;  $df = 0$ ;  $P\text{-value} = 1.000$ ;  $RMSEA = 0.000$  แสดงว่า ความสัมพันธ์เชิงสาเหตุระหว่างการเติบโตได้สูง การทำกำไรได้สูง การจ่ายปันผล

ได้สูง และการทำราคาได้สูงกับข้อมูลเชิงประจักษ์กลมกลืนกัน กล่าวคือ ค่า  $\chi^2 / df$  ไม่เกิน 2 ( $\chi^2 / df = 1.00$ ) และค่า RMSEA น้อยกว่า .05 ( $RMSEA = 0.000$ ) ซึ่งแสดงว่าความสัมพันธ์เชิงสาเหตุระหว่างการเติบโตได้สูง การทำกำไรได้สูง การจ่ายปันผลได้สูง และการทำราคาได้สูง มีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์

ข้อค้นพบจากการวิจัย ได้นำเสนอความสัมพันธ์เชิงสาเหตุระหว่างการเติบโตได้สูง (High Growth) การทำกำไรได้สูง (HM), การจ่ายปันผลได้สูง (HD) มีอิทธิพลทางตรงและอิทธิพลทางอ้อมต่อการทำราคาได้สูง (HP) ดังนี้

1. การเติบโตได้สูง (HG) มีอิทธิพลทางตรงต่อการทำราคาได้สูง (HP) โดยมีขนาดอิทธิพลเท่ากับ 0.25 และมีอิทธิพลทางอ้อมต่อการทำราคาได้สูง (HP) ผ่านการทำกำไรได้สูง (HM) และผ่านการจ่ายปันผลได้สูง (HD) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01
2. การทำกำไรได้สูง (HM) มีอิทธิพลทางตรงต่อการทำราคาได้สูง (HP) โดยมีขนาดอิทธิพลเท่ากับ 0.54 และมีอิทธิพลทางอ้อมต่อการทำราคาได้สูง (HP) ผ่านการจ่ายปันผลได้สูง (HD) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01
3. การจ่ายปันผลได้สูง (HD) มีอิทธิพลทางตรงต่อการทำราคาได้สูง (HP) โดยมีขนาดอิทธิพลเท่ากับ 0.22 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 แสดงดังภาพ 4



$\chi^2 = 0.00$ ;  $df = 0$ ;  $P\text{-value} = 1.000$ ;  $RMSEA = 0.000$ ;  $**p < .01$

**ภาพ 4** รูปแบบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุระหว่างการเติบโตได้สูง การทำกำไรได้สูง การจ่ายปันผลได้สูง และการทำราคาได้สูง ที่ผู้วิจัยค้นพบ

## สรุปผล อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

1. จากผลการศึกษาการลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืน พบว่า กลุ่มนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ได้แนะนำการลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืน 2 แนวทาง คือ แนวทางที่ 1 ควรลงทุนในหุ้นที่เติบโตได้สูง มีความสามารถในการทำกำไรได้สูง และทำราคาได้สูง การลงทุนในหุ้นลักษณะนี้จะมีราคาสูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาด (Outperform) ฉะนั้นนักลงทุนจะซื้อหุ้นในราคาที่สูงและไปขายทำกำไรได้ในราคาที่สูงกว่าสอดคล้องกับผลการศึกษาจากนักลงทุนบุคคล พบว่า การเติบโตได้สูง (HG) และการทำกำไรได้สูง (HM) มีอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมต่อการทำราคาได้สูง (HP) ทั้งนี้เนื่องจากอัตราการเติบโตของยอดขายและกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนเป็นข้อมูลทางการเงินที่สำคัญตัวหนึ่งซึ่งแสดงให้เห็นว่า บริษัทจดทะเบียนนั้นสามารถแข่งขันด้านยอดขายได้ทั้งในภาวะเศรษฐกิจรุ่งเรืองหรือตกต่ำ อีกทั้งถ้าบริษัทมีกำไรมากที่พอเชื่อถือได้ว่าผลประโยชน์จะยังคงอยู่และ/หรือ ควบคุมค่าใช้จ่ายได้ ซึ่งเป็นข้อมูลที่นักลงทุนสนใจโดยเฉพาะนักลงทุนที่เน้นการลงทุนในหุ้นที่เติบโต (Growth Investors) ทำให้นักลงทุนมีความหวังที่ราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนสูงขึ้น

สอดคล้องกับแนวคิดการเลือกหุ้น Growth Stock ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2558) ที่ว่าควรเลือกหุ้นที่เน้นการเติบโต โดยเป็นหุ้นที่มีผลการดำเนินงานเติบโตโดดเด่นกว่าตลาด ลักษณะเด่นคือ 1) มีอัตราการจ่ายเงินปันผลต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของตลาดหรือของกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน (Low Dividend Yield) เนื่องจากบริษัทลักษณะนี้จะต้องสำรองเงินทุนหมุนเวียนไว้สำหรับการขยายกิจการของตนเอง ซึ่งจะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น 2) หุ้นมีการซื้อขายที่ P/E Ratio สูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาดหรือของกลุ่ม เนื่องจากบริษัทประเภทนี้มีผลการดำเนินงานที่ดี ทั้งในแง่รายได้และความสามารถในการทำกำไร และ 3) หุ้นที่มีการซื้อขายที่ P/BV Ratio สูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาดหรือกลุ่มอุตสาหกรรม

ส่วนแนวทางที่ 2 ควรลงทุนในหุ้นที่มีการจ่ายปันผลสูง สอดคล้องกับผลการศึกษานักลงทุนบุคคล พบว่า การจ่ายปันผลได้สูง (HD) มีอิทธิพลทางตรงต่อการทำราคาได้สูง (HP) ซึ่งแสดงว่า ถ้าบริษัทจ่ายปันผลได้สูงขึ้น จะส่งผลทำให้ราคาหุ้นของบริษัทนั้นสูงขึ้น ทั้งนี้เนื่องจากอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Yield) เป็นอีกข้อมูล

หนึ่งที่เราานิยมนำมาใช้ประเมินมูลค่าหุ้น ตัวเลขนี้จะแสดงผลตอบแทนรายปีที่นักลงทุนได้รับเมื่อคิดเทียบเป็นเปอร์เซ็นต์ของราคาหุ้น ณ ปัจจุบัน ซึ่งเป็นข้อมูลที่นักลงทุนสนใจโดยเฉพาะนักลงทุนแบบเน้นคุณค่า (Value Investors) ที่มีการลงทุนระยะยาว (มากกว่า 1 ปี) สอดคล้องกับแนวคิดการเลือกหุ้นคุณค่า (Value Stock) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2558) แนะนำว่าหุ้นประเภทนี้จะมีราคาหรือมูลค่าต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม เป็นหุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานดี เหมาะสำหรับการลงทุนในระยะยาว โดยลักษณะเด่นของหุ้นประเภทนี้ คือ มีอัตราจ่ายปันผลที่สูง แต่ผลการดำเนินงานการเติบโตไม่โดดเด่น หรืออาจเป็นกิจการที่มีการเติบโตเต็มที่แล้ว ทำให้เกิดการประมาณราคาของหุ้นต่ำมาก ตลาดไม่สนใจซื้อขาย จึงทำให้ราคาหุ้นนั้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม

แนวทางที่ 3 ควรลงทุนในหุ้นที่เติบโตได้สูง สามารถในการทำกำไรได้สูง จ่ายปันผลได้สูง และทำราคาได้สูง สอดคล้องกับผลการศึกษารหัสการลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืนของนักลงทุนบุคคล พบว่า การเติบโตได้สูง (HG) และการทำกำไรได้สูง (HM) มีอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมต่อการทำราคาได้สูง (HP) และมีการจ่ายปันผลได้สูง (HD) มีอิทธิพลทางตรงต่อการทำราคาได้สูง (HP) ทั้งนี้เมื่อบริษัทจดทะเบียนที่มีอัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) ที่สูงขึ้น ควบคุมค่าใช้จ่ายได้ เมื่อนำรายได้มาหักค่าใช้จ่าย ยังคงเหลือกำไร ทางบริษัทจะแบ่งปันผลกำไรมาในรูปแบบการจ่ายปันผลในอัตราที่สูงขึ้น ทำให้นักลงทุนมีความหวังจึงส่งผลทำให้ราคาหุ้นของบริษัทนั้นสูงขึ้น ซึ่งแนวทางนี้เป็นการนำแนวทางทั้งสองดังกล่าวข้างต้นมารวมกัน หากนักลงทุนค้นพบหุ้นลักษณะนี้ได้ สามารถลงทุนในหุ้นได้อย่างยั่งยืนหรืออาจเรียกได้ว่า “หุ้นในดวงใจ”

จากแนวทางการลงทุนในหุ้นข้างต้นนั้น เป็นเพียงสูตรสำเร็จง่ายต่อการคัดเลือกหุ้นซึ่งในความเป็นจริงหุ้นๆ หนึ่งอาจมีลักษณะของหุ้นประเภทหนึ่ง และเปลี่ยนไปมีลักษณะของหุ้นอีกประเภทอีกหนึ่งได้ในเวลาที่แตกต่างกัน

## ข้อเสนอแนะ

1. นักลงทุนควรศึกษาและทำความเข้าใจวิธีการลงทุนในหุ้น ให้ความสำคัญกับข้อมูลปัจจัยพื้นฐานและข้อมูลการวิเคราะห์จากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์เป็นหลัก

2. ในการลงทุน นักลงทุนควรพิจารณาถึงอัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) อัตรากำไร (Profit Margin) โดยบริษัทจดทะเบียนที่น่าสนใจควรมีอัตราการเติบโตของยอดขายอย่างต่อเนื่อง และสามารถสร้างกำไรได้ในทุกวัฏจักรเศรษฐกิจ

3. นักลงทุนที่เน้นการลงทุนระยะยาว (มากกว่า 1 ปี) ควรพิจารณาถึงอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend

Yield) โดยลงทุนในบริษัทจดทะเบียนที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผล (High Dividend Yield) สูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาดหรือกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน

4. ควรศึกษาวิจัยการประยุกต์ใช้รหัสการลงทุนในหุ้นอย่างยั่งยืนโดยศึกษาในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมเพื่อให้ได้แนวทางการลงทุนที่นักลงทุนสามารถนำไปใช้ประโยชน์ได้ต่อไป

## เอกสารอ้างอิง

- กนกมล สิริวัฒนชัย และอิทธิกร ข้าเดช. (2557). การตัดสินใจลงทุนในหุ้นของคนรุ่นใหม่ที่มีอายุระหว่าง 18-48 ปี ในเขตกรุงเทพมหานคร. *วารสารการเงิน การลงทุน การตลาด และการบริหารธุรกิจ*, 4 (1), 521-543.
- จักรพงษ์ ตรงมา. (2551). การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- ฉัตรสุมน พงศ์นิญโย. (2553). *หลักการวิจัยทางสังคม*. กรุงเทพฯ: เจริญดีมีนคังการพิมพ์.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558ก). *วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน*. สืบค้นเมื่อ 19 มิถุนายน 2559, จาก [http://www.set.or.th/education/th/begin/stock\\_content04.pdf](http://www.set.or.th/education/th/begin/stock_content04.pdf)
- \_\_\_\_\_ (2558ข). *กลยุทธ์ลงทุนหุ้น*. สืบค้นเมื่อ 19 มิถุนายน 2559, จาก [http://www.set.or.th/education/th/begin/stock\\_content08.pdf](http://www.set.or.th/education/th/begin/stock_content08.pdf)
- \_\_\_\_\_ (2559). *6 Steps การลงทุน*. สืบค้นเมื่อ 19 มิถุนายน 2559, จาก [http://www.set.or.th/yourfirststock/6steps\\_01.html](http://www.set.or.th/yourfirststock/6steps_01.html)
- ธนกร ชลศิริวานิช. (2555). ความรู้และความเข้าใจในการเลือกลงทุนของนักลงทุนทั่วไปในประเทศไทย. *RMUTT Global Business and Economics Review*, 4(2), 53-56.
- นรเศรษฐ ศิริธานี. (2551). การวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยเทคนิค Value at Risk (VaR). การประชุมวิชาการ มหาวิทยาลัย เกษตรศาสตร์ วิทยาเขต กำแพงแสน ครั้งที่ 6.
- บุญทวารณ วิวอนและคณะ. ( 2559). อิทธิพลของภาพลักษณ์ร้านค้า คุณค่าความสัมพันธ์ พฤติกรรมการบริการและการซื้อซ้ำที่มีความภักดีของลูกค้าในร้านค้าปลีกดั้งเดิม. *วารสารสมาคมนักวิจัย*, 21(2): 69-83.
- ประสพโชค มั่งสวัสดิ์ และนิรมล อริยาภาภมล. (2555). *เศรษฐกิจไทย 15 ปีหลังวิกฤติ: พอเพียงหรือยัง?*. กรุงเทพฯ: ศูนย์ศึกษาเศรษฐกิจพอเพียง สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์.
- รัชนิพร แสนสุรินทร์ (2554). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราการเติบโตของกำไรในขนาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. การค้นคว้าแบบอิสระ บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- รัตนา พงกษมาตวงศ์. (2546). *ผลกระทบของการประกาศผลกำไรจากการดำเนินงานต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. การศึกษาค้นคว้าด้วยตนเอง บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- รุจา นัยนารถ (2553). *ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับการจ่ายเงินปันผล*. การศึกษาค้นคว้าอิสระ บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- วัชรีย์ อัสวีย์เจริญ. (2548). *ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับกำไรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์ บัณฑิตมหาบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- สุคนธ์ทิพย์ เนตรระกาศ. (2553). *ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับโอกาสในการเติบโตของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ*. การศึกษาค้นคว้าด้วยตนเอง บัณฑิตมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- อรรณภูมิ ภิรมย์. (2553). *การสร้างกลยุทธ์การซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์โดยใช้อัลกอริทึมพันธุกรรม*. วิทยานิพนธ์ วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต คณะสถิติประยุกต์ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์.
- อัจฉริยารามวงศ์ (2553). *การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการจ่ายเงินปันผลของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. การศึกษาค้นคว้าอิสระ บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

## References

- Atsawayingcharoen, W. (2005). *The Relationship between Dividends and Earnings of the Registered Companies in the Stock Exchange of Thailand*. Master of Accountancy, Chulalongkorn University. (in Thai).
- Cholsiriwanit, T. (2012). Knowledge and understanding in investment of general investors in Thailand. *RMUTT Global Business and Economics Review*, 4(2), 53-56. (in Thai).
- Fama, E. F. & French, K. R. (1992). The cross section of expected stock return. *Journal of Finance*. 47(2), 427-465.
- Mangawad, P. and Ariyaphakamol, N. (2012). *Fifteen years after the crisis: Have we been on the sufficiency economy path?*, Bangkok: Center of the Study of Sufficiency Economy, National Institute of Development Administration. (in Thai).
- Naiyanart, R. (2010). *A Relationship between Stock Price and Dividend Payment*. Independent Study, Kasetsart University. (in Thai).
- Netrakas, S. (2010). *A Relationship between Profit Management and Growing Opportunity of Registered Companies in the MAI Stock Market*. Independent Study, Thammasat University. (in Thai).
- Nissim, D. & Ziv, A. (2001). Dividend Changes and Future Profitability. *The Journal of Finance*, 56(6), 2111-2133.
- Phirom, A. (2010). *Creating Stock Trading Strategy by Using Genetic Algorithms*. Thesis, Master of Science Program in Applied Statistics, National Institute of Development Administration. (in Thai).
- Pring, M. J. (2011). *Explanation of investment psychology: Classic strategies to beat the market*. New York: John Wiley & Son.
- Pruksamaswong, R. (2003). *An Effect of Declaring the Net Profit from Operation towards Change of Stock Price of Registered Company in The Stock Exchange of Thailand*. Independent Study, Kasetsart University. (in Thai).
- Prutipinyo, C. (2010). *Principle of social research*. Bangkok: Charoendee Munkong Publishing. (in Thai)
- Ramwong, A. (2010). *The Stock Price Adjustment on Dividend Payments of the Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand*. Independent Study, Kasetsart University. (in Thai).
- Ross, S. A. & Roll, R. (1976). Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*, 13, 341-360.
- Sansurin, R. (2011). *Relationship between dividend payout ratio and future earnings growth of listed Company on the Stock Exchange of Thailand*. Independent Study, Chiang Mai University. (in Thai).
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices : a Theory of Market Equilibrium Under Condition of Risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Shim, J. K. & Siegel, J. K. (2000). *Financial Management*. Hauppauge, N.Y.: Barron.
- Siriwattanachai, K. and Khamdet, I. (2014). Decision for stock investment of new generations between 18 -48 years in Bangkok. *Journal of Finance, Investment, Marketing, and Business Management*, 4(1), 521-543. (in Thai).



- Srithani, N. (2008). *Analysis of Risk and Return for Securities Investment in the Stock Exchange of Thailand with Value at Risk (VAR) Techniques*. 6<sup>th</sup> Research Conference, Kasetsart University Kamphaeeng Saen Campus. (in Thai).
- The Stock Exchange of Thailand. (2015a). *An analysis on fundamental factors*. Retrieve on June, 19<sup>th</sup> 2016, from [http://www.set.or.th/education/th/begin/stock\\_content04.pdf](http://www.set.or.th/education/th/begin/stock_content04.pdf). (in Thai)
- \_\_\_\_\_ (2015b). *Stock investment strategies*. Retrieve on June, 19<sup>th</sup> 2016, from [http://www.set.or.th/education/th/begin/stock\\_content08.pdf](http://www.set.or.th/education/th/begin/stock_content08.pdf). (in Thai).
- \_\_\_\_\_ (2016). *6 steps of the investment*. Retrieve on June, 19<sup>th</sup> 2016, from [http://www.set.or.th/yourfirststock/6steps\\_01.html](http://www.set.or.th/yourfirststock/6steps_01.html). (in Thai).
- Trongma, J. (2008). *A Test of relationship between the Stock Exchange Index and Economic Growth of Thailand*. Thesis, Master of Economics, Chiang Mai University. (in Thai).
- Wingwon, B., Meksuwan, A., and Wingworn, B. (2016). Effect of stores image, relationship value, service behavior and repurchasing toward customer loyalty in traditional Retailed Stores. *Journal of the Association of Researchers*, 21(2), 69-83. (in Thai).