



ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
The Factors Influencing Stock Price Changes in
the Stock Exchange of Thailand

จารุณี จันท์สุก^{1*} และ ถวิล นิลใบ²

¹สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยรามคำแหง ประเทศไทย

²คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยรามคำแหง ประเทศไทย

*ผู้รับผิดชอบบทความ

Charuni Chansuk^{1*} and Tawin Nilbai²

E-mail: chansukcharuni@gmail.com, E-mail: tawin@ru.ac.th²

¹Business Economics, Faculty of Economics, Ramkhamhaeng University, Thailand

²Faculty of Economics, Ramkhamhaeng University, Thailand

*Corresponding author

Received: October 26, 2019 / Revised: April 17, 2020 / Accepted: April 22, 2020

บทคัดย่อ

การศึกษานี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาคุณลักษณะของหุ้นที่ส่งผลต่อราคาหุ้นที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาได้ประยุกต์ใช้แบบ Hedonic Pricing โดยเลือกตัวอย่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 77 บริษัท และใช้ข้อมูลรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2557 ถึง ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2562 คำนวณด้วยวิธี Mean Regression และ Quantile Regression ที่ระดับ 0.2 และ 0.8 ผลการศึกษาพบว่า กำไรต่อหุ้นและอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ เป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญต่อการกำหนดราคาหุ้นและส่งผลในทิศทางบวก อัตราส่วนของราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีไม่มีความสำคัญในการกำหนดราคาหุ้น ข้อสรุปดังกล่าวให้ผลสอดคล้องกันทั้ง 3 วิธี สำหรับความเสี่ยงของหุ้นพบว่า มีความแตกต่างกันในแต่ละวิธี คือ เป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญในการกำหนดราคาหุ้นในกลุ่มหุ้นที่อยู่ระดับราคาเฉลี่ยและหุ้นในกลุ่มที่มีราคาต่ำกว่าราคาเฉลี่ยและส่งผลในทิศทางลบ แต่ไม่มีนัยสำคัญในการกำหนดราคาหุ้นในกลุ่มที่มีราคาสูงกว่าราคาเฉลี่ย

คำสำคัญ: ราคาหุ้น; ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย; ตัวแบบราคาฮีดอนนิค

Abstract

In this research project, the researcher examined the characteristics of stocks which affect the prices of the stocks listed in the Stock Exchange of Thailand (SET). The researcher applied the Hedonic Pricing model and selected 77 samples from the companies listed on SET. Quarterly data from the first quarter in 2014 to the first quarter in 2019 were analyzed using the techniques of mean regression and quantile regression at the levels of 0.2 and 0.8.

Findings showed that the earnings per share and the price/earnings ratio (P/E ratio) had significant statistical influences on stock prices in a positive direction. The stock price ratio to book value did not exhibit statistical significance influence in the determination of the stock prices. All three methods applied provided consonant results. In regard to stock risks, differences were found between the methods. This factor was statistically significance in the determination of the stock prices in the groups of stocks at the level of average price and in the group of stocks with their prices lower than the average price in a negative direction. However, there was no statistical significance in the determination of the stock price in the group with their prices higher than the average price.

Keywords: Stock Price; The Stock Exchange of Thailand; Hedonic Pricing Model

บทนำ

การลงทุนในหุ้นเป็นอีกทางเลือกหนึ่งของการลงทุนที่ได้รับความนิยมอย่างมากในปัจจุบัน เนื่องจากมีโอกาสในการได้รับผลตอบแทนที่สูงและมีสินทรัพย์ให้เลือกลงทุนหลายประเภท ประกอบกับเทคโนโลยีและเครือข่ายในการติดต่อสื่อสารที่มีการพัฒนาไปอย่างรวดเร็วและทั่วถึง ทำให้การเข้าไปลงทุนในตลาดหลักทรัพย์สามารถทำได้ง่ายขึ้น นับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543 ซึ่งเป็นปีแรก ที่นักลงทุนสามารถส่งคำสั่งซื้อขายหุ้นด้วยตนเองผ่านทางอินเทอร์เน็ต ทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (market capitalization) และมูลค่าการซื้อขายหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ไทยเพิ่มขึ้นมาโดยตลอด ดังจะเห็นได้จาก ในปี พ.ศ. 2543 มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดรวมอยู่ที่ 1,279 พันล้านบาท และมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยวันต่อวัน 3,740 ล้านบาท (รายงานประจำปีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2544) ในปี พ.ศ. 2561 มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเพิ่มมาเป็น 24,516 พันล้านบาท และมีมูลค่าการซื้อขายรวมเฉลี่ยวันต่อวันอยู่ที่ 57,674 ล้านบาท (ดูตารางที่ 1 ประกอบ)



ตาราง 1

มูลค่าตลาดและมูลค่าการซื้อขายหุ้นของ SET และ mai ปี พ.ศ. 2559-2561

มูลค่าการซื้อขายหุ้น (ล้านบาท)	2559	2560	2561
มูลค่าตลาด (market capitalization) SET และ mai	18,258,558	21,079,612	24,516,265
มูลค่าการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ไทย (SET)	12,259,772	11,652,312	13,820,220
มูลค่าการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai)	556,487	575,437	309,858
มูลค่าการซื้อขายรวมของ SET และ mai	12,816,259	12,227,749	14,130,078
มูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันรวมของ SET และ mai	52,526	50,114	57,674
อัตราการเปลี่ยนแปลงจากช่วงเดียวกันในปีก่อน (ร้อยละ)	18.56	-4.59	15.09

ที่มา. จาก รายงานประจำปี 2561, โดย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2561, ค้นเมื่อ 12 สิงหาคม 2562, จาก https://www.set.or.th/th/about/annual/annual_p1.html

ด้านการซื้อขายหุ้นรวมของตลาด SET และ mai จะแยกตามประเภทผู้ลงทุน ในปี พ.ศ. 2561 (ดูตารางที่ 2 ประกอบ) ผู้ลงทุนที่มีสัดส่วนมากที่สุด ได้แก่ ผู้ลงทุนในประเทศที่มีมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันอยู่ที่ 23,540 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนของการซื้อขายทั้งหมดร้อยละ 40.81 รองลงมา ได้แก่ ผู้ลงทุนต่างประเทศ มีมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน 20,988 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 36.39 ผู้ลงทุนสถาบัน มีมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน 6,066 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 10.52 และบัญชีบริษัทหลักทรัพย์ มีมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน 7,081 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 12.28 ซึ่งเมื่อเทียบการซื้อขายหลักทรัพย์รวมของทั้งสองตลาดกับปี พ.ศ. 2560 พบว่า มีเพียงผู้ลงทุนในประเทศที่มีมูลค่าในการซื้อขายหุ้นลดลง ในขณะที่ผู้ลงทุนในกลุ่มอื่น ๆ มีมูลค่าการซื้อขายเพิ่มขึ้น

ตาราง 2

มูลค่าและสัดส่วนการซื้อขายหุ้นรวมเฉลี่ยต่อวันของตลาด SET และ mai แยกตามประเภทผู้ลงทุน ปี พ.ศ. 2559-2561

ประเภทผู้ลงทุน	มูลค่าการซื้อขาย (ล้านบาท)			สัดส่วนการซื้อขาย (ร้อยละ)		
	2559	2560	2561	2559	2560	2561
บัญชีบริษัทหลักทรัพย์	5,523	5,238	7,081	10.52	10.45	12.28
ผู้ลงทุนสถาบัน	5,304	5,517	6,066	10.10	11.01	10.52
ผู้ลงทุนต่างประเทศ	13,433	15,151	20,988	25.57	30.23	36.39
ผู้ลงทุนในประเทศ	28,265	24,208	23,540	53.81	48.31	40.81

ที่มา. จาก รายงานประจำปี 2561, โดย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2561, ค้นเมื่อ 12 สิงหาคม 2562, จาก https://www.set.or.th/th/about/annual/annual_p1.html

ผลจากการลงทุนซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์นั้น มีนักลงทุนจำนวนมากที่ได้กำไร ขณะเดียวกันก็มีนักลงทุนจำนวนมากไม่น้อยที่ต้องเผชิญกับการขาดทุน อันเนื่องมาจากหลายสาเหตุ เช่น การซื้อขายหุ้นเพื่อเก็งกำไรในขณะที่ยอดหุ้นขึ้นสูงแล้ว การขาดความรู้หรือไม่มีข้อมูลที่เพียงพอสำหรับประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น จึงมีคำถามที่เกิดขึ้นในใจของนักลงทุน คือ หุ้นตัวไหนที่ควรลงทุนซื้อขาย และมีเกณฑ์คัดเลือกหุ้นอย่างไร เพื่อที่จะได้กำไรจากการซื้อหุ้น ได้มีความพยายามจะหาแนวทางการตอบคำถามดังกล่าวนี้ จากผู้มีส่วนเกี่ยวข้องทุกฝ่าย เช่น ผู้ให้คำแนะนำในการลงทุน นักวิชาการ รวมทั้งตัวนักลงทุนเอง ซึ่งนำไปสู่แนวทางการคัดเลือกหุ้นในหลายๆ วิธี เช่น การวิเคราะห์ทางเทคนิค (technical analysis) หรือการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (fundamental analysis) อย่างไรก็ตาม แต่ละวิธีก็ยากที่จะนำมาใช้วิเคราะห์ทิศทางการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นได้อย่างแม่นยำ หรือใช้เป็นสูตรสำเร็จในการตัดสินใจเลือกซื้อหุ้น ทั้งนี้เพราะปัจจัยที่ส่งผลการผันแปรราคาหุ้นมีหลากหลายปัจจัย เช่น ความสามารถในการทำกำไร ประสิทธิภาพในการดำเนินงานของผู้บริหาร สถานะการเงิน สถานะของอุตสาหกรรม สถานะเศรษฐกิจของประเทศและต่างประเทศ ความเชื่อมั่นของนักลงทุน สถานะความมั่นคงของประเทศ สถานการณ์ทางการเมือง พฤติกรรมการลงทุนของกลุ่มนักลงทุนที่ซื้อหรือขายหลักทรัพย์พร้อมกันหรือปัจจัยที่จะนำไปสู่การบิดเบือนของราคาในตลาด โดยเฉพาะอย่างยิ่งการวิเคราะห์ในระยะสั้น ซึ่งปัจจัยเหล่านี้อาจส่งผลทำให้ราคาหุ้นมีราคาที่สูงหรือต่ำจากความเป็นจริง กล่าวอีกนัยหนึ่งราคาหุ้นที่ทำการซื้อขายในแต่ละวัน ได้สะท้อนให้เห็นถึงปัจจัยต่าง ๆ ทั้งหมดตามที่กล่าวมา ดังนั้นการศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในตลาด จึงมีความสำคัญอย่างยิ่งต่อนักลงทุน เพื่อเป็น



แนวทางในการวิเคราะห์ถึงการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาหุ้น ณ ช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง ที่นักลงทุนจะนำมาประกอบการตัดสินใจในการลงทุน

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาปัจจัยด้านคุณลักษณะของหุ้นที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ข้อมูลขอบเขตการวิจัย

การศึกษานี้เลือกศึกษากลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้ง 8 กลุ่มอุตสาหกรรม โดยคัดเลือกบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูงที่สุด 5 อันดับแรก จาก 28 หมวดธุรกิจ ที่มีข้อมูลครบถ้วนตลอดช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา พบว่า กลุ่มตัวอย่างที่มีคุณสมบัติตรงตามเงื่อนไขทั้งหมดมีจำนวน 77 บริษัท จาก 26 หมวดธุรกิจ ทั้งนี้ 2 หมวดธุรกิจที่ไม่ได้ทำการศึกษา เนื่องจากมีข้อมูลไม่ครบถ้วน ได้แก่ หมวดกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และหมวดเหมืองแร่การศึกษาใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) จากเว็บไซต์ www.setsmart.com ช่วงที่ทำการศึกษาเป็นรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2557 ถึง ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2562 โดยหุ้นที่ทำการศึกษามีดังนี้

ตาราง 3

หุ้นที่ทำการศึกษา

กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ	ชื่อหุ้น
AGRO (8 บริษัท)	AGRI	GFPT, UVAN, LEE
	FOOD	CPF, MINT, TU, M, PB
CONSUMP (8 บริษัท)	FASHION	SUC, ICC, SABINA
	HOME	KYE, MODERN
	PERSON	S & J, TOG, JCT
FINCIAL (13 บริษัท)	BANK	KBANK, SCB, BBL, BAY, KTB
	FIN	AEONTS, THANI, JMT, KTC
	INSUR	BKI, TIP, AYUD, SMK

INDUS (14 บริษัท)	AUTO	STANLY, SAT, AH, SPG
	IMM	SNC
	PKG	ALUCON, SMPC, TMD
	PAPER	UTP
	PETRO	PTTGC, IVL, TCCC, BCT
	STEEL	SMIT
PROPCON (9 บริษัท)	CONMAT	SCC, SCCC, TASCO, DCC
	CONS	CK, UNIQ
	PROP	CPN, LH, MBK
RESOURC (1บริษัท)	ENERG	EGCO
SERVICE (17 บริษัท)	COMM	CPALL, HMPRO, MAKRO, GLOBAL, ROBINS
	HEALTH	BDMS, BH, SVH, BCH, RAM
	MEDIA	VGI, MAJOR
	PROF	BWG
	TOURISM	CENTEL, SHANG
	TRANS	AOT, BTS
TECH (7 บริษัท)	ETRON	DELTA, KCE, HANA, CCET
	ICT	ADVANC, INTUCH, JAS

แนวคิดทางทฤษฎี Hedonic Pricing Model

ตัวแบบการกำหนดราคาฮีดอนนิค (Hedonic pricing model) เป็นเครื่องมือทางสถิติเพื่อศึกษาหาความสัมพันธ์เชิงเหตุผลระหว่างราคาสินค้ากับคุณลักษณะของสินค้า (characteristics or attributes) รวมทั้งปัจจัยภายนอกที่ส่งผลกระทบต่อราคา สินค้าแต่ละชนิดจะมีความหลากหลายหรือมีความแตกต่างกันไปตามคุณลักษณะหรือคุณสมบัติ เช่น รถยนต์ คอมพิวเตอร์ โทรศัพท์มือถือ เป็นต้น สินค้าบางชนิดนอกจากจะขึ้นอยู่กับคุณสมบัติของตัวสินค้าแล้ว ยังขึ้นอยู่กับปัจจัยภายนอกอื่น ๆ ซึ่งปัจจัยภายนอกบางปัจจัยจะส่งผลให้ราคาสินค้า มีราคาสูงขึ้นกว่าปกติ แต่บางปัจจัยอาจจะส่งผลให้มีราคาต่ำกว่าปกติ เช่น ราคาคอนโดมิเนียม นอกจากจะขึ้นกับคุณลักษณะของคอนโดมิเนียม ยังขึ้นอยู่กับทำเลที่ตั้ง หรือ สภาพแวดล้อม เช่น ติดแม่น้ำ หรือ ติดแนวทางรถไฟ เป็นต้น ภายใต้ตัวแบบ Hedonic Price ราคาสินค้าจึงเป็นตัวแปรตาม และตัวแปรอิสระ คือ ปัจจัยกำหนดราคา ซึ่งได้แก่ คุณลักษณะของสินค้าและปัจจัยภายนอกที่คาดว่าจะส่งผลต่อราคา เขียนเป็นสมการได้ดังนี้



ดังนี้

$$P_i = a_0 + a_1X_1 + a_2X_2 + \dots \dots \dots + a_n X_n$$

โดยที่ P_i คือ ราคาของสินค้าที่พิจารณา ทั้งนี้ i หมายถึง จำนวนสินค้าที่มีลักษณะหลากหลาย i มีค่า $i = 1, 2, 3, \dots, m$ X_j คือ คุณลักษณะของสินค้าและปัจจัยภายนอกที่จะส่งผลต่อราคา $j = 1, 2, 3, \dots, n$ a_i คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของคุณลักษณะของสินค้า ค่านี้มีชื่อเรียกว่า เป็น “ราคาแฝง (implicit price)” ที่กำหนดโดยแต่ละคุณลักษณะของสินค้า ในทางทฤษฎีค่า “implicit price” หรือ “characteristic price” (บางครั้งเรียก “shadow price”) ก็เหมือนกับ “ราคาสินค้า” ทั่วไป ที่ค่าของมันจะมากขึ้นหรือน้อยขึ้นอยู่กับการต้องการหรือคุณค่าที่ผู้บริโภคให้ (user value)

ตัวแบบการกำหนดราคาฮีดอนนิค ได้นำมาใช้ครั้งแรกโดยนักวิชาการชื่อ Court (อ่านผลงานใน Goodman, 1998) และผลงานของ Griliches (1961) ตัวแบบนี้สอดคล้องกับทฤษฎีอรรถประโยชน์ของผู้บริโภคที่พัฒนาขึ้นโดย Lancaster (1966) ได้นำเสนอแนวคิดเกี่ยวกับทฤษฎีผู้บริโภคที่แตกต่างไปจากแนวคิดทฤษฎีพฤติกรรมผู้บริโภคแบบดั้งเดิม ภายใต้แนวคิดใหม่ของ Lancaster ความพึงพอใจของผู้บริโภค (utility) ขึ้นอยู่กับคุณลักษณะของสินค้าไม่ใช่ตัวสินค้า การตัดสินใจซื้อสินค้าที่คำนึงถึงคุณลักษณะของสินค้า จึงสอดคล้องกับพฤติกรรมของผู้บริโภคในการตัดสินใจซื้อสินค้าที่เกิดขึ้นจริงมากกว่าแนวคิดแบบเดิมที่ความพึงพอใจขึ้นอยู่ปริมาณสินค้าที่บริโภค ภายใต้แนวคิดนี้จึงนำไปสู่การพัฒนาทฤษฎีเศรษฐศาสตร์จุลภาคเกี่ยวกับทฤษฎีด้านอุปสงค์ ที่เรียกว่า “Characteristics Demand Theory” และนำไปสู่การพัฒนาตัวแบบที่ใช้วิเคราะห์พฤติกรรมของผู้บริโภคที่เกิดขึ้นจริงที่สำคัญได้แก่ ตัวแบบ Conjoint Analysis และ Hedonic Pricing Model

แบบจำลอง Hedonic Pricing ที่ใช้ในการศึกษา

ได้มีการนำแบบจำลอง Hedonic Pricing ไปศึกษาการกำหนดราคาสินทรัพย์ที่แท้จริง (real assets) ประเภทต่าง ๆ เช่น Donoghue, Lopez, Ryan, and O’ Neill (2015), สลักใจ บุญเพิ่ม (2557) และ พนารัตน์ ทูลธรรม (2560) ศึกษาปัจจัยการกำหนดราคาที่ดิน Cebula (2009), โชติวุฒิ เหล่าไพโรจน์ (2555) และ ศนิชา ทองพิทักษ์วงศ์ (2560) ศึกษาปัจจัยกำหนดราคาบ้านและคอนโดมิเนียม เป็นต้น แต่การนำแบบจำลองมาใช้ในการกำหนดราคาสินทรัพย์ทางการเงิน (financial assets) ยังมีน้อยการศึกษานี้ จึงได้นำแบบจำลอง Hedonic Pricing มาศึกษาการกำหนดราคาสินทรัพย์ทางการเงิน ได้แก่ การกำหนดราคาหุ้นสามัญ (common stock) โดยตัวแบบที่ใช้มีพื้นฐานมาจากการศึกษาของ ธนพล เฉลิมวิเศษพล (2559) และพัทธนันท์ เฉลิมวิเศษพล (2559) ที่ได้รับริเริ่มการนำแบบจำลอง Hedonic Pricing มาศึกษาการกำหนดราคาหุ้นสามัญ (common stock) ในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย สำหรับแบบจำลอง Hedonic Pricing ที่ใช้ในการศึกษาการกำหนดราคาหุ้นสามัญ เป็นดังนี้

$$P = f(\text{EPS, P/E, P/BV, BETA, } u)$$

โดยกำหนดให้

- P = ราคาหุ้น (ราคาปิด ณ วันสิ้นไตรมาส)
 EPS = กำไรต่อหุ้น (บาท)
 P/E = อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ
 P/BV = อัตราส่วนของราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี
 BETA = ค่าความเสี่ยง
 b_i = ค่าสัมประสิทธิ์ของคุณลักษณะของหุ้น

โดยการศึกษาการคำนวณเปรียบเทียบตัวแบบสมการเส้นตรง (linear) และตัวแบบสมการ Semi-logarithm โดยเขียนสมการดังนี้

สมการเส้นตรง (Linear)

$$P = b_0 + b_1 \text{EPS} + b_2 \text{P/BV} + b_3 \text{P/E} + b_4 \text{BETA} + U$$

สมการ Semi-logarithm

$$(\text{Log})P = b_0 + b_1 \text{EPS} + b_2 \text{P/BV} + b_3 \text{P/E} + b_4 \text{BETA} + U$$

โดยทั่วไป การคำนวณตัวแบบทั้ง 2 ตัวแบบ นอกจากจะใช้วิธีการคำนวณแบบ Mean Regression ซึ่งเป็นวิธีการคำนวณสมการถดถอยแบบดั้งเดิม ที่งานศึกษาของธนพล เณลิวิเศษพล (2559) และพัทธนันท์ เณลิวิเศษพล (2559) ได้ใช้ แต่จุดด้อยของวิธีนี้ คือ สนใจเฉพาะความสัมพันธ์ที่ระดับค่าเฉลี่ยของตัวแปรตามที่สนใจกับปัจจัยกำหนด ทำให้ไม่สามารถหาความสัมพันธ์ระหว่างค่าที่สูงหรือต่ำกว่าค่าเฉลี่ยที่จะสนองตอบต่อปัจจัยกำหนด (Hao & Naiman, 2007) เพื่อแก้จุดด้อยนี้ การศึกษานี้ จึงได้คำนวณตัวแบบด้วยวิธี Quantile Regression เพิ่มจากวิธีการคำนวณแบบ Mean Regression แล้วนำผลมาเปรียบเทียบกัน ทำให้การวิเคราะห์ได้ละเอียดมากยิ่งขึ้น



ผลการวิจัย

การศึกษาได้ตระหนักถึงการสนองตอบของราคาหุ้นต่อปัจจัยกำหนดอาจจะแตกต่างกันตามราคาหุ้น กล่าวคือ หุ้นที่มีราคาต่อหุ้นสูง ๆ อาจจะสนองตอบต่อปัจจัยกำหนดแตกต่างจากหุ้นในกลุ่มที่มีราคาต่อหุ้นต่ำ ๆ ดังนั้น นอกจากการศึกษาจะคำนวณสมการถดถอยของราคาหุ้นด้วยวิธี Mean Regression ซึ่งเป็นการศึกษาเฉพาะการสนองตอบของราคาหุ้น ณ ระดับราคาเฉลี่ย (mean) ของหุ้นต่อปัจจัยที่กำหนด การศึกษาจึงได้คำนวณสมการถดถอยของราคาหุ้นด้วยวิธี Quantile Regression ซึ่งเป็นการวิเคราะห์สมการถดถอยที่สามารถนำมาใช้วิเคราะห์ ณ ทุก ๆ จุดของระดับการแจกแจงของราคาหุ้น โดยการศึกษาคำนวณที่ Quantile 0.2 เพื่อวัดการสนองตอบของหุ้นในกลุ่มที่มีราคาต่ำกว่าราคาเฉลี่ย และคำนวณที่ Quantile 0.8 เพื่อวัดการสนองตอบของหุ้นในกลุ่มที่มีราคาสูงกว่าราคาเฉลี่ย สำหรับการคำนวณสมการราคาถดถอย ได้คำนวณรูปแบบสมการเส้นตรง (linear) และรูปแบบสมการ Semi-logarithm ผลการเปรียบเทียบพบว่า รูปแบบสมการเส้นตรงให้ผลดีกว่า กล่าวคือ ให้ค่า R -squared สูงกว่า และให้เครื่องหมายสอดคล้องกับสมมุติฐานที่กำหนด ผลการคำนวณแสดงในตารางที่ 4 สรุปได้ดังนี้

ตาราง 4

ผลการคำนวณด้วยวิธี Mean Regression และ Quantile Regression

	Mean Regression		Quantile Regression 0.2		Quantile Regression 0.8	
ตัวแปร	Coeff.	t-statistic	Coeff.	t-statistic	Coeff.	t-statistic
ค่าคงที่	-44.656	-4.452	-0.100	-0.053009	-16.33742	-3.345596
BETA	-28.255	-3.001**	-1.453	-1.667673*	-1.440335	-0.560777
EPS	66.209	62.335***	30.822	10.45386***	85.90931	4.230599***
P/E	2.391	6.745***	0.148	3.315999***	1.119962	4.594531***
P/BV	2.194	1.455	0.239	1.310137	0.019522	0.030230
R -squared	0.7163		0.2294		0.6420	

หมายเหตุ: * มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.10

** มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

*** มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01

ที่มา. จากการคำนวณ

ผลการคำนวณด้วยวิธี Mean Regression

1. ปัจจัยที่กำหนดราคาหุ้นทั้ง 4 ปัจจัย ซึ่งเป็นปัจจัยที่แสดงถึงผลการดำเนินงานของบริษัท ได้แก่ กำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ อัตราส่วนของราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี และความเสี่ยงของหุ้น ร่วมกันกำหนดราคาหุ้นโดยเฉลี่ยได้ประมาณร้อยละ 71.63 ส่วนที่เหลือร้อยละ 28.37 ขึ้นอยู่กับปัจจัยภายนอกบริษัท เช่น ภาวะตลาด และสภาพแวดล้อมทางด้านเศรษฐกิจระหว่างประเทศ สภาพแวดล้อมทางการเมือง เป็นต้น

2. ความเสี่ยงของหุ้น (BETA) เป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญในการกำหนดราคาหุ้น คือ มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05 โดยค่าสัมประสิทธิ์ของความเสี่ยงของหุ้นมีค่าติดลบ ซึ่งหมายความว่า หุ้นที่มีความเสี่ยงสูง ๆ จะส่งผลให้ราคาหุ้นลดลง ในทางตรงข้าม ถ้าหุ้นที่ระดับความเสี่ยงลดลงจะผลักดันให้หุ้นมีราคาปรับตัวสูงขึ้น

3. กำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญมากในการกำหนดราคาหุ้น คือ มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 โดยค่าสัมประสิทธิ์ของกำไรต่อหุ้นมีค่าเป็นบวก ซึ่งหมายความว่า หุ้นที่มีกำไรต่อหุ้นสูงขึ้น จะส่งผลให้ราคาหุ้นสูงตามไปด้วย

4. อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ (P/E) เป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญมากในการกำหนดราคาหุ้น คือ มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 โดยค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิเป็นบวก ซึ่งหมายความว่า หุ้นที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิสูงขึ้นจะส่งผลให้ราคาหุ้นสูงตามไปด้วย

5. อัตราส่วนของราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ค่าสัมประสิทธิ์ของปัจจัยนี้มีค่าเป็นบวก หมายความว่า หุ้นที่มีอัตราส่วนของราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีสูงขึ้น จะส่งผลให้ราคาหุ้นสูงตามไปด้วย แต่อัตราส่วนของราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี ไม่ได้เป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญในการกำหนดราคาหุ้น

ผลการคำนวณด้วยวิธี Quantile Regression 0.2

ในการศึกษานี้กำหนดให้ค่าควอนไทล์ Quantile 0.20 เป็นตัวแทนของหุ้นในกลุ่มที่มีราคาต่ำกว่าราคาเฉลี่ยสรุปผลการคำนวณดังนี้

1. ปัจจัยที่กำหนดราคาหุ้นทั้ง 4 ปัจจัย ได้แก่ กำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ อัตราส่วนของราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี และความเสี่ยงของหุ้น ร่วมกันกำหนดราคาหุ้นในกลุ่มที่มีราคาต่ำได้ค่อนข้างน้อย คือ ประมาณร้อยละ 22.94

2. ความเสี่ยงของหุ้น (BETA) มีค่าสัมประสิทธิ์ติดลบ ซึ่งหมายความว่า หุ้นที่มีความเสี่ยงสูง ๆ จะส่งผลให้ราคาหุ้นลดลง ในทางตรงข้าม ถ้าหุ้นที่ระดับความเสี่ยงลดลงจะผลักดันให้หุ้นมีราคาปรับตัวสูงขึ้น และเป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญในการกำหนดราคาหุ้นในกลุ่มนี้ คือ มีระดับนัยสำคัญที่ 0.10

3. กำไรต่อหุ้น (EPS) มีค่าสัมประสิทธิ์ของกำไรต่อหุ้นมีค่าเป็นบวก ซึ่งหมายความว่า หุ้นที่มีความกำไรต่อหุ้นสูงขึ้น จะส่งผลให้ราคาหุ้นสูงตามไปด้วย และเป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญมากในการกำหนดราคาหุ้นในกลุ่มนี้ คือ มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01



4. อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ (P/E) มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก ซึ่งหมายความว่า หุ้นที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิสูงขึ้น จะส่งผลให้ราคาหุ้นสูงตามไปด้วย เป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญมากในการกำหนดราคาหุ้น คือ มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01

5. อัตราส่วนของราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก หมายความว่า หุ้นที่มีอัตราส่วนของราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีสูงขึ้น จะส่งผลให้ราคาหุ้นในกลุ่มนี้สูงตามไปด้วย แต่อัตราส่วนของราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีไม่ได้เป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญในการกำหนดราคาหุ้น

ผลการคำนวณด้วยวิธี Quantile Regression 0.8

การคำนวณสมการที่ Quantile 0.80 เป็นตัวแทนของหุ้นในกลุ่มที่มีราคาสูงกว่าราคาเฉลี่ย ผลการคำนวณดังนี้

1. ปัจจัยที่กำหนดราคาหุ้นทั้ง 5 ปัจจัย ได้แก่ กำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ อัตราส่วนของราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี และความเสียงของหุ้น ร่วมกันกำหนดราคาหุ้นในกลุ่มที่มีราคาสูงได้ประมาณร้อยละ 64.20

2. ค่าความเสี่ยงของหุ้น (BETA) มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ ซึ่งหมายความว่า หุ้นที่มีความเสี่ยงสูง ๆ จะส่งผลให้ราคาหุ้นลดลง ในทางตรงข้าม ถ้าหุ้นที่ระดับความเสี่ยงลดลงจะผลักดันให้หุ้นมีราคาปรับตัวสูงขึ้น แต่เป็นปัจจัยที่ไม่มีนัยสำคัญในการกำหนดราคาหุ้นในกลุ่มนี้

3. กำไรต่อหุ้น (EPS) มีค่าสัมประสิทธิ์ของกำไรต่อหุ้นมีค่าเป็นบวก ซึ่งหมายความว่า หุ้นที่มีความกำไรต่อหุ้นสูงขึ้น จะส่งผลให้ราคาหุ้นในกลุ่มนี้สูงตามไปด้วย และเป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญมากในการกำหนดราคาหุ้นในกลุ่มนี้ คือ มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01

4. อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ (P/E) มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก ซึ่งหมายความว่า หุ้นที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิสูงขึ้น จะส่งผลให้ราคาหุ้นในกลุ่มนี้สูงตามไปด้วย อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ เป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญมากในการกำหนดราคาหุ้น คือ มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01

5. อัตราส่วนของราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก หมายความว่า หุ้นที่มีอัตราส่วนของราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีสูงขึ้น จะส่งผลให้ราคาหุ้นในกลุ่มนี้สูงตามไปด้วย แต่เป็นปัจจัยที่ไม่มีนัยสำคัญในการกำหนดราคาหุ้นในกลุ่มนี้

เปรียบเทียบผลการคำนวณ Mean Regression และ Quantile Regression

ผลการศึกษาปัจจัยกำหนดราคาหุ้นทั้ง 3 วิธี พบว่า ปัจจัยกำหนดบางปัจจัยมีทิศทางการส่งผลต่อราคาหุ้นเหมือนกัน ขณะที่บางปัจจัยส่งผลต่อทิศทางการปรับตัวของหุ้นแตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับว่าเป็นหุ้นที่มีราคาสูงหรือราคาต่ำ รวมทั้งปัจจัยที่มีบทบาทสำคัญก็แตกต่างกันไปตามลักษณะของหุ้นที่มีราคาสูงหรือราคาต่ำ ซึ่งผลการเปรียบเทียบ สรุปได้ดังแสดงในตารางที่ 5 ดังนี้

ตาราง 5

เปรียบเทียบผลการคำนวณด้วยวิธี Mean Regression และ Quantile Regression

ปัจจัย	Mean Regression	Quantile Regression		ค่าความยืดหยุ่น
		0.2	0.8	
BETA	**	*	-	-0.2559
EPS	***	***	***	+1.8163
P/E	***	***	***	+0.6305
P/BV	-	-	-	+0.0937
R-squared	0.7163	0.2294	0.6420	

หมายเหตุ: * มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.10 ** มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

*** มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01

ที่มา. จากการคำนวณ

1. ความเสี่ยงของหุ้น (BETA) เป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญในการกำหนดราคาหุ้นในกลุ่มราคาเฉลี่ย และหุ้นในกลุ่มที่มีราคาต่ำ แต่ไม่มีนัยสำคัญในการกำหนดราคาหุ้นในกลุ่มที่มีราคาสูง และส่งผลในทิศทางเป็นลบเหมือนกันในหุ้นทุก ๆ ระดับราคา หมายความว่า หุ้นที่มีค่าความเสี่ยงสูงขึ้นไปจะส่งผลให้ราคาหุ้นลดลงตามไปด้วยในทุก ๆ ระดับราคา แต่มีการสนองตอบของราคาหุ้นต่อความเสี่ยงต่างกัน ทั้งนี้ค่าความยืดหยุ่นของราคาหุ้นต่อความเสี่ยงมีค่า ณ ระดับราคาเฉลี่ยมีเท่ากับ -0.2559 หมายความว่า ถ้าค่าความเสี่ยงของหุ้นปรับสูงขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลงประมาณร้อยละ 0.26

2. กำไรต่อหุ้น (EPS) ผลการศึกษาทั้ง 3 วิธีให้ผลสอดคล้องกัน คือ เป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญมากในการกำหนดราคาหุ้นในทุก ๆ ระดับราคา และมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก ซึ่งหมายความว่า หุ้นที่มีความกำไรต่อหุ้นสูงขึ้น จะส่งผลให้ราคาหุ้นสูงตามไปด้วยในทุก ๆ กลุ่มราคา แต่มีการสนองตอบของราคาหุ้นต่อกำไรต่อหุ้นต่างกัน ทั้งนี้ค่าความยืดหยุ่นของราคาหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น คำนวณ ณ ระดับค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.8163 หมายความว่า ถ้ากำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ราคาหุ้นปรับเพิ่มขึ้นประมาณร้อยละ 1.82



3. อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ (P/E) ผลการศึกษาทั้ง 3 วิธี ให้ผลสอดคล้องกัน คือ เป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญมากในการกำหนดราคาหุ้นในทุก ๆ ระดับราคา และมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก ซึ่งหมายความว่าหุ้นที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิสูง จะส่งผลให้ราคาหุ้นสูงตามไปด้วยในทุก ๆ กลุ่มราคา แต่มีการสนองตอบของราคาหุ้นต่ออัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่างกัน ทั้งนี้ค่าความยืดหยุ่นของราคาหุ้นต่ออัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ คำนวณ ณ ระดับค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.6305 หมายความว่า ถ้าอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ราคาหุ้นปรับเพิ่มขึ้นประมาณร้อยละ 0.63

4. อัตราส่วนของราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ผลการศึกษาทั้ง 3 วิธี ให้ผลสอดคล้องกัน คือ เป็นปัจจัยที่ไม่มีนัยสำคัญในการกำหนดราคาหุ้นในทุก ๆ ระดับราคา ส่วนทิศทางการส่งผลเหมือนกันในทุกกลุ่ม คือ มีค่าเป็นบวก หมายความว่า หุ้นที่มีอัตราส่วนของราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีสูงจะส่งผลให้ราคาหุ้นสูงตามไปด้วย แต่มีการสนองตอบของราคาหุ้นต่ออัตราส่วนของราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีต่างกัน ทั้งนี้ค่าความยืดหยุ่นของราคาหุ้นต่ออัตราส่วนของราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีคำนวณ ณ ระดับค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0937 หมายความว่า ถ้าอัตราส่วนของราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ราคาหุ้นปรับเพิ่มขึ้นประมาณร้อยละ 0.09

ข้อเสนอแนะจากการศึกษา

1. ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่กำหนดราคาหุ้นทั้ง 4 ปัจจัย ได้แก่ กำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ อัตราส่วนของราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี และความเสี่ยงของหุ้น สามารถอธิบายการผันแปรของราคาหุ้นโดยเฉลี่ยได้ร้อยละ 71.63 อธิบายหุ้นในกลุ่มที่มีราคาสูงได้ร้อยละ 64.20 ขณะที่อธิบายหุ้นที่มีราคาต่ำได้ค่อนข้างน้อย คือ ประมาณร้อยละ 22.94 แสดงให้เห็นว่า การผันแปรของราคาหุ้นในกลุ่มที่มีราคาต่ำ ๆ จะถูกกำหนดโดยปัจจัยอื่น ๆ ที่ไม่ได้เชื่อมโยงกับผลประกอบการของบริษัท ขณะที่ราคาหุ้นในกลุ่มที่มีราคากลาง ๆ และหุ้นในกลุ่มราคาสูงยังคงถูกกำหนดโดยปัจจัยที่เชื่อมโยงกับผลประกอบการของบริษัท ข้อค้นพบนี้สะท้อนให้เห็นว่า ถ้านักลงทุนจะคาดคะเนราคาหุ้นในกลุ่มที่มีราคาต่ำ ซึ่งมักเป็นหุ้นที่มีขนาดเล็ก ด้วยวิธีการวิเคราะห์แบบพื้นฐาน (fundamental analysis) ซึ่งตั้งอยู่บนพื้นฐานของผลการดำเนินงานของบริษัท จะไม่มีความแม่นยำ เมื่อเปรียบเทียบกับวิธีการนำวิธีนี้ไปใช้คาดคะเนหุ้นในกลุ่มที่มีราคาสูงหรือหุ้นที่มีราคาปานกลาง

2. ผลการศึกษาพบว่า กำไรต่อหุ้น เป็นปัจจัยที่มีบทบาทสำคัญในการกำหนดราคาหุ้นในทุก ๆ ระดับราคา และมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก รวมทั้งการสนองตอบของราคาหุ้นต่อกำไรต่อหุ้นสูง ดังนั้นนักลงทุนควรให้น้ำหนักของปัจจัยนี้ในการเลือกลงทุนในหุ้น กล่าวคือ ควรเลือกลงทุนในหุ้นที่บริษัทมีแนวโน้มที่จะทำกำไรที่สูง ๆ จะทำให้ได้ผลตอบแทนในรูปของส่วนเพิ่มของราคา (capital gain) ระดับที่สูง ตามไปด้วย

3. ความเสี่ยงของหุ้นที่ใช้ในการศึกษาวัดด้วยค่าเบต้าของหุ้น ที่แสดงการผันแปรของราคาหุ้นว่ามีขนาดมากน้อยเพียงใดเมื่อเปรียบเทียบกับตลาด เป็นความเสี่ยงประเภทที่เรียกว่า “ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk)” คือ ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากสภาพแวดล้อมภายนอกบริษัท เช่น ความเสี่ยงที่เกิดจากสภาพ

ของตลาด (market risk) หรือภาวะเศรษฐกิจ ผลการศึกษาพบว่า ความเสี่ยงประเภทรนี้ส่งผลทางลบในหุ้นทุก ๆ ระดับราคา และมีนัยสำคัญในการกำหนดราคาหุ้นในกลุ่มที่มีราคากลาง ๆ และหุ้นในกลุ่มที่มีราคาต่ำ ๆ ดังนั้น นักลงทุนจึงควรหลีกเลี่ยงการเลือกหุ้นที่มีค่าเบต้าสูง ๆ เพราะราคาหุ้นในกลุ่มนี้จะผันแปรลดลงมาก เมื่อสภาพแวดล้อมเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่เลวลง ขณะที่หุ้นในกลุ่มที่มีราคาสูง ปัจจัยนี้ไม่ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อราคาหุ้นในกลุ่มนี้

4. ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ เป็นปัจจัยที่มีบทบาทสำคัญในการกำหนดราคาหุ้นในทุก ๆ ระดับราคา และมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก แสดงให้เห็นว่า การเลือกลงทุนในหุ้นที่มีค่าอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิสูง มีแนวโน้มที่จะทำให้ได้ผลตอบแทนในรูปของส่วนเพิ่มของราคาได้สูงกว่าหุ้นที่มีค่าอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่ำ

5. ในภาพรวม ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า ปัจจัยการขับเคลื่อนราคาหุ้นเป็นปัจจัยที่สะท้อนให้เห็นถึงผลการประกอบการของบริษัทและเป็นไปตามสมมติฐานที่กำหนด ดังนั้นการเลือกหุ้นที่จะลงทุน นักลงทุนควรยึดการวิเคราะห์ตามแนวทางการวิเคราะห์พื้นฐาน (fundamental analysis)

6. ข้อจำกัดในการศึกษานี้มีหลายประการ ที่สำคัญคือ จำนวนตัวชี้วัดลักษณะของหุ้นจำกัดแค่ 4 คุณลักษณะ คือ กำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ อัตราส่วนของราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี และความเสี่ยงของหุ้นวัดด้วยค่าเบต้า รวมทั้งไม่ได้นำตัวแปรที่สะท้อนปัจจัยภายนอกบริษัทเข้ามาในสมการ แม้บางส่วนจะแสดงผ่านค่าเบต้าก็ตาม การศึกษาฉบับนี้จึงขอเสนอให้มีการขยายการศึกษาโดยหาแนวทางการลดข้อจำกัดเหล่านี้



เอกสารอ้างอิง

- โชติวุฒิ เหล่าไพโรจน์. (2555). ปัจจัยกำหนดราคาคอนโดมิเนียมในเขตกรุงเทพมหานคร. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ชนพล เฉลิมวิเศษพล. (2559). ผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีผลต่อราคาหุ้นในตลาด เอ็ม เอ ไอ. สารนิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- พนารัตน์ ทูลธรรม. (2560). ปัจจัยกำหนดราคาที่ดิน: กรณีศึกษา อำเภอเมือง จังหวัดนนทบุรี. สารนิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- พัทธนันท์ เฉลิมวิเศษพล. (2559). ปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหุ้นในกลุ่ม SET100 ด้วยวิธี Hedonic pricing model. สารนิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- ศนิชา ทองพิทักษ์วงศ์. (2560). การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อราคาอาคารชุดพักอาศัยบริเวณแนวรถไฟฟ้าขนส่งมวลชน กรณีศึกษาพื้นที่เขตจตุจักร. สารนิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- สลักใจ บุญเพิ่ม. (2557). แบบจำลองการประเมินราคาที่ดินเกษตรกรรมราคาแพงโดยใช้เทคนิคราคาแบบแฝง. สารนิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต, สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์.
- Cebula, R. J. (2009). The Hedonic pricing model applied to the housing market of the city of savannah and its Savannah Historic Landmark District. *The Review of Regional Studies*, 39(1), 9 -22.
- Donoghue, C. O., Lopez, J., Ryan, M., & O'Neill, S. (2015, October). *A Hedonic price model of self-assessed agricultural land values*. Paper prepared for presentation at the 150th EAAE Seminar, Scotland's Rural College, Edinburgh, Scotland.
- Goodman, A. C. (1998). Andrew court and the invention of hedonic price analysis. *Journal of Urban Economic*, 44(2), 291-298.
- Griliches, Z. (1961). Hedonic price indexes for automobiles: An econometric analysis of quality change. *The price statistics of the federal government: Review, appraisal, and recommendations*, ed. Price Statistics Review Committee, National Bureau of Economic Research, 173-96.
- Hao, L. & Naiman, D. (2007). *Quantile regression*. London: Sage.
- Lancaster, K. (1966). A new approach to consumer theory. *Journal of Political Economy*, 74(2), 132-157.

