

## การสร้างพอร์ตโฟลิโอเพื่อการลงทุนสำหรับนักลงทุนทั่วไป ด้วยวิธีการคัดเลือกหลักทรัพย์แบบ

### F-Score

#### Creating an Investment Portfolio with F-Score for Investor

#### ทันตทัต พิทักษ์ศักดิ์พงศ์<sup>1</sup>, สมพร ปันโกษา<sup>2</sup> และ ธนโชติ บุญวรโชติ<sup>3</sup>

<sup>1</sup> หลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาวิศวกรรมการเงิน มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, E-mail: tantatat@hotmail.com

<sup>2</sup> อาจารย์ประจำ คณะวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, E-mail: somporn\_pun@utcc.ac.th

<sup>3</sup> อาจารย์ประจำ คณะอุตสาหกรรมเกษตร มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, E-mail: tanachote.b@ku.ac.th

#### บทคัดย่อ

การศึกษาการศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อนักลงทุนทั่วไปจะสามารถสร้างพอร์ตการลงทุนของตัวเองได้ด้วยเครื่องมือที่ช่วยในการคัดเลือกหุ้น โดยคัดเลือกจากเกณฑ์คะแนนของ Piotroski (2000) ซึ่งเป็นการนำข้อมูลทางการเงินมาแปลงเป็นคะแนน (F-Score) และนำหุ้นมาคัดกรองเพื่อหาพอร์ตโฟลิโอที่ได้ผลตอบแทนที่สูงและความเสี่ยงที่เหมาะสม วิธีการคัดกรองแบ่งเป็น 2 แบบ ได้แก่ อัตราส่วนระหว่างมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตามราคาตลาด (Book-to-market Ratio) และมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ ข้อมูลงบการเงินของบริษัท ราคาหุ้น และดัชนี SET TRI ในช่วงเวลา 6 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ.2555 ถึง พ.ศ.2560

จากผลการศึกษาพบว่า กลุ่มของหุ้นที่มี F-Score สูง จะมีหุ้นที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูงในสัดส่วนที่มากกว่ากลุ่มของหุ้นทั้งหมด สามารถสร้างผลตอบแทนสูงได้ ซึ่งค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนสูงกว่าตลาด แต่ความเสี่ยงก็เพิ่มขึ้นด้วย และการคัดกรองด้วยวิธีการทั้ง 2 แบบ สามารถสร้างผลตอบแทนเฉลี่ยได้สูงกว่าตลาดและความเสี่ยงเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน

**คำสำคัญ:** F-Score, Book-to-market Ratio

#### ABSTRACT

The objective of this study is to creating an investment portfolio with tools that help choosing stocks. F-Score from the paper of Piotroski (2000) that converted from financial statement, can predict the return of stocks. Then select the stocks from the high F-Score to create an investment portfolio. Method for selecting the stocks are Book-to-market Ratio and Market Capitalization. The result will be measured by the return of portfolio which data are financial statement, stock price and SET TRI index between 2013 and 2018

The result show that high F-Score was mostly high market capitalization and the returns can be increased more than SET TRI but the risk also increased. In addition, 2 methods for selecting the stocks can be increase return more than SET TRI but the risk also increased.

**Keywords:** F-Score, Book-to-market Ratio

## 1. บทนำ

ปัจจุบันการลงทุนในหุ้นสามัญซึ่งมีอัตราผลตอบแทนสูงเป็นที่นิยมมากขึ้นกว่าแต่ก่อน เนื่องจากเราสามารถซื้อขายได้สะดวกผ่านทางโทรศัพท์มือถือและใช้เงินลงทุนไม่มาก เป็นแรงจูงใจให้คนเข้ามาลงทุนมากยิ่งขึ้น แต่ด้วยเหตุผลเดียวกันที่ทุกคนสามารถซื้อขายได้ง่ายและเข้าถึงข้อมูลข่าวสารได้อย่างสะดวกและรวดเร็ว ทำให้การลงทุนให้ได้อัตราผลตอบแทนที่สูงเป็นไปได้ยากมากขึ้น เนื่องจากมีคนเข้ามาแข่งขันเพิ่มมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนทั่วไปด้วยกันเอง รวมทั้งนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนสถาบันซึ่งมีความรู้ความสามารถ และมีเครื่องมือที่ช่วยวิเคราะห์หรือตัดสินใจในการลงทุนที่ดีกว่า ดังนั้นการคัดเลือกหุ้นให้ได้ผลตอบแทนสูงจึงจำเป็นต้องมีเครื่องมือเข้ามาช่วยเพื่อให้นักลงทุนทั่วไปจะสามารถสร้างพอร์ตการลงทุนเองได้

การวิเคราะห์หุ้นแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท ได้แก่ การวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) และการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) โดยงานวิจัยนี้จะสนใจในการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งเป็นวิธีที่นิยมในปัจจุบัน เป็นการวิเคราะห์สภาพเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมต่างๆที่เกี่ยวข้อง รวมถึงวิเคราะห์บริษัทที่บ่งบอกถึงสถานภาพและความสามารถในการแข่งขันของบริษัท แต่ด้วยวิธีการดังกล่าวต้องทำการเลือกหุ้นที่ละตัวเพื่อมาวิเคราะห์ ซึ่งจำนวนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์นั้นมีอยู่จำนวนมาก หากหุ้นบางตัวที่ถูกนำมาวิเคราะห์ไม่คุ้มค่าต่อการลงทุน อาจทำให้เสียเวลามาก ดังนั้นควรมีเครื่องมือที่ช่วยคัดเลือกหุ้นเพื่อลดการสูญเสียทรัพยากรโดยไม่จำเป็น โดยงานวิจัยนี้จะพิจารณาเช่นเดียวกับงานวิจัยต้นฉบับ (Piotroski, 2000) มีด้วยกัน 3 ส่วน ได้แก่ หุ้นนั้นเป็นหุ้นของบริษัทที่ดีและมีความสามารถในการแข่งขัน หุ้นนั้นเป็นหุ้นที่มีสภาพคล่องในตลาดหลักทรัพย์ และเครื่องมือที่ใช้ต้องง่ายต่อการใช้งาน ซึ่งในสองส่วนแรก จะมีความสำคัญของงานวิจัยนี้มาก เนื่องจากหุ้นที่ดีและมีความสามารถในการแข่งขันจะมีความเสี่ยงในการล้มละลายน้อยกว่าหรือเสียหายในขอบเขตที่จำกัดกว่า และหุ้นที่มีสภาพคล่องในตลาดหลักทรัพย์จะทำให้เราซื้อขายหุ้นได้ตามราคาที่เราจะเป็นส่วนในเรื่องความง่ายต่อการใช้เครื่องมือจะต้องมีความซับซ้อนน้อยและเข้าใจได้ง่าย

## 2. วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาว่าเกณฑ์การให้คะแนนของ Piotroski (2000) สามารถคัดเลือกหุ้นที่ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าผลตอบแทนตลาดได้หรือไม่
2. เพื่อนักลงทุนทั่วไปจะสามารถสร้างพอร์ตการลงทุนของตัวเองได้

## 3. การดำเนินการวิจัย

งานวิจัยนี้จะเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนระหว่างผลตอบแทนของกลุ่มตัวอย่างและผลตอบแทนของตลาด โดยใช้เกณฑ์การให้คะแนนเช่นเดียวกับงานวิจัยของ Piotroski (2000) แต่สิ่งที่ต่างกันของงานวิจัยนี้คือการแบ่งกลุ่มตัวอย่าง เนื่องจากข้อมูลในการศึกษามีจำนวนไม่มาก จึงมีการเปลี่ยนแปลงการแบ่งกลุ่มของงานวิจัยนี้ เพื่อให้เหมาะสมกับข้อมูลและความสะดวกในการไปใช้จริง

งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลที่เป็นแบบทุดิถุกรรม โดยใช้แหล่งข้อมูลมาจาก 2 แหล่ง ได้แก่ เว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ([www.set.or.th](http://www.set.or.th)) และ Thomson Reuters Datastream ในการรวบรวมงบการเงิน ราคาหลักทรัพย์ และดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งรวบรวมข้อมูลเป็นรายเดือน ช่วงเวลาระหว่างปี พ.ศ.2555 ถึง พ.ศ.2560 รวมเป็นระยะเวลา 6 ปี

เกณฑ์การให้คะแนนของ Piotroski (2000) แบ่งออกได้เป็น 3 หมวด ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ความสามารถในการก่อหนี้และสภาพคล่องของบริษัท และประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ซึ่งสามารถแบ่งออกได้เป็น 9 คะแนน ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 เกณฑ์การนับคะแนน F-Score

	เงื่อนไข	การให้คะแนน
1.	$ROA > 0$	หาก ROA มากกว่า 0 จะนับ 1 คะแนน นอกเหนือจากนี้ได้ 0 คะแนน
2.	$CFO > 0$	หาก CFO มากกว่า 0 จะนับ 1 คะแนน นอกเหนือจากนี้ได้ 0 คะแนน
3.	$\Delta ROA > 0$	หาก ROA ในปีปัจจุบันมากกว่าปีก่อน จะนับ 1 คะแนน นอกเหนือจากนี้ได้ 0 คะแนน
4.	$CFO > ROA$	หาก CFO มากกว่า ROA จะนับ 1 คะแนน นอกเหนือจากนี้ได้ 0 คะแนน
5.	$\Delta LEVER > 0$	หาก LEVER ในปีปัจจุบันมากกว่าปีก่อน จะนับ 1 คะแนน นอกเหนือจากนี้ได้ 0 คะแนน
6.	$\Delta LIQUID > 0$	หาก LIQUID ในปีปัจจุบันมากกว่าปีก่อน จะนับ 1 คะแนน นอกเหนือจากนี้ได้ 0 คะแนน
7.	EQ_offer	หากไม่มีการเพิ่มทุน จะนับ 1 คะแนน นอกเหนือจากนี้ได้ 0 คะแนน
8.	$\Delta MARGIN > 0$	หาก MARGIN ในปีปัจจุบันมากกว่าปีก่อน จะนับ 1 คะแนน นอกเหนือจากนี้ได้ 0 คะแนน
9.	$\Delta TURN > 0$	หาก TURN ในปีปัจจุบันมากกว่าปีก่อน จะนับ 1 คะแนน นอกเหนือจากนี้ได้ 0 คะแนน

โดยแต่ละตัวแปรจะมีคำอธิบายและการคำนวณดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 สรุปข้อมูลตัวแปรต่างๆ อัตราส่วนงบการเงิน และวิธีการคำนวณ

	ตัวย่อ	คำเต็ม	คำอธิบายและวิธีการคำนวณ
1.	ROA	Return on Assets	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม หรือกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม ( Net Income / Total Assets )
2.	CFO	Cash Flow from Operations	อัตราผลตอบแทนเงินสดต่อสินทรัพย์รวม หรือกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม ( Operating Cash Flow / Total Assets )
3.	LEVER	Leverage	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย ( Long Term Debt / Average Total Assets )
4.	LIQUID	Liquidity	อัตราส่วนสภาพคล่อง หรือสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียน ( Current Assets / Current Liabilities )

ตารางที่ 2 สรุปข้อมูลตัวแปรต่างๆ อัตราส่วนงบการเงิน และวิธีการคำนวณ (ต่อ)

	ตัวย่อ	คำเต็ม	คำอธิบายและวิธีการคำนวณ
5.	EQ_offer		การเพิ่มทุน หรือจำนวนหุ้นสามัญที่จดทะเบียนเพิ่มขึ้น
6.	MARGIN	Current Gross Margin Ratio	อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย ( (Sales – Cost of Goods Sold) / Sales )
7.	TURN	Current Year Asset Turnover Ratio	อัตรามุนเวียนของสินทรัพย์รวม ( Sales / Total Assets )

การหา F-Score สามารถแบ่งแยกหุ้นได้ตามคะแนนตั้งแต่ 0 ถึง 9 คะแนน โดยจะเน้นเฉพาะกลุ่ม High Score (7-9) ซึ่งเป็นกลุ่มที่เราคาดหวังว่าจะได้ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนมากกว่าผลตอบแทนตลาด จากนั้นนำกลุ่ม High Score (7-9) มาแบ่งเป็นกลุ่มย่อย โดยแบ่งเป็นกลุ่มอัตราส่วนระหว่างมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตามราคาตลาดสูง (High Book-to-market Ratio) และกลุ่มมูลค่าตามราคาตลาดสูง (High Market Capitalization) จำนวนหุ้นในกลุ่มตัวอย่างจะทดสอบหลากหลายค่า ซึ่งให้น้ำหนักการลงทุนในหุ้นแต่ละตัวเท่าๆกัน (Equally Weighted)

การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนนั้น จะเปรียบเทียบผลตอบแทนสำหรับช่วงเวลาการถือครอง (Holding Period) คือ 1 ปี โดยจะเริ่มซื้อและถือครอง (Buy-and-hold) ตั้งแต่ราคาปิดของวันทำการสุดท้ายของเดือนมีนาคมและขายราคาปิดวันทำการสุดท้ายของเดือนมีนาคมในปีถัดไป ซึ่งการเลือกวันทำการสุดท้ายของเดือนมีนาคมในการเริ่มซื้อหุ้นนั้น เพื่อให้มั่นใจว่างบการเงินของทุกบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดจะประกาศออกมาเรียบร้อยแล้ว

ลักษณะงานวิจัยนี้เป็นงานวิจัยเชิงประจักษ์ โดยนำข้อมูลผลตอบแทนและความเสี่ยงของกลุ่มตัวอย่างทั้ง 2 กลุ่มและตลาดมาเปรียบเทียบ จากการใช้ปัจจัยพื้นฐาน (F-Score) มูลค่าของหุ้น (Book-to-market Ratio และ Market Capitalization) ความเสี่ยง (Standard Deviation) และการวัดผลตอบแทน (Sharpe Ratio) ซึ่งจะตอบคำถามถึงวัตถุประสงค์ว่าสามารถคัดเลือกหุ้นที่ให้ผลตอบแทนสูงและนักลงทุนสามารถสร้างพอร์ตการลงทุนนี้เองได้หรือไม่

#### 4. ผลการวิจัย

จากตารางที่ 3 ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินทุกตัวมีลักษณะของข้อมูลกระจายตัวแบบเบ้ขวา ดูได้จากค่าเฉลี่ย (Mean) มากกว่ามัธยฐาน (Median) และข้อมูลมีการกระจายตัวค่อนข้างมาก ซึ่งหมายถึงบริษัทส่วนใหญ่มีค่าของอัตราส่วนทางการเงินกระจุกตัวอยู่ฝั่งซ้าย และมีการกระจายตัวของข้อมูลฝั่งขวาที่กว้างมาก

จากข้อมูลจะเห็นว่ากลุ่มหุ้นคะแนนสูง (High Score) จะมีค่าเฉลี่ย Market Capitalization ของกลุ่มคะแนนสูงมากกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มหุ้นทั้งหมด แสดงว่ากลุ่มหุ้นคะแนนสูงมีหุ้นที่ Market Capitalization สูง อยู่ในสัดส่วนที่มากกว่าของกลุ่มหุ้นทั้งหมด (All Score)

จากการคัดเลือกหุ้นไทยตามเกณฑ์คะแนนของ Piotroski (2000) ผลลัพธ์ที่ได้ส่วนใหญ่จะเป็นหุ้นที่มี Market Capitalization สูง ซึ่งเป็นหุ้นที่มีคนให้ความสนใจและนิยมลงทุน ด้วยความที่หุ้นเป็นที่สนใจจากนักลงทุนมากมายจึงเป็นเรื่องยากที่จะได้รับผลตอบแทนสูงเกินปกติ เนื่องจากราคาหุ้นจะตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารที่เข้ามาอย่างรวดเร็ว ซึ่งสะท้อนออกมาจากค่าเฉลี่ย Book-to-market Ratio ของกลุ่มหุ้นคะแนนสูงที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มหุ้นทุกตัว

ตารางที่ 3 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราส่วนทางการเงิน

	Mean	S.D.	10 <sup>th</sup> Percentile	25 <sup>th</sup> Percentile	Median	75 <sup>th</sup> Percentile	90 <sup>th</sup> Percentile
<b>All Score</b>							
Market Capitalization (in Million Baht)	26,001	83,196	761	1,514	4,006	13,736	48,013
Book-to-market Ratio	0.780	0.550	0.210	0.384	0.669	1.058	1.46
Assets (in Million Baht)	50,003	263,102	933	1,816	4,387	13,330	53,921
Sales (in Million Baht)	18,236	112,443	297	925	2,530	7,683	20,456
Return on Assets	0.056	0.158	-0.031	0.012	0.050	0.094	0.146
Sharpe Ratio	0.207	-	-	-	-	-	-
<b>High Score (7-9 Score)</b>							
Market Capitalization (in Million Baht)	32,795	101,151	903	1,782	4,778	18,008	66,497
Book-to-market Ratio	0.663	0.485	0.183	0.328	0.540	0.880	1.281
Assets (in Million Baht)	32,252	150,363	933	1,918	4,638	13,715	49,252
Sales (in Million Baht)	27,488	140,432	722	1,492	3,782	9,973	27,057
Return on Assets	0.097	0.113	0.014	0.037	0.076	0.125	0.185
Sharpe Ratio	0.216	-	-	-	-	-	-

จากตารางที่ 4 ที่มีการแบ่งกลุ่มตามคะแนน F-Score จะได้ทั้งหมด 10 กลุ่ม โดยตั้งแต่คะแนน 7-9 คะแนนเป็นตัวแทนของหุ้นที่มีฐานะทางการเงินมั่นคง มีผลตอบแทนเฉลี่ยทบต้นสูงกว่าตลาด แต่ความเสี่ยงก็มากกว่าเช่นกัน

ตารางที่ 4 F-Score ของหุ้นไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2555 ถึง พ.ศ.2560

F-Score	จำนวนหุ้น	ผลตอบแทนเฉลี่ยทบต้น (%)	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (%)
0	4	5.47	50.89
1	30	21.43	18.67
2	96	8.24	23.82
3	229	5.32	18.36
4	351	4.12	15.62
5	608	2.45	14.12
6	591	3.14	14.75
7	474	5.82	15.96
8	287	3.40	15.94
9	84	6.52	16.49
High (7-9)	845	5.34	16.07
SET TRI	-	4.11	12.43

งานวิจัยของ Piotroski (2000) ได้ศึกษาเกี่ยวกับข้อมูลทางการเงินของบริษัทจดทะเบียน พบว่าอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตามราคาตลาด (Book-to-market Ratio) สูง สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเพิ่มได้เมื่อเทียบกับตลาด จากตารางที่ 5 จะเห็นว่าพอร์ตการลงทุนที่ประกอบไปด้วยหุ้น Book-to-market Ratio สูง สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเพิ่มได้เช่นเดียวกัน

ตารางที่ 5 ผลตอบแทนและความเสี่ยงของพอร์ตโฟลิโอที่คัดเลือกหุ้นคะแนนสูงจากอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตามราคาตลาด (Book-to-market Ratio) สูงสุด

จำนวนหุ้น	ผลตอบแทนเฉลี่ยทบต้น (%)	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (%)	Sharpe Ratio
1	8.44	61.26	0.13
2	5.52	34.84	0.18
3	5.84	28.00	0.29
5	5.25	22.03	0.34
7	4.73	23.42	0.31
10	3.56	19.97	0.25
15	9.17	19.91	0.68
20	7.95	19.09	0.56
25	7.26	17.52	0.50
30	8.55	16.43	0.63
SET TRI	4.11	12.43	0.21

หลังจากการเลือกหุ้นที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตามราคาตลาด (Book-to-market Ratio) สูงแล้ว งานวิจัยของ Piotroski (2000) ยังได้นำข้อมูลเดิมมาทดสอบต่อโดยแบ่งตามขนาดของบริษัท (เล็ก กลาง และใหญ่) ซึ่งผลที่ได้คือบริษัทขนาดเล็กสร้างผลตอบแทนส่วนเพิ่มได้มากที่สุด

งานวิจัยนี้ได้ทดสอบต่างกันตรงที่ไม่ได้นำหุ้นที่มี Book-to-market Ratio สูง มาแบ่งตามขนาดบริษัท แต่จะนำหุ้นที่ได้ F-Score สูงมาจัดอันดับตามขนาดบริษัท ซึ่งได้ผลลัพธ์ตามตารางที่ 6 โดยรวมจะเห็นว่าบริษัทที่มี Market Capitalization สูง สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเพิ่มได้มากกว่าบริษัทที่มี Market Capitalization ต่ำและความเสี่ยงเริ่มคงที่มากขึ้นหลังจากกระจายการลงทุนตั้งแต่จำนวน 10 หุ้นขึ้นไป และทั้งสองตารางมีค่า Sharpe Ratio สูงเมื่อมีจำนวนหุ้นในพอร์ตโฟลิโอ 10 และ 15 หุ้น

ตารางที่ 6 ผลตอบแทนและความเสี่ยงของพอร์ตโฟลิโอที่คัดเลือกหุ้นคะแนนสูงจากมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูงสุด

จำนวนหุ้น	ผลตอบแทนเฉลี่ยทบต้น (%)	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (%)	Sharpe Ratio
1	13.24	23.44	0.65
2	-0.06	19.46	- 0.11
3	5.65	17.89	0.21
5	6.50	16.02	0.32
7	10.09	15.31	0.66
10	8.02	14.94	0.51
15	7.48	14.93	0.44
20	6.06	14.94	0.35
25	5.30	14.80	0.28
30	4.52	14.97	0.20
SET TRI	4.11	12.43	0.21

### 5. บทสรุปและข้อเสนอแนะ

จากการวิเคราะห์ผลการศึกษากลุ่มของหุ้นคะแนนสูง (High Score) พบว่าค่าเฉลี่ยของ Market Capitalization ของกลุ่มหุ้นคะแนนสูงมีค่ามากกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มหุ้นทั้งหมด (All Score) และมีค่าเฉลี่ย Book-to-market Ratio ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มของหุ้นทั้งหมดด้วย ซึ่งสอดคล้องกับลักษณะของหุ้นที่มี Market Capitalization สูง คือมักมีฐานะทางการเงินที่ดี มีความสามารถในการแข่งขัน และเป็นที่ยอมรับลงทุน ทำให้การหาหุ้นที่ราคาต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐานเป็นไปได้ยาก

จากการวิเคราะห์แบบโดยรวมพบว่ากลุ่มของหุ้นคะแนนสูง (7-9 คะแนน) สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเพิ่มได้เมื่อเทียบกับดัชนี SET TRI โดยเฉลี่ยเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.23 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยเพิ่มขึ้นร้อยละ 3.64 ซึ่งข้อแตกต่างในการหา F-Score ของงานวิจัยนี้คืองานวิจัยชิ้นนี้ใช้หุ้นทุกตัวมาคำนวณแล้วแบ่งแยกตามคะแนน ซึ่งค้นพบว่าสามารถใช้หุ้นที่ Book-to-market Ratio สูงเท่านั้นในการหา F-Score

จากการวิเคราะห์กลุ่มตัวอย่างซึ่งแบ่งเป็น 2 พอร์ตโฟลิโอจากกลุ่มหุ้นคะแนนสูงพบว่าพอร์ตโฟลิโอที่ประกอบด้วยหุ้นที่มี Book-to-market Ratio สูง สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเพิ่มได้เมื่อเทียบกับ SET TRI และความเสี่ยงก็เพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน ส่วนพอร์ตโฟลิโอที่ประกอบด้วยหุ้นที่มี Market Capitalization สูง สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเพิ่มได้เมื่อเทียบกับ SET TRI แต่ความเสี่ยงเพิ่มขึ้น ไม่มากเท่าพอร์ตโฟลิโอแรกและความเสี่ยงเริ่มลดลงเมื่อมีการกระจายการลงทุนตั้งแต่จำนวน 10 หุ้นขึ้นไป และพอร์ตโฟลิโอทั้งสองแบบมีค่า Sharpe Ratio สูงเมื่อมีจำนวนหุ้นในพอร์ตโฟลิโอ 10 และ 15 หุ้น



วัตถุประสงค์ของงานวิจัยนี้ คือต้องการให้นักลงทุนมีเครื่องมือที่สามารถช่วยจัดทำพอร์ตโฟลิโอเป็นของตนเองได้และได้รับผลตอบแทนที่ดี ซึ่งการศึกษาทำให้เห็นแล้วว่าการใช้เกณฑ์การให้คะแนนจากข้อมูลทางการเงินของ Piotroski (2000) สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติ และนักลงทุนทั่วไปยังสามารถนำมาใช้จัดพอร์ตโฟลิโอโดยคัดเลือกหุ้นด้วยตัวเองได้

#### เอกสารอ้างอิง

- ประเสริฐ อินทนากรวิวัฒน์. (2558). การแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ **Winners และ Losers** กับการสร้างผลตอบแทนสูงกว่า **ผลตอบแทนตลาด**. (การค้นคว้าอิสระ). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- พรเทพ ดันดิพานิชย์กุล. (2558). **Historical accounting information and future stock returns: Thai evidence**. วารสารวิชาชีพบัญชี, 30, 51-65.
- วันชัย เอมละออ. (2552). **ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร: กรณีศึกษาบริษัท ABC จำกัด**. กรุงเทพฯ : มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- สุนิสา ชูชื่น. (2556). **ความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, 33(1), 68-80.
- Piotroski, J. D. (2000). **Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers**. Journal of Accounting Research, 38(3), 1-41.