

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทน ที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย (SET100)

The Relationship of Financial Ratios and Expected Return of the Companies
Registered in Stock Exchange of Thailand (SET100)

แก้วมณี อุทิมย์¹ / กนกศักดิ์ สุขวัฒนาสินธุ์²
Kaewmanee Utiram / Kanoksak Sukkawattanasinit

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินทั้ง 20 อัตราส่วน กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวิธีวิจัยโดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินปี 2553 ถึงปี 2555 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson correlation analysis) และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression analysis) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ผลการวิจัยพบว่า

ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม อัตราส่วนทางการเงินทั้ง 20 อัตราส่วนไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวัง ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีเพียงอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวัง ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรมีเพียงอัตราส่วนวัดความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวัง ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ มีระยะเวลาในการขายสินค้า อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ อัตรากำไรสุทธิ อัตรากำไรต่อหุ้น และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวัง ในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี อัตราส่วนทางการเงินทุกอัตราส่วนต่างมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวัง ยกเว้นอัตรา

¹ นักศึกษาปริญญาโท หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต (บช.ม.) สาขาวิชาการบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม

² อาจารย์คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม

การหมุนเวียนของสินทรัพย์ และอัตรากำไรจากการดำเนินงานที่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวัง และในกลุ่มรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม มีเพียงอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวัง

คำสำคัญ : อัตราส่วนทางการเงิน ผลตอบแทนที่คาดหวัง

Abstract

This research aimed to study the relationship of 20 financial ratios and expected return of the companies registered in Stock Exchange of Thailand. The data were collecting from financial statement of the year 2010-2012 of companies registered in the Stock Exchange of Thailand (SET100). The statistics used for data analysis were descriptive statistics, Pearson correlation analysis, and multiple regression analysis at significant level 0.05. The findings were as follows:

In the groups of agricultural industries and food industries, financial industries, industrial product industries, there was no relationship of 20 financial ratios and expected return. In the groups of property industries and construction industries, there was only dividend yield that had relationship with expected return. Considering to the groups of resource industries, there was just

interest coverage ratio which was related with the expected return. In term of service industry groups, the holding period, asset turnover, net profit margin, earning per share, and all 20 financial ratios were related to the expected return. In the group of technology industries, all financial ratios, excepted asset return and operating profit margin, had the relationship with the expected return. When considering all industries, Only market – to – book ratio and dividend yield that had the relationship with the expected return.

Keyword : Financial ratios, expected return

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถือเป็นสถาบันการเงินที่มีความสำคัญในตลาดทุนและตลาดการเงินไทย โดยทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางและทางเลือกหลักในการซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ของผู้ระดมทุนและนักลงทุน และเป็นกลไกหรือตัวกลางในการระดมเงินออมหรือเงินทุนส่วนเกิน (Pooling of resources) จากภาคครัวเรือนและจัดสรรเงินทุนสู่ภาคการผลิตที่ต้องการเงินทุนทั้งในภาครัฐและภาคเอกชน ทำให้การออมและการลงทุนเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ ผู้มีเงินออมมีแรงจูงใจในการออมตลอดจนมีทางเลือกในการออมและลงทุนเพิ่มขึ้น ผู้ลงทุนสามารถเปลี่ยนหลักทรัพย์เป็นเงินสดได้ภายในเวลาที่ต้องการ และราคาที่เหมาะสมตามการทำงานของกลไกราคา อีกทั้งยังเสริมสร้างสภาพคล่องให้แก่หลักทรัพย์ ซึ่งเป็นสิ่งจูงใจสำคัญที่ทำให้ผู้มีเงินออมสนใจจะเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์มาก

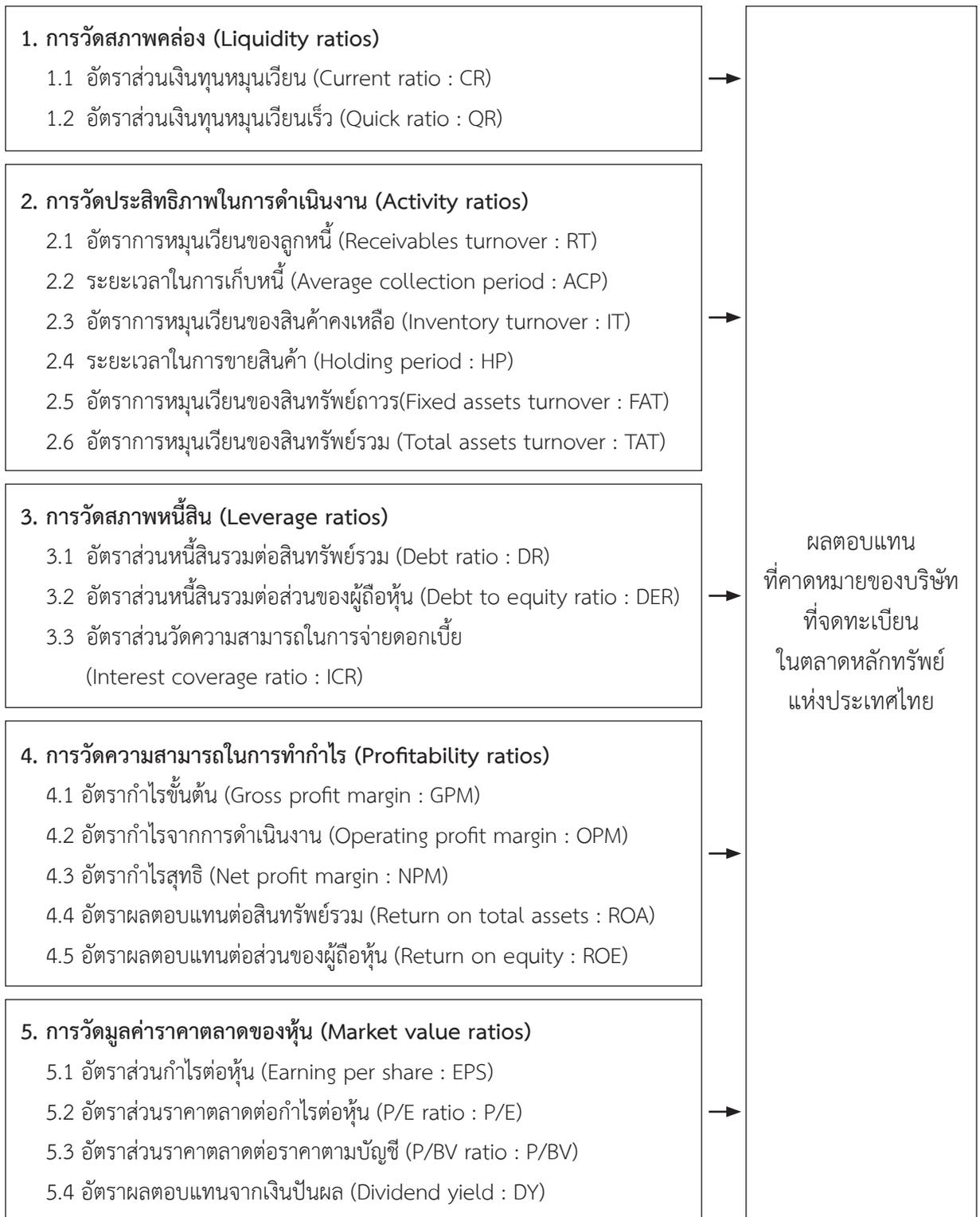
ขึ้น โดยผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ฯ จะมีโอกาสได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน อาทิเช่น กำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ เงินปันผล หรือดอกเบี้ย เป็นต้น (ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์, 2554 : 45 - 46) ซึ่งในภาวะการณปัจจุบันจะเห็นได้ว่านักลงทุนที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เริ่มมีความหลากหลาย เพราะไม่เพียงแต่เป็นนักลงทุนสถาบัน หรือผู้มีความรู้และประสบการณ์ด้านการเงินเท่านั้น นักลงทุนทั่วไปก็เริ่มให้ความสนใจกับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มมากขึ้นด้วย เนื่องจากอัตราผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มีจำนวนสูงกว่าการออมเงินผ่านสถาบันการเงินนั่นเอง (ธราทิพย์ สิริจินดา, 2553)

การวิเคราะห์งบการเงิน ถือเป็นส่วนประกอบที่สำคัญในการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental analysis) ซึ่งอาศัยงบการเงินทั้งในปัจจุบันและที่ผ่านมาของบริษัทเพื่อประเมินถึงฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทว่ายังมีสถานะที่มั่นคงดีหรือไม่ เฉลิมขวัญ ครุฑบุญยงค์ (2551) กล่าวว่า การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินเป็นเสมือนเครื่องมือในการวางแผน การจัดการ และการควบคุมทางการเงินด้านการบัญชีและการเงินได้เป็นอย่างดี ดังนั้นการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินจึงถือเป็นเครื่องมือหนึ่งซึ่งช่วยในการตัดสินใจสำหรับการพิจารณาลงทุนของนักลงทุนในการเปรียบเทียบรายการต่าง ๆ ในงบการเงิน ซึ่งจะทำให้ผู้ประกอบการและนักลงทุนได้ทราบว่ารูกระกิจมีฐานะทางการเงิน นโยบาย และผลการดำเนินงานทั้งในอดีตและปัจจุบันประสบความสำเร็จมากน้อยเพียงใด ในการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์ จะพิจารณาจากการคำนวณหาอัตราส่วนทางการเงิน

(Ratio analysis) ใน 5 ประเภท ซึ่งมีลักษณะของการวิเคราะห์แตกต่างกันตามวัตถุประสงค์ของผู้ใช้ ได้แก่ อัตราส่วนแสดงถึงการวัดสภาพคล่อง (Liquidity ratios) อัตราส่วนแสดงถึงประสิทธิภาพในการจัดการสินทรัพย์ (Asset management ratios) อัตราส่วนแสดงถึงการวัดความสามารถในการจัดการหนี้สิน (Debt management ratios or Leverage ratios) อัตราส่วนแสดงถึงการวัดความสามารถในการทำกำไร (Profitability ratios) และอัตราส่วนแสดงมูลค่าทางการตลาด (Market value ratios)

การศึกษาครั้งนี้ได้นำอัตราส่วนทางการเงินทั้ง 5 ประเภท มาใช้เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเลือกศึกษาบริษัทในกลุ่ม SET100 ซึ่งเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่มีสภาพคล่องสูง และมีการซื้อขายอย่างสม่ำเสมอ โดยข้อมูลผลการศึกษาที่สามารถนำไปใช้เพื่อประโยชน์ของผู้บริหารกิจการในอุตสาหกรรมและนักลงทุนในการคาดการณ์ผลการดำเนินงานและนำมาใช้ในการวิเคราะห์พิจารณาทางเลือกหลักทรัพย์ที่มั่นคงและนำลงทุนจากการนำอัตราส่วนทางการเงินที่สัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนมาเป็นแนวทางในการพิจารณาประกอบการตัดสินใจเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่คุ้มค่ามากที่สุด

กรอบแนวคิดในการวิจัย



วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงิน กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อเป็นข้อมูลให้ผู้ที่ต้องการลงทุนได้ใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจเลือกลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่อไป

ขอบเขตของการวิจัย

1. ใช้ข้อมูลทางการเงินจากงบการเงินประจำปี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่ม SET100
2. ศึกษาบริษัทที่มีรอบระยะเวลาเป็นรายปี เพื่อความสม่ำเสมอและใช้ในการเปรียบเทียบกันได้
3. ข้อมูลที่นำมาศึกษา รวบรวมจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนที่ทำการจัดส่งงบการเงินให้แก่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ตามแบบ 56-1 โดยใช้ข้อมูล 3 ปี คือ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 – 2555

สมมติฐานการวิจัย

ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงิน กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี โดยกำหนดสมมติฐานการวิจัยดังนี้

1. การวัดสภาพคล่อง

สมมติฐานที่ 1 อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน

มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 2 อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. การวัดประสิทธิภาพในการดำเนินงาน

สมมติฐานที่ 3 อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 4 ระยะเวลาในการเก็บหนี้ มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 5 อัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 6 ระยะเวลาในการขายสินค้า มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 7 อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 8 อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. การวัดสภาพหนี้สิน

สมมติฐานที่ 9 อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 10 อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 11 อัตราส่วนวัดความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4. การวัดความสามารถในการทำกำไร

สมมติฐานที่ 12 อัตรากำไรขั้นต้น มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 13 อัตรากำไรจากการดำเนินงาน มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 14 อัตรากำไรสุทธิ มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 15 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 16 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5. การวัดมูลค่าราคาตลาดของหุ้น

สมมติฐานที่ 17 อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 18 อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 19 อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 20 อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่เลือกใช้ในการวิจัยครั้งนี้คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 (รายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้ในการคำนวณดัชนี, ออนไลน์, 2555) ในรายปีช่วงปี พ.ศ. 2553 – 2555 จำนวนทั้งสิ้น 100 บริษัท

การรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ซึ่งแบ่งเป็น

1. ข้อมูลทางการเงิน เป็นการเงินงบการเงินประจำปีที่มีอยู่แล้ว โดยจะใช้ข้อมูลงบการเงินรวม (สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย, 2544, หน้า 778) ที่บริษัทจดทะเบียนนำส่งตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทย และเก็บรวบรวมไว้ในฐานข้อมูลของ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยข้อมูลที่น่า มาใช้ในการวิจัยเป็นข้อมูลของกลุ่มอุตสาหกรรม เทคโนโลยี ได้แก่ ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ รายงาน การการเงินประจำปี และแบบรายงานการเปิดเผย ข้อมูลเพิ่มเติม (56-1) ตั้งแต่ปี 2553 - 2555 ซึ่ง ประกอบด้วยงบแสดงฐานะการเงิน งบกำไรขาดทุน และงบกระแสเงินสด ซึ่งทางตลาดหลักทรัพย์ กำหนดไว้ล่าสุด (งบการเงิน, ออนไลน์, 2555)

2. ข้อมูลทั่วไป เป็นการเก็บรวบรวมข้อมูล ทั่วไป

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

ผู้วิจัยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปสำหรับการ วิจัยในการประมวลผลข้อมูล โดยสถิติที่ใช้ในการ วิเคราะห์ข้อมูลประกอบด้วย

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลขั้นต้น โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อทราบลักษณะโดยทั่วไปของตัวแปรที่ เก็บรวบรวมได้ สำหรับสถิติพรรณนาจะนำเสนอ ข้อมูลที่ศึกษาด้วยค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าความเบี่ยงเบน มาตรฐาน (Standard deviation)

2. สถิติเชิงอนุมาน (Inferential statistics) สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติอนุมานในการ วิจัย จะใช้วิธีการวิเคราะห์ ดังนี้

2.1 การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์ สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson correlation analysis) เป็นการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและ ตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ คือ อัตราส่วนทางการเงิน ทั้ง 20 อัตราส่วน ของกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กับตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนที่คาดหวังว่าเป็น

ไปในทิศทางใดและความสัมพันธ์นั้นมีมากน้อยเพียงใด

2.2 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression analysis) เป็นการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ คือ อัตราทางการเงินทั้ง 20 อัตราส่วน กับตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ระหว่างปี พ.ศ. 2553 - 2555 รวม 3 ปี ที่ความสัมพันธ์อยู่ในรูปเชิงเส้น โดยแสดงความสัมพันธ์ในรูปสมการถดถอยเชิงเส้น (ไพโรจน์ เย็นศรีณี, 2551 : 42- 43)

ตารางที่ 1 ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร รวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

	HPR	CR	QR	RT	ACP	IT	HP	FAT	TAT	DR	DER	ICR	GPM	OPM	NPM	ROA	ROE	EPS	P.E	P.BV	DY	
HPR	1																					
CR	-0.55	1																				
QR	.012	.307**	1																			
RT	-0.12	.119	-0.71	1																		
ACP	.066	-0.60	.010	-0.204**	1																	
IT	-0.13	.127*	.098	-0.28	-0.22	1																
HP	-0.05	.204**	.023	.346**	-.279**	-0.55	1															
FAT	-0.47	.090	-0.70	.318**	-.160*	.027	.258**	1														
TAT	.035	-0.79	-0.79	.030	-.143*	.037	-.301**	.069	1													
DR	-0.23	-0.09	.009	-0.18	-0.09	-0.93	.049	-0.30	-0.61	1												
DER	.017	-.186**	-.106	-0.64	.081	-0.74	.495**	.063	-.109	.010	1											
ICR	-0.22	-0.26	.002	.046	-0.83	.066	-0.50	.039	.248**	-0.08	-0.21	1										
GPM	.061	.095	.132*	.068	-0.05	.176**	.208**	.042	-.460**	.249**	-.112	-0.03	1									
OPM	.039	.291**	.220**	.047	-0.10	.168**	.059	.037	-.434**	-0.09	-0.275**	-0.55	.660**	1								
NPM	.058	.308**	.206**	.062	-0.19	.151*	-0.52	.074	-.287**	-0.31	-.426**	-0.33	.529**	.920**	1							
ROA	.037	.013	.003	.012	-0.43	.097	.022	.001	-0.01	-0.16	-0.19	.021	.082	.152*	.160*	1						
ROE	.201**	.082	.053	.079	-0.44	.163*	-.125	.142*	.254**	-0.46	-.319**	.120	.273**	.458**	.599**	.221**	1					
EPS	-0.27	.031	.022	-0.45	-0.34	-0.21	-.123	-0.67	.059	-0.04	-0.67	-0.28	.011	.161**	.142*	.027	.208**	1				
P.E	.054	-0.77	-0.21	-0.39	.098	-0.03	-0.54	-0.44	-0.67	.005	.154*	.014	-0.57	-0.63	-0.119	.069	-.115	-0.78	1			
P.BV	.134*	-0.18	.024	.017	-0.82	.183**	-0.54	.003	.149*	-0.21	.023	.176**	.121	.141*	.141*	.088	.324**	.037	-0.61	1		
DY	-.179**	.152*	.003	.040	.026	.004	.026	.074	.023	-0.37	-.124	-0.55	-0.52	.118	.172**	-.007	.069	.002	-0.101	-0.116	1	

* (**)(***) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, 0.01 และ 0.001

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของอัตราส่วนทางการเงิน กับผลตอบแทนที่คาดหวัง
ในกลุ่มรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

สมมติฐาน	Variable	Standardized Coefficients Beta	t-value	Sig.	ยอมรับ/ปฏิเสธสมมติฐาน
1	CR	-.062	-.706	.481	ปฏิเสธ
2	QR	.008	.105	.916	ปฏิเสธ
3	RT	.018	.220	.826	ปฏิเสธ
4	ACP	.068	.880	.380	ปฏิเสธ
5	IT	-.113	-1.448	.149	ปฏิเสธ
6	HP	.033	.350	.727	ปฏิเสธ
7	FAT	-.062	-.787	.432	ปฏิเสธ
8	TAT	-.070	-.610	.543	ปฏิเสธ
9	DR	-.057	-.758	.449	ปฏิเสธ
10	DER	-.078	-.878	.381	ปฏิเสธ
11	ICR	-.105	-1.368	.173	ปฏิเสธ
12	GPM	-.047	-.432	.666	ปฏิเสธ
13	OPM	.024	.098	.922	ปฏิเสธ
14	NPM	-.010	-.039	.969	ปฏิเสธ
15	ROA	.000	.005	.996	ปฏิเสธ
16	ROE	.081	.668	.505	ปฏิเสธ
17	EPS	-.064	-.826	.410	ปฏิเสธ
18	P/E	.073	.947	.345	ปฏิเสธ
19	P/BV	.254	2.343	.020*	ยอมรับ
20	DY	-.156	-2.072	.040*	ยอมรับ

หมายเหตุ : $n = 6,174$, $R^2 = 0.129$, $F = 1.308$, $Sig = 0.000$

*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05, **มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, ***มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

ผลการทดสอบ พบว่า ในกลุ่ม SET100 ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (R^2) มีค่าเท่ากับ 0.129 แสดงว่า อัตราส่วนทางการเงินทั้ง 20 อัตราส่วนในกลุ่มรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรมนี้ สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนที่คาดหวังได้ร้อยละ 12.90 ส่วนการทดสอบสมมติฐานสามารถสรุปได้ ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 และ 2 ทดสอบความสัมพันธ์โดยรวมระหว่างอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนและอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนและอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็วไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 3, 4, 5, 6, 7 และ 8 ทดสอบความสัมพันธ์โดยรวมระหว่างอัตรากำไรสุทธิของลูกหนี้ ระยะเวลาในการเก็บหนี้ อัตรากำไรสุทธิของสินค้ำคงเหลือ ระยะเวลาในการขายสินค้ำ อัตรากำไรสุทธิของสินทรัพย์ถาวร และอัตรากำไรสุทธิของสินทรัพย์รวม กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า อัตรากำไรสุทธิของลูกหนี้ ระยะเวลาในการเก็บหนี้ อัตรากำไรสุทธิของสินค้ำคงเหลือ ระยะเวลาในการขายสินค้ำ อัตรากำไรสุทธิของสินทรัพย์ถาวร และอัตรากำไรสุทธิของสินทรัพย์รวม ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 9, 10 และ 11 ทดสอบความสัมพันธ์โดยรวมระหว่างอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนวัดความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนวัดความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยไม่มีความสัมพันธ์กับ

ผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 12, 13, 14, 15 และ 16 ทดสอบความสัมพันธ์โดยรวมระหว่างอัตรากำไรขั้นต้น อัตรากำไรจากการดำเนินงาน อัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นกับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าอัตรากำไรขั้นต้น อัตรากำไรจากการดำเนินงาน อัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 17, 18, 19 และ 20 ทดสอบความสัมพันธ์โดยรวมระหว่างอัตรากำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และพบว่าอัตรากำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การอภิปรายผล
จากผลการวิจัยสามารถอภิปรายผล ดังนี้
1. จากการทดสอบสมมติฐานที่ 1 และ 2 พบว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนและอัตราส่วน

เงินทุนหมุนเวียนเร็วไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ ธาราทิพย์ สิริจินดา (2553) ที่พบว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ทั้งนี้อาจเป็นเพราะอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเป็นเพียงอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นถึงสภาพคล่องของกิจการในระยะสั้น ในการพิจารณาถึงความสามารถในการแปลงสภาพสินทรัพย์หมุนเวียนให้กลายเป็นเงินสดได้อย่างเพียงพอและทันต่อการชำระหนี้ระยะสั้นของกิจการ ซึ่งไม่ได้สะท้อนถึงกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทหรือสิ่งที่นักลงทุนคาดหวังอย่างเห็นได้ชัด ซึ่งเมื่อนำมาวิเคราะห์ในภาพรวมทั้งตลาดนักลงทุนก็อาจไม่ให้ความสำคัญกับอัตราส่วนนี้ในการนำมาพิจารณาผลตอบแทนจากการลงทุน หรือไม่ได้นำมาเป็นปัจจัยหลักในการพิจารณาตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์ที่นำลงทุน

2. จากการทดสอบสมมติฐานที่ 3, 4, 5, 6, 7 และ 8 พบว่า อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ ระยะเวลาในการเก็บหนี้ อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร และอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับความสอดคล้องกับผลการวิจัยของ ธาราทิพย์ สิริจินดา (2553) ที่พบว่า อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ และแตกต่างไปจากผลงานวิจัยของ Dwi,mulyono and

Rahfiani (2009) ที่พบว่า อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้จากผลการวิจัยที่แตกต่างนี้อาจเนื่องมาจากความแตกต่างของปัจจัยด้านประชากรที่ใช้ในการวิจัย, ลักษณะการประกอบธุรกิจของแต่ละประเทศ, อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ, อัตราดอกเบี้ย, ขนาดของธุรกิจหรือปัจจัยอื่นๆ ที่อาจส่งผลทำให้ค่าและผลการวิจัยที่ได้มีความบิดเบือนหรือแตกต่างกัน และในส่วนของอัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ ระยะเวลาในการเก็บหนี้ ระยะเวลาในการขายสินค้า และอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร ไม่พบว่ามีผลงานวิจัยของผู้วิจัยก่อนหน้า

3. จากการทดสอบสมมติฐานที่ 9, 10 และ 11 พบว่าอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนวัดความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งแตกต่างไปจากผลงานวิจัยของ Dwi, mulyono and Rahfiani (2009) ที่พบว่าอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราผลตอบแทน ทั้งนี้ที่ผลการวิจัยมีความแตกต่างกัน อาจเนื่องมาจากความแตกต่างของปัจจัยด้านประชากรที่ใช้ในการวิจัย ลักษณะการประกอบธุรกิจและสภาพเศรษฐกิจของแต่ละประเทศ อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ อัตราดอกเบี้ย หรือปัจจัยอื่นๆ ที่อาจส่งผลทำให้ค่าของอัตราส่วนหรือผลการวิจัยที่ได้มีความบิดเบือนหรือแตกต่างกัน ในส่วนของอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนวัดความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย ไม่พบว่ามีผลงานวิจัยของผู้วิจัยก่อนหน้า

4. จากการทดสอบสมมติฐานที่ 12, 13, 14, 15 และ 16 พบว่า อัตรากำไรขั้นต้น อัตรากำไรจากการดำเนินงาน อัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งแตกต่างไปจากผลงานของ สุทธิพิชญ์ ดิสาวิสต์ (2553), ศจี ศรีสัตตบุตร (2548) และ Lipe (1986) ที่พบว่า กำไรขั้นต้น กำไรก่อนภาษี อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์หรือใช้อธิบายผลตอบแทนของหุ้นได้ ทั้งนี้ถึงแม้ว่าอัตราส่วนเหล่านี้เป็นอัตราส่วนที่วัดความสามารถในการทำกำไรโดยไม่สนใจที่มาของเงินทุนในการจัดหาสินทรัพย์ ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่สำคัญที่นักลงทุนนำไปใช้ประเมินประสิทธิภาพในการลงทุน และเป็นตัวสนับสนุนความสามารถในการดำเนินงานเพื่อสร้างผลกำไรให้แก่กิจการได้ แต่เนื่องจากอัตราส่วนเหล่านี้ในแต่ละอุตสาหกรรมมีสัดส่วนที่แตกต่างกันไปตามลักษณะการประกอบธุรกิจของแต่ละอุตสาหกรรม ทำให้เมื่อนำมาพิจารณาในภาพรวมทั้งตลาดแล้ว นักลงทุนอาจไม่ให้ความสำคัญกับอัตราส่วนเหล่านี้ในการนำมาพิจารณาผลตอบแทนจากการลงทุนหรือไม่ได้นำมาเป็นปัจจัยหลักในการพิจารณาตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์ที่นำลงทุน ในส่วนของอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนวัดความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย ไม่พบว่ามีผลงานวิจัยของผู้วิจัยก่อนหน้า

5. จากการทดสอบสมมติฐานที่ 17, 18, 19 และ 20 พบว่า พบว่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมี

ความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และพบว่า อัตรากำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีทั้งส่วนที่สอดคล้องและแตกต่างไปจากผลงานวิจัยของ ปิยะ พังงา (2552), ธาราทิพย์ สิริจินดา (2553), รพีพรรณ แสงสานนท์ (2548), Dwi,mulyono and Rahfiani (2009), Christie and Constantinos (2010), Jonathan Lewellen (2004) และ Jonathan Lewellen (2002) ที่พบว่าอัตราส่วนเหล่านี้มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้อาจเป็นเพราะอัตราส่วนเหล่านี้ถือเป็นอัตราส่วนทางการเงินที่แสดงถึงอัตราการเติบโตของบริษัท ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทในระยะยาว นอกจากนี้อัตราเหล่านี้ยังเป็นอัตราส่วนที่เกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ โดยส่งผลต่อกำไรที่ได้จากการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นกำไรที่นักลงทุนคาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ลงทุน แต่จากผลการวิจัยที่มีความแตกต่างกัน ทั้งนี้สาเหตุอาจเป็นเพราะความแตกต่างของปัจจัยด้านประชากรที่ใช้ในการวิจัย ลักษณะการประกอบธุรกิจและสภาพเศรษฐกิจของแต่ละประเทศ อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ อัตราดอกเบี้ย หรือปัจจัยอื่นๆ ที่อาจส่งผลทำให้ค่าของอัตราส่วนหรือผลการวิจัยที่ได้มีความบิดเบือนหรือแตกต่างกัน และอาจเนื่องจากในแต่ละอุตสาหกรรมมีอัตราส่วนที่มีค่าแตกต่างกันไปตามลักษณะการประกอบธุรกิจของแต่ละอุตสาหกรรม ทำให้เมื่อ

พิจารณาแยกตามกลุ่มหรือรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรมจึงได้ค่าที่มีความแตกต่างกัน ซึ่งนั่นย่อมมีส่วนทำให้ผลการวิเคราะห์ที่ได้มีความแตกต่างกันในแต่ละอุตสาหกรรม

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนจากการลงทุนที่คาดหวังของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการวิเคราะห์ในภาพรวมของบริษัทในกลุ่ม SET100 ดังนั้นการวิจัยในอนาคตอาจวิเคราะห์แยกกลุ่มอุตสาหกรรมหรือรายบริษัท เพื่อให้ผลการวิจัยที่ดียิ่งขึ้น

เอกสารอ้างอิง

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2554). **ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์** (พิมพ์ครั้งที่ 12). กรุงเทพฯ : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2555). **งบการเงิน**. ค้นเมื่อ 15 มีนาคม 2556 จาก : http://capital.sec.or.th/webapp/corp_fin/cgi-bin/sectorfind56.php?from_page=find56&lang=T&cmb_sect_id=25.
- ธราทิพย์ สิริจินดา. (2553). **ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาการบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- นพรัตน์ ดิวะวงศ์. (2545). **ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. วิทยานิพนธ์ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ปิยะ พังงา. (2552). **ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงิน กับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. วิทยานิพนธ์ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต คณะวิทยาการจัดการ สาขาวิชาบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยราชภัฏพระนคร.

- เพชร ชุมทรัพย์. (2548). **วิเคราะห์งบการเงิน**. กรุงเทพฯ : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ไพโรจน์ เย็นเศรษฐี. (2551). **ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับความเสี่ยงในการพิจารณาให้สินเชื่อทางการค้า : กรณีศึกษา กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. การค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์.
- รพีพรรณ แสงसानนท์. (2548). **การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาตลาดของหลักทรัพย์ กรณีอุตสาหกรรมพลังงานที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี 2544 - 2548**. การศึกษาค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- ศจี ศรีสัตตบุตร. (2548). **ความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชามหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- สุทธิเพ็ญ ดีสวัสดิ์. (2553). **ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากกำไรสุทธิอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในการอธิบายราคาหลักทรัพย์**. การค้นคว้าอิสระบัญชามหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยศรีปทุม.
- Christie,F.,&Constantinos,C. (2010). Key accounting value drivers that affect stock return : evidence from Greece, *Managerial Finance*, 36(11), 921-930.
- Dwi,M.M.,&Rahfiani.K. (2009). The effect of financial ratios.firm size, and cash flow from operating activities in the interim report to the stock return,*Chinese business review*. 8(6), 44-55.
- Lewellen, J., 2004. Predicting returns with financial ratios. *Journal of Financial Economics* 74, 209-235.
- Lewellen, J., 2002. Momentum and autocorrelation in stock returns. *Review of Financial Studies* 15 (2), 533-563.
- Lipe,R.C.(1986). The information contained in the Components of earning. *Journal of Accounting Research*, 24(3), 37-64.