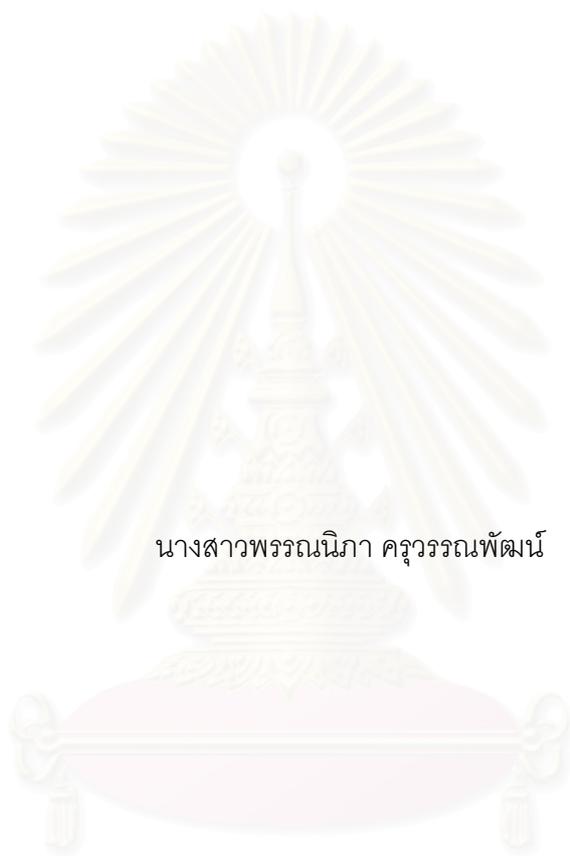


ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างกับกำไรและ ผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต



นางสาวพรรณนิภา ครูวรรณพัฒน์

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชี ภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2548

ISBN 974-14-3771-4

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

RELATIONSHIP BETWEEN ACCRUALS AND FUTURE EARNINGS  
AND STOCK RETURNS



Miss Punnipa Karuwannapat

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย  
A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Accountancy Program in Accounting

Department of Accountancy

Faculty of Accounting

Chulalongkorn University

Academic Year 2005

ISBN 974-14-3771-4



พรรณนิภา คุรุวรรณพัฒน์ : ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างกับกำไรและ  
ผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต (RELATIONSHIP BETWEEN ACCRUALS AND  
FUTURE EARNINGS AND STOCK RETURNS) อ.ที่ปรึกษา : อ. ดร. เอมอร ใจเก่งกิจ,  
47 หน้า. ISBN 974-14-3771-4

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการ  
คงค้างกับกำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต โดยศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนใน  
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 128 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2542 – พ.ศ. 2547

การศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างกับกำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต  
โดยใช้วิธีการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่ารายการคงค้างมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับกำไร  
ในอนาคต ในขณะที่รายการคงค้างไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต ซึ่งผลจาก  
การศึกษาดังกล่าวชี้ให้เห็นว่านักลงทุนให้ความสนใจในกำไรของกิจการซึ่งเป็นข้อมูลพื้นฐาน  
เบื้องต้น และอาจจะไม่ได้สนใจข้อมูลส่วนอื่นๆ ของงบการเงิน

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาควิชาการบัญชี  
สาขาวิชาการบัญชี  
ปีการศึกษา 2548

ลายมือชื่อนิสิต.....พรรณนิภา คุรุวรรณพัฒน์  
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....

# #4582300326 : MAJOR ACCOUNTING

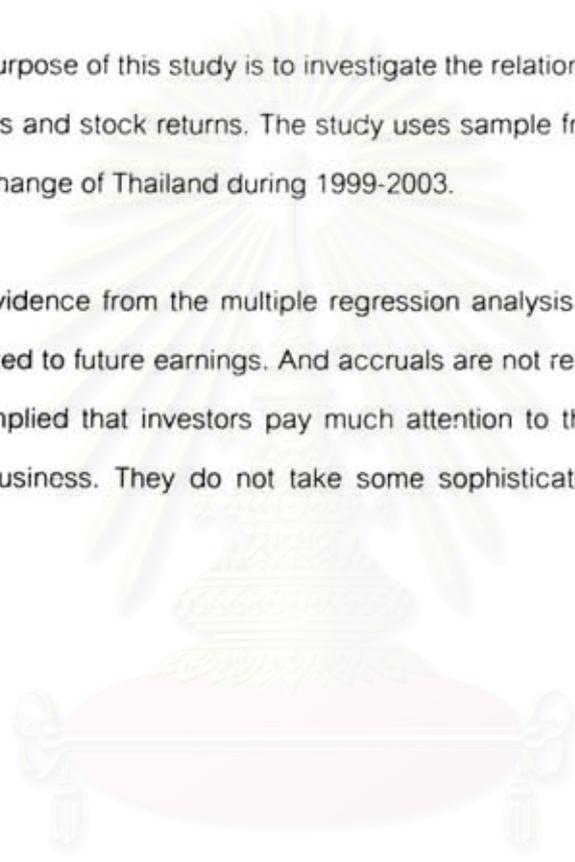
KEY WORDS : ACCRUALS / FUTURE EARNINGS / STOCK RETURNS

PUNNIPA KARUWANNAPAT : RELATIONSHIP BETWEEN ACCRUALS AND FUTURE EARNINGS AND STOCK RETURNS

THESIS ADVISOR : AIM-ORN JAIKENGKIT, Ph.D., 47 pp. ISBN 974-14-3771-4

The purpose of this study is to investigate the relationship between accruals and future earnings and stock returns. The study uses sample from 128 listed companies in the Stock Exchange of Thailand during 1999-2003.

The evidence from the multiple regression analysis indicates that accruals are positively related to future earnings. And accruals are not related to future stock returns. This result implied that investors pay much attention to the fundamental information, earnings of business. They do not take some sophisticated financial variables in to account.



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Department of Accounting  
Field of study Accounting  
Academic year 2005

Student's signature... *พรนพิศ อรุณรัตน์*  
Advisor's signature... *[Signature]*

## กิตติกรรมประกาศ

ความสำเร็จของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้เขียนใคร่ขอขอบพระคุณ อาจารย์ ดร.เอมอร ใจเก่งกิจ ที่ท่านได้สละเวลาในการให้คำแนะนำ และข้อคิดเห็นต่างๆ ของการศึกษา ตลอดจนได้กรุณาแก้ไขปรับปรุงวิทยานิพนธ์ให้ถูกต้องและสมบูรณ์ยิ่งขึ้น รวมทั้งอาจารย์ ดร.วรศักดิ์ ทูมมานนท์ ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ที่ได้กรุณาให้ข้อคิดเห็นและคำแนะนำ ที่เป็นประโยชน์ต่อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ผู้เขียนขอขอบพระคุณ คุณพวงณี เลิศเชวงกุล คุณชนิกา ธิติสินธิ์ คุณบุศยากร เดชรุ่งเรือง คุณศักดิ์สิทธิ์ ปฐมรัตน์ และเพื่อนๆ ทุกคน ตลอดจนเจ้าหน้าที่หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี ที่ได้ให้ความช่วยเหลืออันเป็นประโยชน์ต่อการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ท้ายสุดนี้ ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ คุณพ่อ คุณแม่ พี่ชาย ที่ได้ให้การสนับสนุน ความรัก ความห่วงใย และกำลังใจแก่เขียนเสมอมา คุณประโยชน์ของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้เขียนขอมอบแต่ คุณพ่อ คุณแม่ ผู้มีพระคุณ และอาจารย์ทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชา ความรู้แก่ผู้เขียน หากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใด ผู้เขียนขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญ

หน้า

บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ญ

### บทที่

1	บทนำ.....	1
	1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
	1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	4
	1.3 ขอบเขตของการวิจัย.....	4
	1.4 กรอบแนวคิดของการศึกษา.....	4
	1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	5
	1.6 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย.....	5
2	เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	6
	2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง.....	6
	2.1.1 อัตราส่วนทางการเงิน.....	6
	2.1.1.1 คำจำกัดความของอัตราส่วนทางการเงิน.....	7
	2.1.1.2 ประเภทของอัตราส่วนทางการเงิน.....	8
	2.1.2 รายการคงค้างและการวัดค่ารายการคงค้าง.....	12
	2.1.2.1 รายการคงค้าง.....	12
	2.1.2.2 การวัดค่ารายการคงค้าง.....	13
	2.1.2.3 การวัดกำไร.....	14
	2.1.3 การวัดผลตอบแทน.....	15
	2.1.3.1 หลักเกณฑ์การคำนวณอัตราผลตอบแทน.....	15
	2.1.3.2 การคำนวณผลตอบแทนของตราสารทางการเงิน.....	16
	2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	20
	2.3 สมมติฐานการวิจัย.....	22

บทที่	หน้า
3	วิธีดำเนินวิจัย..... 23
3.1	ประชากรและตัวอย่างในการวิจัย..... 23
3.1.1	ประชากร..... 23
3.1.2	กลุ่มตัวอย่าง..... 23
3.1.3	ขนาดตัวอย่าง..... 23
3.1.4	การสุ่มตัวอย่าง..... 23
3.1.5	ขอบเขตของกลุ่มเป้าหมาย..... 24
3.1.6	ขอบเขตของระยะเวลาของข้อมูลที่ศึกษา..... 24
3.1.7	ขอบเขตพื้นที่ทางภูมิศาสตร์..... 24
3.2	เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย..... 24
3.3	การวิเคราะห์ข้อมูล..... 25
3.4	การสรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูล..... 25
4	ผลการวิเคราะห์ข้อมูล..... 27
4.1	จำนวนตัวอย่าง..... 27
4.2	การวิเคราะห์ข้อมูลช่วงเวลาที่ 1..... 28
4.2.1	การวิเคราะห์กำไร..... 28
4.2.1.1	ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย..... 28
4.2.1.2	การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุ..... 29
4.2.2	การวิเคราะห์ผลตอบแทน..... 30
4.2.2.1	ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย..... 30
4.2.2.2	การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุ..... 31
4.3	การวิเคราะห์ข้อมูลช่วงเวลาที่ 2..... 32
4.3.1	การวิเคราะห์กำไร..... 32
4.3.1.1	ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย..... 32
4.3.1.2	การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุ..... 33
4.3.2	การวิเคราะห์ผลตอบแทน..... 34
4.3.2.1	ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย..... 34
4.3.2.2	การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุ..... 35

4.4	การวิเคราะห์ข้อมูลช่วงเวลาที่ 3.....	36
4.4.1	การวิเคราะห์กำไร.....	36
4.4.1.1	ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย.....	36
4.4.1.2	การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุ.....	37
4.4.2	การวิเคราะห์ผลตอบแทน.....	38
4.4.2.1	ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย.....	38
4.4.2.2	การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุ.....	39
4.5	การวิเคราะห์ข้อมูลช่วงเวลาที่ 4.....	40
4.5.1	การวิเคราะห์กำไร.....	40
4.5.1.1	ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย.....	40
4.5.1.2	การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุ.....	41
4.5.2	การวิเคราะห์ผลตอบแทน.....	42
4.5.2.1	ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย.....	42
4.5.2.2	การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุ.....	43
5	สรุปและข้อเสนอแนะ.....	45
	รายการอ้างอิง.....	46
	ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	47

## สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
4.1	จำนวนตัวอย่างในการประมวลผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....27
4.2	สรุปข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัยสำหรับช่วงเวลาที่ 1 (ถ้าไร).....28
	4.2 (ก) ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน.....28
	4.2 (ข) ค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร.....29
4.3	แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของถ้าไร..... 29
4.4	สรุปข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัยสำหรับช่วงเวลาที่ 1 (ผลตอบแทน)..... 30
	4.4 (ก) ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน..... 30
	4.4 (ข) ค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร.....31
4.5	แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของผลตอบแทน..... 31
4.6	สรุปข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัยสำหรับช่วงเวลาที่ 2 (ถ้าไร).....32
	4.6 (ก) ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน..... 32
	4.6 (ข) ค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร..... 33
4.7	แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของถ้าไร..... 33
4.8	สรุปข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัยสำหรับช่วงเวลาที่ 2 (ผลตอบแทน).....34
	4.8 (ก) ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน..... 34
	4.8 (ข) ค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร..... 35
4.9	แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของผลตอบแทน.....35
4.10	สรุปข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัยสำหรับช่วงเวลาที่ 3 (ถ้าไร).....36
	4.10 (ก) ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน.....36
	4.10 (ข) ค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร..... 37
4.11	แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของถ้าไร.....37
4.12	สรุปข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัยสำหรับช่วงเวลาที่ 3 (ผลตอบแทน).....38
	4.12 (ก) ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน.....38
	4.12 (ข) ค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร..... 39
4.13	แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของผลตอบแทน..... 39
4.14	สรุปข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัยสำหรับช่วงเวลาที่ 4 (ถ้าไร).....40
	4.14 (ก) ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน.....40

4.14 (ข) ค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร.....	40
4.15 แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของกำไร.....	41
4.16 สรุปข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัยสำหรับช่วงเวลาที่ 4 (ผลตอบแทน).....	42
4.16 (ก) ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน.....	42
4.16 (ข) ค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร.....	42
4.17 แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของผลตอบแทน.....	43



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในช่วงปี 2540 ที่ผ่านมา ประเทศไทยต้องประสบกับภาวะเศรษฐกิจที่ตกต่ำ ดัชนีราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง การลงทุนในหลักทรัพย์โดยพิจารณาจากราคาหุ้นเพียงอย่างเดียวจึงเป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูง เนื่องจากในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ต้องให้ความสำคัญกับตัวเลขกำไรและตัวชี้้นำอื่นๆ ในการวัดผลการดำเนินงาน ซึ่งผู้ลงทุนสามารถลดความเสี่ยงในการลงทุนได้โดยใช้การวิเคราะห์งบการเงินประกอบการตัดสินใจ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546:9)

สำหรับการวิเคราะห์งบการเงินนั้น เครื่องมือหนึ่งที่สำคัญและเป็นเครื่องมือที่นักวิเคราะห์นิยมใช้ประกอบการวิเคราะห์คือ อัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งอัตราส่วนทางการเงินจะเป็นการนำรายการต่าง ๆ ในงบการเงินทั้งงบดุล งบกำไรขาดทุนและงบกระแสเงินสด ตั้งแต่สองรายการขึ้นไปมาเปรียบเทียบกัน โดยอาจออกมาในรูป ร้อยละ สัดส่วน หรือจำนวนครั้ง และเมื่อแปลความหมายของอัตราส่วนแล้ว จะทำให้ทราบถึงสถานการณ์ทางการเงินในปัจจุบันของบริษัท ซึ่งสถานการณ์ทางการเงินในปัจจุบันอาจส่งผลต่อสถานการณ์ทางการเงินในอนาคตของบริษัท เช่น กำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคตของบริษัท จึงได้มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคตกันอย่างแพร่หลายในต่างประเทศ (e.g. Freeman, Ohlson และPenman, 1982; Lipe, 1986; Ou, 1990; Lev และThiagarajan, 1993; Fairfield, Sweeney และYohn,1996;FairfieldและYohn,2001) ซึ่งข้อมูลที่ได้จากการพยากรณ์กำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคตนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่ใช้งบการเงิน ทั้ง ผู้ลงทุน ลูกจ้าง ผู้ให้กู้ ผู้ขายสินค้าและเจ้าหนี้อื่น ลูกค้า รัฐบาลและหน่วยงานราชการและสาธารณชน ที่จะสามารถคาดการณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัท อันจะนำไปสู่การตัดสินใจที่เหมาะสมและได้รับประโยชน์สูงสุดสำหรับแต่ละฝ่าย (คณะกรรมการควบคุมการประกอบวิชาชีพสอบบัญชี,2542:6)

ดังที่กล่าวไว้แล้วว่า ในต่างประเทศได้มีการศึกษาเกี่ยวกับการพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรโดยเป็นการนำข้อมูลในงบการเงินรวมถึงอัตราส่วนทางการเงิน มาใช้ในการพยากรณ์กันอย่างแพร่หลาย แต่ในประเทศไทยยังไม่ค่อยมีผู้ที่ศึกษาเรื่องนี้มากนัก

การศึกษาว่าข้อมูลที่เปิดเผยในงบการเงินนั้น ผู้ใช้งบการเงินจะสามารถนำมาใช้ประโยชน์ในการพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรได้หรือไม่ เพียงใด จึงเป็นเรื่องที่น่าสนใจ โดยจะสามารถเป็นประโยชน์ในการประกอบการตัดสินใจกับทุกฝ่าย อันจะส่งผลต่อเศรษฐกิจโดยรวมให้ดีขึ้น

ตามปกติงบการเงินจัดทำขึ้น โดยใช้เกณฑ์คงค้าง (Accruals Basis) คือ การบันทึกรายการทางบัญชี จะบันทึกก็ต่อเมื่อรายการนั้นได้เกิดขึ้นแล้ว ไม่ใช่บันทึกเมื่อมีการรับหรือจ่ายเงินสด หรือรายการเทียบเท่าเงินสด โดยบันทึกถูกต้องตรงตามงวดบัญชีที่เกี่ยวข้อง ซึ่งแตกต่างจากเกณฑ์เงินสด (Cash Basis) ที่เป็นวิธีการบัญชีที่บันทึกการรับและรายการจ่ายต่อเมื่อได้รับเงินหรือจ่ายเงินไปแล้วจริงๆ โดยไม่คำนึงถึงงวดเวลาที่เกี่ยวข้องของเงินที่ได้รับมาหรือจ่ายไปนั้น งบการเงินที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้างนอกจากจะให้ข้อมูลแก่ผู้ใช้งบการเงินเกี่ยวกับรายการค้าในอดีตที่เกี่ยวข้องกับรายรับและรายจ่ายเงินสดแล้ว ยังให้ข้อมูลเกี่ยวกับภาวะผูกพันที่กิจการต้องจ่ายเป็นเงินสดในอนาคตและข้อมูลเกี่ยวกับทรัพยากรที่จะได้รับเป็นเงินสดในอนาคตด้วย ดังนั้นงบการเงินที่ใช้เกณฑ์คงค้างจึงสามารถให้ข้อมูลเกี่ยวกับรายการและเหตุการณ์ทางบัญชีในอดีต ซึ่งเป็นประโยชน์สำหรับผู้ใช้งบการเงินหรือนักลงทุนในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจ (มาตรฐานการบัญชี, 2544:25)

ในปัจจุบันมาตรฐานการบัญชีได้หันมาให้ความสำคัญมากขึ้นกับการบัญชีกระแสเงินสด (Cash Flow accounting) หรือการจัดทำงบกระแสเงินสด ทั้งนี้ด้วยความเชื่อที่ว่างบกระแสเงินสดคือหนทางหนึ่งที่จะช่วยลดปัญหาการปันส่วนค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นกับการบัญชีตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual accounting) ที่อาจเอนเอียงไปตามดุลยพินิจของฝ่ายบริหารของแต่ละกิจการ ตลอดจนช่วยลดการตกแต่งบัญชี (Creative accounting) ให้ดูสูงหรือต่ำกว่าความเป็นจริงผ่านทางรายการคงค้าง (Accruals) เช่น ถ้าต้องการให้กำไรสูงขึ้น กิจการจะบันทึกรับรู้รายได้ในอนาคตเพิ่มขึ้น และชะลอการรับรู้ค่าใช้จ่าย เพื่อให้กำไรในปีนั้นๆ สูงขึ้น

การศึกษาในอดีตจึงมีการทดสอบการวิเคราะห์ข้อมูลของนักลงทุน ว่านักลงทุนให้ความสนใจในงบการเงินอย่างไร มีการให้ความสนใจในข้อมูลส่วนอื่นๆ ของงบการเงินหรือไม่ หรือให้ความสนใจเพียงกำไรของกิจการ ซึ่งจากการศึกษาของ Sloan (1996) ซึ่งทำการทดสอบว่าราคาของหลักทรัพย์สะท้อนมาจากข้อมูลในส่วนประกอบของกำไรในปัจจุบัน ซึ่งได้แก่รายการคงค้างและกระแสเงินสด ในการอธิบายผลตอบแทนในอนาคตหรือไม่ หรือสนใจเพียงข้อมูลของกำไรในปัจจุบันเพียงอย่างเดียว โดยในการศึกษาใช้ข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาด NYSE และ AMEX ในช่วง ค.ศ. 1962 ถึง ค.ศ. 1991 เป็นระยะเวลา 30 ปี โดยในการวัดผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Returns) นั้นใช้ 2 วิธีในการวัดคือวัดผลตอบแทนเทียบกับบริษัทที่อยู่ในกลุ่มขนาด

เดียวกัน (Size Adjusted) อีกวิธีคือการวัดโดยใช้ตามแบบจำลอง CAPM (Capital Asset Pricing Model) ซึ่งจากการศึกษาพบว่า ความยั่งยืนของกำไรขึ้นอยู่กับส่วนประกอบของกำไรในปัจจุบัน ซึ่งก็คือ กระแสเงินสด และรายการคงค้าง โดยความยั่งยืนของกำไรจะเพิ่มขึ้นถ้ากำไรที่ได้รับส่วนใหญ่มารมาจากส่วนของกระแสเงินสด ขณะที่ความยั่งยืนของกำไรจะลดลงถ้ากำไรที่ได้รับส่วนใหญ่มารมาจากส่วนของรายการคงค้าง เพราะกระแสเงินสดที่ใช้ในการวัดผลการดำเนินงานของกิจการจะมีการบิดเบือนได้น้อยกว่ากำไรสุทธิ เพราะระบบของรายการคงค้าง ซึ่งสามารถสร้างตัวเลขรายรับรายจ่ายขึ้นมาได้ ดังนั้นนักวิเคราะห์จึงมักเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของรายการคงค้างกับกำไรสุทธิ หรือเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดกับกำไรสุทธิ ดังนั้นจึงเป็นที่น่าสงสัยว่าบริษัทที่มีกำไรสุทธิสูงแต่มีกระแสเงินสดต่ำ มักจะมีการตกแต่งกำไรผ่านทางรายการคงค้าง

แต่การศึกษาของ Sloan กลับพบว่าถึงแม้กระแสเงินสดจะมีอิทธิพลสูงและมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกำไรในอนาคต แต่นักลงทุนกลับไม่สามารถแยกลักษณะที่แตกต่างกันของส่วนประกอบของกำไรในปัจจุบันได้ โดยนักลงทุนมักให้ราคาหลักทรัพย์สูงกว่าความเป็นจริงกับหลักทรัพย์ที่มีรายการคงค้างสูงเพราะลักษณะของกิจการที่มีรายการคงค้างสูงมักเป็นกิจการที่มีผลการดำเนินงานในอดีตดี และราคาจะกลับเข้าสู่ราคาที่เหมาะสมเมื่อกำไรในอนาคตถูกประกาศออกมาต่ำกว่าที่คาดหวัง ทำให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์เกินปกติมีค่าเป็นลบ โดย Sloan ได้ทำการทดสอบโดยใช้กลยุทธ์การซื้อหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีรายการคงค้างต่ำ และขายหลักทรัพย์ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีรายการคงค้างสูง สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยจากการซื้อขายตลอด 30 ปีที่ทดสอบ

วิธีการพยากรณ์กำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต โดยศึกษาจากรายการคงค้าง สำหรับการวิจัยในครั้งนี้ใช้ตามแบบจำลองของ Sloan (2001) โดยวัดค่ารายการคงค้างทั้งหมด (Accruals) เท่ากับการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ (Net Operating Assets) ซึ่งการวัดค่ารายการคงค้างตามตัวของ Sloan (2001) ซึ่งเป็นแบบที่ได้เคยศึกษาไว้ในต่างประเทศ ซึ่งอัตราส่วนที่ใช้ในการพยากรณ์ดังกล่าวเป็นสิ่งที่เข้าใจง่าย ไม่ซับซ้อน น่าจะสามารถใช้การพยากรณ์กำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคตสำหรับบริษัทในประเทศไทยได้

ดังนั้นการวิจัยครั้งนี้จึงได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างกับกำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต กรณีศึกษาบริษัทมหาชนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามแนวคิดที่ว่านักลงทุนให้ความสนใจเฉพาะตัวเลขกำไรของกิจการ โดยไม่ได้สนใจตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการตัวอื่นๆ เช่น คุณภาพกำไรของกิจการ ซึ่งวัดจากการเปลี่ยนแปลงของรายการคงค้าง และเป็นการทดสอบการใช้ข้อมูลของนักลงทุนในการพิจารณาข้อมูลของรายการคงค้างที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นได้เป็นอย่างดี

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างกับกำไรในอนาคต
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างกับผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต

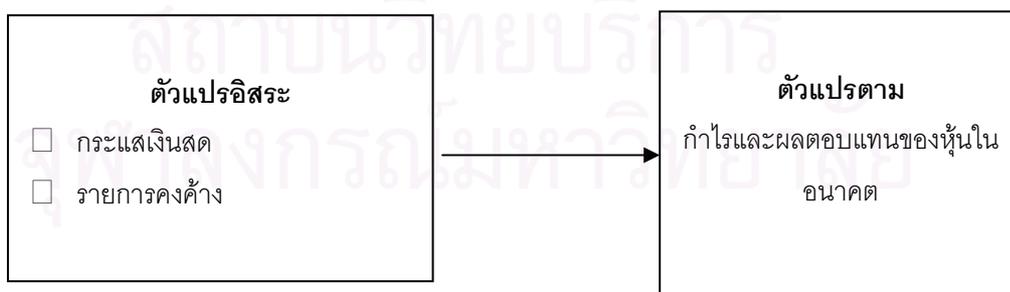
## 1.3 ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษาคือความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างกับกำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต ใช้ข้อมูลงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2542-2547 การศึกษาใช้ข้อมูลจากทุกหมวดอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินและบริษัทที่อยู่ในระหว่างการฟื้นฟูกิจการ เนื่องจากโครงสร้างการเงินของบริษัทเหล่านี้แตกต่างจากบริษัทในหมวดอุตสาหกรรมอื่นๆ การวิจัยครั้งนี้ถือว่างบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้จัดทำและนำเสนอไว้อย่างถูกต้องตามมาตรฐานการบัญชีของไทย และสามารถเปรียบเทียบกันได้

## 1.4 กรอบแนวคิดของการศึกษา

ในการวิจัยครั้งนี้ต้องการศึกษาถึงความสามารถของตัวแปรต่าง ๆ ในการพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไร ซึ่งสามารถแสดงกรอบแนวคิดของการศึกษาได้ดังนี้

รูปที่ 1.1 กรอบแนวคิดของการศึกษา



## 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ผลที่ได้จากการศึกษานอกจากจะทำให้ทราบความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างกับกำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต ยังเป็นประโยชน์สำหรับนักลงทุน นักวิเคราะห์ หรือผู้ที่สนใจสามารถนำผลที่ได้จากการศึกษา ไปใช้เป็นแนวทางในการการพยากรณ์กำไรในอนาคต และสามารถนำข้อมูลจากการศึกษาไปใช้ในการตัดสินใจลงทุนเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญสูงสุด

## 1.6 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

เนื้อหาในแต่ละบทของวิทยานิพนธ์เล่มนี้ สามารถสรุปได้ดังนี้ บทที่ 1 กล่าวถึงความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา บทที่ 2 กล่าวถึงเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาทั้งในประเทศและต่างประเทศ บทที่ 3 กล่าวถึงวิธีการดำเนินงานวิจัยและวิธีที่ใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างกับกำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต บทที่ 4 กล่าวถึงผลการวิเคราะห์ข้อมูลและผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างกับกำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต และบทที่ 5 กล่าวถึงบทสรุปของการศึกษา รวมถึงปัญหาที่พบและข้อเสนอแนะเกี่ยวกับงานวิจัยที่ควรทำการศึกษารั้งต่อไป

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 2

### เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยนี้จะแบ่งเป็น 2 ประเด็นหลัก

- 1.) แนวความคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง
- 2.) งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- 3.) คำถามในการวิจัย
- 4.) สมมติฐานในการวิจัย

รายละเอียดแต่ละประเด็นมีดังนี้

#### 2.1 แนวความคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

##### 2.1.1 อัตราส่วนทางการเงิน

งบการเงินที่แต่ละธุรกิจนำเสนอขึ้นนั้นถือเป็นข้อมูลสำคัญสำหรับบุคคลที่เกี่ยวข้องในการตัดสินใจต่าง ๆ ตามวัตถุประสงค์ของแต่ละฝ่าย ซึ่งพอจะจำแนกบุคคลที่สนใจงบการเงินและเป้าหมายได้ดังนี้ (ฐาปนา ฉันทไพศาล, 2543:4-5)

##### 1.) เจ้าหนี้ของกิจการ

เจ้าหนี้ของกิจการทำการวิเคราะห์ทางการเงินของธุรกิจ เพื่อที่จะทราบถึงความสามารถในการชำระหนี้สิน ความต้องการเงินทุนที่เพิ่มขึ้นในอนาคต ลักษณะที่มาและใช้ไปของเงินทุนของธุรกิจ และความสามารถในการหาทำไรเพื่อเจ้าหนี้จะได้แน่ใจว่าธุรกิจจะสามารถนำเงินมาชำระหนี้ทั้งเงินต้น และดอกเบี้ยได้ตามกำหนดเวลา

##### 2.) ผู้ลงทุนหรือเจ้าของกิจการ

ผู้ลงทุนหรือเจ้าของกิจการวิเคราะห์งบการเงิน เพื่อหาความสามารถในการหาทำไร ความสามารถในการจ่ายเงินปันผลตอบแทนจากการลงทุน และความสม่ำเสมอของกำไรของธุรกิจ

### 3.) ผู้บริหาร

เนื่องจากผู้บริหารจะต้องรับผิดชอบในงานหลาย ๆ ด้านของกิจการ จึงจำเป็นต้องทราบฐานะทางการเงินของกิจการเพื่อใช้ในการบริหารงานให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ เช่น สภาพคล่องหรือความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้นของกิจการเป็นอย่างไร ซึ่งหากกิจการมีสภาพคล่องต่ำผู้บริหารจะได้จัดการแก้ไข นอกจากนี้ผู้บริหารยังต้องใช้ข้อมูลทางการเงินในการพิจารณาการจัดหาเงินทุน และการใช้ทรัพยากรให้มีประสิทธิภาพ เพื่อเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของกิจการ

### 4.) ผู้สอบบัญชี

เนื่องจากผู้สอบบัญชีจะต้องรับรองงบการเงินของธุรกิจ โดยเสนอความคิดเห็นต่อข้อมูลทางการเงิน ดังนั้นผู้สอบบัญชีจึงต้องวิเคราะห์งบการเงิน เพื่อให้เกิดความมั่นใจยิ่งขึ้นในการเสนอความเห็นรับรองงบการเงินนั้น

#### 2.1.1.1 คำจำกัดความของอัตราส่วนทางการเงิน

ดังที่ได้กล่าวไปข้างต้นจะเห็นได้ว่ามีบุคคลจำนวนมากไม่น้อยที่ต้องทำการวิเคราะห์งบการเงินเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ของตนเองเพื่อให้ได้ข้อมูลไปใช้ในการตัดสินใจ ซึ่งในการพิจารณางบการเงินนั้นหนึ่งในเทคนิคที่สำคัญที่จะทำให้เข้าใจสถานการณ์ของธุรกิจก็คือ การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน คำว่าการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินนี้ ได้มีผู้ให้คำนิยามไว้หลายท่าน ดังนี้

เพชรี ชุมทรัพย์ (2536:11-12) กล่าวว่า อัตราส่วนทางการเงิน หมายถึงการเปรียบเทียบระหว่างรายการในงบการเงินตั้งแต่สองรายการขึ้นไป เพื่อให้เกิดความสัมพันธ์ระหว่างรายการ โดยอาจออกมาในรูปของสัดส่วน เช่น อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเท่ากับ 2 : 1 หรือในรูปของอัตราร้อยละ เช่น กำไรสุทธิต่อยอดขายเท่ากับ 10% หรือในรูปของจำนวนครั้ง หรือจำนวนรอบ เช่น อัตราการหมุนของลูกหนี้ 10 ครั้ง แม้กระทั่งออกมาในรูปของระยะเวลา เช่น ระยะเวลาจัดเก็บหนี้ 36 วัน เป็นต้น

ธงชัย สันติวงษ์ และ ชัยยศ สันติวงษ์ (2537:73) กล่าวว่า อัตราส่วนคือผลที่ได้รับจากการนำเอาตัวเลข 2 จำนวนมาหารกัน ผลลัพธ์ดังกล่าวโดยทั่วไปมีความหมายน้อย แต่ในทางการเงินแล้ว การนำตัวเลขของรายการ 2 รายการในงบการเงินหารกัน เมื่อแปลความหมายโดยเปรียบเทียบกับตัววัดอันใดอันหนึ่งแล้ว จะมีความหมายและมีประโยชน์อย่างมากในการนำไปใช้

ในการตัดสินใจทางการเงิน แนวทางในการวิเคราะห์การเงินโดยใช้เทคนิคอัตราส่วนทางการเงินมี 2 แนวทางใหญ่ คือ การวิเคราะห์แนวโน้ม (Trend or Time Series Analysis) และ การวิเคราะห์เชิงเปรียบเทียบ (Comparative or Cross Sectional Analysis)

ฐาปนา ฉันทไพศาล (2543:5) กล่าวว่า อัตราส่วนทางการเงินคือ การนำรายการต่าง ๆ ในงบการเงินมาเปรียบเทียบกัน เพื่อให้ทราบฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของธุรกิจ

อภิชาติ พงศ์สุพัฒน์ (2544:100) กล่าวว่า การวิเคราะห์อัตราส่วนเป็นการนำข้อมูลที่ต้องการพิจารณา 2 รายการมาเปรียบเทียบกันว่าเป็นสัดส่วนต่อกันเท่าใด และการที่จะอ่านค่าหรือตีความหมายได้ดีนั้น ต้องมีการเปรียบเทียบ ซึ่งอาจทำได้โดยการเปรียบเทียบกับตัวเอง หรือเปรียบเทียบกับคู่แข่งหรืออุตสาหกรรม

Peterson และ Fabozzi (1999:75) กล่าวว่า อัตราส่วนทางการเงินคือการเปรียบเทียบระหว่างข้อมูลทางการเงินตัวหนึ่งกับข้อมูลทางการเงินอีกตัวหนึ่งซึ่งอัตราส่วนทางการเงินก็มีหลายประเภทเท่าที่จะสามารถนำตัวเลขที่ปรากฏในงบกำไรขาดทุน งบดุล และงบกระแสเงินสดมาคำนวณได้

จากคำนิยามต่าง ๆ ที่หลายท่านกล่าวมา สามารถสรุปได้ว่า อัตราส่วนทางการเงิน คือ การนำรายการต่าง ๆ ในงบการเงินทั้งงบดุล งบกำไรขาดทุน และงบกระแสเงินสด ตั้งแต่ 2 รายการขึ้นไปมาเปรียบเทียบกัน เพื่อให้ทราบถึงสถานการณ์ของธุรกิจที่เป็นอยู่ อันจะเป็นประโยชน์ในการตัดสินใจทางการเงินสำหรับบุคคลแต่ละฝ่ายยิ่งขึ้น และในการพิจารณาอัตราส่วนทางการเงินอาจนำไปเปรียบเทียบกับเกณฑ์ต่าง ๆ เช่น ค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม หรืออัตราส่วนทางการเงินของธุรกิจอื่น หรืออาจพิจารณาจากแนวโน้มที่ผ่านมาจนถึงปัจจุบันก็ได้

#### 2.1.1.2 ประเภทของอัตราส่วนทางการเงิน

การจัดแบ่งประเภทอัตราส่วนทางการเงินนั้นแบ่งได้หลายรูปแบบ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์ของผู้ใช้ ตามวัตถุประสงค์ในการบริหารการเงินแล้ว แบ่งได้เป็น 4 ประเภทใหญ่ ๆ ซึ่งถือได้ว่าเป็นแม่บทในการวิเคราะห์ด้วยอัตราส่วนทางการเงินคือ (เพชร ชุมทรัพย์, 2546:12-32)

1. อัตราส่วนวิเคราะห์ความคล่องตัวทางการเงิน
2. อัตราส่วนวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์
3. อัตราส่วนวิเคราะห์ความสามารถในการก่อหนี้

#### 4. อัตราส่วนวิเคราะห์ความสามารถในการหากำไร หรือวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการบริหารงานของฝ่ายบริหาร

สาเหตุของการจัดแบ่งกลุ่มอัตราส่วนทางการเงิน

เหตุที่มีการจัดแบ่งกลุ่มอัตราส่วนทางการเงินมี 2 ประการ

ประการแรก ถ้าคู่มือในการวิเคราะห์ด้วยอัตราส่วนทางการเงินเป็นเรื่องง่าย แต่ความจริงแล้วการใช้อัตราส่วนทางการเงินเป็นเรื่องที่ยาก และอาจก่อให้เกิดความเข้าใจผิดต่อผลการวิเคราะห์ก็เป็นได้ ทั้งนี้เป็นเพราะ ไม่มีอัตราส่วนทางการเงินเพียงอัตราใดอัตราเดียวที่มีข้อมูลพอที่จะกำหนดภาวะทางการเงินและผลการปฏิบัติงานของธุรกิจนั้นได้ แต่ต้องใช้อัตราส่วนทางการเงินเป็นกลุ่มวิเคราะห์ เพื่อค้นหาข้อเท็จจริงในสิ่งนั้นและบ่อยครั้งที่ต้องอาศัยอัตราส่วนทางการเงินในกลุ่มอื่นเข้าเสริม การแบ่งกลุ่มก็เพื่ออำนวยความสะดวกแก่ผู้วิเคราะห์ในเวลาใช้ และวิเคราะห์ได้ตรงเป้าหมายที่ต้องการ

ประการที่ 2 อัตราส่วนทางการเงินแต่ละกลุ่มเหมาะที่จะใช้กับบุคคลเฉพาะกลุ่ม แต่ละกลุ่มต่างก็มีจุดมุ่งหมายหรือวัตถุประสงค์ในการใช้แตกต่างกันไป ตัวอย่างเช่น ถ้าผู้วิเคราะห์เป็นนายธนาคารและต้องการทราบว่า ธนาคารควรให้เครดิตแก่บริษัทที่จะขอกู้เงินระยะสั้นหรือไม่ ในขั้นแรกเขาอาจมุ่งความสนใจในทรัพย์สินที่เปลี่ยนสภาพเป็นเงินสดได้ง่าย ว่ามีจำนวนมากน้อยเพียงใดเพื่อดูความคล่องตัว (Liquidity) ทางการเงินของบริษัท ขั้นต่อไปก็จะวิเคราะห์โดยใช้อัตราส่วนต่าง ๆ ที่สามารถวัดความคล่องตัวของบริษัทในการชำระหนี้ระยะสั้น ในทางตรงข้ามถ้าบริษัทขอกู้ระยะยาว ธนาคารก็จะมุ่งความสนใจไปที่ความสามารถในการก่อหนี้ ความสามารถในการหากำไร และประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทมากกว่าความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้น ทั้งนี้เป็นเพราะว่า มูลค่าของสินทรัพย์ของบริษัทจะลดลงตลอดเวลา ถ้าการดำเนินงานของบริษัทประสบผลขาดทุน ด้วยเหตุนี้ฐานะการเงินอันมั่นคงในปัจจุบันจึงไม่ได้เป็นหลักประกันว่า ผู้กู้จะมีเงินเพียงพอที่จะชำระดอกเบี้ยและเงินต้นที่จะถึงกำหนดในอนาคตได้ ในทำนองเดียวกัน ผู้ลงทุนในหุ้นสามัญจะสนใจในกำไรระยะยาวและประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท ฝ่ายบริหารต้องเกี่ยวข้องกับภาระหนี้การเงินในรูปแบบลักษณะต่าง ๆ ดังกล่าวทั้งหมด เพราะฝ่ายบริหารมีภาระผูกพันที่จะต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขของสัญญาเงินกู้ และที่ล้าคัญก็คือจะต้องพยายามจัดหาเงินมาชำระหนี้ทั้งระยะสั้นและหรือระยะยาวให้ทันกำหนด ขณะเดียวกันจะต้องดำเนินการให้ได้กำไร เพื่อให้ประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นรวมทั้งฝ่ายบริหารเองด้วย

## 1. อัตราส่วนความคล่องตัว (Liquidity Ratios)

อัตราส่วนความคล่องตัวเป็นอัตราส่วนวัดความสามารถในการจ่ายภาระผูกพันทางการเงินระยะสั้นเมื่อครบกำหนด ตามความหมายนี้แยกพิจารณาได้ 3 ประเด็นคือ

- สินทรัพย์จะต้องมากกว่าหนี้สิน
- มีความสามารถในการเปลี่ยนสินทรัพย์มาเป็นเงินสดได้เร็ว
- เงินที่ได้จะต้องพอที่จะชำระหนี้ที่ครบกำหนด

อัตราส่วนในกลุ่มนี้แบ่งได้ 2 อัตราส่วน คือ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และอัตราส่วนสินทรัพย์คล่องตัว

$$1.) \text{ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน} = \frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

$$2.) \text{ อัตราส่วนสินทรัพย์คล่องตัว} = \frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน} - \text{สินค้าคงเหลือ} - \text{ค่าใช้จ่ายล่วงหน้า}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

## 2. อัตราส่วนวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ (Activity Ratios)

อัตราส่วนวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ เป็นอัตราส่วนวัดประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรของบริษัท อัตราส่วนในกลุ่มนี้เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างยอดขายกับเงินลงทุนในรายการสินทรัพย์ต่าง ๆ แต่ละรายการที่ต้องการวิเคราะห์ เช่น อัตราการหมุนของลูกหนี้ อัตราการหมุนของสินค้า อัตราการหมุนของสินทรัพย์ถาวร ฯลฯ การคำนวณอัตราส่วนในกลุ่มนี้จึงเกี่ยวข้องทั้งงบดุลและงบกำไรขาดทุน ความเร็วของอัตราการหมุนจากการใช้สินทรัพย์ที่วัดได้จะบอกถึงประสิทธิภาพจากการบริหารสินทรัพย์ประเภทนั้น ๆ

$$1.) \text{ อัตราการหมุนของลูกหนี้} = \frac{\text{ขายเชื่อสุทธิ}}{\text{ลูกหนี้ถัวเฉลี่ย}}$$

$$2.) \text{ อัตราการหมุนของสินค้า} = \frac{\text{ต้นทุนขาย}}{\text{สินค้าคงเหลือถัวเฉลี่ย}}$$

$$3.) \text{ อัตราการหมุนของสินทรัพย์ถาวร} = \frac{\text{ขายสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์ถาวร}}$$

$$4.) \text{ อัตราการหมุนของสินทรัพย์รวม} = \frac{\text{ขายสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

### 3. อัตราส่วนวิเคราะห์ความสามารถในการก่อหนี้ (Leverage Ratios)

ธุรกิจที่มีโครงสร้างทางการเงินประกอบด้วยส่วนของหนี้สูงมากเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้นแล้ว ธุรกิจนั้นจะมีความมั่นคงน้อยกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับธุรกิจที่มีส่วนของหนี้ต่ำ อัตราส่วนภาวะแห่งหนี้ใช้วัดความอ่อนแอทางการเงินอันเกิดจากการก่อหนี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งใช้วัดขนาดของเงินกู้ยืมที่ธุรกิจได้จัดหาและขนาดของกำไรที่สามารถลดลงได้ก่อนที่ธุรกิจนั้นจะประสบปัญหาการจ่ายดอกเบี้ย นักวิเคราะห์หลายท่านยอมรับว่า อัตราส่วนภาวะแห่งหนี้มีความสำคัญพอ ๆ กับอัตราส่วนวัดสภาพคล่องของธุรกิจในการชี้ความแข็งแกร่งทางการเงินและการบริหารงานที่ดีของฝ่ายบริหาร ซึ่งถึงแม้ยังไม่มีอัตราส่วนที่แน่นอนว่าเท่าใดจึงจะเป็นที่ยอมรับอย่างไร ก็ตามธุรกิจที่มีฐานส่วนของผู้ถือหุ้นกว้างกว่า ย่อมจะมีฐานะการเงินที่มั่นคงกว่า อัตราส่วนในกลุ่มนี้ประกอบด้วย อัตราส่วนแห่งหนี้ อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย หรือค่าใช้จ่ายทางการเงิน

$$1.) \text{ อัตราส่วนแห่งหนี้} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

$$2.) \text{ อัตราส่วนความสามารถจ่ายดอกเบี้ย} = \frac{\text{กำไรจากการดำเนินงาน}}{\text{ดอกเบี้ยจ่าย}}$$

$$3.) \text{ อัตราส่วนความสามารถจ่ายค่าใช้จ่ายทางการเงิน} = \frac{\text{กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี}}{\text{ดอกเบี้ยจ่าย} + \frac{\text{เงินต้น} + \text{เงินปันผล} + \text{กองทุนเพื่อไถ่ถอนหนี้}}{(1 - \text{อัตราภาษีเงินได้})}}$$

#### 4. อัตราส่วนวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Profitability Ratios)

อัตราส่วนวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน เป็นอัตราส่วนวัดประสิทธิภาพในการบริหารงานของฝ่ายบริหาร แบ่งออกเป็น 2 กลุ่มใหญ่ ๆ คือ กลุ่มกำไรสัมพันธ์กับยอดขายและกลุ่มกำไรสัมพันธ์กับเงินลงทุน

##### กลุ่มกำไรสัมพันธ์กับยอดขาย

$$1.1) \quad \text{ผลตอบแทนขั้นต้น} = \frac{\text{กำไรขั้นต้น}}{\text{ขายสุทธิ}}$$

$$1.2) \quad \text{ผลตอบแทนจากการดำเนินงาน} = \frac{\text{กำไรในการดำเนินงาน}}{\text{ขายสุทธิ}}$$

$$1.3) \quad \text{ผลตอบแทนจากกำไรสุทธิ} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ขายสุทธิ}}$$

##### กลุ่มสัมพันธ์กับเงินลงทุน

$$2.1) \quad \text{ผลตอบแทนสุทธิจากสินทรัพย์รวม} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

$$2.2) \quad \text{ผลตอบแทนสุทธิจากส่วนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

#### 2.1.2 รายการคงค้างและการวัดค่ารายการคงค้าง

##### 2.1.2.1 รายการคงค้าง

หมายถึง ผลจากการบันทึกรายได้หรือค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง ซึ่งกิจการต้องบันทึกเพื่อให้เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีที่ยอมรับโดยทั่วไป ถึงแม้จะยังไม่ได้รับเงินสดเข้ามาหรือจ่ายออกไปก็ตาม ซึ่งจะกระทบต่อกระแสเงินสดของกิจการในอนาคต สามารถคำนวณได้จากสมการ (ภาคสนาม จิตมันชัยธรรม, 2546:7)

$$\text{Accruals} = \text{Earnings} - \text{Cash Flow from Operation}$$

ดังนั้น กิจการจึงสามารถตกแต่งกำไรให้ดูสูงหรือต่ำกว่าความเป็นจริง ผ่านทางระบบรายการคงค้าง เช่น ถ้าต้องการให้กำไรสูงขึ้น กิจการจะบันทึกบัญชีรายได้ล่วงหน้าเพิ่มขึ้น และชะลอการรับรู้ค่าใช้จ่าย ซึ่งทำให้กำไรในปัจจุบันเพิ่มขึ้น แต่กำไรในอนาคตลดลง

รายการคงค้างสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท ได้แก่

1. แบ่งตามช่วงระยะเวลา แบ่งออกเป็น
  - รายการคงค้างระยะสั้น (Current Accruals) คือการแก้ไขในส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน เช่น การรับรู้รายได้ล่วงหน้า หรือการชะลอการรับรู้ค่าใช้จ่าย
  - รายการคงค้างระยะยาว (Non – Current Accruals) เกี่ยวข้องกับการแก้ไขในส่วนของสินทรัพย์สุทธิตระยะยาว เช่น การชะลอตัดค่าเสื่อมราคา
2. แบ่งตามการควบคุมของฝ่ายบริหาร แบ่งออกเป็น
  - รายการคงค้างจากฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals) คือ การเปลี่ยนแปลงอันเนื่องมาจากการตกแต่งตัวเลขของฝ่ายบริหาร เช่น ค่าตอบแทนพิเศษแก่กรรมการ โบนัสพิเศษแก่กรรมการ เป็นต้น
  - รายการคงค้างจากการดำเนินธุรกิจ (Non-discretionary Accruals) คือ การเปลี่ยนแปลงจากการดำเนินธุรกิจ เช่น ยอดขาย เป็นต้น

#### 2.1.2.2 การวัดค่ารายการคงค้าง

การวัดค่ารายการคงค้างสำหรับการวิจัยในครั้งนี้ ใช้ตามแบบจำลองของ Sloan (2001) โดยวัดจาก Total accruals เท่ากับการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ (Net Operating assets : NOA)

$$\text{Accruals} = \frac{\text{NOA}_t - \text{NOA}_{t-1}}{\text{NOA}_{t-1}}$$

โดยที่ Net Operating Assets (NOA) = Operating assets - Operating liabilities  
 Operating Assets = Total Assets - Cash – Short term Investment  
 Operating Liabilities = Total Assets – Debt in Current Liabilities– Long Term Debt – Minority Interest – Common Equity – Preferred stock

2.1.2.3 การวัดกำไร

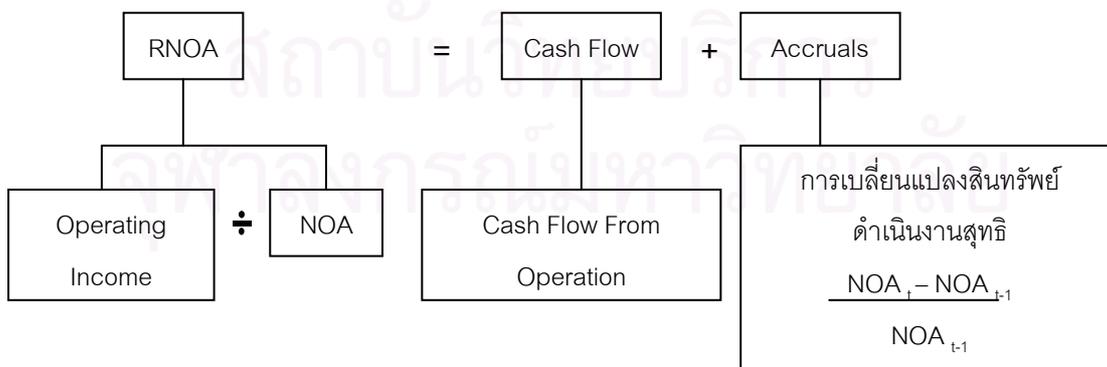
คือ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ (Return on Net Operating Assets: RNOA)

$$RNOA = \frac{\text{Operating Income}_t}{NOA_t}$$

ดังนั้นกระแสเงินสด (Cash Flow) จึงเท่ากับความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ (RNOA) กับรายการคงค้างทั้งหมด (Accruals)

$$\text{Cash Flow}_t = RNOA_t - \text{Accruals}_t$$

รูป 2.2 ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ (RNOA)



### 2.1.3 การวัดผลตอบแทน

การตัดสินใจลงทุนในตราสารทางการเงิน นอกจากผู้ลงทุนจะต้องพิจารณาทั้งทางด้านปัจจัยเสี่ยง ระยะเวลาในการลงทุน และการลงทุนเพื่อลดความเสี่ยงแล้ว สิ่งที่สำคัญที่สุดที่ผู้ลงทุนต้องตระหนักถึงก็คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของหลักทรัพย์แต่ละประเภทนั่นเอง ทั้งนี้เพื่อใช้เป็นประโยชน์สำหรับประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากหลักทรัพย์แต่ละประเภทที่มีความเสี่ยงเท่ากัน อาจจะมีอัตราผลตอบแทนที่แตกต่างกัน

ผลตอบแทน (Return) จากการลงทุนประเภทใดประเภทหนึ่งจะมีองค์ประกอบ 2 ส่วน ได้แก่

1. Yield คือ กระแสเงินสดหรือรายได้ที่ผู้ลงทุนได้รับระหว่างช่วงเวลาการลงทุน ซึ่งอาจอยู่ในรูปของเงินสดปันผลหรือดอกเบี้ย ที่ผู้ออกตราสารหรือหลักทรัพย์จ่ายให้ผู้ถือ
2. Capital gain / loss (กำไรหรือขาดทุน) จากการขายหลักทรัพย์ในราคาที่สูงขึ้น (หรือต่ำลง) กว่าราคาซื้อ หรือเรียกว่าเป็นการเปลี่ยนแปลงของราคา (Price change) ของหลักทรัพย์ ทั้งนี้ผลตอบแทนรวม (Total return) ของหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่ง คือ ผลรวมจากผลตอบแทนของกระแสเงินสดระหว่างงวด กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์นั่นเอง

#### 2.1.3.1 หลักเกณฑ์ในการคำนวณอัตราผลตอบแทน

อัตราผลตอบแทน เป็นตัวบ่งชี้ถึงผลได้ที่ผู้ลงทุนได้รับ ซึ่งอาจจะได้รับในหนึ่งงวดของการลงทุนแต่ละประเภท ซึ่งผู้ลงทุนสามารถใช้อัตราผลตอบแทนนี้เพื่อเปรียบเทียบกับความเสี่ยงที่จะต้องเผชิญกับการลงทุนประเภทต่างๆ ก่อนที่จะตัดสินใจลงทุน

โดยทั่วไปแล้วอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน มักจะแสดงออกมาในรูปของร้อยละ โดยเปรียบเทียบกับเงินลงทุนต้นงวด และมักจะคำนวณต่อระยะเวลา 1 ปี ซึ่งมีสูตรการคำนวณดังนี้(วิยะดา รุติมีขนิมา, 2545:92)

$$\begin{aligned} \text{อัตราผลตอบแทน} &= \frac{\text{กระแสเงินสดรับ} + (\text{มูลค่าปลายงวด} - \text{มูลค่าต้นงวด})}{\text{มูลค่าต้นงวด}} \\ &= \frac{\text{กระแสเงินสดรับ} + \text{การเปลี่ยนแปลงของมูลค่า}}{\text{มูลค่าต้นงวด}} \end{aligned}$$

ข้อสังเกต มูลค่าของเงินลงทุนต้นงวดจะมีความสัมพันธ์แบบผกผันกับอัตราผลตอบแทน ในกรณีที่กระแสเงินสดรับในอนาคตคงที่ หมายความว่า หากราคาหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนซื้อตอนต้นงวดมีราคาสูง อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจะยิ่งลดต่ำลง

### 2.1.3.2 การคำนวณผลตอบแทนของตราสารทางการเงิน

#### 1.) หุ้นกู้

หุ้นกู้ถือเป็นหลักทรัพย์ประเภทที่ให้รายได้ประจำแก่ผู้ลงทุน โดยผู้ออกหุ้นกู้สัญญาว่าจะจ่าย ดอกเบี้ยให้ตามจำนวนที่ระบุไว้ในเวลาที่ระบุ พร้อมทั้งสัญญาว่าจะจ่ายคืนเงินต้นเมื่อสิ้นสุดอายุของหุ้นกู้ นอกจากนี้ยังมีข้อกำหนดเรียกร้องตามกฎหมาย ที่ผู้ถือหุ้นกู้สามารถเรียกร้องดำเนินการได้ในกรณีที่ผู้ออกหุ้นกู้ไม่สามารถทำตามสัญญาที่ระบุในหุ้นกู้ ซึ่งหุ้นกู้บางประเภทอาจระบุอัตราดอกเบี้ยแบบลอยตัว เช่น ระบุว่าจ่ายดอกเบี้ยในอัตราที่สูงกว่าเงินฝากประจำของธนาคารพาณิชย์ในระดับต่างๆ เป็นต้น

การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนจากหุ้นกู้

$$HPR_{bt} \text{ 1 ปี} = \frac{C_t + P_{mt} - P_{mt-1}}{P_{mt-1}}$$

เมื่อ

$HPR_{bt}$  คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นกู้ในปีที่  $t$

$P_{mt-1}$  คือ ราคาตลาดของหุ้นกู้ตอนต้นปี (ราคาซื้อ)

$P_{mt}$  คือ ราคาตลาดของหุ้นกู้ตอนปลายปี (ราคาขาย)

$C_t$  คือ ดอกเบี้ยรับในช่วงระยะเวลา 1 ปี ของปีที่  $t$

#### 2.) ตั๋วเงินคลัง

ในตั๋วเงินคลังไม่ได้ระบุอัตราดอกเบี้ยไว้ ผลประโยชน์ที่ผู้ถือตั๋วได้รับ คือ ส่วนต่างของจำนวนเงินที่จะได้รับเมื่อถือตั๋วเงินคลังไว้จนครบกำหนดชำระ (ราคาตราหรือราคาที่กำหนดไว้หน้าตั๋ว) กับราคาซื้อซึ่งเรียกว่า อัตราส่วนลด

ข้อสังเกต

1. อัตราส่วนลดสามารถสอบถามได้ที่หน่วยให้กู้ยืมและซื้อขายหลักทรัพย์ ธนาคารแห่งประเทศไทย หรือหนังสือพิมพ์ข่าวเศรษฐกิจโดยทั่วไป

2. ในการเปรียบเทียบรายได้ที่ผู้ลงทุนได้รับจากตัวเงินค้ำกับรายได้จากการลงทุนประเภทอื่น ๆ ที่แสดงในรูปของอัตราดอกเบี้ยนั้น ผู้ลงทุนจะต้องแปลงส่วนลดที่ได้รับเป็นอัตราดอกเบี้ยก่อน

### 3.) หุ้นสามัญ

- การคำนวณอัตราผลตอบแทนกรณีมีเงินปันผล

$$HPR_{ST} \text{ 1 ปี} = \frac{D_t + (P_{mt} - P_{mt-1})}{P_{mt-1}}$$

เมื่อ

$HPR_{st}$  คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญระยะเวลา 1 ปี

$D_t$  คือ ราคาปันผลรับในช่วงเวลาปีที่  $t$

$P_{mt}$  คือ ราคาหุ้นสามัญปลายปี  $t$  (ราคาขาย)

$P_{mt-1}$  คือ ราคาหุ้นสามัญต้นปี  $t$  (ราคาขาย)

- การคำนวณอัตราผลตอบแทนกรณีใช้สิทธิผู้ถือหุ้นเดิมซื้อหุ้นเพิ่มทุน

ในกรณีที่งวดเวลาที่ใช้ในการคำนวณอัตราผลตอบแทน มีการให้สิทธิผู้ถือหุ้นเดิมซื้อหุ้นเพิ่มทุนได้ในราคาที่กำหนด การคำนวณอัตราผลตอบแทนโดยคำนึงถึงมูลค่าสุทธิสามารถคำนวณได้โดย

$$HPR_{st} \text{ 1 ปี} = \frac{D_t + (P_{mt} + P_{mt-1}) + N_n (P_{mt} - P_s)}{P_{mt-1}}$$

$N_n$  คือ จำนวนหุ้นใหม่ที่ ผู้ถือหุ้นเดิมมีสิทธิซื้อ ซึ่งมีวันหมดสิทธิของซื้อหุ้น ในงวด  $t$

$P_s$  คือ ราคาหุ้นที่ผู้ถือหุ้นเดิมมีสิทธิซื้อ

- การคำนวณอัตราผลตอบแทนกรณีมีการแตกหุ้น

ในกรณีที่กิจการแตกหุ้น ทำให้ราคาตลาดลดลงและจำนวนหุ้นสูงขึ้น สามารถคำนวณอัตราผลตอบแทนในงวดแรกที่กิจการแตกหุ้นได้ ดังนี้

$$HPR_{st} \text{ 1ปี} = \frac{D_t + (P_{mt} + N_s P_{mt} - P_{mt-1})}{P_{mt-1}}$$

$N_s$  คือ จำนวนหุ้นใหม่ที่ผู้ถือหุ้นเดิม ได้รับเพิ่มจากหุ้นเก่า 1 หุ้น ภายหลังการแตกหุ้น ซึ่งเกิดในงวด ที่  $t$  เช่น หากแตกหุ้นจาก 1 หุ้น เป็น 10 หุ้น  $N_s$  จะเท่ากับ 9

- การคำนวณอัตราผลตอบแทนกรณีจ่ายหุ้นปันผล

กรณีที่กิจการจ่ายเงินปันผลเป็นหุ้นทำให้ผู้ถือหุ้นมีหุ้นจำนวนมากขึ้น สามารถคำนวณอัตราผลตอบแทนได้ ดังนี้

$$HPR_{st} \text{ 1ปี} = \frac{P_{mt} + (N_d P_{mt} - P_{mt-1})}{P_{mt-1}}$$

เมื่อ  $N_d$  คือ จำนวนหุ้นปันผลที่ผู้ถือหุ้นได้รับเพิ่มจากการถือหุ้น 1 หุ้น โดยมีวันหมดอายุสิทธิรับหุ้นปันผลในงวดที่ 1

เมื่อเราทราบวิธีการคิดอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของตราสารทางการเงินประเภทต่าง ๆ แล้ว สิ่งที่น่าสนใจคือถึงเสมอก็คือการลงทุนที่ได้ผลตอบแทนที่น่าพอใจและคุ้มค่า ซึ่งรวมถึงการลงทุนในหลักทรัพย์ต่าง ๆ ด้วย โดยมีวิธีการหาผลตอบแทนจากการลงทุนตามหลักเกณฑ์ใหญ่ ๆ ได้ดังนี้

### 1. การพิจารณาผลตอบแทนรวมจากการลงทุน (Total Return)

ซึ่งประกอบด้วยผลรวมของเงินได้ทุกประเภทที่ได้รับจากการลงทุน อาทิ เงินปันผล ดอกเบี้ยรับ รวมทั้ง กำไรหรือขาดทุนจากการขายหลักทรัพย์ เป็นต้น ทั้งนี้ การวัดผลตอบแทนจากการลงทุนควรจะต้องคุ้มกับระยะเวลาการลงทุน อัตราเงินเฟ้อ และต้นทุนที่เพิ่มขึ้นของการอุปโภคบริโภคในอนาคตด้วย

### 2. การพิจารณาผลตอบแทนสุทธิ (Net Return)

ซึ่งเป็นผลต่างของผลตอบแทนรวมและค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากการลงทุน อาทิ เช่น ค่าธรรมเนียม ค่านายหน้าในการการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นต้น

### 3. การพิจารณาผลตอบแทนที่แท้จริง (Real Return)

ซึ่งเป็นผลต่างของผลตอบแทนสุทธิและอัตราเงินเฟ้อ ทั้งนี้ เนื่องจากการลงทุนใด ๆ ก็ตามที่ทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อในช่วงนั้น ๆ ก็จะทำให้ผู้ลงทุนมีรายได้ที่เพียงพอต่อการดำรงชีพ นั่นเอง

### บทสรุป

ผู้ลงทุนที่ชาญฉลาดและรอบคอบจะต้องทำการประเมินผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต โดยการพิจารณาถึงแนวโน้มของผลตอบแทนในอดีตของการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ว่าเป็นไปในทิศทางใด รวมถึงศึกษาและกำหนดกลยุทธ์และช่วงจังหวะเวลาที่เหมาะสมในการลงทุน

นอกจากนี้ ควรจะต้องมีการจัดสรรเงินลงทุน (Asset Allocation) ในหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ให้เหมาะสม เพื่อช่วยสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนในระยะยาวให้แก่ผู้ลงทุน รวมทั้งควรมีการเลือกสรรหลักทรัพย์ที่จะลงทุน (Securities Selection) โดยศึกษาจากปัจจัยพื้นฐาน เพื่อให้ได้หลักทรัพย์ที่มีราคาตลาดในปัจจุบันต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงหรือมูลค่าใน

อย่างไรก็ดี ผู้ลงทุนที่จะสามารถลงทุนให้ได้ผลตอบแทนที่ดีที่สุด จะต้องมีการลงทุนอย่างมีวินัย และมีการลงทุนอย่างสม่ำเสมอ ตลอดจนมีการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ผ่านการศึกษาและคัดเลือกมาแล้วนั่นเอง

## 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การวิจัยของ Richard G. Sloan (1996) ทำการทดสอบว่าราคาของหลักทรัพย์สะท้อนมาจากข้อมูลในส่วนประกอบของกำไรในปัจจุบัน ซึ่งได้แก่รายการคงค้างและกระแสเงินสด ในการอธิบายผลตอบแทนในอนาคตหรือไม่ หรือสนใจเพียงข้อมูลของกำไรในปัจจุบันเพียงอย่างเดียว โดยในการศึกษาใช้ข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาด NYSE และ AMEX ในช่วง ค.ศ. 1962 ถึง ค.ศ. 1991 เป็นระยะเวลา 30 ปี โดยในการวัดผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Returns) นั้นใช้ 2 วิธีในการวัดคือวัดผลตอบแทนเทียบกับบริษัทที่อยู่ในกลุ่มขนาดเดียวกัน (Size Adjusted) อีกวิธีคือการวัดโดยใช้ตามแบบจำลอง CAPM (Capital Asset Pricing Model) ซึ่งได้ผลการศึกษาว่า ความยั่งยืนของกำไรขึ้นอยู่กับส่วนประกอบของกำไรในปัจจุบัน ซึ่งก็คือ กระแสเงินสด และรายการคงค้าง โดยความยั่งยืนของกำไรจะเพิ่มขึ้นถ้ากำไรที่ได้รับส่วนใหญ

มาจากส่วนของกระแสเงินสด ขณะที่ความยั่งยืนของกำไรจะลดลงถ้ากำไรที่ได้รับส่วนใหญ่มาจาก ส่วนของรายการคงค้าง เพราะกระแสเงินสดที่ใช้ในการวัดผลการดำเนินงานของกิจการจะมีการ บิดเบือนได้น้อยกว่ากำไรสุทธิ เพราะระบบของรายการคงค้าง ซึ่งสามารถสร้างตัวเลขรายรับ รายจ่ายขึ้นมาได้ ดังนั้นนักวิเคราะห์จึงมักเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของรายการคงค้างกับกำไร สุทธิ หรือเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดกับกำไรสุทธิ ดังนั้นจึงเป็นที่น่าสงสัยว่า บริษัทที่มีกำไรสุทธิสูงแต่มีกระแสเงินสดต่ำ มักจะมีการตกแต่งกำไรผ่านทางรายการคงค้าง

แต่การศึกษาของ Sloan กลับพบว่าถึงแม้กระแสเงินสดจะมีอิทธิพลสูงและมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับกำไรในอนาคต แต่นักลงทุนกลับไม่สามารถแยกลักษณะที่แตกต่างกันของส่วนประกอบของกำไรในปัจจุบันได้ โดยนักลงทุนมักให้ราคาหลักทรัพย์สูงกว่าความเป็นจริงกับหลักทรัพย์ที่มีรายการคงค้างสูงเพราะลักษณะของกิจการที่มีรายการคงค้างสูง มักเป็นกิจการที่มีผลการดำเนินงานในอดีตดี และราคาจะกลับเข้าสู่ราคาที่แท้จริงก็ต่อเมื่อกำไรในอนาคตถูกประกาศออกมาซึ่งต่ำกว่าที่คาดหวัง ทำให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์เกินปกติมีค่าเป็นลบ โดย Sloan ได้ทำการทดสอบโดยใช้กลยุทธ์การซื้อหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีรายการคง ค้างต่ำ และขายหลักทรัพย์ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีรายการคงค้างสูง สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยจากการซื้อขายตลอด 30 ปีที่ทดสอบ

ต่อมาในปี 2001 Richard G. Sloan (2001) ได้ทำการศึกษานักวิเคราะห์และผู้สอบบัญชีใช้ข้อมูลในรายการคงค้างหรือไม่ พบว่ากิจการที่มีรายการคงค้างสูงมีประสบการณ์ที่ จะพบกับปัญหาเกี่ยวกับกำไรในอนาคต คือกำไรจะลดลงในปีถัดมา นักลงทุนไม่ได้คำนึงถึงปัญหานี้ในการตัดสินใจลงทุน แต่นักลงทุนสนใจราคาหุ้น (stock price) Sloan ได้ทำการตรวจสอบโดยการเลือกซื้อกลางที่จะให้ข้อมูลกับนักลงทุนถึงปัญหากำไรอนาคตสำหรับกิจการที่มีรายการคงค้าง สูง ซึ่งได้แก่ นักวิเคราะห์และผู้สอบบัญชีอิสระ โดยการศึกษาแสดงให้เห็นว่านักวิเคราะห์และผู้ ตรวจสอบบัญชีไม่ได้ให้ข้อมูลแก่นักลงทุนเกี่ยวกับปัญหากำไรในอนาคตที่สัมพันธ์กับรายการคง ค้างสูง (high accruals)

การวิจัยของ Chan, Chan, Jegadeesh and Lakonishok (2001) ได้ ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของคุณภาพกำไรกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ โดยใช้ รายการคงค้าง (accruals) ในการประเมินคุณภาพกำไร จากการศึกษาพบว่านักลงทุนให้ความสำคัญ สนใจเฉพาะกำไรสุทธิของกิจการเท่านั้น โดยมองข้ามข้อมูลอื่นๆ ที่ปรากฏอยู่ในงบการเงินของ กิจการ ขณะที่ข้อมูลอื่นๆก็มีความสามารถในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใน อนาคตได้เช่นกัน เช่น การเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าและ การเปลี่ยนแปลงของเจ้าหนี้การค้า ทั้งสามตัวแปรมีความสัมพันธ์เชิงผกผันกับผลตอบแทนใน

อนาคต ขณะที่การเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลังมีอำนาจในการอธิบายผลตอบแทนในอนาคตของหลักทรัพย์มากที่สุด ซึ่งตัวแปรเหล่านี้เป็นส่วนประกอบของรายการคงค้าง โดยที่รายการคงค้างมีความสัมพันธ์เชิงผกผันกับผลตอบแทนในอนาคตของหลักทรัพย์ โดยให้เหตุผลว่าการที่รายการคงค้างสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอนาคตได้เพราะ กิจกรรมมีการตกแต่งตัวเลขกำไรผ่านทางรายการคงค้าง โดยการเพิ่มการรับรู้รายได้ในอนาคต และชะลอการรับรู้ค่าใช้จ่าย โดยปีถัดจากปีที่มีการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของรายการคงค้างพบว่ากำไรจะลดลงอย่างมาก จึงตั้งข้อสังเกตว่าการเพิ่มขึ้นของรายการคงค้างเป็นการส่งสัญญาณว่ากิจการกำลังเผชิญปัญหา และบริษัทเลือกที่จะใช้การตกแต่งกำไรเพื่อชะลอข่าวร้าย

การวิจัยของ Fairfield, Whisenant and Yohn (2001) สนับสนุนการวิจัยของ Sloan (1996) และ ) Xie (2001) ที่แสดงให้เห็นว่ากำไรที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องเป็นระยะเวลานานขึ้นอยู่กับสัดส่วนของกำไรสุทธิระหว่างองค์ประกอบที่เป็นกระแสเงินสดและองค์ประกอบที่เป็นรายการคงค้าง และการศึกษาพบว่าตลาดขาดประสิทธิภาพเป็นผลจากการที่นักลงทุนขาดความเข้าใจหรือไม่เห็นคุณค่าในองค์ประกอบของกำไรที่เป็นกระแสเงินสดและรายการคงค้างซึ่งมีผลต่อกำไรในอนาคต นอกจากนี้ยังพบว่าการเติบโตในสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในระยะยาว (Long run net operating assets) มีความสัมพันธ์เหมือนกับรายการคงค้างที่มีความสัมพันธ์ทางลบกับ Return on assets (ROA)

### 2.3 สมมติฐานการวิจัย

ดังที่เคยกล่าวไว้แล้วว่า อัตราส่วนทางการเงินจะทำให้ทราบถึงสถานการณ์ทางการเงินในปัจจุบันของบริษัท ซึ่งสถานการณ์ทางการเงินในปัจจุบันอาจส่งผลกระทบต่อสถานการณ์ทางการเงินในอนาคตของบริษัท ดังนั้นตลอดหลายปีที่ผ่านมาจึงมีผู้ที่พยายามศึกษาหาสิ่งที่จะนำมาพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคต

การลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทใดก็ตาม เป็นการลงทุนที่ผู้ลงทุน คาดว่าจะได้ผลตอบแทนกลับมาในอนาคต ทั้งในรูปของเงินปันผล และกำไรจากการขายหลักทรัพย์ ดังนั้นการตัดสินใจลงทุนในปัจจุบัน จึงเป็นการมองอนาคตของบริษัทที่จะลงทุน โดยคาดว่าระดับราคาหุ้นของบริษัทนั้นๆ จะเพิ่มสูงขึ้น สิ่งหนึ่งที่สำคัญอันจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นคือผลประกอบการของบริษัท กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรสูง โอกาสที่ราคาหุ้นจะเคลื่อนไหวเพิ่มขึ้น ก็สูงตามไปด้วย ดังนั้นการวิเคราะห์งบการเงินในอดีตของบริษัทจึงนับว่าเป็นข้อมูลพื้นฐาน เพื่อการพยากรณ์กำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต

จากงานวิจัยในอดีตนั้นตัวแบบที่น่าสนใจในการพยากรณ์กำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต ก็คือตัวแบบที่ใช้รายการคงค้างในการพยากรณ์ ซึ่งเป็นตัวแบบที่ Sloan (2001) ได้เคยศึกษาไว้ในต่างประเทศ ซึ่งอัตราส่วนที่ใช้ในการพยากรณ์ดังกล่าวเป็นสิ่งที่เข้าใจง่าย ไม่ซับซ้อน จึงทำให้ผู้ใช้บริการเงินสามารถนำมาใช้พยากรณ์กำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคตได้โดยง่าย สำหรับประเทศไทยนั้นงบการเงินต้องจัดทำตามมาตรฐานการบัญชีไทยซึ่งมาตรฐานการบัญชีไทยนั้นพัฒนามาจาก International Accounting Standards (IAS) และ Accounting Generally Accepted Principles in the United States (US GAAP) ดังนั้นตัวแบบที่ใช้รายการคงค้างในการพยากรณ์กำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคตที่พัฒนาและสามารถใช้ประโยชน์ได้ในต่างประเทศ จึงน่าจะสามารถนำมาใช้กับการพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในประเทศไทยได้ ดังนั้นสมมติฐานการวิจัยคือ

$H_1$  : รายการคงค้างมีความสัมพันธ์กับกำไรในอนาคต

$H_2$  : รายการคงค้างมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 3

### วิธีดำเนินการวิจัย

ในการศึกษาถึงการนำตัวแบบต่าง ๆ มาใช้ในการพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการศึกษาโดยวิธีวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical research) ซึ่งมีวิธีดำเนินการวิจัยดังนี้

#### 3.1 ประชากรและตัวอย่างในการวิจัย

##### 3.1.1 ประชากร

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

##### 3.1.2 กลุ่มตัวอย่าง

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี 2542 – 2547 ที่อยู่ในขอบเขตกลุ่มเป้าหมายและมีข้อมูลที่ต้องการศึกษาทั้งหมด

##### 3.1.3 ขนาดตัวอย่าง

จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ต้องการศึกษาเท่ากับ 301 บริษัท แต่มีจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลครบถ้วนและตรงตามเงื่อนไขทั้งสิ้น 128 บริษัท

##### 3.1.4 การสุ่มตัวอย่าง

การวิจัยครั้งนี้ใช้ประชากรที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี 2542 – 2547 ที่อยู่ในขอบเขตกลุ่มเป้าหมายและมีข้อมูลที่ต้องการศึกษาทั้งหมดเป็นตัวอย่าง (Purposive Sampling)

### 3.1.5 ขอบเขตของกลุ่มเป้าหมาย

การวิจัยครั้งนี้ มีเป้าหมายที่จะศึกษาข้อมูลในงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกบริษัท ยกเว้น

- 1.) กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน
- 2.) บริษัทที่อยู่ในระหว่างการฟื้นฟูกิจการ

เนื่องจากเป็นกลุ่มบริษัทที่มีข้อบังคับในการจัดทำและนำเสนอของงบการเงินที่ แตกต่างจากบริษัทอื่น ๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือกิจกรรมทางการเงินและการดำเนินงานแตกต่างไปจากบริษัททั่วไป จึงไม่นำมารวมในการศึกษา

3.) บริษัทที่มีกำไรติดลบในปี  $t$  เนื่องจากบริษัทที่มีกำไรติดลบในปีดังกล่าว จะส่งผลกระทบต่อตัวแปรที่ต้องถ่วงน้ำหนักด้วยกำไรในปี  $t$  ซึ่งหากมีกำไรที่ติดลบ (ขาดทุน) จะทำให้ผลลัพธ์บิดเบือนไปจากความจริง

### 3.1.6 ขอบเขตของระยะเวลาของข้อมูลการศึกษา

การวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี 2542 – 2547

### 3.1.7 ขอบเขตพื้นที่ทางภูมิศาสตร์

การวิจัยครั้งนี้ เป็นการศึกษาข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย

## 3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแบบในการวิเคราะห์และประมวลผล

ในการวิจัยนี้ใช้ตัวแบบการพยากรณ์กำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต จากรายการคงค้างของ Sloan (2001) ซึ่งทำการวัดค่ารายการคงค้างจากการเปลี่ยนสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ ดังต่อไปนี้

1. ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างกับกำไรในอนาคต

$$RNOA_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Cash Flow}_t + \beta_2 \text{Accrual}_t + \varepsilon_{t+1}$$

2. ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างกับผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต

$$\text{RETURN}_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Cash Flow}_t + \beta_2 \text{Accrual}_t + \varepsilon_{t+1}$$

### 3.3 การวิเคราะห์ข้อมูล

เมื่อเก็บข้อมูลที่ต้องการศึกษาได้ครบถ้วนแล้ว จึงทำการวิเคราะห์ข้อมูล ซึ่งมีแนวทางในการวิเคราะห์ข้อมูลดังนี้

- 1.) วิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นเพื่อให้ทราบถึงข้อมูลทั่วไป เช่น ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ค่าความสัมพันธ์
- 2.) ตรวจสอบข้อมูลและแปลงข้อมูลเพื่อให้เป็นไปตามข้อกำหนดของการวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุ
- 3.) วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และตัวแปรตามของแต่ละตัวแบบ
- 4.) สรุปและแปรผลการวิเคราะห์ข้อมูล

### 3.4 การสรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูล

สามารถแบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลได้ดังนี้

#### 3.4.1 สถิติเชิงพรรณนา

- 1.) ค่าเฉลี่ย (Mean) เพื่อแสดงค่าเฉลี่ยของตัวแปร
- 2.) ค่ามัธยฐาน (Median) เพื่อแสดงค่ามัธยฐานของตัวแปร
- 3.) ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) เพื่อแสดงส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปร
- 4.) ค่าความสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation) ค่าความสัมพันธ์เพียร์สันนี้ จะใช้เพื่ออธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรเชิงปริมาณที่มีการแจกแจงปกติ (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2544:440)

### 3.4.2 สถิติเชิงอนุมาน

ใช้การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบถึงความสามารถในอธิบายความสามารถในการทำกำไร ของตัวแปรที่อยู่ในตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 4

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

หลังจากเก็บข้อมูลในงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยครบถ้วนแล้วจึงนำข้อมูลที่ได้มาทำการประมวลผลและวิเคราะห์ผล โดยแยกวิเคราะห์ข้อมูลตามช่วงเวลาคือ

ช่วงเวลาที่ 1 การพยากรณ์กำไรและผลตอบแทนหุ้นปี 2547 โดยใช้ข้อมูลปี 2545 ในการพยากรณ์ ( $t+1$  คือปี 2547 และ  $t$  คือปี 2546)

ช่วงเวลาที่ 2 การพยากรณ์กำไรและผลตอบแทนหุ้นปี 2546 โดยใช้ข้อมูลปี 2545 ในการพยากรณ์ ( $t+1$  คือปี 2546 และ  $t$  คือปี 2545)

ช่วงเวลาที่ 3 การพยากรณ์กำไรและผลตอบแทนหุ้นปี 2545 โดยใช้ข้อมูลปี 2544 ในการพยากรณ์ ( $t+1$  คือปี 2545 และ  $t$  คือปี 2544)

ช่วงเวลาที่ 4 การพยากรณ์กำไรและผลตอบแทนหุ้นปี 2544 โดยใช้ข้อมูลปี 2543 ในการพยากรณ์ ( $t+1$  คือปี 2544 และ  $t$  คือปี 2543)

#### 4.1 จำนวนตัวอย่าง

การคัดเลือกข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จะนำมาทดสอบนั้น ในขั้นแรกจะคัดจากบริษัทที่อยู่ในขอบเขตของการวิจัย และมีข้อมูลครบทั้ง 4 ช่วงเวลาที่ทำการทดสอบ ซึ่งมีทั้งสิ้น 128 บริษัท จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการประมวลผลและวิเคราะห์ข้อมูลของแต่ละช่วงเวลาเป็นดังนี้

ตารางที่ 4.1 จำนวนตัวอย่างในการประมวลผลและวิเคราะห์ข้อมูล

ช่วงเวลา	จำนวนตัวอย่าง
ช่วงเวลาที่ 1 ( $t+1$ คือปี 2547 และ $t$ คือปี 2546)	111
ช่วงเวลาที่ 2 ( $t+1$ คือปี 2546 และ $t$ คือปี 2545)	102
ช่วงเวลาที่ 3 ( $t+1$ คือปี 2545 และ $t$ คือปี 2544)	98
ช่วงเวลาที่ 4 ( $t+1$ คือปี 2544 และ $t$ คือปี 2543)	87

ก่อนที่จะทำการวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุ ผู้วิจัยได้ทำการตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุของทุกตัวแบบและทุกช่วงเวลา นั่นคือทดสอบว่าข้อมูลมีลักษณะที่ตรงตามเงื่อนไขการวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุดังนี้ (กัลยา วาณิชย์บัญชา, 2544:450)

- 1.) ค่าคลาดเคลื่อนเป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงปกติ
- 2.) ค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์
- 3.) ค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนคงที่ทุกค่าของ X
- 4.) ค่าคลาดเคลื่อนเป็นอิสระกัน
- 5.) ตัวแปรอิสระแต่ละตัวเป็นอิสระกัน

จากการตรวจสอบพบว่าตัวแบบที่นำมาใช้และทุกช่วงเวลาเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุดังกล่าวข้างต้น โดยมีผลที่ได้จากการประมวลผลแยกตามช่วงเวลาดังนี้

#### 4.2 การวิเคราะห์ข้อมูลช่วงเวลาที 1 (t+1 คือปี 2547 และ t คือปี 2546)

##### 4.2.1 การวิเคราะห์กำไร

##### 4.2.1.1 ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย

ตารางที่ 4.2 สรุปข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัยสำหรับช่วงเวลาที 1

ตารางที่ 4.2 (ก) ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่ามัธยฐาน (Median)	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (Standard deviation)
RNOA47	0.106	-0.047	0.163
CASH FLOW46	0.133	-0.017	1.018
ACCRUALS46	0.163	0.099	0.898

ตารางที่ 4.2 (ข) ค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร

	RNOA 47	CASH FLOW46	ACCRUALS46
RNOA 47	1		
CASH FLOW46	0.318*	1	
ACCRUALS46	0.880	-0.896**	1

\* ระดับนัยสำคัญ 0.01 (2 ทาง)

\*\* ระดับนัยสำคัญ 0.05 (2 ทาง)

จากตาราง 4.2 จะเป็นการแสดงข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย สำหรับช่วงเวลาที่ 1 (t+1คือปี 2547 และ t คือปี 2546) ซึ่งตาราง 4.2 (ก) ประกอบด้วยค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation)

สำหรับตารางที่ 4.2 (ข) จะแสดงค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปรแต่ละคู่ จากตารางนี้จะเห็นได้ว่า ทั้งกระแสเงินสด (CASHFLOW46) และรายการคงค้าง (ACCRUALS46) ในปี 2546 มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปี 2547

#### 4.2.1.2 การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุของตัวแบบที่ 1

ตารางที่ 4.3 แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของตัวแบบที่ 1 ช่วงเวลาที่ 1

ตัวแปรอิสระ	B	Beta	R 2	t	Sig t	Sig F
Constant	-0.01		0.803	-0.477	0.634	0.000
CASHFLOW46	0.918	2.012		20.663	0.000	
ACCRUALS46	0.978	1.891		19.42	0.000	

\* ระดับนัยสำคัญ 0.05

ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปี 2547 (RNOA47)

จากตารางที่ 4.3 ค่า Sig F ที่ได้จากตัวแบบเท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 อธิบายได้ว่าตัวแบบนี้มีตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวมีความสัมพันธ์กับกำไรในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งถ้าเราพิจารณาค่า Sig t ของกระแสเงินสดและรายการคงค้างที่ละตัว จะเห็นได้ว่ามีค่าเท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 แสดงว่าทั้งกระแสเงินสดและรายการคงค้างในปี 2546 มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปี 2547 และหากพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ของการตัดสินใจ ( $R^2$ ) เท่ากับ 0.803 แสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดและรายการคงค้างในปี 2546 สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปี 2547 ได้ 80.3 %

ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน (Beta) ของกระแสเงินสดและรายการคงค้างในปี 2546 มีค่าเท่ากับ 2.012 และ 1.891 ตามลำดับ สรุปได้ว่ากระแสเงินสดและรายการคงค้างในปี 2546 มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปี 2547 โดยหากพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน (Beta) ร่วมกับค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (B) ของกระแสเงินสด (CASH FLOW46) และรายการคงค้าง (ACCRUALS46) ทำให้เราสามารถอธิบายได้ว่า เมื่อกระแสเงินสด และรายการคงค้างในปี 2546 เปลี่ยนแปลง 1 หน่วย จะทำให้ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปี 2547 เพิ่มขึ้น 0.918 และ 0.978 ตามลำดับ

#### 4.2.2 การวิเคราะห์ผลตอบแทน

##### 4.2.2.1 ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย

ตารางที่ 4.4 สรุปข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัยสำหรับช่วงเวลา ที่ 1

ตารางที่ 4.4 (ก) ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่ามัธยฐาน (Median)	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (Standard deviation)
RETURN47	0.186	-0.209	0.163
CASH FLOW46	-0.047	-0.017	0.099
ACCRUALS46	0.163	0.099	0.898

ตารางที่ 4.4 (ข) ค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร

	RETURN47	CASH FLOW46	ACCRUALS46
RETURNS47	1		
CASH FLOW46	0.052	1	
ACCRUALS46	0.025	-0.896**	1

\* ระดับนัยสำคัญ 0.01 (2 ทาง)

\*\* ระดับนัยสำคัญ 0.05 (2 ทาง)

จากตาราง 4.4 จะเป็นการแสดงข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย สำหรับช่วงเวลาที่ 1 (t+1คือปี 2547 และ t คือปี 2546) ซึ่งตาราง 4.4 (ก) ประกอบด้วยค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation)

สำหรับตารางที่ 4.4 (ข) จะแสดงค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปรแต่ละคู่ จากตารางนี้จะเห็นได้ว่า กระแสเงินสด (CASHFLOW46) และรายการคงค้าง (ACCRUALS46) ในปี 2546 มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนของหุ้นในปี 2547 (RETURN47)

#### 4.2.2.2 การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุของตัวแปรที่ 1

ตารางที่ 4.5 แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของตัวแปรที่ 1 ช่วงเวลาที่ 1

ตัวแปรอิสระ	B	Beta	R <sup>2</sup>	t	Sig t	Sig F
Constant	0.045		0.01	0.154	0.878	0.224
CASHFLOW46	1.073	0.377		1.723	0.088	
ACCRUALS46	1.17	0.362		1.658	0.100	

\* ระดับนัยสำคัญ 0.05

ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนของหุ้นในปี 2547 (RETURN47)

จากตารางที่ 4.5 ค่า Sig F ที่ได้จากตัวแบบเท่ากับ 0.224 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และค่า Sig t ของกระแสเงินสดและรายการคงค้างในปี 2546 มีค่าเท่ากับ 0.088 และ 0.100 ตามลำดับ ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 ทุกค่า เป็นการสรุปว่าตัวแบบนี้ไม่มีตัวแปรอิสระใดที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นในปี 2547 (RETURN47)

#### 4.3 การวิเคราะห์ข้อมูลช่วงเวลาที 2 (t+1 คือปี2546 และ t คือปี 2545)

##### 4.3.1 การวิเคราะห์กำไร

##### 4.3.1.1 ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย

ตารางที่ 4.6 สรุปข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย

ตารางที่ 4.6 (ก) ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่ามัธยฐาน (Median)	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (Standard deviation)
RNOA46	1.136	0.129	0.466
CASH FLOW45	0.088	0.077	0.484
ACCRUALS45	0.082	0.053	0.339

ตารางที่ 4.6 (ข) ค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร

	RNOA46	CASH FLOW45	ACCRUALS45
RNOA46	1		
CASH FLOW45	0.196*	1	
ACCRUALS45	-0.083	-0.739**	1

\*ระดับนัยสำคัญ 0.01 (2 ทาง)

\*\*ระดับนัยสำคัญ 0.05 (2 ทาง)

จากตาราง 4.6 จะเป็นการแสดงข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย สำหรับช่วงเวลาที่ 2 (t+1 คือปี 2546 และ t คือปี 2545) ซึ่งตารางที่ 4.10 (ก) จะประกอบไปด้วยค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation)

สำหรับตารางที่ 4.6 (ข) จะแสดงค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปรแต่ละคู่ จากตารางนี้จะเห็นได้ว่ากระแสเงินสด (CASHFLOW45) ในปี 2545 มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ และรายการคงค้าง (ACCRUALS45) ในปี 2545 มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปี 2546

#### 4.3.1.2 การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุของตัวแบบที่ 1

ตารางที่ 4.7 แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของตัวแบบที่ 1 ช่วงเวลาที่ 2

ตัวแปรอิสระ	B	Beta	R <sup>2</sup>	t	Sig t	Sig F
Constant	0.096		0.028	1.817	0.072	0.093
CASHFLOW45	0.285	0.296		2.034	0.045	
ACCRUALS45	0.186	0.136		0.931	0.354	

\*ระดับนัยสำคัญ 0.05

ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปี 2546

จากตารางที่ 4.7 ค่า Sig F ที่ได้จากตัวแบบเท่ากับ 0.093 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และค่า Sig t ของกระแสเงินสดและรายการคงค้างในปี 2545 มีค่าเท่ากับ 0.045 และ 0.354 ตามลำดับ ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 ทุกค่า เป็นการสรุปว่าตัวแบบนี้ไม่มีตัวแปรอิสระใดที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปี 2546 (RETURN47)

#### 4.3.2 การวิเคราะห์ผลตอบแทน

##### 4.3.2.1 ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย

ตารางที่ 4.8 สรุปข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัยสำหรับช่วงเวลา 2

ตารางที่ 4.8 (ก) ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่ามัธยฐาน (Median)	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (Standard deviation)
RETURN46	0.419	0.304	1.025
CASH FLOW45	0.088	0.077	0.486
ACCRUALS45	0.081	0.053	0.344

ตารางที่ 4.8 (ข) ค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร

	RETURNS46	CASH FLOW45	ACCRUALS45
RETURNS46	1		
CASH FLOW45	-0.097	1	
ACCRUALS45	-0.037	-0.739*	1

\* ระดับนัยสำคัญ 0.01 (2 ทาง)

\*\* ระดับนัยสำคัญ 0.05 (2 ทาง)

จากตาราง 4.8 จะเป็นการแสดงข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย สำหรับช่วงเวลาที่ 2 (t+1 คือปี 2546 และ t คือปี 2545) ซึ่งตาราง 4.8 (ก) ประกอบด้วยค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation)

สำหรับตารางที่ 4.8 (ข) จะแสดงค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปรแต่ละคู่ จากตารางนี้จะเห็นได้ว่ากระแสเงินสด (CASHFLOW45) และรายการคงค้าง (ACCRUALS45) ในปี 2545 มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลตอบแทนของหุ้นในปี 2546

#### 4.3.2.2 การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุของตัวแบบที่ 1

ตารางที่ 4.9 แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของตัวแบบที่ 1 ช่วงเวลาที่ 2

ตัวแปรอิสระ	B	Beta	R <sup>2</sup>	t	Sig t	Sig F
Constant	0.527		0.015	4.439	0.000	0.18
CASHFLOW45	-0.577	-0.274		-1.83	0.070	
ACCRUALS45	-0.714	-0.239		-1.602	0.112	

\* ระดับนัยสำคัญ 0.05

ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนของหุ้นในปี 2546 (RETURN46)

จากตารางที่ 4.9 ค่า Sig F ที่ได้จากตัวแบบเท่ากับ 0.180 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และค่า Sig t ของกระแสเงินสดและรายการคงค้างในปี 2545 มีค่าเท่ากับ 0.070 และ 0.112 ตามลำดับ ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 ทุกค่า เป็นการสรุปว่าตัวแบบนี้ไม่มีตัวแปรอิสระใดที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นในปี 2546 (RETURN46)

### 4.4 การวิเคราะห์ข้อมูลช่วงเวลา 3 (t+1 คือปี 2545 และ t คือปี 2544)

#### 4.4.1 การวิเคราะห์กำไร

##### 4.4.1.1 ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย

ตารางที่ 4.10 สรุปข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย

ตารางที่ 4.10 (ก) ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่ามัธยฐาน (Median)	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (Standard deviation)
RNOA45	0.144	0.106	0.136
CASH FLOW44	0.027	0.074	0.441
ACCRUALS44	0.059	-0.006	0.316

ตารางที่ 4.10 (ข) ค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร

	RNOA45	CASH FLOW44	ACCRUALS44
RNOA45	1		
CASH FLOW44	0.278*	1	
ACCRUALS44	0.125	0.373**	1

\* ระดับนัยสำคัญ 0.01 (2 ทาง)

\*\* ระดับนัยสำคัญ 0.05 (2 ทาง)

จากตารางที่ 4.10 จะเป็นการแสดงข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัยสำหรับช่วงเวลาที่ 3 ( $t+1$  คือปี 2545 และ  $t$  คือปี 2544) ซึ่งตารางที่ 4.10 (ก) จะประกอบไปด้วยค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation)

สำหรับตารางที่ 4.10 (ข) จะแสดงค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปรแต่ละคู่ จากตารางนี้จะเห็นได้ว่ากระแสเงินสด (CASHFLOW44) และรายการคงค้าง (ACCRUALS44) ในปี 2544 มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปี 2545 (RNOA45)

## 4.4.1.2 การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุของตัวแบบที่ 1

ตารางที่ 4.11 แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของตัวแบบที่ 1 ช่วงเวลาที่ 3

ตัวแปรอิสระ	B	Beta	R <sup>2</sup>	t	Sig t	Sig F
Constant	0.134		0.12	10.052	0.000	0.001
CASHFLOW44	0.116	0.377		3.635	0.000	
ACCRUALS44	0.114	0.266		2.562	0.012	

ระดับนัยสำคัญ 0.05

ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปี 2546

จากตารางที่ 4.11 ค่า Sig F ที่ได้จากตัวแบบเท่ากับ 0.001 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 อธิบายได้ว่าตัวแบบนี้มีตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวมีความสัมพันธ์กับกำไรในขนาดต่ออย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งถ้าเราพิจารณาค่า Sig t ของกระแสเงินสดและรายการคงค้างที่ละตัว จะเห็นได้ว่ามีค่าเท่ากับ 0.000 และ 0.012 ตามลำดับซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 แสดงว่าทั้งกระแสเงินสดและรายการคงค้างในปี 2544 มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปี 2545 และหากพิจารณาความสัมพันธ์การตัดสินใจ (R<sup>2</sup>) เท่ากับ 0.12 แสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดและรายการคงค้างในปี 2544 สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปี 2545 ได้ 12.0 %

ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน (Beta) ของกระแสเงินสดและรายการคงค้างในปี 2544 มีค่าเท่ากับ 0.377 และ 0.266 ตามลำดับ สรุปได้ว่ากระแสเงินสดและรายการคงค้างในปี 2544 มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปี 2545 โดยหากพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน (Beta) ร่วมกับค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (B) ของกระแสเงินสด (CASH FLOW44) และรายการคงค้าง (ACCRUALS44) ทำให้เราสามารถอธิบายได้ว่า เมื่อกระแสเงินสด และรายการคงค้างในปี 2544 เปลี่ยนแปลง 1 หน่วย จะทำให้ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปี 2545 เพิ่มขึ้น 0.116 และ 0.114 ตามลำดับ

#### 4.4.2 การวิเคราะห์ผลตอบแทน

##### 4.4.2.1 ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย

ตารางที่ 4.12 สรุปข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัยสำหรับช่วงเวลา 3

ตารางที่ 4.12 (ก) ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่ามัธยฐาน (Median)	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (Standard deviation)
RETURN45	0.144	0.106	0.136
CASH FLOW44	0.027	0.074	0.441
ACCRUALS44	0.059	-0.006	0.316

ตารางที่ 4.12 (ข) ค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร

	RETURN45	CASH FLOW44	ACCRUALS44
RETURN45	1		
CASH FLOW44	-0.049	1	
ACCRUALS44	-0.044	0.896**	1

\* ระดับนัยสำคัญ 0.01 (2 ทาง)

\*\* ระดับนัยสำคัญ 0.05 (2 ทาง)

จากตาราง 4.12 จะเป็นการแสดงข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย สำหรับช่วงเวลา 3 ( $t+1$  คือปี 2545 และ  $t$  คือปี 2544) ซึ่งตาราง 4.12 (ก) ประกอบด้วยค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation)

สำหรับตารางที่ 4.12 (ข) จะแสดงค่าความสัมพันธ์เพียร์สันร์ของตัวแปรแต่ละคู่ จากตารางนี้จะเห็นได้ว่า กระแสเงินสด (CASHFLOW44) และรายการคงค้าง (ACCRUALS44) ในปี 2544 มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลตอบแทนของหุ้นในปี 2545 (RETURN45)

#### 4.2.2.2 การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุของตัวแปรที่ 1

ตารางที่ 4.13 แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของตัวแปรที่ 1 ช่วงเวลาที่ 3

ตัวแปรอิสระ	B	Beta	R <sup>2</sup>	t	Sig t	Sig F
Constant	0.484		1.897	4.734	0.000	0.156
CASHFLOW44	-0.992	-0.446		-1.902	0.060	
ACCRUALS44	-1.059	-0.443		-1.89	0.062	

\* ระดับนัยสำคัญ 0.05

ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนของหุ้นในปี 2545 (RETURN45)

จากตารางที่ 4.23 ค่า Sig F ที่ได้จากตัวแปรเท่ากับ 0.156 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และค่า Sig t ของกระแสเงินสดและรายการคงค้างในปี 2544 มีค่าเท่ากับ 0.060 และ 0.062 ตามลำดับ ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 ทุกค่า เป็นการสรุปว่าตัวแปรนี้ไม่มีตัวแปรอิสระใดที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นในปี 2545 (RETURN45)

#### 4.5 การวิเคราะห์ข้อมูลช่วงเวลาที 4 (t+1 คือปี2544 และ t คือปี 2543)

##### 4.5.1 การวิเคราะห์กำไร

##### 4.5.1.1 ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย

ตารางที่ 4.14 สรุปข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย

ตารางที่ 4.14 (ก) ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่ามัธยฐาน (Median)	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (Standard deviation)
RNOA44	0.178	0.107	0.332
CASH FLOW43	0.143	0.049	1.487
ACCRUALS43	0.011	0.035	1.473

ตารางที่ 4.14 (ข) ค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร

	RNOA44	CASH FLOW43	ACCRUALS43
RNOA44	1		
CASH FLOW43	0.062	1	
ACCRUALS43	-0.002	-0.995**	1

\* ระดับนัยสำคัญ 0.01 (2 ทาง)

\*\* ระดับนัยสำคัญ 0.05 (2 ทาง)

จากตารางที่ 4.14 จะเป็นการแสดงข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัยสำหรับช่วงเวลา 4 (t+1 คือปี 2544 และ t คือปี 2543) ซึ่งตารางที่ 4.14 (ก) จะประกอบไปด้วยค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation)

สำหรับตารางที่ 4.14 (ข) จะแสดงค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปรแต่ละคู่ จากตารางนี้จะเห็นได้ว่ากระแสเงินสด (CASHFLOW43) ในปี 2543 มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปี 2544 (RNOA44) โดยที่รายการคงค้าง (ACCRUALS43) ในปี 2543 มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปี 2544 (RNOA44)

## 4.5.1.2 การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุของตัวแบบที่ 1

ตารางที่ 4.15 แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของตัวแบบที่ 1 ช่วงเวลาที่ 4

ตัวแปรอิสระ	B	Beta	R <sup>2</sup>	t	Sig t	Sig F
Constant	-0.03		0.352	-0.704	0.483	0.000
CASHFLOW43	1.359	6.09		6.904	0.000	
ACCRUALS43	1.365	6.058		6.868	0.000	

\* ระดับนัยสำคัญ 0.05

ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปี 2544 (RNOA44)

จากตารางที่ 4.15 ค่า Sig F ที่ได้จากตัวแบบเท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 สรุปว่าตัวแบบนี้มีตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวมีความสัมพันธ์กับกำไรในขนาดอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งถ้าเราพิจารณาค่า Sig t ของกระแสเงินสดและรายการคงค้างที่ละตัว จะเห็นได้ว่ามีค่าเท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 แสดงว่าทั้งกระแสเงินสดและรายการคงค้างในปี 2543 มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปี 2544 และหากพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (R<sup>2</sup>) เท่ากับ 0.352 แสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดและรายการคงค้างในปี 2543 สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปี 2544 ได้ 35.2 %

ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน (Beta) ของกระแสเงินสดและรายการคงค้างในปี 2543 มีค่าเท่ากับ 6.090 และ 6.058 ตามลำดับ สรุปได้ว่ากระแสเงินสดและรายการคงค้างในปี 2543 มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปี 2544 โดยหากพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน (Beta) ร่วมกับค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (B) ของกระแสเงินสด (CASH FLOW43) และรายการคงค้าง (ACCRUALS43) ทำให้เราสามารถอธิบายได้ว่า เมื่อกระแสเงินสด และรายการคงค้างในปี 2543 เปลี่ยนแปลง 1 หน่วย ทำให้ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิในปี 2544 เพิ่มขึ้น 1.359 และ 1.365 ตามลำดับ

## 4.5.2 การวิเคราะห์ผลตอบแทน

### 4.5.2.1 ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย

ตารางที่ 4.16 สรุปข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัยสำหรับช่วงเวลา 4

ตารางที่ 4.16 (ก) ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่ามัธยฐาน (Median)	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (Standard deviation)
RETURN44	0.305	0.210	0.770
CASH FLOW43	0.242	0.049	1.210
ACCRUALS43	-0.085	0.027	1.210

ตารางที่ 4.16 (ข) ค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร

	RETURN44	CASH FLOW43	ACCRUALS43
RETURN44	1		
CASH FLOW43	0.079	1	
ACCRUALS43	0.103	0.992**	1

\* ระดับนัยสำคัญ 0.01 (2 ทาง)

\*\* ระดับนัยสำคัญ 0.05 (2 ทาง)

จากตาราง 4.30 จะเป็นการแสดงข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย สำหรับช่วงเวลา 4 ( $t+1$  คือปี 2544 และ  $t$  คือปี 2543) ซึ่งตาราง 4.30 (ก) ประกอบด้วยค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation)

สำหรับตารางที่ 4.30 (ข) จะแสดงค่าความสัมพันธ์เพียร์สันร์ของตัวแปรแต่ละคู่ จากตารางนี้จะเห็นได้ว่ากระแสเงินสด (CASHFLOW43) และรายการคงค้าง (TOTAL ACCRUALS43) ในปี 2543 มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนของหุ้นในปี 2544 (RETURN44)

#### 4.5.3.2 การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุของตัวแบบที่ 1

ตารางที่ 4.17 แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของตัวแบบที่ 1 ช่วงเวลาที่ 4

ตัวแปรอิสระ	B	Beta	R <sup>2</sup>	t	Sig t	Sig F
Constant	0.454		0.023	3.726	0.000	0.145
CASHFLOW43	-0.99	-1.565		-1.753	0.083	
ACCRUALS43	-1.053	-1.655		-1.855	0.067	

\* ระดับนัยสำคัญ 0.05

ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนของหุ้นในปี 2544 (RETURN44)

จากตารางที่ 4.31 ค่า Sig F ที่ได้จากตัวแบบเท่ากับ 0.488 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และค่า Sig t ของกระแสเงินสดและรายการคงค้างในปี 2543 มีค่าเท่ากับ 0.083 และ 0.067 ตามลำดับ ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 ทุกค่า เป็นการสรุปว่าตัวแบบนี้ไม่มีตัวแปรอิสระใดที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นในปี 2544 (RETURN44)

## บทที่ 5

### สรุปและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการวิจัย

การศึกษาถึงการนำตัวแบบต่าง ๆ มาใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ของรายการคงค้างกับกำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต โดยนำข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาทดสอบโดยวิธีการทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุ ผู้วิจัยได้แยกการทดสอบออกเป็น 4 ช่วงเวลา คือการศึกษาความสัมพันธ์ของรายการคงค้างกับกำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคตปี 2547 2546 2545 และ 2544 ซึ่งสามารถสรุปผลการวิจัยทั้งหมดได้ดังนี้

##### 5.1.1 ความสัมพันธ์ของรายการคงค้าง (Accruals) กับกำไรในอนาคต (ตัวแบบที่

1) พบว่า รายการคงค้างมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับกำไรในอนาคต สำหรับช่วงเวลาที่ 1 ช่วงเวลาที่ 2 ช่วงเวลาที่ 3 และช่วงเวลาที่ 4 สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น ซึ่งผลการศึกษาพบว่า มีตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัว ที่สามารถอธิบายกำไรในอนาคตได้อย่างมีนัยสำคัญ และเมื่อค่า R square ซึ่งเป็นค่าที่บ่งบอกความสามารถของตัวแปรอิสระในการอธิบายตัวแปรตาม ซึ่งในที่นี้ก็คือกำไรในอนาคต พบว่าค่า R square ที่ใช้กับข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอยู่ในระดับที่ต่ำ คือในช่วงเวลาที่ 1 ช่วงเวลาที่ 2 ช่วงเวลาที่ 3 และช่วงเวลาที่ 4 เท่ากับ 80.3% 2.8% 12.0% และ 35.2%ตามลำดับ

5.1.2 ความสัมพันธ์ของรายการคงค้างกับผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต พบว่ารายการคงค้างและองค์ประกอบของรายการคงค้างไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต ทั้ง 4 ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

#### 5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย

1. งานวิจัยนี้ไม่สามารถแยกการวิเคราะห์การพยากรณ์กำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคตแยกตามแต่ละอุตสาหกรรมได้ เนื่องจากงานวิจัยนี้จะใช้ข้อมูลงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีกำไรไม่ติดลบในปี t และมีข้อมูลครบถ้วนตรง

ตามเงื่อนไขทั้ง 4 ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา จึงทำให้แต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมมีบริษัทที่ตรงตามความต้องการข้างต้นน้อยมาก จนไม่สามารถใช้สถิติในการวิเคราะห์แยกตามแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมได้

2. การวิจัยครั้งนี้จะเป็นการวิเคราะห์โดยคำนึงถึงข้อมูลเชิงปริมาณตามตัวแบบที่ใช้ในการวิจัยเพียงอย่างเดียว โดยมิได้คำนึงถึงข้อมูลเชิงคุณภาพหรือปัจจัยอื่น ๆ ที่อาจมีผลต่อการพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไร

3. การวิจัยครั้งนี้จะทดสอบกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น

### 5.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัย

1. ควรมีการศึกษาเพิ่มเติมว่าตัวแบบของ Sloan (2001) ที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้สามารถนำไปใช้ในการพยากรณ์กำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต สำหรับบริษัทที่อยู่นอกตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้หรือไม่

2. ควรมีการศึกษาถึงการนำเทคนิคทางสถิติเชิงอนุมานอื่น ๆ มาใช้ในการพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรและใช้ในการเปรียบเทียบประสิทธิภาพของตัวแบบ

### 5.4 บทสรุป

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างกับกำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต ซึ่งจากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่า รายการคงค้างมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวกกับกำไรในอนาคต โดยกิจการที่มีกระแสเงินสดและรายการคงค้างเปลี่ยนแปลง 1 หน่วย จะส่งผลต่อกำไรที่เพิ่มขึ้นในอนาคต ในส่วนความสัมพันธ์ของรายการคงค้างกับผลตอบแทนของหุ้นในอนาคตพบว่า รายการคงค้าง ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต

## รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย 2544. มาตรฐานการบัญชีของไทย ฉบับรวมเล่ม. กรุงเทพมหานคร : พี.เอ.ดีฟวิง.

ภาษาอังกฤษ

Chan, K., L. Chan, N. Jegadeesh, and J. Lakonishok. 2001. Earnings Quality and Stock Return. Working Paper, National Taiwan University

Irem Tuna, Mark Soliman, Richard G. Sloan and Scott Richardson.2001. Information in Accruals about the Quality Earnings. Working Paper, University of Michigan Business School

Fairfield, P.M., J.S. Whisenant and T.L. Yohn. 2001. Accrued Earnings and Growth: Implication for Earning Persistence and Market Mispricing. Working Paper, Georgetown University

Sloan, R.G., Scott Richardson, Mark Soiman and Irem Tuna 2001. Information in Accruals about the Quality Earnings.The Accounting Review (July)

Sloan, R.G. 1996. Do Stock Price Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? .The Accounting Review (July): 289-315.

Xie, H. 2001. The Mispricing of Abnormal Accruals. Forthcoming, The Accounting Review.

### ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาวพรรณนิภา ครูวรรณพัฒน์ เกิดวันที่ 18 มีนาคม พ.ศ. 2523 จังหวัดพัทลุง สำเร็จการศึกษาระดับมัธยมศึกษาจากโรงเรียนพัทลุงจังหวัดพัทลุง ในปี พ.ศ. 2541 สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรีบริหารธุรกิจบัณฑิต สาขาการบัญชี จากคณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์ ในปี 2545 และเข้าศึกษาต่อในหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต สาขาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัยใน พ.ศ. 2545



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย