

ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรที่มีต่อราคาและผลตอบแทน
ของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



นางสาวอุษณี วรพันธ์พิทักษ์

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต


สาขาวิชาการบัญชี ภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2549

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

THE RELATIONSHIP BETWEEN CASH FLOW AND EARNINGS ON PRICRS AND
STOCK RETURNS OF COMPANIES LISTED IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND



Miss Usanee Vorapanpituk

สภามหาวิทยาลัย
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 Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic Year 2006

Copyright of Chulalongkorn University

หัวข้อวิทยานิพนธ์

ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรที่มีต่อราคาและ
ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวอุษณี วรรณพิทักษ์

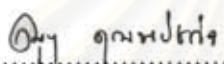
สาขาวิชา

การบัญชี

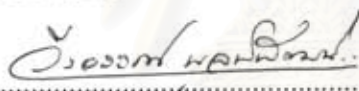
อาจารย์ที่ปรึกษา


อาจารย์ ดร.เอมอร ใจเก่งกิจ

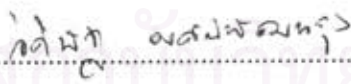
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้นับวิทยานิพนธ์
ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ

 คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
(รองศาสตราจารย์ ดร. ตนุชา คุณพนิชกิจ)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

 ประธานกรรมการ
(รองศาสตราจารย์วิวัฒน์ ฟูลพิพัฒน์)

 อาจารย์ที่ปรึกษา
(อาจารย์ ดร. เอมอร ใจเก่งกิจ)

 กรรมการ
(นายวิชาญ องค์กรพัฒนกุล)

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

อุษณี วรพันธ์พิทักษ์ : ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรที่มีต่อราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (THE RELATIONSHIP BETWEEN CASH FLOW AND EARNINGS ON PRICES AND STOCK RETURNS IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND) อ. ที่ปรึกษา: อ.ดร.เอมอร ใจเก่งกิจ, 73หน้า.

วิทยานิพนธ์นี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรที่มีต่อราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ กลุ่มตัวอย่างคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2545 – พ.ศ. 2548 ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้น กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มธนาคาร กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ กองทุน กลุ่มบริษัทที่อยู่ในระหว่างฟื้นฟูกิจการ วิธีการศึกษาใช้วิธีวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเดียวและเชิงพหุคูณ ทั้งแบบรวมและแบบแยกรายปี แบ่งเป็นการวิเคราะห์เชิงพรรณนาและการวิเคราะห์เชิงอนุมาน

ผลการวิจัยพบว่า 1. (ก) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน กิจกรรมจัดหาเงิน (ข) กระแสเงินสดตลอดภาวะ (ค) กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (ง) กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี (จ) กำไรก่อนรายการพิเศษ และ (ฉ) กำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ โดยตัววัดผลการดำเนินงานกำไรสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่าตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสด 2. (ก) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน กิจกรรมจัดหาเงิน (ข) กระแสเงินสดตลอดภาวะ และ (ค) กำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสดสามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่าตัววัดผลการดำเนินงานกำไร

สถาบันวิทยบริการ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาควิชา.....การบัญชี..... ลายมือชื่อนิสิต.....อุษณี วรพันธ์พิทักษ์.....
สาขาวิชา.....การบัญชี..... ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....
ปีการศึกษา.....2549.....

4782481426 : MAJOR ACCOUNTING

KEYWORD: CASH FLOW / EARNINGS / STOCK RETURNS

USANEE VORAPANPITUK: THE RELATIONSHIP BETWEEN CASH FLOW AND EARNINGS ON PRICES AND STOCK RETURNS IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND. THESIS ADVISOR: AIM-ORN JAIKENGKIT, Ph.D., 73 pp.

The purposes of this thesis are to investigate the relationship between cash flow and earnings on prices and stock returns. The samples are listed companies in all industries except Finance and Securities, Banking, Insurance, Property and Construction, Fund, Rehab co, in the Stock Exchange of Thailand during 2003 – 2005. The study applied both pooled and yearly simple and multiple regression analysis. Descriptive and inferential statistics are employed to analyze the data.

The results indicate that 1. (a) Cash flow from operation, investment, finance (b) free cash flow (c) earnings before interest, tax ,depreciation and amortization (d) earnings before interest and tax (e) earnings before extraordinary items and (f) net income have associate with stock prices and financial performance have higher significant explanatory power than cash flow performance. 2. (a) Cash flow from operation, investment, finance (b) free cash flow and (c) net cash flow have associate with stock returns and cash flow performance have higher significant explanatory power than financial performance.

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Department.....Accountancy..... Student's signature..... อสนี วรพานพิทุค
Field of study.....Accounting..... Advisor's signature..... อ. อ. อดิ
Academic year.....2006.....

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์เล่มนี้สำเร็จสมบูรณ์ได้ด้วยความกรุณาจากหลายท่าน ข้าพเจ้าขอกราบ
ขอบพระคุณ อาจารย์ ดร.เอมอร ใจเก่งกิจ ในฐานะอาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ซึ่งท่านได้กรุณา
ให้คำปรึกษา แนะนำ และเสนอความคิดเห็นที่มีคุณค่าต่อการศึกษา ตลอดจนการตรวจสอบแก้ไข
ให้วิทยานิพนธ์เล่มนี้เรียบร้อยสมบูรณ์อย่างยิ่ง และขอกราบขอบพระคุณรองศาสตราจารย์
วีรวรรณ พูลพิพัฒน์ ที่ท่านได้กรุณาเป็นประธานสอบวิทยานิพนธ์ และให้คำแนะนำที่เป็นประโยชน์
ในการปรับปรุงวิทยานิพนธ์ให้มีความเหมาะสมยิ่งขึ้น รวมถึงคณาจารย์คณะพาณิชยศาสตร์
และการบัญชีและคณาจารย์จากศูนย์กลางสถาบันเทคโนโลยีราชมงคลทุกท่านที่ช่วยประสิทธิ์
ประสาทวิชาความรู้ในหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิตและระดับปริญญาบัญชีบัณฑิตแก่
ข้าพเจ้า

ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณมารดา รวมถึงสมาชิกทุกคนในครอบครัว สำหรับการให้
ความดูแลและสนับสนุนด้านการศึกษา รวมถึงการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มาโดยตลอด ตลอดจน
เพื่อน ๆ ทุกคนที่ได้ให้การช่วยเหลือและคอยให้กำลังใจข้าพเจ้าด้วยดีเสมอมา

ประการสุดท้าย ข้าพเจ้าขอขอบพระคุณภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และ
การบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย สำหรับการสนับสนุนให้ทุนการศึกษาเป็นระยะเวลา 2 ปีของ
การศึกษาในจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ

หน้า

บทคัดย่อภาษาไทย	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ	ช
สารบัญตาราง.....	ญ
สารบัญรูปภาพ	ฎ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 ปัญหาการวิจัย.....	3
1.3 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	3
1.4 ขอบเขตของการวิจัย	3
1.5 กรอบแนวคิดการวิจัย	4
1.6 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย	4
1.7 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	5
1.8 วิธีดำเนินการวิจัย.....	5
1.9 ลำดับขั้นตอนในการนำเสนอผลการวิจัย	6
บทที่ 2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	7
2.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับงบกระแสเงินสด	7
2.2 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกระแสเงินสดปลดภาระ	10
2.3 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกำไร	12
2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	13
2.4.1 งานวิจัยเกี่ยวกับคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่ม.....	13
2.4.2 งานวิจัยเกี่ยวกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์.....	15
2.4.3 งานวิจัยอื่นที่เกี่ยวข้อง	19
2.5 การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย.....	20
2.5.1 สมมติฐานเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงาน กระแสเงินสดกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์.....	20

2.5.2 สมมติฐานเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงาน กำไรกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์.....	22
2.5.3 สมมติฐานเกี่ยวกับความสามารถของตัววัดผลการดำเนินงาน กระแสเงินสดและตัววัดผลการดำเนินงานกำไรในการอธิบายราคาและ ผลตอบแทนหลักทรัพย์.....	23
บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย.....	26
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	26
3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล	27
3.3 ตัวแบบและคำอธิบายตัวแปร.....	27
3.3.1 ตัวแบบ	27
3.3.2 คำอธิบายตัวแปร	28
3.4 แนวทางการวิเคราะห์ข้อมูล	29
3.4.1 การวิเคราะห์เชิงพรรณนา.....	29
3.4.2 การวิเคราะห์เชิงอนุมาน	30
3.4.2.1 การตรวจสอบประชากรตามเงื่อนไขการวิเคราะห์ ความถดถอยเชิงเดี่ยวและเชิงพหุคูณ	30
3.4.2.2 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเดี่ยวและเชิงพหุคูณ.....	31
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล	32
4.1 ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง	32
4.2 ผลการวิเคราะห์เชิงพรรณนา.....	33
4.3 ผลการวิเคราะห์เชิงอนุมานในภาพรวม	36
4.3.1 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงาน กระแสเงินสดกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ในภาพรวม	36
4.3.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงาน กำไรกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ในภาพรวม.....	40
4.3.3 ผลการวิเคราะห์ความสามารถของตัววัดผลการดำเนินงาน กระแสเงินสดและตัววัดผลการดำเนินงานกำไรในการอธิบาย ราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์.....	43

4.4 ผลการวิเคราะห์เชิงอนุमानแบบรายปี.....	46
4.4.1 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงาน กระแสเงินสดกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์แบบรายปี	46
4.4.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงาน กำไรที่มีต่อราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์แบบรายปี.....	49
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ.....	51
5.1 สรุปผลการวิจัย.....	51
5.1.1 ความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสด กับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ในภาพรวม	51
5.1.2 ความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกำไร กับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ในภาพรวม	52
5.1.3 ความสามารถของตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสดและตัววัด ผลการดำเนินงานกำไรในการอธิบายราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์	52
5.2 ข้อจำกัดของการวิจัย.....	53
5.3 ประโยชน์ที่ได้จากการวิจัย	54
5.4 ข้อเสนอแนะการทำวิจัยในอนาคต.....	54
รายการอ้างอิง.....	55
ภาคผนวก	59
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	73

สารบัญตาราง

หน้า

2.1	สรุปแหล่งที่มาของตัวแปร.....	25
4.1	จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล.....	32
4.2	สถิติเชิงพรรณนาสำหรับตัวแปรตาม.....	33
4.3	สถิติเชิงพรรณนาสำหรับตัวแปรอิสระ.....	34
4.4	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสด กับราคาหลักทรัพย์.....	37
4.5	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสด กับผลตอบแทนหลักทรัพย์.....	37
4.6	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกำไร กับราคาหลักทรัพย์.....	41
4.7	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกำไร กับผลตอบแทนหลักทรัพย์.....	41
4.8	ผลการทดสอบความสามารถของตัววัดผลการดำเนินงาน.....	44
4.9	สรุปผลการทดสอบสมมติฐานในภาพรวม.....	45
4.10	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสด กับราคาหลักทรัพย์แบบรายปี.....	46
4.11	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสด กับผลตอบแทนหลักทรัพย์แบบรายปี.....	47
4.12	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกำไร กับราคาหลักทรัพย์แบบรายปี.....	49
4.13	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกำไร กับผลตอบแทนหลักทรัพย์แบบรายปี.....	49

สารบัญภาพ

หน้า

1.1 กรอบแนวคิดการวิจัย4



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ นักลงทุนจำเป็นต้องใช้ข้อมูลจากหลายด้านมาประกอบการตัดสินใจ เพื่อช่วยลดความเสี่ยงในการลงทุน โดยข้อมูลที่สำคัญอย่างหนึ่งคืองบการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วยงบดุล งบกำไรขาดทุน งบกำไรสะสม งบกระแสเงินสด งบแสดงการเปลี่ยนแปลงในส่วนของผู้ถือหุ้น และหมายเหตุประกอบงบการเงิน ซึ่งงบการเงินจะให้ข้อมูลเกี่ยวกับฐานะการเงิน ผลการดำเนินงาน กระแสเงินสด การเปลี่ยนแปลงในฐานะการเงินของกิจการ และนโยบายการบัญชีที่กิจการเลือกใช้ งบการเงินจึงเป็นเครื่องมือในการสื่อสารของกิจการว่าในรอบระยะเวลาบัญชีที่ผ่านมารายการทางธุรกิจต่าง ๆ ส่งผลต่อฐานะการเงินและผลการดำเนินงานอย่างไร อีกทั้งให้ข้อมูลเกี่ยวกับทรัพยากรทางเศรษฐกิจของกิจการที่แสดงถึงความมั่นคง สภาพคล่องและโครงสร้างทางการเงิน รวมถึงผลการบริหารงานของผู้บริหารในการใช้สินทรัพย์ให้มีประสิทธิภาพ โดยงบกำไรขาดทุนเป็นรายงานทางการเงินที่แสดงผลการดำเนินงานสำหรับงวดเวลาหนึ่ง โดยจัดทำตามเกณฑ์คงค้าง รายการและเหตุการณ์ทางบัญชีจะรับรู้เมื่อเกิดขึ้นมิใช่เมื่อรับหรือจ่ายเงินสด งบกำไรขาดทุนจึงเป็นข้อมูลที่นักลงทุนให้ความสนใจเนื่องจากแสดงถึงกำไรที่เป็นตัววัดผลสำเร็จในการดำเนินงาน อีกทั้งยังเป็นสิ่งจำเป็นและสำคัญในการคาดคะเนเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจและผลกำไรในอนาคต ใช้ในการตัดสินใจขายหรือถือหลักทรัพย์ นอกจากนั้นกิจการอาจใช้ผลกำไรในการกำหนดนโยบายที่สำคัญ เช่น นโยบายการจ่ายเงินปันผล

นอกจากงบกำไรขาดทุนแล้ว ข้อมูลที่ผู้ใช้งบการเงินให้ความสำคัญอีกตัวหนึ่งคืองบกระแสเงินสด เนื่องจากงบกระแสเงินสดให้ข้อมูลที่นอกเหนือไปจากข้อมูลที่ปรากฏในงบการเงินอื่นๆ กล่าวคือ งบกระแสเงินสดจะแสดงกระแสเงินสดที่เกิดขึ้นในระหว่างรอบระยะเวลาบัญชีโดยจำแนกเป็นแหล่งที่มาและแหล่งที่ใช้ไปของเงินสดในกิจกรรมต่างๆ ผู้ใช้งบการเงินจึงสามารถวิเคราะห์ถึงสภาพคล่องของกิจการว่ามีมากน้อยเพียงใด รวมถึงความยืดหยุ่นทางการเงินที่จะบอกถึงความสามารถของกิจการในการตอบสนองและปรับตัวให้เข้ากับโอกาสและอุปสรรคต่างๆ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548)

จากความสำคัญของทั้งงบกำไรขาดทุนและงบกระแสเงินสดที่กล่าวมา ทำให้มีผู้วิจัยทำการวิจัยเกี่ยวกับกำไรและกระแสเงินสดในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์จำนวนมากในต่างประเทศ โดยงานวิจัยบางงานพบว่าไม่มีความแตกต่างกันระหว่างกำไรและกระแสเงินสดในการวัดผลการดำเนินงาน บางงานวิจัยพบว่าข้อมูลกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์มากกว่ากระแสเงินสดโดยมีเหตุผลสนับสนุนว่ากำไรที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้างได้รวมไปถึงรายการค้างรับ ค้างจ่าย รับล่วงหน้า จ่ายล่วงหน้าทำให้รายการและเหตุการณ์ทางบัญชีบันทึกและแสดงตามงวดเวลาที่เกี่ยวข้อง แต่บางงานวิจัยกลับให้ข้อสรุปว่าข้อมูลกระแสเงินสดมีประโยชน์มากกว่ากำไร เพราะกำไรขาดทุนที่จัดทำตามเกณฑ์คงค้างจะได้รับผลกระทบจากการใช้วิธีการบัญชีที่แตกต่างกัน ผู้วิจัยจึงสนใจนำเรื่องนี้มาศึกษาว่าสำหรับตลาดทุนในประเทศไทยระหว่างกระแสเงินสดและกำไรนั้นข้อมูลใดที่มีความสัมพันธ์และสามารถอธิบายราคากับผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่า

ในการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกำไรกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์นั้นพบว่า ข้อมูลกำไรที่นำมาใช้เป็นกำไรก่อนรายการพิเศษและ กำไรสุทธิ งานวิจัยนี้จึงขยายข้อมูลกำไรที่ใช้ในการศึกษาเป็นกำไรในระดับต่างๆ โดยเพิ่มกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) และกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี (EBIT) เพื่อให้ครอบคลุมกำไรในแต่ละชั้นของงบกำไรขาดทุน เนื่องจากกำไรในแต่ละรายการนั้นให้ประโยชน์ที่แตกต่างกันตามวัตถุประสงค์ของการนำไปใช้โดย EBITDA จะแสดงเฉพาะรายได้หลักและต้นทุนที่เกี่ยวข้อง EBITDA จึงไม่มีผลกระทบจากนโยบายค่าเสื่อมราคา ค่าตัดจำหน่ายที่แตกต่างกันในแต่ละกิจการ รวมไปถึงดอกเบี้ยและผลของภาษี ส่วน EBIT จะมีการคิดค่าเสื่อมราคาซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายที่ไม่ได้มีการจ่ายเงินสดออกไปจริง แต่เป็นการปันส่วนจากการที่ได้รับประโยชน์เชิงเศรษฐกิจจากสินทรัพย์ เนื่องจากกิจการใช้ประโยชน์ของสินทรัพย์นั้นอยู่เสมอ จึงต้องลดราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ลงเพื่อแสดงให้เห็นประโยชน์ที่กิจการจะได้รับจากสินทรัพย์นั้นในอนาคต

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์นั้น นักวิจัยส่วนมากจะให้ความสำคัญเฉพาะกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานซึ่งเป็นเพียงส่วนหนึ่งของงบกระแสเงินสดเท่านั้น งานวิจัยนี้จึงนำกระแสเงินสดทั้งหมด คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน กิจกรรมจัดหาเงิน และเพิ่มกระแสเงินสดปลอดภาษี (Free Cash Flow) กระแสเงินสดสุทธิ (Net Cash Flow) เนื่องจากกระแสเงินสดปลอดภาษีเป็นข้อมูลที่นักวิเคราะห์นำไปใช้ในการคำนวณหามูลค่ากิจการซึ่งมูลค่ากิจการนี้จะเป็นตัวกำหนดราคาหลักทรัพย์ จึงเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนอย่างมาก การเพิ่มตัวแปรในงานวิจัยจึงทำให้ได้ข้อมูลที่

ครบถ้วนมากขึ้นและยังทราบว่าส่วนประกอบใดของงบกำไรขาดทุนและงบกระแสเงินสดจะเป็นตัววัดประสิทธิภาพการดำเนินงานที่จะอธิบายราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด

1.2 ปัญหาการวิจัย

1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน กิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสด ปลอดภัย และกระแสเงินสดสุทธิ มีความสัมพันธ์กับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ของบริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่

2. กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย และภาษี กำไรก่อนรายการพิเศษ และกำไรสุทธิ มีความสัมพันธ์กับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่

3. กระแสเงินสดสามารถอธิบายราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรหรือไม่

1.3 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรที่มีต่อราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

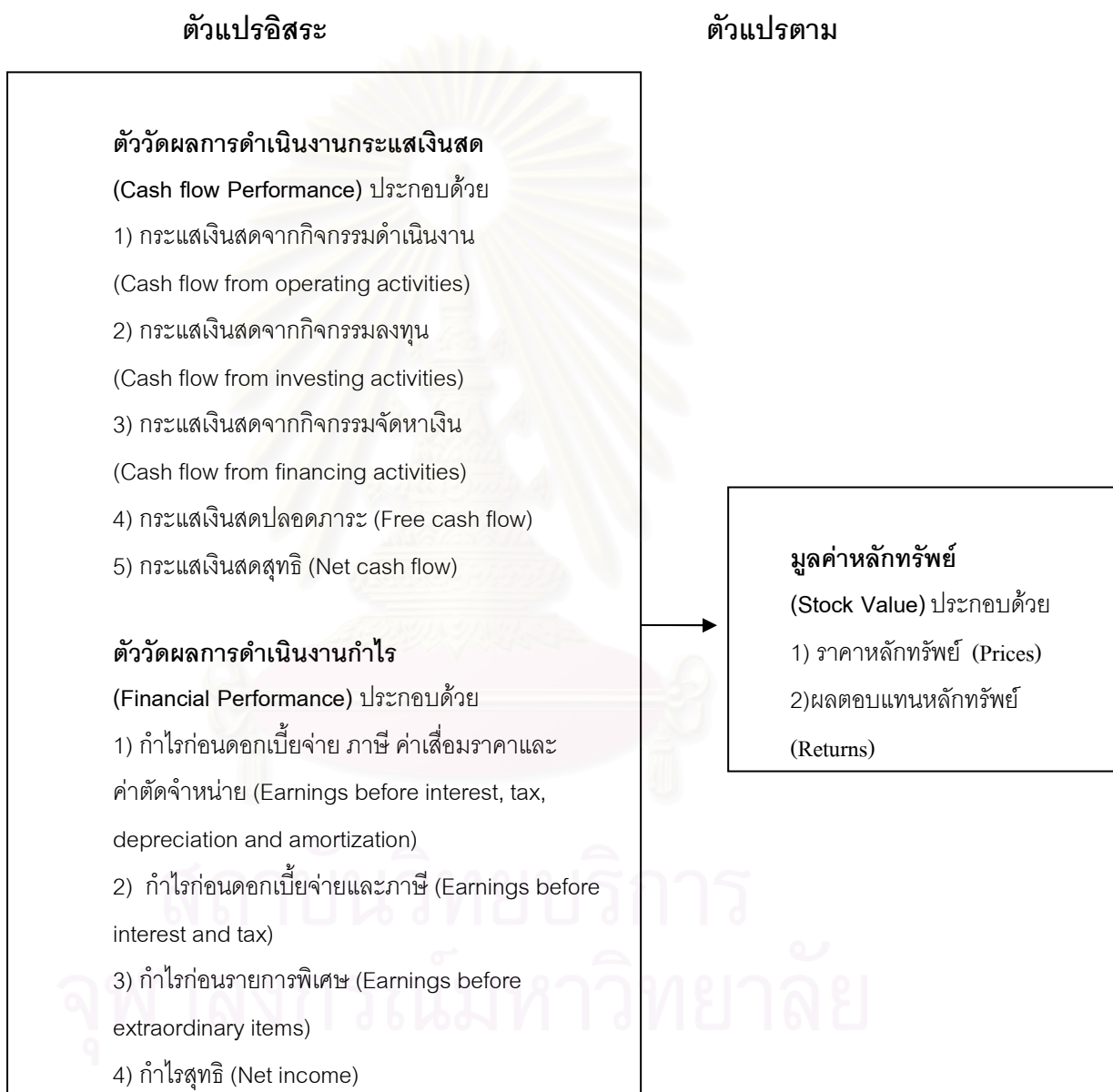
2. เพื่อเปรียบเทียบความสามารถของกระแสเงินสดและกำไรในการอธิบายราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์

1.4 ขอบเขตของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ศึกษาข้อมูลในงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกบริษัท ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ (Finance and Securities) กลุ่มธนาคาร (Banking) กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย (Insurance) กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (Property and Construction) กลุ่มบริษัทที่อยู่ในระหว่างฟื้นฟูกิจการ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ บริษัทที่รอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดไม่ตรงกับวันที่ 31 ธันวาคม โดยระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาอยู่ระหว่างปีพ.ศ. 2546-2548 เนื่องจากกลุ่มบริษัทเหล่านี้เป็นกลุ่มบริษัทที่มีลักษณะเฉพาะ มีข้อบังคับในการจัดทำและนำเสนองบการเงินที่แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น ๆ

1.5 กรอบแนวคิดการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ จำแนกตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาออกเป็น 2 กลุ่มคือ ตัวแปรอิสระ และตัวแปรตามรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิดแสดงไว้ในส่วนของระเบียบวิธีวิจัย (บทที่ 3) ในส่วนนี้จะ เป็นเพียงกรอบแนวคิดการวิจัย ซึ่งมีกรอบแนวคิดแสดงในรูปที่ 1.1



1.6 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

1) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน หมายถึง กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการหรือจากกิจกรรมอื่นที่ไม่ใช่กิจกรรมลงทุนหรือกิจกรรมจัดหาเงิน กระแส

เงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานจึงมักเป็นผลมาจากรายการต่างๆ และเหตุการณ์อื่นที่เกิดขึ้นในการคำนวณกำไรสุทธิ แต่ไม่รวมถึงกำไรหรือขาดทุนจากการขายสินทรัพย์ซึ่งถือเป็นส่วนหนึ่งของกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน

2) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน หมายถึง กระแสเงินสดที่เกิดขึ้นจากการซื้อและจำหน่ายสินทรัพย์ระยะยาวและเงินลงทุนอื่นของกิจการซึ่งไม่รวมอยู่ในรายการเทียบเท่าเงินสด กระแสเงินสดดังกล่าวแสดงถึงรายจ่ายที่กิจการได้จ่ายไปเพื่อซื้อสินทรัพย์ต่างๆ ที่จะก่อให้เกิดรายได้และกระแสเงินสดรับในอนาคต

3) กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน หมายถึง กระแสเงินสดที่เกิดจากการก่อกำเนิดขึ้นทั้งระยะสั้นและระยะยาวและกระแสเงินสดที่ได้รับจากการลงทุนโดยเจ้าของกิจการหรือจากกิจกรรมอื่นใดที่มีผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในขนาดและโครงสร้างของส่วนของผู้ถือหุ้นและส่วนของการกู้ยืมของกิจการ

4) กระแสเงินสดปลอดภัย หมายถึง กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน บวกเงินสดจ่ายค่าดอกเบี้ย หักรายจ่ายฝ่ายลงทุน

1.7 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เข้าใจความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรในการอธิบายราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. เป็นประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงินโดยสามารถทำความเข้าใจความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุน และเพิ่มประสิทธิภาพในการประเมินผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ต้องการลงทุน

3. เป็นประโยชน์ต่อหน่วยงานกำกับดูแลบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ โดยนำผลการวิจัยมาเป็นแนวทางในการกำหนดตัววัดผลการดำเนินงานที่เหมาะสม

1.8 วิธีดำเนินการวิจัย

งานวิจัยในครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) โดยศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรที่มีต่อราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยมีวิธีดำเนินการวิจัย ดังนี้

1. ศึกษางานวิจัยในต่างประเทศและสมการแบบโครงสร้างเพื่อให้เกิดความเข้าใจในการศึกษาโดยใช้ข้อมูลของประเทศไทย

2. ศึกษาลักษณะทั่วไปของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อให้เลือกกลุ่มตัวอย่างที่จะใช้ในการวิจัยได้อย่างเหมาะสม

3. เก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินและข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทที่ทำการศึกษาดังแต่ปีพ.ศ. 2546-2548

4. ทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรโดยใช้การวิเคราะห์เชิงพรรณนา(Descriptive Analysis) และการวิเคราะห์เชิงอนุมาน (Inferential Analysis) ซึ่งประกอบไปด้วยการวิเคราะห์ความถดถอยอย่างง่าย (Simple Regression) และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression)

5. สรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบสมมติฐานการวิจัย

1.9 ลำดับขั้นตอนในการนำเสนอผลการวิจัย

เนื้อหาและผลการศึกษาในครั้งนี้จะมีการนำเสนอโดยแบ่งเป็น 5 บท ดังนี้

บทที่ 1 บทนำ กล่าวถึง ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา ปัญหาการวิจัย วัตถุประสงค์ของการวิจัย ขอบเขตของการวิจัย กรอบแนวคิดการวิจัย คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ และวิธีการดำเนินวิจัย

บทที่ 2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง กล่าวถึง แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับงบกระแสเงินสด แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกระแสเงินสดปลดลดภาระ แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกำไร งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง และการพัฒนาสมมติฐานการวิจัย

บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย กล่าวถึง ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง การเก็บรวบรวมข้อมูล ตัวแบบและคำอธิบายตัวแปร และแนวทางการวิเคราะห์ข้อมูล

บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล กล่าวถึง ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง ผลการวิเคราะห์เชิงพรรณนา ผลการวิเคราะห์เชิงอนุมานในภาพรวม และผลการวิเคราะห์เชิงอนุมานแบบรายปี

บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ กล่าวถึง สรุปผลการวิจัย ข้อจำกัดของการวิจัย ประโยชน์ที่ได้จากการวิจัย และข้อเสนอแนะการทำวิจัยในอนาคต

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยนี้แบ่งออกได้เป็น 4 ส่วนคือ แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับงบกระแสเงินสด แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกระแสเงินสดปลอดภัย แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกำไร และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับงบกระแสเงินสด

งบกระแสเงินสด คือ รายงานการเงินที่แสดงแหล่งที่มาและแหล่งที่ใช้ไปของเงินสดในระหว่างงวดบัญชีที่กำลังพิจารณา ซึ่งแสดงว่ากิจการได้เงินสดมาจากแหล่งใด และใช้เงินสดนั้นไปอย่างไร ผลต่างของเงินสดที่ได้มาทั้งหมดกับเงินสดที่ใช้ไปทั้งหมดตลอดงวดบัญชี จะต้องเท่ากับเงินสดที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงในงวดบัญชีนั่นๆ

มาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 25 เรื่อง งบกระแสเงินสด เป็นไปตามเกณฑ์ที่กำหนดขึ้นโดยมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ ฉบับที่ 7 (ฉบับปรับปรุงปี 1992) มาตรฐานการบัญชีฉบับนี้ได้กล่าวถึงวัตถุประสงค์หลักของงบกระแสเงินสดไว้อย่างกว้างๆ ว่างบกระแสเงินสดจัดทำขึ้นเพื่อให้ข้อมูลเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดของกิจการ โดยการเสนองบกระแสเงินสดที่จำแนกกระแสเงินสดที่เกิดขึ้นในระหว่างรอบระยะเวลาบัญชีเป็นเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน จากกิจกรรมลงทุน และจากกิจกรรมจัดหาเงิน

รูปแบบการนำเสนองบกระแสเงินสดสามารถทำได้ 2 แบบ คือ วิธีทางตรง และวิธีทางอ้อม ทั้งสองวิธีแตกต่างกันที่การนำเสนอในส่วนของกิจกรรมดำเนินงาน วิธีแรกคือวิธีทางตรงแสดงกระแสเงินสดรับและเงินสดจ่ายตามลักษณะของรายการหลักที่สำคัญ วิธีที่สองคือวิธีทางอ้อมแสดงยอดกำไร(ขาดทุน)สุทธิปรับปรุงด้วยผลกระทบของรายการที่ไม่เกี่ยวกับเงินสด รายการค้างรับ ค้างจ่าย รับล่วงหน้า จ่ายล่วงหน้าและรายการของรายได้หรือค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับกระแสเงินสดจากการลงทุนหรือจัดหาเงิน การแสดงกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานโดยวิธีทางตรงจะแสดงรายการโดยแยกออกเป็นเงินสดรับและเงินสดจ่ายช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินมองเห็นถึงการรับและจ่ายเงินสดระหว่างงวดได้ชัดเจนทำให้เข้าใจถึงความสัมพันธ์ระหว่างกำไร(ขาดทุน)สุทธิของ

กิจการกับกระแสเงินสดได้ดียิ่งขึ้น จึงเป็นประโยชน์ในการประมาณการกระแสเงินสดในอนาคตซึ่งเป็นข้อมูลที่จะไม่ได้รับถ้าใช้วิธีทางอ้อม

ในอดีตมีการจัดทำงบกำไรขาดทุนและงบดุลเท่านั้น แต่เนื่องจากงบกำไรขาดทุนใช้หลักเกณฑ์การคำนวณตามเกณฑ์คงค้าง โดยมีการรับรู้รายการและเหตุการณ์ทางบัญชีเมื่อเกิดรายการ ไม่คำนึงว่ามีการรับหรือจ่ายเงินสดไปแล้วหรือไม่ ซึ่งทำให้ผู้ใช้งบการเงินบางคนเข้าใจว่ากิจการมีเงินสดคงเหลือเท่ากับกำไรสุทธิที่แสดงในงบกำไรขาดทุน แต่กำไรสุทธิที่กิจการมีอยู่ไม่ได้แสดงถึงจำนวนเงินสดของกิจการที่สามารถนำมาใช้ดำเนินงานได้ เพราะรายได้บางส่วนยังไม่ได้รับเงินจริงหรือรายจ่ายบางส่วนยังไม่ได้มีการจ่ายเงินออกไปจริง ในปี พ.ศ. 2536 สภาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทยได้ออกมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 25 เรื่องงบกระแสเงินสด ให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จัดทำงบกระแสเงินสด โดยถือปฏิบัติ 1 มกราคม 2537 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ข้อมูลเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด กระแสเงินสดที่กิจการได้รับ และความจำเป็นในการใช้กระแสเงินสดนั้น โดยประโยชน์ที่ผู้ใช้งบการเงินจะได้รับจากงบกระแสเงินสดที่นอกเหนือไปจากงบกำไรขาดทุน คือ

1 ช่วยประเมินความสามารถของกิจการในการก่อให้เกิดรายได้ที่เป็นเงินสด ทำให้พยากรณ์จำนวนเงิน ระยะเวลา และความแน่นอนที่จะเกิดขึ้นของกระแสเงินสดในอนาคต ใช้ตรวจสอบความถูกต้องของการประเมินผลของกระแสเงินสดในอนาคตที่ได้จัดทำในอดีต การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไร และกระแสเงินสดสุทธิ และผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงในระดับราคา

2 ช่วยประเมินความสามารถในการจ่ายชำระหนี้ในอนาคตและความสามารถในการจ่ายเงินปันผล แม้กิจการจะแสดงผลกำไรแต่หากไม่มีเงินสดเพียงพอก็ไม่สามารถจ่ายชำระภาระผูกพันได้

3 ทราบถึงมูลเหตุที่ทำให้กำไรสุทธิแตกต่างจากเงินสดของกิจการ

4 ทราบถึงโครงสร้างการใช้จ่ายเพื่อการลงทุน และการจัดหาเงินเพื่อสร้างความแข็งแกร่งและความสามารถในการแข่งขันว่ามีมากน้อยเพียงใด

5 ใช้เปรียบเทียบกับกิจการอื่นได้ เพราะเป็นวิธีที่ได้ตัดผลกระทบที่เกิดจากการใช้วิธีการบัญชีที่แตกต่างกันสำหรับรายการและเหตุการณ์เดียวกันออกไป

ด้วยลักษณะดังกล่าวงบกระแสเงินสดจึงให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์อย่างมากทั้งกับผู้บริหารของกิจการและบุคคลภายนอกที่สนใจ งบกระแสเงินสดจะแสดงภาพรวมของข้อมูลแหล่งที่มาและที่ไปของเงินสด รายได้ที่เป็นเงินสด การใช้จ่ายเงินสดในกิจกรรมต่างๆ และภาพกระแสเงินสดรวม

ผู้บริหารบางคนพบว่าแนวคิดเรื่องเงินสดหมุนเวียนและรายได้ที่เป็นเงินสด เป็นเครื่องมือวัดประสิทธิภาพรวมขององค์กรที่น่าสนใจมากกว่าการใช้เกณฑ์คงค้างในทางบัญชีในปัจจุบัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสถานการณ์ปัจจุบันที่หลายๆกิจการประสบปัญหาทางด้านเงินสด นอกจากนี้งบกระแสเงินสดยังช่วยผู้บริหารในเรื่องการตัดสินใจเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลและความจำเป็นในการกู้ยืม กล่าวโดยรวมงบกระแสเงินสดจะช่วยผู้บริหารมองเห็นภาพความสามารถของตนในการบริหารกิจการ

งบการเงินที่ใช้เกณฑ์เงินสดจะสามารถให้ภาพที่แท้จริงของการหมุนเวียนกระแสเงินสดของกิจการซึ่งสามารถเป็นสัญญาณของการเกิดการล้มละลาย (Bankruptcy) หรือการค้างชำระหนี้ (Default) ได้ดี โดยจากการศึกษาของสรรพงศ์ ลิ้มปรีธารกุล (2542) พบว่างบกระแสเงินสดเป็นงบการเงินหนึ่งเพื่อช่วยให้ผู้ใช้เกิดประโยชน์ในด้านของ

1. การพยากรณ์กระแสเงินสดในอนาคตและวัฏจักรของธุรกิจ (Predictable in Future Cash Flow and Business Cycle)
2. การส่งสัญญาณเตือนภาวะล้มละลาย (Warning Signal for Bankruptcy or Default)
3. การกำหนดมูลค่ากิจการ (Firm Valuation)

การวิเคราะห์ทั้งงบกระแสเงินสดทำได้หลายวิธี โดยวิธีที่นิยมคือการจำแนกรายการต่างๆในงบกระแสเงินสดที่จัดทำขึ้นตามวิธีทางตรงออกตามความถี่ของการเกิดรายการ(Frequency of Occurrence) และตามช่วงเวลา (Longevity) หากกระแสเงินสดนั้นเป็นรายการที่เกิดขึ้นเป็นประจำและคาดว่าจะเกิดขึ้นอีกในอนาคต ความถี่ของการเกิดรายการ แบ่งเป็น 2 ลักษณะ คือ

1. รายการที่เกิดขึ้นเป็นประจำ Recurring
2. รายการซึ่งนานๆจะเกิดขึ้น Non-recurring

ช่วงเวลาของแต่ละรายการจะพิจารณาจากลักษณะของบัญชีที่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดนั้น เช่น บัญชีรายได้ ถือเป็นส่วนหนึ่งของการคำนวณกำไรสุทธิ ซึ่งกำไรสุทธิจะโอนปิดไปบัญชีกำไรสะสม ส่วนการเพิ่มขึ้นของลูกหนี้การค้าจะเกี่ยวข้องกับบัญชีลูกหนี้การค้า ซึ่งนอกจากการจำแนกรายการต่างๆ ในงบกระแสเงินสดตามลักษณะดังกล่าว ผู้วิเคราะห์ยังสามารถวิเคราะห์ตามแหล่งที่มาของเงินสดโดยอาจแบ่งเป็น

- 1 เงินสดรับระยะยาว (Long-term Cash Sources) เช่น จากการกู้ยืมระยะยาว หรือจากการออกหุ้นทุน หรือหลักทรัพย์หุ้นทุนอื่น หรือจากการขายที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ควรนำไปใช้ในเงินสดจ่ายระยะยาว (Long-term Cash User) เช่น ซื้อที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ หรือนำไปจ่าย

แก่ผู้เป็นเจ้าของเพื่อซื้อหรือไถ่ถอนหุ้นทุนของกิจการ หรือจ่ายชำระเงินกู้ยืมระยะยาว โดยหลักการแล้วเงื่อนไขการชำระเงินของเงินสดรับระยะยาวควรจะนานกว่าเงื่อนไขการชำระเงินของเงินสดจ่ายระยะสั้น

2 เงินสดรับระยะยาวอาจนำไปจ่ายในเงินสดจ่ายระยะสั้น (Short-term Cash User) แต่เงินสดรับระยะสั้น (Short-term Cash Sources) ไม่ควรนำไปใช้ในเงินสดจ่ายระยะยาว

3 เงินสดรับที่เกิดขึ้นเป็นประจำ (Recurring Cash Sources) เช่น รายได้จากการขายสินค้าและบริการ ค่าเสื่อมราคา การตั้งสำรอง ภาษีหรือการตัดบัญชี ควรนำไปใช้ในเงินสดจ่ายที่เกิดขึ้นเป็นประจำ (Recurring User) เช่น ต้นทุนขาย ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน ภาษีเงินได้ และเงินปันผลจ่าย

4 เงินสดรับที่เกิดขึ้นเป็นประจำอาจนำไปใช้ในเงินสดจ่ายที่มีได้เกิดเป็นประจำแต่เงินสดรับที่มีได้เกิดเป็นประจำ ไม่ควรนำไปใช้ในเงินสดจ่ายที่เกิดเป็นประจำ (Recurring User)

เหตุผลที่สนับสนุนหลักการข้างต้น คือ หากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเป็นแหล่งที่มาของกระแสเงินสดเพียงแหล่งเดียวที่จะสามารถนำไปใช้เพื่อชำระเงินกู้ยืม หรือเพื่อการลงทุนใหม่ๆ กิจการควรก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เพียงพอต่อการจ่ายชำระหนี้เงินกู้ยืมก่อน หากไม่เพียงพอก็อาจจำเป็นต้องจัดหาเงินจากแหล่งภายนอก โดยการออกหุ้นทุน หุ้นกู้ หรือโดยการกู้ยืม หรือโดยการขายทรัพย์สินระยะยาวบางส่วนออกไป

2.2 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกระแสเงินสดปลอดภัย

กระแสเงินสดปลอดภัย หมายถึง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่เหลืออยู่ ที่กิจการจะสามารถนำไปใช้จ่ายตามดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ภายหลังจากหักจ่ายที่จำเป็นทั้งหมดที่เป็นตัวเงิน จากนิยามพื้นฐานของกระแสเงินสดปลอดภัยนี้ อาจสรุปได้ว่ากระแสเงินสดปลอดภัย คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานหักด้วยรายจ่ายฝ่ายทุนที่จำเป็นต่อการคงไว้ซึ่งขีดความสามารถในการผลิตปัจจุบัน

โดยนิยามข้างต้นนี้จะใช้ได้ผลก็ต่อเมื่อค่าเสื่อมราคาที่เกิดขึ้นจากราคาทุนในอดีตของสินทรัพย์เป็นตัววัดการใช้งานของสินทรัพย์ที่ดี ค่าเสื่อมราคาของสินทรัพย์แสดงถึงขีดความสามารถในการผลิตในปัจจุบันที่ลดลง ดังนั้นรายจ่ายฝ่ายทุนที่จำเป็นต่อการคงไว้ซึ่งขีดความสามารถในการผลิตปัจจุบันจึงเท่ากับค่าเสื่อมราคาของสินทรัพย์ เพื่อรักษาระดับขีดความสามารถในการผลิตที่ลดลงให้กลับมาเท่าเดิม ซึ่งหมายความว่ากระแสเงินสดปลอดภัยจะมีค่าเท่ากับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานหักด้วยค่าเสื่อมราคาสำหรับงวดนั้น ๆ แต่ค่า

เสื่อมราคาที่เกิดขึ้นตามราคาหุ้นในอดีตของสินทรัพย์ส่วนมากเกิดจากการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร ในการประมาณราคาซาก อายุการใช้งาน และรูปแบบของการใช้งาน ทำให้การวัดต้นทุนการ เปลี่ยนทดแทนเพื่อรักษาขีดความสามารถในการผลิตในปัจจุบันทำได้ยาก และในทางปฏิบัติการ แยกจ่ายจ่ายฝ่ายทุนเพื่อการเปลี่ยนทดแทน และเพื่อรองรับการเติบโตทำได้ยากเช่นกัน ด้วยเหตุนี้ การคำนวณกระแสเงินสดปลอดภาระ จึงเท่ากับ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานหักด้วย รายจ่ายจ่ายฝ่ายทุนทั้งหมด รวมถึงรายจ่ายเพื่อซื้อเครื่องจักรใหม่มาทดแทนเครื่องจักรเก่าและ รายจ่ายเพื่อรองรับการเติบโต (กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน)

โดยกระแสเงินสดปลอดภาระที่ใช้ในแบบสมการสำหรับการประเมินมูลค่ากิจการ (Valuation Models) อาจแตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับว่านักวิเคราะห์ต้องการจะวิเคราะห์กระแสเงินสด ปลอดภาระที่จะตกเป็นของกิจการ (Unleveraged Free Cash Flow) ซึ่งได้แก่เจ้าหนี้และผู้ถือหุ้น หรือต้องการจะวิเคราะห์กระแสเงินสดปลอดภาระที่จะตกเป็นของผู้ถือหุ้นเท่านั้น (Leveraged Free Cash Flow) โดยสรุปรูปแบบการคำนวณได้ดังนี้

Unleveraged Free Cash Flow	Leveraged Free Cash Flow
กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน + เงินสดจ่ายค่าดอกเบี้ย – รายจ่ายจ่ายฝ่ายทุนเพื่อการเปลี่ยนทดแทน	กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน + เงินสดจ่ายค่าดอกเบี้ย – รายจ่ายจ่ายฝ่ายทุนเพื่อการเปลี่ยนทดแทน – เงินต้นที่ต้องจ่ายชำระหนี้ตามกำหนด + เงินสดจากการกู้ยืม

นอกจากวิธีการวัดมูลค่ากระแสเงินสดปลอดภาระตามที่ได้กล่าวมาข้างต้นแล้ว ยัง สามารถคำนวณโดยใช้ข้อมูลกำไรสุทธิก่อนดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) หรือกำไรสุทธิเป็นจุดเริ่มต้นในการคำนวณหากระแสเงินสดปลอดภาระแทนกระแสเงิน สดสุทธิจากการดำเนินงานได้อีกด้วย แต่ทั้งนี้การคำนวณโดยใช้ข้อมูลกำไรเป็นหลักนั้นทำให้ กระแสเงินสดปลอดภาระที่ได้ไม่ได้สะท้อนถึงมูลค่าของเงินสดเลยแม้แต่น้อย เนื่องจากข้อมูลกำไร ไม่ได้มีการปรับการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียนที่จำเป็นสำหรับการดำเนินงาน ดังนั้นจึงนิยม ใช้การคำนวณจากกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานเป็นหลักมากกว่า

2.3 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกำไร

ความหมายของผลกำไรอาจแตกต่างกันไป ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์ของผู้ที่ต้องการวัดผลกำไร ความหมายของผลกำไรในแต่ละทัศนศึกษาดังนี้

กำไรทางเศรษฐศาสตร์ หมายถึง การวัดมูลค่าส่วนที่เพิ่มขึ้นของสินค้าหรือบริการ เนื่องจากการขาย ดังนั้นกำไรทางเศรษฐศาสตร์จึงหมายถึง ผลต่างของราคาขายกับต้นทุนขาย หรือต้นทุนบริการ กำไรในความหมายนี้จะ เป็นของบุคคลที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน เช่น เจ้าของ เจ้าหนี้ พนักงาน เป็นต้น

กำไรของกิจการ หมายถึง กำไรที่เกิดจากการดำเนินงานของกิจการ กำไรดังกล่าวใช้วัดประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ดังนั้น จึงไม่ควรรวมรายการที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน เช่น ดอกเบี้ยที่จ่ายให้เจ้าหนี้ ซึ่งเป็นผลตอบแทนจากการใช้เงินทุน หรือเงินปันผลที่จ่ายให้ผู้ถือหุ้น หรือภาษีอากรที่จ่ายให้รัฐบาล เป็นต้น กำไรในความหมายนี้จะ เป็นของเจ้าหนี้ ผู้ถือหุ้น และรัฐบาล

กำไรของผู้ลงทุน ตามแนวคิดนี้เจ้าหนี้และผู้ถือหุ้นต่างก็เป็นผู้ลงทุนในกิจการ แต่เจ้าหนี้มีสิทธิเรียกร้องเหนือผู้ถือหุ้น กำไรในความหมายนี้จะ เป็นของเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้น

กำไรของผู้ถือหุ้น หมายถึง กำไรของกิจการหักด้วยดอกเบี้ยและภาษีอากร กำไรจึงเป็นของผู้ถือหุ้นสามัญและผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ

แนวคิดในการวัดผลกำไรจะพิจารณาถึงสาเหตุที่ทำให้แนวคิดในการวัดผลกำไรแตกต่างกัน โดยแนวคิดในการวัดผลกำไรที่เกิดจากโครงสร้างทฤษฎีบัญชี หรือแนวคิดในการวัดผลกำไรทางบัญชีได้ให้ความหมายของ กำไรทางบัญชี (Accounting Income) ว่าหมายถึง ผลต่างระหว่างรายได้ที่เกิดขึ้นในงวดบัญชีกับต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้อง ซึ่งเป็นผลมาจาก

1. ข้อสมมติขั้นมูลฐานทางการบัญชี คือ หลักการเกิดขึ้นของรายได้ หลักราคาทุน หลักการจับคู่ค่าใช้จ่ายกับรายได้ หลักรอบเวลา
2. รายการและเหตุการณ์ทางบัญชีที่เกิดขึ้นแล้ว คือ รายได้จากการขายสินค้าหรือบริการหักด้วยต้นทุนต่างๆ ที่เกิดขึ้น จนทำให้สินค้าหรือบริการนั้นอยู่ในสภาพที่พร้อมจะขาย กำไรทางบัญชีจึงเกิดขึ้นจากเกณฑ์การจับคู่รายได้และค่าใช้จ่าย ซึ่งกำหนดให้กิจการรับรู้รายได้พร้อมกับค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากรายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีเดียวกัน

วิธีการวัดผลกำไรทางบัญชี แบ่งเป็น 2 ประเภท คือ

1. การวัดผลกำไรจากรายการและเหตุการณ์ทางบัญชี (Transaction Approach) การวัดผลกำไรตามแนวคิดนี้อาจเป็นรายการและเหตุการณ์ทางบัญชีที่เกิดขึ้นกับภายนอกกิจการ เช่น

การกู้ยืม การขายสินค้า เป็นต้น หรือ อาจเป็นรายการและเหตุการณ์ทางบัญชีที่เกิดขึ้นภายในกิจการ เช่น การโอนวัตถุดิบทางตรงเพื่อใช้ในการผลิต การใช้แรงงานทางตรง หรือการปันส่วนค่าใช้จ่ายการผลิต เป็นต้น แนวคิดนี้ทำให้กิจการบันทึกรายการและเหตุการณ์ทางบัญชีที่เกิดขึ้นในรอบระยะเวลาบัญชี ข้อดีของแนวคิดนี้ คือ กิจการสามารถแสดงรายละเอียดของกำไรได้หลายรูปแบบ เช่น กำไรตามประเภทของสินค้า กำไรตามประเภทของลูกค้า และกิจการสามารถแสดงกำไรตามสาเหตุการเกิดกำไร เช่น กำไรจากการดำเนินงาน กำไรจากการลงทุน กำไรจากการขายสินค้า

2. การวัดผลกำไรจากกิจกรรม (Activity Approach)

ตามแนวคิดนี้กิจการจะวัดผลกำไรโดยพิจารณาจากกิจกรรมในการดำเนินธุรกิจ เช่น การผลิต การขาย จนถึงการเก็บเงินค่าขาย ดังนั้น กำไรจึงเกิดขึ้นจากการรายงานผลของความสำเร็จ ซึ่งไม่ใช่รายงานการคาดคะเนถึงความสำเร็จที่อาจเกิดขึ้น กิจการจึงให้ความสนใจในกิจกรรมที่เกิดขึ้นโดยไม่สนใจการเปลี่ยนแปลงในมูลค่า แนวคิดนี้มีข้อดี คือ กิจการสามารถวัดผลกำไรตามวัตถุประสงค์ของการดำเนินงาน และผู้บริหารของกิจการ สามารถวัดประสิทธิภาพในการดำเนินงานของแต่ละกิจกรรมได้

2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.4.1 งานวิจัยเกี่ยวกับความมีคุณค่าของข้อมูลส่วนเพิ่ม (Incremental Information content)

Wilson (1986) ศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลส่วนเพิ่มของรายการพึงรับพึงจ่ายและกระแสเงินสดในช่วง 1981-1982 พบว่ารายการพึงรับพึงจ่ายรวม และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีคุณค่าข้อมูลเกินกว่ากำไร หากพิจารณารายการพึงรับพึงจ่ายตามระยะเวลา รายการพึงรับพึงจ่ายระยะสั้นมีคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่มเกินกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

Livnat and Zarowin (1990) ทดสอบความมีคุณค่าของข้อมูลส่วนเพิ่มของกระแสเงินสด โดยเน้นที่ส่วนประกอบของ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงิน พบว่า รายการแต่ละรายการในกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกิจกรรมจัดหาเงินจากการจำหน่ายหุ้นกู้และหุ้นสามัญ ความสัมพันธ์กับผลตอบแทนในระดับที่มีนัยสำคัญและระดับต่ำตามลำดับ ในขณะที่กิจกรรมลงทุนไม่มีความสัมพันธ์ในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์

Ali and pope(1995) ทดสอบความมีคุณค่าของข้อมูลส่วนเพิ่มและคุณค่าของข้อมูลโดยเปรียบเทียบของกำไร เงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงาน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานพบว่าตัวแปรทุกตัวมีคุณค่าของข้อมูลโดยกำไรมีคุณค่าข้อมูลโดยเปรียบเทียบสูงสุด รองลงมาคือ เงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงาน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

Biddle, Seow and Siegel (1995) ทดสอบความมีคุณค่าของข้อมูลส่วนเพิ่มและคุณค่าข้อมูลโดยเปรียบเทียบของยอดขายสุทธิ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และกำไรสุทธิ โดยกลุ่มตัวอย่างที่อยู่ในปี ค.ศ. 1974-1986 พบว่า ตัวแปรแต่ละตัวล้วนมีคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่มโดยลักษณะเฉพาะของอุตสาหกรรมส่งผลกระทบต่อคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่มแต่ละตัวแปร ในส่วนของคุณค่าข้อมูลโดยเปรียบเทียบกำไรสุทธิมีคุณค่าข้อมูลโดยเปรียบเทียบมากที่สุด รองลงมาคือยอดขายสุทธิและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

C.S. Agnes Cheng ,Chao-Shin Liu and Thomas F.Schaefer (1996) ทำการวิจัยสังเกตความมีคุณค่าของข้อมูลส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่มของกำไรทางบัญชีโดยมีเงื่อนไขคือเมื่อกำไรนั้นมีลักษณะชั่วคราวคือเป็นกำไรที่ไม่คาดว่าจะเกิดขึ้นอีกในอนาคต ในการประเมินคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่มของตัวแปรซึ่งตัวแบบที่ใช้คล้ายกันกับงานวิจัยของ Ali (1994) และ Ali and Zarowin (1992) พบว่ากำไรทางบัญชีมีคุณค่าข้อมูลน้อยลงส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีคุณค่าข้อมูลมากขึ้น

Black (1998) ทดสอบความมีคุณค่าของข้อมูลส่วนเพิ่มของกำไร กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงิน ในแต่ละช่วงของวัฏจักรธุรกิจ (เริ่มต้น, กำลังเติบโต, รุ่งเรืองเต็มที่และ ถดถอย) พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนให้คุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่มในช่วงเริ่มต้นและกำลังเติบโต ส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินให้คุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่มในช่วงกำลังเติบโตและรุ่งเรืองเต็มที่

Vincent (1999) ได้ศึกษาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบ (Relative Information Content) และความมีคุณค่าส่วนเพิ่ม (Incremental Information Content) ของตัววัดผลการดำเนินงาน โดยพิจารณาจากความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับเงินทุนจากการดำเนินงาน และกำไรต่อหุ้น รวมทั้งตัววัดผลการดำเนินงานประเภทอื่นตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปซึ่งประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและการตัดจำหน่าย โดยผลการวิจัยพบว่าเงินทุนจากการดำเนินงานและกำไรต่อ

หุ้นมีคุณค่าของข้อมูลส่วนเพิ่ม ส่วนกำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในระดับต่ำ แสดงให้เห็นว่ากำไรต่อหุ้นซึ่งเป็นกำไรทางบัญชีมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจน้อยลง

George Joseph และ Roland Lipka (2005) ประเมินความมีประโยชน์เปรียบเทียบกับความมีประโยชน์ส่วนเพิ่มของกำไรและกระแสเงินสดที่สัมพันธ์กับราคาหุ้น โดยมีเป้าหมายเพื่อพิสูจน์ความมีประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชี(กำไร, กระแสเงินสด และรายการคงค้าง)จากระยะเริ่มต้นจนถึงจุดที่ล้มละลายหรือไม่สามารถจ่ายชำระหนี้ได้ พบว่าความมีประโยชน์เปรียบเทียบของกำไรลดลงอย่างเป็นสาระสำคัญ ความมีประโยชน์ส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดและรายการคงค้างก็ลดลง ข้อมูลกระแสเงินสดอาจจะมีประโยชน์มากกว่ากำไรในกิจการที่ประสบปัญหา กระแสเงินสดสามารถอธิบายราคาหุ้นได้แม้จะไม่ดีนัก

2.4.2 งานวิจัยเกี่ยวกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์

Rayburn (1986) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหลักทรัพย์กับรายการคงค้างและกระแสเงินสดพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่ไม่คาดหวัง (Unexpected CFO) มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลตอบแทนที่เกินปกติ (Abnormal Returns) ส่วนรายการพึงรับพึงจ่ายที่ไม่คาดหวัง (Unexpected Accruals) มีความสัมพันธ์ในทางลบ เมื่อพิจารณาส่วนประกอบของรายการพึงรับพึงจ่าย รายการพึงรับพึงจ่ายระยะสั้นมีความสัมพันธ์ในทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ส่วนรายการพึงรับพึงจ่ายระยะยาวมีความสัมพันธ์ในทางลบ

Anthony and Ramesh (1992) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและตัววัดผลการดำเนินงานทางบัญชี พบว่าข้อมูลรายจ่ายฝ่ายทุนจะช่วยประเมินโอกาสการเติบโตของกิจการตลาดจะตอบสนองต่อข่าวสารที่ได้รับโดยสังเกตการเติบโตของกิจการ โดยพบว่ารายจ่ายฝ่ายทุนที่ไม่คาดหวัง (Unexpected Capital Expenditures) ของกิจการที่กำลังเติบโตนั้นจะมีการตอบสนองในทางบวกต่อตลาดหุ้นส่วนกิจการที่การเติบโตอยู่ในระดับคงที่ จะมีการตอบสนองในทางลบ

Pilotte (1992) ศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นโดยเก็บข้อมูลราคาหุ้นที่ออกใหม่พบว่ากิจการที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำการตอบสนองของราคาจะเป็นไปในทางลบ ส่วนกิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูงการตอบสนองของราคาจะเป็นไปในทางบวก ในด้านของหุ้นกู้หากกิจการมีโอกาสนในการเติบโตต่ำการตอบสนองของราคาจะเป็นไปในทางลบ

Ashiq Ali (1994) ทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนและตัวแปรผลการดำเนินงาน (กำไร, เงินทุนหมุนเวียนจากการดำเนินงาน และกระแสเงินสด) เก็บข้อมูลในปี ค.ศ. 1974-1988 โดยดูที่ระดับการเปลี่ยนแปลงของตัวแปร ในการศึกษาพบว่าคุณค่าของข้อมูลที่ไม่ใช่กำไรจะเพิ่มขึ้นโดยราคาหุ้นตอบสนองต่อกำไรที่ไม่คาดหวัง, เงินทุนหมุนเวียนจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวัง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่ไม่คาดหวัง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Freeman และ Tse (1989)

Dechow (1994) ทำการทดสอบความสามารถของกำไร กระแสเงินสด และเงินสดสุทธิ โดยแบ่งช่วงของงานวิจัยออกเป็นรายไตรมาส รายปี รายสี่ปี พบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างผลตอบแทนหลักทรัพย์และกำไรมากกว่าผลตอบแทนหลักทรัพย์และกระแสเงินสดเมื่อวัดในช่วงเวลาระยะสั้น นอกจากนี้ทั้งความสัมพันธ์ของผลตอบแทนหลักทรัพย์และกำไร กับความสัมพันธ์ของผลตอบแทนหลักทรัพย์และกระแสเงินสดจะเพิ่มขึ้นเมื่อเพิ่มช่วงเวลาในการวัด

Dhaliwal, Subramanyam and Trezevant (1999) ได้ศึกษาการวัดผลการดำเนินงานของกำไรก่อนรายการพิเศษและกำไรเบ็ดเสร็จ (Comprehensive Income) โดยทดสอบความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ไม่พบหลักฐานที่ระบุว่ากำไรเบ็ดเสร็จมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หรือสามารถใช้พยากรณ์กระแสเงินสดในอนาคตดีกว่ากำไรก่อนรายการพิเศษ โดยรายการกำไรขาดทุนที่ยังไม่เกิดขึ้น (Other Comprehensive Income) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

Ali and Husam (2005) ศึกษาว่าระหว่างกำไรและกระแสเงินสดจะสามารถวัดผลการดำเนินงานได้ดีกว่ากัน โดยพัฒนามาจากของ Dechow (1994) และดูผลจากกำไรที่คงที่ การเจริญเติบโตของกำไร และขนาดกิจการกับกระแสเงินสดและกำไร ผลจากการศึกษาพบว่ากำไรและกระแสเงินสดมีคุณค่าของข้อมูลในการพยากรณ์กระแสเงินสดในอนาคต กระแสเงินสดและกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยไม่มีความแตกต่างกันระหว่างกำไรและกระแสเงินสดในการอธิบายความผันผวนของผลตอบแทนหลักทรัพย์ นอกจากนี้ หากกำไรเติบโตในระดับ

ต่ำและกิจการมีขนาดเล็ก กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานใช้วัดผลการดำเนินงานได้ดีกว่า
กำไร

Jody Watson and Peter Wells (2005) ทำการวิจัยเรื่องกำไรในแบบต่างๆกับกระแสเงินสดที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ เพื่อดูว่ากำไรและกระแสเงินสดนั้นตัวใดจะเป็นตัววัดผลการดำเนินงานได้ดีกว่า พบว่าในกรณีที่บริษัทมีกำไร ตัววัดผลการดำเนินงานด้านกำไรจะสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์มากกว่ากระแสเงินสด ซึ่งถือว่างบการเงินที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้างนั้น ให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์และเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจแก่ผู้ใช้งบการเงิน ส่วนในกรณีที่บริษัทประสบภาวะขาดทุนทั้งตัววัดผลการดำเนินงานด้านกำไรและกระแสเงินสดไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์

Vatcharajittipan (1991) ทดสอบคุณค่าข้อมูลของการประกาศกำไรรายไตรมาสในช่วงมกราคม 1986- มีนาคม 1990 โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็น 2 กลุ่มคือกลุ่ม Good news (กำไรที่ไม่คาดหวังในทางบวก) และกลุ่ม Bad news (กำไรที่ไม่คาดหวังในทางลบ) ผลการศึกษาพบว่ากรณีที่เป็น Good news จะมีความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างกำไรและราคาหุ้น ส่วนกรณีที่เป็น Bad news จะมีความสัมพันธ์ในทางลบระหว่างกำไรและราคาหุ้น ซึ่งความสัมพันธ์ในทางลบหมายถึงราคาหุ้นได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นแม้ว่ากิจการจะประกาศผลการดำเนินงานที่ไม่ดี ผู้วิจัยได้อธิบายว่านักลงทุนใช้ปัจจัยอื่นในการตัดสินใจ เช่น สภาพเศรษฐกิจ สถานการณ์การเมือง ความมีชื่อเสียงของ تیمผู้บริหาร

Pimpana Srisawadi (1996) ตรวจสอบว่ากำไรสุทธิมีประโยชน์ต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์หรือไม่ โดยแยกการศึกษาเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนที่หนึ่ง ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกำไรสุทธิต่อหุ้นกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ตลอดช่วง ค.ศ. 1979- 1990 พบว่ากำไรมีประโยชน์จริงแม้ช่วงปี ค.ศ. 1979 – 1985 ความสัมพันธ์จะยังไม่ค่อยสำคัญ แต่ช่วงปี ค.ศ. 1986 – 1990 ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีนัยสำคัญเชิงบวกทางสถิติอย่างมาก

นอกจากนี้ มีการศึกษาแบบอิงเหตุการณ์ประกาศกำไรรายไตรมาส เพื่อประเมินการตอบสนองของผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่อข่าวการประกาศกำไรแต่ละไตรมาส พบว่า ผู้ลงทุนมีการตอบสนองต่อข่าวการประกาศกำไรเกินจริง โดยเมื่อแยกวิเคราะห์ข้อมูลเป็นแต่ละไตรมาส พบว่า ในช่วง 3 ไตรมาสแรก ผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ในช่วงการประกาศข่าวกำไรจะสัมพันธ์ในทางเดียวกับการเปลี่ยนแปลงของกำไร คือ หากบริษัทมีกำไรเพิ่มขึ้น ผลตอบแทนเกิน

ปกติจะสูงขึ้นด้วย หากบริษัทมีกำไรลดลง ผลตอบแทนเกินปกติจะลดลงด้วย แต่เมื่อศึกษาข้อมูล ไตรมาสที่ 4 พบว่า กรณีที่กำไรลดลง ผลตอบแทนเกินปกติกลับเพิ่มขึ้น จึงอาจแสดงให้เห็นว่า เหตุผลที่ผลการวิจัยในอดีตของไทยแตกต่างจากผลการวิจัยในต่างประเทศ เนื่องจากอิทธิพลของ ข่าวการประกาศกำไรในไตรมาสที่ 4

กนกพร นาคทับที (2543) ศึกษาว่าตัววัดผลการดำเนินงานใดสามารถใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่า โดยศึกษา ค่า R^2 ของตัววัดผลต่างๆซึ่งได้แก่ รายได้ กำไร กระแสเงินสด จากกิจกรรมดำเนินงาน ลงทุน และจัดหาเงินพบว่ายกเว้นข้อมูลรายได้ปี ค.ศ. 1996 และกำไรปี ค.ศ. 1997 กิจกรรมลงทุนมีคุณค่าข้อมูลโดยเปรียบเทียบมากที่สุด รองลงมาคือกำไรและกิจกรรมดำเนินงาน ส่วนรายได้ให้คุณค่าข้อมูลโดยเปรียบเทียบน้อยสุด

ด้านการวิเคราะห์ความถดถอย พบว่าราคาหลักทรัพย์สัมพันธ์กับกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมากที่สุด รองลงมาคือกิจกรรมดำเนินงาน กำไรทางบัญชีและรายได้ เมื่อแยกวิเคราะห์รายปี ค.ศ. 1994 และ 1997 ให้ผลเช่นเดียวกับภาพรวม ส่วน ค.ศ. 1995 และ 1996 กำไรสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากที่สุด ขณะที่รายได้อาจยังคงสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์น้อยที่สุด เช่นเดิม

ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์ (2545) ศึกษาความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ตามระยะเวลาที่เปลี่ยนแปลง ตามการเปลี่ยนแปลงมาตรฐานการบัญชี และในกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่าความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีร่วมกันในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ลดลงตามระยะเวลา ไม่เพิ่มตามการเปลี่ยนแปลงมาตรฐานการบัญชี และไม่แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม โดยกำไรทางบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ามูลค่าตามบัญชี เมื่อพิจารณาปัจจัยเฉพาะของธุรกิจ และปัจจัยทางบัญชี พบว่ารายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำ ขาดทุนจากการดำเนินงานหลัก ขนาดของกิจการ รายการตีราคาสินทรัพย์ใหม่ ผลต่างจากอัตราแลกเปลี่ยน เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบทำให้มูลค่าตามบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไรทางบัญชี กำไรที่มีอัตราการเติบโตและระดับกำไรที่มีเสถียรภาพเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบทำให้กำไรทางบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ามูลค่าตามบัญชี ขณะที่การจับคู่รายได้กับค่าใช้จ่ายเป็นปัจจัยที่ทำให้มูลค่าตามบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไรทางบัญชี

จตุสชาติ ศิริสม (2546) ศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีผลทำให้ข้อมูลกระแสเงินสดมีประโยชน์มากกว่าข้อมูลกำไรในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ โดยศึกษาคุณลักษณะเฉพาะของบริษัทในฐานะเป็นปัจจัยที่มีผลทำให้ข้อมูลกระแสเงินสดรายไตรมาสมีประโยชน์มากกว่าข้อมูลกำไรรายไตรมาสในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่า ข้อมูลกระแสเงินสดรายไตรมาสมีประโยชน์ที่เกินกว่าข้อมูลกำไรรายไตรมาสในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ กำไรที่มีลักษณะชั่วคราวทำให้ประโยชน์ของข้อมูลกำไรลดลง ประเภทของหุ้นจะมีผลกระทบต่อประโยชน์ของข้อมูลกระแสเงินสดมากกว่าข้อมูลกำไร อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานลงทุนต่อกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFI/CFF) มีผลกระทบต่อประโยชน์ของข้อมูลกระแสเงินสดมากกว่าข้อมูลกำไร ผลกระทบรวมทั้ง 3 ปัจจัยมีอิทธิพลต่อประโยชน์ของข้อมูลกระแสเงินสดมากกว่าข้อมูลกำไร

2.4.3 งานวิจัยอื่นที่เกี่ยวข้อง

Casey, Cornelius, Bartczak, Norman (1985) ศึกษาว่าระหว่างข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับข้อมูลอื่นที่สัมพันธ์กันข้อมูลใดจะทำนายภาวะล้มละลายของกิจการได้ดีกว่า โดยเก็บข้อมูลจากบริษัทที่ยื่นคำร้องขอล้มละลาย 60 บริษัทและบริษัทที่มีผลการดำเนินงานปกติอีก 230 บริษัท ผลการศึกษาพบว่าข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่ให้ประโยชน์เพิ่มไปกว่าการใช้อัตราส่วนจากเกณฑ์คงค้าง

Krishnan and Largay (1997) เก็บข้อมูลบริษัทที่แสดงงบกระแสเงินสดโดยวิธีทางตรง งานวิจัยแสดงผลว่าข้อมูลในรอบบัญชีก่อนที่จัดทำโดยกระแสเงินสดวิธีทางตรงสามารถทำนายกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานได้ดีกว่าวิธีทางอ้อม ข้อมูลในรอบบัญชีก่อนที่แสดงรายการโดยละเอียด (Gross) สามารถทำนายกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานได้ดีกว่าการแสดงยอดสุทธิ (Net) ข้อมูลกระแสเงินสดในอดีตสามารถทำนายกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในอนาคตได้ดีกว่ากำไรและรายการคงค้าง

Gopal V Krishnan and James A Largay III (2000) ศึกษาความสามารถของกิจการที่นำเสนอกระแสเงินสดโดยวิธีทางตรงเพื่อพยากรณ์กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและประเมินความสามารถในการพยากรณ์พบว่าข้อมูลจากกระแสเงินสดโดยวิธีทางตรงในอดีตสามารถพยากรณ์กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในอนาคตได้ดีกว่าวิธีทางอ้อม และกระแส

เงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสามารถพยากรณ์กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในอนาคตได้ดีกว่าการใช้กำไร

Dechow and Dichev(2002) ศึกษาว่ารายการคงค้างให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนคือรายการคงค้างส่งสัญญาณเกี่ยวกับกระแสเงินสดในอนาคตหรือไม่ พบว่ากำไรให้ข้อมูลที่สมบูรณ์กว่ากระแสเงินสด นอกจากนี้ยังศึกษาความมีประโยชน์ของข้อมูลส่วนเพิ่มพบว่าทั้งรายการคงค้างและกระแสเงินสดมีประโยชน์ส่วนเพิ่มในระดับต่ำ

Divesh Shankar Sharma and Errol R. Iselin (Undated) สังเกตความมีประโยชน์ในการตัดสินใจของบกระแสเงินสดและรายการคงค้างในการทดสอบการประเมินพฤติกรรมในการชำระหนี้ ศึกษาธนาคารที่มีการให้กู้ยืมอย่างน้อย 3 ปีและพิจารณาความสามารถในการจ่ายชำระหนี้โดยใช้ข้อมูลกระแสเงินสดและรายการคงค้าง พบว่าการพิจารณาโดยใช้ข้อมูลกระแสเงินสดให้ความถูกต้องมากกว่าข้อมูลรายการคงค้าง แสดงให้เห็นว่าข้อมูลกระแสเงินสดมีประโยชน์ในการตัดสินใจกว่าข้อมูลรายการคงค้างสำหรับประเมินความสามารถในการชำระหนี้ของกิจการ

2.5 การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย

กระแสเงินสดและกำไรเป็นข้อมูลสำคัญที่ผู้ใช้งบการเงินนำไปประกอบการตัดสินใจ ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมทำให้เห็นว่าผลการวิจัยที่ได้มีแตกต่างกันไปในแต่ละช่วงปีที่ทำการวิจัย ระเบียบวิธีการวิจัย และตัวแปรที่นำมาใช้ในการวิจัย การวิจัยนี้จึงเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรที่มีต่อราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยสมมติฐานของการวิจัยแบ่งตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยเป็น 3 ส่วน คือ

2.5.1. สมมติฐานเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงาน กระแสเงินสดกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์

เมื่อพิจารณาตามสมมติฐานเรื่องประสิทธิภาพตลาดทุน ผู้ลงทุนจะหาข้อมูลที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ เพื่อประเมินหาราคาหลักทรัพย์ที่ใกล้เคียงกับมูลค่าของธุรกิจที่สุด โดยวิธีกำหนดราคาหลักทรัพย์นั้นมีหลายวิธีด้วยกัน วิธีหนึ่ง คือ การกำหนดมูลค่าด้วยกระแสเงินสดที่คิดลดเป็นมูลค่าปัจจุบัน(Discounted cash flow valuations) ซึ่งเป็นวิธีที่ต้องใช้การคาดคะเนกระแสเงินสดของธุรกิจโดยการนำข้อมูลทางบัญชีมาปรับปรุง เพื่อหามูลค่าปัจจุบัน(Present value) ของกระแสเงินสดเพื่อวัดมูลค่าของบริษัท ณ เวลาหนึ่ง ๆ จากแนวคิดนี้กระแสเงินสดจึงให้ข้อมูลสำคัญที่ใช้ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ จากงานวิจัยในอดีตนั้นพบว่า กระแส

เงินสดมีคุณค่าของข้อมูลส่วนเพิ่มเกินกว่ากำไร (Rayburn, 1986; Wilson, 1986) และเมื่อพิจารณากระแสเงินสดจากแต่ละกิจกรรมแล้วจะเห็นว่าแต่ละกิจกรรมล้วนส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจของนักลงทุนโดย Livnat and Zarowin (1990) พบว่าเงินสดรับและเงินสดจ่ายในกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่รายจ่ายฝ่ายทุนจะช่วยประเมินโอกาสการเติบโตของกิจการ ตลาดจะตอบสนองต่อข่าวสารที่ได้รับโดยสังเกตการเติบโตของกิจการ (Anthony and Ramesh, 1992) ส่วนเงินสดรับจากกิจกรรมจัดหาเงินโดยการออกหุ้นใหม่ หากเป็นกิจการที่มีโอกาสในการเติบโตต่อการตอบสนองของราคาจะเป็นไปในทางลบ (Pilotte, 1992) จากความสัมพันธ์ดังกล่าว ดังนั้นสมมติฐานการวิจัย คือ

H1-1 : กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุนและกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

H1-2 : กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุนและกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์

การวิเคราะห์กระแสเงินสดอีกแนวคิดหนึ่งที่แตกต่างไปจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ใช้เป็นฐานในการคำนวณอัตราส่วนทางการเงิน คือกระแสเงินสดปลอดภาระ (Free cash flow concept) ซึ่งก็คือกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เหลืออยู่หลังจากกิจการนำเงินไปลงทุนในสินทรัพย์ถาวรแล้ว เพื่อให้กิจการรักษาระดับการผลิตให้คงที่เท่ากับปัจจุบันและสามารถนำเงินสดนั้นชำระหนี้ให้เจ้าหนี้และจ่ายเงินปันผลให้นักลงทุน ซึ่งนักวิเคราะห์ที่ใช้แนวคิดนี้เป็นเกณฑ์ในการประเมินมูลค่าของกิจการ เนื่องจากงบกระแสเงินสดจะบอกถึงเงินสดที่กิจการมีอยู่และการเปลี่ยนแปลงของเงินสดรับและจ่ายในรอบระยะเวลาบัญชีเท่านั้น แต่ผู้บริหารไม่สามารถใช้เงินสดนั้นได้อย่างเต็มที่ตามความต้องการ จนกว่าจะมีการซื้อเครื่องจักรใหม่แทนเครื่องจักรเก่า รวมทั้งลงทุนในรายจ่ายฝ่ายทุนที่จำเป็นทั้งหมดเพื่อรักษาระดับการผลิตไว้ กระแสเงินสดปลอดภาระจึงให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ในการคำนวณมูลค่าของกิจการ ซึ่งมูลค่าของกิจการจะสัมพันธ์กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ดังนั้นสมมติฐานในการวิจัยคือ

H1-3: กระแสเงินสดปลอดภาระมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

H1-4: กระแสเงินสดปลอดภาระมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์

กระแสเงินสดสุทธิ (Net Cash Flow) หมายถึง ส่วนแตกต่างระหว่างกระแสเงินสดรับ และ กระแสเงินสดจ่าย ซึ่งคำนวณจากเงินสดสุทธิที่ได้มาจาก (ที่ใช้ไปใน) กิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน กิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดสุทธิจึงให้ข้อมูลเกี่ยวกับกิจการว่ากิจการมีเงินสดเพิ่มขึ้น (ลดลง) สุทธิเป็นเท่าใด หากกระแสเงินสดสุทธิของกิจการอยู่ในระดับต่ำจะส่งผลกระทบต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล และอาจกระทบกับราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไปด้วย ดังนั้นสมมติฐานในการวิจัยคือ

H1-5 : กระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

H1-6 : กระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์

2.5.2. สมมติฐานเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกำไรกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์

กำไรทางบัญชีเป็นสิ่งที่สะท้อนถึงผลการดำเนินงานของแต่ละบริษัท และยังเป็นสิ่งที่นักวิจัยให้ความสนใจนำมาใช้ในงานวิจัยทางบัญชีอย่างต่อเนื่อง ไม่ว่าจะเป็นกำไรสุทธิ กำไรก่อนรายการพิเศษ หรือกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี เป็นต้น กำไรสุทธิของกิจการแบ่งได้เป็น 2 ส่วนคือส่วนที่เป็นเงินสดแสดงถึงเงินสดที่กิจการมีอยู่ในขณะนี้ และส่วนที่เป็นรายการคงค้างแสดงถึงเงินสดที่กิจการจะได้รับและจ่ายออกไปในอนาคต กำไรสุทธิจึงให้ข้อมูลเกี่ยวกับเหตุการณ์ที่ทำให้เกิดการรับหรือจ่ายเงินในอดีต และภาวะผูกพันที่กิจการจะได้รับหรือจ่ายเงินในอนาคต การทบทวนงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่ากำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียน เป็นข้อมูลทางบัญชีที่ผู้ลงทุนให้ความสำคัญมากที่สุด (นิมนวล เขียวรัตน์, 2539) เพราะแนวคิดกำไรจากมุมมองของข่าวสาร (Earnings from an Informational Perspective) ได้เชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับกำไรไว้ว่า ราคาหลักทรัพย์ปัจจุบันสัมพันธ์กับเงินปันผลในอนาคต เงินปันผลในอนาคตสัมพันธ์กับกำไรในอนาคต และกำไรในอนาคตสัมพันธ์กับกำไรในปัจจุบัน (ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์, 2545) งานวิจัยนี้แยกบกำไรขาดทุนออกเป็นแต่ละส่วนประกอบ เนื่องจากแต่ละส่วนประกอบน่าจะให้ประโยชน์ต่อการตัดสินใจไม่ยิ่งหย่อนไปกว่ากัน เช่น EBITDA จะแสดงเฉพาะรายได้หลักและต้นทุนที่เกี่ยวข้องจึงไม่มีผลกระทบจากนโยบายค่าเสื่อมราคา ค่าตัดจำหน่ายที่ต่างกันในแต่ละกิจการ ส่วน EBIT จะมีการคิดค่าเสื่อมราคา เนื่องจากกิจการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์อยู่เสมอ จึงลดราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ลงเพื่อแสดงให้เห็นประโยชน์ที่กิจการจะได้รับจากสินทรัพย์นั้นในอนาคต การพิจารณาในแต่ละส่วนประกอบจึงน่าจะให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์กว่าการใช้กำไรสุทธิเพียงตัวเดียว ดังนั้นสมมติฐานงานวิจัยคือ

H2-1 : กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

H2-2 : กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์

H2-3 : กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

H2-4 : กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์

กำไรที่นำมาใช้วัดความสัมพันธ์อีกตัวหนึ่งคือกำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษเพราะต้องการพิจารณาเฉพาะผลการดำเนินงานตามปกติของกิจการจึงไม่นำผลของรายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีที่ไม่ใช่กิจกรรมตามปกติและไม่คาดว่าจะเกิดขึ้นเป็นประจำมารวม ดังนั้นสมมติฐานในการวิจัยคือ

H2-5 : กำไรก่อนรายการพิเศษมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

H2-6 : กำไรก่อนรายการพิเศษมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์

กำไรสุทธิถือเป็นกำไรที่ผู้ใช้งบการเงินให้ความสำคัญมากเช่นกันเพราะกำไรสุทธิได้รวมผลของรายการพิเศษเข้ามาพิจารณาด้วยเพื่อนำผลของรายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีทั้งหมดที่เกี่ยวข้องในงวดบัญชีมาใช้ในการวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน ดังนั้นสมมติฐานในการวิจัยคือ

H2-7 : กำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

H2-8: กำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์

2.5.3 สมมติฐานเกี่ยวกับความสามารถของตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสดและตัววัดผลการดำเนินงานกำไรในการอธิบายราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์

เพื่อเปรียบเทียบว่าระหว่างกระแสเงินสดและกำไรนั้นข้อมูลใดสามารถอธิบายราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่า จึงนำผลการทดสอบจากสมมติฐานที่ 1 และ 2 ว่าตัวแปรใดในข้อมูลกระแสเงินสด และตัวแปรใดในข้อมูลกำไรที่สัมพันธ์กับราคาและผลตอบแทน

หลักทรัพย์มากที่สุด แล้วนำตัวสองแปรนั้นมาทดสอบในสมมติฐานที่ 3 โดยคาดว่ากระแสเงินสดจะอธิบายราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ดีกว่ากำไร เนื่องจากกระแสเงินสดตัดผลกระทบจากการใช้วิธีการและนโยบายทางบัญชีที่แตกต่างกันในแต่ละกิจการออกไป ดังนั้นสมมติฐานในการวิจัยคือ

H3-1 : ตัววัดผลการดำเนินงานจากกระแสเงินสดสามารถใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่าตัววัดผลการดำเนินงานจากกำไร

H3-2 : ตัววัดผลการดำเนินงานจากกระแสเงินสดสามารถใช้อธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่าตัววัดผลการดำเนินงานจากกำไร



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 2.1 สรุปแหล่งที่มาของตัวแปร

ผู้วิจัย	ตัวแปรตาม
Anthony และ Ramesh (1992) ; Pilotte (1992) ; Vatcharajittipan (1991) ; Joseph และ Lipka (2005)	ราคาหลักทรัพย์
Livnat และ Zarowin (1990) ; Vincent (1999) ; Rayburn (1986) ; Ali (1994)	ผลตอบแทนหลักทรัพย์
ผู้วิจัย	ตัวแปรอิสระ
Raburn (1986) ; Wilson (1986) ; Ali (1994) ; Dechow (1994) ; Ali และ Pope (1995) ; Black (1998) ; Vincent (1999) ; Ali และ Husam (2005)	กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน
Livnat และ Zarowin (1990) ; Black (1998)	กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน
Dechow (1994) ; Watson และ Wells (2005)	กระแสเงินสดสุทธิ
Vincent (1999) ; Watson และ Wells (2005)	กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย
Watson และ Wells (2005)	กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี
White, Sondhi และ Fried (2002) ; Watson และ Wells (2005)	กระแสเงินสดปลอดภัย
Dechow (1994) ; Ali และ Husam (2005) ; Ali (1994) ; Joseph และ Lipka (2005) ; Black (1998) ; Ali และ Pope (1995)	กำไรสุทธิ

บทที่ 3

ระเบียบวิธีวิจัย

การศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรที่มีต่อราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical research) ที่เป็นรูปแบบของการวิจัยที่อ้างอิงกับหลักเหตุผล (Reasoning-based) เพื่อทดสอบประสิทธิภาพของทฤษฎีจากข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้ทั้งโดยทางตรงและโดยทางอ้อม ส่วนมากนิยมใช้เทคนิคทางสถิติในการทดสอบและวิเคราะห์ข้อมูล งานวิจัยนี้เป็นการทดสอบเหตุผลในเชิงนิรนัย เนื่องจากเป็นการเก็บรวบรวมข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างเพื่ออธิบายเหตุผลหรือทดสอบทฤษฎีที่มีอยู่แล้ว มิได้เป็นการวิจัยเพื่อสร้างทฤษฎีขึ้นมาใหม่

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปีพ.ศ. 2546-2548 ซึ่งคัดเลือกโดยไม่คำนึงถึงความน่าจะเป็น (Non-Probability Sampling) ใช้วิธีการเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเฉพาะเจาะจง (Perspective Random Sampling) เพื่อให้เหมาะสมกับวัตถุประสงค์งานวิจัย บริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างต้องมีคุณสมบัติครบถ้วนตามเกณฑ์ที่กำหนดไว้ ดังนี้

1. เป็นบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุด 31 ธันวาคมของทุกปี
2. เป็นบริษัทที่มีข้อมูลสำหรับใช้ในการวิเคราะห์ครบถ้วน
3. ไม่เป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มบริษัทที่อยู่ในกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ (Finance and Securities) กลุ่มธนาคาร (Banking) กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย (Insurance) กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (Property and Construction) กองทุน (Fund) กลุ่มบริษัทที่อยู่ในระหว่างฟื้นฟูกิจการ และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ เนื่องจากเป็นกลุ่มบริษัทที่มีลักษณะเฉพาะ มีข้อบ่งชี้ในการจัดทำและนำเสนองบการเงินที่แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น ๆ

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งข้อมูลทั่วไปที่ใช้ในการศึกษาได้มาจากงาน วิทยานิพนธ์ บทความ วารสาร ตำราวิชาการ วิจัยทั้งในและต่างประเทศ เพื่อทำความเข้าใจเกี่ยวกับตัวแบบที่นำมาศึกษา ส่วนข้อมูลทางด้านการเงินได้มาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คืองบการเงินรวม เนื่องจากงบการเงินรวมเป็นงบการเงินที่กลุ่มกิจการนำเสนอเสมือนว่าเป็นกิจการเดียวกัน หรืองบการเงินเฉพาะ (กรณีที่ไม่มีบริษัทย่อย) ซึ่งประกอบด้วย งบดุล งบกำไรขาดทุน งบกระแสเงินสด และหมายเหตุประกอบงบการเงิน

3.3 ตัวแบบและคำอธิบายตัวแปร

3.3.1 ตัวแบบ

ตัวแบบสมการที่นำมาใช้ประเมินความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรที่มีต่อราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้แก่ ตัวแบบราคา (Price Model) และตัวแบบผลตอบแทน (Return Model) โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงเดี่ยว (Univariate Regression Analysis) และการวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ตัวแปรทุกตัวของแต่ละตัวแบบจะหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเพื่อประโยชน์ในการเปรียบเทียบข้อมูลและลดข้อแตกต่างในกลุ่มตัวอย่างมีรูปแบบ ดังนี้

ตัวแบบราคา

$$P_t = \alpha + \beta_1 (CFO_t) + \beta_2 (CFI_t) + \beta_3 (CFF_t) + e_t$$

$$P_t = \alpha + \beta_1 (FCF_t) + e_t$$

$$P_t = \alpha + \beta_1 (NCF_t) + e_t$$

$$P_t = \alpha + \beta_1 (EBITDA_t) + e_t$$

$$P_t = \alpha + \beta_1 (EBIT_t) + e_t$$

$$P_t = \alpha + \beta_1 (EBEX_t) + e_t$$

$$P_t = \alpha + \beta_1 (NI_t) + e_t$$

ตัวแบบผลตอบแทน

$$RET_t = \alpha + \beta_1 (CFO_t) + \beta_2 (CFI_t) + \beta_3 (CFF_t) + e_t$$

$$RET_t = \alpha + \beta_1 (FCF_t) + e_t$$

$$RET_t = \alpha + \beta_1 (NCF_t) + e_t$$

$$RET_t = \alpha + \beta_1 (EBITDA_t) + e_t$$

$$RET_t = \alpha + \beta_1 (EBIT_t) + e_t$$

$$RET_t = \alpha + \beta_1 (EBEX_t) + e_t$$

$$RET_t = \alpha + \beta_1 (NI_t) + e_t$$

3.3.2 คำอธิบายตัวแปร

ตัวแปรตาม (Dependent variables) เป็นตัวแปรที่ได้รับผลกระทบจากตัวแปรอิสระ

P_t คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ ช่วงเวลาที่ t

RET_t คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ณ ช่วงเวลาที่ t ซึ่งผลตอบแทนคำนวณโดย

$$RET_t = (P_t - P_{t-1} + D_t / P_{t-1})$$

โดยที่ P_t = ราคาปิดของหลักทรัพย์ในปีที่ t

P_{t-1} = ราคาปิดของหลักทรัพย์ในปีที่ $t-1$

D_t = เงินปันผลของหลักทรัพย์ในปีที่ t

ตัวแปรอิสระ (Independent variables) เป็นตัวแปรที่สนใจศึกษา

CFO คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น

CFI คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนต่อหุ้น

CFF คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อหุ้น

FCF คือ กระแสเงินสดปลอดภาษีต่อหุ้น

NCF คือ กระแสเงินสดสุทธิต่อหุ้น

EBITDA คือ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อหุ้น

EBIT คือ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีต่อหุ้น

EBEX คือ กำไรก่อนรายการพิเศษต่อหุ้น

NI คือ กำไรสุทธิต่อหุ้น

e_t คือ ความคลาดเคลื่อนอย่างสุ่ม (Random Error) ณ ช่วงเวลาที่ t โดยสมมติให้

$$e \sim N(0, \sigma^2)$$

α คือ ค่าคงที่ (Intercept) เมื่อกำหนดให้ X_t เท่ากับ 0

β คือ ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยเชิงส่วน (Partial Regression Coefficient) เป็นค่าคงที่ที่แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม (Y) เมื่อตัวแปรอิสระ (X) เปลี่ยนไป 1 หน่วย โดยที่ตัวแปรอิสระ (X) ตัวอื่นคงที่

3.4 แนวทางการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อให้สามารถสรุปผลการวิจัยในครั้งนี้ จะนำผลจากการเก็บรวบรวมข้อมูลมาประมวลด้วยเครื่องคอมพิวเตอร์โปรแกรม SPSS for Windows และใช้สถิติในการวัดค่าข้อมูล ซึ่งการวัดค่าข้อมูลโดยใช้สถิติในการวิเคราะห์สามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภท ดังนี้

3.4.1 การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive Analysis)

การวิเคราะห์ข้อมูลออกมาในรูปของค่าสถิติพื้นฐาน เพื่อเสนอข้อมูลเบื้องต้นเกี่ยวกับตัวแปรที่เก็บรวบรวมได้ โดยเสนอตามมุมมองต่าง ๆ สถิติเชิงพรรณนาที่ใช้ในการนำเสนอข้อมูลในการศึกษานี้ประกอบด้วย

(1) ค่าต่ำสุด (Minimum: Min)

(2) ค่าสูงสุด (Maximum: Max)

(3) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean)

(4) ค่ามัธยฐาน (Median)

(5) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation)

3.4.2 การวิเคราะห์เชิงอนุมาน (Inferential Analysis)

การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงอนุมาน หรือที่เรียกว่าสถิติเชิงอนุมาน เป็นการสรุปถึงลักษณะของประชากรโดยใช้ข้อมูลตัวอย่าง การวิเคราะห์ครั้งนี้ใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเนื่องจากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องดังที่ได้อธิบายไว้ในบทที่ 2 นั้น มีการนำเทคนิคนี้มาใช้เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์กันอย่างมากอีกทั้งตัวแบบในการทดสอบครั้งนี้มีตัวแปรอิสระหลายตัว ซึ่งตัวแปรอิสระและตัวแปรตามเป็นตัวแปรเชิงปริมาณ จึงเป็นเหตุให้ผู้วิจัยนำเทคนิคดังกล่าวมาใช้ทดสอบเพื่อตอบคำถามการวิจัยและสมมติฐานการวิจัยนี้ สาระสำคัญของเทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเดี่ยวและเชิงพหุคูณมีสาระสำคัญพอสังเขปดังนี้

3.4.2.1 การตรวจสอบประชากรตามเงื่อนไขการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเดี่ยวและเชิงพหุคูณ

เงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณจะเหมือนกับเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเดี่ยว โดยที่สมการความถดถอยเชิงเดี่ยวและเชิงพหุคูณเป็นดังนี้

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + e_t$$

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \dots + \beta_k X_k + e_t$$

การตรวจสอบประชากรให้เป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเดี่ยวมีดังนี้

- 1) ความคลาดเคลื่อน e เป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ
- 2) ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์ นั่นคือ $E(e) = 0$
- 3) ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า $V(e) = \sigma_e^2$
- 4) e_i และ e_j เป็นอิสระต่อกัน; $i \neq j$ นั่นคือ covariance $(e_i, e_j) = 0$

ส่วนการตรวจสอบประชากรให้เป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณจะเหมือนกับการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเดี่ยวโดยมีส่วนที่เพิ่มเติม คือ

- 5) ตัวแปรอิสระ X_i และ X_j ต้องเป็นอิสระต่อกัน

3.4.2.2 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเดี่ยวและเชิงพหุคูณ

วัตถุประสงค์ของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเดี่ยวและเชิงพหุคูณ คือ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรตามที่สูงขึ้นอยู่กับตัวแปรอิสระที่สนใจศึกษา พร้อมทั้งศึกษาระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละตัว

สำหรับการศึกษานี้ นำเทคนิคนี้มาเพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละตัวกับตัวแปรตามว่ามีความสัมพันธ์กับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ในทิศทางใด ทั้งนี้พิจารณาทิศทางจากสัญลักษณ์ของค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการทดสอบที่อาจเป็นบวกหรือลบ จะเห็นว่าเทคนิคดังกล่าวสามารถตอบวัตถุประสงค์และสมมติฐานของการวิจัยได้อย่างครบถ้วน

โดย β_1 ในสมการความถดถอยเชิงเดี่ยวเป็นค่าที่แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของ Y เมื่อ X เปลี่ยนไป 1 หน่วย และจะเรียก β_1 ว่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Regression Coefficient) ค่าของ β_1 อาจจะเป็น

- 1) $\beta_1 > 0$ แสดงว่า X และ Y มีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันคือ ถ้า X เพิ่มขึ้น Y จะเพิ่มขึ้น แต่ถ้า X ลดลง Y จะลดลงด้วย
- 2) $\beta_1 < 0$ แสดงว่า X และ Y มีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามคือ ถ้า X เพิ่มขึ้น Y จะลดลง แต่ถ้า X ลดลง Y จะเพิ่มขึ้น
- 3) β_1 มีค่าเข้าใกล้ศูนย์ แสดงว่า ค่า X และ Y มีความสัมพันธ์กันน้อย
- 4) $\beta_1 = 0$ แสดงว่า X และ Y ไม่มีความสัมพันธ์กันเลย

ส่วน $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ ในสมการความถดถอยเชิงพหุคูณเป็นสัมประสิทธิ์ความถดถอยเชิงส่วน (Partial Regression Coefficient) โดยที่ค่า β_i เป็นค่าที่แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของ Y เมื่อ X_i เปลี่ยนไป 1 หน่วย โดยที่ตัวแปรอิสระ X ตัวอื่น ๆ มีค่าคงที่ โดยความหมายของเครื่องหมาย $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ ในสมการความถดถอยเชิงพหุคูณจะเหมือนกันกับ β_1 ในสมการความถดถอยเชิงเดี่ยว

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

เนื้อหาในบทนี้จะกล่าวถึงผลการวิจัยตามระเบียบวิธีที่ได้กล่าวไว้ ซึ่งหลังจากการเก็บรวบรวมข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างที่มีคุณสมบัติครบถ้วนตามเกณฑ์ที่กำหนดจะนำข้อมูลมาประมวลผลและวิเคราะห์ผล โดยแสดงผลการวิเคราะห์ออกเป็น 3 ส่วน คือ ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง ผลการวิเคราะห์เชิงพรรณนา และผลการวิเคราะห์เชิงอนุมาน

4.1 ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง

การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างเพื่อให้เป็นไปตามคุณสมบัติที่กำหนดทำให้ได้กลุ่มอุตสาหกรรมที่นำมาใช้ในการศึกษาจำนวน 7 กลุ่ม โดยแสดงเป็นตารางได้ดังนี้

ตารางที่ 4.1 จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

กลุ่มอุตสาหกรรม	บริษัททั้งหมด	ร้อยละ
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	114	17.12
สินค้าอุปโภคบริโภค	102	15.32
สินค้าอุตสาหกรรม	126	18.92
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	39	5.85
ทรัพยากร	36	5.41
บริการ	183	27.48
เทคโนโลยี	66	9.90
รวมกลุ่มตัวอย่างที่เข้าเงื่อนไข	666	100

จากตาราง 4.1 สรุปได้ว่ามีกลุ่มตัวอย่างเบื้องต้นจำนวน 1,014 บริษัท สามารถเก็บรวบรวมข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่มีความครบถ้วนสมบูรณ์ เพื่อใช้ในการศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลได้ 666 บริษัท

กลุ่มตัวอย่างประกอบไปด้วยกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 120 บริษัท เข้าเงื่อนไข 114 บริษัทคิดเป็นร้อยละ 17.12 กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค 135 บริษัท เข้าเงื่อนไข 102 บริษัทคิดเป็นร้อยละ 15.32 กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม 213 บริษัท เข้าเงื่อนไข 126 บริษัทคิดเป็นร้อยละ 18.92 กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 84 บริษัท เข้าเงื่อนไข 39 บริษัทคิดเป็นร้อยละ 5.85 กลุ่มทรัพยากร 69 บริษัท เข้าเงื่อนไข 36 บริษัทคิดเป็นร้อยละ 5.41 กลุ่มบริการ 258 บริษัท เข้าเงื่อนไข 183 บริษัทคิดเป็นร้อยละ 27.48 และกลุ่มเทคโนโลยี 111 บริษัทเข้าเงื่อนไข 66 บริษัทคิดเป็นร้อยละ 9.90

4.2 ผลการวิเคราะห์เชิงพรรณนา

ในส่วนนี้นำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระในภาพรวม คือ ข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างตั้งแต่ปีพ.ศ. 2546-2548 โดยสถิติที่ใช้ประกอบไปด้วย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน โดยแสดงเป็นตารางได้ดังนี้

ตารางที่ 4.2 สถิติเชิงพรรณนาสำหรับตัวแปรตาม

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
P	0.310	508.000	33.815	15.700	58.693
RET	-0.981	65.923	0.363	0.008	2.838

จากตารางที่ 4.2 สรุปได้ว่า

1. ราคาหลักทรัพย์ (P) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 33.815 บาท โดยบริษัทที่มีราคาหลักทรัพย์ที่ต่ำที่สุดอยู่ที่ 0.310 บาทส่วนบริษัทที่มีราคาหลักทรัพย์ที่สูงที่สุดอยู่ที่ 33.815 บาท

2. ผลตอบแทนหลักทรัพย์ (RET) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 0.363 บาท โดยบริษัทที่มีผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ต่ำที่สุดอยู่ที่ -0.981 บาทส่วนบริษัทที่มีผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่สูงที่สุดอยู่ที่ 65.923 บาท

ตารางที่ 4.3 สถิติเชิงพรรณนาสำหรับตัวแปรอิสระ

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
CFO	-108.216	97.717	4.084	1.843	10.029
CFI	-132.632	37.778	-3.085	-0.989	8.364
CFF	-40.000	104.670	-0.484	-0.502	7.370
NCF	-72.140	41.652	0.514	0.039	4.560
FCF	-108.497	530.573	2.193	0.638	22.089
EBITDA	-27.289	84.610	6.385	3.175	11.206
EBIT	-30.247	64.238	4.267	1.711	8.873
EBEX	-37.320	43.630	2.683	1.185	6.548
NI	-37.320	43.610	2.930	1.275	6.852

จากตารางที่ 4.3 สรุปได้ว่า

1.กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 4.084 บาท บริษัทที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่ต่ำที่สุดอยู่ที่ -108.216 บาทส่วนบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่สูงที่สุดอยู่ที่ 97.717 บาท

2.กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ -3.085 บาทโดยบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนที่ต่ำที่สุดอยู่ที่ -132.632 บาทส่วนบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนที่สูงที่สุดอยู่ที่ 37.778 บาท

3.กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ -0.484 บาทโดยบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินที่ต่ำที่สุดอยู่ที่ -40 บาทส่วนบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินที่สูงที่สุดอยู่ที่ -0.484 บาท

4.กระแสเงินสดสุทธิ (NCF) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 0.514 บาทโดยบริษัทที่มีกระแสเงินสดสุทธิที่ต่ำที่สุดอยู่ที่ -72.140 บาทส่วนบริษัทที่มีกระแสเงินสดสุทธิที่สูงที่สุดอยู่ที่ 41.652 บาท

5.กระแสเงินสดปลอดภาษี (FCF) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 2.193 บาทโดยบริษัทที่มีกระแสเงินสดปลอดภาษีที่ต่ำที่สุดอยู่ที่

-108.497 บาท ส่วนบริษัทที่มีกระแสเงินสดปอดภาวะที่สูงที่สุดอยู่ที่ 530.573 บาท

6. กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย (EBITDA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 6.385 บาท โดยบริษัทที่มีกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่ายที่ต่ำที่สุดอยู่ที่ -27.289 บาท ส่วนบริษัทที่มีกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่ายที่สูงที่สุดอยู่ที่ 84.610 บาท

7. กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี (EBIT) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 4.267 บาท โดยบริษัทที่มีกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีที่ต่ำที่สุดอยู่ที่ -3.0247 บาท ส่วนบริษัทที่มีกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีที่สูงที่สุดอยู่ที่ 64.238 บาท

8. กำไรก่อนรายการพิเศษ (EBEX) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 2.683 บาท โดยบริษัทที่มีกำไรก่อนรายการพิเศษที่ต่ำที่สุดอยู่ที่ -37.320 บาท ส่วนบริษัทที่มีกำไรก่อนรายการพิเศษที่สูงที่สุดอยู่ที่ 43.630 บาท

9. กำไรสุทธิ (NI) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 2.930 บาท โดยบริษัทที่มีกำไรสุทธิที่ต่ำที่สุดอยู่ที่ -37.320 บาท ส่วนบริษัทที่มีกำไรสุทธิที่สูงที่สุดอยู่ที่ 43.610 บาท

4.3 ผลการวิเคราะห์เชิงอนุमानในภาพรวม

4.3.1 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสดกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ในภาพรวม

จากสมมติฐาน 1-1 และ 1-2 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุนและ กิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์และผลตอบแทนหลักทรัพย์ ตัวแบบที่ใช้เป็นดังนี้

$$P_t = \alpha + \beta_1 (CFO_t) + \beta_2 (CFI_t) + \beta_3 (CFF_t) + e_t$$

$$RET_t = \alpha + \beta_1 (CFO_t) + \beta_2 (CFI_t) + \beta_3 (CFF_t) + e_t$$

จากสมมติฐาน 1-3 และ 1-4 กระแสเงินสดปลอดภาษีมีความสัมพันธ์กับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ตัวแบบที่ใช้เป็นดังนี้

$$P_t = \alpha + \beta_1 (FCF_t) + e_t$$

$$RET_t = \alpha + \beta_1 (FCF_t) + e_t$$

และจากสมมติฐาน 1-5 และ 1-6 กระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์กับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ตัวแบบที่ใช้เป็นดังนี้

$$P_t = \alpha + \beta_1 (NCF_t) + e_t$$

$$RET_t = \alpha + \beta_1 (NCF_t) + e_t$$

การทดสอบสมมติฐานดังกล่าวพิจารณาจากค่าสถิติทดสอบ p-value ว่ามีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ หากระดับนัยสำคัญในการทดสอบของแต่ละตัวแปรอิสระ มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด จะสรุปว่า ตัวแปรอิสระในตัวแบบนั้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม โดยกำหนดระดับนัยสำคัญไว้ที่ 0.05

ตารางที่ 4.4 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสดกับราคาหลักทรัพย์

ตัวแปร	สัมประสิทธิ์การตัดสินใจ	p-value	สัมประสิทธิ์ความถดถอย
CFO	0.635	0.000	0.876
CFI	0.635	0.013	-0.108
CFF	0.635	0.000	0.306
NCF	0.004	0.116	0.061
FCF	0.019	0.000	0.137

ตารางที่ 4.5 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสดกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

ตัวแปร	สัมประสิทธิ์การตัดสินใจ	p-value	สัมประสิทธิ์ความถดถอย
CFO	0.072	0.000	0.480
CFI	0.072	0.001	0.233
CFF	0.072	0.000	0.520
NCF	0.018	0.000	0.139
FCF	0.000	0.590	-0.021

จากตารางที่ 4.4 และ 4.5 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสดกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ พบว่า

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุนและกิจกรรมจัดหาเงิน

(1) ราคา จากสมมติฐานข้อ 1-1 ที่ว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุนและกิจการจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ พบว่า p-value ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุนและกิจการจัดหาเงินมีค่าเท่ากับ 0.000 ,0.013 และ 0.000 ตามลำดับซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด หมายถึง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุนและกิจการจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

ส่วนสัมประสิทธิ์ความถดถอยมีค่าเท่ากับ 0.876 , -0.108 และ 0.306 ตามลำดับนั้นคือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับราคาหลักทรัพย์ โดยที่หากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีค่าเพิ่มขึ้น 1 บาทราคาหลักทรัพย์จะมีค่าเพิ่มขึ้น 0.0876 บาท กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับราคาหลักทรัพย์โดยที่หากกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีค่าเพิ่มขึ้น 1 บาทราคาหลักทรัพย์จะมีค่าลดลง 0.108 บาท กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับราคาหลักทรัพย์ โดยที่หากกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีค่าเพิ่มขึ้น 1 บาทราคาหลักทรัพย์จะมีค่าเพิ่มขึ้น 0.306 บาท ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานข้อ 1-1

(2) ผลตอบแทน จากสมมติฐานข้อ 1-2 ที่ว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุนและกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ พบว่า p-value ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุนและกิจกรรมจัดหาเงินมีค่าเท่ากับ 0.000 ,0.001 และ 0.000 ตามลำดับซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด หมายถึง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุนและกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

ส่วนสัมประสิทธิ์ความถดถอยมีค่าเท่ากับ 0.480 , 0.233 และ 0.520 ตามลำดับนั้นคือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุนและกิจกรรมจัดหาเงิน มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยที่หากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุนและกิจกรรมจัดหาเงิน มีค่าเพิ่มขึ้น 1 บาทผลตอบแทนหลักทรัพย์จะมีค่าเพิ่มขึ้น 0.480 , 0.233 และ 0.520 บาทตามลำดับดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานข้อ 1-2

กระแสเงินสดสุทธิ

(1) ราคา จากสมมติฐานข้อ 1-3 ที่ว่ากระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ พบว่า p-value มีค่าเท่ากับ 0.116 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด หมายถึง กระแสเงินสดสุทธิไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานข้อ 1-3

(2) ผลตอบแทน จากสมมติฐานข้อ 1-4 ที่ว่ากระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ พบว่า p-value มีค่าเท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด หมายถึง กระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนสัมประสิทธิ์ความถดถอยมีค่าเท่ากับ 0.139 นั่นคือกระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยที่หากกระแสเงินสดสุทธิมีค่าเพิ่มขึ้น 1 บาทผลตอบแทนหลักทรัพย์จะมีค่าเพิ่มขึ้น 0.139 บาทดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานข้อ 1-4

กระแสเงินสดปลอดภาษี

(1) ราคา จากสมมติฐานข้อ 1-5 ที่ว่ากระแสเงินสดปลอดภาษีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ พบว่า p-value มีค่าเท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด หมายถึงกระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนสัมประสิทธิ์ความถดถอยมีค่าเท่ากับ 0.137 นั่นคือกระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยที่หากกระแสเงินสดสุทธิมีค่าเพิ่มขึ้น 1 บาทผลตอบแทนหลักทรัพย์จะมีค่าเพิ่มขึ้น 0.137 บาทดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานข้อ 1-5

(2) ผลตอบแทน จากสมมติฐานข้อ 1-6 ที่ว่ากระแสเงินสดปลอดภาษีมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ พบว่า p-value มีค่าเท่ากับ 0.590 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด หมายถึงกระแสเงินสดสุทธิไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานข้อ 1-6



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

4.3.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกำไรกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ในภาพรวม

จากสมมติฐาน 2-1 และ 2-2 กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย มีความสัมพันธ์กับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ตัวแบบที่ใช้เป็นดังนี้

$$P_t = \alpha + \beta_1 (EBITDA_t) + e_t$$

$$RET_t = \alpha + \beta_1 (EBITDA_t) + e_t$$

จากสมมติฐาน 2-3 และ 2-4 กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี มีความสัมพันธ์กับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ตัวแบบที่ใช้เป็นดังนี้

$$P_t = \alpha + \beta_1 (EBIT_t) + e_t$$

$$RET_t = \alpha + \beta_1 (EBIT_t) + e_t$$

จากสมมติฐาน 2-5 และ 2-6 กำไรก่อนรายการพิเศษ มีความสัมพันธ์กับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ตัวแบบที่ใช้เป็นดังนี้

$$P_t = \alpha + \beta_1 (EBEX_t) + e_t$$

$$RET_t = \alpha + \beta_1 (EBEX_t) + e_t$$

และจากสมมติฐาน 2-7 และ 2-8 กำไรสุทธิ มีความสัมพันธ์กับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ตัวแบบที่ใช้เป็นดังนี้

$$P_t = \alpha + \beta_1 (NI_t) + e_t$$

$$RET_t = \alpha + \beta_1 (NI_t) + e_t$$

การทดสอบสมมติฐานดังกล่าวพิจารณาจากค่าสถิติทดสอบ p-value ว่ามีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ หากระดับนัยสำคัญในการทดสอบของแต่ละตัวแปรอิสระ มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด จะสรุปว่า ตัวแปรอิสระในตัวแบบนั้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม โดยกำหนดระดับนัยสำคัญไว้ที่ 0.05

ตารางที่ 4.6 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกำไรกับราคาหลักทรัพย์

ตัวแปร	สัมประสิทธิ์การตัดสินใจ	p-value	สัมประสิทธิ์ความถดถอย
EBITDA	0.729	0.000	0.854
EBIT	0.664	0.000	0.815
EBEX	0.634	0.000	0.796
NI	0.577	0.000	0.760

ตารางที่ 4.7 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกำไรกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

ตัวแปร	สัมประสิทธิ์การตัดสินใจ	p-value	สัมประสิทธิ์ความถดถอย
EBITDA	0.001	0.355	0.036
EBIT	0.002	0.223	0.047
EBEX	0.004	0.108	0.062
NI	0.006	0.040	0.079

จากตารางที่ 4.6 และ 4.7 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกำไรกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ พบว่า

กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย

(1) ราคา จากสมมติฐานข้อ 2-1 ที่ว่ากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ พบว่า p-value มีค่าเท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด หมายถึง กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนสัมประสิทธิ์ความถดถอยมีค่าเท่ากับ 0.854 นั่นคือกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับราคาหลักทรัพย์ โดยที่หากกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีค่าเพิ่มขึ้น 1 บาทราคาหลักทรัพย์จะมีค่าเพิ่มขึ้น 0.854 บาทดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานข้อ 2-1

(2) ผลตอบแทน จากสมมติฐานข้อ 2-2 ที่ว่ากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ พบว่า p-value มีค่าเท่ากับ 0.355 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด หมายถึง กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่า

ตัดจำหน่ายไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญดังนั้นจึง**ปฏิเสธสมมติฐานข้อ 2-2**

กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี

(1) ราคา จากสมมติฐานข้อ 2-3 ที่ว่ากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ พบว่า p-value มีค่าเท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด หมายถึงกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนสัมประสิทธิ์ความถดถอยมีค่าเท่ากับ 0.815 นั่นคือกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับราคาหลักทรัพย์ โดยที่หากกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีมีค่าเพิ่มขึ้น 1 บาทราคาหลักทรัพย์จะมีค่าเพิ่มขึ้น 0.815 บาทดังนั้นจึง**ยอมรับสมมติฐานข้อ 2-3**

(2) ผลตอบแทน จากสมมติฐานข้อ 2-4 ที่ว่ากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ พบว่า p-value มีค่าเท่ากับ 0.223 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด หมายถึงกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญดังนั้นจึง**ปฏิเสธสมมติฐานข้อ 2-4**

กำไรก่อนรายการพิเศษ

(1) ราคา จากสมมติฐานข้อ 2-5 ที่ว่ากำไรก่อนรายการพิเศษมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ พบว่า p-value มีค่าเท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด หมายถึงกำไรก่อนรายการพิเศษมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนสัมประสิทธิ์ความถดถอยมีค่าเท่ากับ 0.796 นั่นคือกำไรก่อนรายการพิเศษมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับราคาหลักทรัพย์ โดยที่หากกำไรก่อนรายการพิเศษมีค่าเพิ่มขึ้น 1 บาทราคาหลักทรัพย์จะมีค่าเพิ่มขึ้น 0.796 บาทดังนั้นจึง**ยอมรับสมมติฐานข้อ 2-5**

(2) ผลตอบแทน จากสมมติฐานข้อ 2-6 ที่ว่ากำไรก่อนรายการพิเศษมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ พบว่า p-value มีค่าเท่ากับ 0.108 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด หมายถึงกำไรก่อนรายการพิเศษไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญดังนั้นจึง**ปฏิเสธสมมติฐานข้อ 2-6**

กำไรสุทธิ

(1) ราคา จากสมมติฐานข้อ 2-7 ที่ว่ากำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ พบว่า p-value มีค่าเท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับระดับนัยสำคัญที่กำหนด หมายถึง กำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนสัมประสิทธิ์ความถดถอยมีค่าเท่ากับ 0.760 นั่นคือกำไรสุทธิมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับราคาหลักทรัพย์ โดยที่หากกำไรสุทธิมีค่าเพิ่มขึ้น 1 บาทราคาหลักทรัพย์จะมีค่าเพิ่มขึ้น 0.760 บาทดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานข้อ 2-7

(2) ผลตอบแทน จากสมมติฐานข้อ 2-8 ที่ว่ากำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ พบว่า p-value มีค่าเท่ากับ 0.040 ซึ่งน้อยกว่าระดับระดับนัยสำคัญที่กำหนด หมายถึง กำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนสัมประสิทธิ์ความถดถอยมีค่าเท่ากับ 0.079 นั่นคือกำไรสุทธิมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยที่หากกำไรสุทธิมีค่าเพิ่มขึ้น 1 บาทผลตอบแทนหลักทรัพย์จะมีค่าเพิ่มขึ้น 0.079 บาทดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานข้อ 2-8

4.3.3 ผลการวิเคราะห์ความสามารถของตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสด และตัววัดผลการดำเนินงานกำไรในการอธิบายราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ในการเปรียบเทียบความสามารถของตัวแบบในการอธิบายตัวแปรอิสระจะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจหากตัวแบบใดมีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจสูงกว่าตัวแบบอื่นที่นำมาเปรียบเทียบ แสดงว่าตัวแบบนั้นมีความสามารถในการอธิบายราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่า แต่ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจไม่สามารถบอกได้ว่าตัวแบบที่นำมาเปรียบเทียบกันนั้นแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ จึงต้องพิจารณาจากค่า Vuong (1989) Z-Statistic ประกอบ

Vuong (1989) Z-Statistic เป็นเทคนิคที่นำมาใช้ในการเปรียบเทียบตัวแบบที่เป็น Non-nested Model หรือตัวแบบที่ไม่มีลักษณะที่ตัวแปรอิสระทุกตัวของตัวแบบหนึ่งเป็นส่วนหนึ่งของอีกตัวแบบที่นำมาเปรียบเทียบ โดยค่า Vuong (1989) Z-Statistic นี้จะสามารถทดสอบสมมติฐานว่าตัวแบบที่นำมาเปรียบเทียบกันนั้น ตัวแบบหนึ่งดีกว่าอีกตัวแบบหนึ่งอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่เกณฑ์ในการพิจารณาค่า Vuong (1989) Z-Statistic คือเป็นบวกและเกินกว่าค่า Z ณ ระดับนัยสำคัญที่กำหนด ($Z > 1.645$) แสดงว่าตัวแบบที่เป็นตัวตั้งจะดีกว่าตัวแบบที่นำมาเปรียบเทียบอย่างมีนัยสำคัญ ในทางตรงกันข้ามถ้าค่า Vuong (1989) Z-Statistic น้อยกว่าค่า Z ณ ระดับนัยสำคัญที่กำหนด ($Z < 1.645$) แสดงว่าตัวแบบที่นำมาเปรียบเทียบดีกว่าตัวแบบที่เป็นตัวตั้งอย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 4.8 สรุปผลการทดสอบความสามารถของตัววัดผลการดำเนินงาน

ตัวแบบที่นำมาเปรียบเทียบ	Vuong Z-Statistic
ราคา ตัวแบบที่ 1-1 เปรียบเทียบกับตัวแบบ 2-1	26.59
ผลตอบแทน ตัวแบบที่ 1-2 เปรียบเทียบกับตัวแบบ 2-8	-3.39

จากตารางที่ 4.8 แสดงความสามารถของตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสดและตัววัดผลการดำเนินงานกำไร

(1) ราคา จากสมมติฐานข้อ 3-1 ที่ว่าตัววัดผลการดำเนินงานจากกระแสเงินสดสามารถใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่าตัววัดผลการดำเนินงานจากกำไรอย่างไร้พบว่ามีค่า Vuong มีค่าเท่ากับ 26.59 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด นั่นคือตัววัดผลการดำเนินงานจากกระแสเงินสดสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่าตัววัดผลการดำเนินงานจากกำไร ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานข้อ 3-1

(2) ผลตอบแทน จากสมมติฐานข้อ 3-1 ที่ว่าตัววัดผลการดำเนินงานจากกระแสเงินสดสามารถใช้อธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่าตัววัดผลการดำเนินงานจากกำไรอย่างไร้สาระสำคัญ พบว่ามีค่า Vuong มีค่าเท่ากับ -3.39 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด นั่นคือตัววัดผลการดำเนินงานจากกำไรสามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่าตัววัดผลการดำเนินงานจากกระแสเงินสดอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานข้อ 3-2

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตาราง 4.9 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานในภาพรวม

ตัวแปรอิสระ	ผลการทดสอบสมมติฐาน
CFO CFI CFF	ยอมรับ H 1-1 ยอมรับ H 1-2
NCF	ปฏิเสธ H 1-3 ยอมรับ H 1-4
FCF	ยอมรับ H 1-5 ปฏิเสธ H 1-6
EBITDA	ยอมรับ H 2-1 ปฏิเสธ H 2-2
EBIT	ยอมรับ H 2-3 ปฏิเสธ H 2-4
EBEX	ยอมรับ H 2-5 ปฏิเสธ H 2-6
NI	ยอมรับ H 2-7 ยอมรับ H 2-8
ตัววัดผลการดำเนินงาน	ยอมรับ H 3-1
จากกระแสเงินสด	ปฏิเสธ H 3-2

4.4 ผลการวิเคราะห์เชิงอนุमानแบบรายปี

4.4.1 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสดกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์แบบรายปี

ตาราง 4.10 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสดกับราคาหลักทรัพย์แบบรายปี

ปี	ตัวแปร	สัมประสิทธิ์การตัดสินใจ	p-value	สัมประสิทธิ์ความถดถอย
2546	CFO	.474	.000	.924
	CFI	.474	.639	-.063
	CFF	.474	.004	.534
	NCF	.136	.000	.368
	FCF	.143	.000	.379
2547	CFO	.762	.003	1.169
	CFI	.762	.005	.162
	CFF	.762	.000	.369
	NCF	.121	.000	.348
	FCF	.266	.000	.516
2548	CFO	.804	.000	.685
	CFI	.804	.000	-.277
	CFF	.804	.647	.020
	NCF	.056	.000	-.237
	FCF	.113	.000	.336

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.11 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสดกับผลตอบแทนหลักทรัพย์แบบรายปี

ปี	ตัวแปร	สัมประสิทธิ์ การตัดสินใจ	p-value	สัมประสิทธิ์ ความถดถอย
2546	CFO	.181	.000	1.389
	CFI	.181	.000	.768
	CFF	.181	.000	1.450
	NCF	.113	.000	.336
	FCF	.005	.312	-.068
2547	CFO	.069	.015	.358
	CFI	.069	.802	.028
	CFF	.069	.453	.100
	NCF	.010	.134	.100
	FCF	.025	.017	.159
2548	CFO	.011	.082	.244
	CFI	.011	.330	.116
	CFF	.011	.680	.044
	NCF	.002	.461	.050
	FCF	.000	.981	-.002

จากตารางที่ 4.8 และ 4.9 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสดกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์แบบรายปี พบว่า

ปี 2546

(1) ตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสดที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดสุทธิ และกระแสเงินสดปลอดภาษี โดยตัวแปรทุกตัวมีทิศทางความสัมพันธ์เดียวกันกับราคาหลักทรัพย์

(2) ตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสดที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน กิจกรรมจัดหาเงิน และกระแสเงินสดสุทธิ โดยตัวแปรทุกตัวมีทิศทางความสัมพันธ์เดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

ปี2547

(1) ตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสดที่มีความสัมพันธ์กับ**ราคาหลักทรัพย์** คือ ตัวแปรทุกตัวในตัววัดผลการดำเนินงานจากกระแสเงินสด โดยตัวแปรทุกตัวมีทิศทางความสัมพันธ์เดียวกันกับราคาหลักทรัพย์

(2) ตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสดที่มีความสัมพันธ์กับ**ผลตอบแทนหลักทรัพย์** คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และกระแสเงินสดปลอดภัย โดยมีทิศทางความสัมพันธ์เดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

ปี2548

(1) ตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสดที่มีความสัมพันธ์กับ**ราคาหลักทรัพย์** คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดสุทธิ และกระแสเงินสดปลอดภัย โดยกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและกระแสเงินสดปลอดภัยมีทิศทางความสัมพันธ์เดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ ส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนและกระแสเงินสดสุทธิมีทิศทางความสัมพันธ์ตรงข้ามกับราคาหลักทรัพย์

(2) ตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสดทุกตัวไม่มีความสัมพันธ์กับ**ผลตอบแทนหลักทรัพย์**

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

4.4.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกำไรที่มีต่อราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์แบบรายปี

ตาราง 4.12 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกำไรกับราคาหลักทรัพย์แบบรายปี

ปี	ตัวแปร	สัมประสิทธิ์การตัดสินใจ	p-value	สัมประสิทธิ์ความถดถอย
2546	EBITDA	.756	.000	.870
	EBIT	.674	.000	.821
	EBEX	.586	.000	.765
	NI	.446	.000	.668
2547	EBITDA	.736	.000	.858
	EBIT	.709	.000	.842
	EBEX	.708	.000	.841
	NI	.701	.000	.837
2548	EBITDA	.736	.000	.858
	EBIT	.665	.000	.815
	EBEX	.639	.000	.799
	NI	.606	.000	.778

ตาราง 4.13 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกำไรกับผลตอบแทนหลักทรัพย์แบบรายปี

ปี	ตัวแปร	สัมประสิทธิ์การตัดสินใจ	p-value	สัมประสิทธิ์ความถดถอย
2546	EBITDA	.001	.714	.025
	EBIT	.003	.434	.052
	EBEX	.005	.299	.070
	NI	.006	.232	.080
2547	EBITDA	.098	.000	.313
	EBIT	.097	.000	.312
	EBEX	.112	.000	.335
	NI	.112	.000	.334

2548	EBITDA	.016	.060	.126
	EBIT	.020	.034	.141
	EBEX	.031	.009	.175
	NI	.045	.001	.212

จากตารางที่ 4.10 และ 4.11 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกำไรกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์แบบรายปี พบว่า

ปี 2546

(1) ตัววัดผลการดำเนินงานกำไรที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ คือ ตัวแปรทุกตัวในตัววัดผลการดำเนินงานกำไร โดยตัวแปรทุกตัวมีทิศทางความสัมพันธ์เดียวกันกับราคาหลักทรัพย์

(2) ตัววัดผลการดำเนินงานกำไรทุกตัวไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์

ปี 2547

(1) ตัววัดผลการดำเนินงานกำไรที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ คือ ตัวแปรทุกตัวในตัววัดผลการดำเนินงานกำไร โดยตัวแปรทุกตัวมีทิศทางความสัมพันธ์เดียวกันกับราคาหลักทรัพย์

(2) ตัววัดผลการดำเนินงานกำไรที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ คือ ตัวแปรทุกตัวในตัววัดผลการดำเนินงานกำไร โดยตัวแปรทุกตัวมีทิศทางความสัมพันธ์เดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

ปี 2548

(1) ตัววัดผลการดำเนินงานกำไรที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ คือ ตัวแปรทุกตัวในตัววัดผลการดำเนินงานกำไร โดยตัวแปรทุกตัวมีทิศทางความสัมพันธ์เดียวกันกับราคาหลักทรัพย์

(2) ตัววัดผลการดำเนินงานกำไรที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ คือ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี กำไรก่อนรายการพิเศษ และกำไรสุทธิ โดยตัวแปรทุกตัวมีทิศทางความสัมพันธ์เดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

งานวิจัยครั้งนี้ทำการศึกษาถึง ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรที่มีต่อราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์ของงานวิจัย คือ ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานจากกระแสเงินสดกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานจากกำไรกับราคาและผลตอบแทน เปรียบเทียบความสามารถระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานจากกระแสเงินสดและตัววัดผลการดำเนินงานจากกำไรในการอธิบายราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ เพื่อให้ให้นักลงทุนวิเคราะห์ข้อมูลได้อย่างมีประสิทธิภาพและแม่นยำมากยิ่งขึ้น

รูปแบบการวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical research) แนวทางการวิเคราะห์ข้อมูลแบ่งเป็นการวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) เพื่อใช้ในการอธิบายผลการวิจัยในเบื้องต้นเกี่ยวกับข้อมูลของกลุ่มตัวแปรที่เก็บรวบรวมได้ และการวิเคราะห์เชิงอนุมาน (Inferential statistic) เพื่อสรุปถึงลักษณะของประชากรโดยใช้ข้อมูลตัวอย่าง โดยใช้เทคนิคของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเดี่ยวและเชิงพหุคูณ โดยทำการศึกษาทั้งในภาพรวมและแบบรายปี

5.1 สรุปผลการวิจัย

5.1.1 ความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสดกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ในภาพรวม

(1) ราคาหลักทรัพย์

ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน กิจกรรมจัดหาเงิน และกระแสเงินสดปลอดภาษีล้วนมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ โดยกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากที่สุด รองลงมา คือ กิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดปลอดภาษี และกิจกรรมลงทุน ซึ่งกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงินอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาได้ดีที่สุด

(2) ผลตอบแทนหลักทรัพย์

ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน กิจกรรมจัดหาเงิน และกระแสเงินสดสุทธิล้วนมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ โดยกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์มากที่สุด รองลงมา คือ กิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดสุทธิ ซึ่งกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงินอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนได้ดีที่สุด

5.1.2 ความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดผลการดำเนินงานกำไรกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ในภาพรวม

(1) ราคาหลักทรัพย์

ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า กำไรทุกตัวล้วนมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ โดยกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากที่สุด รองลงมา คือ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี กำไรก่อนรายการพิเศษ และกำไรสุทธิ ซึ่งกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาได้ดีที่สุด

(2) ผลตอบแทนหลักทรัพย์

ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า กำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญและอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนได้ดีที่สุด ส่วนกำไรตัวอื่น ๆ ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์

5.1.3 ความสามารถของตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสดและตัววัดผลการดำเนินงานกำไรในการอธิบายราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์

(1) ราคาหลักทรัพย์

ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่าทั้งตัววัดผลการดำเนินงานทางกระแสเงินสดและตัววัดผลการดำเนินงานทางการเงินต่างก็มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ แต่เมื่อพิจารณาจากค่า Vuong พบว่าตัวแบบจากกระแสเงินสดมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่า กล่าวคือ หากนักลงทุนต้องการลงทุนในระยะสั้นเพื่อทำกำไรจากส่วนต่างของราคาซื้อและราคาขายของหลักทรัพย์ กระแสเงินสดจะให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการลงทุน

ผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับ Kanogporn Narktabtee (2000) ที่พบว่ากำไร กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน และรายได้ ยกเว้น ข้อมูลกำไรปี ค.ศ. 1997 และรายได้ปี ค.ศ. 1996 สามารถอธิบายราคา

หลักทรัพย์ได้อย่างมีนัยสำคัญ รวมทั้งงานวิจัยของจูลูซาดา ศิริสม (2546) ที่ศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีผลทำให้ข้อมูลกระแสเงินสดมีประโยชน์มากกว่าข้อมูลกำไรในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ พบว่าข้อมูลกระแสเงินสดรายไตรมาสมีประโยชน์ที่เกินกว่าข้อมูลกำไรรายไตรมาสในการกำหนดราคาหลักทรัพย์

ผลการวิจัยที่ได้สนับสนุนแนวคิดการกำหนดมูลค่าของธุรกิจ ที่ผู้ซื้บการเงินจะนำงบกระแสเงินสดมาประเมินความสามารถของกิจการในการได้มาซึ่งเงินสดและประมาณการกระแสเงินสดในอนาคต เพื่อคำนวณหาราคาหลักทรัพย์ที่ใกล้เคียงกับมูลค่าธุรกิจและเหมาะสมแก่การลงทุน

(2) ผลตอบแทนหลักทรัพย์

ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดจากทั้ง 3 กิจกรรม กระแสเงินสดสุทธิและกำไรสุทธิต่างก็มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ เมื่อพิจารณาจากค่า Vuong พบว่าตัวแบบทางการเงินมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่า กล่าวคือ หากนักลงทุนต้องการลงทุนในระยะยาวเพื่อทำกำไรจากส่วนต่างของราคาซื้อและราคาขายของหลักทรัพย์บวกกับเงินปันผลที่เกิดจากการประกาศจ่าย กำไรจะให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการลงทุน

ผลงานวิจัยนี้สอดคล้องกับ Dechow (1994) ที่พบว่ากำไรสามารถใช้อธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสด รวมทั้งงานวิจัยของ Jody Watson and Peter Well (2005) ที่พบว่า กรณีที่บริษัทมีกำไรตัววัดผลการดำเนินงานทางด้านกำไรจะสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์มากกว่ากระแสเงินสด

ผลการวิจัยที่ได้สนับสนุนการจัดทำงบการเงินตามเกณฑ์คงค้างที่จะรับรู้รายการและเหตุการณ์ทางบัญชีเมื่อเกิดรายการ จึงได้รวมรายการพึงรับ พึ่งจ่ายทั้งหมดมาแสดงในงบการเงินตามงวดเวลาที่เกี่ยวข้อง ซึ่งจะให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์และเกี่ยวข้องต่อการตัดสินใจของผู้ใช้งบการเงิน

5.2 ข้อจำกัดของการวิจัย

1. การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิเคราะห์โดยคำนึงถึงข้อมูลเชิงปริมาณตามตัวแบบที่ใช้ในการวิจัยเพียงอย่างเดียว มิได้คำนึงถึงข้อมูลในด้านอื่นที่อาจมีผลต่อความสามารถในการอธิบายราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ เช่น สภาพเศรษฐกิจ การแข่งขันภายในอุตสาหกรรม วัฏจักรของธุรกิจ เป็นต้น

2. การศึกษานี้เป็นการศึกษาในเชิงของความสัมพันธ์ (Association) ไม่ใช่ศึกษาในเชิงของเหตุและผล (Causation) ดังนั้นการตีความผลการวิจัยจึงพิจารณาในเชิงของความสัมพันธ์มากกว่าเชิงของเหตุและผล

3. การศึกษานี้มีขอบเขตครอบคลุมเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น ดังนั้นผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษานี้จึงไม่สามารถอธิบายได้กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากลักษณะการนำเสนอของงบการเงินและมาตรฐานการบัญชีที่บังคับใช้มีความแตกต่างกัน

5.3 ประโยชน์ที่ได้จากการวิจัย

1. ผู้ลงทุน

ผลการวิจัยทำให้ผู้ลงทุนทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรในการอธิบายราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ นอกจากนี้ยังทราบถึงประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีที่ช่วยในการตัดสินใจลงทุนได้อย่างเหมาะสมยิ่งขึ้น เพิ่มประสิทธิภาพในการประเมินผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ต้องการลงทุน

2. หน่วยงานกำกับดูแลบริษัทในตลาดหลักทรัพย์

ผลการวิจัยที่ได้พบว่ากระแสเงินสดและกำไรนั้นสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์และผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ จึงเป็นแนวทางในการกำหนดตัววัดผลการดำเนินงานที่เหมาะสมรวมทั้งกำกับดูแลการจัดทำและนำเสนอของงบการเงินเพื่อให้เกิดประโยชน์ต่อสาธารณชน

5.4 ข้อเสนอแนะการทำวิจัยในอนาคต

1. ศึกษาถึงความสามารถของกระแสเงินสดและกำไรในการอธิบายราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยแบ่งเป็นกรณีที่กระแสเงินสดและกำไรเพิ่มขึ้น กับกรณีที่กระแสเงินสดและกำไรลดลงเพื่อดูว่าในแต่ละกรณีนั้นตัววัดผลการดำเนินงานใดจะเหมาะสมกว่ากัน

2. ศึกษาถึงความสามารถของกระแสเงินสดและกำไรในการอธิบายราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยแบ่งเป็นรายอุตสาหกรรมเนื่องจากแต่ละอุตสาหกรรมมีลักษณะเฉพาะที่แตกต่างกันไป ผลการวิจัยที่ได้จึงอาจแตกต่างกันด้วย

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

เกษรี ณรงค์เดช.รายงานการเงิน.คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
2541.

กัลยา วานิชย์บัญชา.การวิเคราะห์สถิติเพื่อธุรกิจ : สถิติเพื่อการตัดสินใจทางธุรกิจ.พิมพ์ครั้งที่ 16.

กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2545.

กัลยา วานิชย์บัญชา.การวิเคราะห์สถิติขั้นสูงด้วย SPSS for Windows. พิมพ์ครั้งที่ 3.

กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2545.

กชกร เฉลิมกาญจนา.งบกระแสเงินสดและการบัญชีสำหรับเงินสด. พิมพ์ครั้งที่ 2.กรุงเทพมหานคร
:ธรรมนิติ เพรส, 2544.

จุลสุชาดา ศิริสม.ปัจจัยที่มีผลทำให้ข้อมูลกระแสเงินสดมีประโยชน์มากกว่าข้อมูลกำไรในการ

กำหนดราคาหลักทรัพย์: การศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์

ปริญญาตรีบัณฑิต ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์
มหาวิทยาลัย, 2546.

ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์.การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสามารถของกำไรทางบัญชีและ
มูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาตรีบัณฑิต.ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์
และการบัญชี, 2545.

เมธากุล เกียรติกระจาย และ ศิลปพร ศรีจันเพชร.ทฤษฎีการบัญชี. พิมพ์ครั้งที่ 10.

กรุงเทพมหานคร : ทีพีเอ็นเพรส, 2547.

วรศักดิ์ ทุมมานนท์.การจัดทำงบกระแสเงินสดงบการเงินรวม. พิมพ์ครั้งที่ 1.กรุงเทพมหานคร :

สำนักพัฒนาการบริหารธรรมนิติ, 2544.

วรศักดิ์ ทุมมานนท์.งบกระแสเงินสดงบการเงินรวม คู่มือการจัดทำและวิเคราะห์ตามมาตรฐานการ

บัญชี. พิมพ์ครั้งที่ 2.กรุงเทพมหานคร : ไอโอเน็ตอินเตอร์เทรดดิ้งซอสเซส, 2542.

วรศักดิ์ ทุมมานนท์.งบการเงินรวมและปัญหาการจัดทำงบการเงินรวม. พิมพ์ครั้งที่ 2.

กรุงเทพมหานคร : ธรรมนิติเพรส, 2547.

วรศักดิ์ ทุมมานนท์.มิติใหม่ของงบการเงินและการวิเคราะห์. กรุงเทพมหานคร : ธรรมนิติ เพรส,

2547.

สรรพงศ์ ลิ้มปรีธำรงกุล.จุฬาลงกรณ์ปริวิ.12,45 (ตุลาคม-ธันวาคม 2542) : 77-78.

สมเดช โรจน์คูรีเสถียร. Accounting Knowledge.กรุงเทพมหานคร: ธรรมนิติเพรส, 2545.

อรุณี อย่างธาวา,อรสา วีระประดิษฐ์, ณัฐพร เหล่าธรรมทัศน์ และ วิภาดา ตันติประภา.การบัญชี
การเงิน.พิมพ์ครั้งที่ 12 คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์,
2545.

ภาษาอังกฤษ

- Anthony, J.H.,and K.Ramesh.Association between accounting performance measure and stock prices. Journal of Business 56, (1992).
- Ali,A. The Incremental Information Content of Earnings, Working Capital from Operations, and Cash Flows.Journal of Accounting Research 32 (1994): 61 – 73.
- Ali,A and P.F.Pope. The Incremental Information Content of Earnings, Funds flow and Cash Flows: the UK evident. Journal of Business finance and accounting 22 (1995): 19-34.
- Ali M.Al-Attar. And Husam Mustafa al-Khadash. The Effect of Contextual Factors on the Information Content of Cash Flows in Explaining Stock Prices - The Case of Amman Stock Exchange. Dirasat 32, (2005).
- Biddle,G.C., G.S. Seow and A.F. Siegle. Relative versus incremental information content. Contemporary Accounting Research 12 (Summer 1995): 1-23.
- Black EL. Life-Cycle impacts on the incremental value-relevance of earnings and cash flow measure. Journal of finance statement analysis (January 1998): 40-56.
- Casey, Cornelius and Bartczak, Norman. Using Operating Cash Flow Data to Predict Financial Distress: Some Extensions. Journal of Accounting Research 23, (1985).
- Charitou, A. and Clubb, C. and Andreou, A. The Effect of Earning Permanence, Groth and Firm Size on the Usefulness of Csah Flows and Earnings in Explaining Security Return: Empirical Evidence for the UK. Journal of Business Finance and Accounting 28 (2001): 563-595.
- C.S. Agnes Cheng. and Chao-Shin Liu. And Thomas F. Schaefer. Earnings Permanence and the Incremental Information Content of Cash Flows from Operations. Journal of Accounting Research 34 (1996): 173-181.

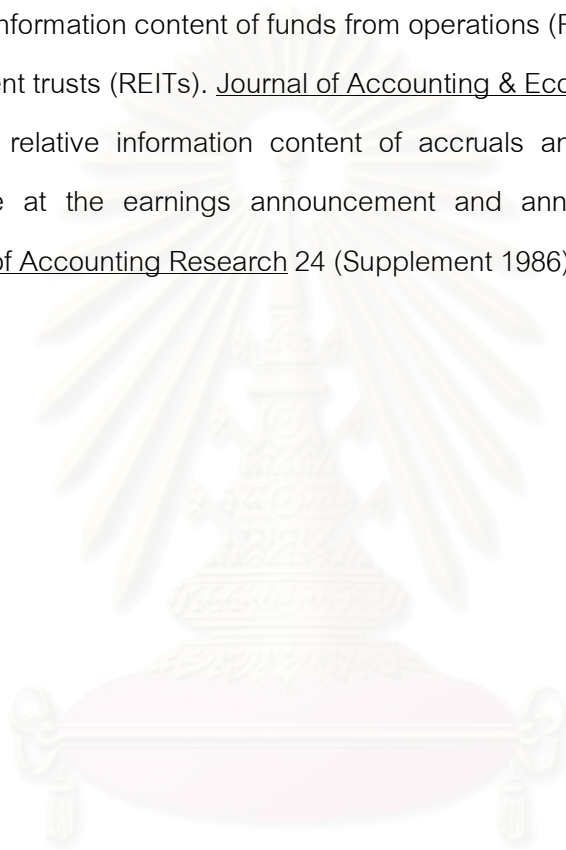
- Dan Dhaliwal, K.R. Subramanyam and Robert Trezevant. Is Comprehensive Income Superior to Net Income as a Measure of Firm Performance. Journal of Accounting and Economics. 26 (1999): 43-67.
- Dechow, P. M. Accounting Earnings and Cash Flow as Measure of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals. Journal of Accounting and Economic 18 (1994): 3-42.
- Divesh Shankar Sharma. and Errol R. Iselin. The Decision Usefulness of Reported Cash Flow and Accrual Information in a Behavioural Field Experiment. Working Paper Series.
- Gopal V Krishnan. and James A Largay III. The predictive ability of direct method cash flow information. Journal of Business Finance & Accounting. 27, (2000).
- Gopal V Krishnan. and James A Largay. On the Usefulness of the Direct Method Cash Flow Statement. Working Paper Series. 1998.
- Jodi, W. and Peter, W. The association between various earnings and cash flow measures of firm performance and stock returns : Some Australian evidence. School of Accounting, University of Technology, Sydney. 2005.
- Livnat, J., and P. Zarowin. The incremental information content of cash –flow components. Journal of Accounting and Economics 13 (May 1990): 25-46.
- M.Heidari. The Review of Information Content of Cash Value Added (CVA) in Relation to Annual Stock Return : Comparative Analysis With Operating Profit (OP) and Operating Cash Flow (OCF) in TSE .
- Narktabtee, K. The Implications of Accounting Information in The Thai Capital Market. Doctoral Dissertation, Graduate School, University of Arkansas, Fayetteville. 2000.
- Patricia M. Dechow. Accounting Earnings and Cash Flow as a Measures of Firm Performance the Role of a Accounting Accruals. Journal of Accounting and Economics 18, (1994).
- Pilotte, E. Growth opportunities and the stock price response to new financing. Journal of Business 65, (1992).
- Rayburn J. The association of operating cash flow and accruals with security return. Journal of Accounting Research 24 (Supplement 1986): 112-137.

Srisawadi, P. The Relationship between Stock Return and Earnings Information in Thailand. Doctoral Dissertation, School of Management, Boston University, 1996.

Vacharajittipan, S. The Information Content of Quarterly Earnings: The case of Thailand. Degree of Doctoral of Philosophy in accountancy. School of Business and Public Management of the George Washington University. 1990.

Vincent, L. The information content of funds from operations (FFO) for real estate investment trusts (REITs). Journal of Accounting & Economics 26 (1999): 69-104.

Wilson, G. The relative information content of accruals and cash flow : Combined evidence at the earnings announcement and annual report release dates. Journal of Accounting Research 24 (Supplement 1986): 165-203.



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาคผนวก

การตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเดี่ยวและเชิงพหุคูณ

สมมติฐานหรือเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเดี่ยวมี 4 ข้อ ซึ่งเป็นเงื่อนไขเกี่ยวกับความคลาดเคลื่อน (Error or Residual) การที่ผู้วิเคราะห์จะนำสมการ $\hat{Y} = a + bx$ ไปประยุกต์ใช้ ทั้งนี้ในแง่แสดงระดับและทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร X และ Y หรือพยากรณ์ค่า Y เมื่อกำหนดค่า X ผู้ใช้จะต้องมีความมั่นใจในความถูกต้องของสมการ $\hat{Y} = a + bx$ โดยจะต้องตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเกี่ยวกับค่าคลาดเคลื่อน ($e_i = Y_i - \hat{Y}_i$) ดังนี้

- 1) ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์ นั่นคือ $E(e) = 0$
- 2) ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า $V(e) = \sigma_e^2$
- 3) e_i และ e_j เป็นอิสระต่อกัน ; $i \neq j$ นั่นคือ covariance (e_i, e_j) = 0
- 4) ความคลาดเคลื่อน e เป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ

สำหรับเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณจะเหมือนกับเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเดี่ยว โดยมีเงื่อนไขที่เพิ่มขึ้น คือ

- 5) ตัวแปรอิสระ X_1 และ X_2 ต้องเป็นอิสระต่อกัน

เงื่อนไขทั้ง 5 ข้อข้างต้นจะต้องเป็นจริง จึงจะสามารถใช้ทดสอบ F และ t ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร X และ Y สำหรับการตรวจสอบเงื่อนไขทั้ง 5 ข้อข้างต้นจะได้กล่าวถึงในรายละเอียดต่อไป นอกจากนี้เงื่อนไขเกี่ยวกับความคลาดเคลื่อนทั้ง 5 ข้อข้างต้นแล้ว ก่อนที่จะคำนวณหาสัมประสิทธิ์ความถดถอย (a และ b) จะต้องตรวจสอบว่าความสัมพันธ์ของ X และ Y อยู่ในรูปเชิงเส้นจริงหรือไม่และตรวจสอบค่าที่ผิดปกติ (Outliers) โดยการใช้แผนภาพการกระจาย เป็น Graphs หรือ Scatter หรือใช้สถิติ Cook's distance ในการตรวจสอบค่าที่ผิดปกติ (Outliers) เป็นต้น

นอกจากนี้ การตรวจสอบเงื่อนไขของค่าคลาดเคลื่อนทั้ง 4 ข้อข้างต้นจะใช้ในการพิจารณาความเหมาะสมของรูปแบบความสัมพันธ์ของตัวแปรว่ารูปแบบเป็นเชิงเส้นหรือไม่ ถ้าตรวจสอบค่าคลาดเคลื่อนแล้วพบว่าไม่เป็นตามเงื่อนไข จะต้องพิจารณารูปแบบความสัมพันธ์ของตัวแปรซึ่งอาจจะอยู่ในรูปแบบอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เชิงเส้น

การตรวจสอบค่าผิดปกติของข้อมูล (Outliers)

เป็นการทดสอบว่าข้อมูลที่จะนำมาวิเคราะห์นั้นมีค่าที่ผิดปกติอยู่หรือไม่ วิธีในการทดสอบอาจใช้แผนภาพการกระจายเป็น Graphs หรือ Scatter หรือใช้สถิติ Cook's distance ซึ่งในที่นี้จะใช้สถิติ Cook's distance ในการทดสอบ เพื่อที่จะตัดข้อมูลที่มีค่าผิดปกติออกจากการวิเคราะห์ ซึ่งข้อมูลที่มีค่าผิดปกติจะเป็นข้อมูลที่มีค่ามากหรือน้อยผิดปกติ โดยหากค่า Cook's distance ของ case ใดมีค่ามากกว่า 1 ก็จะทำให้การตัดข้อมูลนั้นออกจากการวิเคราะห์ เพื่อลดความแปรปรวนของข้อมูล เนื่องจากค่าผิดปกติจะมีอิทธิพลต่อการคำนวณสัมประสิทธิ์ความถดถอยในการวิเคราะห์ความถดถอย ซึ่งจากผลการทดสอบสถิติ Cook's distance แล้วไม่พบว่าข้อมูลที่จะทำการวิเคราะห์มีค่าผิดปกติแต่อย่างใด จึงไม่มีการตัดตัวอย่างออกไป

การตรวจสอบเงื่อนไขการวิเคราะห์ความถดถอยในภาพรวม

(1) การตรวจสอบค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อน

การหาค่า a และ b โดยทำให้ผลบวกกำลังสองของความคลาดเคลื่อนมีค่าต่ำสุด จะทำให้ $\sum e_i = 0$

$$\text{ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อน} = E(e) = \frac{\sum e_i}{n} = \frac{0}{n} = 0$$

ดังนั้นเงื่อนไขจึงเป็นจริงเสมอ

(2) การตรวจสอบค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อน

เป็นการตรวจสอบว่า $\text{Var}(e) = \sigma^2 =$ ค่าคงที่ทุกค่าของ X กรณีที่ $\text{Var}(e)$ ไม่เท่ากันทุกค่าของ X จะเรียกว่าเกิดปัญหา Heteroscedastic เนื่องจาก $\text{Var}(e) = \text{Var}(\hat{Y})$ ดังนั้น การตรวจสอบความคงที่ของค่าแปรปรวนจึงอาจพิจารณาจากกราฟ X กับ e หรือกราฟของ Y กับ e หรือระหว่าง e กับ \hat{Y} ก็ได้

การทดสอบความแตกต่างกันของความแปรปรวน หรือการกระจายข้อมูลหลาย ๆ ชุดหรือหลายประชากร ซึ่งจะเป็นเงื่อนไขในการทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับการเท่ากันของค่าเฉลี่ยของหลายประชากร สถิติที่ใช้ในการทดสอบคือ Levene's test หากค่า $\text{Sig.} > 0.05$ แสดงว่าค่าความแปรปรวนของตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาคงที่ทุกค่าของ X ซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ

สมมติฐานการทดสอบคือ

$$H_0 : \sigma_1^2 = \sigma_2^2 = \dots \sigma_k^2 ; k = \text{จำนวนประชากร}, k \geq 2$$

$$H_1 : \sigma_i^2 \neq \sigma_j^2 \text{ อย่างน้อย 1 คู่}; i \neq j$$

สำหรับการตรวจสอบพบว่าค่า Levene's test ของการวิเคราะห์ความถดถอยมากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด แสดงว่าข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการศึกษานี้มีค่าความแปรปรวนที่ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

(3) การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน

การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของ e_i และ e_j โดยที่ $e_i = Y_i - \hat{Y}_i$ และ $e_j = Y_j - \hat{Y}_j$ ทำได้ 2 วิธี คือ

- (I) โดยการเขียนกราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง e_i กับ t
- (II) ใช้สถิติทดสอบ Durbin – Watson

การทดสอบว่าค่า e_i และ e_j เป็นอิสระกันหรือไม่ โดยใช้สถิติทดสอบ Durbin – Watson จะพิจารณาจากค่า Durbin – Watson สำหรับค่าวิกฤติของ Durbin – Watson จะขึ้นอยู่กับขนาดตัวอย่าง (n) และจำนวนตัวแปรอิสระในสมการความถดถอย (k)

- ถ้า Durbin – Watson มีค่าใกล้ 2 (นั่นคือ มีค่าในช่วง 1.5 ถึง 2.5) จะสรุปว่า e_i และ e_j อิสระกัน
- ถ้า Durbin – Watson < 1.5 แสดงว่าความสัมพันธ์ของ e_i และ e_j อยู่ในทิศทางบวก และถ้า Durbin – Watson มีค่าใกล้ศูนย์ แสดงว่า e_i และ e_j มีความสัมพันธ์กันมาก
- ถ้า Durbin – Watson > 2.5 แสดงว่าความสัมพันธ์ของ e_i และ e_j อยู่ในทิศทางลบ และถ้า Durbin – Watson มีค่าใกล้ 4 แสดงว่า e_i และ e_j มีความสัมพันธ์กันมาก
- หรืออาจจะพิจารณาจากค่า Significance ของสถิติทดสอบ Durbin – Watson ถ้าค่า Significance น้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด จะปฏิเสธสมมติฐาน H_0 หรือสรุปได้ว่า e_i และ e_j มีความสัมพันธ์กัน

ตารางภาคผนวกที่ 1 ความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน

ตัวแบบตามสมมติฐาน	Durbin-Watson
ตัวแบบ 1-1	1.991
ตัวแบบ 1-2	1.877
ตัวแบบ 1-3	1.889
ตัวแบบ 1-4	1.841
ตัวแบบ 1-5	1.887
ตัวแบบ 1-6	1.822
ตัวแบบ 2-1	1.969
ตัวแบบ 2-2	1.826
ตัวแบบ 2-3	2.075
ตัวแบบ 2-4	1.829
ตัวแบบ 2-5	2.041
ตัวแบบ 2-6	1.829
ตัวแบบ 2-7	2.028
ตัวแบบ 2-8	1.835

สำหรับการตรวจสอบพบว่าค่า Durbin – Watson อยู่ในช่วงระหว่าง 1.5 – 2.5 แสดงว่า e_t และ e_{t-1} เป็นอิสระกัน

(4) การตรวจสอบว่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่

การตรวจสอบว่าค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงปกติหรือไม่มีหลายวิธีด้วยกัน คือ Histogram, Boxplot, Stem-and-leaf, Normal Probability Plot หรือ Detrended Normal Plot ซึ่งจะต้องวิเคราะห์จากกราฟ และสรุปเองว่าข้อมูลมีความสมมาตร หรือมีการแจกแจงปกติหรือไม่ จึงเป็นไปได้ที่นักวิเคราะห์จะสรุปต่างกัน จึงมีการใช้สถิติเพื่อทดสอบว่าข้อมูลมีการแจกแจงปกติหรือไม่ควบคู่กับการพิจารณากราฟ สำหรับสถิติที่ใช้ทดสอบมี Kolmogorov-Smirnov Test กับ Shapiro-Wilk Test ซึ่งในวิทยานิพนธ์เล่มนี้เลือกใช้สถิติทดสอบ Kolmogorov-Smirnov Test เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างมีมากกว่า 50 ตัวอย่าง หากค่า Sig.>0.05 แสดงว่าค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงปกติ ซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ

สมมติฐานการทดสอบ คือ

H_0 : (สุ่มตัวอย่างจากประชากรที่มีการแจกแจงแบบปกติ) ความคาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติ

H_1 : (สุ่มตัวอย่างจากประชากรที่ไม่ได้มีการแจกแจงแบบปกติ) ความคาดเคลื่อนไม่ได้มีการแจกแจงแบบปกติ

ตารางภาคผนวกที่ 2 แสดงความการแจกแจงของค่าความคลาดเคลื่อน

ตัวแบบตาม สมมติฐาน	Kolmogorov-Smirnov(a)		
	Statistic	df	Sig.
ตัวแบบ 1-1	.358	672	.000
ตัวแบบ 1-2	.266	672	.000
ตัวแบบ 1-3	.325	672	.000
ตัวแบบ 1-4	.244	672	.000
ตัวแบบ 1-5	.238	672	.000
ตัวแบบ 1-6	.215	672	.000
ตัวแบบ 2-1	.214	672	.000
ตัวแบบ 2-2	.358	672	.000
ตัวแบบ 2-3	.266	672	.000
ตัวแบบ 2-4	.325	672	.000
ตัวแบบ 2-5	.244	672	.000
ตัวแบบ 2-6	.238	672	.000
ตัวแบบ 2-7	.215	672	.000
ตัวแบบ 2-8	.214	672	.000

สำหรับการตรวจสอบพบว่า ค่า Sig. (Significance) เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงสรุปได้ว่าค่าคลาดเคลื่อนไม่ได้มีการแจกแจงปกติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 แต่อย่างไรก็ตาม เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยมีมากกว่า 30 จึงสันนิษฐานได้ว่าตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบมีการแจกแจงปกติ

(5) การตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระ X_1 และ X_2 เป็นเป็นอิสระกันหรือไม่

การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของตัวแปรอิสระมีหลายวิธี เช่น การใช้สถิติ Variance Inflation Factors (VIF) และสถิติ Tolerance โดยที่ถ้าค่า (VIF) มีค่ามากกว่า 10 แสดงว่าตัวแปรอิสระตัวนั้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่น ๆ มาก ส่วนค่า Tolerance หากมีค่าเข้าใกล้ 0 แสดงว่าตัวแปรอิสระตัวนั้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่น ๆ มากเช่นกันในการวิจัยนี้จะพิจารณาจากค่า (VIF)

ตารางภาคผนวกที่ 3 แสดงความเป็นอิสระกันของตัวแปรอิสระ

ตัวแปรอิสระ	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
CFO	.170	5.891
CFI	.295	3.440
CFF	.239	4.189
NCF	1.000	1.000
FCF	1.000	1.000
EBITDA	1.000	1.000
EBIT	1.000	1.000
EBEX	1.000	1.000
NI	1.000	1.000

สำหรับการตรวจสอบพบว่าตัวแปรอิสระทั้งหมดเป็นอิสระจากกัน กล่าวคือไม่จำเป็นต้องตัดตัวแปรอิสระตัวใดตัวหนึ่งออกจากการทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุคูณ เพราะตัวแปรอิสระมิได้มีความสัมพันธ์กันเองแต่อย่างใด

การตรวจสอบเงื่อนไขการวิเคราะห์ความถดถอยแบบรายปี

ปี 2546

(1) ค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์ เงื่อนไขนี้เป็นจริงเสมอ

(2) การตรวจสอบค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อน

สำหรับการตรวจสอบพบว่าค่า Levene's test ของการวิเคราะห์ความถดถอยมากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด แสดงว่าข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการศึกษานี้มีค่าความแปรปรวนที่ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

(3) การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน

ตารางภาคผนวกที่ 4 ความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน

ตัวแบบตามสมมติฐาน	Durbin-Watson
ตัวแบบ 1-1	2.057
ตัวแบบ 1-2	2.059
ตัวแบบ 1-3	1.993
ตัวแบบ 1-4	2.030
ตัวแบบ 1-5	1.934
ตัวแบบ 1-6	1.876
ตัวแบบ 2-1	1.868
ตัวแบบ 2-2	1.928
ตัวแบบ 2-3	2.032
ตัวแบบ 2-4	1.940
ตัวแบบ 2-5	2.036
ตัวแบบ 2-6	1.939
ตัวแบบ 2-7	1.978
ตัวแบบ 2-8	1.943

(4) การตรวจสอบว่าความคาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่

ตารางภาคผนวกที่ 5 แสดงความการแจกแจงของค่าความคลาดเคลื่อน

ตัวแบบตามสมมติฐาน	Kolmogorov-Smirnov(a)		
	Statistic	df	Sig.
ตัวแบบ 1-1	.327	224	.000
ตัวแบบ 1-2	.327	224	.000
ตัวแบบ 1-3	.233	224	.000
ตัวแบบ 1-4	.233	224	.000
ตัวแบบ 1-5	.287	224	.000
ตัวแบบ 1-6	.287	224	.000
ตัวแบบ 2-1	.219	224	.000
ตัวแบบ 2-2	.219	224	.000
ตัวแบบ 2-3	.215	224	.000
ตัวแบบ 2-4	.215	224	.000
ตัวแบบ 2-5	.192	224	.000
ตัวแบบ 2-6	.192	224	.000
ตัวแบบ 2-7	.204	224	.000
ตัวแบบ 2-8	.204	224	.000

(5) การตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระ X_i และ X_j เป็นเป็นอิสระกันหรือไม่

ตารางภาคผนวกที่ 6 แสดงความเป็นอิสระกันของตัวแปรอิสระ

ตัวแปรอิสระ	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
CFO	.063	8.773
CFI	.130	7.714
CFF	.072	6.923
NCF	1.000	1.000
FCF	1.000	1.000
EBITDA	1.000	1.000
EBIT	1.000	1.000
EBEX	1.000	1.000
NI	1.000	1.000

ปี 2547

(1) ค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์ เงื่อนไขนี้เป็นจริงเสมอ

(2) การตรวจสอบค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อน

สำหรับการตรวจสอบพบว่าค่า Levene's test ของการวิเคราะห์ความถดถอยมากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด แสดงว่าข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการศึกษานี้มีค่าความแปรปรวนที่ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

(3) การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน

ตารางภาคผนวกที่ 7 ความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน

ตัวแบบตามสมมติฐาน	Durbin-Watson
ตัวแบบ 1-1	2.101
ตัวแบบ 1-2	2.001
ตัวแบบ 1-3	1.877

ตัวแบบ 1-4	2.059
ตัวแบบ 1-5	2.028
ตัวแบบ 1-6	2.033
ตัวแบบ 2-1	2.259
ตัวแบบ 2-2	2.016
ตัวแบบ 2-3	2.301
ตัวแบบ 2-4	2.023
ตัวแบบ 2-5	2.146
ตัวแบบ 2-6	2.080
ตัวแบบ 2-7	2.144
ตัวแบบ 2-8	2.087

(4) การตรวจสอบว่าความคาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่

ตารางภาคผนวกที่ 8 แสดงความการแจกแจงของค่าความคลาดเคลื่อน

ตัวแบบตามสมมติฐาน	Kolmogorov-Smirnov(a)		
	Statistic	df	Sig.
ตัวแบบ 1-1	.336		.000
ตัวแบบ 1-2	.336		.000
ตัวแบบ 1-3	.304		.000
ตัวแบบ 1-4	.304		.000
ตัวแบบ 1-5	.225		.000
ตัวแบบ 1-6	.225		.000
ตัวแบบ 2-1	.253		.000
ตัวแบบ 2-2	.253		.000
ตัวแบบ 2-3	.255		.000
ตัวแบบ 2-4	.255		.000
ตัวแบบ 2-5	.230		.000

ตัวแบบ 2-6	.230		.000
ตัวแบบ 2-7	.228		.000
ตัวแบบ 2-8	.228		.000

(5) การตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระ X_i และ X_j เป็นเป็นอิสระกันหรือไม่

ตารางภาคผนวกที่ 9 แสดงความเป็นอิสระกันของตัวแปรอิสระ

ตัวแปรอิสระ	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
CFO	.196	5.091
CFI	.328	3.047
CFF	.237	4.228
NCF	1.000	1.000
FCF	1.000	1.000
EBITDA	1.000	1.000
EBIT	1.000	1.000
EBEX	1.000	1.000
NI	1.000	1.000

ปี 2548

(1) ค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์ เงื่อนไขนี้เป็นจริงเสมอ

(2) การตรวจสอบค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อน

สำหรับการตรวจสอบพบว่าค่า Levene's test ของการวิเคราะห์ความถดถอยมากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด แสดงว่าข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการศึกษานี้มีค่าความแปรปรวนที่ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

(3) การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน

ตารางภาคผนวกที่ 10 ความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน

ตัวแบบตามสมมติฐาน	Durbin-Watson
ตัวแบบ 1-1	1.954
ตัวแบบ 1-2	2.051
ตัวแบบ 1-3	1.820
ตัวแบบ 1-4	2.066
ตัวแบบ 1-5	1.843
ตัวแบบ 1-6	2.052
ตัวแบบ 2-1	1.981
ตัวแบบ 2-2	2.092
ตัวแบบ 2-3	2.098
ตัวแบบ 2-4	2.141
ตัวแบบ 2-5	2.068
ตัวแบบ 2-6	2.204
ตัวแบบ 2-7	2.063
ตัวแบบ 2-8	2.220

(4) การตรวจสอบว่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่

ตารางภาคผนวกที่ 11 แสดงความการแจกแจงของค่าความคลาดเคลื่อน

ตัวแบบตามสมมติฐาน	Kolmogorov-Smirnov(a)		
	Statistic	df	Sig.
ตัวแบบ 1-1	.348		.000
ตัวแบบ 1-2	.374		.000
ตัวแบบ 1-3	.319		.000
ตัวแบบ 1-4	.319		.000
ตัวแบบ 1-5	.395		.000

ตัวแบบ 1-6	.395		.000
ตัวแบบ 2-1	.264		.000
ตัวแบบ 2-2	.263		.000
ตัวแบบ 2-3	.269		.000
ตัวแบบ 2-4	.268		.000
ตัวแบบ 2-5	.245		.000
ตัวแบบ 2-6	.245		.000
ตัวแบบ 2-7	.242		.000
ตัวแบบ 2-8	.241		.000

(5) การตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระ X_i และ X_j เป็นเป็นอิสระกันหรือไม่

ตารางภาคผนวกที่ 12 แสดงความเป็นอิสระกันของตัวแปรอิสระ

ตัวแปรอิสระ	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
CFO	.227	4.414
CFI	.314	3.184
CFF	.474	2.110
NCF	1.000	1.000
FCF	1.000	1.000
EBITDA	1.000	1.000
EBIT	1.000	1.000
EBEX	1.000	1.000
NI	1.000	1.000

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาวอุษณี วรรณพิทักษ์ เกิดวันที่ 27 ธันวาคม พ.ศ. 2524 ที่จังหวัดนครสวรรค์ สำเร็จ การศึกษาระดับปริญญาตรี ภาควิชาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจ จากศูนย์กลางสถาบันเทคโนโลยี ราชมนฑล (ปัจจุบันเปลี่ยนชื่อเป็นมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี) ในปีการศึกษา 2546 และเข้าศึกษาต่อระดับปริญญาโท หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี ภาควิชาการ บัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปีการศึกษา 2547 ในขณะที่ ศึกษาในระดับปริญญาโท ได้รับทุนในตำแหน่งผู้ช่วยสอน ภาควิชาการบัญชี คณะ พาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย