



## บทที่ 4

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

เมื่อได้รวบรวมข้อมูลต่าง ๆ ที่ใช้ในการศึกษาแล้ว จึงนำข้อมูลเหล่านั้นมาทำการประมวลผลด้วยวิธีการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ เพื่อศึกษาตามวัตถุประสงค์ของการวิจัย และทดสอบสมมติฐานของการวิจัย โดยทำการตรวจสอบข้อมูลที่จะนำมาใช้ในการวิเคราะห์ผลตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณก่อนดังแสดงการทดสอบข้อมูล และสรุปผลการทดสอบในภาคผนวก ค เพื่อให้ได้ข้อมูลที่เหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ผลการวิจัย สำหรับการนำเสนอผลการวิเคราะห์ผลข้อมูลที่ได้รับจะแบ่งออกเป็น 3 ส่วน คือ

4.1 ศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงาน

4.2 ศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน

4.3 ศึกษาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบของตัววัดผลการดำเนินงาน

#### 4.1 ศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงาน

ในการศึกษาครั้งนี้ได้กำหนดวัตถุประสงค์ในการวิจัย คือ การศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงานในรูปแบบของกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภัย และเงินทุนจากการดำเนินงาน ตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 1 และทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อ 1 โดยแบ่งการนำเสนอผลการวิเคราะห์ และทดสอบสมมติฐานออกเป็น 3 ส่วนแยกตามกลุ่มข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา ดังนี้

4.1.1 การศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

4.1.2 การศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

4.1.3 การศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

#### 4.1.1 การศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

การศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงานทั้ง 6 ตัววัด ซึ่งประกอบด้วย กำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภัย และเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการศึกษาตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยที่กำหนดไว้ในข้อที่ 1 และเพื่อทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อที่ 1 โดยจะนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลแยกกันระหว่างราคาหลักทรัพย์ ( $P_t$ ) และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ( $P/P_{t-1}$ ) ซึ่งเป็นตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัยทั้ง 2 ตัวแปร กล่าวคือ จะนำเสนอผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงาน และผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงาน ตามลำดับ

##### 4.1.1.1 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

การวิเคราะห์ในส่วนนี้เป็นการศึกษาตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยที่กำหนดไว้ในข้อที่ 1 และการทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อที่ 1 ตั้งแต่  $H_{1,1} - H_{1,6}$  นั้น จะนำตัวแบบราคาประกอบด้วยตัวแปรอิสระแต่ละตัวในแต่ละตัวแบบมาวิเคราะห์ เพื่อลดปัญหา Multicollinearity โดยมีผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 4 นอกจากนี้แล้ว ผู้วิจัยยังได้วิเคราะห์ผลเพิ่มเติม โดยนำตัวแบบที่ 1 ซึ่งเป็นตัวแบบราคาที่ยรวมตัวแปรอิสระทั้งหมดไว้ในตัวแบบเดียวกันมาศึกษา โดยใช้วิธี Stepwise ในการประมวลผล ตามตารางที่ 5 หน้า 56 เพื่อได้ตัวแบบความถดถอยที่เหมาะสม

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัววัดผลการดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

ตัวแบบราคา :						
$P_i = \alpha + \beta_1(X_i) + \beta_2(T1_i) + \beta_3(T2_i) + \beta_4(T3_i) + \beta_5(T4_i) + e_i$						
	NI	CI	EBITDA	CFO	FCF	FFO
(Constant)	35.689 (0.002)*	30.180 (0.010)*	26.446 (0.024)*	23.465 (0.041)*	32.232 (0.007)*	34.945 (0.002)*
X	0.564 (0.020)*	0.342 (0.039)*	0.488 (0.014)*	1.191 (0.001)*	-1.204 (0.959)	0.749 (0.001)*
T1	-3.652 (0.446)	-0.207 (0.963)	1.030 (0.819)	3.772 (0.401)	0.206 (0.965)	-4.245 (0.359)
T2	-4.353 (0.333)	-3.678 (0.417)	-2.424 (0.594)	-1.489 (0.738)	-4.421 (0.341)	-3.790 (0.391)
T3	-8.415 (0.063)	-7.282 (0.110)	-6.286 (0.169)	-6.423 (0.147)	-8.342 (0.073)	-8.102 (0.068)
T4	-13.495 (0.003)*	-13.398 (0.003)*	-13.169 (0.004)*	-13.075 (0.003)*	-13.649 (0.003)*	-13.253 (0.003)*
R <sup>2</sup>	0.134	0.126	0.138	0.178	0.096	0.166
Adjusted R <sup>2</sup>	0.100	0.091	0.103	0.145	0.060	0.133
วิธี Enter <span style="float: right;">* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05</span>						
ตัวแปรตาม คือ ราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์						
ตัวเลขด้านบน คือ ค่า B / ตัวเลขในวงเล็บข้างล่าง คือ ค่า P-value						
<u>ตัวแปรอิสระ</u>	NI	= กำไรก่อนรายการพิเศษต่อหุ้น				
	CI	= กำไรเบ็ดเสร็จต่อหุ้น				
	EBITDA	= กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อหุ้น				
	CFO	= กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น				
	FCF	= กระแสเงินสดปลดภาระต่อหุ้น				
	FFO	= เงินทุนจากการดำเนินงานต่อหุ้น				
<u>ตัวแปรควบคุม</u>	T1	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2543 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)				
	T2	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2544 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)				
	T3	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)				
	T4	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2546 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)				

จากตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัววัดผลการดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และผลการทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อ 1 ตั้งแต่  $H_{1,1}$  -  $H_{1,6}$  ซึ่งเป็นการทดสอบด้วยตัวแบบที่ประกอบด้วยตัวแปรอิสระแต่ละตัวในแต่ละตัวแบบ

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยจากตัวแบบราคา พบว่า ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $P\text{-value} < 0.05$ ) โดยเวลาที่เปลี่ยนแปลงไป ไม่มีผลกระทบต่อความสามารถในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่า ข้อมูลเหล่านี้สามารถใช้เป็นตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ได้ โดยหากบริษัทมีผลการดำเนินงานดี โอกาสที่ราคาหลักทรัพย์จะเคลื่อนไหวเพิ่มขึ้นจะมีโอกาสมาก ซึ่งผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ และความเสี่ยงจากการลงทุน คือ โดยนักลงทุนสามารถใช้เป็นข้อมูลหนึ่งในการวิเคราะห์ข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างมีเหตุผล และลดความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ให้น้อยที่สุด ดังนั้นจึงสรุปว่า ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงานเป็นข้อมูลที่มีคุณค่าต่อการตัดสินใจ (Information Content) ตลาดทุนมีการตอบสนองต่อข้อมูลเหล่านั้น และสามารถเป็นตัวชี้วัดความสำเร็จขององค์กรในการสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น

จากผลการวิเคราะห์จากตัวแบบราคานี้ ทำให้สามารถยอมรับสมมติฐานของการวิจัยข้อ  $H_{1,1}$  ที่ระบุว่า "กำไรก่อนรายการพิเศษมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" ข้อ  $H_{1,2}$  ที่ระบุว่า "กำไรเบ็ดเสร็จมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" ข้อ  $H_{1,3}$  ที่ระบุว่า "กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" ข้อ  $H_{1,4}$  ที่ระบุว่า "กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" และข้อ  $H_{1,6}$  ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" และสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต เช่น Chen, M. และ Chen G. (2004) Francis, Schipper และ Vincent (2003) Ball, Bobin และ Wu (2001) Graham และ Knight (2000) Hirst และ Hopkins (1998) Biddle, Seow และ Siegel (1995) เป็นต้น

แต่อย่างไรก็ตาม ผลการวิเคราะห์จากตัวแบบราคาที่พบในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลกระแสเงินสดตลอดปีมีความสัมพันธ์กับราคา

หลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้สามารถปฏิเสธสมมติฐานของการวิจัยข้อ H<sub>1,5</sub> ที่ระบุว่า “กระแสเงินสดปลอดภาษีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์” และไม่สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต เช่น Phillips (2003) ที่กล่าวว่าข้อมูลกระแสเงินสดปลอดภาษีสามารถสะท้อนมูลค่าของกิจการได้ ทั้งนี้สาเหตุที่ทำให้ผลการวิเคราะห์จากตัวแบบราคาปฏิเสธสมมติฐานของการวิจัย และไม่สอดคล้องกับงานวิจัยอดีต ผู้วิจัยมีความเห็นว่า กระแสเงินสดปลอดภาษี ซึ่งหมายความว่า เงินสดจากการดำเนินงานที่เหลือสำหรับการขยายการดำเนินงาน จ่ายชำระคืนหนี้ และจ่ายเงินปันผลนั้น สำหรับบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์นั้นจะมีจำนวนน้อยหรืออาจไม่มีเหลือเลยในบางบริษัท เนื่องด้วยลักษณะการดำเนินงานธุรกิจของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ต้องการเงินทุนจำนวนมากในการลงทุนในโครงการต่าง ๆ เพื่อรองรับการเติบโตในอนาคต แต่ในระยะสั้นนั้นสินทรัพย์ถาวรที่ลงทุนไปยังไม่สามารถสร้างรายได้กลับมาในรูปของกระแสเงินสดเข้าได้ จึงจำเป็นต้องอาศัยแหล่งเงินทุนจากภายนอกเป็นสำคัญ ซึ่งการที่บริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มีกระแสเงินสดปลอดภาษีในจำนวนที่น้อยก็ไม่ได้หมายความว่า ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จะไม่มีกำไรเติบโต หรือความสามารถทำกำไรเพิ่มขึ้นในอนาคต นอกจากนี้แล้ว ดัชนีราคาหุ้นและมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ก็มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ใช้ข้อมูลอื่นในการตัดสินใจลงทุน และเป็นตัวชี้วัดความสำเร็จของบริษัท

สำหรับผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ร่วมกันของตัววัดผลการดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ที่นำตัวแบบที่รวมตัวแปรอิสระทั้งหมดไว้ในตัวแบบเดียวกัน มาประมวลผลด้วยวิธี Stepwise ตามตารางที่ 5 พบว่า ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ และเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $P\text{-value} < 0.05$ ) แต่ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลกำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และกระแสเงินสดปลอดภาษีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ และเงินทุนจากการดำเนินงานเป็นข้อมูลที่เหมาะสมที่จะให้คำพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ได้ใกล้เคียงกับค่าจริง นอกจากนี้ยังพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ปรับองค์ความเป็นอิสระแล้ว (Adjusted R<sup>2</sup>) เท่ากับ 0.395 แสดงว่า ตัวแปรที่ใช้ศึกษาความสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ได้ 39.5% โดยงานวิจัยในอดีต เช่น Chen, M. และ Chen, G. (2004) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของกำไรต่อหุ้นและเงินทุนจากการดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์ พบ ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ปรับองค์ความเป็นอิสระแล้ว (Adjusted R<sup>2</sup>) เท่ากับ 0.244 คือ ตัวแปรที่ใช้ศึกษาความสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้ 24.4% แสดงให้เห็นว่ายังมีตัวแปรหรือปัจจัยอื่นที่มี

ความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ แต่ผู้วิจัยมิได้กำหนดอยู่ในกรอบแนวคิด เนื่องจากการเลือกตัวแปรที่จะศึกษาพิจารณาจากตัวแปรที่มีผลงานวิจัยในอดีตศึกษามา ดังนั้นจึงอาจมีตัวแปรที่เกี่ยวข้องอื่นที่ไม่ได้นำมาศึกษา

กล่าวโดยสรุป ผลการศึกษาจากตัวแบบราคาพบว่า ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสด จากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เป็นข้อมูลที่มีคุณค่าต่อการตัดสินใจ กล่าวคือ นักลงทุนสามารถนำข้อมูลเหล่านี้เป็นข้อมูลหนึ่งในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และนำมาใช้เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างมีเหตุผล และลดความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ให้มัน้อยที่สุด เนื่องจากตัววัดผลการดำเนินงานเหล่านี้ถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ และความเสี่ยงจากการลงทุน คือ หากบริษัทมีผลการดำเนินงานดี โอกาสที่ราคาหลักทรัพย์จะเคลื่อนไหวเพิ่มขึ้นจะมีโอกาสมาก

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ร่วมกันของตัววัดผลการดำเนินงานกับราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

ตัวแปรตาม : ตัวแบบที่ 1			
$P_t = \alpha + \beta_1(NI_t) + \beta_2(CI_t) + \beta_3(EBITDA_t) + \beta_4(CFO_t) + \beta_5(FCF_t) + \beta_6(FFO_t) + \beta_7(T1_t) + \beta_8(T2_t) + \beta_9(T3_t) + \beta_{10}(T4_t) + e_t$			
	B	t-value	P-value
(Constant)	12.114	6.195	0.000*
NI	-4.099	-7.524	0.000*
FFO	4.418	8.098	0.000*
T3	-3.583	-2.474	0.015*
T4	-4.624	-3.041	0.003*
$R^2 = 0.415$		Adjusted $R^2 = 0.395$	
ตัวแปรตาม คือ ราคาหุ้นสามัญของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์			
ตัวแปรตาม : ตัวแบบที่ 3			
$P_t/P_{t-1} = \alpha + \beta_1(NIP_t) + \beta_2(CIP_t) + \beta_3(EBITDAP_t) + \beta_4(CFOP_t) + \beta_5(FCP_t) + \beta_6(FFOP_t) + \beta_7(T1_t) + \beta_8(T2_t) + \beta_9(T3_t) + \beta_{10}(T4_t) + e_t$			
	B	t-value	P-value
(Constant)	3.100	12.271	0.000*
T2	-1.032	-7.595	0.000*
T3	-0.845	-6.216	0.000*
T4	-0.705	-4.879	0.000*
$R^2 = 0.392$		Adjusted $R^2 = 0.377$	
ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์			
วิธี Stepwise			* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05
<u>ตัวแปรอิสระ</u>	NI	= กำไรก่อนรายการพิเศษต่อหุ้น	
	CI	= กำไรเบ็ดเสร็จต่อหุ้น	
	EBITDA	= กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อหุ้น	
	CFO	= กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น	
	FCF	= กระแสเงินสดปลอดภาษีต่อหุ้น	
	FFO	= เงินทุนจากการดำเนินงานต่อหุ้น	
	$X_t/P_{t-1}$	= ตัววัดผลการดำเนินงานราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด	
<u>ตัวแปรควบคุม</u>	T1	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2543 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
	T2	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2544 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
	T3	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
	T4	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2546 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	

#### 4.1.1.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของ หลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงานทั้ง 6 ตัววัด ซึ่งประกอบด้วย กำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภัย และเงินทุนจากการดำเนินงาน ตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยที่กำหนดไว้ในข้อที่ 1 และการทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อที่ 1 ตั้งแต่  $H_{1.1} - H_{1.6}$  นั้น จะนำตัวแบบผลตอบแทนที่ประกอบด้วยตัวแปรอิสระแต่ละตัวในแต่ละตัวแบบมาวิเคราะห์ เพื่อลดปัญหา Multicollinearity โดยมีผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 6 นอกจากนี้แล้ว ผู้วิจัยยังได้วิเคราะห์ผลเพิ่มเติม โดยนำตัวแบบที่ 3 ซึ่งเป็นตัวแบบผลตอบแทนที่รวมตัวแปรอิสระทั้งหมดไว้ในตัวแบบเดียวกันมาศึกษา โดยใช้วิธี Stepwise ในการประมวลผล ตามตารางที่ 5 เพื่อยืนยันผลการวิเคราะห์อีกครั้ง





ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัววัดผลการดำเนินงานกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

ตัวแบบผลตอบแทน :						
$P_i/P_{i-1} = \alpha + \beta_1(X_i/P_{i-1}) + \beta_2(T1_i) + \beta_3(T2_i) + \beta_4(T3_i) + \beta_5(T4_i) + e_i$						
	NIP	CIP	EBITDAP	CFOP	FCFP	FFOP
(Constant)	1.966 (0.143)	2.014 (0.132)	1.974 (0.141)	2.024 (0.130)	2.018 (0.131)	1.968 (0.143)
X/P <sub>i-1</sub>	-7.080 (0.693)	3.260 (0.821)	6.822 (0.694)	8.950 (0.843)	-3.961 (0.930)	-7.331 (0.695)
T1	0.658 (0.222)	0.589 (0.262)	0.597 (0.252)	0.608 (0.244)	0.602 (0.248)	0.658 (0.222)
T2	-0.374 (0.476)	-0.366 (0.487)	-0.352 (0.505)	-0.381 (0.470)	-0.368 (0.485)	-0.375 (0.475)
T3	-0.204 (0.698)	-0.194 (0.713)	-0.177 (0.739)	-0.206 (0.695)	-0.208 (0.693)	-0.204 (0.697)
T4	-0.783 (0.137)	-0.782 (0.138)	-0.781 (0.138)	-0.782 (0.138)	-0.783 (0.138)	-0.783 (0.137)
R <sup>2</sup>	0.058	0.057	0.058	0.057	0.057	0.058
Adjusted R <sup>2</sup>	0.021	0.020	0.021	0.020	0.020	0.021
วิธี Enter <span style="float: right;">* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05</span>						
ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์						
ตัวเลขด้านบน คือ ค่า B / ตัวเลขในวงเล็บข้างล่าง คือ ค่า P-value						
<u>ตัวแปรอิสระ</u>	NIP	= กำไรก่อนรายการพิเศษต่อหุ้น/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด				
	CIP	= กำไรเบ็ดเสร็จต่อหุ้น/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด				
	EBITDAP	= กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อหุ้น /ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด				
	CFOP	= กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด				
	FCFP	= กระแสเงินสดปลดภาระต่อหุ้น/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด				
	FFOP	= เงินทุนจากการดำเนินงานต่อหุ้น/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด				
<u>ตัวแปรควบคุม</u>	T1	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2543 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)				
	T2	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2544 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)				
	T3	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)				
	T4	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2546 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)				

จากตารางที่ 6 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัววัดผลการดำเนินงานกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และผลการทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อ 1 ตั้งแต่  $H_{1,1}$  -  $H_{1,6}$  ซึ่งเป็นการทดสอบด้วยตัวแบบที่ประกอบด้วยตัวแปรอิสระแต่ละตัวในแต่ละตัวแบบ

ผลการวิเคราะห์จากตัวแบบผลตอบแทน พบว่า การเก็บข้อมูลในครั้งนี้ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่าข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลดภาระ และเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยผลการวิเคราะห์นี้สอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ร่วมกันของตัววัดผลการดำเนินงานกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ที่นำตัวแบบที่รวมตัวแปรอิสระทั้งหมดไว้ในตัวแบบเดียวกันมาศึกษา ตามตารางที่ 5 หน้า 56 และเวลาที่เปลี่ยนแปลงไป ไม่มีผลกระทบต่อความสามารถในการใช้อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่า ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลดภาระ และเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ไม่สามารถใช้เป็นข้อมูลในการกำหนดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และคาดการณ์ผลตอบแทนในอนาคตได้อย่างน่าเชื่อถือ เนื่องจากราคาลิขสิทธิ์มีการเคลื่อนไหวอยู่ตลอดเวลาตามปัจจัยแวดล้อม ทั้งปัจจัยภายในประเทศและจากต่างประเทศ ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า การคาดการณ์ราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอนาคต ควรพิจารณาปัจจัยแวดล้อมอื่น ๆ ที่กระทบกับปัจจัยพื้นฐานของบริษัทด้วย เพราะปัจจัยแวดล้อมอื่น ๆ นี้จะมีผลโดยตรงต่อผลประกอบการของบริษัท

สำหรับผลการวิเคราะห์จากตัวแบบผลตอบแทนนี้ ทำให้สามารถปฏิเสธสมมติฐานของการวิจัยข้อ  $H_{1,1}$  ที่ระบุว่า "กำไรก่อนรายการพิเศษมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" ข้อ  $H_{1,2}$  ที่ระบุว่า "กำไรเบ็ดเสร็จมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" ข้อ  $H_{1,3}$  ที่ระบุว่า "กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" ข้อ  $H_{1,4}$  ที่ระบุว่า "กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" ข้อ  $H_{1,5}$  ที่ระบุว่า "กระแสเงินสดปลดภาระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" และข้อ  $H_{1,6}$  ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" และไม่สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต เช่น Chen, M. และ Chen, G (2004) Francis, Schipper และ Vincent (2003) Phillips (2003) Graham และ Knight (2000) Dhaliwal,

Subramanyam และ Trezevant (1999) Gore และ Stott (1998) Kothari และ Zimmerman (1995) Dechow (1994) เป็นต้น ทั้งนี้สาเหตุที่ทำให้ผลการวิเคราะห์จากตัวแบบผลตอบแทนปฏิเสศสมมติฐานของการวิจัย และไม่สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต ผู้วิจัยมีความเห็นว่า สาเหตุเกิดจากสภาพเศรษฐกิจในช่วงวิกฤตการณ์ทางการเงินและสภาวะการลงทุนที่มีความผันผวน ประกอบกับปัญหาการเกิดวินาศกรรมในสหรัฐอเมริกาในปี พ.ศ. 2544 ทำให้สภาพเศรษฐกิจโลกตกต่ำลง และด้วยลักษณะการดำเนินธุรกิจที่เป็นแบบ Cyclical Company กล่าวคือ ยอดขายหรือกำไรของบริษัทจะเพิ่มขึ้นมากเมื่อเศรษฐกิจขยายตัวและจะลดลงเมื่อเศรษฐกิจหดตัว (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546: 34) ภาวะเช่นนี้จึงส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ทำให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ทำได้ยาก นอกจากนั้น พฤติกรรมของการลงทุนของนักลงทุนเปลี่ยนแปลงไป กล่าวคือ นักลงทุนจะมีพฤติกรรมการลงทุนในระยะสั้นมากขึ้นไม่กล้าลงทุนในระยะยาว โดยนักลงทุนที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยงจะให้ความสำคัญกับข้อมูลหรือผลประกอบการในปัจจุบันมาก และทำการปรับจำนวนกระแสเงินสดในอนาคตที่คาดว่าจะได้รับให้ลดลง (นิ่มนวล เทียวรัตน์, 2539: 113) เนื่องจากสภาวะเศรษฐกิจยังผันผวนและมีความไม่แน่นอนสูง ทำให้นักลงทุนต้องแบกรับความเสี่ยงมากขึ้นหากต้องลงทุนในระยะยาว แม้ว่าภาครัฐจะมีมาตรการต่าง ๆ เพื่อฟื้นฟูธุรกิจสังหาริมทรัพย์ แต่ยังไม่สามารถสร้างความมั่นใจในระยะยาวให้กับนักลงทุนได้ เนื่องจากมาตรการเพื่อฟื้นฟูธุรกิจสังหาริมทรัพย์ของภาครัฐส่วนหนึ่งจะสิ้นสุดในปี พ.ศ. 2546 เท่านั้น ทั้งนี้ในสภาวะที่เศรษฐกิจมีความผันผวนควมมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีจะลดลง เนื่องจากนักลงทุนได้ใช้ข้อมูลอื่นประกอบการตัดสินใจ

นอกจากนี้ยังพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ปรับองศาความเป็นอิสระแล้ว (Adjusted R<sup>2</sup>) เท่ากับ 0.377 แสดงว่า ตัวแปรที่ใช้ศึกษาความสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ได้ 37.7% ตามตารางที่ 5 หน้า 56 โดยงานวิจัยในอดีต เช่น Vincent (1999) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของกำไรต่อหุ้น เงินทุนจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ พบค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ปรับองศาความเป็นอิสระแล้ว (Adjusted R<sup>2</sup>) เท่ากับ 0.135 คือ ตัวแปรที่ใช้ศึกษาความสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ 13.5% แสดงให้เห็นว่ายังมีตัวแปรหรือปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แต่ผู้วิจัยมิได้กำหนดอยู่ในกรอบแนวคิด เนื่องจากการเลือกตัวแปรที่จะศึกษาพิจารณาจากตัวแปรที่มีผลงานวิจัยในอดีตศึกษามา ดังนั้นจึงอาจมีตัวแปรที่เกี่ยวข้องอื่นที่ไม่ได้นำมาศึกษา

กล่าวโดยสรุป ผลการศึกษาจากตัวแบบผลตอบแทนไม่พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภัย และเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ นักลงทุนไม่สามารถนำข้อมูลเหล่านี้ไปใช้เป็นข้อมูลหนึ่งในการวิเคราะห์ข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างมีเหตุผล หรือลดความเสี่ยงจากการลงทุน เนื่องจากไม่สามารถใช้กำหนดหรือคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอนาคตได้อย่างน่าเชื่อถือ ดังนั้น การคาดการณ์ราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอนาคต จึงควรพิจารณาปัจจัยแวดล้อมอื่น ๆ ที่กระทบกับปัจจัยพื้นฐานของบริษัทด้วย เพราะปัจจัยแวดล้อมอื่น ๆ มีผลโดยตรงต่อผลประกอบการของบริษัท

#### 4.1.2 การศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

การศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงานในรูปแบบกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภัย และเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการศึกษาตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยที่กำหนดไว้ในข้อที่ 1 และเพื่อทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อที่ 1 โดยจะนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลแยกกันระหว่างราคาหลักทรัพย์ ( $P_t$ ) และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ( $P/P_{t-1}$ ) ซึ่งเป็นตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัยทั้ง 2 ตัวแปร กล่าวคือ จะนำเสนอผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงาน และผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงาน ตามลำดับ

##### 4.1.2.1 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

การวิเคราะห์ในส่วนนี้เป็นการศึกษาตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยที่กำหนดไว้ในข้อที่ 1 และการทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อที่ 1 ตั้งแต่  $H_{1,1} - H_{1,6}$  นั้น จะนำตัวแบบราคาประกอบด้วยตัวแปรอิสระแต่ละตัวในแต่ละตัวแบบมาวิเคราะห์ เพื่อลดปัญหา Multicollinearity โดยมีผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 7 นอกจากนี้แล้ว ผู้วิจัยยังได้วิเคราะห์ผลเพิ่มเติม โดยนำตัวแบบที่ 3 ซึ่งเป็นตัวแบบราคาที่รวมตัวแปรอิสระทั้งหมดไว้ในตัวแบบเดียวกันมา

ศึกษา โดยใช้วิธี Stepwise ในการประมวลผล ตามตารางที่ 8 หน้า 65 เพื่อได้ตัวแบบความถดถอยที่เหมาะสม

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัววัดผลการดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

ตัวแบบราคา :						
$P_i = \alpha + \beta_1(X_i) + \beta_2(T1_i) + \beta_3(T2_i) + \beta_4(T3_i) + \beta_5(T4_i) + e_i$						
	NI	CI	EBITDA	CFO	FCF	FFO
(Constant)	38.703 (0.359)	37.029 (0.655)	13.996 (0.679)	21.308 (0.544)	99.468 (0.229)	15.056 (0.666)
X	11.800 (0.000)*	4.753 (0.001)*	6.162 (0.000)*	8.124 (0.000)*	6.944 (0.000)*	7.795 (0.000)*
T1	0.197 (0.991)	4.299 (0.898)	6.591 (0.629)	-0.683 (0.962)	-15.484 (0.641)	2.829 (0.841)
T2	-3.951 (0.810)	-0.266 (0.993)	0.581 (0.965)	7.649 (0.996)	-28.462 (0.392)	1.188 (0.931)
T3	-15.680 (0.342)	-12.129 (0.709)	-12.089 (0.364)	-15.385 (0.267)	-12.149 (0.699)	-11.711 (0.392)
T4	-31.598 (0.062)	-20.347 (0.534)	-25.978 (0.056)	-25.397 (0.071)	-26.666 (0.402)	-22.873 (0.100)
R <sup>2</sup>	0.816	0.284	0.880	0.871	0.332	0.873
Adjusted R <sup>2</sup>	0.792	0.190	0.864	0.854	0.244	0.856
วิธี Enter <span style="float: right;">* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05</span>						
ตัวแปรตาม คือ ราคาหุ้นสามัญของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว						
ตัวเลขด้านบน คือ ค่า B / ตัวเลขในวงเล็บข้างล่าง คือ ค่า P-value						
<u>ตัวแปรอิสระ</u>	NI	= กำไรก่อนรายการพิเศษต่อหุ้น				
	CI	= กำไรเบ็ดเสร็จต่อหุ้น				
	EBITDA	= กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อหุ้น				
	CFO	= กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น				
	FCF	= กระแสเงินสดปลอดภาษีต่อหุ้น				
	FFO	= เงินทุนจากการดำเนินงานต่อหุ้น				
<u>ตัวแปรควบคุม</u>	T1	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2543 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)				
	T2	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2544 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)				
	T3	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)				
	T4	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2546 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)				

จากตารางที่ 7 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัววัดผลการดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว และผลการทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อ 1 ตั้งแต่ H1<sub>1,1</sub> - H1<sub>1,6</sub> ซึ่งเป็นการทดสอบด้วยตัวแบบที่ประกอบด้วยตัวแปรอิสระแต่ละตัวในแต่ละตัวแบบ

ผลการวิเคราะห์จากตัวแบบราคา พบว่า ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภัย และเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $P\text{-value} < 0.05$ ) โดยเวลาที่เปลี่ยนแปลงไป ไม่มีผลกระทบกับความสามารถในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่า ข้อมูลเหล่านี้สามารถใช้เป็นตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวได้ โดยหากบริษัทมีผลการดำเนินงานดี โอกาสที่ราคาหลักทรัพย์จะเคลื่อนไหวเพิ่มขึ้นจะมีโอกาสมาก ซึ่งผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์และความเสี่ยงจากการลงทุน คือ โดยนักลงทุนสามารถใช้เป็นข้อมูลหนึ่งในการวิเคราะห์ข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างมีเหตุผล และลดความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ให้ มีน้อยที่สุด ดังนั้นจึงสรุปว่า ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภัย และเงินทุนจากการดำเนินงานเป็นข้อมูลที่มีคุณค่าต่อการตัดสินใจ (Information Content) ตลาดทุนมีการตอบสนองต่อข้อมูลเหล่านั้น และสามารถเป็นตัวชี้วัดความสำเร็จขององค์กรในการสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น

จากผลการวิเคราะห์จากตัวแบบราคานี้ ทำให้สามารถยอมรับสมมติฐานของการวิจัยข้อ H1<sub>1,1</sub> ที่ระบุว่า "กำไรก่อนรายการพิเศษมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" ข้อ H1<sub>1,2</sub> ที่ระบุว่า "กำไรเบ็ดเสร็จมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" ข้อ H1<sub>1,3</sub> ที่ระบุว่า "กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" ข้อ H1<sub>1,4</sub> ที่ระบุว่า "กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" ข้อ H1<sub>1,5</sub> ที่ระบุว่า "กระแสเงินสดปลอดภัยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" และข้อ H1<sub>1,6</sub> ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" และสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต เช่น Chen, M. และ Chen, G. (2004) Phillips (2003) Francis, Schipper และ Vincent (2003) Ball, Bobin และ Wu (2001) Graham และ Knight (2000) Dhaliwal, Subramanyam และ Trezevant (1999) Hirst และ Hopkins (1998) Biddle, Seow และ Siegel (1995) Kothari และ Zimmerman (1995) เป็นต้น

สำหรับผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ร่วมกันของตัววัดผลการดำเนินงานกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว ที่นำตัวแบบที่รวมตัวแปรอิสระทั้งหมดไว้ในตัวแบบเดียวกัน มาประมวลผลด้วยวิธี Stepwise ตามตารางที่ 8 พบว่า ข้อมูลกำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย และกระแสเงินสดปลอดภัยมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $P\text{-value} < 0.05$ ) แต่ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า ข้อมูลกำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ และกระแสเงินสดปลอดภัยเป็นข้อมูลที่เหมาะสมที่จะให้ค่าพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ได้ใกล้เคียงกับค่าจริง นอกจากนี้ยังพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ปรับองศาความเป็นอิสระแล้ว (Adjusted  $R^2$ ) เท่ากับ 0.913 แสดงว่า ตัวแปรที่ใช้ศึกษาความสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวได้ 91.3% โดยงานวิจัยในอดีต เช่น Graham และ Knight (2000) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของกำไรสุทธิและเงินทุนจากการดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์ พบค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ปรับองศาความเป็นอิสระแล้ว (Adjusted  $R^2$ ) เท่ากับ 0.630 คือ ตัวแปรที่ใช้ศึกษาความสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้ 63.0% แสดงให้เห็นว่ายังมีตัวแปรหรือปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ แต่ผู้วิจัยมิได้กำหนดอยู่ในกรอบแนวคิด เนื่องจากการเลือกตัวแปรที่จะศึกษาพิจารณาจากตัวแปรที่มีผลงานวิจัยในอดีตศึกษามา ดังนั้นจึงอาจมีตัวแปรที่เกี่ยวข้องอื่นที่ไม่ได้นำมาศึกษา

กล่าวโดยสรุป ผลการศึกษาจากตัวแบบราคาพบว่า ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภัย และเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวเป็นข้อมูลที่มีคุณค่าต่อการตัดสินใจ กล่าวคือ นักลงทุนสามารถนำข้อมูลเหล่านี้เป็นข้อมูลหนึ่งในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว และนำมาใช้เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างมีเหตุผล และลดความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ให้มัน้อยที่สุด เนื่องจากตัววัดผลการดำเนินงานเหล่านี้ถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ และความเสี่ยงจากการลงทุน คือ หากบริษัทมีผลการดำเนินงานดี โอกาสที่ราคาหลักทรัพย์จะเคลื่อนไหวเพิ่มขึ้นจะมีโอกาสมาก



ตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ร่วมกันของตัววัดผลการดำเนินงานกับราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

ตัวแบบราคา : ตัวแบบที่ 1			
$P_t = \alpha + \beta_1(NI_t) + \beta_2(CI_t) + \beta_3(EBITDA_t) + \beta_4(CFO_t) + \beta_5(FCF_t) + \beta_6(FFO_t) + \beta_7(T1_t) + \beta_8(T2_t) + \beta_9(T3_t) + \beta_{10}(T4_t) + e_t$			
	B	t-value	P-value
(Constant)	11.782	1.472	0.149
CI	-1.428	-2.640	0.012*
EBITDA	6.282	14.980	0.000*
FCF	2.312	4.045	0.000*
T4	-23.156	-2.773	0.008*
	R <sup>2</sup> = 0.921		Adjusted R <sup>2</sup> = 0.913
ตัวแปรตาม คือ ราคาหุ้นสามัญของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว			
ตัวแบบผลตอบแทน : ตัวแบบที่ 3			
$P_t/P_{t-1} = \alpha + \beta_1(NIP_t) + \beta_2(CIP_t) + \beta_3(EBITDAP_t) + \beta_4(CFOP_t) + \beta_5(FCP_t) + \beta_6(FFOP_t) + \beta_7(T1_t) + \beta_8(T2_t) + \beta_9(T3_t) + \beta_{10}(T4_t) + e_t$			
	B	t-value	P-value
(Constant)	0.950	12.699	0.000*
CFOP	2.299	3.577	0.001*
FFOP	1.671	2.270	0.029*
	R <sup>2</sup> = 0.314		Adjusted R <sup>2</sup> = 0.279
ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว			
วิธี Stepwise			* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05
<b>ตัวแปรอิสระ</b>			
NI	=	กำไรก่อนรายการพิเศษต่อหุ้น	
CI	=	กำไรเบ็ดเสร็จต่อหุ้น	
EBITDA	=	กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อหุ้น	
CFO	=	กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น	
FCF	=	กระแสเงินสดปลอดภาษีต่อหุ้น	
FFO	=	เงินทุนจากการดำเนินงานต่อหุ้น	
X/P <sub>t-1</sub>	=	ตัววัดผลการดำเนินงาน/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด	
<b>ตัวแปรควบคุม</b>			
T1	=	ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2543 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
T2	=	ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2544 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
T3	=	ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
T4	=	ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2546 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	



#### 4.1.2.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงานทั้ง 6 ตัววัด ซึ่งประกอบด้วย กำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภาษี และเงินทุนจากการดำเนินงาน ตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยที่กำหนดไว้ในข้อที่ 1 และการทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อที่ 1 ตั้งแต่  $H_{1,1}$  -  $H_{1,6}$  นั้น จะนำตัวแบบผลตอบแทนที่ประกอบด้วยตัวแปรอิสระแต่ละตัวในแต่ละตัวแบบมาวิเคราะห์ เพื่อลดปัญหา Multicollinearity โดยมีผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 9 นอกจากนี้แล้ว ผู้วิจัยยังได้วิเคราะห์ผลเพิ่มเติม โดยนำตัวแบบที่ 3 ซึ่งเป็นตัวแบบผลตอบแทนที่รวมตัวแปรอิสระทั้งหมดไว้ในตัวแบบเดียวกันมาศึกษา โดยใช้วิธี Stepwise ในการประมวลผล ตามตารางที่ 8 หน้า 65 เพื่อได้ตัวแบบความถดถอยที่เหมาะสม

ตารางที่ 9 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัววัดผลการดำเนินงานกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

ตัวแบบผลตอบแทน :						
$P_i/P_{i-1} = \alpha + \beta_1(X_i/P_{i-1}) + \beta_2(T1_i) + \beta_3(T2_i) + \beta_4(T3_i) + \beta_5(T4_i) + e_i$						
	NIP	CIP	EBITDAP	CFOP	FCFP	FFOP
(Constant)	1.957 (0.000)*	1.904 (0.000)*	1.975 (0.000)*	1.975 (0.000)*	2.079 (0.000)*	1.977 (0.000)*
X/P <sub>i-1</sub>	0.980 (0.160)	0.337 (0.072)	3.368 (0.420)	5.752 (0.302)	9.951 (0.216)	3.627 (0.494)
T1	-8.379 (0.573)	-4.645 (0.749)	-6.777 (0.653)	-7.483 (0.619)	-0.110 (0.476)	-6.856 (0.650)
T2	-0.395 (0.011)*	-0.377 (0.013)*	-0.404 (0.010)*	-0.403 (0.010)*	-0.450 (0.006)*	-0.403 (0.011)*
T3	-0.369 (0.014)*	-0.358 (0.015)*	-0.357 (0.019)*	-0.362 (0.017)*	-0.369 (0.014)*	-0.356 (0.019)*
T4	-0.360 (0.019)*	-0.334 (0.023)*	-0.321 (0.034)*	-0.325 (0.031)*	-0.343 (0.024)*	-0.318 (0.036)*
R <sup>2</sup>	0.278	0.302	0.251	0.259	0.269	0.247
Adjusted R <sup>2</sup>	0.180	0.208	0.150	0.159	0.170	0.145
วิธี Enter * ระดับนัยสำคัญที่ 0.05						
ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว						
ตัวเลขด้านบน คือ ค่า B / ตัวเลขในวงเล็บข้างล่าง คือ ค่า P-value						
<u>ตัวแปรอิสระ</u>	NIP	= กำไรก่อนรายการพิเศษต่อหุ้น/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด				
	CIP	= กำไรเบ็ดเสร็จต่อหุ้น/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด				
	EBITDAP	= กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อหุ้น /ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด				
	CFOP	= กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด				
	FCFP	= กระแสเงินสดปลดภาระต่อหุ้น/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด				
	FFOP	= เงินทุนจากการดำเนินงานต่อหุ้น/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด				
<u>ตัวแปรควบคุม</u>	T1	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2543 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)				
	T2	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2544 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)				
	T3	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)				
	T4	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2546 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)				

จากตารางที่ 9 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัววัดผลการดำเนินงานกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว และผลการทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อ 1 ตั้งแต่  $H_{1,1}$  -  $H_{1,6}$  ซึ่งเป็นการทดสอบด้วยตัวแบบที่ประกอบด้วยตัวแปรอิสระแต่ละตัวในแต่ละตัวแบบ

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยจากตัวแบบผลตอบแทน พบว่า การเก็บข้อมูลในครั้งนี้อาจพบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภัย และเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยเวลาที่เปลี่ยนแปลงไป ไม่มีผลกระทบกับความสามารถในการใช้อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แต่อย่างไรก็ตาม ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ร่วมกันของตัววัดผลการดำเนินงานกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว ที่นำตัวแบบที่รวมตัวแปรอิสระทั้งหมดไว้ในตัวแบบเดียวกันมาศึกษา และประมวลผลด้วยวิธี Stepwise ตามตารางที่ 8 หน้า 65 กลับพบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $P\text{-value} < 0.05$ ) แสดงให้เห็นว่า ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงาน สำหรับธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว นั้น ถือว่ามีความสำคัญกับผู้ใช้ข้อมูลทุกฝ่าย คือ สามารถใช้คาดการณ์ราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้อย่างน่าเชื่อถือ ซึ่งผู้วิจัยมีความเห็นว่า ข้อมูลด้านกระแสเงินสดที่ดีขึ้น หรือการมีกระแสเงินสดเข้ามาอย่างต่อเนื่อง สำหรับธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว นั้นอาจหมายถึง อัตราการใช้บริการหรืออัตราการเข้าพักของลูกค้าที่ดีขึ้นหรือมีอย่างต่อเนื่องนั่นเอง เพราะลักษณะการดำเนินธุรกิจเป็นลักษณะการให้บริการ และระยะเวลาในการเรียกเก็บเงินจากลูกค้าไม่นานมาก ซึ่งจะตัวบ่งชี้ถึงความสำเร็จในการบริหารงาน และการเติบโตในอนาคตของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว นอกจากนี้แล้ว การพิจารณาความมีคุณค่าของข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงานจะต้องนำมาพิจารณาร่วมกัน จึงจะทำให้ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงานมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจ ดังนั้นจึงสรุปว่า ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงานเป็นข้อมูลที่มีคุณค่าต่อการตัดสินใจ (Information Content) ตลาดหุ้นมีการตอบสนองต่อข้อมูลเหล่านั้น และสามารถเป็นตัวชี้วัดความสำเร็จขององค์กรในการสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น

จากผลการวิเคราะห์จากตัวแบบผลตอบแทนนี้ ทำให้สามารถยอมรับสมมติฐานของการวิจัยข้อ  $H_{1,4}$  ที่ระบุว่า "กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์" ข้อ  $H_{1,26}$  ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" และสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต เช่น Chen, M. และ Chen, G (2004) Francis, Schipper และ Vincent (2003) Graham และ Knight (2000) Vincent (1999) Gore และ Stott (1998) Dechow (1994) เป็นต้น

สำหรับผลการวิเคราะห์จากตัวแบบผลตอบแทนที่ปฏิเสธสมมติฐานของการวิจัย ข้อ  $H_{1,21}$  ที่ระบุว่า "กำไรก่อนรายการพิเศษมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" ข้อ  $H_{1,22}$  ที่ระบุว่า "กำไรเบ็ดเสร็จมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" ข้อ  $H_{1,23}$  ที่ระบุว่า "กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" ข้อ  $H_{1,25}$  ที่ระบุว่า "กระแสเงินสดปอดภาวะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" และไม่สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตนั้น ผู้วิจัยมีความเห็นว่า เกิดจากความไม่แน่นอนของภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบันและภาวะเศรษฐกิจที่คาดไว้ ทำให้นักลงทุนขาดความมั่นใจต่อพื้นฐานเศรษฐกิจโดยรวม และแนวโน้มภาวะตลาดหลักทรัพย์ จึงส่งผลให้มีการชะลอการลงทุน และนักลงทุนต้องแบกรับความเสี่ยงมากขึ้นหากต้องลงทุนในระยะยาว เนื่องจากมีความเสี่ยงจากการลงทุนสูง เพราะปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดราคาหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงจากการลงทุนมีการเปลี่ยนแปลงอยู่โดยตลอด เช่น ปัจจัยด้านเศรษฐกิจ ปัจจัยด้านการเมือง ปัจจัยด้านภาวะอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง และปัจจัยที่เกี่ยวกับผลการดำเนินงาน รวมทั้งฐานะทางการเงินของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ซึ่งส่งผลกระทบต่อภาวะตลาดหลักทรัพย์ ภาวะอุตสาหกรรม และส่งผลต่อผลการดำเนินงานและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ นอกจากนี้ พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนมีการเปลี่ยนแปลงไป (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546: 9) กล่าวคือ นักลงทุนที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยงจะให้ความสำคัญกับข้อมูลหรือผลประกอบการในปัจจุบันมาก และทำการปรับจำนวนกระแสเงินสดในอนาคตที่คาดว่าจะได้รับให้ลดลง (นิ่มนวล เขียวรัตน์, 2539: 113) นักลงทุนหรือผู้วิเคราะห์หลักทรัพย์จึงจำเป็นต้องพิจารณาดัชนีชี้ภาวะเศรษฐกิจในด้านต่าง ๆ ประกอบการตัดสินใจลงทุน นอกเหนือจากข้อมูลข่าวสารที่บริษัทเผยแพร่ออกมา เช่น ผลผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ดัชนีชี้วัดการบริโภค การลงทุน การผลิต ตลอดจนข้อมูลเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันและที่คาดไว้ในอนาคต นโยบายการเงินและนโยบายการคลัง รวมทั้งนโยบายเศรษฐกิจอื่น ๆ ของรัฐบาล สถานการณ์ความมั่นคงความปลอดภัย ภัยพิบัติทางธรรมชาติ ปัญหาสุขภาพอนามัยของคนทั่วไป เช่น การระบาดของโรคทางเดินหายใจเฉียบพลันรุนแรง (SARS) เป็นต้น

นอกจากนี้ยังพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ปรับองศาความเป็นอิสระแล้ว (Adjusted  $R^2$ ) เท่ากับ 0.279 แสดงว่า ตัวแปรที่ใช้ศึกษาความสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลง

ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวได้ 27.9% ตามตารางที่ 8 หน้า 65 โดยงานวิจัยในอดีต เช่น Vincent (1999) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของกำไรต่อหุ้น เงินทุนจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ พบความสัมพันธ์ การตัดสินใจที่ปรับองค์ประกอบความเป็นอิสระแล้ว (Adjusted R<sup>2</sup>) เท่ากับ 0.135 คือ ตัวแปรที่ใช้ศึกษาความสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ 13.5% แสดงให้เห็นว่ายังมีตัวแปรหรือปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แต่ผู้วิจัยมิได้กำหนดอยู่ในกรอบแนวคิด เนื่องจากการเลือกตัวแปรที่จะศึกษาพิจารณาจากตัวแปรที่มีผลงานวิจัยในอดีตศึกษามา ดังนั้นจึงอาจมีตัวแปรที่เกี่ยวข้องอื่นที่ไม่ได้นำมาศึกษา

กล่าวโดยสรุป ผลการศึกษาจากตัวแบบผลตอบแทนพบว่า ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวเป็นข้อมูลที่มีคุณค่าต่อการตัดสินใจ ตลาดทุนมีการตอบสนองต่อข้อมูลเหล่านี้ กล่าวคือมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นักลงทุนสามารถนำข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงานไปใช้เป็นข้อมูลหนึ่งในการวิเคราะห์ข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างมีเหตุผล และลดความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ให้มัน้อยที่สุด

#### 4.1.3 การศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

การศึกษาในภาพรวมนี้ ผู้วิจัยต้องการยืนยันว่าผลการศึกษาที่ได้รับจากข้อมูลในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และจากข้อมูลในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวให้ผลการศึกษาที่ไม่แตกต่างกันกับผลการศึกษาในภาพรวม ที่นำข้อมูลในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวมาวิเคราะห์รวมกัน โดยจะนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลแยกกันระหว่างราคาหลักทรัพย์ ( $P_t$ ) และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ( $P_t/P_{t-1}$ ) ซึ่งเป็นตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัยทั้ง 2 ตัวแปร กล่าวคือ จะนำเสนอผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงาน และผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงาน ตามลำดับ

#### 4.1.3.1 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงานทั้ง 6 ตัววัด ซึ่งประกอบด้วย กำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลดภาระ และเงินทุนจากการดำเนินงาน เพื่อยืนยันว่าผลการศึกษาที่ได้รับจากข้อมูลในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และจากข้อมูลในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวให้ผลการศึกษาที่ไม่แตกต่างกันกับผลการศึกษาที่พบในภาพรวม โดยนำตัวแบบราคาที่ประกอบด้วยตัวแปรอิสระแต่ละตัวในแต่ละตัวแบบมาศึกษา เพื่อลดปัญหา Multicollinearity โดยมีผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 10 นอกจากนี้แล้ว ผู้วิจัยยังได้วิเคราะห์ผลเพิ่มเติม โดยนำตัวแบบที่ 1 ซึ่งเป็นตัวแบบราคาที่รวมตัวแปรอิสระทั้งหมดไว้ในตัวแบบเดียวกันมาศึกษา โดยใช้วิธี Stepwise ในการประมวลผล ตามตารางที่ 11 เพื่อได้ตัวแบบความถดถอยที่เหมาะสม

ตารางที่ 10 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัววัดผลการดำเนินงานกับราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

ตัวแบบราคา: $P_i = \alpha + \beta_1(X_i) + \beta_2(T1_i) + \beta_3(T2_i) + \beta_4(T3_i) + \beta_5(T4_i) + e_i$							ตัวแบบผลตอบแทน: $P/P_{i-1} = \alpha + \beta_1(X/P_{i-1}) + \beta_2(T1_i) + \beta_3(T2_i) + \beta_4(T3_i) + \beta_5(T4_i) + e_i$						
	NI	CI	EBITDA	CFO	FCF	FFO		NIP	CIP	EBITDAP	CFOP	FCFP	FFOP
(Constant)	48.202 (0.035)*	23.788 (0.339)	-0.129 (0.995)	0.195 (0.991)	23.266 (0.363)	40.200 (0.037)*	(Constant)	2.033 (0.046)*	2.061 (0.043)*	2.027 (0.047)*	2.117 (0.038)*	2.263 (0.026)*	2.035 (0.046)*
X	3.619 (0.000)*	1.800 (0.000)*	3.346 (0.000)*	5.431 (0.000)*	2.027 (0.000)*	3.893 (0.000)*	X/P <sub>i-1</sub>	-5.497 (0.722)	4.321 (0.731)	8.149 (0.590)	-6.145 (0.622)	-0.222 (0.085)	-5.624 (0.727)
T1	-15.013 (0.104)	1.842 (0.851)	7.067 (0.352)	13.494 (0.040)*	8.170 (0.418)	-14.828 (0.056)	T1	0.476 (0.244)	0.428 (0.284)	0.437 (0.272)	0.425 (0.288)	0.372 (0.349)	0.475 (0.244)
T2	-0.376 (0.966)	2.157 (0.825)	8.869 (0.245)	8.137 (0.214)	1.760 (0.861)	1.426 (0.850)	T2	-0.448 (0.264)	-0.441 (0.271)	-0.431 (0.284)	-0.470 (0.244)	-0.534 (0.183)	-0.449 (0.263)
T3	-7.818 (0.379)	-3.300 (0.736)	2.557 (0.737)	-2.266 (0.728)	-3.155 (0.754)	-6.771 (0.371)	T3	-0.239 (0.548)	-0.228 (0.567)	-0.214 (0.593)	-0.243 (0.540)	-0.283 (0.473)	-0.239 (0.547)
T4	-12.354 (0.162)	-11.565 (0.234)	-11.585 (0.125)	-12.728 (0.050)*	-12.657 (0.206)	-11.864 (0.115)	T4	-0.658 (0.099)	-0.658 (0.099)	-0.657 (0.099)	-0.663 (0.096)	-0.660 (0.095)	-0.658 (0.099)
R <sup>2</sup>	0.299	0.152	0.489	0.622	0.103	0.493	R <sup>2</sup>	0.052	0.052	0.053	0.052	0.068	0.052
Adjusted R <sup>2</sup>	0.279	0.127	0.474	0.611	0.076	0.478	Adjusted R <sup>2</sup>	0.024	0.024	0.025	0.024	0.040	0.024
ตัวแปรตาม คือ ราคาหุ้นสามัญของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์							ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์						
* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05							* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05						
ตัวเลขด้านบน คือ ค่า B / ตัวเลขในวงเล็บข้างล่าง คือ ค่า P-value													วิธี Enter
<b>ตัวแปรอิสระ</b> NI = กำไรก่อนรายการพิเศษต่อหุ้น CI = กำไรเบ็ดเสร็จต่อหุ้น EBITDA = กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อหุ้น CFO = กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น FCF = กระแสเงินสดปลอดภาษีต่อหุ้น FFO = เงินทุนจากการดำเนินงานต่อหุ้น X/P <sub>i-1</sub> = ตัววัดผลการดำเนินงานหารด้วยราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด													
<b>ตัวแปรควบคุม</b> T1 = ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2543 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1) T2 = ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2544 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1) T3 = ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1) T4 = ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2546 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)													

ตารางที่ 11 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ร่วมกันของตัววัดผลการดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

ตัวแบบราคา : ตัวแบบที่ 1			
$P_i = \alpha + \beta_1 (NI_i) + \beta_2 (CI_i) + \beta_3 (EBITDA_i) + \beta_4 (CFO_i) + \beta_5 (FCF_i) + \beta_6 (FFO_i) + \beta_7 (T1_i) + \beta_8 (T2_i) + \beta_9 (T3_i) + \beta_{10} (T4_i) + e_i$			
	B	t-value	P-value
(Constant)	12.021	6.416	0.000*
NI	-4.174	-4.598	0.000*
EBITDA	0.291	1.983	0.049*
CFO	1.275	4.199	0.000*
FCF	0.689	4.174	0.000*
FFO	4.875	5.316	0.000*
T4	-6.586	-3.163	0.002*
$R^2 = 0.681$		$\text{Adjusted } R^2 = 0.669$	
วิธี Stepwise		* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05	
ตัวแปรตาม คือ ราคาหุ้นสามัญของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว			
<u>ตัวแปรอิสระ</u>	NI	= กำไรก่อนรายการพิเศษต่อหุ้น	
	CI	= กำไรเบ็ดเสร็จต่อหุ้น	
	EBITDA	= กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อหุ้น	
	CFO	= กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น	
	FCF	= กระแสเงินสดปลดภาระต่อหุ้น	
	FFO	= เงินทุนจากการดำเนินงานต่อหุ้น	
<u>ตัวแปรควบคุม</u>	T1	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2543 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
	T2	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2544 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
	T3	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
	T4	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2546 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	

จากตารางที่ 10 - 11 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัววัดผลการดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว ซึ่งเป็นการวิเคราะห์ในภาพรวม

ผลการวิเคราะห์พบว่า ผลการศึกษาที่พบในภาพรวมสอดคล้องกับผลการศึกษาที่พบในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และสอดคล้องกับผลการศึกษาที่พบในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว คือพบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อน



ดอกเบี้ยยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภาษี และเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $P\text{-value} < 0.05$ ) ยกเว้นข้อมูลกระแสเงินสดปลอดภาษีที่ผลการศึกษาเฉพาะกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลกระแสเงินสดปลอดภาษีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

#### 4.1.3.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงานทั้ง 6 ตัววัด ซึ่งประกอบด้วย กำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภาษี และเงินทุนจากการดำเนินงาน เพื่อยืนยันว่าผลการศึกษาที่ได้รับจากข้อมูลในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และจากข้อมูลในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวให้ผลการศึกษาที่ไม่แตกต่างกันกับผลการศึกษาที่พบในภาพรวม โดยนำตัวแบบผลตอบแทนที่ประกอบด้วยตัวแปรอิสระแต่ละตัวในแต่ละตัวแบบมาศึกษา เพื่อลดปัญหา Multicollinearity โดยมีผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 10 หน้า 72 นอกจากนี้แล้ว ผู้วิจัยยังได้วิเคราะห์ผลเพิ่มเติม โดยนำตัวแบบที่ 3 ซึ่งเป็นตัวแบบผลตอบแทนที่รวมตัวแปรอิสระทั้งหมดไว้ในตัวแบบเดียวกันมาศึกษา โดยใช้วิธี Stepwise ในการประมวลผล ตามตารางที่ 12 เพื่อให้ได้ตัวแบบสมการถดถอยที่เหมาะสม

ตารางที่ 12 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัววัดผลการดำเนินงานกับผลตอบแทนของ  
หลักทรัพย์บริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

ตัวแบบผลตอบแทน : ตัวแบบที่ 3			
$P_t/P_{t-1} = \alpha + \beta_1(NIP_t) + \beta_2(CIP_t) + \beta_3(EBITDAP_t) + \beta_4(CFOP) + \beta_5(FCFP) + \beta_6(FFOP) + \beta_7(T1_t) + \beta_8(T2_t) + \beta_9(T3_t) + \beta_{10}(T4_t) + e_t$			
	B	t-value	P-value
(Constant)	2.764	13.966	0.000*
T2	-0.854	-7.951	0.000*
T3	-0.702	-6.601	0.000*
T4	-0.595	-5.312	0.000*
$R^2 = 0.340$		$\text{Adjusted } R^2 = 0.328$	
วิธี Stepwise <span style="float: right;">* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05</span>			
ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว			
<u>ตัวแปรอิสระ</u>	NIP	= กำไรก่อนรายการพิเศษต่อหุ้น/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด	
	CIP	= กำไรเบ็ดเสร็จต่อหุ้น/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด	
	EBITDAP	= กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อหุ้น /ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด	
	CFOP	= กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด	
	FCFP	= กระแสเงินสดปลดภาระต่อหุ้น/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด	
	FFOP	= เงินทุนจากการดำเนินงานต่อหุ้น/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด	
<u>ตัวแปรควบคุม</u>	T1	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2543 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
	T2	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2544 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
	T3	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
	T4	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2546 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
	T4	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2546 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	

จากตารางที่ 10 และ 12 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัววัดผลการดำเนินงานกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว ซึ่งเป็นการวิเคราะห์ในภาพรวม

ผลการวิเคราะห์พบว่า ผลการศึกษาที่พบในภาพรวมสอดคล้องกับผลการศึกษาที่พบในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ คือไม่พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลดภาระ และเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์

กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่สำหรับธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว ผลการศึกษาพบว่า ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $P\text{-value} < 0.05$ ) ทั้งนี้เป็นเพราะกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวมีจำนวนน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มตัวอย่างในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ส่งผลให้ผลการศึกษาในภาพรวมจึงสอดคล้องกับผลการศึกษาในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มากกว่าผลการศึกษาในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

#### 4.2 ศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน

การศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน ซึ่งประกอบด้วยค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการศึกษาตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยข้อ 2 และการทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อ 2 โดยแบ่งการนำเสนอผลการวิเคราะห์ออกเป็น 3 ส่วน แยกตามกลุ่มข้อมูลที่ใช้ศึกษา คือ

4.2.1 การศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

4.2.2 การศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

4.2.3 การศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

#### 4.2.1 การศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

การศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน ซึ่งประกอบด้วยค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการศึกษาตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยที่กำหนดไว้ในข้อที่ 2 และเพื่อทดสอบสมมติฐานของการวิจัยที่ได้กำหนดไว้ข้อ 2 โดยจะนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลแยกกันระหว่างราคาหลักทรัพย์ ( $P_t$ ) และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ( $P_t/P_{t-1}$ ) ซึ่งเป็นตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัยทั้ง 2 ตัวแปร กล่าวคือ จะนำเสนอผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน และผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน ตามลำดับ

##### 4.2.1.1 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งประกอบด้วย ค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ ตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยที่กำหนดไว้ในข้อที่ 2 และการทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อที่ 2 ตั้งแต่  $H_{2,1} - H_{2,2}$  นั้น จะนำตัวแบบที่ 2 ซึ่งเป็นตัวแบบราคา มาเป็นตัวแทนในการศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าว โดยมีผลการวิเคราะห์สรุปได้ดังนี้

ตารางที่ 13 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

ตัวแบบราคา : ตัวแบบที่ 2			
$P_i = \alpha + \beta_1 (Depr_i) + \beta_2 (Gain_i) + \beta_3 (T1_i) + \beta_4 (T2_i) + \beta_5 (T3_i) + \beta_6 (T4_i) + e_i$			
	B	t-value	P-value
(Constant)	12.188	1.136	0.258
Depr	8.190	6.164	0.000*
Gain	-23.838	-2.594	0.011*
T1	6.977	1.664	0.099
T2	1.598	0.386	0.700
T3	-4.678	-1.149	0.253
T4	-11.359	-2.835	0.005*
$R^2 = 0.306$		$Adjusted R^2 = 0.273$	
วิธี Enter			* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05
ตัวแปรตาม คือ ราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์			
<u>ตัวแปรอิสระ</u>	Depr	= ค่าเสื่อมราคาต่อหุ้น	
	Gain	= กำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ต่อหุ้น	
<u>ตัวแปรควบคุม</u>	T1	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2543 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
	T2	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2544 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
	T3	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
	T4	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2546 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	

จากตารางที่ 13 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งประกอบด้วยค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ และผลการทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อ 2 ตั้งแต่  $H_{2,1}$  -  $H_{2,2}$  (สมมติฐานของการวิจัยข้อ  $H_{2,1}$  ระบุว่า "ค่าเสื่อมราคาไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์" และข้อ  $H_{2,2}$  ระบุว่า "กำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์")

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยจากตัวแบบราคา พบว่า ข้อมูลค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $P\text{-value} < 0.05$ ) โดยข้อมูลค่าเสื่อมราคามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ คือ หากข้อมูลค่าเสื่อมราคาเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จะมีโอกาสเพิ่มขึ้น ส่วนข้อมูลกำไร (ขาดทุน)

จากการขายสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ คือ หากข้อมูลกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์เพิ่มขึ้น ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จะมีโอกาสลดลง โดยเวลาที่เปลี่ยนแปลงไป ไม่มีผลกระทบบทกับความสามารถในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ ดังนั้นจึงสรุปว่า ข้อมูลค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์เป็นข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ กล่าวคือ ใช้เป็นข้อมูลหนึ่งในการกำหนดและคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ และความเสี่ยงจากการลงทุน และยังช่วยให้การแสดงผลค่าสินทรัพย์ในงบการเงินแสดงผลค่าที่สามารถสะท้อนมูลค่าของบริษัทได้ ซึ่งจะทำให้ข้อมูลในงบการเงินถูกต้องตามควร และให้ข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจตามวัตถุประสงค์ของแม่บทการบัญชี (สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย, 2547)

แต่อย่างไรก็ตาม ผลการวิเคราะห์ความถดถอยจากตัวแบบราคานี้ ทำให้สามารถปฏิเสธสมมติฐานของการวิจัยข้อ H<sub>2,1</sub> ที่ระบุว่า "ค่าเสื่อมราคาไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์" และข้อ H<sub>2,2</sub> ที่ระบุว่า "กำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์" และไม่สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต เช่น Chen, M. และ Chen, G. (2004) ที่ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่าข้อมูลค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เป็นต้น ผู้วิจัยมีความเห็นว่า ในประเทศไทยแนวคิดการวัดมูลค่าด้วยราคาทุนเดิมยังเป็นเกณฑ์ที่มีความน่าเชื่อถือและเป็นที่ยอมรับโดยทั่วไป เนื่องจากมีหลักฐานในการบันทึกบัญชีที่ชัดเจน สามารถนำมาตรวจสอบได้ และแนวคิดเกี่ยวกับการคิดค่าเสื่อมราคายังเป็นแนวคิดที่สอดคล้องกับการวัดผลการดำเนินงานของกิจการ โดยกิจการต้องปันส่วนมูลค่าเสื่อมสภาพของอาคารและอุปกรณ์เป็นค่าเสื่อมราคาอย่างมีระบบตลอดอายุการใช้งานของสินทรัพย์ ซึ่งกำหนดให้กิจการรับรู้รายได้ที่เกิดจากการใช้ประโยชน์เชิงเศรษฐกิจของสินทรัพย์นั้นพร้อมกับค่าเสื่อมราคา ซึ่งถือเป็นค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากรายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีเดียวกัน และสอดคล้องกับความเป็นจริงของลักษณะทางกายภาพที่ว่าสินทรัพย์ต้องมีเสื่อมค่าไปตามระยะเวลาและการใช้งาน โดยการคิดค่าเสื่อมราคายังถือเป็นการกันกำไรส่วนหนึ่งสำหรับจัดหาสินทรัพย์ชิ้นใหม่เข้ามาแทนที่สินทรัพย์ที่ใช้อยู่ และหากบริษัทมีการจัดหาสินทรัพย์ถาวรเพิ่มขึ้น เพื่อขยายบริษัทหรือกำลังการผลิต ค่าเสื่อมราคาประจำปีของบริษัทจะมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นด้วย จึงทำให้ผลการศึกษาในครั้งนี้พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลค่าเสื่อมราคามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และในช่วงเวลาที่ใช้ศึกษา คือ พ.ศ. 2543 – 2547 ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์กำลังอยู่ในช่วงการปรับโครงสร้างธุรกิจ ทำให้ข้อมูลกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ของธุรกิจที่เกิดขึ้นจากการปรับโครงสร้างธุรกิจมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อยู่ เนื่องจากนักลงทุนตระหนักถึงความพยายามปรับปรุงแก้ไขการดำเนินงาน แต่อย่างไรก็ตาม การเกิดขึ้นของกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์อาจบ่งบอก

ถึงการตัดสินใจลงทุนที่ผิดพลาดของผู้บริหาร จนทำให้ต้องนำสินทรัพย์ที่บริษัทถือครองไว้เพื่อสร้างรายได้ออกมาขาย และหากบริษัทไม่แผนการที่ชัดเจนในการจัดหาสินทรัพย์ใหม่ที่ดีกว่าเดิมมาทดแทนสินทรัพย์เดิมที่ขายออกไป ความสามารถในการหารายได้และทำกำไรในอนาคตของบริษัทก็จะลดลง ซึ่งกระทบต่อการเติบโตในระยะยาวของบริษัท สิ่งเหล่านี้มีผลทำให้ผลการศึกษาค้นคว้าพบหลักฐานที่แสดงว่าข้อมูลกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

นอกจากนี้ยังพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ปรับองศาความเป็นอิสระแล้ว (Adjusted  $R^2$ ) เท่ากับ 0.273 แสดงว่า ตัวแปรที่ใช้ศึกษาความสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ได้ 27.3% โดยงานวิจัยในอดีต เช่น Chen, M. และ Chen, G. (2004) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน ซึ่งประกอบด้วยค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ พบค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ปรับองศาความเป็นอิสระแล้ว (Adjusted  $R^2$ ) เท่ากับ 0.240 คือตัวแปรที่ใช้ศึกษาความสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้ 24.0% แสดงให้เห็นว่ายังมีตัวแปรหรือปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ แต่ผู้วิจัยมิได้กำหนดอยู่ในกรอบแนวคิด เนื่องจากการเลือกตัวแปรที่จะศึกษาพิจารณาจากตัวแปรที่มีผลงานวิจัยในอดีตศึกษามา ดังนั้นจึงอาจมีตัวแปรที่เกี่ยวข้องอื่นที่ไม่ได้นำมาศึกษา

กล่าวโดยสรุป ผลการศึกษาจากตัวแบบราคา พบว่า ข้อมูลค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งเป็นรายการที่เกิดขึ้นจากแนวคิดการวัดมูลค่าด้วยราคาทุนเดิม ยังเป็นข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ และยังช่วยให้การแสดงผลมูลค่าสินทรัพย์ และวัดผลการดำเนินงานในงบการเงินแสดงผลค่าที่ถูกต้องตามควร และให้ข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจตามวัตถุประสงค์ของแม่บทการบัญชี

#### 4.2.1.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน ซึ่งประกอบด้วย ค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ ตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยที่กำหนดไว้ในข้อที่ 2 และการทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อที่ 2 ตั้งแต่  $H_{2,1}$  -  $H_{2,2}$  นั้น จะนำตัวแบบที่ 4 ซึ่งเป็นตัวแบบผลตอบแทน มาเป็นตัวแทนในการศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยมีผลการวิเคราะห์สรุปได้ดังนี้



ตารางที่ 14 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

ตัวแบบผลตอบแทน : ตัวแบบที่ 4			
$P_t/P_{t-1} = \alpha + \beta_1 (\text{DeprP}_t) + (\text{GainP}_t) + \beta_3 (T1_t) + \beta_4 (T2_t) + \beta_5 (T3_t) + \beta_6 (T4_t) + e_t$			
	B	t-value	P-value
(Constant)	2.059	1.512	0.133
DeprP	0.101	0.264	0.792
GainP	-4.986	-0.804	0.423
T1	0.611	1.130	0.261
T2	-0.360	-0.682	0.497
T3	-0.229	-0.435	0.664
T4	-0.815	-1.549	0.124
$R^2 = 0.063$		$\text{Adjusted } R^2 = 0.018$	
วิธี Enter		* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05	
ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนหลักทรัพย์หุ้นสามัญของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์			
ตัวแปรอิสระ	DeprP	= ค่าเสื่อมราคาต่อหุ้น/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด	
	GainP	= กำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ต่อหุ้น/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด	
ตัวแปรควบคุม	T1	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2543 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
	T2	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2544 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
	T3	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
	T4	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2546 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	

จากตารางที่ 14 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งประกอบด้วยค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ และผลการทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อ 2 ตั้งแต่  $H_{2,1}$  -  $H_{2,2}$  (สมมติฐานของการวิจัยข้อ  $H_{2,1}$  ระบุว่า "ค่าเสื่อมราคาไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" และข้อ  $H_{2,2}$  ที่ระบุว่า "กำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์")

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยจากตัวแบบผลตอบแทน พบว่า การเก็บข้อมูลในครั้งนี้ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ คือ ไม่สามารถใช้ประมาณผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอนาคต เพื่อลด



ความเสี่ยงจากการลงทุนได้อย่างน่าเชื่อถือ โดยเวลาที่เปลี่ยนแปลงไป ไม่มีผลกระทบต่อความสามารถในการใช้อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่า ข้อมูลค่าเสื่อมราคาและกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ ซึ่งเป็นรายการที่เกิดขึ้นจากการวัดมูลค่าด้วยราคาทุนเดิม แม้จะช่วยให้การวัดมูลค่าสินทรัพย์ และวัดผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันในงบการเงินมีความถูกต้องตามควรในส่วนที่มีสาระสำคัญ แต่ด้วยข้อสมมติของแนวคิดการวัดมูลค่าด้วยราคาทุนเดิมที่ระบุว่า มูลค่าของเงินมีอำนาจซื้อคงที่ไม่เปลี่ยนแปลง (Constant Purchasing Power) ในขณะที่ความเป็นจริง มูลค่าของเงินย่อมมีอำนาจซื้อที่เปลี่ยนแปลงไปไม่คงที่ตลอดเวลา ส่งผลให้งบการเงินของบริษัทไม่สามารถสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าที่แท้จริงที่เปลี่ยนแปลงไปในอนาคตได้อย่างชัดเจน ทั้งนี้ ราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวอยู่โดยตลอดตามปัจจัยแวดล้อมต่าง ๆ ทั้งปัจจัยภายในประเทศและปัจจัยจากต่างประเทศ และพฤติกรรมของนักลงทุนมีการเปลี่ยนแปลงไปตามสถานการณ์ต่าง ๆ โดยนักลงทุนยังขาดความมั่นใจต่อพื้นฐานเศรษฐกิจโดยรวม และแนวโน้มภาวะตลาดหลักทรัพย์ ส่งผลให้มีการชะลอการลงทุน และนักลงทุนต้องแบกรับความเสี่ยงมากขึ้นหากต้องลงทุนในระยะยาว

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยจากตัวแบบผลตอบแทนนี้ ทำให้สามารถยอมรับสมมติฐานของการวิจัยข้อ H<sub>2,1</sub> ที่ระบุว่า "ค่าเสื่อมราคาไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" ข้อ H<sub>2,2</sub> ที่ระบุว่า "กำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" และสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต เช่น Chen, M. และ Chen, G. (2004) NAREIT (1999) Gore และ Stott (1998) เป็นต้น

นอกจากนี้ยังพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ปรับองศาความเป็นอิสระแล้ว (Adjusted R<sup>2</sup>) เท่ากับ 0.018 แสดงว่า ตัวแปรที่ใช้ศึกษาความสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ได้ 1.8% โดยงานวิจัย Chen, M. และ Chen, G. (2004) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน ซึ่งประกอบด้วยค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ พบค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ปรับองศาความเป็นอิสระแล้ว (Adjusted R<sup>2</sup>) เท่ากับ 0.065 คือ ตัวแปรที่ใช้ศึกษาความสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ 6.5% แสดงให้เห็นว่ายังมีตัวแปรหรือปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แต่ผู้วิจัยมิได้กำหนดอยู่ในกรอบแนวคิด เนื่องจากการเลือกตัวแปรที่จะศึกษาพิจารณาจากตัวแปรที่มีผลงานวิจัยในอดีตศึกษามา ดังนั้นจึงอาจมีตัวแปรที่เกี่ยวข้องอื่นที่ไม่ได้นำมาศึกษา

กล่าวโดยสรุป ผลการศึกษาจากตัวแบบผลตอบแทนพบว่า ข้อมูลค่าเสื่อมราคาและกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นข้อมูลที่ไม่

เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ คือ นักลงทุนไม่สามารถนำข้อมูลเหล่านี้ไปประมาณผลตอบแทนในอนาคต เพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุนได้ เนื่องจากราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวอยู่ตลอดเวลาตามปัจจัยแวดล้อมต่าง ๆ ทั้งปัจจัยภายในประเทศและปัจจัยจากต่างประเทศ ทำให้ยากต่อการคาดการณ์ ส่งผลกระทบต่อภาวะการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และข้อมูลค่าเสื่อมราคาและกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ ซึ่งเป็นรายการที่เกิดขึ้นจากการวัดมูลค่าด้วยราคาทุนเดิม ไม่สามารถสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าของกิจการที่เปลี่ยนแปลงไปในอนาคตได้อย่างชัดเจน

#### 4.2.2 การศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

การศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน ซึ่งประกอบด้วยค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการศึกษาตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยที่กำหนดไว้ในข้อที่ 2 และเพื่อทดสอบสมมติฐานของการวิจัยที่ได้กำหนดไว้ข้อ 2 โดยจะนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลแยกกันระหว่างราคาหลักทรัพย์ ( $P_t$ ) และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ( $P/P_{t-1}$ ) ซึ่งเป็นตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัยทั้ง 2 ตัวแปร กล่าวคือ จะนำเสนอผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน และผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน ตามลำดับ

##### 4.2.2.1 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน ซึ่งประกอบด้วย ค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว ตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยที่กำหนดไว้ในข้อที่ 2 และการทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อที่ 2 ตั้งแต่  $H_{2,1} - H_{2,2}$  นั้น จะนำตัวแบบที่ 2 ซึ่งเป็นตัวแบบราคา มาเป็นตัวแทนในการศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าว โดยมีผลการวิเคราะห์สรุปได้ดังนี้

ตารางที่ 15 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณของความสัมพันธ์ของส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

ตัวแบบราคา : ตัวแบบที่ 2			
$P_i = \alpha + \beta_1 (\text{Depr}_i) + \beta_2 (\text{Gain}_i) + \beta_3 (\text{T1}_i) + \beta_4 (\text{T2}_i) + \beta_5 (\text{T3}_i) + \beta_6 (\text{T4}_i) + e_i$			
	B	t-value	P-value
(Constant)	-23.355	-0.626	0.535
Depr	19.785	14.569	0.000*
Gain	-21.287	-8.905	0.000*
T1	9.046	0.604	0.550
T2	12.362	0.851	0.400
T3	-3.236	-0.223	0.825
T4	-5.313	-0.366	0.717
$R^2 = 0.854$		Adjusted $R^2 = 0.831$	
วิธี Enter			* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05
ตัวแปรตาม คือ ราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว			
<u>ตัวแปรอิสระ</u>	Depr	= ค่าเสื่อมราคาต่อหุ้น	
	Gain	= กำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ต่อหุ้น	
<u>ตัวแปรควบคุม</u>	T1	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2543 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
	T2	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2544 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
	T3	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
	T4	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2546 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	

จากตารางที่ 15 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว ซึ่งประกอบด้วยค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ และผลการทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อ 2 ตั้งแต่  $H_{2,1}$  -  $H_{2,2}$  (สมมติฐานของการวิจัยข้อ  $H_{2,1}$  ระบุว่า "ค่าเสื่อมราคาไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์" และข้อ  $H_{2,2}$  ระบุว่า "กำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์")

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยจากตัวแบบราคา พบว่า ข้อมูลค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $P\text{-value} < 0.05$ ) โดยข้อมูลค่าเสื่อมราคามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ คือ หากข้อมูลค่าเสื่อมราคาเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น ราคา

หลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวจะมีโอกาสเพิ่มขึ้น ส่วนข้อมูลกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ คือ หากข้อมูลกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์เพิ่มขึ้น ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวจะมีโอกาสลดลง โดยเวลาที่เปลี่ยนแปลงไป ไม่มีผลกระทบต่อความสามารถในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ ซึ่งผลการวิเคราะห์ที่พบในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวนี้สอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ที่พบในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ดังนั้นจึงสรุปว่า ข้อมูลค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์เป็นข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ กล่าวคือ สามารถใช้เป็นข้อมูลหนึ่งในการกำหนดและคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ และความเสี่ยงจากการลงทุน และยังช่วยให้การแสดงผลมูลค่าสินทรัพย์ในงบการเงินแสดงผลค่าที่สามารถสะท้อนมูลค่าของบริษัทได้ ซึ่งจะทำให้ข้อมูลในงบการเงินถูกต้องตามควร และให้ข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจตามวัตถุประสงค์ของแม่บทการบัญชี (สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย, 2547)

แต่อย่างไรก็ตาม ผลการวิเคราะห์ความถดถอยจากตัวแบบราคานี้ ทำให้สามารถปฏิเสธสมมติฐานของการวิจัยข้อ H<sub>2,1</sub> ที่ระบุว่า "ค่าเสื่อมราคาไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์" และข้อ H<sub>2,2</sub> ที่ระบุว่า "กำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์" และไม่สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต เช่น Chen, M. และ Chen, G. (2004) ที่ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่าข้อมูลค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เป็นต้น ผู้วิจัยมีความเห็นว่า ในประเทศไทยแนวคิดการวัดมูลค่าด้วยราคาทุนเดิมยังเป็นเกณฑ์ที่มีความน่าเชื่อถือและเป็นที่ยอมรับโดยทั่วไป เนื่องจากมีหลักฐานในการบันทึกบัญชีที่ชัดเจน สามารถนำมาตรวจสอบได้ และแนวคิดเกี่ยวกับการคิดค่าเสื่อมราคายังเป็นแนวคิดที่สอดคล้องกับการวัดผลการดำเนินงานของกิจการ โดยกิจการต้องปันส่วนมูลค่าเสื่อมสภาพของอาคารและอุปกรณ์เป็นค่าเสื่อมราคาอย่างมีระบบตลอดอายุการใช้งานของสินทรัพย์ ซึ่งกำหนดให้กิจการรับรู้รายได้ที่เกิดจากการใช้ประโยชน์เชิงเศรษฐกิจของสินทรัพย์นั้นพร้อมกับค่าเสื่อมราคา ซึ่งถือเป็นค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากรายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีเดียวกัน และสอดคล้องกับความเป็นจริงของลักษณะทางกายภาพที่ว่าสินทรัพย์ต้องมีเสื่อมค่าไปตามระยะเวลาและการใช้งาน โดยการคิดค่าเสื่อมราคายังถือเป็นการกันกำไรส่วนหนึ่งสำหรับจัดหาสินทรัพย์ชิ้นใหม่เข้ามาแทนที่สินทรัพย์ที่ใช้อยู่ และหากบริษัทมีการจัดหาสินทรัพย์ถาวรเพิ่มขึ้น เพื่อขยายบริษัทหรือกำลังการผลิต ค่าเสื่อมราคาประจำปีของบริษัทจะมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นด้วย จึงทำให้ผลการศึกษาในครั้งนี้พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลค่าเสื่อมราคามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และในช่วงเวลาที่ใช้ศึกษา คือ พ.ศ. 2543 – 2547 ธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวกำลังอยู่ในช่วงชะลอการลงทุนใน

สินทรัพย์ถาวร ซึ่งพิจารณาจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนที่เพิ่มขึ้นไม่มาก เนื่องจากมีความเสี่ยงในการลงทุนที่สูงมากในภาวะเศรษฐกิจในขณะนั้น ทำให้ปริมาณสินทรัพย์ของธุรกิจไม่เติบโตมากนัก แต่กลับมีการขายสินทรัพย์ถาวรที่บริษัทถือครองไว้เพื่อสร้างรายได้ออกไป ซึ่งสะท้อนให้การตัดสินใจลงทุนที่ผิดพลาดของผู้บริหาร และหากบริษัทไม่แผนที่ชัดเจนในการจัดหาสินทรัพย์ใหม่ที่ดีกว่าเดิมมาทดแทนสินทรัพย์เดิมที่ขายออกไป ความสามารถในการหารายได้และทำกำไรในอนาคตของบริษัทก็จะลดลง ซึ่งกระทบต่อการเติบโตในระยะยาวของบริษัท สิ่งเหล่านี้มีผลทำให้ผลการศึกษาค้างนี้พบหลักฐานที่แสดงว่าข้อมูลกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

นอกจากนี้ยังพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ปรับองศาความเป็นอิสระแล้ว (Adjusted  $R^2$ ) เท่ากับ 0.834 แสดงว่า ตัวแปรที่ใช้ศึกษาความสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวได้ 83.4% โดยงานวิจัยในอดีต เช่น Chen, M. และ Chen, G. (2004) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน ซึ่งประกอบด้วยค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ พบค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ปรับองศาความเป็นอิสระแล้ว (Adjusted  $R^2$ ) เท่ากับ 0.240 คือ ตัวแปรที่ใช้ศึกษาความสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้ 24.0% แสดงให้เห็นว่ายังมีตัวแปรหรือปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ แต่ผู้วิจัยไม่ได้กำหนดอยู่ในกรอบแนวคิด เนื่องจากการเลือกตัวแปรที่จะศึกษาพิจารณาจากตัวแปรที่มีผลงานวิจัยในอดีตศึกษามา ดังนั้นจึงอาจมีตัวแปรที่เกี่ยวข้องอื่นที่ไม่ได้นำมาศึกษา

กล่าวโดยสรุป ผลการศึกษาจากตัวแบบราคา พบว่า ข้อมูลค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ของธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว ซึ่งเป็นรายการที่เกิดขึ้นจากแนวคิดการวัดมูลค่าด้วยราคาทุนเดิม ยังเป็นข้อมูลที่เกี่ยวข้องการตัดสินใจ และยังช่วยให้การแสดงผลค่าสินทรัพย์ และวัดผลการดำเนินงานในงบการเงินแสดงผลค่าที่ถูกต้องตามควร และให้ข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจตามวัตถุประสงค์ของแม่บทการบัญชี

**4.2.2.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว**

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน ซึ่งประกอบด้วย ค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว ตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยที่กำหนดไว้ในข้อที่ 2 และการทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อที่ 2 ตั้งแต่  $H_{2,1} - H_{2,2}$

นั้น จะนำตัวแบบที่ 4 ซึ่งเป็นตัวแบบผลตอบแทน มาเป็นตัวแบบในการศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าว โดยมีผลการวิเคราะห์สรุปได้ดังนี้

ตารางที่ 16 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

ตัวแบบผลตอบแทน : ตัวแบบที่ 4			
$P_t/P_{t-1} = \alpha + \beta_1 (\text{DeprP}_t) + \beta_2 (\text{GainP}_t) + \beta_3 (T1_t) + \beta_4 (T2_t) + \beta_5 (T3_t) + \beta_6 (T4_t) + e_t$			
	B	t-value	P-value
(Constant)	1.754	4.656	0.000*
DeprP	1.067	1.989	0.054
GainP	8.783	0.527	0.602
T1	-1.814	-0.125	0.901
T2	-0.331	-2.168	0.037*
T3	-0.315	-2.256	0.030*
T4	-0.293	-2.106	0.042*
$R^2 = 0.330$		$\text{Adjusted } R^2 = 0.219$	
วิธี Enter <span style="float: right;">* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05</span>			
ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนหลักทรัพย์หุ้นสามัญของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว			
<u>ตัวแปรอิสระ</u>	DeprP	= ค่าเสื่อมราคาต่อหุ้น/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด	
	GainP	= กำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ต่อหุ้น/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด	
<u>ตัวแปรควบคุม</u>	T1	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2543 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
	T2	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2544 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
	T3	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	
	T4	= ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2546 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)	

จากตารางที่ 16 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว ซึ่งประกอบด้วยค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ และผลการทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อ 2 ตั้งแต่  $H_{2,1} - H_{2,2}$  (สมมติฐานของการวิจัยข้อ  $H_{2,1}$  ระบุว่า "ค่าเสื่อมราคาไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" และข้อ  $H_{2,2}$  ที่ระบุว่า "กำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์")

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยจากตัวแบบผลตอบแทน พบว่า การเก็บข้อมูลในครั้งนี้ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์มี

ความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ คือ ไม่สามารถใช้ประมาณผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอนาคต เพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุนได้อย่างน่าเชื่อถือ โดยเวลาที่เปลี่ยนแปลงไป ไม่มีผลกระทบต่อความสามารถในการใช้อธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ผลการวิเคราะห์ที่พบในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวนี้สอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ที่พบในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ แสดงให้เห็นว่า ข้อมูลค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ ซึ่งเป็นรายการที่เกิดขึ้นจากการวัดมูลค่าด้วยราคาทุนเดิม แม้จะช่วยให้การวัดมูลค่าสินทรัพย์ และวัดผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันในงบการเงินมีความถูกต้องตามควรในส่วนที่มีสาระสำคัญ แต่ด้วยข้อสมมติของแนวคิดการวัดมูลค่าด้วยราคาทุนเดิมที่ระบุว่า มูลค่าของเงินมีอำนาจซื้อคงที่ไม่เปลี่ยนแปลง ในขณะที่ความเป็นจริง มูลค่าของเงินย่อมมีอำนาจซื้อที่เปลี่ยนแปลงไปไม่คงที่ตลอดเวลา ส่งผลให้งบการเงินของบริษัทไม่สามารถสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าที่แท้จริงที่เปลี่ยนแปลงไปในอนาคตได้อย่างชัดเจน ทั้งนี้ ราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวอยู่โดยตลอดตามปัจจัยแวดล้อมต่าง ๆ ทั้งปัจจัยภายในประเทศและปัจจัยจากต่างประเทศ และพฤติกรรมของนักลงทุนมีการเปลี่ยนแปลงไปตามสถานการณ์ต่าง ๆ โดยนักลงทุนยังขาดความมั่นใจต่อพื้นฐานเศรษฐกิจโดยรวม และแนวโน้มภาวะตลาดหลักทรัพย์ จึงส่งผลให้มีการชะลอการลงทุน และนักลงทุนต้องแบกรับความเสี่ยงมากขึ้นหากต้องลงทุนในระยะยาว

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยจากตัวแบบผลตอบแทนนี้ ทำให้สามารถยอมรับสมมติฐานของการวิจัยข้อ H<sub>2,1</sub> ที่ระบุว่า "ค่าเสื่อมราคาไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" ข้อ H<sub>2,2</sub> ที่ระบุว่า "กำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" และสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต เช่น Chen, M. และ Chen, G. (2004) NAREIT (1999) Gore และ Stott (1998) เป็นต้น

นอกจากนี้ยังพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ปรับองศาความเป็นอิสระแล้ว (Adjusted R<sup>2</sup>) เท่ากับ 0.219 แสดงว่า ตัวแปรที่ใช้ศึกษาความสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวได้ 21.9% โดยงานวิจัย Chen, M. และ Chen, G. (2004) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน ซึ่งประกอบด้วยค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ พบค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ปรับองศาความเป็นอิสระแล้ว (Adjusted R<sup>2</sup>) เท่ากับ 0.065 คือ ตัวแปรที่ใช้ศึกษาความสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ 6.5% แสดงให้เห็นว่ายังมีตัวแปรหรือปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แต่ผู้วิจัยมิได้กำหนดอยู่ในกรอบแนวคิด เนื่องจากการเลือกตัวแปรที่จะศึกษา

พิจารณาจากตัวแปรที่มีผลงานวิจัยในอดีตศึกษามา ดังนั้นจึงอาจมีตัวแปรที่เกี่ยวข้องอื่นที่ไม่ได้นำมาศึกษา

กล่าวโดยสรุป ผลการศึกษาจากตัวแบบผลตอบแทนพบว่า ข้อมูลค่าเสื่อมราคาและกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวเป็นข้อมูลที่ไม่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ คือ นักลงทุนไม่สามารถนำข้อมูลเหล่านี้ไปประมาณผลตอบแทนในอนาคต เพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุนได้ เนื่องจากราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวอยู่ตลอดเวลาตามปัจจัยแวดล้อมต่าง ๆ ทั้งปัจจัยภายในประเทศและปัจจัยจากต่างประเทศ ทำให้ยากต่อการคาดการณ์ ส่งผลกระทบต่อภาวะการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และข้อมูลค่าเสื่อมราคาและกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ ซึ่งเป็นรายการที่เกิดขึ้นจากการวัดมูลค่าด้วยราคาทุนเดิม ไม่สามารถสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าของกิจการที่เปลี่ยนแปลงไปในอนาคตได้อย่างชัดเจน

#### 4.2.3 การศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

การศึกษาในภาพรวมนี้ ผู้วิจัยต้องการยืนยันว่าผลการศึกษาที่ได้รับจากข้อมูลในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และจากข้อมูลในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวให้ผลการศึกษาที่ไม่แตกต่างกันกับผลการศึกษาที่พบในภาพรวม ที่นำข้อมูลในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวมาวิเคราะห์รวมกัน โดยจะนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลแยกกันระหว่างราคาหลักทรัพย์ ( $P_t$ ) และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ( $P/P_{t-1}$ ) ซึ่งเป็นตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัยทั้ง 2 ตัวแปร กล่าวคือ จะนำเสนอผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน และผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน ตามลำดับ

##### 4.2.2.1 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน ซึ่งประกอบด้วย ค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ เพื่อยืนยันว่าผลการศึกษาที่ได้รับจากข้อมูลในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และจากข้อมูลในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวให้ผลการศึกษาที่ไม่แตกต่างกันกับผลการศึกษาที่พบในภาพรวม ที่นำข้อมูลในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวมา



วิเคราะห์รวมกัน โดยนำตัวแบบที่ 2 ซึ่งเป็นตัวแบบราคา มาเป็นตัวแทนในการศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวในภาพรวม โดยมีผลการวิเคราะห์สรุปได้ดังนี้

จากตารางที่ 17 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว พบว่า ผลการศึกษาที่พบในภาพรวมสอดคล้องกับผลการศึกษาที่พบในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และผลการศึกษาที่พบในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว คือพบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยข้อมูลค่าเสื่อมราคามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ และข้อมูลกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับราคาหลักทรัพย์

#### 4.2.2.1 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน ซึ่งประกอบด้วย ค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ เพื่อยืนยันว่าผลการศึกษาที่ได้รับจากข้อมูลในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และจากข้อมูลในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวให้ผลการศึกษาที่ไม่แตกต่างกันกับผลการศึกษาที่พบในภาพรวม ที่นำข้อมูลในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวมาวิเคราะห์รวมกัน โดยนำตัวแบบที่ 4 ซึ่งเป็นตัวแบบผลตอบแทน มาเป็นตัวแทนในการศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวในภาพรวม โดยมีผลการวิเคราะห์สรุปได้ดังนี้

จากตารางที่ 17 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว พบว่า ผลการศึกษาที่พบในภาพรวมสอดคล้องกับผลการศึกษาที่พบในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และผลการศึกษาที่พบในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว คือ ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 17 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

ตัวแบบราคา : ตัวแบบที่ 2				ตัวแบบผลตอบแทน : ตัวแบบที่ 4			
$P_i = \alpha + \beta_1(X_i) + \beta_2(T1_i) + \beta_3(T2_i) + \beta_4(T3_i) + \beta_5(T4_i) + e_i$				$P_i/P_{i-1} = \alpha + \beta_1(X_i/P_{i-1}) + \beta_2(T1_i) + \beta_3(T2_i) + \beta_4(T3_i) + \beta_5(T4_i) + e_i$			
	B	t-value	P-value		B	t-value	P-value
(Constant)	-8.927	-0.655	0.513	(Constant)	2.077	2.017	0.045*
Depr	16.364	20.781	0.000*	DeprP	0.109	0.327	0.744
Gain	-21.677	-3.317	0.001*	GainP	-4.337	-0.805	0.422
T1	11.812	2.192	0.030*	T1	0.455	1.109	0.269
T2	9.261	1.743	0.083	T2	-0.436	-1.086	0.279
T3	-1.221	-0.230	0.818	T3	-0.254	-0.638	0.525
T4	-8.184	-1.554	0.122	T4	-0.679	-1.705	0.090
	$R^2 = 0.751$	Adjusted $R^2 = 0.742$			$R^2 = 0.055$	Adjusted $R^2 = 0.022$	
ตัวแปรตาม คือ ราคาหุ้นสามัญของบริษัท * ระดับนัยสำคัญที่ 0.05				ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัท * ระดับนัยสำคัญที่ 0.05			
<p><b>ตัวแปรอิสระ</b> Depr = ค่าเสื่อมราคาต่อหุ้น Gain = กำไร (ขาดทุน) จากการขายหลักทรัพย์ต่อหุ้น <math>X_i/P_{i-1}</math> = ตัววัดผลการดำเนินงานหารด้วยราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด วิธี Enter</p> <p><b>ตัวแปรควบคุม</b> T1 = ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2543 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1) T2 = ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2544 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1) T3 = ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1) T4 = ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2546 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)</p>							

### 4.3 ศึกษาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบของตัววัดผลการดำเนินงาน

การวิเคราะห์ความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบนี้ จะเป็นการวิเคราะห์เพื่อหาตัววัดผลการดำเนินงานที่เหมาะสมในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว โดยนำตัววัดผลการดำเนินงานที่ใช้เป็นตัวแปรอิสระในการวิจัย 6 ตัววัด ซึ่งประกอบด้วย กำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภาษี และเงินทุนจากการดำเนินงานมาศึกษา เพื่อพิจารณาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบ ว่าตัววัดผลการดำเนินงานในรูปแบบใดที่มีระดับของความสัมพันธ์กับราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับตัววัดผลการดำเนินงานในรูปแบบอื่นที่ใช้ในงานวิจัย ตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยข้อที่ 3 และทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อ 3 โดยแบ่งการนำเสนอผลการวิเคราะห์ และการทดสอบสมมติฐานออกเป็น 2 ส่วนแยกตามตัวแปรตามที่ใช้ในการวิจัย (ราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์) ดังนี้

#### 4.3.1 การศึกษาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบจากตัวแบบราคา

#### 4.3.2 การศึกษาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบจากตัวแบบผลตอบแทน

#### 4.3.1 การศึกษาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบจากตัวแบบราคา

การศึกษาค่าความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบจากตัวแบบราคานี้ จะเป็นการศึกษาว่าตัววัดผลการดำเนินงานในรูปแบบใดที่มีระดับความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และมีระดับความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวมากที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับตัววัดผลการดำเนินงานในรูปแบบอื่น ซึ่งตัววัดผลการดำเนินงานที่ใช้ในงานวิจัยครั้งนี้ประกอบด้วย กำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภาษี และเงินทุนจากการดำเนินงาน ทั้งนี้ การศึกษาค่าความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบจากตัวแบบราคาเป็นการศึกษาตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยที่กำหนดไว้ในข้อที่ 3 และเพื่อทดสอบสมมติฐานของการวิจัยที่ได้กำหนดไว้ตั้งแต่ H<sub>3,1</sub> – H<sub>3,5</sub> โดยมีผลการวิเคราะห์สรุปได้ดังนี้

ตารางที่ 18 ผลการวิเคราะห์ความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบจากตัวแบบราคา

ตัวแบบราคา : ตัวแบบที่ 1						
$P_i = \alpha + \beta_1(NI_i) + \beta_2(CI_i) + \beta_3(EBITDA_i) + \beta_4(CFO_i) + \beta_5(FCF_i) + \beta_6(FFO_i) + \beta_7(T1_i) + \beta_8(T2_i) + \beta_9(T3_i) + \beta_{10}(T4_i) + e_i$						
ตัววัดผล การดำเนินงาน	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์		โรงแรมและบริการท่องเที่ยว		ภาพรวม	
	Beta	P-value	Beta	P-value	Beta	P-value
NI	-3.471	0.000*	0.023	0.923	-1.346	0.000*
CI	0.076	0.371	-0.158	0.012*	-0.058	0.511
EBITDA	0.012	0.886	0.954	0.000*	0.111	0.049*
CFO	0.062	0.480	0.083	0.723	0.329	0.000*
FCF	-0.044	0.571	0.201	0.000*	0.220	0.000*
FFO	3.721	0.000*	0.346	0.502	1.696	0.000*

วิธี Stepwise \* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

ตัวแปรตาม คือ ราคาหุ้นสามัญของบริษัท

ตัวแปรอิสระ

NI = กำไรก่อนรายการพิเศษต่อหุ้น

CI = กำไรเบ็ดเสร็จต่อหุ้น

EBITDA = กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อหุ้น

CFO = กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น

FCF = กระแสเงินสดปลอดภาษีต่อหุ้น

FFO = เงินทุนจากการดำเนินงานต่อหุ้น

ตัวแปรควบคุม

T1 = ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2543 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)

T2 = ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2544 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)

T3 = ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)

T4 = ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2546 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)

จากตารางที่ 18 แสดงผลการทดสอบความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบจากตัวแบบราคาที่ทำกรวิเคราะห์ความถดถอยด้วยวิธี Stepwise จากตัวแบบที่รวมตัวแปรอิสระทั้งหมดไว้ในตัวแบบเดียวกัน และผลการทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อ 3 ตั้งแต่ H<sub>3,1</sub> – H<sub>3,5</sub> ทั้งในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว ซึ่งสามารถอธิบายผลได้ว่า

ผลการศึกษาที่พบในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จากตัวแบบราคาที่ทำกรวิเคราะห์ความถดถอยด้วยตัวแบบที่รวมตัวแปรอิสระทั้งหมดไว้ในตัวแบบเดียวกัน พบว่าข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ และเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $P\text{-value} < 0.05$ ) โดยสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของกำไรก่อนรายการพิเศษมีค่าเท่ากับ  $-3.471$  และสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของเงินทุนจากการดำเนินงานมีค่าเท่ากับ  $3.721$  ซึ่งหากเปรียบเทียบกันระหว่างค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของกำไรก่อนรายการพิเศษกับค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของเงินทุนจากการดำเนินงาน โดยกำหนดให้ความสัมพันธ์อยู่ในทิศทางเดียวกัน พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของเงินทุนจากการดำเนินงานมากกว่าค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของกำไรก่อนรายการพิเศษ ( $FFO = 3.721 > NI = 3.471$ ) คือ ข้อมูลเงินทุนจากการดำเนินงานมีระดับความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาที่พบในภาพรวมที่พบว่า ข้อมูลเงินทุนจากการดำเนินงานมีระดับความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลอื่น ๆ แสดงให้เห็นว่า ข้อมูลเงินทุนจากการดำเนินงานมีระดับความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ ทำให้สามารถยอมรับสมมติฐานของการวิจัยข้อ  $H_{3,1}$  ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรก่อนรายการพิเศษ" และสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต เช่น Yungmann, G. และ Taube, D (2001) NAREIT (1999) เป็นต้น

สำหรับข้อมูลกำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และกระแสเงินสดปลออดภาระของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ผลการศึกษานี้ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่ามีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงไม่นำมาพิจารณาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบ จากผลการศึกษาด้วยตัวแบบราคานี้ ทำให้สามารถยอมรับสมมติฐานข้อ  $H_{3,2}$  ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรเบ็ดเสร็จ" ข้อ  $H_{3,3}$  ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย" ข้อ  $H_{3,4}$  ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน" ข้อ  $H_{3,5}$  ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดปลออดภาระ" ตามลำดับ

ดังนั้นจึงสรุปว่า ในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ข้อมูลเงินทุนจากการดำเนินงานสามารถใช้เป็นข้อมูลในการกำหนดหรือคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ได้อย่างน่าเชื่อถือ โดยผู้ใช้ข้อมูลสามารถใช้ข้อมูลเงินทุนจากการดำเนินงานในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และเป็นข้อมูลเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างมีเหตุผล เพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ให้ม่น้อยที่สุด

ผลการศึกษาที่พบในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว จากตัวแบบราคาที่ทำ การวิเคราะห์ความถดถอยด้วยตัวแบบที่รวมตัวแปรอิสระทั้งหมดไว้ในตัวแบบเดียวกัน พบว่า ข้อมูลกำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย และ กระแสเงินสดปลอดภัยมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $P\text{-value} < 0.05$ ) โดยสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของกำไรเบ็ดเสร็จมีค่าเท่ากับ  $-0.158$  และ สัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีค่าเท่ากับ  $0.954$  และสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของกระแสเงินสดปลอดภัยมีค่าเท่ากับ  $0.201$  ซึ่งหากเปรียบเทียบกันระหว่างค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของกำไรเบ็ดเสร็จ และค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย และค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของกระแสเงินสดปลอดภัย โดยกำหนดให้ความสัมพันธ์อยู่ในทิศทางเดียวกัน พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมากกว่าค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของกระแสเงินสดปลอดภัย และมากกว่าค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของกำไรเบ็ดเสร็จ ( $EBITDA = 0.954 > FCF = 0.201 > CI = 0.158$ ) แสดงให้เห็นว่า ข้อมูลกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีระดับความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลกระแสเงินสดปลอดภัยและกำไรเบ็ดเสร็จ

สำหรับข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และ เงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว ผลการศึกษาจากตัวแบบราคานี้ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลเหล่านี้มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงไม่นำมาพิจารณาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบ และเนื่องด้วยผลการศึกษาจากตัวแบบราคานี้ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงทำให้สามารถปฏิเสธสมมติฐานข้อ  $H_{3,1}$  ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรก่อนรายการพิเศษ" ข้อ  $H_{3,2}$  ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรเบ็ดเสร็จ" ข้อ  $H_{3,3}$  ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย" ข้อ  $H_{3,4}$  ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน" ข้อ  $H_{3,5}$  ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดปลอดภัย"

ดังนั้นจึงสรุปว่า ในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวข้อมูลกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายสามารถใช้เป็นข้อมูลในการกำหนดหรือคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ได้อย่างน่าเชื่อถือ โดยผู้ใช้ข้อมูลสามารถใช้ข้อมูลกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว และเป็นข้อมูลเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างมีเหตุผล เพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ให้มีน้อยที่สุด

#### 4.3.2 การศึกษาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบจากตัวแบบผลตอบแทน

การศึกษาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบจากตัวแบบผลตอบแทนนี้ จะเป็นการศึกษาว่าตัววัดผลการดำเนินงานในรูปแบบใดที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวมากที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับตัววัดผลการดำเนินงานในรูปแบบอื่น ซึ่งตัววัดผลการดำเนินงานที่ใช้ในงานวิจัยมี 6 ตัววัด ประกอบด้วย กำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภัย และเงินทุนจากการดำเนินงาน ทั้งนี้ การศึกษาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบจากตัวแบบผลตอบแทนนี้ เป็นการศึกษาตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยที่กำหนดไว้ในข้อที่ 3 และเพื่อทดสอบสมมติฐานของการวิจัยที่ได้กำหนดไว้ตั้งแต่ H3<sub>1</sub> - H3<sub>5</sub> โดยมีผลการวิเคราะห์สรุปได้ดังนี้

ตารางที่ 19 ผลการวิเคราะห์ความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบจากตัวแบบผลตอบแทน

ตัวแบบผลตอบแทน : ตัวแบบที่ 3						
$P_t/P_{t-1} = \alpha + \beta_1(NIP_t) + \beta_2(CIP_t) + \beta_3(EBITDAP_t) + \beta_4(CFOP_t) + \beta_5(FCFP_t) + \beta_6(FFOP_t) + \beta_7(T1_t) + \beta_8(T2_t) + \beta_9(T3_t) + \beta_{10}(T4_t) + e_t$						
ตัววัดผล การดำเนินงาน	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์		โรงแรมและบริการท่องเที่ยว		ภาพรวม	
	Beta	P-value	Beta	P-value	Beta	P-value
NIP	-0.127	0.081	-0.059	0.821	0.057	0.375
CIP	-0.090	0.217	-0.036	0.839	0.054	0.397
EBITDAP	-0.063	0.390	-0.321	0.584	0.051	0.430
CFOP	0.086	0.233	1.119	0.001*	-0.050	0.436
FCFP	0.070	0.332	-0.138	0.312	-0.050	0.431
FFOP	-0.128	0.080	-0.710	0.029*	0.057	0.376

วิธี Stepwise \* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัท

**ตัวแปรอิสระ**

NIP = กำไรก่อนรายการพิเศษต่อหุ้น/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด

CIP = กำไรเบ็ดเสร็จต่อหุ้น/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด

EBITDAP = กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อหุ้น /ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด

CFOP = กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น

FCFP = กระแสเงินสดปลดภาระต่อหุ้น

FFOP = เงินทุนจากการดำเนินงานต่อหุ้น

**ตัวแปรควบคุม**

T1 = ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2543 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)

T2 = ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2544 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)

T3 = ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)

T4 = ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2546 (ใช่ = 0, ไม่ใช่ = 1)

จากตารางที่ 19 แสดงผลการทดสอบความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบจากตัวแบบผลตอบแทนที่ทำการวิเคราะห์ความถดถอยด้วยวิธี Stepwise จากตัวแบบที่รวมตัวแปรอิสระทั้งหมดไว้ในตัวแบบเดียวกัน และผลการทดสอบสมมติฐานของการวิจัยข้อ 3 ตั้งแต่  $H_{3_1}$  -  $H_{3_5}$  ทั้งในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว ซึ่งสามารถอธิบายผลได้ว่า



ผลการศึกษาที่พบในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จากตัวแบบผลตอบแทนที่ทำการวิเคราะห์ความถดถอยด้วยตัวแบบที่รวมตัวแปรอิสระทั้งหมดไว้ในตัวแบบเดียวกัน ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภัย และเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาในภาพรวม จึงไม่สามารถพิจารณาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบของตัววัดผลการดำเนินงานจากตัวแบบผลตอบแทนได้

แต่อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาที่พบในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวจากตัวแบบผลตอบแทน ที่ทำการวิเคราะห์ความถดถอยด้วยตัวแบบที่รวมตัวแปรอิสระทั้งหมดไว้ในตัวแบบเดียวกัน พบว่า ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $P\text{-value} < 0.05$ ) โดยสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีค่าเท่ากับ 1.119 และสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของเงินทุนจากการดำเนินงานมีค่าเท่ากับ -0.710 ซึ่งหากเปรียบเทียบกันระหว่างค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของเงินทุนจากการดำเนินงาน โดยกำหนดให้ความสัมพันธ์อยู่ในทิศทางเดียวกัน พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมากกว่าค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของเงินทุนจากการดำเนินงาน ( $CFOP = 1.119 > FFOP = 0.710$ ) แสดงให้เห็นว่า ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีระดับความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลเงินทุนจากการดำเนินงาน ผลการศึกษานี้ทำให้สามารถปฏิเสธสมมติฐานของการวิจัยข้อ  $H_{3,4}$  ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน"

สำหรับข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย และกระแสเงินสดปลอดภัย ผลการศึกษาที่พบในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวนี้ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลเหล่านี้มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงไม่นำมาพิจารณาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบ โดยผลการศึกษาจากตัวแบบผลตอบแทนที่พบในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวทำให้สามารถยอมรับสมมติฐานของการวิจัยข้อ  $H_{3,1}$  ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรก่อนรายการพิเศษ" ข้อ  $H_{3,2}$  ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรเบ็ดเสร็จ" ข้อ  $H_{3,3}$  ที่ระบุ

ว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย" ข้อ H3<sub>25</sub> ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดปอดภาวะ" สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต เช่น Yungmann, G. และ Taube, D (2001) NAREIT (1999) เป็นต้น

ดังนั้นจึงสรุปว่า ในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสามารถใช้เป็นข้อมูลในการกำหนดหรือคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ได้อย่างน่าเชื่อถือ โดยผู้ใช้ข้อมูลสามารถใช้ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว และเป็นข้อมูลเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างมีเหตุผล เพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ให้มัน้อยที่สุด