ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยด้านงบการเงินและการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์สำหรับบริษัทจดทะเบียน

นางสาวสมรสม พานิชโยทัย

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบัญชี ภาควิชาการบัญชี
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
ปีการศึกษา 2550
ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL STATEMENT FACTORS AND ANALYSTS' EARNINGS FORECAST REVISIONS FOR LISTED COMPANIES

Miss Samornsom Panityotai

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of Master of Accountancy Program in Accounting

Department of Accountancy

Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic Year 2007

Copyright of Chulalongkorn University

หัวข้อวิทยานิพนธ์	ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยด้านงบการเงินและการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ สำหรับบริษัทจดทะเบียน
โดย	นางสาวสมรสม พานิชโยทัย
สาขาวิชา	การบัญชี
อาจารย์ที่ปรึกษา	อาจารย์ ดร. ศุภมิตร เตชะมนตรีกุล

คณะพาณิชศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้นับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญามหาบัณฑิต

.....คณบดีคณะพาณิชศาสตร์และการบัญชี
(รองศาสตราจารย์ ดร. อรรณพ ตันละมัย)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

.....ประธานกรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. อรนุช สูงสว่าง)

.....อาจารย์ที่ปรึกษา
(อาจารย์ ดร. ศุภมิตร เตชะมนตรีกุล)

.....กรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สมรสม พานิชโยทัย : ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยด้านงบการเงินและการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ สำหรับบริษัทจดทะเบียน (THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL STATEMENT FACTORS AND ANALYSTS' EARNINGS FORECAST REVISIONS FOR LISTED COMPANIES) อ. ที่ปรึกษา : อ.ดร.ศุภมิตร เตชะมนตรีกุล, 96 หน้า.

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยด้านงบการเงินกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ โดยกลุ่มตัวอย่างได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงเวลา พ.ศ. 2545 – 2549 ในรูปแบบการวิจัยเชิงประจักษ์ โดยวิธีการศึกษาใช้วิธีการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบภาคตัดขวาง (Cross-sectional Multiple Regression Analysis) ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยด้านงบการเงินกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ โดยปัจจัยด้านงบการเงิน ประกอบด้วย ปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือ ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น ปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุน ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ปัจจัยด้านหนี้สิน และความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีการจำกัดขอบเขตการตรวจสอบ ปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่อง และปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆ

ผลการวิจัยพบว่า ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ปัจจัยด้านหนี้สิน และความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีการจำกัดขอบเขตการตรวจสอบนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ ในขณะที่ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้ากลับพบความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ ซึ่งผลที่ได้สะท้อนให้เห็นว่านักวิเคราะห์ตระหนักถึงข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับกำไรในอนาคตที่แฝงอยู่ในปัจจัยด้านงบการเงินเหล่านี้และตอบสนองกับสัญญาณจากปัจจัยดังกล่าวด้วยการปรับประมาณการกำไรให้เพิ่มขึ้นหรือลดลง หากสัญญาณนั้นเป็นสัญญาณในทางบวกหรือทางลบต่อกำไรในอนาคตตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือ ปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุน ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่องและความไม่แน่นอนอื่นๆ นั้นกลับไม่พบความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์แต่อย่างใด

ภาควิชา.....การบัญชี.....ลายมือชื่อนิสิต.....สมรสม พานิชโยทัย.....
สาขาวิชา.....การบัญชี.....ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....
ปีการศึกษา.....2550.....

488 22740 26 : MAJOR ACCOUNTING

KEY WORD:FUNDAMENTAL ANALYSIS / EARNINGS FORECAST / ANALYSTS' FORECAST REVISIONS

SAMORNSOM PANITYOTAI: THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL STATEMENT FACTORS AND ANALYSTS' EARNINGS FORECAST REVISIONS FOR LISTED COMPANIES. THESIS ADVISOR: SUPHAMIT TECHAMONTRIKUL, D.B.A., 96 pp.

The purpose of this study is to examine the relationship between financial statement factors and analysts' earnings forecast revisions. This empirical research samples are companies listed in the Stock Exchange of Thailand during the year 2002 to 2006. This study apply correlation analysis and cross-sectional multiple regression analysis to test the relationship between financial statement factors and analysts' earnings forecast revisions. The variables examined in this study are financial statement factors including inventory signal, accounts receivable signal, gross margin signal, capital expenditures signal, selling and administrative expenses signal, leverage signal and audit opinion modified for scope limitation, going concern and other uncertainty.

The study finds that gross margin signal, selling and administrative expenses signal, leverage signal and audit opinion modified for scope limitation have significantly negative relationship with analysts' earnings forecast revisions, whereas accounts receivable signal has significantly positive relationship with analysts' earnings forecast revisions. The results suggest that analysts are aware of the future earnings information embedded in some of the financial statement factors and respond to them by revising their earnings forecast upward (downward) if it is positive (negative) signal. However, the factors including inventory signal, capital expenditures signal and audit opinion modified for going concern and other uncertainty are not found to be significantly related with analysts' earnings forecast revisions. This result also indicates that analysts revisions of earnings forecast are not affected by these factors.

Department.....Accountancy..... Student's signature. Samornsom Panityotai

Field of study.....Accounting..... Advisor's signature. .....

Academic year .....2007.....

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้อย่างสมบูรณ์ด้วยความอนุเคราะห์เป็นอย่างสูงจาก อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ อ.ดร. ศุภมิตร เตชะมนตรีกุล ที่ได้ทุ่มเทเสียสละเวลาอันมีค่าในการให้คำปรึกษาและชี้แนะข้อบกพร่องพร้อมทั้งเสนอแนวทางแก้ไขปรับปรุงอย่างใกล้ชิด ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. อรนุช สูงสว่าง รวมทั้งกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล ที่ได้ให้ข้อคิดเห็นและข้อแนะนำในประเด็นต่างๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ให้สมบูรณ์ขึ้น ผู้เขียนใคร่ขอกราบขอบพระคุณในความกรุณาของอาจารย์ทุกท่านเป็นอย่างสูง

สุดท้ายนี้ ผู้เขียนขอขอบคุณครอบครัวของผู้เขียนที่ได้ให้กำลังใจ ให้ความรักความห่วงใยและสนับสนุนเสมอมา รวมทั้งคณาจารย์ทุกท่านที่ได้ประสิทธิประสาทวิชาความรู้แก่ผู้เขียน และขอมอบคุณประโยชน์ทั้งหมดของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ให้กับบุคคลที่ผู้เขียนกล่าวมาทั้งหมด และถ้ามีข้อบกพร่องประการใดผู้เขียนขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ

หน้า

บทคัดย่อภาษาไทย ..... ง

บทคัดย่อภาษาอังกฤษ ..... จ

กิตติกรรมประกาศ ..... ฉ

สารบัญ ..... ช

สารบัญตาราง ..... ฌ

สารบัญภาพ ..... ญ

บทที่ 1 บทนำ 1

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา 1

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย 3

1.3 คำถามในการวิจัย 3

1.4 ขอบเขตและวิธีการศึกษา 3

1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ 4

บทที่ 2 แนวคิดของงานวิจัยและวรรณกรรมปริทัศน์ 5

2.1 แนวคิดความมีประสิทธิภาพของตลาด 5

2.2 แนวคิดการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน 7

2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับประเด็นที่ศึกษา 11

บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย 25

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง 25

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล 26

3.3 ขอบเขตและข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย 26

3.4 การพัฒนาสมมติฐาน 27

3.5 วิธีการศึกษาและแบบจำลองที่ใช้ในงานวิจัย 28

3.6 คำอธิบายรายละเอียดของตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร 30

3.6.1 ตัวแปรตาม: การปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ 30

3.6.2 ตัวแปรอิสระ: ตัวแปรที่สนใจศึกษา 32

3.6.3 ตัวแปรอิสระ: ตัวแปรควบคุม 43

3.7 แนวทางการวิเคราะห์ข้อมูล 48

3.7.1 สถิติเชิงพรรณนา 49

หน้า

3.7.2 สถิติเชิงอนุมาน 49
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล 50
4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยเชิงพรรณนา 50
4.1.1 ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง 50
4.1.2 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐาน 52
4.2 ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงอนุมาน 57
4.2.1 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ 57
4.2.2 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ 58
4.2.2.1 ผลการวิเคราะห์โดยใช้แบบจำลองรวม 61
4.2.2.2 ผลการวิเคราะห์ความอ่อนไหว 67
4.3 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน 74
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ 76
5.1 สรุปและอภิปรายผลการวิจัย 77
5.2 ประโยชน์ของผลการวิจัย 82
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาต่อในอนาคต 84
รายการอ้างอิง 85
ภาคผนวก 90
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์ 96

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
1	สรุปงานวิจัยในอดีตที่สำคัญ	19
2	สรุปข้อมูลและเหตุการณ์ในรายงานของผู้สอบบัญชี	41
3	สรุปการวัดค่าตัวแปรความเห็นของผู้สอบบัญชีในแบบต่างๆ	42
4	สรุปการวัดค่าตัวแปรประเภทอุตสาหกรรม	46
5	สรุปการวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย	47
6	ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง	51
7	จำนวนตัวอย่างแยกตามอุตสาหกรรม	51
8	ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปร	53
9	ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรความเห็นของผู้สอบบัญชี	56
10	ค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	59
11	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์	60
12	การวัดค่าตัวแปรที่เปลี่ยนแปลงไปสำหรับการวิเคราะห์ความอ่อนไหว	67
13	ผลการทดสอบการวิเคราะห์ความอ่อนไหว	73
14	สรุปผลการวิเคราะห์ความถดถอยและการทดสอบสมมติฐาน	75
ก	การตรวจสอบการแจกแจงของค่าความคลาดเคลื่อน	92
ข	การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ	95

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญภาพ

แผนภาพ		หน้า
1	กรอบแนวคิดการวิจัย	30
2	การคำนวณการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์	32
ก	Normal Probability Plot	92
ข	Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y และค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน Z_e	93

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 1
บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การลงทุนในหลักทรัพย์ นักลงทุนต้องอาศัยข้อมูลต่างๆ ในการพิจารณาเพื่อตัดสินใจว่าควรลงทุนในหลักทรัพย์ใดจึงจะให้ผลตอบแทนเป็นไปตามที่คาดหวัง ซึ่งข้อมูลที่มีความสำคัญและเป็นที่สนใจของนักลงทุนอย่างหนึ่งก็คือ การประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ (Analysts' forecast of earnings) ซึ่งถือว่าเป็นตัวแทนความคาดหวังของตลาดที่มีต่อกำไรในอนาคตของกิจการ (O'brien, 1987) โดยนักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลดังกล่าวในการประเมินถึงทิศทางและระดับกำไรในอนาคตของกิจการเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์นั้นๆ ได้

การจัดทำประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์นั้น ต้องอาศัยวิธีการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental analysis) ในการวิเคราะห์และประเมินสภาวการณ์ที่อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ซึ่งย่อมส่งผลกระทบไปยังผลตอบแทนที่คาดหวังของนักลงทุนด้วย โดยข้อมูลและสารสนเทศที่นักวิเคราะห์ใช้นั้นมีจำนวนมากและหลากหลายประเภท แต่สิ่งที่นักวิเคราะห์ให้ความสำคัญมาก ก็คือ สารสนเทศทางการเงิน (Financial information) เพื่อนำไปสู่การวิเคราะห์หลักทรัพย์หรือตราสารที่เป็นที่สนใจสำหรับการลงทุน (ชัชพงศ์ ตั้งมณี และพรอนงค์ บุษราตระกูล, 2550) ซึ่งงบการเงินของกิจการก็นับว่าเป็นสารสนเทศทางการเงินชนิดหนึ่งที่นักวิเคราะห์ใช้ในการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน โดยต้องอาศัยงบการเงินทั้งในอดีตและปัจจุบันเป็นข้อมูลพื้นฐานเพื่อวิเคราะห์และประเมินถึงฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัท รวมทั้งการใช้ข้อมูลในงบการเงินเพื่อการประมาณค่าตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการกำหนดมูลค่าที่ควรจะเป็นของหลักทรัพย์ เช่น กระแสเงินสดที่ผู้ถือหุ้นคาดว่าจะได้รับเป็นต้น ซึ่งผลที่ได้จากการวิเคราะห์งบการเงินเมื่อใช้ประกอบกับข้อมูลในส่วนอื่นๆ เช่นการวิเคราะห์เศรษฐกิจและอุตสาหกรรมด้วยก็จะเป็นประโยชน์ต่อการประมาณกำไรในอนาคตเป็นอย่างยิ่ง ด้วยเหตุนี้ งบการเงินจึงถือว่าเป็นแหล่งข้อมูลที่สำคัญแหล่งหนึ่งสำหรับนักวิเคราะห์ในการรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องในการจัดทำประมาณการเพื่อใช้ประเมินมูลค่าของบริษัทนั้น

ในอดีต มีงานวิจัยเชิงประจักษ์ที่ศึกษาเกี่ยวกับความสามารถของข้อมูลในงบการเงินในการพยากรณ์กำไรในอนาคต รวมถึงผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างแพร่หลาย อาทิ Ou and Penman (1989) ได้ใช้หลักการวิเคราะห์งบการเงินที่รวบรวมกลุ่มรายการบัญชีต่างๆ ให้เป็นตัววัดสรุปเพียงตัวเดียวที่บ่งชี้ถึงทิศทางการเปลี่ยนแปลงกำไรในปีถัดไป ซึ่งผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า

อัตราส่วนทางการเงินที่สร้างมาจากข้อมูลงบการเงินในอดีตสามารถพยากรณ์การเปลี่ยนแปลงของกำไรได้ รวมถึงงานวิจัยของ Ou (1990) ที่พบว่าข้อมูลอื่นๆ ในงบการเงินนอกเหนือจากกำไรนั้นสามารถบ่งบอกถึงทิศทางการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตได้เช่นกัน ในขณะที่ Lev and Thiagarajan (1993) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับปัจจัยพื้นฐานซึ่งประยุกต์มาจากข้อมูลในงบการเงินที่นักวิเคราะห์อ้างว่ามีประโยชน์ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ ซึ่งผลการศึกษาพบว่าปัจจัยพื้นฐานจะช่วยเพิ่มความสามารถของกำไรในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ สนับสนุนคำกล่าวที่ว่าปัจจัยพื้นฐานมีความเกี่ยวข้องในการตัดสินใจและเป็นเหตุผลหลักที่นักวิเคราะห์มักจะใช้ข้อมูลอื่นในงบการเงินนอกเหนือจากกำไรในปีปัจจุบันเพื่อประเมินมูลค่าและคุณภาพกำไรของบริษัท

จากการทบทวนงานวิจัยดังกล่าว จึงเป็นที่น่าสนใจศึกษาว่าข้อมูลต่างๆ ในงบการเงินจะส่งผลกระทบต่อการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หรือไม่ อย่างไร ดังนั้น วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงมุ่งศึกษาเชื่อมโยงการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลทางการเงิน หรือ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ โดยมีวัตถุประสงค์ในการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ และหากปัจจัยเหล่านี้เปลี่ยนแปลงไปแล้วนักวิเคราะห์จะตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงนี้ด้วยการปรับประมาณการกำไรเพื่อสะท้อนข้อมูลดังกล่าวสำหรับให้ผู้ลงทุนนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจได้หรือไม่ เนื่องจากข้อมูลข่าวสารที่แฝงอยู่ในปัจจัยดังกล่าวนั้นอาจส่งสัญญาณให้นักวิเคราะห์ทราบเกี่ยวกับผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการซึ่งอาจเป็นทั้งข่าวดีหรือข่าวร้ายก็ได้ และหากนักวิเคราะห์ใช้ประโยชน์จากข้อมูลข่าวสารที่แฝงอยู่ในปัจจัยต่างๆ ได้อย่างครบถ้วนก็ย่อมจะแสดงให้เห็นถึงความมีประสิทธิภาพของนักวิเคราะห์ในการรวบรวมข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องไว้ในการประมาณการกำไรของตนนั่นเอง

อย่างไรก็ดี ปัจจัยพื้นฐานที่นักวิเคราะห์ใช้ในการจัดทำประมาณการกำไรนั้นอาจประกอบไปด้วยหลากหลายปัจจัย อาทิ ปัจจัยด้านเศรษฐกิจและอุตสาหกรรม ปัจจัยด้านสังคมและประชากร รวมทั้งปัจจัยด้านผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของบริษัท ซึ่งปัจจัยที่สนใจศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ คือ ปัจจัยทางด้านผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของบริษัท (หรือในที่นี้ก็คือ ปัจจัยด้านงบการเงิน) เนื่องจากปัจจัยเหล่านี้เกี่ยวข้องโดยตรงกับผลประกอบการของบริษัทและสะท้อนให้เห็นถึงกำไรในอนาคตได้อย่างชัดเจน นอกจากนี้งบการเงินยังเป็นแหล่งข้อมูลที่สำคัญสำหรับนักวิเคราะห์ในการจัดทำประมาณการกำไรอีกด้วย ดังนั้น การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์จะทำให้ได้หลักฐานที่แสดงว่าการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์สืบเนื่องมาจากปัจจัยใดบ้าง รวมทั้ง

อาจบ่งชี้ถึงการรวบรวมข้อมูลที่เป็นประโยชน์ในการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ โดยเฉพาะข้อมูลในงบการเงินซึ่งเป็นแหล่งข้อมูลที่เผยแพร่สู่สาธารณชนว่านักวิเคราะห์ได้นำข้อมูลเหล่านี้มาพิจารณาในการปรับประมาณการกำไรด้วยหรือไม่ นอกจากนี้ การศึกษาในกรณีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งนับว่าเป็นตลาดเกิดใหม่ (Emerging market) มีความแตกต่างจากตลาดที่พัฒนาแล้ว (Developed market) เช่น สหรัฐอเมริกาในหลายๆ ด้านนั้น ผลการศึกษาที่ได้รับอาจนำมาเปรียบเทียบกับผลการศึกษาในต่างประเทศเกี่ยวกับปัจจัยที่นักวิเคราะห์นำมาใช้พิจารณาในการปรับประมาณการกำไรในปีถัดไปได้เช่นกัน

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

วิทยานิพนธ์ครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยด้านงบการเงินกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์

1.3 คำถามในการวิจัย

ปัจจัยด้านงบการเงินมีความสัมพันธ์ต่อการปรับประมาณการกำไรในอนาคตของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์หรือไม่ ถ้าหากมีความสัมพันธ์กันแล้วจะเป็นไปในทิศทางใด

1.4 ขอบเขตและวิธีการศึกษา

งานวิจัยนี้มุ่งศึกษาปัจจัยด้านงบการเงินที่มีความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ โดยขอบเขตของกลุ่มตัวอย่างจะครอบคลุมบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลสำหรับวัดค่าตัวแปรต่างๆ อย่างครบถ้วน ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน เนื่องจากเป็นกลุ่มบริษัทที่มีลักษณะการดำเนินงานและโครงสร้างธุรกิจ รวมถึงข้อบังคับในการจัดทำและนำเสนองบการเงินที่แตกต่างจากบริษัทอื่นที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงไม่อาจนำมาเปรียบเทียบกับกลุ่มตัวอย่างในอุตสาหกรรมอื่นได้ ส่วนขอบเขตของช่วงระยะเวลาที่ใช้ศึกษาจะใช้ข้อมูลรายปีตั้งแต่ช่วงปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2549

วิธีการที่ใช้ในการดำเนินการวิจัยในฉบับนี้จะเป็นไปตามขั้นตอนของการวิจัยเชิงประจักษ์ โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ คือข้อมูลที่มีการเก็บรวบรวมไว้อยู่แล้ว อันได้แก่ ข้อมูลประมาณการกำไรต่อหุ้นจากฐานข้อมูล Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S) และข้อมูลบัญชีจากฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ส่วนการวิเคราะห์ข้อมูลนั้นแบ่งออกเป็น 2 ส่วนหลัก ๆ คือ ส่วนที่ 1 วิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา และส่วนที่ 2 วิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมานโดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation) และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression analysis)

1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทำให้ทราบถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อกำไรในอนาคต และการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ รวมทั้งความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยพื้นฐานต่างๆ และการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ ซึ่งอาจส่งผลให้นักวิเคราะห์ให้ความสำคัญในการจัดทำประมาณการอย่างรอบคอบมากขึ้น

2. ช่วยให้เข้าใจถึงแนวคิดในการจัดทำการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ รวมทั้งปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ โดยผู้ลงทุนอาจนำปัจจัยเหล่านี้ไปใช้คาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทได้ เนื่องจากปัจจัยพื้นฐานเหล่านี้สามารถส่งสัญญาณให้ทราบเกี่ยวกับผลการดำเนินงานในอนาคต ซึ่งเป็นข้อมูลเบื้องต้นที่มีประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในการพิจารณาตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ นอกจากนี้การเปลี่ยนแปลงของปัจจัยพื้นฐานจะช่วยให้นักลงทุนนำไปคาดการณ์การปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ในงวดถัดไปแล้วนำมาใช้เป็นข้อมูลเพื่อวางแผนการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้

สำหรับบทถัดไปจะเป็นการทบทวนงานวิจัยในอดีตและกรอบแนวคิดของงานวิจัย ซึ่งกล่าวถึง แนวคิดความมีประสิทธิภาพของตลาด และแนวคิดการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานอันเป็นแนวคิดหลักในการศึกษาครั้งนี้ รวมถึงการทบทวนงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ด้วย ต่อจากนั้นในบทที่ 3 กล่าวถึง ระเบียบวิธีวิจัย อันประกอบด้วย ประชากรและกลุ่มตัวอย่างในการวิจัย รูปแบบการวิจัย การพัฒนาสมมติฐาน เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัยและคำอธิบายเกี่ยวกับตัวแปรต่างๆ ในบทที่ 4 กล่าวถึง การนำเสนอผลการวิจัยด้วยสถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมาน รวมทั้งผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย และบทสุดท้าย สรุปและอภิปรายผลการวิจัย และเสนอแนะการวิจัยในอนาคต

บทที่ 2
กรอบแนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในบทนี้เป็นการสรุปกรอบแนวคิด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องจากการศึกษาค้นคว้าในประเด็นที่เกี่ยวเนื่องกับปัจจัยพื้นฐานและการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ เพื่อเป็นแนวทางในการกำหนดระเบียบวิธีวิจัยในขั้นตอนต่อไป ดังนั้น เนื้อหาในบทนี้จึงแบ่งออกเป็น 2 ส่วนหลัก ส่วนแรกกล่าวถึงแนวคิดของงานวิจัย อันได้แก่ แนวคิดความมีประสิทธิภาพของตลาดทุน และแนวคิดการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ส่วนที่สองกล่าวถึงงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวข้องกับการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ กำไรในอนาคต และการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

2.1 แนวคิดความมีประสิทธิภาพของตลาด (Efficient market hypothesis)

การทำงานอย่างมีประสิทธิภาพของตลาดอาจพิจารณาได้ในหลายลักษณะ เริ่มตั้งแต่ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (operational efficiency) ซึ่งเป็นความสามารถของทุกๆฝ่ายในตลาด ทั้งตลาดการผลิตและตลาดการเงินที่จะประกอบธุรกรรมในการผลิตสินค้าและบริการโดยใช้ต้นทุนทรัพยากรได้อย่างคุ้มค่า แต่เมื่อพิจารณาถึงความมีประสิทธิภาพของตลาดในที่นี้จะหมายถึงประสิทธิภาพทางด้านการกระจายข้อมูลข่าวสาร (information efficiency) ได้อย่างรวดเร็ว ถูกต้องออกไปยังทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง เพื่อให้บุคคลเหล่านั้นมีโอกาสอย่างเท่าเทียมกันในการใช้ข้อมูลนี้วิเคราะห์ทางการเงินเพื่อประกอบการตัดสินใจ เมื่อตลาดทำงานโดยให้ข้อมูลอย่างมีประสิทธิภาพและผู้ลงทุนได้ใช้ข้อมูลข่าวสารครบถ้วนถูกต้องในทันที ตลาดจะมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารนั้นอย่างถูกต้องและทันทีเช่นกัน โดยมีการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาของหลักทรัพย์หรืออัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้ในแต่ละจุดของเวลาเป็นเครื่องสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เป็นสาระสำคัญ ข้อมูลข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อกระบวนการตัดสินใจนั้น อาจเป็นรายงานทางการเงินของบริษัท ข้อมูลที่เกิดจากการวิเคราะห์ของผู้เชี่ยวชาญ ข้อมูลที่เกี่ยวกับภาพรวมทางเศรษฐกิจ หรือเป็นข้อมูลอื่นและอาจรวมถึงข้อมูลที่เป็นข่าวลือด้วยก็ได้ (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน, 2548)

โดย Fama (1970) ได้เสนอแนวคิดตลาดที่มีการทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ (Efficient Market) หมายถึง ตลาดซึ่งมีราคาของหลักทรัพย์ที่สามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารทุกประเภทอย่างรวดเร็ว ถูกต้อง และทั่วถึง โดยผ่านการรับรู้ของผู้ลงทุนและผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายในตลาด ผลของข้อมูลนั้นๆสามารถสะท้อนให้อยู่ในราคาของหลักทรัพย์ได้ ซึ่งข้อมูลนั้นอาจเป็นทั้งข้อมูลในอดีต ปัจจุบัน และการคาดการณ์ร่วมกันของตลาดเกี่ยวกับเหตุการณ์ที่มีทีท่าว่าจะเกิดในอนาคต ดังนั้น

เมื่อตลาดทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ และทุกคนมีข่าวสารข้อมูลที่ถูกต้องเท่าเทียมกันแล้ว กระบวนการทำกำไรในตลาดอย่างไม่เป็นธรรม หรือการสร้างผลตอบแทนส่วนเกินปกติ ซึ่งเป็นความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังนั้น ไม่สามารถเกิดขึ้นได้เลย อย่างไรก็ตาม แนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพมิได้ต้องการการสะท้อนของข้อมูลข่าวสารที่สมบูรณ์ แต่เป็นการระบุว่ากลไกการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นจะเริ่มจากการที่ข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นในเชิงสุ่ม และเป็นอิสระจากกันได้เผยแพร่ไปสู่นักลงทุนอย่างรวดเร็ว โดยนักลงทุนจะใช้ข้อมูลข่าวสารนี้ตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในอุปสงค์และอุปทานของหลักทรัพย์อย่างรวดเร็ว ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงตามข้อมูลข่าวสารอย่างรวดเร็วในเชิงสุ่ม

ความมีประสิทธิภาพของตลาดแบ่งออกเป็น 3 ระดับ ขึ้นอยู่กับความสามารถของผู้ลงทุนในการใช้ข่าวสารข้อมูลกลุ่มต่างๆในการลงทุนเพื่อทำกำไรเกินปกติ ซึ่งมีลักษณะดังนี้

ความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak Form Market Efficiency)

ประสิทธิภาพของตลาดในลักษณะนี้อธิบายได้จาก ความสามารถของตลาดที่จะใช้ข่าวสารข้อมูลจากราคาในอดีต เพื่อกำหนดราคาในวันนี้ไปแล้วอย่างครบถ้วน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายในอดีตที่เรียกว่า ข้อมูลตลาด (Market Information) เท่านั้น ด้วยเหตุนี้จึงไม่มีผู้ลงทุนคนใดสามารถใช้ราคาในอดีตเพื่อพยากรณ์ราคาในอนาคตแล้วออกแบบกลยุทธ์การลงทุนให้สามารถสร้างกำไรในระดับสูงเกินปกติได้อย่างต่อเนื่อง โดยราคาที่หมายถึงในที่นี้ ประกอบด้วยราคาของหลักทรัพย์ที่กำลังพิจารณาและอัตราดอกเบี้ยหรือผลตอบแทนเพื่อใช้ในการคิดลดในการเสนอราคาซื้อขายของตราสารหนี้

ความมีประสิทธิภาพในระดับกลาง (Semi – strong Form Market Efficiency)

เป็นสภาวะการทำงานของตลาด ซึ่งราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์นอกจากจะสะท้อนถึงข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายในอดีตแล้ว ยังสะท้อนถึงข้อมูลที่มีการเผยแพร่สู่สาธารณะ (Public Information) อย่างรวดเร็ว ถูกต้องและครบถ้วน ซึ่งข้อมูลสาธารณะนี้ประกอบด้วย สถานะทางการเงินของกิจการ อันดับความน่าเชื่อถือ แถลงการณ์ของกิจการที่มีต่อสาธารณะ การจัดทำแผนงานต่างๆ เช่น แผนควบรวมกิจการ แผนฟื้นฟูกิจการ ตลอดจนการคาดการณ์ในอนาคตเกี่ยวกับกลุ่มธุรกิจและอุตสาหกรรม รวมถึงข้อมูลเศรษฐกิจในระดับมหภาคด้วย โดยความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับกลางแสดงให้เห็นถึงความสามารถของตลาดที่จะ

สะท้อนข้อมูลมากประเภทขึ้นนอกเหนือจากราคาและปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่กำลังพิจารณาอยู่นั่นเอง

ความมีประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong Form Market Efficiency)

ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับนี้แสดงให้เห็นว่า ระดับราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์สามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งในระดับของข้อมูลสาธารณะและข้อมูลวงใน (private information หรือ inside information) ซึ่งข้อมูลกลุ่มนี้เป็นข้อมูลที่ประกอบด้วยข้อมูลซึ่งผู้ลงทุนพึงมีในตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำและกลางรวมกับข้อมูลวงในซึ่งหาได้ยาก ดังนั้น ตลาดจะต้องมีประสิทธิภาพอย่างยิ่งในการกระจายข้อมูลข่าวสาร ทำให้ผู้ลงทุนซึ่งอยู่วงนอกสามารถรับทราบข่าวสารข้อมูลวงในไปได้จากราคาหลักทรัพย์ แต่ทั้งนี้การสะท้อนของข้อมูลวงในจะต้องไม่ได้เกิดมาจากบุคคลวงในใช้ข้อมูลนั้นในทางมิชอบเพื่อซื้อหรือขายหลักทรัพย์ไปก่อนหน้าผู้ลงทุนรายอื่นๆ สำหรับตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูงนี้ จะไม่มีผู้ลงทุนคนใดไม่ว่าจะอยู่วงในหรือภายนอกสามารถทำกำไรส่วนเกินโดยใช้ข้อมูลสาธารณะหรือข้อมูลวงในได้ โดยข้อมูลวงในอาจเป็นข้อมูลที่ยังอยู่ในระหว่างการตัดสินใจโดยทางการหรือผู้บริหาร ข้อมูลที่อยู่ในการพิจารณาถึงความอยู่รอดของบริษัทที่ยังคงอยู่ในระหว่างการพิจารณาและเก็บไว้เป็นความลับ เป็นต้น

กล่าวโดยสรุป การศึกษาประสิทธิภาพของตลาดทุนเป็นการพิจารณาการตอบสนองของตลาดทุนหรือการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ ที่เข้ามาในตลาดทุน เพื่อแสดงให้เห็นว่าข้อมูลข่าวสารที่กระจายอยู่ในตลาดนั้นมีผลต่อการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์หรือไม่ อย่างไร โดยเฉพาะสมมติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับกลาง ซึ่งจะให้ความสำคัญกับข่าวสารข้อมูลทางบัญชีในงบการเงิน

2.2 **แนวคิดการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน** (Fundamental Analysis)

การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานเป็นการวิเคราะห์การลงทุนที่มุ่งประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ในปัจจุบัน โดยพิจารณาถึงผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับและราคาที่จะขายได้ในอนาคต ซึ่งนักลงทุนใช้เป็นเกณฑ์ประกอบการพิจารณาตัดสินใจลงทุน โดยจะซื้อหลักทรัพย์ต่อเมื่อราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้นต่ำกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานที่คำนวณได้ และจะขายเมื่อราคาตลาดของหลักทรัพย์สูงกว่ามูลค่าราคาพื้นฐาน (พรอนงค์ บุษราตระกูล, 2547) ทั้งนี้ การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานจะเกี่ยวข้องกับการประเมินสภาวะแวดล้อมทางเศรษฐกิจโดยทั่วไป เศรษฐกิจโลกที่กระทบต่อประเทศ นโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาล ภาวะอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง ตลาดสินค้าที่แข่งขันอยู่ และการประเมินกิจกรรมและโอกาสของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ตลอดจนรายงาน

ทางการเงินและข้อมูลในแหล่งอื่นๆที่เกี่ยวข้องกับบริษัท (Quirin and Allen, 2000; Bauman, 1996) โดยส่วนประกอบที่สำคัญในการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน ก็คือ การวิเคราะห์งบการเงิน ซึ่งอาศัยงบการเงินทั้งในอดีตและปัจจุบันของบริษัทในการพิจารณาถึงฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงาน เพื่อที่จะประเมินมูลค่าของกิจการจากข้อมูลในงบการเงินเหล่านั้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ มูลค่าของกิจการถูกกำหนดมาจากข้อมูลในงบการเงิน (Ou and Penman, 1989) ซึ่งการวิเคราะห์งบการเงินจะช่วยให้ค้นพบมูลค่าดังกล่าวที่มิได้สะท้อนให้เห็นในราคาหลักทรัพย์โดยตรง มูลค่าเหล่านี้เรียกว่า มูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic values) ซึ่งจะใช้เป็นตัวเปรียบเทียบกับราคาหลักทรัพย์เพื่อระบุว่าหลักทรัพย์นั้นมีมูลค่าสูงเกินไป (Overpriced stocks) หรือมูลค่าต่ำเกินไป (Underpriced stocks) เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ที่เบี่ยงเบนไปนั้นจะค่อยๆ เคลื่อนเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริงในที่สุด ดังนั้น การวิเคราะห์งบการเงินของบริษัท จึงนับว่าเป็นข้อมูลพื้นฐานให้นักวิเคราะห์หลักทรัพย์หรือนักลงทุนใช้เพื่อคาดการณ์แนวโน้มความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทนั้น และทำให้การตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆเป็นไปอย่างมีหลักเกณฑ์และถูกต้องแม่นยำมากขึ้นด้วย

โดยสรุปแล้ว ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2546) ได้กล่าวถึงภาพรวมของแนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานไว้ว่าเป็นแนวคิดที่มุ่งวิเคราะห์ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดราคาหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงจากการลงทุน โดยปัจจัยพื้นฐานต่างๆ ดังกล่าวได้แก่ ปัจจัยด้านภาวะเศรษฐกิจ ภาวะการเมือง ปัจจัยด้านภาวะอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องและปัจจัยที่เกี่ยวกับผลการดำเนินงาน รวมทั้งฐานะทางการเงินของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ดังนั้นวิธีการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานจึงเป็นการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ ภาวะการเมือง ภาวะอุตสาหกรรม และภาวะบริษัท เพื่อนำมาใช้ในการกำหนดมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์

เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบันและภาวะเศรษฐกิจที่คาดไว้จะส่งผลกระทบต่อภาวะตลาดหลักทรัพย์ ภาวะอุตสาหกรรม และส่งผลต่อผลการดำเนินงานและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ ผู้วิเคราะห์หลักทรัพย์จึงจำเป็นต้องพิจารณาดัชนีชี้ภาวะเศรษฐกิจในด้านต่างๆ เช่น ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ดัชนีชี้วัดการบริโภคการลงทุน การผลิต ตลอดจนข้อมูลเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันและที่คาดไว้ในอนาคต นโยบายการเงินและนโยบายการคลัง รวมทั้งนโยบายเศรษฐกิจอื่นๆของรัฐบาลด้วย ส่วนในการวิเคราะห์อุตสาหกรรม ผู้วิเคราะห์หลักทรัพย์ควรพิจารณาวัฏจักรธุรกิจ ประเภทของอุตสาหกรรม วงจรการขยายตัวของอุตสาหกรรม และโครงสร้างการแข่งขันของอุตสาหกรรมควบคู่กันไป หลังจากที่นักลงทุนได้วิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจและอุตสาหกรรม เพื่อศึกษาถึงแนวโน้มตลาดหลักทรัพย์โดยรวม

และประเภทของอุตสาหกรรมที่จะเลือกลงทุนแล้ว ขั้นต่อไปก็จะเป็นการวิเคราะห์บริษัทเพื่อศึกษาถึงบริษัทที่ควรลงทุนและราคาหลักทรัพย์ที่ควรซื้อ โดยที่นักลงทุนควรจะวิเคราะห์ทั้งในเชิงคุณภาพและในเชิงปริมาณ

การวิเคราะห์หลักทรัพย์เป็นการวิเคราะห์ที่ประกอบด้วยขั้นตอนการเก็บรวบรวมข้อมูล การศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูล และการตีความผลที่ได้จากการศึกษาเพื่อนำมาพิจารณากำหนดหลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์ที่จะลงทุน ตามระดับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเพื่อให้ได้มาซึ่งหลักทรัพย์และกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนที่ดีที่สุดที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุด ณ ความเสี่ยงระดับหนึ่ง อย่างไรก็ตาม การกำหนดมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์และการวางรูปแบบของกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนให้ดีที่สุดนั้นขึ้นอยู่กับระดับของความเสี่ยงที่นักลงทุนสามารถยอมรับได้ซึ่งอาจแตกต่างกันออกไป ดังนั้น ผู้วิเคราะห์หลักทรัพย์จำเป็นต้องวิเคราะห์ข้อมูล ตรวจสอบและตัดสินใจให้สอดคล้องกับเป้าหมายการลงทุนที่นักลงทุนตั้งไว้อย่างชัดเจนและสมเหตุสมผล โดยวัตถุประสงค์สุดท้ายของการวิเคราะห์หลักทรัพย์ตามแนวคิดการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ก็คือ การกำหนดมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์เพื่อเปรียบเทียบกับราคาตลาดของหลักทรัพย์เพื่อตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้น ซึ่งสรุปได้ดังนี้

- หากพบว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงที่คำนวณได้ หรือที่เรียกว่าราคาตลาดต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ก็ควรซื้อหลักทรัพย์นั้น เพราะย่อมหมายถึงการจะได้รับอัตราผลตอบแทนในระดับที่สูงกว่าที่นักลงทุนต้องการ

- หากพบว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงที่คำนวณได้ หรือที่เรียกว่าราคาตลาดสูงกว่าที่ควรจะเป็น ก็ไม่ควรซื้อหลักทรัพย์นั้น หรือหากถือหลักทรัพย์นั้นอยู่ก็ควรขายหลักทรัพย์นั้นไป หากนักลงทุนเกิดไปซื้อหลักทรัพย์ที่มีราคาตลาดสูงกว่าที่ควรจะเป็น ย่อมทำให้นักลงทุนจะได้รับอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าระดับอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ

ตามเหตุผลทางทฤษฎีที่ใช้สนับสนุนการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานนั้น มาจากรากฐานแนวความคิดที่ว่า ราคาตลาดของหลักทรัพย์จะปรับตัวเข้าหามูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์นั้น กล่าวคือ เมื่อนักลงทุนพบว่าราคาตลาดต่ำกว่าที่ควรจะเป็นก็ตัดสินใจซื้อ หากนักลงทุนหลายๆคนเห็นเช่นนี้ การซื้อจะเป็นการกระตุ้นให้ราคาตลาดของหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้น จนกระทั่งราคาตลาดเข้าหามูลค่าที่แท้จริงซึ่งเป็นราคาดุลยภาพ อันเป็นราคาที่ทำให้นักลงทุนได้รับอัตราผลตอบแทนเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ในทางกลับกัน หากนักลงทุนพบว่าราคาตลาดพบว่าราคาตลาดสูงกว่าที่ควรจะเป็น ก็ตัดสินใจขาย การขายของนักลงทุนต่างๆเป็นการกระตุ้น

ให้ราคาตลาดของหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง จนกระทั่งราคาตลาดเข้าหามูลค่าที่แท้จริงซึ่งเป็นราคาดุลยภาพ อันเป็นราคาที่ทำให้นักลงทุนได้รับอัตราผลตอบแทนเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการเช่นกัน

ขั้นตอนการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546)

ในการพิจารณาถึงตัวแปรที่ใช้ในการประเมินหามูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ซึ่งมีกระแสเงินสดรับจากการลงทุนและความเสี่ยงเป็นตัวกำหนดนั้น การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานจะเริ่มพิจารณาจากการวิเคราะห์สภาพเศรษฐกิจมายังสภาพอุตสาหกรรมและตลอดถึงผลการดำเนินงานของบริษัท โดยรวบรวมข้อมูลทางเศรษฐกิจ อุตสาหกรรม และของบริษัทมาวิเคราะห์แต่ละส่วนเพื่อนำไปสู่การคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทต่อไป โดยกรอบแนวคิดแสดงขั้นตอนการวิเคราะห์ มีดังนี้

1. การวิเคราะห์เศรษฐกิจโดยทั่วไป (Economic analysis)

การวิเคราะห์เศรษฐกิจมหภาคโดยเน้นการวิเคราะห์และพยากรณ์แนวโน้มภาวะเศรษฐกิจในอนาคต ทั้งแนวโน้มระยะยาวและระยะสั้น ทั้งเศรษฐกิจของประเทศและเศรษฐกิจโลก นอกจากนั้น การวิเคราะห์เศรษฐกิจนี้ยังรวมถึงการวิเคราะห์วัฏจักรธุรกิจรวมทั้งนโยบายเศรษฐกิจของรัฐ เช่น นโยบายการเงิน นโยบายการคลัง นโยบายการค้าระหว่างประเทศว่าจะมีผลกระทบต่อธุรกิจที่ออกหลักทรัพย์มากน้อยเพียงใด

2. การวิเคราะห์อุตสาหกรรม (Industry analysis)

การวิเคราะห์อุตสาหกรรมเน้นการวิเคราะห์วงจรอุตสาหกรรม (Industry life cycle) สภาพการแข่งขันในอุตสาหกรรมตลอดจนอนาคตของอุตสาหกรรมว่าจะมีแนวโน้มเจริญเติบโตอย่างไร ซึ่งขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายอย่างด้วยกัน เช่น นโยบายของรัฐบาลที่จะให้การสนับสนุนหรือเป็นอุปสรรค โครงสร้างการเปลี่ยนแปลงของระบบภาษีของรัฐบาล โครงสร้างของอุตสาหกรรมแต่ละประเภท เป็นต้น

3. การวิเคราะห์บริษัท (Company analysis)

การวิเคราะห์บริษัทเป็นขั้นตอนสุดท้ายของการวิเคราะห์ เน้นการวิเคราะห์ประเภทของบริษัทและประเภทของหลักทรัพย์ โดยวิเคราะห์ทั้งเชิงคุณภาพ (Qualitative

analysis) อันได้แก่ การวิเคราะห์กลยุทธ์การบริหารงานของบริษัท การวิเคราะห์นโยบายผลิตภัณฑ์ ส่วนแบ่งการตลาดของบริษัท โครงการขยายโรงงานของบริษัท เป็นต้น และการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative analysis) อันได้แก่ การวิเคราะห์งบแสดงฐานะการเงินของธุรกิจทั้งในปัจจุบันและอดีต เพื่อนำมาประมาณการกำไรต่อหุ้น และราคาหุ้นในอนาคต เป็นต้น

การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานนับว่าเป็นแนวคิดที่สำคัญสำหรับนักวิเคราะห์ในการจัดทำประมาณการกำไร ดังนั้น การรวบรวมข้อมูลที่อาจส่งผลกระทบต่อประเมินและวิเคราะห์ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทให้ครบถ้วน จึงเป็นสิ่งที่จำเป็นในการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานเพื่อให้ประมาณการกำไรนั้นถูกต้องและเชื่อถือได้มากที่สุด

2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับประเด็นที่ศึกษา: การประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ กำไรในอนาคต และการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

โดยทั่วไปแล้ว นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ต้องอาศัยการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานในการสร้างประมาณการกำไรเพื่อนำมาใช้ในการประเมินมูลค่าของบริษัท ปัจจัยพื้นฐานที่เกี่ยวข้องอาจประกอบไปด้วย ปัจจัยทางเศรษฐกิจ อุตสาหกรรม การแข่งขัน หรือปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวบริษัทเอง ดังนั้น การศึกษาวิจัยที่เชื่อมโยงการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ การพยากรณ์กำไรในอนาคต รวมทั้งการประเมินมูลค่าของบริษัทโดยอาศัยการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานจึงเป็นสิ่งที่น่าสนใจ และเกิดคำถามขึ้นมาว่านักวิเคราะห์ใช้ข้อมูลปัจจัยพื้นฐานใดบ้างในการจัดทำประมาณการกำไร โดยแหล่งข้อมูลสำคัญแหล่งหนึ่งสำหรับนักวิเคราะห์ ก็คือ งบการเงินของบริษัท [1] ซึ่งนำมาพิจารณาคาดการณ์เกี่ยวกับผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของบริษัทนั้นๆ เพื่อประเมินมูลค่าของบริษัทในอนาคต การทบทวนวรรณกรรมในส่วนนี้จึงนำเสนองานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน โดยเฉพาะงานวิจัยที่ใช้ข้อมูลงบการเงินในอดีตในการพยากรณ์กำไรในอนาคตและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เนื่องจากถือว่าการวิเคราะห์งบการเงินเป็นส่วนหนึ่งในการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้วย

---

[1] เนื่องจากมีงานวิจัยในอดีตพบว่า ข้อมูลที่นักวิเคราะห์นำมาใช้ในการประมาณการและเขียนรายงานบทวิเคราะห์หลักทรัพย์นั้น ส่วนใหญ่จะให้ความสำคัญไปที่งบการเงินของบริษัท โดยเฉพาะงบกำไรขาดทุนและหมายเหตุประกอบงบการเงิน (Rogers, Rodney, Grant, Julia ,1997; Horngren, 1978) ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้จึงมุ่งเน้นไปที่งบการเงินของกิจการเป็นหลัก เพราะเป็นแหล่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องโดยตรงกับกิจการ อีกทั้งยังแสดงให้เห็นถึงผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของกิจการในรอบระยะเวลาบัญชีที่ผ่านมา ซึ่งทำให้นักวิเคราะห์สามารถคาดการณ์แนวโน้มผลการดำเนินงานในอนาคตได้ค่อนข้างชัดเจน และยังนำข้อมูลเหล่านี้ไปใช้ในการวิเคราะห์และประเมินมูลค่าของกิจการได้อีกด้วย

เริ่มจากงานวิจัยของ Lev and Thiagarajan (1993) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐาน (fundamental variables) และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยกำหนดตัวแปรปัจจัยพื้นฐาน [2] ขึ้นมาจากการอ้างอิงของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่ใช้ปัจจัยเหล่านี้ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัท รวมถึงการประเมินผลกระทบของปัจจัยเหล่านี้ที่มีต่อความสามารถของกำไรในการอธิบายถึงผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยตัวแปรปัจจัยพื้นฐานทั้งหมด 12 ปัจจัย ประกอบด้วย ปัจจัยสินค้าคงเหลือ ลูกหนี้การค้า รายจ่ายฝ่ายทุน รายจ่ายเพื่อการวิจัยและพัฒนา กำไรขั้นต้น ค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหาร ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ อัตราภาษีที่แท้จริง ปริมาณงานในมือ (order backlog) ประสิทธิภาพของแรงงาน (labor force) การใช้นโยบายสินค้าคงเหลือแบบเข้าหลังออกก่อน (LIFO earnings) และความเห็นของผู้สอบบัญชี ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยพื้นฐาน 8 ปัจจัยจากทั้งหมด 12 ปัจจัยมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ อันประกอบไปด้วย ปัจจัยสินค้าคงเหลือ ลูกหนี้การค้า รายจ่ายฝ่ายทุน กำไรขั้นต้น ค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหาร ปริมาณงานในมือ อัตราภาษีที่แท้จริง การใช้นโยบายสินค้าคงเหลือแบบเข้าหลังออกก่อน ซึ่งผลที่ค้นพบนั้นแสดงให้เห็นว่า ปัจจัยพื้นฐานเหล่านี้มีผลกระทบต่อความสามารถของกำไรในการอธิบายถึงผลตอบแทนเกินปกติได้เพิ่มขึ้นถึง 70% จึงอาจกล่าวได้ว่าข้อมูลที่แฝงอยู่ในปัจจัยพื้นฐานนั้นมีความเกี่ยวข้องในการตัดสินใจ และยังเป็นสิ่งที่อธิบายได้เป็นอย่างดีถึงสาเหตุที่นักวิเคราะห์มักจะหาข้อมูลอื่นนอกเหนือจากข้อมูลกำไรในปัจจุบัน เพื่อที่จะนำมาใช้ประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ให้ถูกต้องแม่นยำมากขึ้น นอกจากนี้ผลการศึกษายังแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ที่เพิ่มมากขึ้นระหว่างปัจจัยพื้นฐานกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์เมื่อถูกกำหนดเงื่อนไขด้วยตัวแปรมหภาค นั่นคือ การเปลี่ยนแปลงในรายได้ประชาชาติที่แท้จริง (Real GNP) และการเปลี่ยนแปลงในดัชนีราคาผู้บริโภค ซึ่งผลจากงานวิจัยแสดงให้เห็นว่าถ้าระดับของปัจจัยมหภาคมีความแตกต่างกัน ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ก็จะแตกต่างกันไปด้วย

---

[2] ปัจจัยพื้นฐานทั้งหมด 12 ปัจจัยนี้ ได้มาจากการสำรวจจากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์และผู้เชี่ยวชาญทางการเงินว่าเป็นประโยชน์ในการประมาณการกำไรของบริษัท โดย Lev and Thiagarajan เรียกวิธีการนี้ว่าวิธีการแบบชี้แนะ (guided search procedure) ซึ่งแตกต่างจากงานวิจัยอื่นๆที่มักใช้วิธีการทางสถิติ (statistical search procedure) ในการกำหนดตัวแปรต่างๆ เช่น งานวิจัยของ Ou and Penman (1989) ที่ใช้หลักการวิเคราะห์งบการเงินที่รวบรวมกลุ่มรายการต่างๆให้เป็นตัววัดสรุปเพียงตัวเดียวที่บ่งชี้ถึงทิศทางการเปลี่ยนแปลงกำไรในปีถัดไป ซึ่งผลการศึกษาก็แสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนทางการเงินที่สร้างมาจากข้อมูลจากงบการเงินในอดีตสามารถประมาณการเปลี่ยนแปลงของกำไรได้

ต่อมา Abarbanell and Bushee (1997) เป็นผู้ริเริ่มการนำปัจจัยพื้นฐานของ Lev and Thiagarajan (1993) มาเชื่อมโยงกับการปรับประมาณการกำไรในอนาคตของนักวิเคราะห์ และการพยากรณ์การเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคต เพื่อตรวจสอบว่าการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลในงบการเงินงวดปัจจุบันจะส่งสัญญาณ (signals) เกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรในงวดถัดมาอย่างไรบ้าง โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานจากงานวิจัยของ Lev and Thiagarajan (1993) เป็นตัวแทนข้อมูลด้านงบการเงินจำนวน 9 ปัจจัย ได้แก่ ปัจจัยสินค้าคงเหลือ ลูกหนี้การค้า รายจ่ายฝ่ายทุน กำไรขั้นต้น ค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหาร อัตราภาษีที่แท้จริง การใช้นโยบายสินค้าคงเหลือแบบเข้าหลังออกก่อน (LIFO) ความเห็นของผู้สอบบัญชี และประสิทธิภาพแรงงาน โดยทดสอบความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม คือ การเปลี่ยนแปลงของกำไรในอีก 1 ปีถัดไป (one-year-ahead changes) การเติบโตของกำไรในระยะยาว (long-term growth in earnings) การปรับประมาณการกำไรในปีถัดไปของนักวิเคราะห์ (one-year-ahead forecast revision) การเติบโตของการปรับประมาณการกำไรในระยะยาว (long-term growth forecast revision) ผลตอบแทนเกินปกติสะสม (cumulative abnormal return) และค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณการกำไรในปีถัดไปของนักวิเคราะห์ (one-year-ahead forecast error) โดยใช้กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทในตลาด NYSE และ AMEX ในช่วงปี ค.ศ. 1983 ถึงปี ค.ศ.1990 จำนวน 4,180 ตัวอย่าง ซึ่งผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยกำไรขั้นต้น อัตราภาษีที่แท้จริง และประสิทธิภาพแรงงานมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีถัดไปและการปรับประมาณการกำไรในปีถัดไปของนักวิเคราะห์ในทิศทางที่คาดไว้อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ปัจจัยสินค้าคงเหลือ และการใช้นโยบายสินค้าคงเหลือแบบเข้าหลังออกก่อนกลับมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีถัดไปเพียงตัวเดียวเท่านั้น ส่วนการเติบโตของกำไรในระยะยาว พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราภาษีที่แท้จริงและประสิทธิภาพแรงงาน ซึ่งแตกต่างจากการเติบโตของการปรับประมาณการกำไรในระยะยาวที่พบว่ามีความสัมพันธ์กับการใช้นโยบายสินค้าคงเหลือแบบเข้าหลังออกก่อนและประสิทธิภาพแรงงานเท่านั้น

นอกจากนี้ยังได้ทำการทดสอบว่าการปรับประมาณการของนักวิเคราะห์จะส่งผ่านข้อมูลที่แฝงอยู่ในปัจจัยพื้นฐานไปสู่ตลาดได้หรือไม่ เพื่อที่จะประเมินความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่มีต่อนักวิเคราะห์ในการสื่อสารข้อมูลที่อยู่ในปัจจัยพื้นฐานต่างๆ ให้นักลงทุนทราบ โดยทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนเกินปกติสะสมกับปัจจัยพื้นฐาน การเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีปัจจุบัน และการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ทั้งระยะสั้นและระยะยาว ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยสินค้าคงเหลือ กำไรขั้นต้น ค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหาร อัตราภาษีที่แท้จริงมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญ

กล่าวโดยสรุปผลการศึกษา Abarbanell and Bushee (1997) ทำให้ได้หลักฐานที่แสดงว่าปัจจัยพื้นฐานเหล่านี้สามารถอธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตและการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ได้ อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาก็ยังแสดงให้เห็นว่าการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ไม่ได้ใช้ข้อมูลที่แฝงอยู่ในปัจจัยพื้นฐานอย่างครบถ้วนสมบูรณ์นัก เนื่องจากการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับปัจจัยพื้นฐานหลายๆ ตัวแต่ไม่ใช่ทุกตัว แสดงให้เห็นว่าการปรับประมาณการของนักวิเคราะห์นั้นล้มเหลวในการพิจารณาถึงความเกี่ยวข้องในการตัดสินใจของปัจจัยพื้นฐานเหล่านี้ ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Stober (1992) [3] ที่พบว่านักวิเคราะห์ไม่ได้รวมข้อมูลทางบัญชีที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจไว้ในการประมาณการกำไรของตนเองอย่างครบถ้วนสมบูรณ์นัก นอกจากนี้ Abarbanell and Bushee ยังได้รวมปัจจัยมหภาค คือ ผลผลิตมวลรวมภายในประเทศ (GDP) อัตราเงินเฟ้อ และลักษณะของอุตสาหกรรม เข้ามาเป็นเงื่อนไขในการทดสอบเหมือนดังงานวิจัยของ (Lev and Thiagarajan 1993) ซึ่งผลที่ได้ให้ข้อสรุปที่คล้ายคลึงกัน

ต่อมาในปี ค.ศ. 1998 Abarbanell and Bushee ได้ศึกษาเกี่ยวกับการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานอีกครั้ง โดยเข้าไปตรวจสอบว่ากลยุทธ์การลงทุนที่ใช้การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานนั้นจะทำให้ได้รับผลตอบแทนเกินปกติหรือไม่ ซึ่งทดสอบโดยการสร้างกลยุทธ์การลงทุนขึ้นมา โดยมีสมมติฐานว่าตลาดตอบสนองต่ำต่อข้อมูลที่สะท้อนมาจากปัจจัยพื้นฐานต่างๆ และได้กำหนดผลตอบแทนเกินปกติจากกลยุทธ์ดังกล่าว ซึ่งกลยุทธ์นี้จะสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ (portfolios) ขึ้นมาในระหว่างปี ค.ศ. 1974-1988 โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานทั้ง 9 ปัจจัยเหมือนเช่นงานวิจัยครั้งก่อนในการทดสอบ ผลที่ได้พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์นี้ทำให้ได้รับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมถึง 13.2% ภายในระยะเวลา 12 เดือน [4] และผลการศึกษายังแสดงให้เห็นว่านักลงทุนไม่สามารถรับข่าวสาร

---

[3] Stober (1992) ได้เปรียบเทียบตัววัด “*Pr* measure” ซึ่งเป็นตัววัดที่ใช้ข้อมูลในงบการเงินตามงานวิจัยของ Ou and Penman (1989) กับความมีคุณค่าของข้อมูลที่อยู่ในประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่า การลงทุนซื้อขายในหลักทรัพย์ที่อิงตาม “*Pr* measure” นั้นทำให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนเกินปกติได้ แม้ว่าการพยากรณ์ด้วย “*Pr* measure” และนักวิเคราะห์นั้นจะไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกันก็ตาม ซึ่งสอดคล้องกับข้อเท็จจริงที่ว่า “*Pr* measure” ได้รวมข้อมูลบางอย่างไว้ซึ่งข้อมูลเหล่านี้มิได้สะท้อนให้เห็นในราคาหลักทรัพย์ หรือในการประมาณการของนักวิเคราะห์ส่วนใหญ่ (consensus forecasts) นั่นเอง

[4] ผลการศึกษาที่ค้นพบว่าผลตอบแทนเกินปกติต่อกลยุทธ์ปัจจัยพื้นฐานมีความเกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีถัดไปนั้นสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ou and Penman (1989a) แต่สิ่งที่แตกต่างจากงานวิจัยของ Ou and Penman คือตัวแปรอธิบายที่เลือกมาใช้ในกลยุทธ์ปัจจัยพื้นฐานนั้นเป็นตัวแปรที่มาจากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยตรง มิใช่ตัววัดค่าโดยรวมที่เป็นอัตราส่วนทางการเงิน

ข้อมูลที่อยู่ในสัญญาณจากปัจจัยพื้นฐานเหล่านี้ได้อย่างครบถ้วนเช่นเดียวกับนักวิเคราะห์นั่นเอง จากผลการศึกษา Abarbanell and Bushee (1998) ทั้งหมดสรุปได้ว่า กลยุทธ์การลงทุนที่ทำให้ได้รับผลตอบแทนเกินปกตินั้นจะขึ้นอยู่กับความสามารถของปัจจัยพื้นฐานในการประมาณการกำไร โดยกลยุทธ์ที่ใช้นี้ตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่าปัจจัยพื้นฐานมีความสัมพันธ์กับกำไรในอนาคตในทิศทางที่ตรงกันข้าม ซึ่งพบว่ากลยุทธ์การลงทุนที่อ้างอิงการใช้ข้อมูลจากปัจจัยพื้นฐานต่างๆ นั้นจะทำให้ได้รับผลตอบแทนเกินปกติอย่างมีนัยสำคัญ อีกทั้งยังให้หลักฐานเพิ่มเติมที่สนับสนุนว่านักวิเคราะห์ล้มเหลวในการใช้ข้อมูลทางการบัญชีในการสร้างประมาณการของตนเองด้วย

Dowen (2001) ก็เป็นอีกผู้หนึ่งที่นำปัจจัยพื้นฐานจากงานวิจัยของ Lev and Thiagarajan (1993) มาศึกษาเพื่อขยายความเข้าใจในความสัมพันธ์ของกำไรในอดีตและข้อมูลทางการบัญชีอื่นๆ กับกำไรในอนาคต การปรับประมาณการกำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ และความคลาดเคลื่อนในการประมาณการของนักวิเคราะห์ รวมทั้งศึกษาในกรณีที่กำหนดเงื่อนไขด้วยนโยบายการเงิน (Monetary policy) จาก Federal Reserve Banks (FED) ผ่านการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (discount rate changes) โดยตัวแปรที่นำมาใช้ในการทดสอบนอกเหนือจากตัวแปรทางด้านปัจจัยพื้นฐานของ Lev and Thiagarajan (1993)[5] แล้วยังมีตัวแปรทางที่เป็นสัญญาณจากตลาด ซึ่งประกอบด้วย มูลค่าตลาด (market value size) อัตราเงินปันผลตอบแทน (dividend yield) และอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด (book to market ratio) รวมทั้งตัวแปรมหภาคซึ่งประกอบด้วย ทิศทางของนโยบายการเงินจาก FED การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และ อัตราเงินเฟ้อ เพื่อศึกษาว่า กำไร ปัจจัยทางบัญชีและปัจจัยทางตลาดที่มีความเกี่ยวข้องกับกำไรในอนาคตนั้นถูกกำหนดเงื่อนไขด้วยนโยบายการเงินจาก FED หรือไม่ รวมทั้งทดสอบความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีต่อกำไรในอนาคต การประมาณการกำไรในอนาคตของนักวิเคราะห์ และความคลาดเคลื่อนในการประมาณการกำไรว่าจะแตกต่างกันเมื่ออยู่บนทิศทางของนโยบายการเงินจาก FED หรือไม่[6] โดยใช้การทดสอบทางสถิติด้วย Multiple regression และ Mann-Whitney-Wilcoxon

---

[5] ปัจจัยพื้นฐานของ Lev and Thiagarajan (1993) ที่นำมาใช้ในงานวิจัยของ Dowen J. R. (2001) นั้นประกอบด้วย 7 ปัจจัย ได้แก่ ปัจจัยสินค้าคงเหลือ ลูกหนี้การค้า รายจ่ายฝ่ายทุน กำไรขั้นต้น ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร อัตราภาษีที่แท้จริง และคุณภาพกำไรที่วัดด้วย LIFO

[6] การทดสอบนี้เพื่ออธิบายว่าผลกระทบของนโยบายการเงินจาก FED จะแตกต่างจากผลกระทบของภาวะเงินเฟ้อและการเติบโตทางเศรษฐกิจตามที่ Lev and Thiagarajan (1993) และ Abarbanell and Bushee (1997) ได้ทำการวิจัยไว้หรือไม่ อย่างไร

ผลการศึกษาที่ได้พบว่า ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับกำไรในอนาคตและการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ คือ ปัจจัยสินค้าคงเหลือ รายจ่ายฝ่ายทุน และอัตราภาษีที่แท้จริง ในขณะที่ปัจจัยทางด้านแรงงานและอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตเพียงอย่างเดียว ส่วนปัจจัยค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารก็พบว่ามีความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์เท่านั้นนอกจากนี้การทดสอบยังแสดงให้เห็นว่า ความถูกต้องของประมาณการของนักวิเคราะห์ (analyst forecast accuracy) จะแตกต่างกันเมื่ออยู่บนฐานของนโยบายการเงิน หากแต่ความแตกต่างนี้มิได้ถูกผลักดันมาจากการตีความหมายที่แตกต่างกันของสัญญาณจากปัจจัยพื้นฐานต่างๆ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือนักวิเคราะห์ไม่ได้เปลี่ยนแปลงการตีความหมายของสัญญาณจากปัจจัยพื้นฐานที่อยู่บนเงื่อนไขของนโยบายการเงินแต่อย่างใด ซึ่งหมายความว่านักวิเคราะห์ยังคงตีความหมายของสัญญาณเหล่านี้ในลักษณะที่สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรที่แท้จริงไม่ว่านโยบายการเงินจะเป็นอย่างไรก็ตาม โดยภาพรวมผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่านโยบายการเงินมีความเกี่ยวข้องโดยตรงกับกำไร และความคลาดเคลื่อนในการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ แต่กลับไม่มีความสัมพันธ์กับการตีความสัญญาณของนักวิเคราะห์

ส่วนงานวิจัยของ Swanson, Rees and Juarez-Valdes (2003) ได้ศึกษาเปรียบเทียบการใช้ปัจจัยพื้นฐานในการอธิบายถึงผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เมื่ออยู่ในช่วงระยะเวลาที่มีการลดค่าเงินและไม่มีการลดค่าเงินว่าจะแตกต่างกันหรือไม่ อย่างไร โดยศึกษาความสามารถในการอธิบายของปัจจัยพื้นฐานในประเทศเม็กซิโกหลังเกิดปรากฏการณ์ลดค่าเงินเปโซในปี ค.ศ.1994 เนื่องจากการเกิดปัญหาทางเศรษฐกิจย่อมทำให้ข้อมูลกำไรปีปัจจุบันของบริษัทไม่สามารถนำมาคาดการณ์กำไรในอนาคตได้ หรือกล่าวคือ ภายใต้สภาวะทางเศรษฐกิจเช่นนี้ ความเกี่ยวข้องในการตัดสินใจของกำไรได้สูญเสียไป และนักลงทุนจะหันไปใช้ข้อมูลอื่นๆในการตัดสินใจแทนข้อมูลกำไร ดังนั้น จุดประสงค์ในการวิจัยจึงต้องการตรวจสอบว่าข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่ปรากฏอยู่ในงบการเงิน (ซึ่งก็คือ ปัจจัยพื้นฐานด้านงบการเงิน) ยังคงมีความสามารถในการอธิบายถึงกำไรและกระแสเงินสดในอนาคตหลังจากมีการประกาศลดค่าเงินเปโซในปี ค.ศ. 1994 ได้หรือไม่ รวมทั้งตรวจสอบว่านักวิเคราะห์จะสามารถรวบรวมข้อมูลเหล่านี้ไว้ในการประมาณการของตนได้หรือไม่ โดยประยุกต์วิธีการวิจัยของ Abarbanell and Bushee (1997) ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคต การปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ และความคลาดเคลื่อนในการประมาณการของนักวิเคราะห์ จากตัวอย่างบริษัทใน The Mexican Stock Exchange ช่วงระหว่างปี ค.ศ. 1992-1998 โดยปัจจัยพื้นฐานที่ใช้ในการทดสอบนั้นเป็นปัจจัยพื้นฐานที่พบว่ามี

นัยสำคัญทางสถิติจากงานวิจัยของ Lev and Thiagarajan (1993) ทั้งหมด 5 ปัจจัย ได้แก่ ปัจจัยสินค้าคงเหลือ ลูกหนี้การค้า กำไรขั้นต้น ค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหาร และอัตราภาษีเงินได้ รวมทั้งเพิ่มปัจจัยต้นทุนกู้ยืม (borrowing cost) เข้ามาในตัวแบบ เนื่องจากบริษัทในประเทศเม็กซิโกต้องประสบปัญหาความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยค่อนข้างมาก

ผลการศึกษาจากงานวิจัยของ Swanson, Rees and Juarez-Valdes (2003) พบว่าในระหว่างปีที่ไม่ได้มีการลดค่าเงิน กำไรยังคงมีความสามารถในการอธิบาย (value relevance) และเมื่อรวมปัจจัยพื้นฐานเข้าไปในตัวแบบการวิเคราะห์ด้วยพบว่ามีความสามารถในการอธิบายเพิ่มขึ้นจากเดิม ตรงกันข้ามกับปีค.ศ.1994ที่มีการลดค่าเงินพบว่ากำไรไม่มีความสามารถในการอธิบายแต่อย่างใด แต่เมื่อรวมปัจจัยพื้นฐานเข้าไปในการวิเคราะห์ร่วมกับกำไรแล้วกลับพบว่ายังมีความสามารถในการอธิบายอยู่ซึ่งพิจารณาได้จากค่า R^2 = 25% โดยปัจจัยพื้นฐานที่มีนัยสำคัญคือ ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร นอกจากนี้จากผลการศึกษาก็ยังพบว่าปัจจัยพื้นฐานที่คำนวณจากงบการเงินหลังปีค.ศ.1994 สามารถใช้ในการพยากรณ์การเปลี่ยนแปลงกำไรในปีถัดไป การปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ และความคลาดเคลื่อนในการประมาณการของนักวิเคราะห์ได้จึงอาจสรุปได้ว่า ปัจจัยพื้นฐานเหล่านี้มีประโยชน์ในการพยากรณ์ถึงกำไรในอนาคต และนักวิเคราะห์ใช้ปัจจัยเหล่านี้ในการปรับประมาณการกำไร หากแต่การปรับประมาณการนี้มิได้สะท้อนข้อมูลทุกอย่างที่เกี่ยวกับกำไรในอนาคตอย่างเต็มที่ ซึ่งปัจจัยที่มีนัยสำคัญในการวิเคราะห์ในทุก ๆ ความสัมพันธ์ก็คือ ปัจจัยค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหาร และปัจจัยกำไรขั้นต้นนั่นเอง

สำหรับงานวิจัยในประเทศไทยนั้น Sunti and Pornanong (1998) ศึกษาการใช้ประโยชน์จากข้อมูลทางบัญชีในการประมาณกำไรที่ไม่คาดหวังและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ รวมทั้งการใช้กลยุทธ์การลงทุนจากข้อมูลทางบัญชีนี้เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนเกินปกติ โดยประยุกต์กรอบแนวคิดของ Ou and Penman (1989) มาใช้ในการศึกษา แต่ได้เลือกตัวแปรข้อมูลทางบัญชีมาใช้แค่ 48 ตัวแปรเท่านั้น อาทิ อัตราส่วนกำไรขั้นต้น อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน อัตราเงินทุนหมุนเวียน อัตราเงินปันผลตอบแทน อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนสินทรัพย์คล่องตัว อัตราหมุนเวียนของลูกหนี้ จำนวนวันที่รับชำระหนี้ อัตราหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ อัตราหมุนเวียนของเจ้าหนี้ เป็นต้น ผลการศึกษาจากตัวอย่างบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี ค.ศ. 1980 -1991 พบว่าข้อมูลทางบัญชีเหล่านี้สามารถนำไปประมาณกำไรที่ไม่คาดหวังและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ ในขณะที่กลุ่มหลักทรัพย์ที่ใช้กลยุทธ์การลงทุนจาก

ข้อมูลทางบัญชีกลับไม่ได้รับผลตอบแทนเกินปกติอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าตลาดไม่อาจสะท้อนข้อมูลทางบัญชีเหล่านี้ได้เนื่องจากมีปัญหาในเรื่องคุณภาพของข้อมูล หรืออีกเหตุผลหนึ่งคือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง (semi-strong form) จึงทำให้การใช้ข้อมูลสาธารณะ เช่น งบการเงินของกิจการ ไม่สามารถทำให้ได้รับผลตอบแทนเกินปกติขึ้นได้

อาภรณ์ ชิ้นฮะง้อ (2548) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานกับผลตอบแทนเกินปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้า สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2541 - 2546 โดยประยุกต์ปัจจัยพื้นฐานของ Lev and Thiagarajan (1993), Piotroski (2000) และ Mohanram (2003) ซึ่งประกอบไปด้วย อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ อัตราการเปลี่ยนแปลงลูกหนี้การค้า อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร รายจ่ายฝ่ายทุน การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น และการเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ เป็นปัจจัยที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า การใช้ปัจจัยพื้นฐานในการวิเคราะห์สามารถบ่งบอกถึงผลตอบแทนเกินปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้าได้ โดยพบว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย และอัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนเกินปกติ และการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้าอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Swanson, Rees and Juarez-Valdes (2003) ส่วนการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น และการเปลี่ยนแปลงอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์นั้นกลับมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้าอย่างมีนัยสำคัญเพียงตัวเดียวเท่านั้น โดยสรุป ผลการศึกษาอาจกล่าวได้ว่าการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของข้อมูลในงบการเงินสามารถเป็นแนวทางสำหรับผู้ใช้งบการเงิน นักลงทุน และนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในการประเมินถึงการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตและผลตอบแทนเกินปกติสะสมได้ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ข้อมูลในงบการเงินเป็นข้อมูลหนึ่งที่สำคัญต่อนักวิเคราะห์รวมถึงนักลงทุนในการประมาณผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ พรดาว ภัททกวงศ์ (2546) ที่ศึกษาการให้ความสำคัญต่อการเปิดเผยข้อมูลในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ในมุมมองของนักวิเคราะห์การเงิน พบว่าข้อมูล ที่เกี่ยวกับผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินที่แสดงอยู่ในรายงานทางการเงินของกิจการนั้นได้รับความสำคัญสูงสุดในมุมมองของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์และนักวิเคราะห์สินเชื่อ

ตารางที่ 1 สรุปงานวิจัยในอดีตที่สำคัญ

ผู้วิจัย/ประเด็นการศึกษา	ระเบียบวิธีวิจัย/ ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	ผลการวิจัย
Lev and Thiagarajan (1993) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐาน และผลตอบแทนของหลักทรัพย์	Multiple Regression **ตัวแปรตาม** ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ **ตัวแปรอิสระ** ปัจจัยสินค้าคงเหลือ ลูกหนี้การค้า รายจ่ายฝ่ายทุน รายจ่ายเพื่อการวิจัยและพัฒนา กำไรขั้นต้น ค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหาร ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ อัตราภาษีที่แท้จริง (Effective tax) ปริมาณงานในมือ (Order backlog) ประสิทธิภาพแรงงาน (Labor force) วิธีคำนวณสินค้าคงเหลือแบบเข้าหลังออกก่อน (LIFO earnings) และความเห็นของผู้สอบบัญชี	▪ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับปัจจัยสินค้าคงเหลือ ลูกหนี้การค้า รายจ่ายฝ่ายทุน กำไรขั้นต้น ค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหาร ปริมาณงานในมือ อัตราภาษีที่แท้จริง และวิธีคำนวณสินค้าคงเหลือแบบเข้าหลังออกก่อน
Abarbanell and Bushee (1997) ศึกษาการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยพื้นฐานกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตและการปรับประมาณการกำไรในอนาคตของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์	Multiple Regression **ตัวแปรตาม** ▪ ผลตอบแทนเกินปกติสะสม ▪ การเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคต ▪ การปรับประมาณการกำไรในปีถัดไปของนักวิเคราะห์ **ตัวแปรอิสระ** ▪ ปัจจัยสินค้าคงเหลือ ลูกหนี้การค้า รายจ่ายฝ่ายทุน กำไรขั้นต้น ค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหาร อัตราภาษีที่แท้จริง วิธีคำนวณสินค้าคงเหลือแบบเข้าหลังออกก่อน ความเห็นของผู้สอบบัญชี และประสิทธิภาพแรงงาน	▪ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินสามารถอธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตและการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ได้ ▪ ปัจจัยที่มีนัยสำคัญคือ ปัจจัยสินค้าคงเหลือ กำไรขั้นต้น อัตราภาษีที่แท้จริง วิธีคำนวณสินค้าคงเหลือแบบเข้าหลังออกก่อน และประสิทธิภาพแรงงาน

ตารางที่ 1 สรุปงานวิจัยในอดีตที่สำคัญ

ผู้วิจัย/ประเด็นการศึกษา	ระเบียบวิธีวิจัย/ ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	ผลการวิจัย
Dowen J. R. (2001) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานกับการเปลี่ยนแปลงของกำไร การปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ และความคลาดเคลื่อนในการประมาณการของนักวิเคราะห์โดยกำหนดเงื่อนไขอยู่บนฐานของนโยบายการเงิน	Multiple Regression Mann-Whitney-Wilcoxon test **ตัวแปรตาม** ▪ การเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคต ▪ การปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ▪ ความคลาดเคลื่อนในการประมาณการของนักวิเคราะห์ **ตัวแปรอิสระ** *ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน* ▪ ปัจจัยสินค้าคงเหลือ ลูกหนี้การค้า รายจ่ายฝ่ายทุน กำไรขั้นต้น ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร อัตราภาษีที่แท้จริง และคุณภาพกำไรที่วัดด้วย LIFO *ปัจจัยทางตลาด* ▪ มูลค่าตลาด อัตราเงินปันผลตอบแทน และอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด *ปัจจัยทางมหภาค* ▪ ทิศทางของนโยบายการเงินจาก FED การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และอัตราเงินเฟ้อ	▪ ปัจจัยสินค้าคงเหลือ รายจ่ายฝ่ายทุน และอัตราภาษีที่แท้จริง มีความสัมพันธ์กับกำไรในอนาคตและการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ▪ ปัจจัยทางด้านแรงงานและอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตเพียงอย่างเดียว ▪ ปัจจัยค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารมีความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์เท่านั้น

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 1 สรุปงานวิจัยในอดีตที่สำคัญ

ผู้วิจัย/ประเด็นการศึกษา	ระเบียบวิธีวิจัย/ ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	ผลการวิจัย
Abarbanell and Bushee (1998) ศึกษาว่ากลยุทธ์การลงทุนที่ใช้การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานนั้นจะทำให้ได้รับผลตอบแทนเกินปกติหรือไม่	Multiple Regression **ตัวแปรตาม** ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ **ตัวแปรอิสระ** ▪ ปัจจัยสินค้าคงเหลือ ลูกหนี้การค้า รายจ่ายฝ่ายทุน กำไรขั้นต้น ค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหาร อัตราภาษีที่แท้จริง วิธีคำนวณสินค้าคงเหลือแบบเข้าหลังออกก่อน ความเห็นของผู้สอบบัญชี และประสิทธิภาพแรงงาน	▪ กลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นมาจากกลยุทธ์ที่ใช้การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานจะทำให้ได้รับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมถึง 13.2% ▪ ผลตอบแทนเกินปกติต่อกลยุทธ์ปัจจัยพื้นฐานมีความเกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีถัดไป ▪ นักวิเคราะห์ล้มเหลวในการใช้ข้อมูลทางการบัญชีในการสร้างประมาณการของตนเอง
Swanson, Rees and Juarez-Valdes (2003) ศึกษาความสามารถของปัจจัยพื้นฐานในการอธิบายถึงกำไรในอนาคตและการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ โดยเปรียบเทียบช่วงเวลาเมื่อเกิดปรากฏการณ์ลดค่าเงิน (currency devaluation) ในประเทศเม็กซิโก	Multiple Regression **ตัวแปรตาม** ▪ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ▪ การเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีถัดไป ▪ การปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ **ตัวแปรอิสระ** ▪ ปัจจัยสินค้าคงเหลือ ลูกหนี้การค้า กำไรขั้นต้น ค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหาร อัตราภาษีเงินได้ และต้นทุนกู้ยืม	▪ การนำปัจจัยพื้นฐานมาร่วมวิเคราะห์กับกำไร จะทำให้มีความสามารถในการอธิบายเพิ่มขึ้น ▪ ปัจจัยพื้นฐานที่มีนัยสำคัญคือปัจจัยกำไรขั้นต้น และปัจจัยค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหาร ▪ ปัจจัยพื้นฐานมีประโยชน์ในการพยากรณ์ถึงกำไรในอนาคตและนักวิเคราะห์ใช้ปัจจัยเหล่านี้ในการปรับประมาณการกำไรของตน

ตารางที่ 1 สรุปงานวิจัยในอดีตที่สำคัญ

ผู้วิจัย/ประเด็นการศึกษา	ระเบียบวิธีวิจัย/ ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	ผลการวิจัย
Sunti and Pornanong (1998) ศึกษาการใช้ประโยชน์จากข้อมูลทางบัญชีในการประมาณกำไรที่ไม่คาดหวังและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ รวมทั้งการใช้กลยุทธ์การลงทุนจากข้อมูลทางบัญชีนี้เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนเกินปกติ	Logit Regression OLS Regression **ตัวแปรตาม** ▪ ความน่าจะเป็นของการเพิ่มขึ้นของกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ▪ กำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ▪ Market adjusted retutn (MARs) **ตัวแปรอิสระ** ▪ ประยุกต์ข้อมูลทางบัญชีของ Ou and Penman (1989) เท่านั้น อาทิ อัตราส่วนกำไรขั้นต้น อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน อัตราเงินทุนหมุนเวียน อัตราเงินปันผลตอบแทน อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนสินทรัพย์คล่องตัว อัตราหมุนเวียนของลูกหนี้ จำนวนวันที่รับชำระหนี้ อัตราหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ อัตราหมุนเวียนของเจ้าหนี้ ระยะเวลาในการเรียกเก็บชำระหนี้ ระยะเวลาชำระหนี้ มูลค่าตามบัญชีกำไรต่อหุ้น อัตราราคาต่อกำไร เป็นต้น รวมถึงการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนต่างๆที่กล่าวมาข้างต้นด้วย	▪ ข้อมูลทางบัญชีเหล่านี้สามารถนำไปประมาณกำไรที่ไม่คาดหวังและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ ▪ ในขณะที่กลุ่มหลักทรัพย์ที่ใช้กลยุทธ์การลงทุนจากข้อมูลทางบัญชีกลับไม่ได้รับผลตอบแทนเกินปกติอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าตลาดไม่อาจสะท้อนข้อมูลทางบัญชีเหล่านี้ได้เนื่องจากมีปัญหาในเรื่องคุณภาพของข้อมูล หรืออีกเหตุผลหนึ่งคือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง (semi-strong form) จึงทำให้การใช้ข้อมูลสาธารณะ เช่น งบการเงินของกิจการ ไม่สามารถทำให้ได้รับผลตอบแทนเกินปกติขึ้นได้

ตารางที่ 1 สรุปงานวิจัยในอดีตที่สำคัญ

ผู้วิจัย/ประเด็นการศึกษา	ระเบียบวิธีวิจัย/ ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	ผลการวิจัย
อาภรณ์ ชิ้นฮะง้อ (2548) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนเกินปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้า	Multiple Regression **ตัวแปรตาม** ▪ ผลตอบแทนเกินปกติสะสม ▪ การเปลี่ยนแปลงของกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า **ตัวแปรอิสระ** ▪ อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ อัตราการเปลี่ยนแปลงลูกหนี้การค้า อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร รายจ่ายฝ่ายทุน การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น และการเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์	▪ การใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในการวิเคราะห์สามารถบ่งบอกถึงผลตอบแทนเกินปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้าได้ ▪ พบว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย และอัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนเกินปกติ และการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้าอย่างมีนัยสำคัญ ▪ การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น และการเปลี่ยนแปลงอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์นั้นกลับมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้าอย่างมีนัยสำคัญเพียงตัวเดียว

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีตตามที่สรุปไว้ในตารางที่ 1 นั้น ผลการศึกษาได้แสดงให้เห็นถึงความสามารถของปัจจัยพื้นฐานในการพยากรณ์ถึงกำไรในอนาคต หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ปัจจัยพื้นฐานมีความสัมพันธ์กับกำไรในอนาคตของกิจการ ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงของปัจจัยพื้นฐานต่างๆ สามารถนำมาใช้ในการพยากรณ์การเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตของกิจการได้ และเนื่องจากปัจจัยพื้นฐานเหล่านี้เป็นข้อมูลข่าวสารอื่นๆ ที่มิใช่ข้อมูลกำไร จึงนับว่าเป็นสาเหตุหนึ่งที่สนับสนุนว่านักวิเคราะห์จำเป็นต้องใช้ข้อมูลอื่นๆ ที่นอกเหนือรายการกำไรเพื่อใช้จัดทำประมาณการกำไรให้ถูกต้องแม่นยำมากขึ้น การเปลี่ยนแปลงของปัจจัยพื้นฐานต่างๆ จึงอาจส่งผลกระทบต่อการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

การทบทวนวรรณกรรมตามที่กล่าวมาข้างต้นนั้น ส่วนใหญ่เป็นการศึกษาในตลาดทุนของประเทศที่พัฒนาแล้ว เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา เป็นต้น แต่การศึกษาในตลาดทุนเกิดใหม่ (Emerging market) ยังมีไม่มากนัก โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็ถือว่าเป็นตลาดทุนเกิดใหม่แห่งหนึ่ง การศึกษาเกี่ยวกับการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ยังมีน้อย เนื่องจากข้อจำกัดในเรื่องแหล่งข้อมูลประมาณการของนักวิเคราะห์ที่ค่อนข้างหายากและไม่แพร่หลาย จึงเป็นมูลเหตุสำคัญที่จูงใจในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์เพื่อเป็นแนวความคิดเบื้องต้นในการทำความเข้าใจเกี่ยวกับการประมาณการของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ และเป็นแนวทางในการศึกษาเกี่ยวกับนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในประเด็นอื่นๆต่อไปในอนาคต อีกทั้งเพื่อเป็นการเปรียบเทียบกับผลการศึกษาที่ทำในต่างประเทศด้วย

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 3
วิธีดำเนินการวิจัย

งานวิจัยครั้งนี้มุ่งศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยด้านงบการเงินกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์สำหรับกรณีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยวิธีดำเนินการวิจัยในบทนี้จะกล่าวถึงสามส่วนหลักๆ คือ ส่วนแรกจะเกี่ยวข้องกับข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา อันได้แก่ ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการทดสอบ การเก็บรวบรวมข้อมูล ขอบเขตและข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย ส่วนที่สองเป็นการพัฒนาสมมติฐาน วิธีการศึกษาและแบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย ส่วนสุดท้ายจะกล่าวถึงแนวทางที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยบริษัทที่คัดเลือกมาเป็นกลุ่มตัวอย่างนั้นจะใช้วิธีการเลือกตัวอย่างแบบเฉพาะเจาะจง (Purposive sampling) ซึ่งเป็นการเลือกตัวอย่างที่มีข้อมูลที่ต้องการศึกษา นั่นคือ บริษัทที่คัดเลือกมาเป็นตัวอย่างจะต้องเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบด้วย กลุ่มธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันชีวิต ประกันภัย ไม่นำมารวมในกลุ่มตัวอย่าง เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมเหล่านี้มีโครงสร้างธุรกิจและการรับรู้รายการต่างๆ แตกต่างจากบริษัทในธุรกิจอื่น จึงไม่อาจเปรียบเทียบกับกลุ่มตัวอย่างในอุตสาหกรรมอื่นได้ นอกจากนี้บริษัทที่เลือกมาเป็นตัวอย่างในการทดสอบจำเป็นต้องมีข้อมูลประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์อย่างครบถ้วนสมบูรณ์ในช่วงที่ศึกษา เนื่องจากนักวิเคราะห์จะจัดทำประมาณการกำไรเพียงบางบริษัทเท่านั้น มิได้จัดทำประมาณการกำไรสำหรับทุกบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น ตัวอย่างที่นำมาศึกษาต้องมีข้อมูลที่จำเป็นในการทดสอบอย่างครบถ้วน นั่นคือ ข้อมูลประมาณการกำไรในปีปัจจุบันและปีถัดไป และข้อมูลทางการบัญชีเพื่อใช้ในการคำนวณปัจจัยพื้นฐานต่างๆ โดยได้ศึกษารวมทั้งสิ้น 318 ตัวอย่าง และศึกษาในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2545 ถึงปี พ.ศ. 2549 ทั้งนี้ สำหรับรายละเอียดของกลุ่มตัวอย่างจะกล่าวไว้ในข้อ 4.1.1 ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างซึ่งแสดงอยู่ในบทถัดไป

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) ซึ่งได้มาจากสองแหล่ง คือ

3.2.1 ข้อมูลทางด้านการเงิน รวบรวมจากงบการเงิน หรือ แบบแสดงรายการประจำปี (56-1) ของบริษัทที่เปิดเผยอยู่ในฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART)

3.2.2 ข้อมูลการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ซึ่งใช้การประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ส่วนใหญ่ (consensus forecast) จากฐานข้อมูลของ Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S)

3.3 ขอบเขตและข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย

3.3.1 ข้อมูลทางการบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะศึกษาในช่วงระหว่างปีพ.ศ. 2544 ถึงปี พ.ศ. 2549 โดยข้อมูลในปี พ.ศ. 2544 ใช้เพื่อคำนวณการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรเท่านั้น ผลการศึกษาแสดงตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 เป็นต้นไปทั้งนี้ ข้อมูลทางการเงินจะใช้ข้อมูลจากงบการเงินประจำปีของบริษัท เพื่อให้สอดคล้องกับข้อมูลประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ที่มีการประมาณกำไรของบริษัทเป็นรายปีเช่นกัน

3.3.2 ข้อมูลการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ เนื่องจากมีข้อมูลการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์เผยแพร่ออกมาจำนวนมาก อีกทั้งนักวิเคราะห์แต่ละคนอาจมีมาตรฐานการปฏิบัติที่แตกต่างกัน การนำข้อมูลประมาณการของนักวิเคราะห์แต่ละคนมาใช้ทั้งหมดกระทำได้ยากและไม่ค่อยเหมาะสมนัก ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้จึงใช้ mean consensus forecast [7] หรือการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ส่วนใหญ่ที่คำนวณด้วยค่าเฉลี่ยของประมาณการกำไรเป็น

---

[7] consensus forecast เป็นการรวม individual forecasts (การประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์รายบุคคล) เข้าด้วยกันให้เป็นเครื่องมือการวัดค่าที่สรุปออกมาเป็นค่าเดียว เพื่อเป็นตัวแทนความคาดหวังของตลาดในภาพรวม โดยอาจคำนวณออกมาในรูปแบบของค่าเฉลี่ย (Mean) หรือ ค่ามัธยฐาน (Median) ก็ได้ (Wieland, 2005) ประโยชน์ของ consensus forecast มีหลายประการ เช่น ช่วยให้นักวิเคราะห์ปรับปรุงความถูกต้องของข้อมูลประมาณการให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น รวมถึงทำให้นักลงทุนใช้ข้อมูลประมาณการในการตัดสินใจลงทุนให้ดีขึ้นด้วย (Conroy and Harris,1987) นอกจากนี้ consensus forecast จะช่วยลดความผิดพลาดในการประมาณการที่เกิดขึ้นจากลักษณะเฉพาะของนักวิเคราะห์รายบุคคลได้ เพราะความผิดพลาดที่เกิดขึ้นนั้นจะหักล้างกันไปเมื่อมีการคำนวณรวมกันนั่นเอง (O'Brien, 1988)

ตัวแทนในการทดสอบ โดยแหล่งข้อมูลประมาณการกำไรนี้นำมาจากฐานข้อมูล Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S)[8] ซึ่ง I/B/E/S เป็นสมาคมที่จัดตั้งขึ้นเพื่อเก็บข้อมูลประมาณการต่างๆหลายประเภท รวมทั้งข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับนักวิเคราะห์ เช่น การประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ จำนวนนักวิเคราะห์ที่จัดทำประมาณการสำหรับบริษัทนั้นๆ ช่วงเวลาที่ใช้ประมาณการ เป็นต้น ทั้งนี้ การประมาณการกำไรดังกล่าวจะเป็นประมาณการกำไรที่นักวิเคราะห์จัดทำขึ้นสำหรับปีปัจจุบันและปีถัดไปเท่านั้น ไม่รวมประมาณการกำไรรายไตรมาส เนื่องจากข้อมูลส่วนนี้สำหรับประเทศไทยยังไม่มีการเก็บรวบรวมอย่างสมบูรณ์ จึงไม่อาจนำมาใช้ในการทดสอบได้

3.4 การพัฒนาสมมติฐาน

จากงานวิจัยในอดีตที่ศึกษาถึงความสามารถของปัจจัยพื้นฐานในการพยากรณ์ข้อมูลในอนาคตพบว่า ปัจจัยพื้นฐานมีความสามารถในการอธิบายถึงกำไรของกิจการ (Lev and Thiagarajan, 1993; Abarbanell and Bushee, 1997) สนับสนุนคำกล่าวที่ว่าปัจจัยพื้นฐานส่วนใหญ่มีความเกี่ยวข้องในการตัดสินใจและมีคุณค่าต่อผู้ที่มีส่วนร่วมในตลาด เนื่องจากข้อมูลข่าวสารที่แฝงอยู่ในปัจจัยพื้นฐานจะส่งสัญญาณให้ทราบถึงผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ โดยอาจจะเป็นข่าวดีซึ่งหมายถึงกำไรในอนาคตของกิจการมีแนวโน้มจะเพิ่มสูงขึ้น หรืออาจจะเป็นข่าวร้ายซึ่งหมายถึงกำไรในอนาคตของกิจการมีแนวโน้มจะลดต่ำลง ซึ่งแสดงให้เห็นว่าปัจจัยเหล่านี้ย่อมส่งผลกระทบต่อการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ดังนั้น วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงมุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ โดยเฉพาะปัจจัยด้านงบการเงินซึ่งเป็นตัวแปรที่สนใจศึกษาในครั้งนี้ เพื่อตรวจสอบว่ามีปัจจัยตัวใดบ้างที่มีผลกระทบต่อการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ โดยสมมติฐานของงานวิจัย คือ

H_1: ปัจจัยด้านงบการเงินมีความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์

ทั้งนี้ ปัจจัยทางด้านงบการเงินซึ่งเป็นตัวแปรที่สนใจศึกษา ประกอบด้วย ปัจจัยด้านสินค้าเหลือ ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น ปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุน ปัจจัยด้าน

[8] จากงานวิจัยของ Ramnath et al. (2005) ค้นพบว่า I/B/E/S consensus forecasts หรือ ข้อมูลประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ส่วนใหญ่ที่อยู่ในฐานข้อมูลของ I/B/E/S นั้น ค่อนข้างถูกต้องแม่นยำพอควร รวมถึงเป็นตัวแทนความคาดหวังของตลาดที่มีต่อกำไรของกิจการได้ดีกว่าข้อมูลประมาณการกำไรในฐานข้อมูลอื่น ดังนั้นการนำข้อมูลประมาณการกำไรจาก I/B/E/S consensus มาใช้ในการศึกษาครั้งนี้ จึงอาจถือเป็นตัวแทนความคาดหวังของตลาดที่มีต่อกำไรของกิจการในประเทศไทยได้อย่างหนึ่ง

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ปัจจัยด้านหนี้สิน และความเห็นของผู้สอบบัญชี เนื่องจากปัจจัยเหล่านี้จะสะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินในอนาคตของบริษัทได้อย่างชัดเจน ส่วนปัจจัยพื้นฐานด้านอื่นที่นำมาเป็นตัวแปรควบคุมนั้น ประกอบด้วยปัจจัยด้านบริษัท ปัจจัยด้านมหภาคและอุตสาหกรรม ซึ่งวิธีการวัดค่าแต่ละปัจจัยนั้นได้สรุปรายละเอียดไว้ในตารางที่ 5

3.5 วิธีการศึกษาและแบบจำลองที่ใช้ในงานวิจัย

จากแนวคิดที่ว่าการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยพื้นฐานอาจส่งสัญญาณให้ทราบเกี่ยวกับกำไรในอนาคตของกิจการได้นั้น จะส่งผลให้นักวิเคราะห์ปรับประมาณการกำไรของตนเพื่อให้สะท้อนถึงปัจจัยที่เปลี่ยนแปลงไปด้วย ดังนั้น การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานและการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์แสดงอยู่ในกรอบแนวคิดตามแผนภาพที่ 1 และวิธีการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์นั้นสามารถทดสอบได้จากแบบจำลองการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (ปัจจัยพื้นฐาน) กับตัวแปรตาม (การปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์) ดังต่อไปนี้

$$
\begin{aligned}
REV_{it} = {} & \alpha + \beta_0 INVS_{it} + \beta_1 ARS_{it} + \beta_2 GMS_{it} + \beta_3 CAPXS_{it} + \beta_4 SAS_{it} + \beta_5 LEVS_{it} \\
& + \beta_6 AUDIT1_{it} + \beta_7 AUDIT2_{it} + \beta_8 AUDIT3_{it} + \beta_9 EPS_{it} + \beta_{10} SIZE_{it} \\
& + \beta_{11} GROWTH_t + \beta_{12} OPT_{it} + \beta_{13} GDP_t + \beta_{14} INDUS1 + \beta_{15} INDUS2 \\
& + \beta_{16} INDUS3 + \beta_{17} INDUS4 + + \beta_{18} INDUS5 + \beta_{19} INDUS6 + \varepsilon_{it}
\end{aligned}
$$

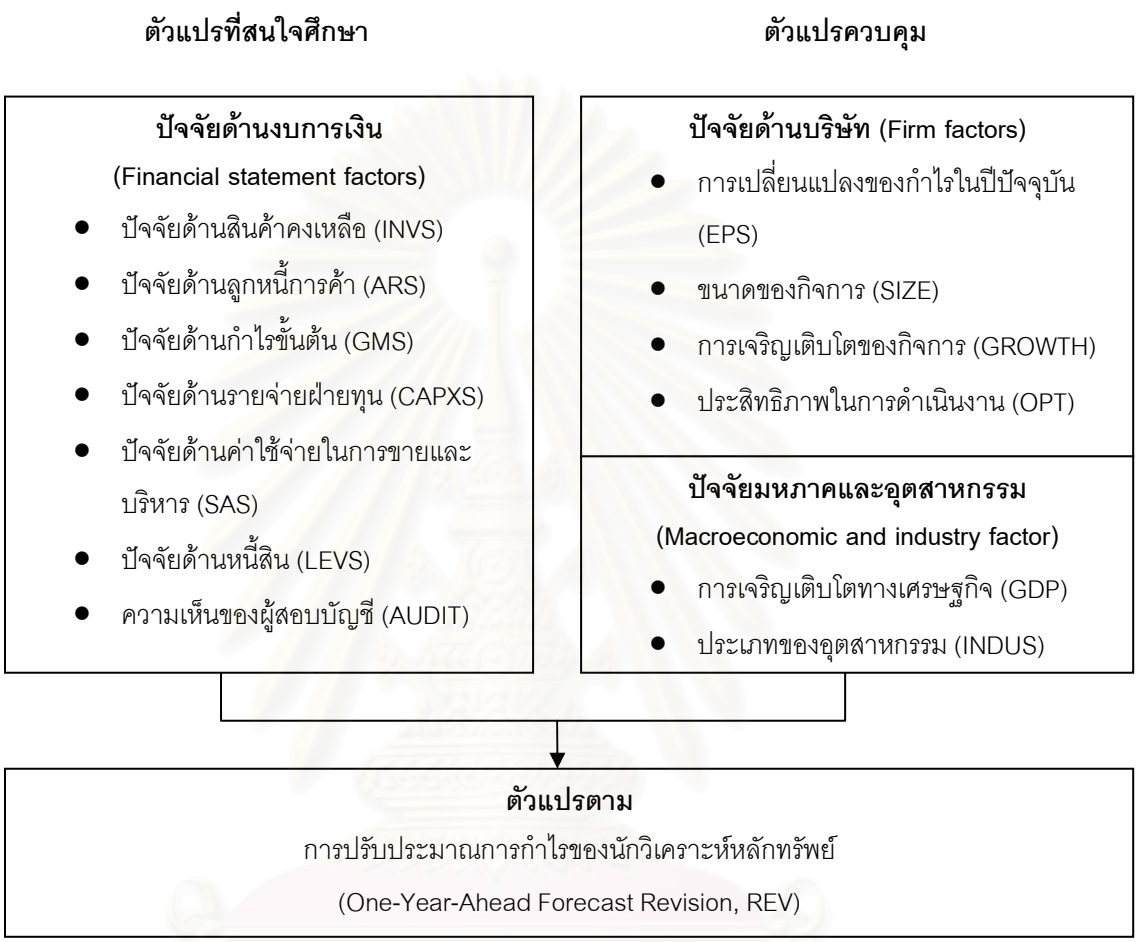
โดยที่

REV	คือ	การปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์
INVS	คือ	ปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือ
ARS	คือ	ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า
GMS	คือ	ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น
CAPXS	คือ	ปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุน
SAS	คือ	ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร
LEVS	คือ	ปัจจัยด้านหนี้สิน

AUDIT1	คือ	ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีถูกจำกัดขอบเขตการตรวจสอบ
AUDIT2	คือ	ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่อง
AUDIT3	คือ	ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆ
EPS	คือ	การเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีปัจจุบัน
SIZE	คือ	ขนาดของกิจการ
GROWTH	คือ	การเติบโตของกิจการ
OPT	คือ	ประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกิจการ
GDP	คือ	การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ
INDUS1	คือ	ประเภทของอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
INDUS2	คือ	ประเภทของอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค
INDUS3	คือ	ประเภทของอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม
INDUS4	คือ	ประเภทของอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
INDUS5	คือ	ประเภทของอุตสาหกรรมทรัพยากร
INDUS6	คือ	ประเภทของอุตสาหกรรมบริการ

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

แผนภาพ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย แสดงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐาน
และการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์



3.6 คำอธิบายรายละเอียดของตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร

3.6.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variables): การปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์

การปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ ในที่นี้หมายถึง การปรับประมาณการกำไรในปีถัดไป (one-year-ahead forecast revision) ที่นักวิเคราะห์ได้ประมาณไว้หลังจากมีการประกาศกำไรของปีก่อน (Abarbanell and Bushee, 1997; Swanson, Rees and Juarez-Valdes, 2003) โดยคำนวณจากผลต่างระหว่างการประมาณการกำไรสำหรับปี t+1 ที่ออกมา 1 เดือนหลังจากการประกาศกำไรของปี t กับการประมาณการกำไรสำหรับปี t+1 ที่ออกมา 12 เดือนก่อนหน้านั้น ดังแสดงจากสูตรต่อไปนี้ (Lys and Sohn, 1990; Mest and Plummer, 1999; Barth and Hutton, 2004)

$$REV_{it} = \left(PostF_{t+1} - PreF_{t+1}\right)/P_t$$

โดยที่

REV_{it} คือ การปรับประมาณการกำไรในปีถัดไป

$PostF_{t+1}$ คือ การประมาณการกำไรสำหรับปี t+1 ที่ออกมาหลังจากการประกาศกำไรของปี t ประมาณ 1 เดือน

$PreF_{t+1}$ คือ การประมาณการกำไรสำหรับปี t+1 ที่ออกมา 12 เดือนก่อน $PostF_{t+1}$

P_t คือ ราคาหุ้น ณ สิ้นปี t

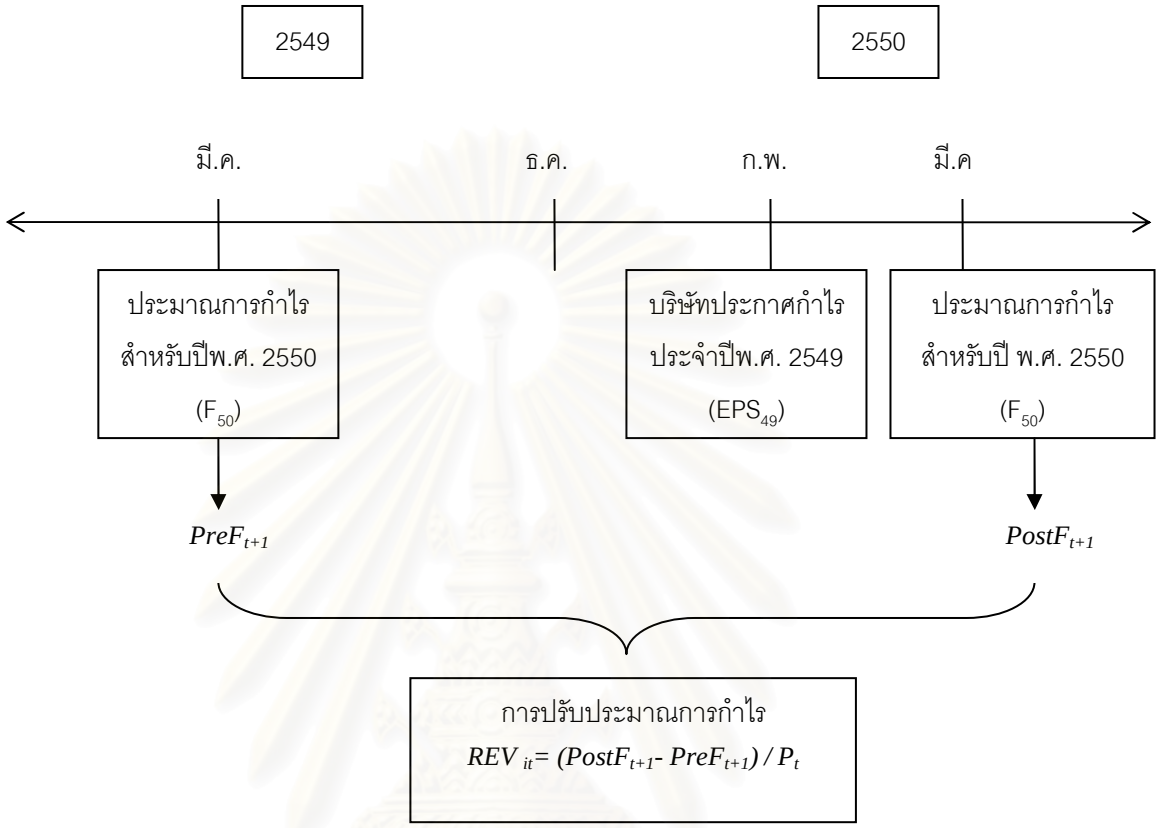
ตัวอย่างการคำนวณการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ เช่น ถ้าหากบริษัทประกาศกำไรสำหรับปี พ.ศ.2549 ในเดือนกุมภาพันธ์ พ.ศ. 2550 ดังนั้น การปรับประมาณการกำไรในปีถัดไปหลังจากการประกาศกำไรของปีก่อนหน้า สามารถคำนวณได้จากผลต่างระหว่างประมาณการกำไรสำหรับปี พ.ศ. 2550 ที่นักวิเคราะห์เผยแพร่ออกมาสิ้นเดือนมีนาคม พ.ศ.2550 (ซึ่งเป็นประมาณการกำไรที่ออกมาหลังจากการประกาศกำไรของบริษัทประมาณ 1 เดือน) กับประมาณการกำไรสำหรับปีพ.ศ. 2550 ที่นักวิเคราะห์เผยแพร่ออกมา ณ สิ้นเดือนมีนาคม พ.ศ.2549 (ซึ่งก็คือประมาณการกำไรของปีพ.ศ. 2550 ที่ออกมา12เดือนก่อนนั้น)

ทั้งนี้ การคำนวณการปรับประมาณการกำไรในปีถัดไปหลังจากการประกาศกำไรของบริษัทประมาณหนึ่งเดือนนั้น เพื่อให้แน่ใจว่าจะสามารถคำนวณปัจจัยพื้นฐาน (ของปี t) ได้ในวันที่มีการปรับประมาณการกำไรของปี t+1 นั่นเอง

จากแผนภาพที่ 2 การคำนวณการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์กำหนดให้การปรับประมาณการกำไรในปีถัดไปคือ ปีพ.ศ. 2550 (ถือเป็นปี t+1) โดยจะคำนวณการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยพื้นฐานของบริษัทในปีพ.ศ. 2549 (ซึ่งถือเป็นปี t)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

แผนภาพที่ 2 การคำนวณการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์



3.6.2 **ตัวแปรอิสระ: ตัวแปรที่สนใจศึกษา** (Explanatory Variables)

ตัวแปรที่สนใจศึกษาคือปัจจัยด้านงบการเงิน ซึ่งเป็นปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของกิจการ อันได้แก่ ปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือ ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น ปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุน ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ปัจจัยด้านหนี้สิน และความเห็นของผู้สอบบัญชี ดังรายละเอียดต่อไปนี้

3.6.2.1 **ปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือ**

สินค้าคงเหลือเป็นสินทรัพย์ที่กิจการมีไว้เพื่อขาย หากสินค้าคงเหลือเพิ่มขึ้นเร็วกว่าการเพิ่มขึ้นของยอดขายจะสะท้อนให้เห็นถึงข่าวร้ายที่อาจจะเกิดขึ้นกับกำไรในอนาคต เป็นสัญญาณในทางลบ (negative signal) ต่อกิจการ ซึ่งจากงานวิจัยในอดีต อาทิ Lev and Thiagarajan (1993), Abarbanell and Bushee (1997), Dowen J. R.(2001), Swanson, Rees and Juarez-Valdes (2003) กล่าวไว้ว่าสินค้าคงเหลือที่เพิ่มขึ้นจำนวนมากนั้นแสดงให้เห็นว่าการสร้างยอดขายเป็นไปอย่างยากลำบากมากขึ้น จึงทำให้การผลิตมีมากกว่าการขาย ส่งผลให้

กำไรที่คาดไว้มีแนวโน้มจะลดลงในอนาคต นอกจากนี้ การเพิ่มขึ้นของสินค้าคงเหลือในสัดส่วนที่ไม่เหมาะสมอาจเป็นผลมาจากยอดขายที่ลดลงไม่คาดคิดมาก่อน หรืออาจเป็นเพราะการผลิตหรือการควบคุมสินค้าที่ไม่มีประสิทธิภาพ สินค้ามีการเคลื่อนไหวน้อย หรือมีสินค้าที่ล้าสมัยซึ่งอาจถูกตัดจำหน่ายออกในอนาคตอันใกล้ กิจการจึงมีต้นทุนในการเก็บรักษาสินค้าคงเหลือเหล่านี้เพิ่มมากขึ้น ซึ่งทั้งหมดนี้ล้วนสะท้อนให้เห็นสัญญาณในเชิงลบต่อกำไรในอนาคตทั้งสิ้น การคำนวณหาปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือ (Inventory Signal, INVS) คำนวณมาจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือหักลบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย[9] แสดงด้วยสูตรดังนี้

$$INVS = \Delta Inventory - \Delta Sales$$

โดยที่

$$\Delta Inventory = \frac{\left[Inventory_t - Inventory_{t-1}\right]}{Inventory_{t-1}}$$

$$\Delta Sales = \frac{\left[Sales_t - Sales_{t-1}\right]}{Sales_{t-1}}$$

หากปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือที่คำนวณได้มีค่าเป็นบวก (positive value) จะแสดงให้เห็นถึงข่าวร้าย (bad news) ต่อกำไรในอนาคตของกิจการ ซึ่งถือว่าเป็นสัญญาณทางลบ แต่ถ้าหากมีค่าเป็นลบ (negative value) จะถือว่าเป็นสัญญาณที่ดีต่อกิจการ ซึ่งการวิจัยครั้งนี้คาดว่าปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือนี้ (INVS) จะมีเครื่องหมายสัมประสิทธิ์เป็นลบ ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีถัดไป และการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์

3.6.2.2 ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า

การเพิ่มขึ้นในสัดส่วนที่ไม่เหมาะสมของลูกหนี้การค้าเมื่อเปรียบเทียบกับยอดขายนั้น แสดงให้เห็นถึงสัญญาณทางลบ (negative signal) ต่อกิจการ เพราะเป็นตัวสะท้อนว่าการขายสินค้าเป็นไปอย่างยากลำบากมากขึ้น กิจการจึงต้องขยายสินเชื่อของลูกค้าเพื่อเพิ่มยอดขายหรือรักษาระดับของยอดขายให้คงเดิม ทำให้เกิดค่าใช้จ่ายตามมามากมาย เช่น ค่าใช้จ่ายในการติดตามหนี้ และหนี้สูญ หรืออาจเป็นเพราะการรับชำระหนี้ของกิจการค่อนข้างล่าช้ากว่าที่กำหนดไว้ นอกจากนี้การเพิ่มขึ้นในสัดส่วนที่ไม่เหมาะสมของลูกหนี้การค้าก็อาจบอกเป็นนัยถึง

---

[9] การใช้การเปลี่ยนแปลงของยอดขายเป็นตัวเปรียบเทียบกับการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือ แทนการเปลี่ยนแปลงของต้นทุนขายนั้นเพื่อให้สอดคล้องกับ signals ที่นักวิเคราะห์อ้างอิงถึง อีกทั้งยังพบว่าการใช้ยอดขายหรือต้นทุนขายในการเปรียบเทียบนั้นให้ผลลัพธ์ที่เหมือนกัน

การจัดการกำไรได้ นั่นคือ การบันทึกรายได้ที่ยังไม่ควรรับรู้เป็นยอดขาย ซึ่งส่งผลให้กำไรในปีปัจจุบันมีเสถียรภาพต่ำ (low persistence of current earnings) และกำไรในอนาคตลดลง (Lev and Thiagarajan, 1993 ; Abarbanell and Bushee, 1997; Dowen J. R.,2001; Swanson, Rees and Juarez-Valdes, 2003) โดยสามารถคำนวณปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า (Account Receivable Signal, ARS) จากอัตราการเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าหักลบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย แสดงด้วยสูตรดังนี้

$$ARS = \Delta Account\ Receivable - \Delta Sales$$

โดยที่ $$\Delta Account\ Receivable = \frac{\left[Account\ Receivable_{t} - Account\ Receivable_{t-1}\right]}{Account\ Receivable_{t-1}}$$

หากปัจจัยด้านลูกหนี้การค้าที่คำนวณได้มีค่าเป็นบวกจะแสดงให้เห็นถึงข่าวร้ายต่อกำไรในอนาคตของกิจการ ซึ่งถือว่าเป็นสัญญาณทางลบ แต่ถ้าหากมีค่าเป็นลบจะถือว่าเป็นสัญญาณที่ดีต่อกิจการ ทั้งนี้ การเพิ่มขึ้นของปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า สะท้อนให้เห็นว่ากิจการมีความลำบากในการเรียกชำระเงินจากลูกหนี้ และโอกาสที่จะเกิดหนี้สูญในอนาคตจะมากขึ้น อีกทั้งเป็นสัญญาณเตือนว่ายอดขายมีแนวโน้มลดลงในอนาคตด้วย ซึ่งการศึกษาครั้งนี้คาดว่าปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า(ARS) จะมีเครื่องหมายสัมประสิทธิ์เป็นลบ ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม [10] กับการเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีถัดไปและการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์

3.6.2.3 ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น

การลดลงในสัดส่วนที่ไม่เหมาะสมของกำไรขั้นต้นเมื่อเปรียบเทียบกับยอดขาย จะถูกมองในเชิงลบในมุมมองของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ (Graham et al., 1992 and Hawkins, 1986 cited in Lev and Thiagarajan, 1993) โดยทั่วไปแล้ว กำไรขั้นต้นเป็นตัวบ่งชี้ความสัมพันธ์ระหว่างราคาของปัจจัยการผลิตและราคาของผลผลิตของบริษัท ซึ่งความสัมพันธ์นี้อาจถูกผลักดันมาจากปัจจัยบางอย่าง เช่น การแข่งขันที่รุนแรง รวมทั้งความสัมพันธ์ระหว่าง

---

[10] จากผลการศึกษาของ Abarbanell J.S and Bushee B. J.(1997) กลับพบว่าปัจจัยด้านลูกหนี้การค้ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกำไรในอนาคต ซึ่งแสดงว่าการเพิ่มขึ้นของลูกหนี้การค้าเมื่อเทียบกับยอดขายนั้นเป็นตัวบ่งชี้ถึงยอดขายและกำไรในอนาคตได้

ค่าใช้จ่ายคงที่และค่าใช้จ่ายผันแปรของกิจการ กล่าวคือ การลดลงของกำไรขั้นต้นนี้อาจมีสาเหตุมาจากราคาขายที่ลดต่ำลง หรือต้นทุนของปัจจัยการผลิตเพิ่มสูงขึ้น โดยราคาขายที่ลดลงนั้นสะท้อนให้เห็นถึงการแข่งขันในตลาดที่รุนแรง หรือเพราะลูกค้ามีอำนาจการต่อรองเพิ่มขึ้นก็ได้ ส่วนต้นทุนปัจจัยการผลิตที่เพิ่มขึ้นนั้นก็อาจมีสาเหตุมาจากการเพิ่มของต้นทุนคงที่หรือต้นทุนผันแปรนั่นเอง

โดยสรุป การเปลี่ยนแปลงของกำไรขั้นต้นนี้มีผลกระทบอย่างเห็นได้ชัดต่อการดำเนินงานของกิจการในระยะยาว อีกทั้งยังสามารถให้ข้อมูลที่เกี่ยวกับความมีเสถียรภาพของกำไร (earnings persistence) และมูลค่าของกิจการได้อีกด้วย ดังเช่นงานวิจัยของ Lev and Thiagarajan (1993); Abarbanell and Bushee (1997); Beneish, Lee and Tarpley (2001); Dowen J. R., (2001); Cheng (2005); Swanson, Ree and Juarez-Valdes (2003) ซึ่งได้นำกำไรขั้นต้นมาใช้เป็นปัจจัยหนึ่งที่สะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการรวมทั้งผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยสามารถคำนวณปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น (Gross Margin Signal, GMS) ได้จากอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรขั้นต้นหักลบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย แสดงด้วยสูตร ดังนี้

$$GMS = \Delta GrossMargin - \Delta Sales$$

โดยที่ $$\Delta GrossMargin = \frac{[GrossMargin_t - GrossMargin_{t-1}]}{GrossMargin_{t-1}}$$

หากปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น (GMS) ที่คำนวณได้มีค่าเป็นบวกจะแสดงให้เห็นถึงข่าวดีต่อกำไรในอนาคตของกิจการ ซึ่งถือว่าเป็นสัญญาณทางบวก แต่ถ้าหากมีค่าเป็นลบจะถือว่าเป็นสัญญาณที่ไม่ดีต่อกิจการ ทั้งนี้การเพิ่มขึ้นของปัจจัยด้านกำไรขั้นต้นแสดงให้เห็นว่าระยะเวลาในการขายและผลการดำเนินงานที่คาดไว้ของกิจการมีการพัฒนาปรับปรุงให้ดีขึ้น ในทางกลับกัน การลดลงของปัจจัยด้านกำไรขั้นต้นจะแสดงให้เห็นผลการดำเนินงานและระยะเวลาในการขายที่แย่ลงซึ่งสืบเนื่องมาจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลงก็ได้ โดยการศึกษาครั้งนี้คาดหวังว่าปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น (GMS) จะมีเครื่องหมายสัมประสิทธิ์เป็นบวก ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีถัดไป และการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์

3.6.2.4 ปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุน

การลดลงของรายจ่ายฝ่ายทุนจะเป็นสัญญาณทางลบในมุมมองของนักวิเคราะห์ เพราะบ่งชี้ถึงการคำนึงของผู้บริหารที่มีต่อความเพียงพอของกระแสเงินสดในปัจจุบันและอนาคตของกิจการที่จะรักษาระดับการลงทุนให้คงเดิมไว้ได้ โดยทั่วไปแล้วการลดลงของรายจ่ายฝ่ายทุนจะเป็นการกำหนดจากฝ่ายบริหารในระยะสั้นเพื่อให้มีกระแสเงินสดเพียงพอในการใช้จ่ายในกิจกรรมหลักที่จำเป็นโดยไม่ต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากภายนอก ดังนั้นการลดลงของรายจ่ายฝ่ายทุนนั้นอาจถือเป็นสัญญาณทางลบ ในขณะที่การเพิ่มขึ้นของรายจ่ายฝ่ายทุนจะเป็นสัญญาณที่ดีต่อกำไรในอนาคตและกระแสเงินสดของกิจการ (Lev and Thiagarajan, 1993; Abarbanell and Bushee, 1997; Dowen J. R., 2001) ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้คำนวณปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุน (Capital Expenditures Signal, CAPXS) ได้จากอัตราการเปลี่ยนแปลงของรายจ่ายฝ่ายทุนของอุตสาหกรรม (ΔIndustryCAPX) หักลบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของรายจ่ายฝ่ายทุนของบริษัท (Δ FirmCAPX) ดังนี้

$$CAPXS = \Delta IndustryCAPX - \Delta FirmCAPX$$

โดยที่

$$\Delta IndustryCAPX = \frac{[IndustryCAPX_t - IndustryCAPX_{t-1}]}{IndustryCAPX_{t-1}}$$

$$\Delta FirmCAPX = \frac{[FirmCAPX_t - FirmCAPX_{t-1}]}{FirmCAPX_{t-1}}$$

สำหรับการศึกษาครั้งนี้ได้ใช้ข้อมูลกระแสเงินสดจากการลงทุนในที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์เป็นตัวแทนรายจ่ายฝ่ายทุน โดยสามารถคำนวณรายจ่ายฝ่ายทุนของอุตสาหกรรมได้จากการหาค่าเฉลี่ยของกระแสเงินสดจากการลงทุนในที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ของทุกบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมนั้นๆ เพื่อใช้เป็นตัวแทนของแต่ละอุตสาหกรรม แล้วนำมาหักลบกับรายจ่ายฝ่ายทุนของบริษัท ซึ่งต้องเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมนั้นด้วย หากปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุนที่คำนวณได้มีค่าเป็นบวก ซึ่งหมายถึงอัตราการเปลี่ยนแปลงของอุตสาหกรรมมีมากกว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของบริษัท จะบ่งบอกถึงสัญญาณทางลบถือเป็นข่าวร้าย แต่หากเป็นค่าลบซึ่งหมายถึงอัตราการเปลี่ยนแปลงของบริษัทมีมากกว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของอุตสาหกรรม จะเป็นสัญญาณทางบวกถือเป็นข่าวดี โดยคาดหวังว่าปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุนจะมีเครื่องหมายสัมประสิทธิ์เป็นลบ ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีถัดไปและการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์

3.6.2.5 ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร

การเพิ่มขึ้นในสัดส่วนที่ไม่เหมาะสมของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเมื่อเทียบกับยอดขาย จะแสดงให้เห็นถึงสัญญาณทางลบ (negative signal) เนื่องจากสะท้อนให้เห็นถึงการขาดการควบคุมต้นทุนในการบริหาร ซึ่งต้นทุนในการบริหารส่วนใหญ่มักจะเป็นค่าใช้จ่ายคงที่ จึงอาจส่งผลกระทบต่อกระแสเงินสดและกำไรในอนาคตของกิจการได้ นอกจากนี้การเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร อาจเป็นเพราะต้องพยายามเพิ่มความสามารถในการขายให้มากกว่าเดิมอันเนื่องมาจากการแข่งขันในอุตสาหกรรมที่รุนแรงมากขึ้น ค่าใช้จ่ายจึงเพิ่มสูงไปด้วย โดยสามารถคำนวณปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (Selling and Administrative Expenses Signal, SAS) จากอัตราการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารหักลบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขายแสดงด้วยสูตรดังนี้

$$SAS = \Delta S\&A - \Delta Sales$$

โดยที่ $$\Delta S\&A = \frac{[S\&A_t - S\&A_{t-1}]}{S\&A_{t-1}}$$

$S \& A$ คือ ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร

ทั้งนี้ การเพิ่มขึ้นของปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SAS) จะแสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารนั้นเพิ่มมากขึ้นเมื่อเทียบกับการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย สะท้อนถึงโครงสร้างต้นทุนทางอ้อมของกิจการที่เพิ่มมากขึ้นและส่งผลให้กำไรในอนาคตลดลง ในทางตรงกันข้ามหากปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SAS) มีค่าลดลงย่อมแสดงถึงการเพิ่มขึ้นของกำไรในอนาคต (Lev and Thiagarajan (1993); Abarbanell and Bushee (1997); Dowen J. R., (2001); Swanson, Rees and Juarez-Valdes (2003)) โดยการวิจัยครั้งนี้คาดหวังว่าปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหาร (SAS) จะมีเครื่องหมายสัมประสิทธิ์เป็นลบ ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีถัดไปและการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์

3.6.2.6 ปัจจัยด้านหนี้สิน

เนื่องจากโครงสร้างเงินทุนของกิจการมีผลต่อการดำรงอยู่และการเติบโตขององค์กรในระยะยาว การจัดการโครงสร้างเงินทุนที่ไม่เหมาะสมอาจส่งผลกระทบต่อสถานะทางการเงินของกิจการได้ในอนาคต โดยเฉพาะกิจการที่มีการใช้เงินทุนจากการก่อหนี้ค่อนข้างมาก ย่อมแสดงให้เห็นถึงความเสี่ยงจากการรับภาระค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนของเงินทุนจากการก่อหนี้

รายการใหญ่ ก็คือ ดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งเป็นต้นทุนคงที่ กล่าวคือไม่ว่ายอดขายหรือรายได้ขององค์กรจะเป็นเท่าไรก็ตาม ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยก็คงที่อยู่ตลอด มิได้ผันแปรไปตามยอดขาย ดังนั้น ถ้าหากอุปสงค์ของผู้บริโภคในสินค้าและบริการขององค์กรลดลง ผลกระทบจากค่าใช้จ่ายคงที่นี้จะสร้างความยากลำบากในการอยู่รอดขององค์กรอย่างมีนัยสำคัญ (สันติ กีระนันทน์, 2546) รวมทั้งงานวิจัยของ Aboody et al. (1999) ที่ระบุว่า กิจการที่มีอัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ที่มากนั้น จะทำให้ความสามารถในการหาเงินทุน การกู้ยืมเงิน หรือ ทำธุรกรรมด้านเครดิตลดต่ำลง ส่งผลกระทบในเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน ราคาหลักทรัพย์ และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งสะท้อนถึงความสัมพันธ์ในเชิงผกผันระหว่างอัตราส่วนสภาพหนี้และผลการดำเนินงานในอนาคต และแสดงให้เห็นว่ากิจการยิ่งมีภาระหนี้สินมากเท่าไรก็ย่อมส่งผลกระทบต่อกำไรในอนาคตมากขึ้นเท่านั้น

สำหรับการวิจัยครั้งนี้จะวัดระดับภาระหนี้สินด้วยอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (debt to assets ratio) เพื่อพิจารณาถึงความเสี่ยงจากการกู้ยืมเงินซึ่งก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยจำนวนมาก และสะท้อนถึงภาระผูกพันที่ต้องจ่ายให้แก่เจ้าหนี้ในอนาคต หากระดับของหนี้สินเพิ่มขึ้นย่อมแสดงให้เห็นถึงสัญญาณในทางลบ แต่หากระดับของหนี้สินลดลงจะถือว่าเป็นสัญญาณในทางบวก (Swanson, Rees and Juarez-Valdes, 2003; Piotroski, 2000) การศึกษาครั้งนี้คาดหวังว่าปัจจัยด้านหนี้สินจะมีเครื่องหมายสัมประสิทธิ์เป็นลบ ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตและการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ การคำนวณการเปลี่ยนแปลงของอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ แสดงเป็นสูตรได้ดังนี้

$$LEVS = \frac{Debt_t}{Assets_t} - \frac{Debt_{t-1}}{Assets_{t-1}}$$

โดยที่ $\frac{Debt}{Assets}$ คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์

3.6.2.7 **ความเห็นของผู้สอบบัญชี**

เนื่องจากมาตรฐานการสอบบัญชีได้กำหนดให้ผู้สอบบัญชีเป็นผู้ตรวจสอบและแสดงความเห็นต่องบการเงิน ดังนั้น ความเห็นของผู้สอบบัญชีที่มีต่องบการเงินของบริษัทจึงถือเป็นสัญญาณอย่างหนึ่งที่แจ้งให้ทราบเกี่ยวกับผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินในอนาคตของบริษัทได้ หากความเห็นของผู้สอบบัญชีเป็นแบบที่เปลี่ยนแปลงไปจากมาตรฐาน 3 วรรค นั่นคือ แบบมีเงื่อนไข แบบไม่แสดงความเห็น หรือแบบงบการเงินไม่ถูกต้อง ย่อมสะท้อนให้เห็นสัญญาณในทางลบ ซึ่งอาจส่งผลเสียต่อกำไรในอนาคตของบริษัทได้ การศึกษาครั้งนี้แบ่ง

องค์ประกอบภายในของรายงานของผู้สอบบัญชีออกเป็น 2 กลุ่มใหญ่ คือ รายงานแบบไม่มีเงื่อนไข (Clean audit opinion) และรายงานแบบที่เปลี่ยนแปลงไป (Modified audit Opinion)

1. รายงานของผู้สอบบัญชีแบบไม่มีเงื่อนไข (Clean audit opinion)

ผู้สอบบัญชีจะแสดงความเห็น “อย่างไม่มีเงื่อนไข” เมื่อผู้สอบบัญชีสรุปว่างบการเงินถูกต้องตามที่ควรในสาระสำคัญตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป และตามแม่บทการบัญชีในการรายงานทางการเงิน นอกจากนั้นยังแสดงว่าการเปลี่ยนแปลงหลักการบัญชี หรือวิธีการใช้หลักการบัญชีและผลกระทบดังกล่าว ได้คำนวณและเปิดเผยอย่างเหมาะสมในงบการเงิน (สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย, 2547)

2. รายงานของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไป (Modified audit opinion)

รายงานของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปสามารถเปลี่ยนแปลงไปในสถานการณ์ดังต่อไปนี้ (สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย, 2547)

2.1 ข้อมูลและเหตุการณ์ซึ่งไม่กระทบต่อความเห็นของผู้สอบบัญชี

ในบางกรณีผู้สอบบัญชีอาจเปลี่ยนแปลงรายงานของผู้สอบบัญชีโดยเพิ่มวรรคอธิบายเพื่อเน้นข้อมูลและเหตุการณ์ใดๆ วรรคที่เพิ่มขึ้นนี้ ควรอ้างถึงหมายเหตุประกอบงบการเงิน ซึ่งขยายความข้อมูลและเหตุการณ์อย่างละเอียด การเพิ่มวรรคเน้นข้อมูลและเหตุการณ์ดังกล่าวไม่กระทบความเห็นอย่างไม่มีเงื่อนไขของผู้สอบบัญชี วรรคดังกล่าวควรแสดงต่อท้ายวรรคความเห็นและควรเน้นว่าความเห็นของผู้สอบบัญชียังเป็นความเห็นอย่างไม่มีเงื่อนไข อาทิ การเน้นถึงข้อมูลและเหตุการณ์ที่มีสาระสำคัญเกี่ยวกับปัญหาการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องของกิจการ หรือความไม่แน่นอนที่มีสาระสำคัญ ซึ่งผลของความไม่แน่นอนที่มีสาระสำคัญ ซึ่งผลของความไม่แน่นอนดังกล่าวขึ้นอยู่กับผลของเหตุการณ์ในอนาคตซึ่งอาจกระทบต่องบการเงิน

2.2 ข้อมูลและเหตุการณ์ซึ่งกระทบต่อความเห็นของผู้สอบบัญชี

บางกรณีผู้สอบบัญชีอาจต้องแสดงความเห็นอย่างมีเงื่อนไข การไม่แสดงความเห็น หรือการแสดงความเห็นว่างบการเงินไม่ถูกต้อง ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับสถานการณ์รวมถึงความมีสาระสำคัญของรายการที่เกิดขึ้น ดังนี้

2.2.1. การแสดงความเห็นอย่างมีเงื่อนไข ควรใช้เมื่อผู้สอบบัญชีสรุปว่าไม่สามารถแสดงความเห็นอย่างไม่มีเงื่อนไขได้ อันเป็นผลกระทบของความขัดแย้งกับผู้บริหาร หรือการถูกจำกัดขอบเขตแต่ไม่ถึงกับมีสาระสำคัญจนถึงกับต้องแสดงความเห็นว่างบการเงินไม่ถูกต้องหรือไม่แสดงความเห็น การแสดงความเห็นอย่างมีเงื่อนไขควรใช้ข้อความ “ยกเว้น” สำหรับผลกระทบของเหตุการณ์ที่ทำให้ต้องมีเงื่อนไข

2.2.2. การไม่แสดงความเห็น ควรใช้เมื่อผลกระทบที่เป็นไปได้ของการถูกจำกัดขอบเขตมีสาระสำคัญมากจนถึงขั้นผู้สอบบัญชีไม่สามารถหาหลักฐานที่เหมาะสมอย่างเพียงพอได้ และมีผลทำให้ผู้สอบบัญชีไม่สามารถแสดงความเห็นต่องบการเงินได้

2.2.3. การแสดงความเห็นว่างบการเงินไม่ถูกต้อง ควรใช้เมื่อผลกระทบของความขัดแย้งกับผู้บริหารมีสาระสำคัญต่องบการเงินมากจนถึงขั้นที่ผู้สอบบัญชีสรุปว่า การแสดงความเห็นอย่างมีเงื่อนไขไม่เพียงพอต่อการเปิดเผยข้อผิดพลาดหรือความไม่สมบูรณ์ของงบการเงินนั้น

กล่าวโดยสรุป เมื่อผู้สอบบัญชีเก็บรวบรวมหลักฐานที่เพียงพอต่อการแสดงความเห็นแล้วจะพิจารณาว่าจะแสดงความเห็นต่องบการเงินของกิจการอย่างไร ทั้งนี้จะขึ้นอยู่กับความเพียงพอและความเหมาะสมของหลักฐานที่ผู้สอบบัญชีสามารถเก็บรวบรวมได้ โดยรูปแบบของรายงานการสอบบัญชีนั้นแบ่งออกเป็น 2 ประเภทหลัก คือ 1) รายงานแบบที่ไม่มีเงื่อนไข ซึ่งหมายถึงรายงานแบบมาตรฐาน 3 วรรค ประกอบด้วย วรรคนำ วรรคขอบเขต และวรรคความเห็น โดยไม่มีการดัดแปลงรายงาน และ 2) รายงานแบบที่เปลี่ยนแปลงไป นอกเหนือจากแบบไม่มีเงื่อนไข ซึ่งข้อมูลและเหตุการณ์ที่ทำให้ผู้สอบบัญชีเปลี่ยนแปลงรายงานจากแบบไม่มีเงื่อนไขเป็นรายงานแบบที่เปลี่ยนแปลงไปนั้น สามารถสรุปได้ดังตารางที่ 2

สำหรับการศึกษาครั้งนี้จะเน้นย้ำไปที่รายงานของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไป (Modified audit opinion) นอกเหนือจากแบบไม่มีเงื่อนไข เนื่องจากงานวิจัยในอดีตได้ค้นพบว่ารายงานของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปนั้นจะแสดงถึงข่าวร้าย (bad news) ต่อกิจการ และตลาดจะตอบสนองต่อข่าวนี้ในทางลบ ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดต่ำลง เพราะมีข้อมูลหรือเหตุการณ์อันอาจกระทบต่อผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของบริษัทได้ในอนาคต (Firth (1978) ; Chen, Su and Zhao (2000) ; Blay and Geiger (2001) ; Pei, Opong and Hamill (2003) ; Green et al. (2006)) ทั้งนี้ จากการเก็บรวบรวมข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างพบว่า ส่วนใหญ่บริษัทในกลุ่มตัวอย่างที่ได้รับรายงานของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไป

นอกเหนือจากแบบไม่มีเงื่อนไขนั้น มีสาเหตุมาจากกรณีถูกจำกัดขอบเขตการตรวจสอบ (scope limitation) ปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่อง (going concern) และปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆ ของกิจการ (other uncertainty) ส่วนสาเหตุอื่นๆ ที่นอกจากนี้ เช่น ผิดหลักการบัญชี ผิดกฎหมายบัญชี ในระดับที่มีสาระสำคัญมากจนทำให้ผู้สอบบัญชีแสดงความเห็นว่างบการเงินไม่ถูกต้องนั้น ไม่พบในกลุ่มตัวอย่างจึงไม่นำมารวมในการศึกษาครั้งนี้

ตารางที่ 2 สรุปข้อมูลและเหตุการณ์ในรายงานของผู้สอบบัญชี

เหตุการณ์	รายงานของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไป (Modified Audit Opinion)			
	ไม่มีเงื่อนไขและ/หรือเพิ่มวรรคเน้น	มีเงื่อนไข	ไม่แสดงความเห็น	งบการเงินไม่ถูกต้อง
1.จำกัดขอบเขตการตรวจสอบ		✓	✓	
2. ขัดแย้งกับผู้บริหาร				
• ผิดหลักการบัญชี		✓		✓
• เปิดเผยข้อมูลไม่เพียงพอ		✓		✓
• ผิดกฎหมายบัญชี		✓		✓
3.ความไม่แน่นอน				
• ปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่อง	✓		✓	
• ปัญหาความไม่แน่นอนอื่น	✓		✓	

ดังนั้น ตัวแปรความเห็นของผู้สอบบัญชีที่ใช้ในการทดสอบสามารถแบ่งประเภทตามเนื้อหาในรายงานของผู้สอบบัญชีออกเป็น 4 แบบ โดยพิจารณาจากรายงานของผู้สอบบัญชีในปีปัจจุบัน (ปี t) ดังต่อไปนี้

1. ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีถูกจำกัดขอบเขตการตรวจสอบ (scope limitation) สัญลักษณ์ย่อ คือ AUDIT1

2. ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่อง (going concern) สัญลักษณ์ย่อ คือ AUDIT2

3. ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆ ของกิจการ (other uncertainty) นอกเหนือจากปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่อง สัญลักษณ์ย่อ คือ AUDIT3 และ

4. ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบไม่มีเงื่อนไขตามรายงานแบบมาตรฐาน 3 วรรค รวมทั้งความเห็นของผู้สอบบัญชีในรูปแบบอื่นที่ อันเนื่องมาจากกรณีที่ไม่เข้ากลุ่มตามข้อ 1 – 3 ซึ่งอาจครอบคลุมกรณีการเปลี่ยนแปลงนโยบายบัญชี เหตุการณ์ภายหลังวันที่ในงบดุล รายการกับบุคคลหรือกิจการที่เกี่ยวข้องกัน การเปลี่ยนตัวผู้สอบบัญชี การใช้ผลงานของผู้สอบบัญชีอื่น รวมทั้งกรณีอื่นนอกเหนือที่กล่าวไว้ซึ่งไม่กระทบต่อความเห็นของผู้สอบบัญชีด้วย

สำหรับตัวแปรความเห็นของผู้สอบบัญชี คาดหวังว่าจะมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ เพราะเปรียบเสมือนข่าวร้ายที่เกิดขึ้นต่อบริษัท และอาจส่งผลเสียต่อกำไรในอนาคตได้ เนื่องจากความเห็นของผู้สอบบัญชีเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพ จึงวัดค่าตัวแปรด้วยตัวแปรดัมมี่ (Dummy variable) โดยให้ค่าเป็น 1 เมื่อรายงานของผู้สอบบัญชีในปีปัจจุบันแสดงความเห็นในรูปแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีจำกัดขอบเขตการตรวจสอบ (AUDIT1) ปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่อง (AUDIT2) และปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆ (AUDIT3) และให้ค่าเป็น 0 เมื่อรายงานของผู้สอบบัญชีในปีปัจจุบันแสดงความเห็นอย่างไม่มีเงื่อนไข รวมทั้งกรณีอื่นที่นอกเหนือจาก 3 กรณีดังที่กล่าวมาแล้ว โดยสามารถสรุปการวัดค่าตามตารางที่ 3 ดังนี้

ตารางที่ 3 สรุปการวัดค่าตัวแปรความเห็นของผู้สอบบัญชีในแบบต่าง ๆ

ความเห็นของผู้สอบบัญชี แบบที่	สัญลักษณ์ตัวแปร		
	AUDIT1	AUDIT 2	AUDIT3
1	1	0	0
2	0	1	0
3	0	0	1
4	0	0	0

3.6.3 **ตัวแปรอิสระ: ตัวแปรควบคุม** (Control Variables)

ตัวแปรควบคุมที่ใช้ในงานวิจัยนี้ประกอบด้วย 2 ปัจจัยหลัก คือ ปัจจัยด้านบริษัทกับปัจจัยมหภาคและอุตสาหกรรม ซึ่งปัจจัยด้านบริษัทนั้นเป็นปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับลักษณะเฉพาะของบริษัทที่อาจส่งผลกระทบต่อกำไรในอนาคต อันได้แก่ การเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีปัจจุบัน ขนาดของกิจการ การเจริญเติบโตของกิจการ และประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ส่วนปัจจัยมหภาคและอุตสาหกรรมเป็นปัจจัยภายนอกที่อยู่เหนือการควบคุมของบริษัทและส่งผลกระทบในวงกว้าง อันได้แก่ การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และประเภทของอุตสาหกรรม

ปัจจัยด้านบริษัท

3.6.3.1 **การเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีปัจจุบัน** (current earnings changes)

การเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีปัจจุบันจะสะท้อนให้เห็นแนวโน้มของกำไรในอนาคตได้อย่างชัดเจน นั่นคือ การเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตอาจคาดการณ์ได้จากการเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีปัจจุบัน ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้ได้รวมการเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีปัจจุบันเป็นตัวแปรควบคุม โดยคาดหวังว่าการเปลี่ยนแปลงกำไรในปัจจุบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคต และการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ โดยการเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีปัจจุบันคำนวณจากการเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้นก่อนรายการพิเศษระหว่างปี t กับปี t-1 หารด้วยราคาหลักทรัพย์ ณ สิ้นปี t ซึ่งการพิจารณาผลการดำเนินงานในรูปของการเปลี่ยนแปลงกำไรต่อหุ้นเทียบกับราคาหุ้นนั้นเพื่อต้องการลดผลกระทบของขนาดกำไรต่อหุ้นนั่นเอง

3.6.3.2 **ขนาดของกิจการ** (Size)

งานวิจัยในอดีตพบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไร (Hall and Weiss, 1967; Amato and Wilder, 1985; Joh, 2003) กล่าวคือ กิจการที่มีขนาดใหญ่ย่อมได้ประโยชน์จากการประหยัดโดยขนาด (Economies of scale) ซึ่งทำให้ต้นทุนคงที่ของกิจการลดต่ำลง อีกทั้งกิจการที่ใหญ่ขึ้นย่อมมีศักยภาพในการดำเนินธุรกิจอันจะส่งผลให้กำไรของกิจการมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในที่สุด ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้จึงได้ควบคุมขนาดของกิจการไว้ โดยคาดว่าขนาดของกิจการจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตและการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ซึ่ง

สะท้อนให้เห็นว่าขนาดของกิจการที่ใหญ่ขึ้น กำไรของกิจการก็น่าจะมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น และส่งผลต่อการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ในทิศทางที่ดีขึ้นด้วยเช่นกัน สำหรับการศึกษาครั้งนี้จะวัดขนาดของกิจการจากการเปลี่ยนแปลงของค่าลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาด (Natural log of market value of equity) เนื่องจากงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่ามีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญมากกว่าการวัดค่าด้วยวิธีอื่น

3.6.3.3 การเจริญเติบโตของกิจการ

การเจริญเติบโตของกิจการเป็นปัจจัยหนึ่งที่สะท้อนถึงผลการดำเนินงานของกิจการ โดยอยู่บนพื้นฐานความเชื่อที่ว่าการเจริญเติบโตนั้นเครื่องแสดงให้เห็นถึงความสำเร็จในการสร้างความได้เปรียบเชิงการแข่งขันและความสามารถในการทำกำไรของกิจการ (Markman, 2002) กล่าวคือ กิจการที่มีการเติบโตในอัตราที่สูง ย่อมแสดงถึงผลการดำเนินงานที่มีแนวโน้มจะสูงตามไปด้วย ในที่นี้จะใช้อัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม (Total assets growth) เป็นตัวแทนการเจริญเติบโตของกิจการ (Elliott ,1972; Kallapur and Trombley, 1999)

$$Growth = (TotalAssets_{t} - TotalAssets_{t-1})/TotalAssets_{t-1}$$

หากอัตราการเติบโตของสินทรัพย์เพิ่มสูงขึ้นจากปีก่อน ย่อมส่งสัญญาณในทางที่ดีต่อกำไรในอนาคต ในทางกลับกัน หากอัตราการเติบโตของสินทรัพย์ลดต่ำลงจากปีก่อน ย่อมส่งสัญญาณในทางลบต่อกำไรในอนาคต โดยตัวแปรนี้คาดหวังว่าค่าสัมประสิทธิ์จะเป็นบวก ซึ่งหมายถึงอัตราการเติบโตของสินทรัพย์จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกำไรในอนาคตและการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์

3.6.3.4 ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (operating efficiency)

ประสิทธิภาพในดำเนินงานของบริษัทส่งผลกระทบอย่างชัดเจนต่อความสามารถในการทำกำไร หากบริษัทสามารถบริหารงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ย่อมแสดงให้เห็นถึงกำไรที่จะเพิ่มขึ้นในอนาคตด้วย (Piotroski, 2000) โดยการทดสอบครั้งนี้ใช้อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (total assets turnover ratio) เป็นตัวแทนประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท (operating efficiency, OPT) เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์สะท้อนให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงของประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ของกิจการ หากอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นแสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดรายได้เพิ่มสูงขึ้น และส่งผลดีต่อความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการ ในทางกลับกัน หากอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมลดลงก็ย่อมแสดงถึง

ความสามารถในการทำกำไรที่ลดลงด้วย (Fairfield and Yohn, 2001) โดยสามารถคำนวณประสิทธิภาพการดำเนินงานจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมระหว่างปี t และปี t-1 ดังนี้

$$OPT = \frac{Sales_t}{TotalAssets_t} - \frac{Sales_{t-1}}{TotalAssets_{t-1}}$$

ดังนั้นจึงคาดหวังว่าค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรนี้จะมีค่าเป็นบวก หรือประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกำไรในอนาคตและการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์

ปัจจัยมหภาคและอุตสาหกรรม

3.6.3.5 การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

จากงานวิจัยในอดีต เช่น Lev and Thiagarajan (1993) พบว่าปัจจัยมหภาค ซึ่งได้แก่การเปลี่ยนแปลงในดัชนีราคาผู้บริโภค และการเปลี่ยนแปลงในรายได้ประชาชาติที่แท้จริง (real GNP) เป็นตัวแปรที่ทำให้ความสำคัญของอัตราส่วนทางการเงินแตกต่างกันออกไป ซึ่งสอดคล้องกับ Slifer and Carnes (1995) ที่กล่าวไว้ว่ามีปัจจัยมหภาค 3 ประการที่สามารถนำมาใช้เป็นดัชนีชี้วัดผลกำไรของบริษัทและราคาหลักทรัพย์ได้ ประกอบด้วยปัจจัยการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่วัดจากรายได้ประชาชาติ ปัจจัยภาวะเงินเฟ้อ และปัจจัยอัตราดอกเบี้ย โดยสามารถอธิบายได้ดังนี้ คือ เมื่อเศรษฐกิจเจริญเติบโตขึ้น ภาวะเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยลดต่ำลง จะส่งผลให้กำไรของบริษัทมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น และราคาหุ้นของบริษัทก็จะเพิ่มสูงขึ้นด้วย ในทางตรงข้าม หากเศรษฐกิจเจริญตกต่ำ ภาวะเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้น ก็ย่อมส่งผลให้กำไรของบริษัทและราคาหุ้นของบริษัทลดต่ำลงไปด้วย ดังนั้นการศึกษาครั้งนี้จึงได้นำปัจจัยการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ซึ่งวัดด้วยผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ [11] (Gross Domestic Product) มาเป็นตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการทดสอบ โดยการวัดค่าตัวแปรนี้จะวัดจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลผลิตมวลรวมในประเทศ (GDP) ซึ่งจะสะท้อนถึงภาวการณ์ขยายตัวของเศรษฐกิจในภาพรวม โดยคาดหวังว่าค่าสัมประสิทธิ์ของ GDP จะมีเครื่องหมายเป็นบวก หรือมี

[11] แหล่งที่มาของข้อมูล: ธนาคารแห่งประเทศไทย
(http://www.bot.or.th/bothomepage/databank/EconData/Thai_Key/Thai_Key.asp)

ความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกำไรในอนาคต และการปรับประมาณกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์

3.6.3.6 ประเภทของอุตสาหกรรม

จากงานวิจัยในอดีตพบว่า ประเภทของอุตสาหกรรมมีผลกระทบต่อพฤติกรรมการประมาณการของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ (Sinha et al.,1997) เนื่องจากแต่ละบริษัทมีกิจกรรมการดำเนินงานในลักษณะที่แตกต่างกัน และบริษัทที่อยู่ต่างอุตสาหกรรมนั้นก็จะได้รับผลกระทบจากปัจจัยทางเศรษฐกิจไม่เท่ากันด้วย ลักษณะของอุตสาหกรรม เช่น ระดับการแข่งขัน ความสัมพันธ์ของคู่ค้า เทคโนโลยีการผลิต จะส่งผลกระทบต่อกำไรและจำนวนของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกำไรในอนาคต ดังนั้นการศึกษาครั้งนี้จึงควบคุมประเภทของอุตสาหกรรมไว้ โดยจัดกลุ่มอุตสาหกรรมตามรูปแบบการจัดกลุ่มอุตสาหกรรม (industry group) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งได้รวมหมวดธุรกิจ (sector) ต่างๆที่มีลักษณะธุรกิจสอดคล้องกันมาอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันเพื่อสะดวกในการทดสอบความแตกต่างระหว่างประเภทธุรกิจ โดยแบ่งกลุ่มอุตสาหกรรมออกเป็น 7 ประเภทใหญ่ คือ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี โดยการวัดค่าตัวแปรจะใช้ Dummy variable เป็นตัวแทนในแต่ละอุตสาหกรรม แสดงดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 สรุปการวัดค่าตัวแปรประเภทของอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	สัญลักษณ์ตัวแปร					
	INDUS1	INDUS2	INDUS3	INDUS4	INDUS5	INDUS6
1.เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	1	0	0	0	0	0
2.สินค้าอุปโภคบริโภค	0	1	0	0	0	0
3.สินค้าอุตสาหกรรม	0	0	1	0	0	0
4.อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0	0	0	1	0	0
5. ทรัพยากร	0	0	0	0	1	0
6. บริการ	0	0	0	0	0	1
7. เทคโนโลยี	0	0	0	0	0	0

ทั้งนี้ ไม่นับรวมกลุ่มธุรกิจการเงิน เนื่องจากเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีลักษณะเฉพาะแตกต่างจากกลุ่มอื่นๆ และไม่สามารถวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบได้อย่างครบถ้วน จึงตัดกลุ่มอุตสาหกรรมนี้ออกจากตัวอย่างที่ใช้ในการทดสอบ

ตารางที่ 5 สรุปการวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปรอิสระ (ตัวแปรที่สนใจศึกษา)	การวัดค่า	ประเภท	ทิศทางที่คาดหวัง
ปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือ *(INVS)*	$\Delta Inventory - \Delta Sales$	Continuous	-
ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า *(ARS)*	$\Delta AccountRe ceivable - \Delta Sale s$	Continuous	-
ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น *(GMS)*	$\Delta GrossMargin - \Delta Sales$	Continuous	+
ปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุน *(CAPXS)*	$\Delta IndustryCA PX - \Delta FirmCAPX$	Continuous	-
ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร *(SAS)*	$\Delta S\&A - \Delta Sales$	Continuous	-
ปัจจัยด้านหนี้สิน *(LEVS)*	$\frac{Debt_t}{Assets_t} - \frac{Debt_{t-1}}{Assets_{t-1}}$	Continuous	-
ความเห็นของผู้สอบบัญชี *(AUDIT)*	AUDIT1 = ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีถูกจำกัดขอบเขตการตรวจสอบ AUDIT2 = ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่อง AUDIT3 = ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีความไม่แน่นอนอื่นๆของกิจการ	(0,1)	-
ตัวแปรอิสระ (ตัวแปรควบคุม)	**การวัดค่า**	**ประเภท**	**ทิศทางที่คาดหวัง**
การเปลี่ยนแปลงกำไรในปีปัจจุบัน *(EPS_t)*	$(EPS_t - EPS_{t-1})/P_t$	Continuous	+
ขนาดของกิจการ *(SIZE)*	การเปลี่ยนแปลงของค่าลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดปีที่ t และ t-1	Continuous	+
การเจริญเติบโตของกิจการ *(GROWTH)*	$(TotalAssets_t - TotalAssets_{t-1})/TotalAssets_{t-1}$	Continuous	+

ตารางที่ 5 สรุปการวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย (ต่อ)

ตัวแปรอิสระ (ตัวแปรควบคุม)	การวัดค่า	ประเภท	ทิศทางที่คาดหวัง
ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน *(OPT)*	$\frac{Sales_t}{TotalAsset\ s_t} - \frac{Sales_{t-1}}{TotalAsset\ s_{t-1}}$	Continuous	+
การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ *(GDP)*	$GDP_t - GDP_{t-1}$	Continuous	+
ประเภทของอุตสาหกรรม *(INDUS)*	INDUS1 = กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร INDUS 2 = กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค INDUS 3 = กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม INDUS 4 = กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง INDUS 5 = กลุ่มทรัพยากร INDUS 6 = กลุ่มบริการ	(0,1)	N/A
ตัวแปรตาม	**การวัดค่า**	**ประเภท**	**ทิศทางที่คาดหวัง**
การปรับประมาณการของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ *(REV_{it})*	$(PostF_{t+1} - PreF_{t+1})/P_t$	Continuous	N/A

3.7 แนวทางการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross sectional data) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2544-2549 โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares, OLS) ซึ่งเป็นการประมาณค่าในการวิเคราะห์ความถดถอยเพื่อวิเคราะห์หาถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรที่เกี่ยวข้องว่ามีความสัมพันธ์กันในลักษณะใด รวมถึงการวิเคราะห์ถึงผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม โดยเงื่อนไขในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุมีดังต่อไปนี้

1. ความคลาดเคลื่อน e_i เป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ
2. ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์ นั่นคือ E(e) = 0
3. ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า V(e) = σ^2_e

4. e_i และ e_j เป็นอิสระจากกัน ; $i \neq j$ นั่นคือ covariance (e_i , e_j) = 0

5. ตัวแปรอิสระ x_i และ x_j ต้องเป็นอิสระกัน

การสรุปผลการวิเคราะห์ที่ได้จากการประมวลผลข้อมูลทางสถิติจะแบ่งออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่ สถิติเชิงพรรณนา และสถิติเชิงอนุมาน ดังต่อไปนี้

3.7.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลในรูปแบบของค่าสถิติพื้นฐาน เพื่อเสนอข้อมูลเบื้องต้นเกี่ยวกับตัวแปรที่เก็บรวบรวมได้ ซึ่งจะแสดงค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าความเบ้ของข้อมูล (Skewness) ค่าความโด่งของข้อมูล (Kurtosis)

3.7.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic) เป็นการวิเคราะห์ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ โดยใช้วิธีการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ และสหสัมพันธ์เชิงซ้อน (Correlation Analysis) ซึ่งจะเป็นการวิเคราะห์ถึงภาพรวมของทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

กล่าวโดยสรุป ในบทนี้ได้อธิบายถึงรายละเอียดของวิธีดำเนินการวิจัย ซึ่งประกอบด้วยข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการทดสอบ การพัฒนาสมมติฐานตลอดจนแบบจำลองที่ใช้ในงานวิจัย และสถิติที่ใช้ในการทดสอบ ซึ่งจะทำให้เข้าใจในวิธีการศึกษาเรื่องปัจจัยด้านงบการเงินที่มีผลกระทบต่อการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ได้อย่างชัดเจนมากขึ้น รวมถึงจะช่วยให้การตีความผลการศึกษาเป็นไปอย่างถูกต้องเหมาะสมอีกด้วย

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 4
ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ในบทนี้จะแสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูล ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนแรกจะกล่าวถึงผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา รวมทั้งลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างในภาพรวม ส่วนที่สองเป็นการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน โดยใช้วิธีการวิเคราะห์สหสัมพันธ์และการวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวาง (Cross-sectional Regression Analysis) แบบรวม (Pooled) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์

4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา

4.1.1 ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง

การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์นั้น ข้อมูลที่สำคัญมากที่สุดคือข้อมูลประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ ซึ่งสามารถเก็บรวบรวมได้จากฐานข้อมูล I/B/E/S โดยจะต้องมีข้อมูลประมาณการกำไรต่อหุ้นสำหรับปีปัจจุบันและปีถัดไปอย่างครบถ้วนจึงนำมาใช้เป็นตัวอย่างในการทดสอบได้ ทั้งนี้ การคัดเลือกตัวอย่างที่นำมาทดสอบได้พิจารณาถึงข้อมูลประมาณการกำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์เป็นลำดับแรก โดยบริษัทนั้นจะต้องมีข้อมูลประมาณการกำไรต่อหุ้นครอบคลุมในช่วงที่ทำการศึกษา รวมทั้งมีข้อมูลทางบัญชีครบถ้วนสำหรับการคำนวณค่าตัวแปรต่างๆ สำหรับบริษัทที่ไม่มีข้อมูลดังกล่าวก็จะถูกตัดออกจากกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งการคัดเลือกตัวอย่างเบื้องต้นนี้แสดงในตารางที่ 6

จากตารางที่ 6 ประชากรที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมด คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 2179 ตัวอย่างในระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 – 2549 โดยมีบริษัทที่คัดเลือกมาตรงตามเกณฑ์การเลือกตัวอย่างเบื้องต้นเพียง 375 ตัวอย่างเท่านั้น และเมื่อพิจารณาค่าผิดปกติของข้อมูล (Outliers) จากสถิติ Cook's distance[12] และ Box plot[13] แล้ว ทำ

---

[12] ค่าสถิติ Cook's distance เป็นการทดสอบเพื่อตัดข้อมูลที่มีค่าผิดปกติออกจากการวิเคราะห์ ซึ่งข้อมูลดังกล่าวอาจเป็นข้อมูลที่มีค่ามากหรือน้อยผิดปกติ โดยหากค่า Cook's distance ของ case ใดมีค่ามากกว่า 1 ก็จะทำการตัดข้อมูลนั้นออกจากการวิเคราะห์ เพื่อลดความแปรปรวนของข้อมูล เนื่องจากค่าผิดปกตินี้จะมีอิทธิพลต่อการคำนวณสัมประสิทธิ์ความถดถอยในการวิเคราะห์ความถดถอยได้

ให้ต้องตัดตัวอย่างที่มีข้อมูลเกินปกติออกไปอีก 57 ตัวอย่าง จึงเหลือตัวอย่างที่มีข้อมูลครบถ้วนพร้อมที่จะนำมาศึกษาจำนวนรวมทั้งสิ้น 318 ตัวอย่าง

ตารางที่ 6 ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง

ปี พ.ศ.	2549	2548	2547	2546	2545	รวม
จำนวนบริษัทจดทะเบียนรวม [++]	476	468	439	407	389	2179
หัก บริษัทที่ไม่ตรงเกณฑ์การเลือกตัวอย่าง [@]	(401)	(391)	(360)	(329)	(323)	(1804)
จำนวนบริษัทที่คัดเลือกเป็นกลุ่มตัวอย่างเบื้องต้น	75	77	79	78	66	375
หัก บริษัทที่มีข้อมูลที่เกินปกติ (Outliers)	(15)	(9)	(11)	(7)	(15)	(57)
จำนวนบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่าง	60	68	68	71	51	318

[++] ที่มา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

[@] บริษัทที่ไม่ตรงเกณฑ์การเลือกตัวอย่าง ได้แก่ บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน บริษัทที่ไม่มีข้อมูลประมาณการกำไรต่อหุ้นในช่วงระยะเวลาที่ศึกษา และบริษัทที่ไม่สามารถติดตามข้อมูลทางบัญชีได้

ตารางที่ 7 จำนวนตัวอย่างแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม / **ปี พ.ศ.**	**2549**	**2548**	**2547**	**2546**	**2545**	**รวม**	**ร้อยละ**
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	5	7	7	7	6	32	10.06
สินค้าอุปโภคบริโภค	2	2	3	3	1	11	3.46
สินค้าอุตสาหกรรม	9	8	10	11	10	48	15.09
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	12	13	12	12	7	56	17.61
ทรัพยากร	6	7	7	7	4	31	9.75
บริการ	14	16	15	16	13	74	23.27
เทคโนโลยี	12	15	14	15	10	66	20.75
รวมตัวอย่างทั้งหมด	60	68	68	71	51	318	100.00

[13] สถิติ Box plot เป็นเทคนิคให้รายละเอียดเกี่ยวกับการแจกแจงข้อมูลและให้ค่าข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outlier) ซึ่งอาจเป็นค่าที่สูงมากหรือต่ำมากจากค่ากลางนั่นเอง

จากตารางที่ 7 แสดงกลุ่มตัวอย่างแยกตามอุตสาหกรรมที่เป็นไปตามเงื่อนไขของการวิจัย หลังจากตัดข้อมูลเกินปกติออกไปแล้วจำนวนรวม 318 ตัวอย่าง อันประกอบไปด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มบริการ โดยกลุ่มที่มีจำนวนตัวอย่างมากที่สุดคือ กลุ่มบริการ และรองลงมา คือ กลุ่มเทคโนโลยี คิดเป็นร้อยละ 23.27 และ 20.75 ของกลุ่มตัวอย่างตามลำดับ

4.1.2 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐาน

ในส่วนนี้แสดงค่าสถิติพื้นฐานเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 318 ตัวอย่าง ซึ่งแสดงด้วยสถิติ ค่าสูงสุด (Max) ค่าต่ำสุด (Min) ค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) ค่าความเบ้ของข้อมูล (Skewness) ค่าความโด่งของข้อมูล (Kurtosis) ความถี่และร้อยละของกลุ่มตัวอย่าง แสดงดังตารางที่ 8 และตารางที่ 9 สำหรับปัจจัยแต่ละตัวสามารถอธิบายได้ดังนี้

1. ปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือ (INVS) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.083 แสดงให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่มีอัตราการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือสูงกว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย 8.3 % ซึ่งอาจเป็นสัญญาณในทางลบได้ หากสินค้าที่เพิ่มขึ้นนั้นมีสาเหตุมาจากยอดขายที่ลดลงอย่างไม่คาดคิดมาก่อน หรือเป็นการผลิตสินค้าที่ไม่มีประสิทธิภาพ สินค้ามีการเคลื่อนไหวน้อยและล้าสมัย อาจส่งสัญญาณที่ไม่ดีต่อกำไรในอนาคตของกิจการ รวมถึงส่งผลต่อการปรับลดประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ด้วย

2. ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า (ARS) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.072 แสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยบริษัทมีอัตราการเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าสูงกว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขายถึง7.2% ซึ่งอาจเป็นผลมาจากการกระตุ้นยอดขายด้วยนโยบายขยายสินเชื่อให้ลูกค้า หรือเกิดจากปัญหาการเรียกชำระเงินจากลูกหนี้ไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอ จึงทำให้ลูกหนี้การค้าเพิ่มขึ้น ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อกำไรในอนาคตได้หากลูกหนี้นั้นเป็นหนี้สูญ (NPL) และอาจทำให้นักวิเคราะห์ปรับลดประมาณการกำไรลงหากลูกหนี้การค้านั้นเป็นสัญญาณในทางลบต่อกำไรของกิจการ

ตารางที่ 8 ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปร

ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปร ซึ่งประกอบด้วย ตัวแปรอิสระ คือ ปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือ (INVS) ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า (ARS) ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น (GMS) ปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุน (CAPXS) ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SAS) ปัจจัยด้านหนี้สิน (LEVS) การเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีปัจจุบัน (EPS) ขนาดของกิจการ (SIZE) การเจริญเติบโตของกิจการ (GROWTH) ประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการ (OPT) การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) และตัวแปรตาม คือ การปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ (REV) ซึ่งได้แสดงค่าต่ำสุด (Min) ค่าสูงสุด (Max) ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) ค่าความเบ้ของข้อมูล (Skewness) และค่าความโด่งของข้อมูล (Kurtosis) จากตัวอย่างทั้งหมด 318 ตัวอย่างแสดงดังต่อไปนี้

ตัวแปร	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness	Kurtosis
INVS	-3.389	9.213	0.083	0.968	4.427	34.285
ARS	-3.388	8.121	0.072	0.871	3.387	28.781
GMS	-2.760	3.617	-0.0002	0.410	2.495	34.471
CAPXS	-16.658	16.792	-0.452	2.385	-1.718	22.241
SAS	-3.185	2.808	-0.069	0.389	-1.951	30.335
LEVS	-0.521	0.432	-0.014	0.096	-0.351	4.670
EPS	-1.366	0.653	0.007	0.140	-2.728	33.451
SIZE	19.557	27.172	23.028	1.495	0.385	-0.037
GROWTH	-0.297	3.612	0.163	0.322	5.849	52.594
OPT	-1.111	1.045	0.043	0.213	-0.319	6.823
GDP	0.045	0.071	0.057	0.010	0.276	-1.390
REV	-0.087	0.080	-0.008	0.032	-0.422	0.002

3. ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น (GMS) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.0002 หมายความว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรขั้นต้นเมื่อเทียบกับยอดขายอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าเล็กน้อยประมาณ 0.02 % แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของกำไรขั้นต้นค่อนข้างใกล้เคียงกับการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย แต่จากค่าเฉลี่ยที่เป็นลบแม้ว่าเพียงเล็กน้อยนั้น อาจสะท้อนถึงการลดลงของความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ซึ่งอาจมีสาเหตุมาจากการแข่งขันที่รุนแรงและมีคู่แข่งทางการค้าเพิ่มมากขึ้น การตั้งราคาที่สูงไปจะทำให้ยอดขายลดลง จึงทำให้บริษัทต้องลดราคาขายสินค้าเพื่อรักษาส่วนแบ่งตลาดไว้ ดังนั้นกำไรขั้นต้นที่ได้รับจึงลดลงตามไปด้วย หรืออีกนัยหนึ่งคือการควบคุมต้นทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ กำไรขั้นต้นก็อาจลดลงได้เช่นกัน ซึ่งการลดลง

ของกำไรขั้นต้นนี้ส่งสัญญาณในทางลบต่อกำไรในอนาคตของกิจการ และนักวิเคราะห์อาจจะปรับลดประมาณการกำไรให้น้อยลงด้วย

4. ปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุน (CAPXS) มีค่าเฉลี่ยเป็นลบเท่ากับ -0.452 แสดงว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของรายจ่ายฝ่ายทุนของกิจการมีค่ามากกว่าเมื่อเทียบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุนของอุตสาหกรรมถึง 45.2 % สะท้อนให้เห็นถึงการลงทุนของกิจการที่มากกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นในกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งนับว่าเป็นสัญญาณที่ดีต่อกิจการ เนื่องจากกิจกรรมการลงทุนที่เพิ่มขึ้น อาทิ การลงทุนในเครื่องจักรการผลิต หรือการขยายโรงงาน จะช่วยเพิ่มศักยภาพของบริษัทในการแข่งขันและการเติบโตได้ในระยะยาว และอาจส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของกำไรในอนาคตของกิจการด้วย ถึงแม้ว่าการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรจะก่อให้เกิดค่าเสื่อมราคาตามมามากมาย แต่เมื่อมองไปในอนาคตระยะยาวแล้วการลงทุนจะให้ผลประโยชน์อย่างคุ้มค่าเมื่อมีการวางแผนงานและการควบคุมประสิทธิภาพเป็นอย่างดี

5. ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SAS) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.069 แสดงว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่ำกว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขายถึง 6.9% ซึ่งอาจเป็นเพราะการควบคุมค่าใช้จ่ายที่มีประสิทธิภาพมากขึ้นกว่าเดิม ทำให้ค่าใช้จ่ายต่างๆ ลดลงมาก กำไรของกิจการมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ซึ่งนับว่าเป็นสัญญาณที่ดีและอาจส่งผลให้นักวิเคราะห์ปรับประมาณการกำไรให้เพิ่มสูงขึ้นด้วย

6. ปัจจัยด้านหนี้สิน (LEVS) ของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยเป็น -0.014 เท่า ซึ่งหมายถึงการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เมื่อเทียบกับปีก่อนลดต่ำลง สะท้อนว่าบริษัทมีการก่อหนี้ในอัตราที่ลดลง ทำให้ความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ลดน้อยลงตามไปด้วย ซึ่งนับเป็นสัญญาณที่ดีต่อกำไรในอนาคต และอาจส่งผลกระทบต่อการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ในทิศทางที่เพิ่มขึ้นได้

7. การเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีปัจจุบัน (EPS) สำหรับบริษัทในกลุ่มตัวอย่างโดยเฉลี่ยมีค่าเป็นบวกเล็กน้อยเท่ากับ 0.007 สะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานในปัจจุบันที่ดีขึ้นถึง 0.7 % เมื่อเทียบกับปีก่อน ซึ่งอาจมีสาเหตุมาจากยอดขายที่สูงขึ้นมากหรือการลดลงของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเมื่อเทียบกับยอดขาย จึงนับว่าเป็นสัญญาณในทางบวกและอาจส่งผลให้นักวิเคราะห์ปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้นด้วย

8. ขนาดของกิจการ (SIZE) ที่วัดค่าจากลอการึธึมของมูลค่าตลาด พบว่าขนาดของกิจการเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 23.28 หรือคิดเป็น 33,947 ล้านบาท ส่วนขนาดกิจการที่สูงสุดและต่ำสุดเท่ากับ 27.172 และ 19.557 ตามลำดับ หรือเท่ากับ 632,177 ล้านบาทและ 311 ล้านบาทตามลำดับ ซึ่งในที่นี้ บริษัทที่ถูกคัดเลือกมาเป็นกลุ่มตัวอย่างเบื้องต้น (ประมาณ 79 บริษัทต่อปี) มีจำนวน 29 บริษัทที่อยู่ในกลุ่ม SET 50 หรือ จำนวน 45 บริษัทที่อยู่ในกลุ่ม SET 100[14]

9. การเจริญเติบโตของกิจการ (GROWTH) ที่วัดค่าด้วยอัตราการเติบโตของสินทรัพย์ พบว่าโดยเฉลี่ยกลุ่มตัวอย่างมีสินทรัพย์รวมเพิ่มสูงขึ้น 16.3 % ซึ่งเห็นได้จากค่าเฉลี่ยที่เป็นบวก 0.163 หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ กิจการเติบโตเพิ่มขึ้นถึง 16.3% ซึ่งเป็นเครื่องวัดที่สะท้อนให้เห็นผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น จึงนับว่าเป็นสัญญาณเชิงบวกและอาจทำให้นักวิเคราะห์มีแนวโน้มปรับเพิ่มประมาณการกำไรของบริษัทให้สูงขึ้นตาม

10. ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (OPT) ที่วัดค่าด้วยอัตราการเปลี่ยนแปลงของการหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (Assets turnover) พบว่ามีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.043 เท่า สะท้อนให้เห็นว่ากลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่สามารถบริหารสินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่งสัญญาณเชิงบวกต่อการดำเนินงานของกิจการและอาจทำให้แนวโน้มการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์เป็นไปในทิศทางที่ดีขึ้นด้วย

11. การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) พบว่า โดยเฉลี่ยการเติบโตของภาวะเศรษฐกิจในช่วงปีที่ทดสอบ (ปี พ.ศ. 2545 -2549) เป็นช่วงเศรษฐกิจขยายตัวในระดับปานกลาง มีอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลผลิตมวลรวมภายในประเทศเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 5.7 % สะท้อนภาวะเศรษฐกิจในภาพรวมที่ดีขึ้นเมื่อเทียบกับปีก่อน เศรษฐกิจที่ขยายตัวจะช่วยให้บริษัทในทุกอุตสาหกรรมขยายตัวตามภาวะเศรษฐกิจ ทิศทางการประกอบการของบริษัทมีแนวโน้มจะสูงขึ้น ซึ่งส่งผลต่อการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ที่ต้องปรับเพิ่มตามไปด้วย และเมื่อพิจารณา GDP ในแต่ปีแล้วพบว่าในระยะเวลา 5 ปีนี้เศรษฐกิจเติบโตในอัตราที่ไม่ต่างกันมากนัก คือ 5.3% 7.1% 6.3% 4.5% 5.02% สำหรับปี พ.ศ. 2545 – 2549 ตามลำดับ

12. การปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ (REV) พบว่ามีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.008 แสดงให้เห็นว่านักวิเคราะห์โดยเฉลี่ยจะปรับประมาณการกำไรในทิศทางที่ลดลง 0.8%

---

[14] แหล่งที่มา : รายชื่อหลักทรัพย์ที่นำมาใช้ในการคำนวณดัชนี SET 50/100 Index ระหว่าง ก.ค. 2549 ถึง ธ.ค. 2549 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (http://www.set.or.th/th/company/files/SET100_4_H2_2006.xls)

เมื่อพิจารณาจากการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยพื้นฐานในปีก่อน ถึงแม้ว่าปัจจัยพื้นฐานบางปัจจัยจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่ดีขึ้นก็ตาม แต่นักวิเคราะห์อาจได้รับข้อมูลอื่นที่นอกเหนือจากปัจจัยพื้นฐานเหล่านี้ เช่น ข้อมูลภายในจากผู้บริหาร จึงทำให้นักวิเคราะห์ปรับประมาณการไปตามปัจจัยต่างๆ เหล่านี้ด้วยเช่นกัน

ตารางที่ 9 ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรความเห็นของผู้สอบบัญชี

ค่าสถิติพื้นฐานสำหรับตัวแปรความเห็นของผู้สอบบัญชี (AUDIT) ซึ่งแบ่งออกได้เป็น 4 กรณี คือ ความเห็นของผู้สอบบัญชีที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีถูกจำกัดขอบเขตการตรวจสอบ ปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่อง ปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆ และความเห็นของผู้สอบบัญชีอย่างไม่มีเงื่อนไขซึ่งรวมถึงกรณีอื่นที่ไม่เข้าตาม 3 กรณีดังกล่าวข้างต้น โดยจะแสดงค่าความถี่ในแต่ละกรณี และค่าร้อยละของแต่ละกรณีเมื่อเทียบกับทั้งหมด ดังตารางต่อไปนี้

ความเห็นของผู้สอบบัญชีที่เปลี่ยนแปลงไปกรณี...	จำนวนตัวอย่าง	ร้อยละ
1. การจำกัดขอบเขตตรวจสอบ	21	6.60
2. ปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่อง	9	2.83
3. ปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆ	18	5.66
4. ความเห็นอย่างไม่มีเงื่อนไขรวมทั้งกรณีอื่นนอกเหนือจาก 3 ข้อข้างต้น	270	84.91
รวม	318	100.00

จากตารางที่ 9 แสดงความถี่และร้อยละของปัจจัยความเห็นของผู้สอบบัญชี (AUDIT) จากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 318 ตัวอย่าง พบว่าผู้สอบบัญชีจะแสดงความเห็นแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีการจำกัดขอบเขตการตรวจสอบในจำนวนที่มากที่สุด คือ 21 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 6.60 รองลงมาคือ ความเห็นแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆจำนวน 18 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 5.66 ส่วนความเห็นแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่องพบในจำนวนที่น้อยที่สุดคือร้อยละ 2.83 หรือจำนวน 9 ตัวอย่างเท่านั้น นอกเหนือจากนี้ กลุ่มตัวอย่างจำนวน 270 ตัวอย่างหรือร้อยละ 84.91 ผู้สอบบัญชีได้แสดงความเห็นอย่างไม่มีเงื่อนไข รวมทั้งกรณีอื่นนอกเหนือจาก 3 กรณีนี้ เช่น การเปลี่ยนนโยบายบัญชี เป็นต้น โดยสรุปแล้วกลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่ถึงร้อยละ 84.91 จะได้รับรายงานจากผู้สอบบัญชีที่แสดงความเห็นอย่างไม่มีเงื่อนไข และมีเพียงร้อยละ 15.09 เท่านั้นที่ได้รับรายงานจากผู้สอบบัญชีที่แสดงความเห็นแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีที่อาจส่งสัญญาณเชิงลบต่อกำไรในอนาคตของกิจการ ซึ่งก็คือ กรณีจำกัดขอบเขตการตรวจสอบ ปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่อง และปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆ นั่นเอง

4.2 ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงอนุมาน

4.2.1 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์เป็นการตรวจสอบถึงขนาดและทิศทางความสัมพันธ์ตัวแปรต่างๆ ในเบื้องต้น โดยจากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 10 พบว่า ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น (GMS) กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์เท่ากับ 0.353 ซึ่งเป็นไปตามทิศทางที่คาดหวังอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่า ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้นมีแนวโน้มส่งผลกระทบต่อการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ในทิศทางเดียวกัน เพราะอาจส่งสัญญาณในทางบวกต่อกำไรในอนาคต ส่วนค่าสหสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SAS) และปัจจัยด้านหนี้สิน (LEVS) มีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ โดยมีค่าเท่ากับ -0.286 และ -0.121 ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร และปัจจัยด้านหนี้สิน มีแนวโน้มส่งผลต่อการปรับประมาณการกำไรในปีถัดไปของนักวิเคราะห์ในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งอาจสะท้อนให้เห็นสัญญาณในทางลบต่อกำไรในอนาคตได้

ส่วนตัวแปรควบคุมทั้งหมด ประกอบด้วย การเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีปัจจุบัน (EPS) ขนาดของกิจการ (SIZE) การเจริญเติบโตของกิจการ (GROWTH) ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (OPT) และการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) ล้วนมีค่าสัมประสิทธิสหสัมพันธ์เป็นบวกเท่ากับ 0.372 0.193 0.170 0.163 และ 0.230 ตามลำดับ โดยมีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติซึ่งเป็นไปตามทิศทางที่คาดหวังไว้ สะท้อนให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยเหล่านี้มีแนวโน้มส่งผลกระทบกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ในทิศทางเดียวกัน

อย่างไรก็ตาม เงื่อนไขที่สำคัญข้อหนึ่งสำหรับการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ คือ ตัวแปรอิสระทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษาต้องเป็นอิสระต่อกัน เพื่อป้องกันมิให้เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) จนทำให้การวิเคราะห์ความถดถอยผิดพลาดไปจากข้อเท็จจริงได้ ซึ่งผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระดังตารางที่ 10 โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละคู่ หากตัวแปรคู่ใดมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มากกว่า 0.7 แสดงว่าตัวแปรคู่นั้นมีความสัมพันธ์ระหว่างกันมากจนอาจทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ซึ่งจากผลการวิเคราะห์ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระในระดับที่สูงเกินกว่าที่กำหนด (ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มากกว่า 0.7) อีกทั้งเมื่อพิจารณาจากค่าสถิติ

Variance Inflation Factor (VIF) และค่า Tolerance ซึ่งเป็นค่าที่ใช้วัดว่า ตัวแปรอิสระแต่ละตัวถูกอธิบายโดยตัวแปรอิสระตัวอื่นในระดับใด หากค่า VIF มีค่ามากก็แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่นๆ มาก ซึ่งตามปกติค่า VIF ที่มากกว่า 10 ขึ้นไป และค่า Tolerance ของตัวแปรที่มีค่าเข้าใกล้ศูนย์ (ต่ำกว่า 0.1) จึงจะถือว่าอยู่ในระดับที่จะก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity แต่จากผลการทดสอบค่าสถิติ Tolerance และ VIF ที่แสดงอยู่ในภาคผนวก หน้า 95 นั้นพบว่าตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่า Tolerance เข้าใกล้ศูนย์ และค่า VIF ต่ำกว่า 10 ดังนั้นจึงอาจสรุปได้ว่าตัวแปรอิสระทุกตัวที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างกันจนอยู่ในระดับที่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity และไม่ทำให้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุผิดเพี้ยนไปจากข้อเท็จจริงได้

4.2.2 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามว่ามีความสัมพันธ์เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้หรือไม่นั้น จะใช้วิธีการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุเพื่อทดสอบสมมติฐานดังกล่าว โดยก่อนที่จะใช้เทคนิคนี้ได้จะต้องทดสอบข้อมูลที่ใช้ประมวลผลว่าเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุทุกประการหรือไม่ อันได้แก่

1) ความคลาดเคลื่อน e_i เป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ

2) ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์ นั่นคือ E(e) = 0

3) ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า $V(e) = \sigma_e^2$

4) e_i และ e_j เป็นอิสระต่อกัน ; $i \neq j$ นั่นคือ covariance $(e_i , e_j) = 0$

5) ตัวแปรอิสระ x_i และ x_j ต้องเป็นอิสระต่อกัน

ผลการทดสอบพบว่าข้อมูลที่ใช้ในการประมวลผลนั้นเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุทุกประการ ดังนั้นจึงใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในการทดสอบสมมติฐานการวิจัยได้อย่างเหมาะสม ส่วนรายละเอียดการทดสอบเงื่อนไขทั้ง 5 ข้อนี้ ได้แสดงแล้วไว้ในส่วนของภาคผนวก หน้า 90

ตารางที่ 10 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlation Coefficient)

	REV	INVS	ARS	GMS	CAPXS	SAS	LEVS	AUDIT1	AUDIT2	AUDIT3	EPS	SIZE	GROWTH	OPT	GDP
REV	1	-0.071	0.003	0.353**	0.026	-0.286**	-0.121*	-0.040	-0.047	0.017	0.372**	0.193**	0.170**	0.163**	0.230**
INVS		1	0.142*	-0.054	-0.051	0.192**	0.082	0.079	0.051	-0.059	-0.101	0.009	0.235**	-0.243**	-0.018
ARS			1	0.012	0.026	0.169**	0.075	0.078	-0.015	-0.021	-0.052	-0.022	0.170**	-0.238**	0.1
GMS				1	-0.066	-0.036	-0.094	0.006	-0.245**	-0.051	0.251**	0.042	0.059	-0.042	0.052
CAPXS					1	-0.015	-0.076	-0.129*	0.137*	-0.009	0.059	-0.011	-0.113*	0.112*	0.06
SAS						1	-0.011	-0.064	-0.018	-0.057	-0.216**	-0.016	-0.172**	-0.299**	-0.024
LEVS							1	-0.07	0.025	-0.111*	-0.1	-0.129*	0.244**	-0.139*	-0.042
AUDIT1								1	0.242**	0.217**	-0.002	0.135*	0.132*	0.022	0.048
AUDIT2									1	0.188**	0.05	-0.04	0.131*	0.02	0.044
AUDIT3										1	0.04	0.047	-0.06	-0.006	0.051
EPS											1	0	0.037	0.149**	0.022
SIZE												1	-0.062	0.117*	0.024
GROWTH													1	-0.353**	0.064
OPT														1	0.003
GDP															1

*, ** ระดับนัยสำคัญ 0.05, 0.01 ตามลำดับ (2ทาง)

REV = การปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ INVS = ปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือ ARS = ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า GMS = ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น CAPXS = ปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุน

SAS = ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร LEVS = ปัจจัยด้านหนี้สิน AUDIT = ความเห็นของผู้สอบบัญชี EPS = การเปลี่ยนแปลงกำไรในปีปัจจุบัน

SIZE = ขนาดของกิจการ GROWTH = การเจริญเติบโตของกิจการ OPT = ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน GDP = การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 11 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์จากกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2545 - 2549 รวมทั้งหมด 318 ตัวอย่าง ตัวแปรตามคือ การปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ (REV) ตัวแปรอิสระคือ ปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือ (INVS) ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า (ARS) ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น (GMS) ปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุน (CAPXS) ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SAS) ปัจจัยด้านหนี้สิน (LEVS) และความเห็นของผู้สอบบัญชี (AUDIT) ตัวแปรควบคุม คือ การเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีปัจจุบัน (EPS) ขนาดของกิจการ (SIZE) การเจริญเติบโตของกิจการ (GROWTH) ประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการ (OPT) การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) และประเภทของอุตสาหกรรม (INDUS) โดยทดสอบด้วยแบบจำลองสมการความถดถอย ซึ่งแสดงค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficient of regression) ค่าสถิติ t (T-statistic) ค่า P-value ค่าสถิติ F (F-statistic) และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ปรับปรุงแล้ว (Adj-R^2) จากแบบจำลองดังต่อไปนี้

$$REV_{it} = \alpha + \beta_0 INVS_{it} + \beta_1 ARS_{it} + \beta_2 GMS_{it} + \beta_3 CAPXS_{it} + \beta_4 SAS_{it} + \beta_5 LEVS_{it} + \beta_6 AUDIT1_{it} + \beta_7 AUDIT2_{it} + \beta_8 AUDIT3_{it} + \beta_9 EPS_{it} + \beta_{10} SIZE_{it\,t} + \beta_{11} GROWTH + \beta_{12} OPT_{it} + \beta_{13} GDP_t + \beta_{14} INDUS1_{it} + \beta_{15} INDUS2_{it} + \beta_{16} INDUS3_{it} + \beta_{17} INDUS4_{it} + \beta_{18} INDUS5_{it} + \beta_{19} INDUS6_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dependent Variable	Independent Variable																				
	Intercept	*INVS*	*ARS*	*GMS*	*CAPXS*	*SAS*	*LEVS*	*AUDIT1*	*AUDIT2*	*AUDIT3*	*EPS*	*SIZE*	*GROWTH*	*OPT*	*GDP*	*INDUSTRY*					
	(+/-)	(-)	(-)	(+)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	*1*	*2*	*3*	*4*	*5*	*6*
REV																					
Coefficient	-0.133	0.000	0.004	0.020	-7E-05	-0.012	-0.029	-0.019	0.000	0.004	0.053	0.003	0.021	0.022	0.633	0.001	0.025	0.002	0.007	0.014	0.007
T-stat	-4.916	0.085	2.175	5.094	-0.116	-2.601	-1.764	-2.813	0.041	0.735	4.572	3.081	3.726	2.606	4.170	0.131	1.984	0.277	1.487	2.387	1.350
P-value	0.000	0.933	0.030**	0.000***	0.908	0.010***	0.079*	0.005***	0.967	0.463	0.000***	0.002***	0.000***	0.010***	0.000***	0.896	0.048**	0.782	0.138	0.018**	0.178

R^2 = 0.393, Adj-R^2=0.352, F-Statistic= 9.579, Sig-F=0.000

*, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% 95% และ 99% ตามลำดับ

( ) แสดงถึงทิศทางค่าสัมประสิทธิ์ที่คาดหวังของตัวแปรคือ บวก (+) ลบ (-)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

4.2.2.1 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์กับปัจจัยพื้นฐานโดยใช้แบบจำลองรวม

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยปัจจัยพื้นฐานกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในภาพรวม แสดงในตารางที่ 11 เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ว่า

H_1: ปัจจัยด้านงบการเงินมีความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยตามตารางที่ 11 พบว่าแบบจำลองโดยรวมมีความเหมาะสมในการทดสอบสมมติฐานการวิจัย กล่าวคือ ค่า Sig-F เท่ากับ 0.000 จึงอาจสรุปได้ว่ามีปัจจัยพื้นฐานอย่างน้อย 1 ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และเมื่อพิจารณาค่า Adj-R^2 มีค่าเท่ากับ 0.352 แสดงว่าปัจจัยพื้นฐานสามารถอธิบายการปรับประมาณการกำไรได้ถึง 35.2% โดยผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยด้านงบการเงินซึ่งเป็นตัวแปรที่สนใจศึกษากับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์นั้น พบว่า ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า (ARS) ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น (GMS) ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SAS) ปัจจัยด้านหนี้สิน (LEVS) และความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีการจำกัดขอบเขตการตรวจสอบ (AUDIT1) มีความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ (REV) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยเท่ากับ 0.004 0.020 -0.012 -0.029 และ -0.019 ตามลำดับ และเมื่อพิจารณาถึงลักษณะทิศทางของแต่ละปัจจัยพบว่า ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น (GMS) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก ส่วนปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SAS) ปัจจัยด้านหนี้สิน (LEVS) และความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีถูกจำกัดขอบเขตการตรวจสอบ (AUDIT1) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ ซึ่งเป็นไปในทิศทางที่คาดหวังไว้ แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยเหล่านี้ส่งผลกระทบต่อการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า (ARS) กลับพบความสัมพันธ์ในเชิงบวกซึ่งไม่เป็นไปตามที่คาดหวัง แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยด้านลูกหนี้การค้าส่งผลกระทบต่อการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ในทิศทางเดียวกัน โดยผลการวิเคราะห์สามารถอธิบายได้ดังนี้

ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า (ARS) จากสมมุติฐานที่คาดไว้ว่า ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้ามีแนวโน้มสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ในทิศทางตรงกันข้าม เนื่องจากการเพิ่มขึ้นในสัดส่วนที่ไม่เหมาะสมของลูกหนี้การค้าเมื่อเทียบกับยอดขาย แสดงให้เห็นถึงสัญญาณที่ไม่ดีต่อกำไรในอนาคตของกิจการ กล่าวคือ การที่ลูกหนี้การค้าเพิ่มขึ้นในอัตราที่มากกว่ายอดขาย อาจ

สะท้อนให้เห็นถึงการเรียกเก็บหนี้ที่ไม่มีประสิทธิภาพ เพราะมีลูกหนี้ค้างชำระเดิมค่อนข้างมาก จึงเกิดความเสี่ยงที่จะเป็นหนี้สูญได้ หรืออีกนัยหนึ่ง อาจเป็นไปได้ว่ามีการจัดการกำไรโดยอาศัยการเพิ่มขึ้นลูกหนี้การค้าเพื่อให้กำไรของกิจการดูดีขึ้น ซึ่งสิ่งเหล่านี้ย่อมส่งผลเสียต่อกำไรในอนาคตและส่งผลกระทบต่อการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ในทิศทางที่ลดลงด้วย แต่ผลการทดสอบนั้นกลับพบความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ซึ่งแตกต่างจากทิศทางที่คาดหวังไว้ แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าจะส่งผลกระทบต่อการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ หากลูกหนี้การค้าเพิ่มขึ้น ก็จะส่งผลให้นักวิเคราะห์ปรับเพิ่มประมาณการกำไรให้สูงขึ้นด้วย ในทางตรงข้ามหากลูกหนี้การค้าลดลง นักวิเคราะห์ก็จะปรับลดประมาณการกำไรลงด้วยเช่นกัน โดยผลที่พบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Abarbanell and Bushee (1997) ที่พบว่าปัจจัยลูกหนี้การค้ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีถัดไป ซึ่งผลที่ได้นี้ชี้ให้เห็นว่าการดำเนินธุรกิจที่อยู่ในสภาวะการแข่งขันที่รุนแรงนั้น บริษัทจำเป็นต้องเพิ่มยอดขายโดยใช้นโยบายขยายสินเชื่อแก่ลูกค้าเพื่อจูงใจให้ซื้อสินค้าของกิจการ ดังนั้น การเพิ่มขึ้นของลูกหนี้การค้าจึงอาจเป็นผลมาจากการกระตุ้นยอดขายของกิจการ ซึ่งจะทำให้กำไรในอนาคตของกิจการเพิ่มตามไปด้วย สำหรับกรณีนี้จะสะท้อนให้เห็นถึงสัญญาณในทางบวก และอาจส่งผลให้นักวิเคราะห์ต้องปรับเพิ่มประมาณการกำไรไปในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงลูกหนี้การค้า เพื่อสะท้อนให้เห็นกำไรที่จะเกิดขึ้นในอนาคตเมื่อเรียกเก็บชำระหนี้จากลูกหนี้ได้อย่างครบถ้วนนั่นเอง

ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น (GMS) พบความสัมพันธ์เชิงบวกกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ซึ่งเป็นไปตามทิศทางที่คาดหวังไว้ แสดงให้เห็นว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรขั้นต้นเมื่อเทียบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขายจะส่งผลกระทบต่อการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ การลดลงของกำไรขั้นต้นเมื่อเทียบกับยอดขาย จะส่งผลให้นักวิเคราะห์ปรับลดประมาณการกำไรลง เนื่องจากกำไรขั้นต้นที่ลดลงนั้นอาจมีสาเหตุมาจากการลดลงของราคาขายหรือการเพิ่มขึ้นของต้นทุนผลิต รวมทั้งการแข่งขันที่รุนแรงในตลาดอาจเป็นแรงกดดันให้บริษัทต้องยอมลดราคาขายลงเพื่อที่จะรักษาส่วนแบ่งการตลาดเอาไว้ และทำให้กำไรในอนาคตมีแนวโน้มลดลง ในทางกลับกัน การเพิ่มขึ้นของกำไรขั้นต้นเมื่อเทียบกับยอดขาย ย่อมส่งผลให้การปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์เป็นไปในทิศทางที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากกำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นนั้น อาจเป็นเพราะการลดลงของต้นทุนการผลิตหรือการเพิ่มราคาขาย ซึ่งแสดงถึงความสามารถทางการแข่งขันในตลาดที่ดีขึ้น ส่งสัญญาณในทางบวกต่อกำไรในอนาคตของกิจการ โดยผลที่พบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Abarbanell and Bushee (1997), Swanson, Rees and Juarez-Valdes (2003), Dowen J. R. (2001) และ อาภรณ์ ชิ้นฮะง้อ (2548) ที่พบความสัมพันธ์

เชิงบวกระหว่างสัญญาณจากกำไรขั้นต้นกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์และการเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีถัดไป

ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SAS) มีความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ในเชิงลบเป็นไปตามที่คาดหวังไว้ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99 % หมายความว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเมื่อเทียบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขายจะส่งผลกระทบต่อการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ การเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเมื่อเทียบกับยอดขายเปรียบเสมือนข่าวร้ายต่อกำไรในอนาคตของกิจการ ซึ่งจะส่งสัญญาณทางลบให้นักวิเคราะห์ทราบเพื่อปรับลดประมาณการกำไรของกิจการลง เพราะการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารอาจมาสาเหตุมาจากขาดการควบคุมต้นทุนอย่างมีประสิทธิภาพ สะท้อนถึงโครงสร้างต้นทุนทางอ้อมที่เพิ่มมากขึ้น กำไรในอนาคตจึงมีแนวโน้มลดต่ำลง ในทางกลับกัน การลดลงของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเมื่อเทียบกับยอดขายเปรียบเสมือนข่าวดีต่อกำไรในอนาคต ซึ่งจะส่งสัญญาณทางบวกให้นักวิเคราะห์ทราบเพื่อปรับประมาณการกำไรของกิจการให้เพิ่มขึ้น โดยผลที่พบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Swanson, Rees and Juarez-Valdes (2003), Abarbanell and Bushee (1997), Dowen J. R. (2001) และ อาภรณ์ ชิ้นฮะง้อ (2548) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างสัญญาณจากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์และกำไรในปีถัดไปด้วยเช่นกัน

ปัจจัยด้านหนี้สิน (LEVS) ที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ วัดค่าจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม พบว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ที่ระดับความเชื่อมั่น 90% โดยเป็นไปตามทิศทางที่คาดหวังไว้ แสดงให้เห็นว่าการเพิ่มขึ้นของหนี้สินจะส่งสัญญาณในทางลบต่อกำไรในอนาคตของกิจการ อันเนื่องมาจากภาระดอกเบี้ยที่เป็นค่าใช้จ่ายก้อนใหญ่ จึงทำให้บริษัทมีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้สูงขึ้น และอาจส่งผลให้นักวิเคราะห์ปรับลดประมาณการกำไรให้ต่ำลงเพื่อสะท้อนความเสี่ยงที่อาจกระทบต่อกำไรในอนาคตได้

ความเห็นของผู้สอบบัญชี (AUDIT) ได้แยกประเภทความเห็นของผู้สอบบัญชีออกเป็น 4 กรณี โดยพิจารณาจากการแสดงความเห็นแบบที่เปลี่ยนแปลงไปในรายงานของผู้สอบบัญชีปีปัจจุบัน นั่นคือ ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีถูกจำกัดขอบเขตการตรวจสอบ (AUDIT1) ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่อง (AUDIT2) ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆ

(AUDIT3) โดยเทียบกับความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบไม่มีเงื่อนไขในปีปัจจุบัน แต่ผลการทดสอบกลับพบว่ามีเพียงกรณีเดียวเท่านั้นที่พบความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์และมีความแตกต่างจากความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบไม่มีเงื่อนไขอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 99% นั่นคือความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีถูกจำกัดขอบเขตการตรวจสอบ (AUDIT1) โดยพบความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์เป็นไปตามที่คาดหวังไว้ ซึ่งหมายความว่า บริษัทที่ได้รับรายงานของผู้สอบบัญชีที่แสดงความเห็นในแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีถูกจำกัดขอบเขตการตรวจสอบในปีก่อนนั้นจะส่งผลกระทบต่อการปรับประมาณการกำไรในปีถัดไปของนักวิเคราะห์ในทิศทางที่ลดลง สะท้อนให้เห็นว่านักวิเคราะห์ได้คำนึงถึงสัญญาณจากรายงานของผู้สอบบัญชีที่แสดงความเห็นในรูปแบบที่เปลี่ยนแปลงไปจากมาตรฐาน 3 วรรคนั้น เปรียบเสมือนข่าวร้ายต่อกิจการ เพราะอาจมีข้อมูลหรือเหตุการณ์ที่กระทบต่อผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของบริษัทได้ในอนาคต ซึ่งในกรณีนี้คือ การถูกจำกัดขอบเขตการตรวจสอบซึ่งทำให้ผู้สอบบัญชีไม่สามารถตรวจสอบผลกระทบที่มีต่องบการเงินและแสดงความเชื่อมั่นได้ว่างบการเงินของกิจการแสดงข้อมูลอย่างถูกต้องและครบถ้วนสมบูรณ์ ส่งผลให้นักวิเคราะห์ต้องใช้ดุลยพินิจพิจารณาความเป็นไปได้ที่จะมีข้อมูลข่าวสารบางอย่างมากระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ โดยเฉพาะข้อมูลข่าวสารที่ส่งสัญญาณในทางลบซึ่งอาจจะทำให้แนวโน้มการปรับประมาณการกำไรเป็นไปในทิศทางที่ลดลงด้วย

ส่วนความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปอีกสองประเภท คือ ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่อง (AUDIT2) และปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆ (AUDIT3) นั้น กลับพบทิศทางความสัมพันธ์ตรงข้ามกับที่คาดหวังไว้ นั่นคือ มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ หากแต่ความสัมพันธ์นี้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งความสัมพันธ์เชิงบวกที่พบนั้นอาจอธิบายได้ว่า บริษัทที่ได้รับรายงานของผู้สอบบัญชีที่แสดงความเห็นในแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่องและปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆ ในปีก่อนนั้น อาจมีแนวโน้มจะส่งผลกระทบต่อการปรับประมาณการกำไรในปีถัดไปของนักวิเคราะห์ในทิศทางที่เพิ่มขึ้นได้ ซึ่งในกรณีที่บริษัทประสบปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่องนั้น ส่งผลให้บริษัทจำเป็นต้องหาทางแก้ไขสถานการณ์หรือเหตุการณ์ที่เป็นเหตุให้เกิดข้อสงสัยอย่างมากในข้อสมมติเรื่องการดำเนินงานต่อเนื่องให้บรรเทาเบาบางลง โดยแนวทางแก้ไขอาจมีหลายวิธีเพื่อที่จะทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทเป็นไปในทิศทางที่ดีขึ้นและสามารถอยู่รอดต่อไปได้ในอนาคต รวมทั้งเพื่อป้องกันมิให้ผู้สอบบัญชีแสดงความเห็นในเรื่องปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่องอีกในปีถัดๆ ไปเพราะจะส่งผลกระทบให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงได้ ดังนั้น อาจเป็นไปได้ว่านักวิเคราะห์มีแนวโน้มที่จะปรับประมาณการกำไรในปีถัดไปให้เพิ่มขึ้นสำหรับบริษัทที่ผู้สอบบัญชีแสดงความเห็นในแบบที่

เปลี่ยนแปลงไปกรณีปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่องในปีก่อน โดยนักวิเคราะห์อาจคาดการณ์ว่าบริษัทจะดำเนินการแก้ไขปัญหานี้ให้หมดไปในอนาคตเพื่อการอยู่รอดของบริษัท และเพื่อมิให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง จึงส่งผลให้การปรับประมาณการกำไรในปีถัดไปน่าจะมีทิศทางที่เพิ่มสูงขึ้นได้

สำหรับในกรณีปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆ จากการตรวจสอบข้อมูลของตัวอย่างที่ได้รับรายงานของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปอันเนื่องมาจากปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆ พบว่าความไม่แน่นอนอื่นๆ ที่พบในกลุ่มตัวอย่างนั้นเป็นเรื่องของคดีความฟ้องร้องซึ่งกำลังอยู่ในการอุทธรณ์หรือฎีกาต่อศาลทั้งหมด และเมื่อพิจารณาในรายละเอียดแล้วสามารถระบุสิ่งที่บริษัทคาดว่าจะเกิดขึ้นหรือได้ดำเนินการไปแล้วดังนี้ คือ (1) ฝ่ายบริหารหรือที่ปรึกษาของบริษัทเชื่อมั่นว่าผลของคดีฟ้องร้องจะไม่มีผลเสียหายแก่บริษัท รวมถึงกรณีที่มีแนวโน้มว่าจะชนะคดี จึงไม่จำเป็นต้องตั้งสำรองค่าเผื่อสำหรับกรณีฟ้องร้องดังกล่าวไว้มีจำนวน 8 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 44 (2) ฝ่ายบริหารของบริษัทเชื่อมั่นว่าจะสามารถเจรจาประนีประนอมกับคู่ฟ้องได้สำเร็จ และคาดว่าไม่มีภาระที่ต้องชดเชยความเสียหายให้แก่คู่ฟ้อง มีจำนวน 4 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 22 (3) ในระหว่างการพิจารณาคดี บริษัทได้ประมาณค่าความเสียหายที่เกิดขึ้นและบันทึกสำรองค่าเผื่อไว้เรียบร้อยแล้ว มีจำนวน 3 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 17 และ (4) คดียังไม่มีข้อยุติที่แน่ชัด จึงไม่อาจประมาณความเสียหายที่จะเกิดขึ้นได้ มีจำนวน 3 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 17 ซึ่งโดยสรุปแล้ว จำนวนตัวอย่างรวมทั้งหมด 18 ตัวอย่างที่ได้รับรายงานของผู้สอบบัญชีที่แสดงความเห็นแบบที่เปลี่ยนแปลงไปอันเนื่องมาจากความไม่แน่นอนอื่นๆ นั้น จะมีแค่เพียง 3 ตัวอย่างหรือร้อยละ 17 เท่านั้นที่ไม่อาจคาดการณ์ได้ว่าผลของคดีฟ้องร้องจะส่งผลกระทบในทางบวกหรือทางลบแก่บริษัทเนื่องจากยังไม่สามารถหาข้อยุติได้ ส่วนอีก 15 ตัวอย่าง หรือร้อยละ 83 จากทั้งหมดคาดว่าผลของคดีไม่น่าจะส่งผลกระทบในทางลบต่อบริษัทแต่อย่างใด ด้วยเหตุนี้ จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างปัจจัยความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปอันเนื่องมาจากความไม่แน่นอนอื่นๆ กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ อาจเนื่องมาจากสาเหตุดังกล่าว นั่นคือ จำนวนตัวอย่างส่วนใหญ่ถึงร้อยละ 83 คาดการณ์ว่าบริษัทของตนจะไม่ได้รับผลเสียหายใดๆจากคดีฟ้องร้องที่เกิดขึ้น จึงอาจทำให้นักวิเคราะห์มองว่าความไม่แน่นอนอื่นๆที่เกิดขึ้นเนื่องจากคดีฟ้องร้องนั้นไม่นับว่าเป็นสัญญาณทางลบหรือข่าวร้ายต่อกำไรในอนาคตของบริษัท ส่งผลให้การปรับประมาณการกำไรในปีถัดไปของนักวิเคราะห์สำหรับบริษัทที่ผู้สอบบัญชีแสดงความเห็นแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆ ในปีก่อนนั้น อาจมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นได้ถ้าหากบริษัทมีปัจจัยด้านอื่นที่ส่งผลกระทบในทางบวกต่อกำไรในอนาคต ซึ่งกรณีนี้ก็เป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้พบลักษณะทิศทางความสัมพันธ์ที่เป็นไปในเชิงบวก

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากปัจจัยความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่องและปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆ มีจำนวนตัวอย่างค่อนข้างน้อยคือเท่ากับ 9 และ 18 ตัวอย่างตามลำดับ หรือคิดเป็นร้อยละ 2.83 และ 5.66 จากตัวอย่างทั้งหมด จึงอาจทำให้การวิเคราะห์ความถดถอยไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ ถ้าหากมีการขยายจำนวนตัวอย่างให้เพิ่มมากขึ้นก็อาจมีแนวโน้มที่จะพบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ก็เป็นได้ ดังนั้นจากผลที่พบสามารถสรุปได้ว่าความเห็นของผู้สอบบัญชีมีผลกระทบต่อการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ หรืออีกนัยหนึ่งก็คือ นักวิเคราะห์ได้คำนึงถึงความเห็นของผู้สอบบัญชีในการพิจารณาปรับประมาณการกำไรในปีถัดไป ซึ่งผลการทดสอบพบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์เพียงกรณีเดียว ก็คือ ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีการถูกจำกัดขอบเขตการตรวจสอบสำหรับปีปัจจุบัน

ส่วน**ปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือ** (INVS) ที่วัดค่าด้วยอัตราการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือหักลบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย และ**ปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุน** (CAPXS) ที่วัดค่าด้วยอัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุนของอุตสาหกรรมหักลบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุนของกิจการนั้น ไม่ปรากฏความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทั้งสองปัจจัย โดยการศึกษาครั้งนี้ได้ทดสอบการวิเคราะห์ความอ่อนไหวอีกครั้งเพื่อยืนยันผลการทดสอบให้ชัดเจนมากขึ้น ซึ่งเหตุผลและคำอธิบายความสัมพันธ์จะกล่าวไว้ในส่วนการวิเคราะห์ความอ่อนไหวในลำดับต่อไป

นอกจากนี้ ผลการทดสอบ**ตัวแปรควบคุม**พบว่า การเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีปัจจุบัน (EPS) ขนาดของกิจการ (SIZE) การเจริญเติบโตของกิจการ (GROWTH) ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (OPT) และการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 99% และมีทิศทางเป็นไปตามที่คาดหวังไว้ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.053 0.003 0.021 0.022 และ 0.633 ตามลำดับ ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวสามารถอธิบายได้ว่าการเพิ่มขึ้นของกำไรในปีปัจจุบัน การเติบโตของบริษัท ขนาดของกิจการ ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน รวมทั้งการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ จะสะท้อนให้เห็นถึงข่าวดีต่อต่อกำไรในอนาคตของบริษัท กล่าวคือ เมื่อเศรษฐกิจขยายตัวสูงขึ้น ยอดขายและขนาดของกิจการก็จะเติบโตเพิ่มขึ้นตาม ผลประกอบการของกิจการจึงมีแนวโน้มสูงขึ้นซึ่งสะท้อนให้เห็นได้จากการเปลี่ยนแปลงที่เพิ่มขึ้นของกำไรในปีปัจจุบัน อีกทั้งการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ ล้วนแต่ส่งสัญญาณในทางบวกให้นักวิเคราะห์ทราบและพิจารณาปรับเพิ่มประมาณการ

กำไรเพื่อสะท้อนถึงผลกระทบในทางบวกต่อกำไรในอนาคตของกิจการ ส่วนตัวแปรประเภทของอุตสาหกรรมนั้นพบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ในบางกลุ่มอุตสาหกรรม นั่นคือ กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มทรัพยากร แสดงให้เห็นว่ากลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันย่อมมีกิจกรรมการดำเนินงานในลักษณะที่แตกต่างกัน และลักษณะเฉพาะของแต่ละอุตสาหกรรมก็มีปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อกำไรในอนาคตไม่เหมือนกันด้วย

4.2.2.2 ผลการวิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivity Analysis)

การวิเคราะห์ความอ่อนไหวเป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ โดยเปลี่ยนวิธีการวัดค่าตัวแปรต่างๆที่ใช้ในแบบจำลองความถดถอย เพื่อตรวจสอบให้แน่ใจว่าผลลัพธ์ที่ได้จากแบบจำลองมีประสิทธิภาพและน่าเชื่อถือ ซึ่งได้แสดงการวัดค่าตัวแปรดังนี้

ตารางที่ 12 การวัดค่าตัวแปรที่เปลี่ยนแปลงไปสำหรับการวิเคราะห์ความอ่อนไหว

การวิเคราะห์ตามแบบจำลองเดิม	การวิเคราะห์ความอ่อนไหว
1. ปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือ (INVS) $\Delta Inventory - \Delta Sales$	1. ปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือ (INVS) $\left(\frac{CostofGoodsSold_t}{AvgInventory_t}\right) - \left(\frac{CostofGoodsSold_{t-1}}{AvgInventory_{t-1}}\right)$
2. ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า (ARS) $\Delta AccountReceivable - \Delta Sales$	2. ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า (ARS) $\left(\frac{Sales_t}{AvgAccountReceivable_{t-1}}\right) - \left(\frac{Sales_{t-1}}{AvgAccountReceivable_{t-1}}\right)$
3. ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น (GMS) $\Delta GrossMargin - \Delta Sales$	3. ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น (GMS) $\left(\frac{GrossMargin_t}{Sales_t}\right) - \left(\frac{GrossMargin_{t-1}}{Sales_{t-1}}\right)$
4. ปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุน (CAPXS) $CAPX = \Delta IndustryCAPX - \Delta FirmCAPX$	4. ปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุน (CAPXS) วัดค่าด้วย Dummy variable โดยมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อรายจ่ายฝ่ายทุนของกิจการ*มากกว่า*ค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม 0 เมื่อรายจ่ายฝ่ายทุนของกิจการ*น้อยกว่า*ค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม
5. ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SAS) $\Delta S\&A - \Delta Sales$	5. ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SAS) $\left(\frac{S\&A_t}{Sale_t}\right) - \left(\frac{S\&A_{t-1}}{Sale_{t-1}}\right)$

ตารางที่ 12 การวัดค่าตัวแปรที่เปลี่ยนแปลงไปสำหรับการวิเคราะห์ความอ่อนไหว (ต่อ)

การวิเคราะห์ตามแบบจำลองเดิม	การวิเคราะห์ความอ่อนไหว
6. ความเห็นของผู้สอบบัญชี (AUDIT) วัดค่าด้วย Dummy variable โดยให้ค่าเป็น ... 1 = เมื่อรายงานของผู้สอบบัญชีในปีปัจจุบัน (ปี t) มีการแสดงความเห็นในกรณี... ■ การจำกัดขอบเขตการตรวจสอบ (AUDIT1) ■ ปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่อง (AUDIT2) ■ ความไม่แน่นอนอื่นๆของกิจการ (AUDIT3) 0 = เมื่อรายงานของผู้สอบบัญชีในปีปัจจุบัน (ปี t) แสดงความเห็นอย่างไม่มีเงื่อนไข หรือ กรณีอื่นนอกเหนือจากที่กล่าวไว้ข้างต้น	6. ความเห็นของผู้สอบบัญชี (AUDIT) วัดค่าด้วย Dummy variable โดยให้ค่าเป็น... 1 = เมื่อรายงานของผู้สอบบัญชีในปีปัจจุบัน (ปี t) แสดงความเห็นแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณี... ■ การจำกัดขอบเขตการตรวจสอบ (AUDIT1) ■ ปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่อง (AUDIT2) ■ ความไม่แน่นอนอื่นๆของกิจการ (AUDIT3) โดยพิจารณาว่าในปีก่อน (ปีที่ t-1) ผู้สอบบัญชีได้แสดงความเห็นอย่างไม่มีเงื่อนไข 0 = เมื่อรายงานของผู้สอบบัญชีในปีปัจจุบัน (ปี t) แสดงความเห็นอย่างไม่มีเงื่อนไขเหมือนในปีก่อน (ปีที่ t-1) หรือ รายงานของผู้สอบบัญชีในปีปัจจุบัน (ปี t) แสดงความเห็นแบบที่เปลี่ยนแปลงไปใน 3 กรณีข้างต้นรวมทั้งกรณีอื่นๆ เหมือนเช่นในปีก่อน (ปีที่ t-1)

สำหรับการวิเคราะห์ความอ่อนไหวจะใช้ตัวแปรที่เปลี่ยนการวัดค่านั้นมาประมวลผลด้วยสมการความถดถอยเชิงพหุรวมกับตัวแปรเดิมได้ผลลัพธ์แสดงตามตารางที่ 13 โดยตัวแปรที่เปลี่ยนวิธีวัดค่าในการวิเคราะห์ความอ่อนไหวแสดงในตารางที่ 12 ประกอบไปด้วย

- ปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือที่เปลี่ยนการวัดค่ามาเป็นการเปลี่ยนแปลงของอัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ
- ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้าที่เปลี่ยนการวัดค่ามาเป็นการเปลี่ยนแปลงของอัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้การค้า
- ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้นที่เปลี่ยนการวัดค่ามาเป็นการเปลี่ยนแปลงของอัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขาย
- ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่เปลี่ยนการวัดค่ามาเป็นการเปลี่ยนแปลงของอัตราค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย

- ปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุนที่เปลี่ยนการวัดค่ามาเป็นตัวแปร Dummy โดยให้ค่าเป็น 1 ถ้ารายจ่ายฝ่ายทุนของกิจการมากกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม แต่ถ้าหากน้อยกว่าจะให้ค่าเป็น 0

- ความเห็นของผู้สอบบัญชีเปลี่ยนการพิจารณามาเป็นการเปรียบเทียบความเห็นของผู้สอบบัญชีในปีปัจจุบัน (ปี t) กับปีก่อนหน้า (ปี t-1) ว่าผู้สอบบัญชีได้แสดงความเห็นแบบที่เปลี่ยนแปลงไปใน 3 กรณีคือ การจำกัดขอบเขตการตรวจสอบ ปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่อง และปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆ สำหรับปีปัจจุบันแตกต่างจากปีก่อนหน้าที่แสดงความเห็นอย่างไม่มีเงื่อนไขหรือไม่ โดยวัดค่าด้วยตัวแปร Dummy ให้ค่าเป็น 1 เมื่อผู้สอบบัญชีแสดงความเห็นแบบที่เปลี่ยนแปลงไปสำหรับปีปัจจุบันในกรณีการจำกัดขอบเขตการตรวจสอบ ปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่อง และปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆ โดยพิจารณาว่าปีก่อนหน้าผู้สอบบัญชีได้แสดงความเห็นแบบไม่มีเงื่อนไข และให้ค่าเป็น 0 เมื่อผู้สอบบัญชีแสดงความเห็นอย่างไม่มีเงื่อนไขสำหรับปีปัจจุบันเช่นเดียวกับปีก่อนหน้า หรือผู้สอบบัญชีแสดงความเห็นแบบที่เปลี่ยนแปลงไปใน 3 กรณีข้างต้นและกรณีอื่นๆ ที่นอกเหนือจากนี้ ซึ่งเหมือนกับปีก่อนหน้านั้นด้วย

จากตารางที่ 13 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า แบบจำลองโดยรวมมีความเหมาะสมในการทดสอบสมมติฐานการวิจัย โดยพิจารณาจากค่า Sig =0.000 นั่นคือ มีปัจจัยพื้นฐานอย่างน้อย 1 ปัจจัยที่สัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และเมื่อพิจารณาค่า Adj-R^2 มีค่าเท่ากับ 0.338 แสดงว่าปัจจัยพื้นฐานสามารถอธิบายการปรับประมาณการกำไรได้ถึง 33.8% ซึ่งผลการทดสอบความสัมพันธ์ก็ยังพบว่าตัวแปรที่สนใจศึกษา คือ ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า (ARS) ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น (GMS) ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SAS) ปัจจัยด้านหนี้สิน (LEVS) ยังคงมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์เช่นเดิม ซึ่งเป็นการยืนยันผลการทดสอบให้ชัดเจนมากขึ้น อย่างไรก็ตาม ความเห็นของผู้สอบบัญชีทั้ง 3 กรณี คือ ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีจำกัดขอบเขตการตรวจสอบ (AUDIT1) ปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่อง (AUDIT2) และปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆ (AUDIT3) กลับไม่พบความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งอาจเป็นผลมาจากจำนวนตัวอย่างที่น้อยเกินไป[15] แต่เมื่อ

---

[15] ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปเมื่อเทียบกับปีก่อนที่แสดงความเห็นอย่างไม่มีเงื่อนไข สำหรับกรณีการจำกัดขอบเขตการตรวจสอบมีจำนวน 6 ตัวอย่าง กรณีปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่องมีจำนวน 4 ตัวอย่าง และ

พิจารณาลักษณะทิศทางความสัมพันธ์แล้วพบว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงลบ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่คาดหวังไว้ว่าการที่ผู้สอบบัญชีแสดงความเห็นแบบที่เปลี่ยนแปลงไปสำหรับปีปัจจุบันเมื่อเทียบกับปีก่อนที่แสดงความเห็นอย่างไม่มีเงื่อนไขนั้น มีแนวโน้มส่งสัญญาณในทางลบให้นักวิเคราะห์พิจารณาปรับลดประมาณการกำไรในปีถัดไป เพื่อสะท้อนให้เห็นถึงข่าวร้ายที่อาจจะเกิดขึ้นต่อกำไรในอนาคตของกิจการ อันเนื่องมาจากการที่ผู้สอบบัญชีถูกจำกัดขอบเขตการตรวจสอบจนไม่สามารถตรวจสอบผลกระทบที่มีต่องบการเงินและแสดงความเชื่อมั่นได้ว่างบการเงินของกิจการแสดงข้อมูลอย่างถูกต้องและครบถ้วนสมบูรณ์ในสาระสำคัญ รวมทั้งปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่องและปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆ ที่เกิดขึ้นนั้น ย่อมทำให้ผู้สอบบัญชีเกิดข้อสงสัยต่อการดำรงอยู่ของกิจการในอนาคตและเหตุการณ์อันจะส่งผลกระทบในทางลบต่อกำไรของกิจการได้ ซึ่งทั้งหมดนี้ล้วนแต่ส่งผลเสียต่อกิจการทั้งสิ้น นักวิเคราะห์จึงมีแนวโน้มปรับประมาณการกำไรในปีถัดไปในทิศทางที่ลดลง

สำหรับ**ปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือ** (INVS) ที่เปลี่ยนการวัดค่ามาเป็นการเปลี่ยนแปลงของอัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ ยังคงไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์อยู่เช่นเดิม โดยเหตุผลที่ทำให้ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวอาจเนื่องมาจากการตีความหมายสัญญาณจากสินค้าคงเหลือที่ค่อนข้างคลุมเครือ มองได้หลายแง่มุมทั้งมุมมองเชิงบวกหรือมุมมองเชิงลบ ทำให้ไม่สามารถบอกได้อย่างชัดเจนว่าการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือนี้จะส่งผลกระทบต่อกำไรในอนาคตอย่างไรบ้าง นักวิเคราะห์จึงไม่อาจนำปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือไปใช้ในการปรับประมาณการกำไรได้อย่างทันที หากแต่ควรมีข้อมูลด้านอื่นประกอบเพื่อพิจารณาถึงผลกระทบที่จะเกิดขึ้นต่อกำไร ซึ่งจะทำให้นักวิเคราะห์ปรับประมาณการกำไรได้ถูกต้องแม่นยำมากขึ้น สอดคล้องกับ Anderson, Banker, Huang and Janakiraman (2006) ที่กล่าวถึงการตีความสัญญาณจากสินค้าคงเหลือไว้ว่าการเพิ่มขึ้นของระดับสินค้าคงเหลือเมื่อเทียบกับยอดขายอาจหมายถึง อุปสงค์ในสินค้าและบริการของบริษัทกำลังตกต่ำลง สะท้อนถึงสัญญาณทางลบ และหากสถานการณ์ยังคงเป็นเช่นนี้ต่อไปเรื่อยๆ ความคาดหวังต่อกำไรในอนาคตก็มีแนวโน้มลดน้อยลงด้วย แต่อีกนัยหนึ่งการเพิ่มขึ้นของระดับสินค้าคงเหลือเมื่อเทียบกับยอดขายอาจหมายความถึงการคาดการณ์ของผู้บริหารที่คาดว่ายอดขายของบริษัทน่าจะมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น จึงต้องเพิ่มกำลังการผลิตสินค้าเพื่อรองรับยอดขายที่จะเพิ่มขึ้นในอนาคต ซึ่งในกรณีนี้สัญญาณจากสินค้าคงเหลือก็จะเป็นสัญญาณที่ดีต่อกำไรในอนาคตของกิจการ ดังนั้น การตีความสัญญาณจากสินค้าคงเหลือที่

กรณีปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆ มีจำนวน 8 ตัวอย่าง รวมทั้งสิ้น 18 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 5.71 เมื่อเทียบกับตัวอย่างทั้งหมด ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 94.29 เป็นความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบไม่มีเงื่อนไขเช่นเดียวกับปีก่อน รวมทั้งความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปใน 3 กรณีนี้และกรณีอื่นๆ ที่เหมือนกับปีก่อนหน้านั้น

ค่อนข้างขัดแย้งกันนั้นจะมีประโยชน์มากขึ้น หากมีข้อมูลอื่นที่สามารถนำมาใช้ในการตัดสินว่าการตีความแบบใดจึงจะเหมาะสมเมื่ออยู่ในสถานการณ์ต่างๆ กันไป ยกตัวอย่างเช่น การตีความว่าระดับสินค้าคงเหลือเพิ่มขึ้นเนื่องจากอุปสงค์ในสินค้าและบริการตกต่ำลงนั้นจะเหมาะสมในกรณีที่บริษัทอยู่ในช่วงเจริญเติบโตเต็มที่แล้ว (mature firm) ส่วนการตีความว่าระดับสินค้าคงเหลือเพิ่มขึ้นเนื่องจากการคาดการณ์ยอดขายเพิ่มขึ้นจะเหมาะสมในกรณีที่เป็นบริษัทที่กำลังเจริญเติบโตมากกว่า (growth firm) ดังนั้น ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการเติบโตของยอดขายและวงจรชีวิตของกิจการน่าจะมีประโยชน์ในการใช้ตีความสัญญาณของสินค้าคงเหลือที่มีต่อกำไรในอนาคตให้ถูกต้องแม่นยำมากขึ้น และจะช่วยให้นักวิเคราะห์คาดการณ์ผลกระทบที่อาจจะเกิดขึ้นต่อกำไรในอนาคตได้อย่างชัดเจนมากขึ้นด้วย

ส่วน**ปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุน** (CAPXS) ที่เปลี่ยนการวัดค่ามาเป็น Dummy variable [16] โดยให้มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อรายจ่ายฝ่ายทุนของกิจการ*มากกว่า*ค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม [17] และเท่ากับ 0 เมื่อรายจ่ายฝ่ายทุนของกิจการ*น้อยกว่า*ค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม ก็ยังคงไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ ซึ่งผลที่ได้สะท้อนให้เห็นว่าปัจจัยรายจ่ายฝ่ายทุนไม่มีผลกระทบต่อการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ โดยเหตุผลที่ทำให้ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างปัจจัยรายจ่ายฝ่ายทุนกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ อาจเป็นเพราะการใช้ข้อมูลที่เป็นตัวแทนปัจจัยรายจ่ายฝ่ายทุนนั้นไม่เหมาะสม ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้ตัวแทนของข้อมูลรายจ่ายฝ่ายทุนที่ใช้ในการทดสอบคือ กระแสเงินสดจากการลงทุนในที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ที่แสดงอยู่ในงบกระแสเงินสดของกิจการ ทำให้ไม่สามารถเห็นผลกระทบต่อกำไรในอนาคตได้อย่างชัดเจน เพราะได้รวมรายจ่ายฝ่ายทุนเพื่อการเปลี่ยนทดแทนและรายจ่ายฝ่ายทุนเพื่อรองรับการเจริญเติบโตไว้ด้วยกัน จึงไม่อาจบ่งชี้ได้ว่ารายจ่ายฝ่ายทุนนี้จะช่วยพัฒนาศักยภาพและความสามารถของกิจการให้เพิ่มสูงขึ้น อันจะเป็นผลดีต่อกำไรในอนาคตของกิจการได้หรือไม่ ด้วยเหตุนี้ นักวิเคราะห์จึงไม่สามารถนำข้อมูลดังกล่าวไปใช้พิจารณาปรับประมาณการกำไรได้อย่างชัดเจน หากแต่การพิจารณาถึงรายละเอียดของแต่ละโครงการลงทุนโดยตรง น่าจะช่วยให้นักวิเคราะห์

---

[16] การวัดค่ารายจ่ายฝ่ายทุนด้วย Dummy variable นี้อ้างอิงจาก Lev and Thiagarajan (1993) ที่ตีความหมายสัญญาณของรายจ่ายฝ่ายทุนไว้ว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงของรายจ่ายฝ่ายทุนของบริษัทที่มากกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมนั้นนับว่าเป็นข่าวดีต่อกำไรในอนาคต แต่ถ้าอัตราการเปลี่ยนแปลงของรายจ่ายฝ่ายทุนของบริษัทน้อยกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมแล้วจะถือว่าเป็นข่าวร้ายต่อกำไรในอนาคต

[17] ค่าเฉลี่ยรายจ่ายฝ่ายทุนของอุตสาหกรรม คำนวณมาจากการรวมรายการกระแสเงินสดจากการลงทุนในที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ของทุกบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมนั้นๆ แล้วนำมาหาค่าเฉลี่ยสำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวเพื่อนำมาเป็นตัวคำนวณเปรียบเทียบกับแต่ละบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมนั้นต่อไป

คาดการณ์แนวโน้มความเป็นไปได้และผลตอบแทนที่ได้รับจากโครงการลงทุน เพื่อนำมาเป็นข้อมูลที่ใช้ในการปรับประมาณการกำไรได้อย่างถูกต้องแม่นยำมากกว่าการพิจารณาจากข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุนในที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์เพียงอย่างเดียวก็เป็นได้

ส่วนตัวแปรควบคุม ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีปัจจุบัน (EPS) ขนาดของกิจการ (SIZE) การเติบโตของกิจการ (GROWTH) ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (OPT) การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) และประเภทของอุตสาหกรรม (INDUS) ก็ยังคงมีความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญเหมือนเช่นแบบจำลองเดิม

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 13 ผลการทดสอบการวิเคราะห์ความอ่อนไหว

ผลการทดสอบการวิเคราะห์ความอ่อนไหว แสดงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ จากกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2545 - 2549 รวมทั้งหมด 315 ตัวอย่าง โดยตัวแปรตามคือ การปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ (REV) ตัวแปรอิสระคือ ปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือ (INVS) ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า (ARS) ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น (GMS) ปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุน (CAPXS) ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SAS) ปัจจัยด้านหนี้สิน (LEVS) และความเห็นของผู้สอบบัญชี (AUDIT) ตัวแปรควบคุม คือ การเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีปัจจุบัน (EPS) ขนาดของกิจการ (SIZE) การเจริญเติบโตของกิจการ (GROWTH) ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (OPT) การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) และประเภทของอุตสาหกรรม (INDUS) โดยทดสอบด้วยแบบจำลองสมการความถดถอย ซึ่งแสดงค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficient of regression) ค่าสถิติ t (T-statistic) ค่า P-value ค่าสถิติ F (F-statistic) และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ปรับปรุงแล้ว (Adj-R^2) จากแบบจำลองดังต่อไปนี้

$$REV_{it} = \alpha + \beta_0 INVS_{it} + \beta_1 ARS_{it} + \beta_2 GMS_{it} + \beta_3 CAPXS_{it} + \beta_4 SAS_{it} + \beta_5 LEVS_{it} + \beta_6 AUDIT1_{it} + \beta_7 AUDIT2_{it} + \beta_8 AUDIT3_{it} + \beta_9 EPS_{it} + \beta_{10} SIZE_{it\,t}$$
$$+ \beta_{11} GROWTH + \beta_{12} OPT_{it} + \beta_{13} GDP_t + \beta_{14} INDUS1_{it} + \beta_{15} INDUS2_{it} + \beta_{16} INDUS3_{it} + \beta_{17} INDUS4_{it} + \beta_{18} INDUS5_{it} + \beta_{19} INDUS6_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dependent Variable	Independent Variable																			
	Intercept	*INVS*	*ARS*	*GMS*	*CAPXS*	*SAS*	*LEVS*	*AUDIT1*	*AUDIT2*	*AUDIT3*	*EPS*	*SIZE*	*GROWTH*	*OPT*	*GDP*	*INDUSTRY*					
	(+/-)	(-)	(-)	(+)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	*1*	*2*	*3*	*4*	*5*	*6*
REV																					
Coefficient	-0.139	-3E-06	0.000	0.117	-5E-04	-0.067	-0.032	-0.016	-0.007	-0.009	0.063	0.004	0.021	0.021	0.582	0.002	0.024	0.007	0.006	0.015	0.008
T-stat	-5.029	-0.525	1.867	4.797	-0.155	-2.064	-1.900	-1.216	-0.524	-0.919	5.554	3.345	4.047	2.591	3.750	0.395	1.935	1.058	1.292	2.539	1.651
P-value	0.000	0.600	0.063*	0.000***	0.877	0.040**	0.058*	0.225	0.601	0.359	0.000***	0.001***	0.000***	0.010***	0.000***	0.693	0.054*	0.291	0.197	0.012**	0.100***

R^2 = 0.381, Adj-R^2 = 0.338, F-Statistic = 9.033, Sig-F = 0.000

*, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% 95% และ 99% ตามลำดับ

( ) แสดงถึงทิศทางค่าสัมประสิทธิ์ที่คาดหวังของตัวแปรคือ บวก (+) ลบ (-)

4.3 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน

จากงานวิจัยในอดีตที่แสดงถึงความสามารถของปัจจัยพื้นฐานในการพยากรณ์ข้อมูลในอนาคตนั้นสะท้อนให้เห็นว่าปัจจัยพื้นฐานมีความเกี่ยวข้องในการตัดสินใจของนักลงทุน เนื่องจากข่าวสารต่างๆ ที่แฝงอยู่ในปัจจัยเหล่านี้จะส่งสัญญาณให้ทราบเกี่ยวกับผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการซึ่งอาจเป็นสัญญาณในทางบวก (ข่าวดี) หรือสัญญาณในทางลบ (ข่าวร้าย) ก็ได้ ดังนั้น ผลกระทบของข่าวสารเหล่านี้ที่มีต่อกำไรในอนาคตของกิจการจึงนับว่าเป็นข้อมูลที่สำคัญอย่างหนึ่งสำหรับนักวิเคราะห์นำไปพิจารณาเพื่อปรับประมาณการกำไรให้สะท้อนถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการอย่างถูกต้องและน่าเชื่อถือ ซึ่งการศึกษาครั้งนี้ได้เน้นย้ำไปที่ปัจจัยด้านงบการเงินเป็นหลัก จึงตั้งสมมติฐานการวิจัยไว้ว่า

H_1: ปัจจัยด้านงบการเงินมีความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์

ทั้งนี้ ปัจจัยพื้นฐานที่ใช้ในการศึกษาแบ่งออกเป็น 3 ด้าน คือ ปัจจัยด้านงบการเงินซึ่งเป็นตัวแปรที่สนใจในการศึกษาครั้งนี้ รวมทั้งปัจจัยด้านบริษัท และปัจจัยด้านมหภาคและอุตสาหกรรมซึ่งเป็นตัวแปรควบคุม โดยผลจากการวิเคราะห์ความถดถอยพบว่า ปัจจัยด้านงบการเงินอันได้แก่ ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ปัจจัยด้านหนี้สิน และความเห็นของผู้สอบบัญชีมีความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนปัจจัยด้านบริษัทพบว่าการเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีปัจจุบัน ขนาดของกิจการ การเจริญเติบโตของกิจการ และประสิทธิภาพในการดำเนินงาน มีความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญ รวมทั้งการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจและประเภทของอุตสาหกรรมซึ่งเป็นปัจจัยมหภาคก็มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ด้วยเช่นกัน ดังนั้น ผลการทดสอบจึง**ไม่ปฏิเสธ**สมมติฐานที่ตั้งไว้และสรุปได้ว่า ปัจจัยด้านงบการเงินมีความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามที่คาดหวัง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Abarbanelll and Bushee (1997) และ Swanson, Rees and Juarez-Valdes (2003) โดยรายละเอียดผลการทดสอบสมมติฐานและทิศทางที่ได้จากการทดสอบสรุปไว้ในตารางที่ 14

ตารางที่ 14 สรุปผลการวิเคราะห์ความถดถอยและการทดสอบสมมติฐาน

ตัวแปรอิสระ	ทิศทางที่คาดหวัง	ผลการทดสอบสมมติฐานและทิศทางที่ได้จากการทดสอบ	
		แบบจำลองหลัก	การวิเคราะห์ความอ่อนไหว
ปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือ (INVS)	ลบ	บวก	ลบ
ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า (ARS)	ลบ	บวก**	บวก*
ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น (GMS)	บวก	บวก***	บวก***
ปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุน (CAPXS)	ลบ	ลบ	ลบ
ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SAS)	ลบ	ลบ***	ลบ**
ปัจจัยด้านหนี้สิน (LEVS)	ลบ	ลบ*	ลบ*
ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีถูกจำกัดขอบเขตการตรวจสอบ (AUDIT1)	ลบ	ลบ***	ลบ
ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่อง (AUDIT2)	ลบ	บวก	ลบ
ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆ (AUDIT3)	ลบ	บวก	ลบ
การเปลี่ยนแปลงกำไรในปีปัจจุบัน (EPS)	บวก	บวก***	บวก***
ขนาดของกิจการ (SIZE)	บวก	บวก***	บวก***
การเจริญเติบโตของกิจการ (GROWTH)	บวก	บวก***	บวก***
ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (OPT)	บวก	บวก***	บวก***
การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP)	บวก	บวก***	บวก***
ประเภทของอุตสาหกรรม (INDUS)	N/A	N/A*	N/A*

*, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ที่ระดับความเชื่อมั่น 90% 95% และ 99% ตามลำดับ

บทที่ 5
สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ โดยมุ่งเน้นไปที่ปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของกิจการเป็นหลัก อีกทั้งได้ควบคุมปัจจัยพื้นฐานด้านอื่นๆที่ส่งผลกระทบต่อกำไรในอนาคตของกิจการไว้ในการทดสอบสมมติฐานด้วย ซึ่งในที่นี้ ปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของกิจการ หรือเรียกว่า ปัจจัยด้านงบการเงินนั้น ประกอบด้วย ปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือ ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น ปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุน ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ปัจจัยด้านหนี้สิน และความเห็นของผู้สอบบัญชี ส่วนปัจจัยด้านอื่นที่เป็นตัวแปรควบคุม คือ ปัจจัยด้านบริษัท และปัจจัยมหภาคและอุตสาหกรรม ซึ่งประกอบด้วย การเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีปัจจุบัน ขนาดของกิจการ การเจริญเติบโตของกิจการ ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และประเภทของอุตสาหกรรม โดยได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานเหล่านี้กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์เพื่อพิจารณาทิศทางความสัมพันธ์และผลกระทบของปัจจัยพื้นฐานที่มีต่อการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ โดยการศึกษาครั้งนี้อยู่บนแนวคิดพื้นฐานเรื่องการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งเป็นแนวคิดที่ประเมินความสัมพันธ์ของรายการต่างๆในงบการเงินเพื่อใช้เป็นข้อมูลในการประมาณถึงกำไรในอนาคตและมูลค่าของกิจการ โดยการวิเคราะห์และตีความอัตราส่วนทางการเงินเพื่อที่จะได้สัญญาณที่บ่งชี้ถึงผลการดำเนินงานในอนาคต ทั้งนี้สัญญาณบ่งชี้ต่างๆ นั้น จะเป็นการให้ข้อมูลเพิ่มเติมเกี่ยวกับกำไรในอนาคตหรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ก็ต่อเมื่อเป็นการให้ข้อมูลอื่นนอกเหนือจากข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีปัจจุบัน และการใช้สัญญาณเหล่านี้ในการประมาณกำไรในอนาคตอาจจะตีความได้แตกต่างกัน หากอยู่ภายใต้สถานการณ์ที่แตกต่างกันด้วย โดยการศึกษาครั้งนี้ สัญญาณบ่งชี้นั้นได้มาจากการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยพื้นฐานด้านต่างๆ ซึ่งจะบ่งบอกถึงสัญญาณทางบวก (ข่าวดี) หรือสัญญาณทางลบ (ข่าวร้าย) ที่มีต่อกำไรในอนาคตของกิจการได้ ผลที่ได้จากการศึกษาจะทำให้ทราบว่านักวิเคราะห์ได้ตระหนักถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกำไรในอนาคตที่แฝงอยู่ในสัญญาณจากปัจจัยพื้นฐานเหล่านี้หรือไม่ และนักวิเคราะห์จะตอบสนองกับสัญญาณต่างๆ ด้วยการปรับประมาณการกำไรอย่างไรบ้าง ทั้งนี้ การปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หมายถึง การปรับประมาณการกำไรในปีถัดไป (one-year-ahead forecast revision) ที่นักวิเคราะห์ได้ประมาณไว้หลังจากมีการประกาศกำไรของปีก่อน โดยคำนวณมาจากผลต่างระหว่างการประมาณการกำไรสำหรับปี t+1 ที่ออกมา 1 เดือนหลังจากการประกาศกำไรของปี t กับการประมาณการกำไรสำหรับปี t+1 ที่ออกมา 12 เดือนก่อนหน้านั้น ซึ่งการใช้ประมาณการกำไรที่เผยแพร่ออกมา 1 เดือนหลังจากการประกาศกำไรของปีก่อนนั้นในการศึกษา

เนื่องจากสาเหตุที่ว่าระยะเวลาดังกล่าวอาจถือเป็นระยะเวลาที่นักวิเคราะห์มีปฏิกิริยาโต้ตอบเป็นครั้งแรกหลังจากได้รับข้อมูลใหม่ซึ่งก็คือ งบการเงินของปีก่อน ดังนั้น การประมาณการกำไรที่จัดทำในช่วงนี้จึงน่าจะสะท้อนให้เห็นว่านักวิเคราะห์ได้ตีความสัญญาณจากข้อมูลต่างๆในงบการเงินที่มีผลกระทบต่อกำไรในอนาคตได้อย่างไรบ้าง (Daphne W. Lui, 2003; Abarbanell and Bushee ,1997)

5.1 สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

การศึกษาครั้งนี้ใช้กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 318 ตัวอย่างในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2545-2549 โดยการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ เพื่อพิสูจน์สมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า "ปัจจัยด้านงบการเงินมีความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์" ซึ่งผลการทดสอบไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานที่ตั้งไว้ได้ สะท้อนให้เห็นว่านักวิเคราะห์ตระหนักถึงข่าวสารข้อมูลที่แฝงอยู่ในปัจจัยพื้นฐานและนำข้อมูลเหล่านี้มาใช้พิจารณาในการปรับประมาณการกำไรของแต่ละบริษัท

ผลการทดสอบมุ่งเน้นไปที่ปัจจัยด้านงบการเงินเป็นหลักซึ่งเป็นตัวแปรที่สนใจศึกษาในครั้งนี้ ผลปรากฏว่า ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ปัจจัยด้านหนี้สิน และ ความเห็นของผู้สอบบัญชี มีความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดย**ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า**กลับพบทิศทางความสัมพันธ์ไม่เป็นไปตามที่คาดหวังไว้ นั่นคือ มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ แสดงให้เห็นว่าการเพิ่มขึ้นของลูกหนี้การค้าเมื่อเทียบกับการเพิ่มขึ้นของยอดขายอาจถือว่าเป็นสัญญาณที่ดีต่อกำไรในอนาคตของกิจการ ส่งผลต่อแนวโน้มการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ในทิศทางที่ดีขึ้น สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Abarbanell and Bushee (1997) ที่พบว่าการเพิ่มขึ้นของลูกหนี้การค้าอาจมีสาเหตุมาจากการขยายนโยบายสินเชื่อเพื่อกระตุ้นยอดขายให้สูงขึ้น ซึ่งรายได้จากการยอดขายที่สูงขึ้นนี้อาจส่งผลให้กำไรมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตาม หากลูกหนี้นั้นสามารถเรียกเก็บชำระหนี้ได้ครบตามจำนวน ดังนั้น ในกรณีนี้การเพิ่มของลูกหนี้อาจถือเป็นข่าวดีต่อกำไรในอนาคตของกิจการ หากกิจการมีระบบเรียกชำระหนี้ที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งจะส่งผลให้นักวิเคราะห์มีแนวโน้มปรับประมาณการกำไรไปในทิศทางที่เพิ่มขึ้นได้

ในขณะที่**ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น** พบความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์เป็นไปตามทิศทางที่คาดไว้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Swanson, Ree and Juarez-Valdes (2003) และ Abarbanell and Bushee (1997) ที่พบว่าการลดลงของกำไรขั้นต้นเมื่อเทียบกับ

ยอดขายนับเป็นสัญญาณที่ไม่ดีต่อกำไรในอนาคต ซึ่งจะส่งผลให้นักวิเคราะห์พิจารณาปรับลดประมาณการกำไรลงเพื่อสะท้อนถึงข่าวร้ายที่อาจจะเกิดขึ้นต่อกำไรในอนาคตของกิจการ และจากบทความของ Harry Domash [18] ที่ได้กล่าวถึงปัจจัยกำไรขั้นต้นว่า กำไรขั้นต้นนั้นเป็นปัจจัยที่มีประโยชน์ที่สุดในการตรวจสอบถึงการลดลงของความสามารถในการแข่งขันของกิจการ เนื่องจากกำไรขั้นต้นเป็นตัววัดกำไรที่กิจการทำมาหาได้ก่อนการหักค่าใช้จ่ายอื่นๆ เช่น ค่าใช้จ่ายการผลิต ค่าใช้จ่ายการตลาด ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา ดอกเบี้ยจ่ายและภาษี ดังนั้น กำไรขั้นต้นจึงเป็นตัวบ่งบอกถึงตำแหน่งทางการแข่งขันของกิจการได้เป็นอย่างดี โดยการเพิ่มขึ้นของกำไรขั้นต้นอาจมีสาเหตุมาจากต้นทุนการผลิตที่ลดลงหรือราคาขายที่เพิ่มขึ้น ซึ่งไม่ว่าด้วยเหตุใดก็ตาม กำไรขั้นต้นจะเคลื่อนตัวเป็นแนวโน้มและการเพิ่มขึ้นของกำไรขั้นต้นย่อมชี้ให้เห็นถึงสัญญาณที่ดีต่อกำไรในอนาคตอย่างชัดเจน ในทางกลับกัน การลดลงของกำไรขั้นต้นก็บ่งบอกให้ทราบถึงต้นทุนการผลิตที่เพิ่มขึ้นและกิจการไม่สามารถเพิ่มราคาขายให้ชดเชยกับต้นทุนที่เพิ่มขึ้นได้ หรืออาจเป็นกรณีที่กิจการจำเป็นต้องลดราคาขายลงเพื่อรักษาส่วนแบ่งตลาดเอาไว้ ซึ่งสถานการณ์เหล่านี้ล้วนเป็นข่าวร้ายที่ส่งผลกระทบต่อกำไรในอนาคตทั้งสิ้น ดังนั้น การลดลงของกำไรขั้นต้นจึงถือเป็นปัจจัย (red flag) ตัวหนึ่งที่บ่งบอกถึงผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการได้เป็นอย่างดี

ส่วน**ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร** ก็พบความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์เช่นกัน ผลที่ได้สนับสนุนผลการศึกษาของ Abarbanell and Bushee (1997) และ Swanson, Ree and Juarez-Valdes (2003) ที่ตีความหมายของสัญญาณจากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารว่า การเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเปรียบเสมือนสัญญาณที่ไม่น่าพอใจ (unfavorable) ต่อการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคต ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการปรับลดประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ ในขณะที่การลดลงของอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารนั้นเปรียบเสมือนสัญญาณที่น่าพอใจ (favorable) ต่อการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคต ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อการปรับเพิ่มประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ได้ และจากงานวิจัยของ Anderson, Banker, Huang and Janakiraman (2006) ที่ระบุไว้ว่าปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารนับว่าเป็นสัญญาณที่สำคัญมากอย่างหนึ่ง เพราะนักลงทุนรวมถึงนักวิเคราะห์มักให้ความใส่ใจและติดตามดูอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารอย่างใกล้ชิด ซึ่งในการ

---

[18] Harry Domash ผู้เขียนบทความในเว็บไซต์ MSN Money วันที่ 19 มิ.ย. 2006 เรื่อง 3 red flags signal a troubled stock เพื่อแนะนำวิธีการลงทุนให้ประสบความสำเร็จด้วยการสังเกตข้อบ่งชี้ 3 ข้อซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงข่าวร้ายที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคต โดยข้อบ่งชี้ทั้งสามข้อนี้สามารถสังเกตได้จากข้อมูลในงบการเงินซึ่งได้แก่ กำไรขั้นต้น ลูกหนี้การค้า และเงินสด

วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานนั้น การเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายเมื่อเทียบกับปีก่อนหน้ามักจะถูกตีความว่าเป็นสัญญาณในทางลบต่อความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการ เนื่องจากอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารถูกนำมาใช้เป็นตัววัดเพื่อพิจารณาประสิทธิภาพในการดำเนินงานด้วย กล่าวคือ หากอัตราส่วนมีค่าเพิ่มขึ้นจะบ่งบอกถึงการขาดประสิทธิภาพและไร้ความสามารถของผู้บริหารในการควบคุมต้นทุน ในทางตรงข้าม การลดลงของอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารจะบ่งบอกถึงความมีประสิทธิภาพในการควบคุมต้นทุน ซึ่งความสามารถของผู้บริหารในการควบคุมต้นทุนได้หรือไม่นั้นมีแนวโน้มที่จะคงอยู่ต่อไปในอนาคต ดังนั้น การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานแบบดั้งเดิมจึงคาดการณ์ว่ากำไรในอนาคตและมูลค่าของกิจการจะลดลงเมื่ออัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มสูงขึ้น และย่อมส่งผลกระทบต่อการปรับลดประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

สำหรับ**ปัจจัยด้านหนี้สิน** ก็พบความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์เป็นไปตามทิศทางที่คาดหวังเช่นเดียวกัน แสดงให้เห็นว่าการเพิ่มขึ้นของหนี้สินเปรียบเสมือนข่าวร้ายต่อกำไรของกิจการ และจะส่งสัญญาณในทางลบให้แก่นักวิเคราะห์พิจารณาปรับลดประมาณการกำไรลงเพื่อสะท้อนถึงความเสี่ยงที่อาจกระทบต่อกำไรในอนาคตได้

ส่วน**ความเห็นของผู้สอบบัญชี** เมื่อพิจารณาจากรายงานของผู้สอบบัญชีปีปัจจุบันนั้น พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์เพียงกรณีเดียว คือ ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีการถูกจำกัดขอบเขตการตรวจสอบ โดยมีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงลบตามที่คาดไว้ แสดงว่าหากกิจการได้รับรายงานของผู้สอบบัญชีที่แสดงความเห็นในแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีถูกจำกัดขอบเขตการตรวจสอบนั้นจะส่งผลกระทบต่อการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ในทิศทางที่ลดลง ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่ารายงานของผู้สอบบัญชีที่แสดงความเห็นในรูปแบบที่เปลี่ยนแปลงไปเปรียบเสมือนข่าวร้ายต่อกิจการ เพราะอาจมีข้อมูลหรือเหตุการณ์ที่กระทบต่อผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของบริษัทได้ในอนาคต ซึ่งในที่นี้คือ การที่ผู้สอบบัญชีถูกจำกัดขอบเขตการตรวจสอบจึงทำให้ ผู้สอบบัญชีไม่สามารถตรวจสอบผลกระทบที่มีต่องบการเงินและแสดงความเชื่อมั่นได้ว่างบการเงินของกิจการแสดงข้อมูลอย่างถูกต้องและครบถ้วนสมบูรณ์ ส่งผลให้นักวิเคราะห์ต้องใช้ดุลยพินิจพิจารณาความเป็นไปได้ที่จะมีข้อมูลข่าวสารบางอย่างมากระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ โดยเฉพาะข้อมูลข่าวสารที่ส่งสัญญาณในทางลบซึ่งอาจจะทำให้แนวโน้มการปรับประมาณการกำไรเป็นไปในทิศทางที่ลดลงด้วย ผลที่ได้นี้สอดคล้องกับ Chen, Su and Zhao (2000) และ Blay and Geiger (2001) ที่ศึกษาเกี่ยวกับการตอบสนองของตลาดต่อการออกรายงานการสอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งพบว่ารายงานของ

ผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปนั้นถือเป็นข่าวร้ายของบริษัทและทำให้ราคาของหลักทรัพย์ลดต่ำลง ส่วนความเห็นของผู้สอบบัญชีอีกสองประเภทที่เหลือคือ ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปกรณีปัญหาการดำเนินงานต่อเนื่องและปัญหาความไม่แน่นอนอื่นๆนั้น ไม่ปรากฏความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ ซึ่งอาจมีสาเหตุมาจากจำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการทดสอบมีจำนวนน้อยเกินไป

ส่วนการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง**ปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือ**กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์นั้นไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยอาจมีสาเหตุมาจากการตีความหมายสัญญาณจากสินค้าคงเหลือเพียงอย่างเดียวนั้นค่อนข้างจะคลุมเครือ ไม่สามารถบอกถึงผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือที่มีต่อกำไรได้อย่างชัดเจน นักวิเคราะห์จึงต้องพิจารณาข้อมูลอื่นประกอบเพื่อคาดการณ์ถึงผลกระทบที่จะเกิดขึ้นต่อกำไรในอนาคตด้วย เช่น ข้อมูลวงจรชีวิตของกิจการจะช่วยให้ตีความหมายได้ชัดเจนขึ้น กล่าวคือ หากกิจการอยู่ในช่วงเจริญเติบโตเต็มที่แล้ว ระดับสินค้าคงเหลือที่เพิ่มขึ้นน่าจะเป็นเพราะความต้องการในสินค้าลดลง ซึ่งถือว่าเป็นสัญญาณที่ไม่ดีต่อกำไรในอนาคต แต่หากกิจการอยู่ในช่วงกำลังเจริญเติบโต ระดับสินค้าคงเหลืออาจเพิ่มขึ้นเนื่องจากผู้บริหารคาดการณ์ว่ายอดขายจะสูงขึ้น ซึ่งจะถือเป็นสัญญาณที่ดีต่อกำไรในอนาคต (Anderson, Banker, Huang and Janakiraman, 2006) ด้วยเหตุผลที่ดังกล่าวจึงอาจทำให้นักวิเคราะห์ไม่สามารถนำข้อมูลสินค้าคงเหลือมาใช้ในการประมาณการกำไรได้โดยตรง และอาจเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์

สำหรับ**ปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุน** ก็ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์เช่นกัน ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะการใช้ข้อมูลที่เป็นตัวแทนรายจ่ายฝ่ายทุนที่ไม่เหมาะสม ซึ่งก็คือ กระแสเงินสดจากการลงทุนในที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ที่แสดงอยู่ในงบกระแสเงินสดของกิจการ ซึ่งได้รวมรายจ่ายฝ่ายทุนเพื่อการเปลี่ยนทดแทนและรายจ่ายฝ่ายทุนเพื่อรองรับการเจริญเติบโตไว้ด้วยกัน จึงไม่อาจบ่งชี้ได้ว่ารายจ่ายฝ่ายทุนนี้จะช่วยพัฒนาศักยภาพและความสามารถของกิจการให้เพิ่มสูงขึ้น อันจะเป็นผลดีต่อกำไรในอนาคตของกิจการได้หรือไม่ ด้วยเหตุนี้ นักวิเคราะห์จึงไม่สามารถนำข้อมูลดังกล่าวไปใช้พิจารณาปรับประมาณการกำไรได้อย่างชัดเจน หากแต่การพิจารณาถึงรายละเอียดของแต่ละโครงการลงทุนโดยตรง น่าจะช่วยให้นักวิเคราะห์คาดการณ์แนวโน้มความเป็นไปได้และผลตอบแทนที่ได้รับจากโครงการลงทุน เพื่อนำมาเป็นข้อมูลที่ใช้ในการปรับประมาณการกำไรได้อย่างถูกต้องแม่นยำมากกว่าการพิจารณาจากข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุนในที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์แต่เพียงอย่างเดียว

ในส่วนการทดสอบ**ตัวแปรควบคุม**ซึ่งประกอบด้วย 2 กลุ่มใหญ่ คือ ปัจจัยด้านบริษัท และปัจจัยมหภาคและอุตสาหกรรม ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีปัจจุบัน ขนาดของกิจการ การเจริญเติบโตของกิจการ ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และประเภทของอุตสาหกรรม ผลการทดสอบพบว่า การเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีปัจจุบัน การเจริญเติบโตของกิจการ ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ขนาดของกิจการ และการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ซึ่งเป็นไปตามทิศทางที่คาดหวังไว้ กล่าวคือ เมื่อเศรษฐกิจอยู่ในภาวะขยายตัว กิจการก็จะเติบโตขึ้นโดยวัดได้จากยอดขายรวมทั้งขนาดกิจการที่ใหญ่ขึ้น ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของกิจการมีแนวโน้มสูงขึ้น โดยจะสะท้อนให้เห็นจากกำไรในปีปัจจุบันที่เพิ่มสูงขึ้นนั่นเอง นอกจากนี้ การที่กิจการสามารถดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ก็ย่อมแสดงให้เห็นถึงข่าวดีที่จะเกิดขึ้นต่อกำไรในอนาคต และนับว่าเป็นสัญญาณในทางบวกให้นักวิเคราะห์รับทราบเพื่อปรับประมาณการกำไรไปในทิศทางที่เพิ่มสูงขึ้นด้วย หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ เมื่ออัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริง (real GDP) ซึ่งใช้เป็นตัวแทนการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจเพิ่มสูงขึ้นก็ย่อมแสดงถึงภาวะทางเศรษฐกิจที่กำลังขยายตัว ส่งผลให้กิจการภายในประเทศเจริญเติบโตขึ้นเพราะปริมาณความต้องการสินค้าและบริการจะแปรผันตามภาวะเศรษฐกิจ ยอดขายสินค้าของกิจการจะเพิ่มสูงขึ้นตาม ทำให้รายได้ของกิจการเพิ่มขึ้นไปด้วย ซึ่งย่อมส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงของกำไรของกิจการในระดับที่เพิ่มสูงขึ้นด้วยเช่นกัน อีกทั้งกิจการที่มีการดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้นนั้น ย่อมส่งผลกระทบต่อการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ให้เป็นไปในทิศทางที่ดีขึ้นกว่าเดิมในที่สุด นอกจากนี้ ความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญของประเภทอุตสาหกรรมกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ก็บ่งบอกได้ว่ากลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันก็ย่อมมีกิจกรรมการดำเนินงานที่ต่างกันและลักษณะเฉพาะของแต่ละอุตสาหกรรมก็มีปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อกำไรในอนาคตไม่เท่ากันด้วย

นอกจากการทดสอบความสัมพันธ์ของปัจจัยพื้นฐานกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ด้วยแบบจำลองหลักแล้ว การศึกษาครั้งนี้ได้เพิ่มเติมการวิเคราะห์ความอ่อนไหวเข้ามาเพื่อให้ตรวจสอบให้แน่ใจว่าผลลัพธ์ที่ได้จากแบบจำลองมีประสิทธิภาพและน่าเชื่อถือได้มากขึ้น โดยเปลี่ยนวิธีการวัดค่าปัจจัยด้านสินค้าคงเหลือ ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น ปัจจัยด้านรายจ่ายฝ่ายทุน ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร และความเห็นของผู้สอบบัญชี ซึ่งผลการทดสอบก็ยังปรากฏว่าสินค้าคงเหลือ รายจ่ายฝ่ายทุน ไม่มีความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญเหมือนเช่นแบบจำลองเดิม

อย่างไรก็ตาม เมื่อเปลี่ยนวิธีพิจารณาจากความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปในปีปัจจุบันเพียงอย่างเดียว มาเป็นการเปรียบเทียบความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปในปีปัจจุบันกับความเห็นของผู้สอบบัญชีอย่างไม่มีเงื่อนไขในปีก่อนหน้าสำหรับการวิเคราะห์ความอ่อนไหวนั้น กลับได้ผลลัพธ์ที่แตกต่างไปจากแบบจำลองเดิม กล่าวคือ พบความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างความเห็นของผู้สอบบัญชีกับการปรับประมาณการกำไรในปีถัดไปของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์อย่างไม่มีนัยสำคัญในทั้ง 3 กรณี ซึ่งอาจเป็นผลมาจากจำนวนตัวอย่างที่น้อยเกินไป หากแต่ลักษณะทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงลบที่พบนั้นเป็นไปตามสมมติฐานที่คาดเอาไว้ว่าความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบที่เปลี่ยนแปลงไปจากปีก่อนที่แสดงความเห็นอย่างไม่มีเงื่อนไขนั้น สะท้อนให้เห็นข่าวร้ายต่อกำไรในอนาคตของกิจการ และส่งผลให้นักวิเคราะห์มีแนวโน้มปรับประมาณการกำไรในปีถัดไปในทิศทางที่ลดลง เพื่อสะท้อนให้เห็นถึงสัญญาณในเชิงลบที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคตได้

กล่าวโดยสรุป จากผลการศึกษาไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานที่ตั้งไว้ได้ว่าปัจจัยด้านงบการเงินมีความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ โดยพบว่าปัจจัยด้านงบการเงินอันได้แก่ ปัจจัยด้านลูกหนี้การค้า ปัจจัยด้านกำไรขั้นต้น ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ปัจจัยด้านหนี้สิน รวมทั้งความเห็นของผู้สอบบัญชี ซึ่งเป็นปัจจัยที่สนใจศึกษานั้นมีความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญ และตัวแปรควบคุม อันได้แก่ การเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีปัจจุบัน ขนาดของกิจการ การเจริญเติบโตของกิจการ ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และประเภทอุตสาหกรรมนั้นก็มีความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นกัน โดยผลการศึกษาที่พบนี้สะท้อนให้เห็นว่านักวิเคราะห์ตระหนักถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกำไรในอนาคตที่แฝงอยู่ในปัจจัยพื้นฐานต่างๆ และตอบสนองกับสัญญาณจากปัจจัยพื้นฐานเหล่านี้โดยการปรับประมาณการกำไรให้เพิ่มขึ้นหรือลดลง หากสัญญาณนั้นเป็นสัญญาณในทางบวกหรือทางลบตามลำดับ

5.2 ประโยชน์ของผลการวิจัย

จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแสดงให้เห็นว่า ปัจจัยด้านงบการเงินมีความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ซึ่งผลการวิจัยจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่เกี่ยวข้องดังต่อไปนี้

1. นักวิเคราะห์หลักทรัพย์

ผลการศึกษาอาจช่วยกระตุ้นให้นักวิเคราะห์ตระหนักถึงความสำคัญของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานให้มากขึ้น โดยเฉพาะปัจจัยด้านงบการเงินซึ่งเป็นตัวแปรที่สนใจศึกษากลับพบความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์แต่เพียงบางปัจจัยเท่านั้น สะท้อนให้เห็นว่า นักวิเคราะห์คำนึงถึงปัจจัยด้านงบการเงินในการปรับประมาณการกำไรแค่เพียงบางปัจจัยเท่านั้น มิใช่ทุกๆ ปัจจัย ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่านักวิเคราะห์มองข้ามความสำคัญของปัจจัยดังกล่าวจึงไม่ได้พิจารณาถึงสัญญาณเตือนภัยที่แฝงอยู่ในปัจจัยเหล่านี้ในการปรับประมาณการกำไรในอนาคต ดังนั้น หากนักวิเคราะห์ให้ความสำคัญในการรวบรวมข้อมูลข่าวสารที่ส่งผลกระทบต่อกำไรในอนาคตที่แฝงอยู่ในปัจจัยด้านงบการเงิน รวมทั้งปัจจัยพื้นฐานด้านอื่นๆ ได้อย่างครบถ้วนสมบูรณ์ ก็จะทำให้การปรับประมาณการกำไรมีความถูกต้องและน่าเชื่อถือ อีกทั้งยังเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการใช้ข้อมูลประมาณการกำไรนี้เป็นข้อมูลหนึ่งที่ช่วยวางแผนการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆได้อย่างมีประสิทธิภาพ

2. หน่วยงานกำกับดูแล

ผลการศึกษาที่พบอาจเป็นแนวทางเบื้องต้นสำหรับหน่วยงานกำกับดูแลในการกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลที่อาจส่งผลกระทบต่อกำไรในอนาคตไว้ในรายงานทางการเงินของบริษัทให้มากขึ้น เพื่อจะได้เป็นแหล่งข้อมูลสำหรับนักวิเคราะห์ในการประเมินถึงผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทได้อย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากรายงานทางการเงินของบริษัทถือเป็นแหล่งข้อมูลที่สำคัญแหล่งหนึ่งสำหรับนักวิเคราะห์ในการจัดทำประมาณการกำไร โดยนักวิเคราะห์จะพิจารณารายละเอียดข้อมูลอื่นๆในงบการเงินนอกเหนือจากรายการกำไร เพื่อคาดการณ์ถึงผลกระทบที่อาจจะเกิดขึ้นต่อผลการดำเนินงานในอนาคตด้วย ซึ่งงานวิจัยในอดีต [19] ก็ได้ให้หลักฐานที่สนับสนุนว่า ข้อมูล

---

[19] งานวิจัยในอดีตที่ศึกษาเพื่อเพิ่มความเข้าใจเกี่ยวกับความสำคัญของงบการเงินที่มีผลต่อนักวิเคราะห์มีจำนวนมาก อาทิ Rogers, Rodney , Grant, Julia (1997) ได้วิเคราะห์เนื้อหาของรายงานบทวิเคราะห์หลักทรัพย์เกี่ยวกับข้อมูลที่นักวิเคราะห์นำมาใช้ ผลปรากฏว่า ข้อมูลที่นักวิเคราะห์นำมาใช้ในการประมาณการและเขียนรายงานบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ถึง 26% นำมาจากข้อมูลในงบการเงินและยังพบว่าหมายเหตุประกอบงบการเงินเป็นส่วนที่มีความสำคัญมากที่สุด รองลงมาคืองบกำไรขาดทุนซึ่งจะให้ความสำคัญกับรายการกำไรเป็นลำดับแรก Horngren (1978) สรุปว่ารายงานประจำปีเป็นแหล่งข้อมูลที่สำคัญที่สุดสำหรับนักวิเคราะห์และงบกำไรขาดทุนของกิจการก็เป็นส่วนประกอบที่สำคัญที่สุดในรายงานประจำปี Most (1985) พบว่านักวิเคราะห์ในประเทศสหรัฐอเมริกาให้ลำดับความสำคัญแก่งบกำไรขาดทุนเป็นลำดับแรก รองลงมาคือ งบดุล ซึ่งนับว่าเป็นส่วนประกอบที่สำคัญที่สุดในรายงานประจำปี Chandra (1974,1975) ทำการสำรวจนักวิเคราะห์พบว่านักวิเคราะห์จะให้ความสนใจกับข้อมูลในงบกำไรขาดทุนเป็นมากกว่างบดุล และข้อมูลกำไรต่อหุ้นเป็นข้อมูลที่สำคัญที่สุด

ส่วนใหญ่ที่นักวิเคราะห์นำมาใช้ประมาณการกำไรและเขียนรายงานบทวิเคราะห์หลักทรัพย์นั้นเป็นข้อมูลที่มาจากรายงานการเงินของบริษัทนั่นเอง

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาต่อในอนาคต

ผลการศึกษาที่ได้รับจากการศึกษาปัจจัยด้านงบการเงินที่มีผลกระทบต่อการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์อาจใช้เป็นแนวทางเบื้องต้นในการทำความเข้าใจในเรื่องปัจจัยที่นักวิเคราะห์ใช้ในการประมาณกำไรของแต่ละบริษัทได้ สำหรับงานวิจัยในอนาคตนั้นอาจวิเคราะห์ถึงปัจจัยด้านอื่นเพิ่มเติมนอกเหนือจากปัจจัยด้านงบการเงินซึ่งเป็นข้อมูลที่นำมาจากรายงานการเงินของบริษัทเท่านั้น เช่น การเปิดเผยการประมาณการกำไรโดยผู้บริหาร และคำแนะนำของนักวิเคราะห์อื่นว่าได้ส่งผลกระทบต่อการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หรือไม่ อย่างไร นอกจากนี้ในแต่ละอุตสาหกรรมก็มีปัจจัยที่กระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทแตกต่างกันไป ซึ่งงานวิจัยในอนาคตอาจศึกษาให้ลึกลงไปในแต่ละอุตสาหกรรม และแยกปัจจัยเฉพาะที่กระทบแต่ละอุตสาหกรรมออกมาเพื่อทดสอบให้ชัดเจนว่าในแต่ละอุตสาหกรรมนั้น มีปัจจัยอะไรบ้างที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทรวมถึงมีผลกระทบต่อการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์หรือไม่ อย่างไร เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันนั้น มีลักษณะการดำเนินงานที่ไม่เหมือนกัน และปัจจัยบางอย่างอาจมีผลกระทบต่ออุตสาหกรรมหนึ่ง แต่อาจไม่มีผลกระทบต่ออีกกลุ่มอุตสาหกรรมหนึ่งก็ได้ ดังนั้น การแยกศึกษาในแต่ละอุตสาหกรรมจะทำให้เห็นผลกระทบของปัจจัยต่างๆ ได้อย่างชัดเจนมากขึ้น

เนื่องจากข้อมูลประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ที่ใช้การศึกษาครั้งนี้มีข้อจำกัดเรื่องระยะเวลาและจำนวนบริษัท วิธีการศึกษาจึงจำเป็นต้องใช้วิธีการวิเคราะห์แบบภาคตัดขวาง (Cross-sectional analysis) ถ้าหากในอนาคตสามารถหาแหล่งข้อมูลประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ที่ย้อนหลังไปได้ยาวนานขึ้นและมีจำนวนบริษัทที่มากพอ ก็อาจทำการศึกษาความสามารถของปัจจัยพื้นฐานในการใช้อธิบายการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ตามการเปลี่ยนแปลงของช่วงเวลา โดยการศึกษาดังกล่าวอาจเป็นการพิจารณาลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานกับการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ในช่วงระยะเวลาที่ผ่านมา และช่วยให้ทราบแนวโน้มความสามารถของปัจจัยพื้นฐานในการใช้อธิบายการปรับประมาณการกำไรตามช่วงเวลา รวมทั้งพิจารณาว่าช่วงเวลาที่เปลี่ยนแปลงไปนั้นจะมีอิทธิพลต่อความสามารถของปัจจัยพื้นฐานในการอธิบายการปรับประมาณการกำไรในปีถัดไปของนักวิเคราะห์หรือไม่ อย่างไร ซึ่งการศึกษาดังกล่าวอาจช่วยเพิ่มความเข้าใจการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ให้ดียิ่งขึ้น

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

ชัชพงษ์ ตั้งมณี และ พรอนงค์ บุษราตระกูล. การแสวงหาสารสนเทศและทักษะการแก้ปัญหาของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์.จุฬาลงกรณ์วารสาร, 2550.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน. พิมพ์ครั้งที่ 11. กรุงเทพมหานคร: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง, 2546.

พรอนงค์ บุษราตระกูล. การลงทุนพื้นฐานและการประยุกต์. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2547

พรดาว ภัททกวงศ์. การให้ความสำคัญต่อการเปิดเผยข้อมูลในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย : มุมมองนักวิเคราะห์การเงิน. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2546.

วีรชัย เจริญรังสรรค์. ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงระดับการผลิตสินค้าคงเหลือต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2548.

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การวิเคราะห์งบการเงิน. พิมพ์ครั้งที่ 4. กรุงเทพมหานคร: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง, 2550.

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ข้อมูลและการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงิน. พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพมหานคร: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง, 2548.

สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย. มาตรฐานการสอบบัญชี. พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพมหานคร: พี.เอ.ลีฟวิ่ง, 2547.

สันติ กีระนันท์. ความรู้พื้นฐานการเงิน. พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพมหานคร: เฟื่องฟ้า พริ้นติ้ง, 2546.

อาภรณ์ ชิ้นฮะง้อ. การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2548.

ภาษาอังกฤษ

Abarbanell, J.S. and B.J. Bushee. Fundamental Analysis, Future Earnings, and Stock Prices. Journal of Accounting Research (1997): 1 –24.

Abarbanell,J.S.and B.J.Bushee. Abnormal Returns to a Fundamental Analysis Strategy. The Accounting Review (1998): 19 –45.

Aboody, D., M.E. Barth, and R. Kasznik. Revaluations of fixed assets and future firm performance: Evidence form the UK. Journal of Accounting and Economics (1999): 49-178.

Amato L. and R.P. Wilder. The effects of firm size on profit rates in U.S. manufacturing. Southern Economic Journal(1985): 181-190.

Anderson M ., R. Banker and Huang . Cost Behavior and Fundamental Analysis of SG&A Costs. Working paper. The University of Texas at Dallas, (2006).

Barth M. E. and A.P. Hutton. Analyst earnings forecast revisions and the Pricing of accruals. Review of Accounting Studies. (2004): 59-96.

Bauman P. Mark. A Review of Fundamental Analysis Research in Accounting. Journal of Accounting Literature (1996):1-33

Beneish M.D., C. M. C. Lee., and R. L. Tarpley. Contextual Fundamental Analysis Through the Prediction of Extreme Returns. Review of Accounting Studies (2001): 165-189.

Blay, A. D., and Gieger, M. A. Market Expectation for First-Time Going-Concern. Journal of Accounting, Auditing & Finance (2001): 209-226

Chandra, G. Information Needs of Security Analysts. Journal of Accountancy (1975): 65-70.

Chandra, G. A Study of the Consensus on Disclosure Among Public Accountants and Security Analysts. The Accounting Review (1974):733-743.

Chen, C.J.P., S.M. Chen, and X. Su. An Emerging Market's Reaction to Initial Modified Audit Opinions: Evidence from the Shanghai Stock Exchange. Contemporary Accounting Research (2000): 429-455

Cheng, Qiang. The Role of Analysts' Forecasts in Accounting-Based Valuation: A Critical Evaluation. Review of Accounting Studies (2005): 5-31.

Cottle, S., R. F. Murray, and F. E. Block. Graham and Dodd's security analysis. New York: McGraw-Hill, (1988).

DeAngelo, L. E. Equity valuation and corporate control. The Accounting Review (1990): 93-112.

Dowen J. R. Fundamental information and monetary policy: the implications for earnings and earnings forecasts. Journal of Business Finance & Accounting (2001): 481-501.

Echevarria, D.P. Capital investment and the profitability of fortune 500 industrials: 1971-1990. Studies in Economics and Finance, (1997): 3-35

Elliott J.W. Control, size, growth, and financial performance in the firm. The Journal of Financial and Quantitative Analysis. (1972): 1309-1320.

Fairfield, P.M. and T.L. Yohn. Using Asset Turnover and Profit Margin to Forecast Changes in Profitability. Review of Accounting Studies (2001): 371-385.

Fama, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. Journal of Finance (1970): 383-417.

Finger C. A. The Ability of Earnings to Predict Future Earnings and Cash Flow. Journal of Accounting Research (1994): 210-223.

Firth, M. Qualified Audit Reports: Their Impact On Investment Decisions. The Accounting Review (1978): 642-650.

Fitzsimmons, J.R., P. R. Steffens, and E. J. Douglas. Growth and Profitability in Small and Medium Sized Australian Firms, AGSE Entrepreneurship Exchange, Melbourne (2005).

Holl M. and L. Weiss. Firm size and profitability. The Review of Economics and Statistics. (1967): 319-331.

Horngren, C. Implications for Accountants of the Uses of Financial Statements by Security Analysts. Unpublished dissertation, University of Chicago. New York: Reprinted by Arno Press, 1978.

Jensen, M.C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. American Economics Review, (1986): 323-329.

Jensen, M.C., Meckling, W.H.Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, (1976): 305-360.

Jiang C.H., Chen H.L., Huang Y.S. Capital expenditures and corporate earnings: Evidence from the Taiwan Stock Exchange. Managerial Finance (2006): 853-861.

Joh S.W. Coporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis. Journal of Financial Economics (2003): 287-322.

Kallapur S. and M.A. Trombley. The association between investment opportunity set proxies and realized growth. Journal of Business Finance & Accounting (1999): 505-519.

Lev,B., and S. R. Thiagarajan. Fundamental information analysis. Journal of Accounting Research (1993): 190-215.

Lui D. W. When Accruals Meet Growth: Do Analysts' Forecasts Fully Reflect the Future Earnings Implications of Accruals and Growth? Working paper. London Business School, (2003).

Lys, T., and S. Sohn. The association between revisions of financial analysts' earnings forecasts and security price changes. Journal of Accounting and Economics (1990); 341-363.

Markman, G. D.and W.B, Gartner. Is Extraordinary Growth Profitable? A Study of Inc. 500 High-Growth Companies. Entrepreneurship Theory and Practice (2002): 65-75.

Mest D.P. and E. Plummer. Tranditory and persistent earnings components as reflected in analysts' short-term and long-term earnings forecasts: evidence from a nonlinear model. International Journal of Forecasting (1999); 291-308.

Ou, J., The information content of nonearnings accounting numbers as earnings predictors. Journal of Accounting Research (1990): 144-163.

Ou. J., and S. Penman. Financial statement analysis and the prediction of stock returns. Journal of Accounting and Economics (1989): 295-330.

O'Brien, P. Analysts' forecasts as earnings expectation. Journal of Accounting and Economics (1988): 53-83.

Previts, G., R. Bricker, T. Robinson, and S. Young. A Content Analysis *of* Sell-Side Financial Analyst Company Reports. Accounting Horizons (1994): 55-70.

Quirin J. Jeffrey and A. Allen. The effect of earnings permanence on fundamental information analysis. The Mid - Atlantic Journal of Business (2000):149

Ramnath, S., S. Rock and P. Shane. Value Line and I/B/E/S earnings forecasts. International Journal of Forecasting (2005); 185-198.

Rogers R. K.and J. Grant. Content analysis of information cited in reports of sell-side financial analysts. Journal of Financial Statement Analysis (1997)

Sunti Tirapat and Pornanong Penpas. A test of financial statement information in Thailand: Bad news for Fundamentalist? NIDA Development Journal (1998): 27-50.

Sneed , J. Estimating earnings forecasting models using fundamental analysis: Controlling for differences across industries. American Business Review (1999): 17

Stober, T. L. Summary Financial Statement Measures and Analyst Forecast of Earnings. Journal of Accounting and Economics (1992): 347-372.

Swenson E.P., L. Ree and L. F. J. Juarez-Valdes. The contribution of fundamental analysis after a currency devaluation. The Accounting Review (2003): 875-902

Wieland M.M. Identifying consensus analysts' earnings change forecasts with correct and incorrect signs. Working papers. Kelley School of Business. Indiana University (2005).

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

การตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

การศึกษาครั้งนี้ได้ใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงอนุมาน ซึ่งจำเป็นต้องตรวจสอบสมมติฐานหรือเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยที่เกี่ยวกับค่าความคลาดเคลื่อน(Error or Residual) เสียก่อน การที่ผู้วิเคราะห์สามารถที่จะนำสมการ $\hat{Y} = a + bx$ ไปประยุกต์ใช้ทั้งในแง่แสดงระดับและทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร X และ Y หรือพยากรณ์ค่า Y เมื่อกำหนดค่า X ผู้ใช้จะต้องมีความมั่นใจในความถูกต้องของสมการ $\hat{Y} = a + bx$ โดยจะต้องตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเกี่ยวกับค่าความคลาดเคลื่อน ($e_i = Y_i - \hat{Y}_i$) ซึ่งมี 5 ข้อดังนี้

1. ความคลาดเคลื่อน e_i เป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ
2. ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์ นั่นคือ E(e) = 0
3. ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า V(e) = σ^2_e
4. e_i และ e_j เป็นอิสระจากกัน ; $i \neq j$ นั่นคือ covariance (e_i , e_j) = 0
5. ตัวแปรอิสระ x_i และ x_j ต้องเป็นอิสระกัน

ทั้งนี้ เงื่อนไขดังกล่าวต้องต้องเป็นจริงทุกข้อจึงจะสามารถใช้การทดสอบสถิติ F และสถิติ t ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามได้ โดยมีรายละเอียดในการทดสอบเงื่อนไขทั้ง 5 ข้อดังต่อไปนี้

1. การตรวจสอบการแจกแจงของข้อมูล

การทดสอบการแจกแจงของค่าความคลาดเคลื่อนว่าเป็นแบบปกติหรือไม่ สามารถพิจารณาได้จากกราฟ หรือ วิเคราะห์จากค่าสถิติ โดยค่าสถิติที่ใช้ คือ Kolmogorov – Smirnov Test หรือ Shapiro-Wilk Test แต่เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างมีจำนวนมากกว่า 50 ตัวอย่าง จึงใช้สถิติ Kolmogorov – Smirnov Test หากค่า Sig.>0.05 แสดงว่าค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงปกติ โดยมีสมมติฐานของการทดสอบคือ

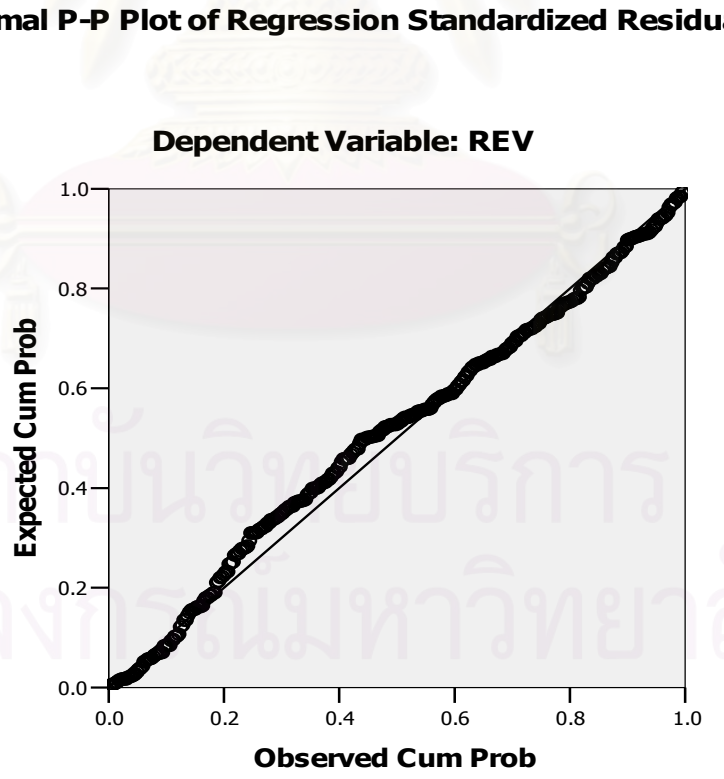
H_0 : ค่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติ

H_1 : ค่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบไม่ปกติ

ตาราง ก การตรวจสอบการแจกแจงของค่าความคลาดเคลื่อน

	Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
REV	.084	318	.000	.977	319	.000

จากผลการทดสอบที่แสดงในตารางก-1 พบว่าค่า Sig. เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานนี้ ซึ่งแสดงว่าค่าความคลาดเคลื่อนไม่ได้มีการแจกแจงแบบปกติ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 อย่างไรก็ตาม การวิจัยครั้งนี้มีตัวอย่างในการวิจัยเกิน 30 ตัวอย่าง จึงสันนิษฐานได้ว่าข้อมูลมีการแจกแจงแบบปกติได้ (Kutner and Wasserman, 1996) ซึ่งสอดคล้องกับ Normal Probability Plot ที่พบว่าข้อมูลส่วนใหญ่อยู่ในรูปเส้นตรง ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า ค่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงปกติ ทั้งในแบบจำลองหลักและการวิเคราะห์ความถดถอยก็ให้ผลลัพธ์ที่ไม่แตกต่างกัน



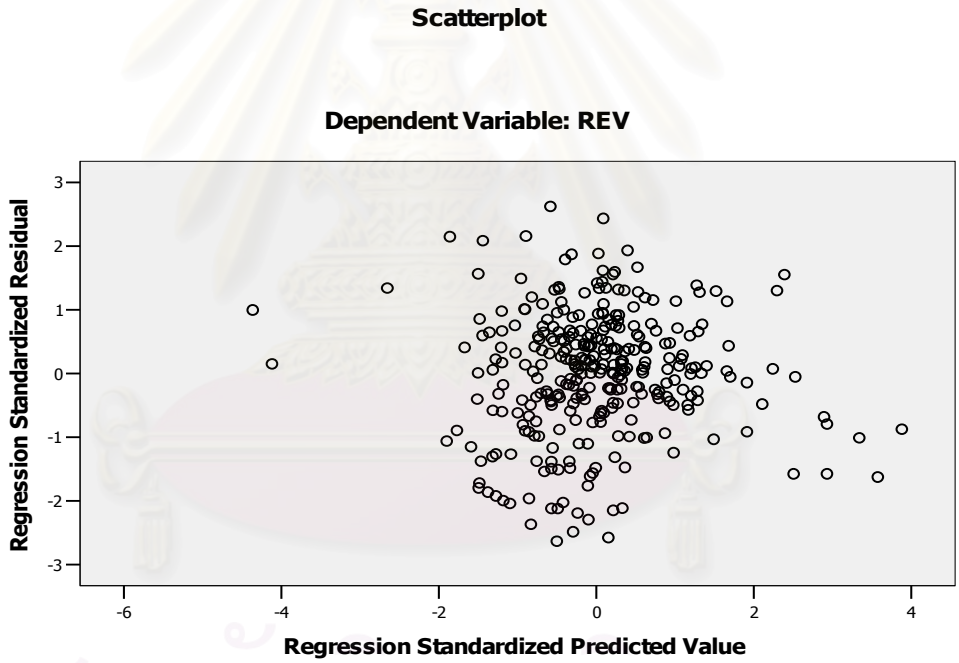
ภาพ ก Normal Probability Plot ของค่าความคลาดเคลื่อน

2. การตรวจสอบค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อน

การหาค่า a และ b โดยทำให้ผลบวกกำลังสองของความคลาดเคลื่อนมีค่าต่ำสุด ซึ่งจะทำให้ $\sum e_i = 0$ ดังนั้น เงื่อนไขข้อนี้จึงเป็นจริงเสมอ

3. การตรวจสอบค่าความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อน

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



ภาพ ข แสดง Scatter plot **ของค่าประมาณมาตรฐาน** Z_y **และค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน** Z_e

เมื่อพิจารณาแผนภาพการกระจายระหว่างค่า e และ $\hat{Y}$ ของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า ค่า e จะกระจายอยู่รอบ ๆ ศูนย์ หรือค่า e มีค่าในช่วงใดช่วงหนึ่งแคบๆ ไม่ว่าค่า Y จะเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร ในกรณีนี้จะถือว่า Var(e) มีค่าคงที่ ซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ทั้งในแบบจำลองหลักและการวิเคราะห์ความถดถอยก็ให้ผลลัพธ์ที่ไม่แตกต่างกัน

4. การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของค่าความคลาดเคลื่อน

การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของ e_i และ e_j โดยที่ $e_i = Y_i - \hat{Y}_i$ และ $e_i = Y_j - \hat{Y}_j$ โดยใช้สถิติทดสอบ Durbin – Watson สำหรับค่าวิกฤติของ Durbin – Watson จะขึ้นอยู่กับขนาดตัวอย่าง (n) และจำนวนตัวแปรอิสระในสมการความถดถอย (k)

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

จากผลการทดสอบพบว่าค่า Durbin – Watson ของแบบจำลองหลักและการวิเคราะห์ความอ่อนไหว เท่ากับ 1.787 และ 1.804 ตามลำดับ ซึ่งอยู่ในช่วงระหว่าง 1.5 ถึง 2.5 จึงอาจสรุปได้ว่า e_i และ e_j เป็นอิสระต่อกัน

5. การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

เนื่องจากเงื่อนไขข้อหนึ่งของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคือ ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระต่อกัน หรือไม่มีความสัมพันธ์กัน แต่ในทางปฏิบัติมักจะพบว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง ซึ่งอาจก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity จนทำให้ผลการวิเคราะห์สมการความถดถอยที่ได้ไม่ถูกต้อง ดังนั้น การตรวจสอบเงื่อนไขนี้จะให้ตัวแปรอิสระตัวหนึ่งเป็นตัวแปรตาม ส่วนตัวแปรอิสระที่เหลือเป็นตัวแปรอิสระ วิธีการตรวจสอบจะใช้ค่าสถิติคือ Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF) ถ้าค่า Tolerance ของตัวแปรมีค่าใกล้ศูนย์ หรือค่า Variance Inflation Factor

มีค่ามากกว่า 10 แสดงว่าตัวแปรอิสระตัวใดตัวหนึ่งมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระที่เหลือมาก นั่นคือ เกิดปัญหา Multicollinearity จากการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระพบว่า Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF) มีค่าดังนี้

ตาราง ข การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

Independent Variable	แบบจำลองหลัก		การวิเคราะห์ความอ่อนไหว	
	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
INVS	0.854	1.171	0.945	1.059
ARS	0.885	1.131	0.920	1.087
GMS	0.814	1.228	0.923	1.084
CAPXS	0.892	1.121	0.871	1.148
SAS	0.720	1.390	0.891	1.122
LEVS	0.855	1.169	0.841	1.189
AUDIT1	0.775	1.290	0.957	1.045
AUDIT2	0.793	1.260	0.942	1.062
AUDIT3	0.857	1.167	0.932	1.073
EPS	0.821	1.219	0.882	1.134
SIZE	0.792	1.262	0.778	1.285
GROWTH	0.664	1.507	0.757	1.321
OPT	0.683	1.465	0.768	1.302
GDP	0.966	1.035	0.949	1.054
INDUS1	0.645	1.550	0.680	1.471
INDUS2	0.900	1.112	0.904	1.106
INDUS3	0.685	1.460	0.722	1.384
INDUS4	0.458	2.186	0.497	2.012
INDUS5	0.609	1.642	0.629	1.590
INDUS6	0.519	1.926	0.531	1.883

จากตารางข้างต้น แสดงค่าความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปรอิสระ พบว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่า Tolerance เข้าใกล้ 1 ส่วนค่า VIF มีค่าสูงสุดคือ 2.186 ซึ่งต่ำกว่า 10 ดังนั้นจึงอาจสรุปได้ว่าตัวแปรอิสระทุกตัวที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างกันจนอยู่ในระดับที่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity ได้

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาวสมรสม พานิชโยทัย เกิดเมื่อวันที่ 14 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2526 ที่กรุงเทพมหานคร สำเร็จการศึกษาระดับมัธยมศึกษาจากโรงเรียนชลกันยานุกูล จังหวัดชลบุรี ต่อมาได้ศึกษาต่อในระดับปริญญาตรีในคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ และสำเร็จการศึกษาบัญชีบัณฑิต (เกียรตินิยมอันดับหนึ่ง) ในปี พ.ศ. 2547 จากนั้นได้เข้าศึกษาต่อในหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปี พ.ศ. 2548

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย