


ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์
และผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



นายอภิเดช แวสุวรรณ

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบัญชี ภาควิชาการบัญชี
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
ปีการศึกษา 2550
ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

THE RELATIONSHIP BETWEEN CASH FLOWS FROM CORPORATE FINANCING ACTIVITIES,
FUTURE STOCK RETURNS AND FUTURE PERFORMANCES
OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

Mr. Apidech Waewsuwan

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

ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับ
ผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นายอภิเดช แวสุวรรณ

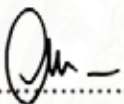
สาขาวิชา

การบัญชี

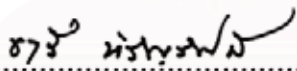
อาจารย์ที่ปรึกษา

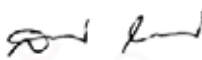
รองศาสตราจารย์ ดร. สุภาพร เจริญเยี่ยม

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้นับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ


..... คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
(รองศาสตราจารย์ ดร. อรรณพ ตันละมัย)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์


..... ประธานกรรมการ
(รองศาสตราจารย์ อารี หิรัญรัตน์)


..... อาจารย์ที่ปรึกษา
(รองศาสตราจารย์ ดร. สุภาพร เจริญเยี่ยม)


..... กรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ดร. วิรัช อภิเมธีอำรง)

อภิเดช แววสุวรรณ : ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (THE RELATIONSHIP BETWEEN CASH FLOWS FROM CORPORATE FINANCING ACTIVITIES, FUTURE STOCK RETURNS AND FUTURE PERFORMANCES OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND) อ. ที่ปรึกษา: รศ. ดร.สุภาพร เจริญเยี่ยม, 202 หน้า.

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินแบ่งได้เป็น 3 ประเภทคือ (1) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน (2) กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงิน และ (3) กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน กลุ่มตัวอย่าง คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี 2543 ถึง 2548 การวิเคราะห์ข้อมูลใช้สถิติเชิงพรรณนา และ การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ โดยวิเคราะห์ข้อมูลแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลจาก 8 กลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตของ 4 กลุ่มอุตสาหกรรมได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และ กลุ่มบริการ และเมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคตพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินทั้ง 3 ประเภทมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต ของ 6 กลุ่มอุตสาหกรรมได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มบริการ และ กลุ่มเทคโนโลยี

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

4882300626 : MAJOR ACCOUNTING

KEY WORD: CASH FLOWS / FINANCING ACTIVITIES / PERFORMANCES / STOCK RETURNS / THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

APIDECH WAEWSUWAN: THE RELATIONSHIP BETWEEN CASH FLOWS FROM CORPORATE FINANCING ACTIVITIES, FUTURE STOCK RETURNS AND FUTURE PERFORMANCES OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND. THESIS ADVISOR: ASSOC. PROF. SUPAPON CHENIAM, Ph.D., 202 pp.

The purpose of this study is to analyze the association between cash flows from corporate financing activities, future stock returns, and future performances of listed companies in the Stock Exchange of Thailand (SET). The study classifies corporate financing activities into 3 categories (1) net external financing activities (2) debt financing activities and (3) equity financing activities. The sample is selected from listed companies during the year 2000 to 2005. Both descriptive statistics and multiple regression are employed for the data analysis. The data is analyzed for each industry.

When data is separately analyzed for each of 8 industries, at 95% confidence interval, the results found that net corporate financing activities are negatively correlated with the future returns of 4 business industries including agro & food Industry, consumer products, industrials, and services. The results concerning the relationship between corporate financing activities and future performances found that all three categories of corporate financing activities are negatively correlated with the future performances of 6 industries including agro & food industry, consumer products, property & construction, Industrials, services, and information & communication technology.

Department.....Accountancy.....Student's signature.....
Field of study....Accounting.....Advisor's signature.....
Academic year.....2007.....

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วย ความกรุณาและความช่วยเหลืออย่างดียิ่งจาก รองศาสตราจารย์ ดร. สุภาพร เริงเยี่ยม อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ซึ่งกรุณาให้คำปรึกษา แนะนำ และเสนอความคิดเห็นที่มีคุณค่าต่อการศึกา ตลอดจนการตรวจสอบแก้ไขข้อบกพร่อง ทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงใน ความกรุณาของท่านไว้ ณ ที่นี้

ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณรองศาสตราจารย์ ธาวิ หิรัญรัศมี ที่ท่านได้กรุณาเป็น ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และให้ข้อเสนอแนะที่เป็นประโยชน์ต่อการศึกา รวมถึงขอ กราบขอบพระคุณรองศาสตราจารย์ ดร. วิรัช อภิเมธีธำรงที่ท่านได้กรุณาเป็นกรรมการสอบ วิทยานิพนธ์ ตลอดจนให้คำแนะนำเพิ่มเติมอันเป็นประโยชน์ในการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ให้ สมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณคณาจารย์ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และ การบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ทุกท่านที่ได้เสริมสร้างความรู้และทักษะของการศึกาใน หลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต ตลอดจนคณาจารย์มหาวิทยาลัยหอการค้าไทยสำหรับ การประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ในหลักสูตรปริญญาบัญชีบัณฑิต

ประการสุดท้ายข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณ คุณแม่มนทิพย์ เจริญรักษ์ ที่ได้ให้การ สนับสนุนและเป็นกำลังใจที่สำคัญยิ่งตลอดการเขียนวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ นอกจากนี้ข้าพเจ้า ขอขอบพระคุณนายสุธี งามอรุณโชติ นางสาวสรพรรณ สมุทรโคจร และผู้มีพระคุณท่านอื่นๆ ตลอดจนพี่ๆ เพื่อนๆ และน้องๆ ที่ได้ให้ความช่วยเหลือในทุกด้านตั้งแต่เริ่มจัดทำวิทยานิพนธ์จน สำเร็จลุล่วงอย่างดียิ่ง

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฎ
สารบัญภาพ.....	ฅ

บทที่

1	บทนำ.....	1
1.1	ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2	วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	3
1.3	สมมติฐานการวิจัย.....	4
1.4	ขอบเขตของการวิจัย.....	5
1.5	กรอบแนวคิดของการวิจัย.....	6
1.6	ข้อจำกัดของการวิจัย.....	8
1.7	คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย.....	8
1.8	ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	9
1.9	วิธีดำเนินการวิจัย.....	9
1.10	ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย.....	10
2	เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	11
	แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง.....	11
2.1	ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง.....	12
2.1.1	ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis).....	12
2.1.2	ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory).....	15
2.1.3	ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory).....	16
2.1.4	ทฤษฎีการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis).....	17
2.2	แนวคิดเกี่ยวกับงบกระแสเงินสด.....	19

บทที่	หน้า	
2.3	บทความเกี่ยวกับความสัมพันธ์กันระหว่างกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทน หลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต.....	23
2.4	งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา.....	24
	2.4.1 การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทน หลักทรัพย์ในอนาคต.....	25
	2.4.2 การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงาน ในอนาคต.....	30
3	วิธีดำเนินการวิจัย.....	37
3.1	ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	37
	3.1.1 ประชากร.....	37
	3.1.2 กลุ่มตัวอย่าง.....	38
3.2	เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย.....	40
3.3	การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	41
	3.3.1 ตัวแปรอิสระ : ตัวแปรที่สนใจศึกษา.....	42
	3.3.2 ตัวแปรอิสระ : ตัวแปรควบคุม.....	43
	3.3.3 ตัวแปรตาม.....	45
3.4	การวิเคราะห์ข้อมูล.....	48
	3.4.1 สถิติเชิงพรรณนา.....	48
	3.4.2 สถิติเชิงอนุมาน.....	48
3.5	การพัฒนาสมมติฐานการวิจัยและตัวแบบ.....	50
4	ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	53
4.1	ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา.....	55
	4.1.1 ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง.....	55
	4.1.2 ลักษณะของกลุ่มตัวอย่างสุ่มสำหรับใช้ในการวิเคราะห์.....	57
	4.1.3 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรที่ศึกษา.....	60
	4.1.3.1 ตัวแปรที่สนใจศึกษา.....	60
	4.1.3.1.1 กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน.....	60
	4.1.3.1.2 กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม.....	63
	4.1.3.1.3 กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน.....	65

4.1.3.2	ตัวแปรควบคุม.....	68
4.1.3.2.1	มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด.....	68
4.1.3.2.2	ผลการดำเนินงานปัจจุบัน.....	69
4.1.3.2.3	กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน.....	70
4.1.3.3	ตัวแปรตาม.....	71
4.1.3.3.1	ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต.....	71
4.1.3.3.2	ผลการดำเนินงานในอนาคต.....	73
4.2	ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน.....	74
4.2.1	ผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	75
4.2.1.1	ผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรม จัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต.....	75
4.2.1.2	ผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน กับผลตอบแทน หลักทรัพย์ในอนาคตแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	84
4.2.2	ผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับ ผลการดำเนินงานในอนาคต โดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	96
4.2.2.1	ผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรม จัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต.....	96
4.2.2.2	ผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนกับผลการดำเนินงาน ในอนาคต.....	107
5	สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	128
5.1	สรุปผลการวิจัย.....	130
5.1.1	ผลการวิเคราะห์ข้อมูลความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรม จัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต.....	130
5.1.2	ผลการวิเคราะห์ข้อมูลความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรม จัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต.....	134
5.2	อภิปรายผลการวิจัย.....	139

บทที่	หน้า
5.3	ข้อจำกัดของการวิจัยจากการทดสอบ..... 143
5.4	ข้อเสนอแนะจากการวิจัย..... 143
5.5	ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาต่อในอนาคต..... 144
รายการอ้างอิง..... 147	
ภาคผนวก..... 151	
	ภาคผนวก ก การตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ..... 157
	ภาคผนวก ข ตารางสรุปตัวแปรและระเบียบวิธีวิจัยของวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับ ความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และ ผลการดำเนินงานในอนาคต..... 185
	ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์..... 202

สารบัญญัตินำ

ตาราง	หน้า	
2.1	สรุปวรรณกรรมเกี่ยวกับกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต.....	33
3.1	ประชากรในการศึกษา.....	37
3.2	กลุ่มตัวอย่างในการศึกษา.....	39
3.3	สรุปรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิด.....	47
4.1	สรุปสัญลักษณ์และความหมายของตัวแปร.....	54
4.2	ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง.....	55
4.3	ลักษณะของกลุ่มตัวอย่างแยกตามอุตสาหกรรม.....	56
4.4	ลักษณะข้อมูลตัวอย่างสุทธิแยกตามอุตสาหกรรมสำหรับใช้ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต.....	57
4.5	ลักษณะข้อมูลตัวอย่างสุทธิแยกตามอุตสาหกรรมสำหรับใช้ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต.....	58
4.6	ค่าสถิติพื้นฐานของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน สำหรับชุดข้อมูลที่นำไปทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต.....	61
4.7	ค่าสถิติพื้นฐานของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน สำหรับชุดข้อมูลที่นำไปทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคต.....	62
4.8	ค่าสถิติพื้นฐานของกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม สำหรับชุดข้อมูลที่นำไปทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต.....	63
4.9	ค่าสถิติพื้นฐานของกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม สำหรับชุดข้อมูลที่นำไปทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคต.....	64
4.10	ค่าสถิติพื้นฐานของกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน สำหรับชุดข้อมูลที่นำไปทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต.....	65
4.11	ค่าสถิติพื้นฐานของกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน สำหรับชุดข้อมูลที่นำไปทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคต.....	66

ตาราง	หน้า
4.12 ค่าสถิติพื้นฐานของมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด.....	68
4.13 ค่าสถิติพื้นฐานของผลการดำเนินงานปีปัจจุบัน.....	69
4.14 ค่าสถิติพื้นฐานของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน.....	70
4.15 ค่าสถิติพื้นฐานของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต.....	71
4.16 ค่าสถิติพื้นฐานของผลการดำเนินงานในอนาคต.....	73
4.17 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกับ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	75
4.18 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และกระแส เงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตแยกตามกลุ่ม อุตสาหกรรม.....	85
4.19 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกับ ผลการดำเนินงานในอนาคตแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	97
4.20 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และกระแส เงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนกับผลการดำเนินงานในอนาคต แยกตามกลุ่ม อุตสาหกรรม.....	108
4.21 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย.....	125
5.1 รายละเอียดลำดับความสัมพันธ์ของตัวแปรกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	133
5.2 รายละเอียดลำดับความสัมพันธ์ของตัวแปรกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับ ผลการดำเนินงานในอนาคตแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	137
ตารางภาคผนวก	
1 Durbin – Watson.....	163
2 ค่า Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรอิสระ ในการ วิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต.....	173
3 ค่า Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรอิสระ ในการ วิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของผลการดำเนินงานในอนาคต.....	174
4 Correlations กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ ทดสอบผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต.....	176

ตาราง	หน้า
5 Correlations กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลการดำเนินงานในอนาคต.....	176
6 Correlations กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต.....	177
7 Correlations กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลการดำเนินงานในอนาคต.....	177
8 Correlations กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต.....	178
9 Correlations กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลการดำเนินงานในอนาคต.....	178
10 Correlations กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต.....	179
11 Correlations กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลการดำเนินงานในอนาคต.....	179
12 Correlations กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต.....	180
13 Correlations กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลการดำเนินงานในอนาคต.....	180
14 Correlations กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต.....	181
15 Correlations กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลการดำเนินงานในอนาคต.....	181
16 Correlations กลุ่มบริการ (SERVICE) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต.....	182
17 Correlations กลุ่มบริการ (SERVICE) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลการดำเนินงานในอนาคต.....	182
18 Correlations กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต.....	183
19 Correlations กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลการดำเนินงานในอนาคต.....	183

ตาราง

หน้า

- 20 สรุปตัวแปรและระเบียบวิธีวิจัยของวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่าง
กิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต..... 185



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญญภาพ

ภาพประกอบ		หน้า
1.1	กรอบแนวคิดของงานวิจัยแสดงความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต.....	6
1.2	กรอบแนวคิดของงานวิจัยแสดงความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต.....	7
 ภาพภาคผนวก		
1	Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO).....	154
2	Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME).....	154
3	Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE).....	155
4	Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS).....	155
5	Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON).....	156
6	Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE).....	156
7	Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต กลุ่มบริการ (SERVICE).....	157
8	Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต กลุ่มเทคโนโลยี (TECH).....	157
9	Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลการดำเนินงานในอนาคต กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO).....	158
10	Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลการดำเนินงานในอนาคต กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME).....	158
11	Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลการดำเนินงานในอนาคต กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE).....	159

ภาพภาคผนวก	หน้า
12	Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลการดำเนินงานใน อนาคต กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)..... 159
13	Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลการดำเนินงานใน อนาคต กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON)..... 160
14	Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลการดำเนินงานใน อนาคต กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE)..... 160
15	Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลการดำเนินงานใน อนาคต กลุ่มบริการ (SERVICE)..... 161
16	Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลการดำเนินงานใน อนาคต กลุ่มเทคโนโลยี (TECH)..... 161
17	Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน Z_e ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตกลุ่มเกษตรและ อุตสาหกรรมอาหาร..... 164
18	Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน Z_e ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตกลุ่มสินค้าอุปโภค บริโภค..... 165
19	Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน Z_e ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตกลุ่มธุรกิจการเงิน..... 165
20	Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน Z_e ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม 166
21	Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน Z_e ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง..... 166
22	Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน Z_e ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตกลุ่มทรัพยากร..... 167
23	Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน Z_e ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตกลุ่มบริการ..... 167

ภาพภาคผนวก	หน้า
24	Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน Z_e ของผลตอบแทนหลักทรัพย์สินในธนาคารกลุ่มเทคโนโลยี..... 168
25	Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน Z_e ของผลการดำเนินงานในธนาคารกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรม อาหาร..... 168
26	Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน Z_e ของผลการดำเนินงานในธนาคารกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค..... 169
27	Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน Z_e ของผลการดำเนินงานในธนาคารกลุ่มธุรกิจการเงิน..... 169
28	Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน Z_e ของผลการดำเนินงานในธนาคารกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม..... 170
29	Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน Z_e ของผลการดำเนินงานในธนาคารกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และ ก่อสร้าง..... 170
30	Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน Z_e ของผลการดำเนินงานในธนาคารกลุ่มทรัพยากร..... 171
31	Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน Z_e ของผลการดำเนินงานในธนาคารกลุ่มบริการ..... 171
32	Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน Z_e ของผลการดำเนินงานในธนาคารกลุ่มเทคโนโลยี..... 172

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

กิจกรรมจัดหาเงินเป็นเครื่องมือทางการเงินประเภทหนึ่งในการระดมทุนเพื่อสร้างความมั่งคั่งและการเจริญเติบโตอย่างต่อเนื่องให้กับกิจการซึ่งกิจกรรมจัดหาเงินเป็นข้อมูลอย่างหนึ่งของงบกระแสเงินสดที่แสดงอยู่ในงบการเงินเพื่อเป็นข้อมูลในการสื่อสารกับนักลงทุนถึงความสามารถในการใช้ทรัพยากรเชิงเศรษฐกิจเพื่อสร้างผลกำไรหรือผลตอบแทนให้กับนักลงทุน งบกระแสเงินสด แสดงแหล่งที่มาและใช้ไปของเงินสดหรือรายการเทียบเท่าเงินสด ผู้ใช้งบการเงินสามารถวิเคราะห์ถึงสภาพคล่องของกิจการว่ามีมากน้อยเพียงใด รวมไปถึงความยืดหยุ่นทางการเงินที่จะบอกถึง ความสามารถของกิจการในการตอบสนองและปรับตัวให้เข้ากับโอกาสและอุปสรรคต่างๆ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2548) งบกระแสเงินสดจึงเป็นข้อมูลสำคัญอีกประเภทนอกเหนือจากงบดุลและงบกำไรขาดทุนที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจ ซึ่งผู้ใช้งบการเงินจะไม่สามารถรับรู้ได้ถ้าพิจารณาแต่งบดุลและงบกำไรขาดทุน เนื่องจากงบดุลจะแสดงถึงการมีสินทรัพย์หนี้สิน และส่วนของเจ้าของที่เกิดขึ้นในแต่ละรอบบัญชี และงบกำไรขาดทุนจะรายงานผลของการดำเนินงาน รายการล่วงหน้าและหลักการปันส่วนเพื่อที่จะให้มีความสัมพันธ์ระหว่างรายได้ค่าใช้จ่าย กำไรหรือขาดทุน หรือหลักการจับคู่ซึ่งจะแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ของการเกิดรายได้และการเกิดค่าใช้จ่ายในการได้มาของรายได้นั้น ๆ ด้วยเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis)

การได้มาสุทธิของกระแสเงินสดจากการจัดหาเงินนั้น เป็นข้อมูลสื่อไปถึงนักลงทุนหรือผู้ใช้งบการเงินว่าหากกิจการกู้ยืมเงินกิจการจะต้องมีภาระผูกพันคือ ต้องเตรียมเงินสดไว้จ่ายดอกเบี้ยและชำระคืนเงินต้นในอนาคตด้วย หรือหากเป็นการเพิ่มทุนโดยการออกหุ้นเพิ่มทุนกิจการต้องบริหารเงินดังกล่าวเพื่อสร้างผลตอบแทนต่อนักลงทุน ดังนั้นกิจกรรมจัดหาเงิน เป็นกิจกรรมที่มีผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในขนาดและองค์ประกอบของภาระหนี้สินและส่วนของเจ้าของ

กิจกรรมจัดหาเงินของกิจการเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน สำหรับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ โดยใช้กิจกรรมจัดหาเงินเป็นส่วนประกอบหนึ่งในการตัดสินใจลงทุนได้อย่างสมเหตุสมผล เนื่องจากกิจกรรมจัดหาเงินนั้นส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการและความสามารถในการทำกำไรของกิจการ จึงมีการนำข้อมูลการจัดหาเงินดังกล่าวทั้งเชิงคุณภาพและปริมาณไปคาดคะเนเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจ ผลกำไรในอนาคต และใช้ในการ

ตัดสินใจขายหรือถือหลักทรัพย์ นอกจากนั้นกิจกรรมจัดหาเงินยังสามารถระบุได้ถึง กลยุทธ์ และนโยบายการบริหารโครงสร้างเงินทุนของกิจการ

การศึกษาเชิงประจักษ์นี้มุ่งความสัมพันธ์ไปที่ กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต ผู้วิจัยสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อแสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพของตลาดทุนในประเทศไทยว่าตรงกับทฤษฎี Efficient Market Hypothesis ของ Fama หรืออธิบายได้ว่านักลงทุนและนักวิเคราะห์ตลาดทุนในประเทศไทยได้ใช้ข้อมูลดังกล่าวในการพิจารณาตัดสินใจลงทุน จึงทำให้เกิดการตอบสนองที่อ่อนไหวรวดเร็วส่งผลให้การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์เกิดความผิดพลาดจนอาจเป็นสาเหตุให้ผู้บริหารขวยโอกาสในช่วงเวลาดังกล่าวจัดหาเงินในช่วงที่มูลค่าของหลักทรัพย์สูงกว่าความเป็นจริง หรือในทางตรงกันข้ามกิจกรรมจัดหาเงินเป็นกิจกรรมทางการเงินที่ไม่ปกติ (Non Recurring Item) นักลงทุนอาจถือได้ว่าเป็นการให้สัญญาณว่านักลงทุนได้ประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ผิดพลาดแล้วจึงเกิดการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ภายหลังการจัดหาเงิน ผลกระทบที่เกิดขึ้นนี้ตรงกับข้อสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) ของ Loughran and Ritter (2000) ซึ่งกล่าวว่าบริษัทจะทำการออกหุ้นเพิ่มทุนเมื่อบริษัทได้รับการประเมินมูลค่าสูงกว่าความเป็นจริง จึงทำให้ราคาของหลักทรัพย์ลดลงในภายหลัง จากที่ได้กล่าวมาข้างต้นมีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ Bradshaw Richardson and Sloan (2006) ศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต การศึกษาพบความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกันระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต อย่างไรก็ตามงานวิจัยเกี่ยวกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต ในประเทศไทยหลักฐานดังกล่าวยังไม่เป็นที่ประจักษ์

สรุปแล้วกิจกรรมจัดหาเงินนั้น ส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจของนักลงทุน เนื่องมาจากเป็นสัญญาณของรายการที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นปกติ เกิดการตอบสนองของนักลงทุนต่อเหตุการณ์ดังกล่าวโดยนักลงทุนทราบได้จากกิจกรรมจัดหาเงินที่เกิดขึ้นว่า ตลาดได้ให้มูลค่าหลักทรัพย์ของกิจการสูงกว่าความเป็นจริงผลที่ตามมาภายหลังจากการไม่มีความมั่นใจในหลักทรัพย์ และความต้องการเก็งกำไรจึงเกิดการเทขาย ผลที่ตามมาทำให้หลักทรัพย์ของกิจการที่จัดหาเงินมูลค่าลดต่ำลงส่งผลให้ผลตอบแทนที่ได้ลดลง ดังนั้นงานวิจัยฉบับนี้จึงมีจุดมุ่งหมายในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต โดยพิจารณาจากประเภทของกระแสเงินสดสุทธิที่ได้รับว่ามาจากการกู้ยืม

หรือการเพิ่มทุนเป็นประเด็นสำคัญ เพื่อให้ได้หลักฐานเชิงประจักษ์ที่ว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตหรือไม่ รวมทั้งเพื่อให้ได้ความเชื่อมั่นว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ตอบสนองต่อข้อมูลทางการเงิน และความเสี่ยงทางการเงินที่อาจเกิดขึ้น

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

การศึกษางานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต โดยใช้ตัววัดที่ Bradshaw Richardson and Sloan (2006) สร้างขึ้นสำหรับการวัดที่ละเอียดครอบคลุมกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน ในการศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวแบ่งกิจกรรมจัดหาเงินออกเป็น 3 ประเภทคือ (1) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน (2) กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และ (3) กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน ทั้งนี้ความสัมพันธ์ดังกล่าวจะช่วยพิจารณาให้เห็นว่าผลจากกิจกรรมจัดหาเงินนั้นเป็นการให้สัญญาณไปสู่นักลงทุนว่า ตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของกิจการที่จัดหาเงินสูงกว่าความเป็นจริง เกิดการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เข้าสู่มูลค่าที่แท้จริง ผลที่ตามมาทำให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานลดต่ำลงในภายหลังหรือไม่

1.3 สมมติฐานการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมสะท้อนให้เห็นว่ากิจกรรมจัดหาเงินที่เกิดขึ้นจากความต้องการเงินทุนของผู้บริหาร ในหลากหลายด้านของมุมมองและทฤษฎีที่นำมาใช้อธิบายว่ากิจกรรมจัดหาเงินมาจากความต้องการเงินทุนอย่างแท้จริง หรือมาจากความต้องการฉกฉวยโอกาสจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล จัดหาเงินเข้าสู่กิจการในช่วงที่ราคาหลักทรัพย์สูงกว่าความเป็นจริง ผลที่ตามมาภายหลังจากการที่ตลาดรับรู้ว่าราคาหลักทรัพย์นั้นสูงกว่าความเป็นจริงทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง ผลตอบแทนหลักทรัพย์ลดลง และผลการดำเนินงานลดต่ำลง นอกจากนี้ งานวิจัยในอดีตพบความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต จากความสัมพันธ์ดังกล่าวนำไปสู่ปัญหาการวิจัยที่ว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตหรือไม่ ถ้ามีอยากทราบว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวจะเป็นไปในทิศทางใด และเพื่อตอบปัญหาการวิจัยให้มีความชัดเจนยิ่งขึ้นจำเป็นต้องตั้งสมมติฐานการวิจัย จากปัญหาการวิจัยข้างต้นทำให้

ผู้วิจัยสามารถตั้งสมมติฐานเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงาน โดยสรุปได้ดังนี้

H_1 : กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินสุทธิมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

H_2 : กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

H_3 : กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

โดยสมมติฐานที่ 1 ถึง 3 เป็นสมมติฐานที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

H_4 : กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินสุทธิมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต

H_5 : กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต

H_6 : กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต

โดยสมมติฐานที่ 4 ถึง 6 เป็นสมมติฐานที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้กำหนดตัวแปรตาม และตัวแปรอิสระของสมมติฐานของการวิจัยดังต่อไปนี้

- ตัวแปรตาม ประกอบด้วยตัวแปร 2 ตัวคือ
 1. ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต
 2. ผลการดำเนินงานในอนาคต

- ตัวแปรอิสระ ประกอบด้วยตัวแปร 2 ประเภทคือ
 1. ตัวแปรที่สนใจศึกษาหรือตัวแปรอธิบาย คือ
 - 1) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน
 - 2) กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงิน
 - 3) กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน
 2. ตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย
 - 1) อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด
 - 2) ผลการดำเนินงานปีปัจจุบัน
 - 3) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน

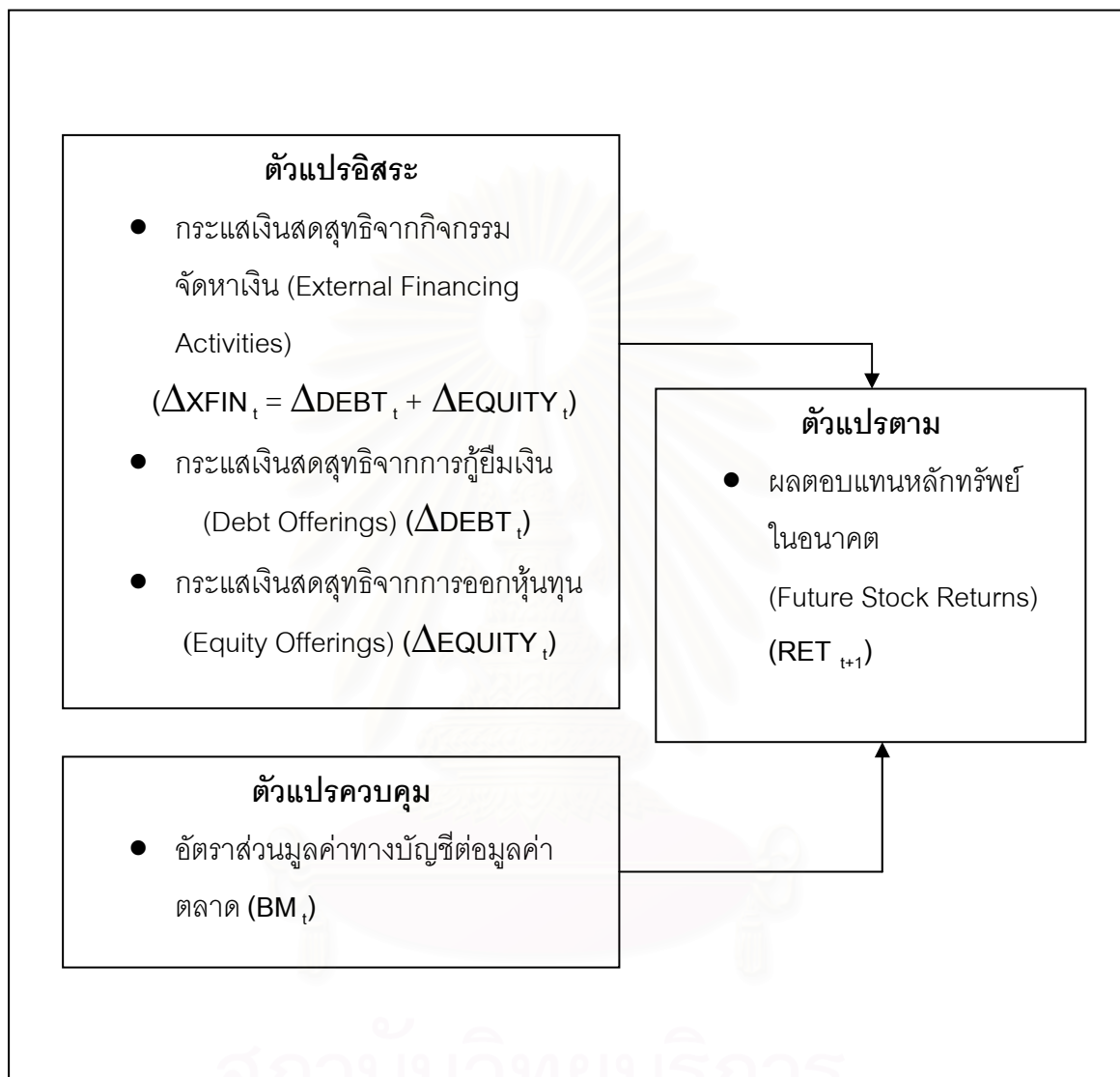
1.4 ขอบเขตของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้มีเป้าหมายที่จะศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานในอนาคต โดยศึกษาข้อมูลในงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2543 ถึง 2548 (6ปี) โดยศึกษาทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างแก้ไขการดำเนินงาน (Rehabco) เนื่องจากกลุ่มบริษัทดังกล่าวไม่มีราคาซื้อขายหลักทรัพย์ทำให้ไม่สามารถคำนวณหาผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ ดังนั้นจึงไม่รวมกลุ่มบริษัทดังกล่าวเป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้

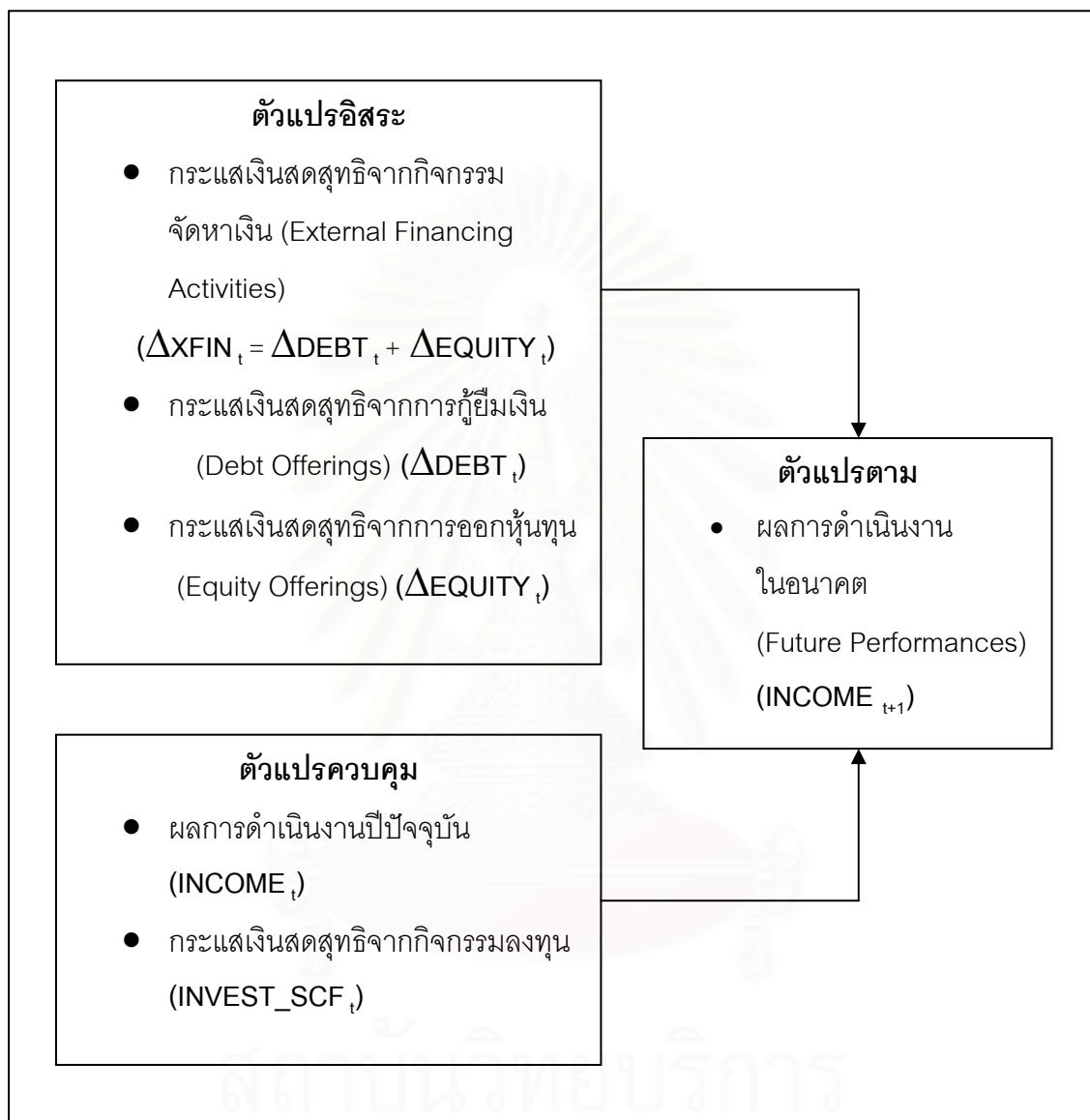
1.5 กรอบแนวคิดของการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ทำให้สามารถจำแนกตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาออกเป็น 2 กลุ่ม คือ ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) และตัวแปรตาม (Dependent Variables) สำหรับตัวแปรอิสระจะประกอบไปด้วย ตัวแปรที่สนใจศึกษาหรือตัวแปรอธิบาย (Explanatory Variables) และตัวแปรควบคุม (Control Variables) รายละเอียดของแต่ละตัวแปรจะแสดงไว้ในส่วนของวิธีดำเนินการวิจัย (บทที่ 3) ในส่วนนี้จะ เป็นเพียงกรอบแนวคิดการวิจัยตามที่ได้นำเสนอไว้ในแผนภาพ 1.1 และ 1.2

แผนภาพ 1.1: กรอบแนวคิดของงานวิจัยแสดงความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต



แผนภาพ 1.2: กรอบแนวคิดของงานวิจัยแสดงความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต



1.6 ข้อจำกัดของการวิจัย

1. มีข้อจำกัดในเรื่องของการจัดผลกระทบจากข้อมูลอื่นบางส่วนที่นอกเหนือจากข้อมูลในงบการเงินที่ประกาศออกมาพร้อมกับข้อมูลกระแสเงินสด ตัวอย่างเช่น ข่าวการเมือง ข่าวสื่อเฉพาะบริษัท ข่าวสารอื่น ๆ ที่มีได้เกิดขึ้นเป็นปกติ หรือไม่ได้เปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชน ซึ่งอาจมีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาวิจัย

2. โดยปกติมาตรฐานการบัญชีมีการกำหนดหลักเกณฑ์เพื่อเป็นแนวทางให้บริษัทนำไปปฏิบัติให้เป็นมาตรฐานเดียวกัน อย่างไรก็ตามมาตรฐานการบัญชีได้มีการกำหนดแนวทางที่ให้ถือปฏิบัติและแนวทางที่อาจเลือกปฏิบัติได้ด้วยเช่นกัน ซึ่งข้อกำหนดนี้ส่งผลให้ผู้บริหารสามารถเลือกนโยบายการบัญชีที่มีความเหมาะสมกับบริษัทเพื่อปรับเปลี่ยนผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินให้เป็นไปในรูปแบบที่ผู้บริหารต้องการ ซึ่งประเด็นดังกล่าวไม่ได้อยู่ในการศึกษาครั้งนี้

1.7 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

1. กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน (External Financing Activities) หมายถึง เงินสดสุทธิที่ได้มา/ใช้ไปจากกิจกรรมจัดหาเงิน ไม่ว่าจะเป็นความต้องการทางการเงินอย่างแท้จริงของผู้บริหารหรือความต้องการฉกฉวยโอกาสของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลในการหาเงินทุนเข้าสู่กิจการอันเนื่องมาจากทำได้โดยง่าย และได้มูลค่าสูงกว่าปกติ

2. กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงิน (Debt Offerings) หมายถึง เงินสดสุทธิที่ได้มา/ใช้ไปจากการจัดหาเงินที่มีภาระผูกพันต้องชำระตามระยะเวลาที่กำหนด อาทิเช่น เสนอขายหุ้นกู้ หุ้นกู้แปลงสภาพ เงินกู้ยืมเงินระยะยาว และ ตั๋วสัญญาใช้เงิน เป็นต้น

3. กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน (Equity Offerings) หมายถึง เงินสดสุทธิที่ได้มา/ใช้ไปจากการจัดหาเงินโดยการออกเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน ยกตัวอย่างเช่น การเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนไม่ว่าจะเป็นการเสนอขายให้กับผู้ถือหุ้นเดิม การออกหุ้นเพิ่มทุนตามปกติ การซื้อหุ้นคืน

4. ผลตอบแทนหลักทรัพย์ (Return) ของหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่ง คือ ผลรวมจากผลตอบแทนของกระแสเงินสดระหว่างงวด กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทน เป็นตัวบ่งชี้ถึงผลประโยชน์ที่ผู้ลงทุนได้รับ ซึ่งอาจจะได้รับในหนึ่งงวดของการลงทุน แต่ละประเภท ซึ่งผู้ลงทุนสามารถใช้อัตราผลตอบแทนนี้เพื่อเปรียบเทียบกับความเสี่ยงที่จะต้องเผชิญหรือใช้สำหรับการเปรียบเทียบกับการลงทุนประเภทต่างๆ ก่อนที่จะตัดสินใจลงทุน โดยทั่วไปอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน มักจะแสดงออกมาในรูปของร้อยละ โดยเปรียบเทียบกับเงินลงทุนต้นงวด และมักจะคำนวณต่อระยะเวลา 1 ปี

1.8 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทำให้ได้หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับ ความสัมพันธ์ของกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต ทั้งนี้ทำให้สามารถนำไปใช้วิเคราะห์เพื่อตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนและนักวิเคราะห์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. ผู้บริหาร นักวิเคราะห์ และนักลงทุน สามารถใช้ข้อมูลจากกิจกรรมจัดหาเงินระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน หรือกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงิน ที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการมากกว่ากัน เพื่อนำไปใช้เป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์ในการลงทุนในหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. หน่วยงานกำกับดูแลในตลาดหลักทรัพย์ สามารถนำตัวแปรจากกิจกรรมจัดหาเงินไปใช้เป็นตัววัดในการจัดอันดับหลักทรัพย์ หากผลที่ได้จากการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์กันระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต

1.9 วิธีดำเนินการวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัยจะกล่าวโดยละเอียดในบทที่ 3 สำหรับในส่วนนี้จะกล่าวถึงโดยสังเขปเท่านั้น รูปแบบการวิจัย เรื่องความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นไปตามขั้นตอนของระเบียบวิธีการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research Methodology) ในส่วนของการวิเคราะห์ข้อมูลแบ่งออกเป็น 2 ส่วนคือ ส่วนที่ 1 การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา และส่วนที่ 2 การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน ทั้งนี้ในการวิจัยจะใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เป็นตัวแบบในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม สำหรับตัวแปรตาม (Dependent Variables) ในงานวิจัยฉบับนี้คือ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตคิดคำนวณเป็นอัตราร้อยละและผลการดำเนินงานในอนาคตแทนด้วยผลการดำเนินงานในอนาคตหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย เพื่อลดความแตกต่างของตัวเลขที่ใช้แทนค่าตัวแปร ส่วนตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ประกอบด้วยตัวแปรอธิบาย (Explanatory Variables) และตัวแปรควบคุม (Control Variables) รายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิดจะอธิบายในส่วนของวิธีดำเนินการวิจัย (บทที่ 3)

1.10 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

บทที่ 1 กล่าวถึง ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา วัตถุประสงค์ของการวิจัย สมมติฐานการวิจัย ขอบเขตของการวิจัย กรอบแนวคิดของการวิจัย ข้อจำกัดของการวิจัย คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ วิธีดำเนินการวิจัย และลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

บทที่ 2 กล่าวถึง แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการวิจัย รวมถึงเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ซึ่งประกอบไปด้วย 4 ส่วนหลักๆ คือ ส่วนที่ 1 ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ ทฤษฎีการส่งสัญญาณ ทฤษฎีตัวแทน และทฤษฎีการประเมินมูลค่าผิดพลาด ส่วนที่ 2 แนวคิดเกี่ยวกับงบประมาณเงินสด ส่วนที่ 3 บทความเกี่ยวกับความสัมพันธ์กันระหว่างกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต และส่วนที่ 4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา

บทที่ 3 กล่าวถึง วิธีดำเนินการวิจัย ซึ่งประกอบด้วย ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย การเก็บรวบรวมข้อมูล การวิเคราะห์ข้อมูล และการพัฒนาสมมติฐานการวิจัยและตัวแบบ

บทที่ 4 กล่าวถึง ผลการวิเคราะห์ข้อมูล โดยนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา และนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมานทั้งนี้เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต โดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมอันเนื่องมาจากแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมมีความต้องการเงินทุนที่แตกต่างกัน และเนื้อหาทางธุรกิจที่แตกต่างกันตามสภาพแวดล้อมของธุรกิจ รวมไปถึงวิเคราะห์จำแนกตามตัวแปรที่สนใจศึกษา ซึ่งในแต่ละส่วนจะประกอบไปด้วย การทดสอบความเหมาะสมของตัวแบบ ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย และผลการทดสอบตัวแปรควบคุม รายละเอียดของการวิเคราะห์ข้อมูลจะใช้โปรแกรม Statistical Package for Social Science Version 15.0 (SPSS for Windows 15.0) เนื่องจากเป็นโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติที่สามารถวิเคราะห์ข้อมูลได้อย่างมีประสิทธิภาพ

บทที่ 5 กล่าวถึง บทสรุปและอภิปรายผลการวิจัย รวมทั้งข้อเสนอแนะที่ได้จากการวิจัย

บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การทบทวนวรรณกรรมและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องในงานวิจัยฉบับนี้ ได้แก่ การทบทวนบทความทางวารสาร วารสาร ตำราวิชาการ วิทยานิพนธ์ รายงานการวิจัยทั้งในประเทศและต่างประเทศ เว็บไซต์และฐานข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ ซึ่งสามารถสรุปการทบทวนวรรณกรรมและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องออกเป็น 4 ส่วนดังนี้

2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis)

2.1.2 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

2.1.3 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

2.1.4 ทฤษฎีการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis)

2.2 แนวคิดเกี่ยวกับกระแสเงินสด

2.3 บทความเกี่ยวกับความสัมพันธ์กันระหว่างกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต

2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา

แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ตลาดหลักทรัพย์เป็นแหล่งที่นักลงทุนใช้แสวงหาผลตอบแทนบนพื้นฐานของความเสถียร ดังนั้นข้อมูลทางการเงินเป็นตัวช่วยของนักลงทุนในการลดความเสี่ยงและเพิ่มความเชื่อมั่นในการตัดสินใจลงทุน อย่างไรก็ตามก็ยังมีข้อมูลบางประเภทที่บุคคลภายนอกหรือแม้แต่ผู้ถือหุ้นเองมีโอกาสทราบได้ทำให้เกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetry) ผู้บริหารอาจใช้ความได้เปรียบดังกล่าวหาประโยชน์เพื่อตนเองหรือเพื่อผู้ถือหุ้นเดิมก็แล้วแต่ โดยให้เหตุผลว่าต้องการเงินทุนสำหรับโอกาสการลงทุนในอนาคต แม้ว่าผู้บริหารจะทราบดีอยู่แล้วว่าโครงการที่มีอยู่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิติดลบเพียงเพราะต้องการเม็ดเงินจำนวนมากเข้าสู่กิจการในช่วงที่ราคาหลักทรัพย์สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ส่งผลให้การตัดสินใจลงทุนและการปล่อยสินเชื่อเป็นไปอย่างผิดพลาดและไม่ก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจกระทำดังกล่าวสามารถอธิบายกิจกรรม

จัดหาเงิน (External Financing Activities) ได้ด้วยทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และทฤษฎีการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis)

2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ในส่วนนี้จะเป็นการกล่าวถึงทฤษฎีที่นำมาใช้อ้างอิงถึงความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมจัดหาเงิน กับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต โดยทฤษฎีที่เกี่ยวข้องมีดังนี้

2.1.1 ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis)

ตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์สามารถปรับเปลี่ยนได้ทันที เมื่อได้รับข่าวสารหรือข้อมูลใหม่ และราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ ดังนั้น ความมีประสิทธิภาพของตลาดทุนในที่นี้จึงหมายถึง ความมีประสิทธิภาพต่อข้อมูลข่าวสาร (Information Efficient Market) โดย Fama (1970) ได้เสนอแนวคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพว่า ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนถึงข้อมูลทั้งหมดที่มีอยู่ในตลาด โดยนักลงทุนสามารถซื้อหลักทรัพย์ได้ในราคาที่เป็นอยู่ปัจจุบัน และราคานี้เป็นราคาที่เหมาะสมกับระดับความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้นๆ ดังนั้นเมื่อตลาดมีการทำงานอย่างมีประสิทธิภาพและทุกคนมีข้อมูลข่าวสารที่ถูกต้องเท่าเทียมกัน ผลตอบแทนไม่ปกติ (Abnormal Return) หรือผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจะไม่สามารถเกิดขึ้นได้เลย ซึ่งในความเป็นจริงแล้วไม่สามารถขจัดผลตอบแทนที่ผิดปกติออกไปได้ เนื่องจากมีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล อย่างไรก็ตามแนวคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพมิได้ต้องการสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่สมบูรณ์ แต่เป็นการระบุว่ากลไกการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นจะเริ่มจากการที่ข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นในเชิงสุ่มและไม่ขึ้นต่อกันหรือเรียกได้ว่าข่าวสารเกิดขึ้นโดยไม่มีใครเป็นผู้กำหนดเวลาอีกทั้งได้แพร่ไปสู่นักลงทุนอย่างรวดเร็ว โดยนักลงทุนจะใช้ข้อมูลข่าวสารนี้ตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในอุปสงค์และอุปทานของหลักทรัพย์อย่างรวดเร็ว ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงตามข้อมูลข่าวสารอย่างรวดเร็ว

ข้อสมมติฐานของแนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพจะเกิดขึ้นได้ ภายใต้เงื่อนไขต่อไปนี้

1. ในตลาดมีผู้ลงทุนเป็นจำนวนมาก โดยเป็นผู้ลงทุนที่มีเหตุผลและต้องการทำกำไรสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง ผู้ลงทุนเหล่านี้เข้าร่วมในตลาดโดยการวิเคราะห์ ประเมินและซื้อขายหุ้น ทั้งนี้การตัดสินใจของผู้ลงทุนเพียงรายเดียวไม่สามารถก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาได้
2. ไม่มีต้นทุนในการได้มาซึ่งข่าวสารข้อมูล และผู้ลงทุนแต่ละรายได้รับข่าวสารข้อมูลในเวลาไล่เลี่ยกัน
3. ข่าวสารข้อมูลเกิดขึ้นในเชิงสุ่มและข้อมูลแต่ละชิ้นไม่ขึ้นต่อกัน
4. ผู้ลงทุนสนองตอบต่อข่าวสารข้อมูลใหม่อย่างรวดเร็วและเต็มที่ เป็นเหตุให้ราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงตามข่าวสารข้อมูลอย่างรวดเร็ว

ในตลาดที่มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ ราคาของหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข่าวสารข้อมูลที่มีอยู่ทั้งหมดอย่างทันทีทันใด และผู้ลงทุนจะไม่สามารถใช้ข่าวสารข้อมูลเพื่อทำผลตอบแทนผิดปกติ (Abnormal Return) ได้เพราะข้อมูลเหล่านี้ได้อยู่ในราคาเรียบร้อยแล้ว ดังนั้น ราคาในตลาดของหลักทรัพย์จะเท่ากับมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) หากข้อมูลข่าวสารบางประเภทมิได้สะท้อนอย่างเต็มที่ในราคาหลักทรัพย์หรือมีความล่าช้าในการสะท้อนข่าวสารข้อมูลแสดงว่าตลาดนั้นมิได้มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์

ข่าวสารข้อมูลที่แพร่ไปยังผู้ลงทุน สามารถจำแนกออกเป็น 3 ระดับ คือ

1. ข้อมูลตลาด (Market information) หมายถึง ข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้ว
2. ข้อมูลสาธารณะทั่วไป (Public information) หมายถึง ข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานของบริษัท เช่น ข้อมูลกำไร เงินปันผล การแตกหุ้น การรวมกิจการ การพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ คุณภาพผู้บริหาร วิธีการปฏิบัติทางบัญชี การพยากรณ์กำไร เป็นต้น
3. ข้อมูลทุกประเภท (All information) หมายถึง ข้อมูลทั้งหมดที่เกิดขึ้นทั้งข้อมูลสาธารณะและข้อมูลภายใน

ตามแนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) สามารถจำแนกรูปแบบความมีประสิทธิภาพของตลาดตามระดับข่าวสารข้อมูลที่แพร่ไปยังผู้ลงทุนเป็น 3 รูปแบบคือ

1. ตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak Form Market Efficiency)

ประสิทธิภาพของตลาดทุนในลักษณะนี้ ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายในอดีต ที่เรียกว่า ข้อมูลตลาด (Market Information) เท่านั้น ทำให้คาดการณ์ของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเท่ากับราคาหลักทรัพย์ในอดีต กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะคำนวณโดยอิงตามราคาหลักทรัพย์ในอดีตเท่านั้น

2. ตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi-strong Form Market Efficiency)

ประสิทธิภาพของตลาดทุนในลักษณะนี้ ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์นอกจากจะสะท้อนถึงข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายในอดีตแล้ว ยังสะท้อนถึงข้อมูลที่มีการเผยแพร่ในปัจจุบัน เช่น ข้อมูลพื้นฐานทางเศรษฐกิจของบริษัท ข้อมูลในรายงานทางการเงิน ตลอดจนข้อมูลเกี่ยวกับนโยบายของภาครัฐ กล่าวคือ ข้อมูลทางบัญชีหรือข้อมูลต่าง ๆ ที่แสดงไว้ในรายงานทางการเงินที่ถือเป็นแหล่งข้อมูลสาธารณะ (Public Information) เป็นแหล่งข้อมูลที่สำคัญของนักลงทุน กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเกิดจากการราคาหลักทรัพย์ในอดีต และผลรวมของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายในปัจจุบัน

3. ตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพระดับสูง (Strong Form Market Efficiency)

ประสิทธิภาพของตลาดทุนในลักษณะนี้ ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข้อมูลทั้งหมดที่มีในตลาด ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลตลาดหรือข้อมูลสาธารณะ ตลอดจนข้อมูลที่ไม่ได้มีการเปิดเผยต่อสาธารณะโดยอาจเป็นข้อมูลภายในของบริษัท ซึ่งนักลงทุนสามารถรับรู้ได้อย่างทั่วถึง กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเป็นผลสะท้อนจากข้อมูลทั้งหมดที่เปิดเผยและไม่เปิดเผยต่อสาธารณชน

โดยสรุปแล้วการศึกษาประสิทธิภาพของตลาดทุนเป็นการพิจารณาการตอบสนองของตลาดทุนหรือการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข้อมูลข่าวสารต่างๆ ที่เข้ามาในตลาดทุน เพื่อแสดงให้เห็นว่าข้อมูลข่าวสารเหล่านั้นมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยเฉพาะสมมติฐานของตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพระดับกลาง และระดับสูงที่ตลาดมีการ

ตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารใหม่ที่นักลงทุนได้รับ และตอบสนองต่อข้อมูลดังกล่าวต่างไปจากค่าคาดหวังจนกลายเป็นผลตอบแทนไม่ปกติของหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามงานวิจัยฉบับนี้ไม่ได้ต้องการจะอธิบายว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดอยู่ในตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพระดับใด เพียงแต่ต้องการจะทดสอบข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินว่ามีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตหรือไม่ เพื่อให้ได้ความเชื่อมั่นว่าราคาของหลักทรัพย์ได้สะท้อนต่อปริมาณกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน

2.1.2 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ Arrow and Spence (1973) อธิบายไว้ว่าสาเหตุเกิดมาจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetry) เป็นทฤษฎีที่นักลงทุนควรศึกษาถึงพฤติกรรมที่บริษัทหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่งสัญญาณให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งอาจจะนำไปสู่การเพิ่มขึ้นหรือลดลงของราคาหุ้นได้พฤติกรรมที่เกิดกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ เช่น บริษัทจะออกหุ้นสามัญเพิ่มก็ต่อเมื่ออนาคตของบริษัทไม่ค่อยจะสู้ดีจึงมีความปรารถนาที่จะกระจายการขาดทุนออกไป แต่ในทางกลับกัน ถ้าอนาคตของกิจการดี ก็จะไม่ออกหุ้นแต่จะใช้การกู้ยืมแทน ทั้งนี้เพื่อรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นสามัญ ในเวลาปกติบริษัทควรสำรองระดับความสามารถในการกู้ยืม (Reserving Borrowing Capacity) ไว้เพื่อโอกาสที่ดีที่สุดในการลงทุนในอนาคต ทฤษฎีนี้ให้ข้อสมมติฐานว่าผู้จัดการบริหารบริษัทเพื่อประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้นเดิม ถ้าผู้จัดการระดมทุนเพิ่มด้วยการออกหุ้นนักลงทุนจะมองว่าเป็นสัญญาณด้านลบ (บริษัทมีอนาคตมืดมน) กลไกตลาดจะทำให้ราคาหุ้นเดิมของบริษัทลดลง ถ้าผู้จัดการระดมทุนเพิ่มด้วยการกู้ยืมนักลงทุนจะมองว่าเป็นสัญญาณด้านบวก (บริษัทมีอนาคตสดใส) กลไกตลาดจะทำให้ราคาหุ้นเดิมของบริษัทเพิ่มขึ้น

สรุปแล้วกิจกรรมจัดหาเงินจากทฤษฎีการส่งสัญญาณในมุมมองของนักลงทุนให้ความหมายว่าเป็นสัญญาณเชิงลบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์หากกิจการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนเนื่องจากไม่สามารถจัดหาเงินทุนจากแหล่งอื่นได้อีกกิจการได้รับการคาดหวังว่าจะต้องเผชิญกับผลขาดทุนในอนาคต แต่ในทางกลับกันหากกิจการมีความสามารถในการจัดหาเงินจากการกู้ยืมแสดงให้เห็นว่ากิจการยังคงได้รับความไว้วางใจจากเจ้าหนี้ในการชำระภาระผูกพัน และดอกเบี้ย เจ้าหนี้เชื่อว่ากิจการสามารถสร้างผลกำไรในอนาคตได้จึงเป็นสัญญาณเชิงบวก ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานงานวิจัยฉบับนี้ที่ต้องการทดสอบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต แม้ว่าความสัมพันธ์ที่คาดหวังต่อกิจกรรมจัดหาเงินจากการกู้ยืมจะมีความแตกต่างกันจากสมมติฐานที่ตั้งไว้

2.1.3 ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)

Modigliani and Miller (1958) ได้พัฒนาทฤษฎีตัวแทนขึ้น และ Jensen and Meckling (1976) ได้มีการขยายขอบเขตของทฤษฎีซึ่งพบว่า ทุกคนย่อมมีแรงผลักดันในอันที่จะทำทุกอย่างเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวด้วยกันทั้งสิ้น ผู้บริหารพยายามหาหนทางสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการก็ต่อเมื่อพิจารณาแล้วเห็นว่าสิ่งนั้นเอื้ออำนวยผลประโยชน์ให้กับตนด้วยในเวลาเดียวกัน สมมติฐานที่อยู่เบื้องหลังทฤษฎีตัวแทนก็คือ ทฤษฎีความเป็นกิจการ ซึ่งผู้เป็นเจ้าของกิจการ (ผู้ถือหุ้น) กับตัวผู้บริหารหรือผู้จัดการต่างฝ่ายต่างมีความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ซึ่งกันและกัน โดยที่ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะทำการตัดสินใจใดๆ ที่จะนำไปสู่การสร้างอรรถประโยชน์สูงสุดให้กับตัวเอง โดยไม่คำนึงถึงว่าการตัดสินใจนั้นจะก่อให้เกิดอรรถประโยชน์หรือความมั่งคั่งสูงสุดแก่ตัวผู้เป็นเจ้าของกิจการหรือไม่

ความเป็นตัวแทน (Agency) เป็นความสัมพันธ์ที่เกิดจากความยินยอมพร้อมใจระหว่างบุคคลสองฝ่าย โดยที่บุคคลฝ่ายหนึ่งคือตัวแทน (Agent) ตกลงที่จะทำการในฐานะที่เป็นตัวแทนให้กับอีกฝ่ายหนึ่งที่เรียกว่าตัวการ (Principal) ผลจากการนี้ย่อมหมายถึงว่าหากกิจการไม่มีเครื่องมือใดๆ ในการตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหาร (Monitoring Device) และหากผู้บริหารตัดสินใจที่จะทำการใดๆ เพื่อสร้างความมั่งคั่งให้กับตนเองไม่ว่าจะโดยการจัดสรรทรัพยากรไปสู่ตนเองนอกเหนือจากผลตอบแทนที่ได้มีการตกลงไว้ในสัญญา หรือมีพฤติกรรมฉ้อฉลในหน้าที่ผู้เป็นเจ้าของกิจการและผู้เป็นเจ้านี้ย่อมปฏิเสธที่จะให้ความช่วยเหลือทางการเงินแก่กิจการต่อไป

โดยหากแบ่งแยกกันระหว่างความเป็นเจ้าของและการบริหารจัดการ ผลที่เกิดจากความขัดแย้งของตัวแทนว่าจะหาประโยชน์ให้ผู้เป็นเจ้าของหรือว่าตนเอง ซึ่งทำให้ผู้บริหารมีแรงกระตุ้นที่จะกระทำการใดก็ได้แต่ที่ตนเองมีผลประโยชน์ร่วมด้วย เช่น เหลือกระแสเงินสดส่วนเกินไว้เพื่อนำไปใช้ตามจุดมุ่งหมายที่ตนเองสนใจ หรืออธิบายได้โดยแนวคิดการสร้างอาณาจักร (Empire Building) กล่าวคือบุคคลหนึ่งหรือกลุ่มหนึ่งพยายามให้ความสำคัญต่อตนเองมีมากกว่าคนอื่นโดยขยายขอบข่ายงานของตนออกไปเรียกว่าเป็นการสร้างอาณาจักร โดยผู้บริหารจะทำการใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินมากกว่าระดมทุนเพิ่มจากส่วนของผู้ถือหุ้นเพื่อที่จะทำให้กระแสเงินสดปลอดภาระในอนาคตลดลงเหลือให้ฝ่ายบริหารนำไปใช้ตามวัตถุประสงค์ที่ต้องการได้เท่านั้น แทนที่จะนำเงินจากส่วนดังกล่าวแบ่งไปจ่ายปันผลในจำนวนที่สูงขึ้น ยกตัวอย่างเช่น การจัดหาเงินโดยก่อภาระหนี้สินทำให้เกิดภาระผูกพันที่กิจการจะต้องชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ย ภาระผูกพันที่ได้กล่าวไปแล้วนั้นจะเป็นตัวทำให้เงินสดที่มีอยู่ลดลง เป็นพฤติกรรมเอื้อประโยชน์ส่วนตน (Self-

Serving Behaviors) ดังนั้นการจัดการเงินจากการออกหุ้นเพิ่มทุนสื่อสัญญาณเชิงลบมากกว่าการกู้หนี้ยืมสินเพราะว่า โดยธรรมชาติแล้วหนี้สินเป็นสิ่งที่อยู่ในความควบคุมของผู้บริหารมากกว่าเงินทุนที่ได้จากผู้ถือหุ้น

สรุปได้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ หน่วยราชการ แต่ละฝ่ายย่อมมีแรงจูงใจที่จะตัดสินใจที่จะก่อให้เกิดผลประโยชน์ส่วนตัวด้วยกันทั้งสิ้น ความขัดแย้งกันในผลประโยชน์อาจเกิดขึ้นเมื่อแต่ละฝ่ายดำเนินการเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ให้แก่ตนเอง ดังนั้นผู้บริหารเมื่อต้องการแหล่งเงินทุนจึงคิดที่จะกู้ยืมเงินมากกว่าจะออกจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน เนื่องจากต้องการสร้างความมั่งคั่งสูงสุด (Maximize Wealth) ให้กับตัวเองไม่ต้องการที่จะออกหุ้นเพิ่มทุน เพราะจะเป็นการถ่ายโอนความมั่งคั่ง (Transfer Wealth) ที่มีอยู่ในความควบคุมของผู้บริหารไปสู่ผู้ถือหุ้นที่เพิ่มจำนวนมากขึ้น ทฤษฎีตัวแทนจึงถูกนำมาใช้อธิบายมุมมองของผู้บริหารสำหรับงานวิจัยฉบับนี้ ซึ่งตีความได้ว่าหากผู้บริหารจัดการเงินโดยการออกหุ้นเพิ่มทุนเป็นการกระทำที่ผู้บริหารต้องสูญเสียความมั่งคั่งที่มีอยู่ให้กับผู้ถือหุ้นรายใหม่ ผู้บริหารอาจคาดหมายได้ว่าในอนาคตผลการดำเนินงานอาจตกต่ำลงเป็นเหตุให้ไม่สามารถดำรงกระแสเงินสดปลอดภาระให้เพียงพอต่อความต้องการในการชำระภาระผูกพันได้ จึงยินยอมที่จะจัดการเงินโดยการออกหุ้นเพิ่มทุน จากการใช้ทฤษฎีตัวแทนเป็นตัวอธิบายความสัมพันธ์ดังกล่าวนั้นสอดคล้องกับสมมติฐานของงานวิจัยฉบับนี้ ที่กล่าวไว้ว่ากระแสเงินสดสุทธิจากออกหุ้นเพิ่มทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต

2.1.4 ทฤษฎีการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis)

ทฤษฎีดังกล่าวให้คำอธิบายถึงเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นกับตลาดทุนว่าบ่อยครั้งนั้น นักลงทุนในตลาดผู้มีความต้องการเก็งกำไรจากมูลค่าหลักทรัพย์ได้ประเมินมูลค่าผิดพลาด เป็นสาเหตุให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตอบสนองต่อเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นด้วยการลงทุนที่เพิ่มสูงขึ้น หากหลักทรัพย์ของตนมีมูลค่าสูงกว่าความเป็นจริง การประเมินมูลค่าสูงเกินความเป็นจริงเป็นแรงจูงใจให้เกิดการลงทุน โดยกระตุ้นให้กิจการระดมทุนเพิ่มจากส่วนของผู้ถือหุ้น Stein (1996) Baker Stein and Wurgler (2003) Gilchrist Himmelberg and Huberman (2005) ดังนั้นจึงเป็นการหาประโยชน์จากผู้ถือหุ้นรายใหม่ให้กับผู้ถือหุ้นเดิม ถ้าตลาดประเมินมูลค่ากิจการที่มีโอกาสในการลงทุนสูงกว่าความเป็นจริงกิจการนั้นก็อาจมีส่วนที่จะต้องรับผิดชอบต่อการลงทุน เนื่องจากแรงคาดหวังจากตลาดที่ทำให้ราคาซื้อขายเพิ่มสูงขึ้น ทฤษฎีการประเมินมูลค่าผิดพลาดยังเชื่ออีกว่า มีนักลงทุนผู้ได้รับผลประโยชน์จากการซื้อหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดด้วยมูลค่าที่ต่ำ

กว่ามูลค่าที่แท้จริง หรือการจ่ายเงินเพื่อครอบครองส่วนของผู้ถือหุ้นในราคาต่ำกว่าผู้เสนอราคา (Shleifer and Vishny 2003)

อย่างไรก็ตามทฤษฎีการประเมินมูลค่าผิดพลาดไม่ได้ถูกนำมาใช้อธิบายถึงการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนเสมอไป เนื่องจากผู้บริหารของกิจการอาจทราบดีว่าราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มสูงขึ้นในระยะเวลาอันสั้นนั้นไม่ได้ส่งผลประโยชน์ให้กับกิจการเท่าใดนักถ้าจะเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนเมื่อเปรียบเทียบกับค่าใช้จ่ายในระยะยาวที่เพิ่มสูงขึ้น ดังนั้นผู้บริหารอาจจะทำการลงทุนเพียงเพื่อสร้างภาพลักษณ์ที่ดีให้กับกิจการผ่านการลงทุนดังกล่าว ทำให้เกิดแรงคาดหวังที่ดีจากตลาด (Optimistic Market Expectations) Stein (1996) Polk and Sapienza (2006) Jensen (2005)

สรุปได้ว่าจากทฤษฎีการประเมินมูลค่าผิดพลาด ผู้บริหารมักใช้โอกาสในความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลจนขยโอกาสจากจังหวะเวลาที่ตลาดให้มูลค่าหลักทรัพย์สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ทำการเสนอขายหุ้น หรือทำการกู้ยืมโดยให้เหตุผลว่ามีโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นบวก เงินทุนที่ได้รับจึงเกิดจากมูลค่าหลักทรัพย์ที่สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง หรือหากทำการกู้ยืมก็สามารถทำได้โดยง่ายเนื่องจากได้รับแรงคาดหวังจากตลาดทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นแหล่งเงินทุนจึงเกิดความเชื่อมั่นในการให้สินเชื่อแก่กิจการ เมื่อภายหลังจากกิจกรรมจัดหาเงินตลาดรับรู้ถึงมูลค่าที่ให้แก่หลักทรัพย์สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงผลสะท้อนต่อข้อมูลกิจกรรมจัดหาเงินทำให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในภายหลังลดลง ผลการดำเนินงานลดลงไม่เป็นไปตามที่คาดหวังไว้ จากคำอธิบายที่กล่าวไว้ข้างต้นมีความสอดคล้องกับสมมติฐานของงานวิจัยฉบับนี้ว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

2.2 แนวคิดเกี่ยวกับงบกระแสเงินสด

งบกระแสเงินสด คือ รายงานการเงินที่แสดงแหล่งที่มาและแหล่งที่ใช้ไปของเงินสดในระหว่างงวดบัญชีที่กำลังพิจารณา ซึ่งแสดงว่ากิจการได้เงินสดมาจากแหล่งใด และใช้เงินสดนั้นไปอย่างไร ผลต่างของเงินสดที่ได้มาทั้งหมดกับเงินสดที่ใช้ไปทั้งหมดตลอดงวดบัญชี จะต้องเท่ากับเงินสดที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงในงวดบัญชานั้นๆ

มาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 25 เรื่อง งบกระแสเงินสด เป็นไปตามเกณฑ์ที่กำหนดขึ้นโดยมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ ฉบับที่ 7 (ฉบับปรับปรุงปี 1992) มาตรฐานการบัญชีฉบับนี้ได้กล่าวถึงวัตถุประสงค์หลักของงบกระแสเงินสดไว้อย่างกว้างๆ ว่างบกระแสเงินสดจัดทำขึ้นเพื่อให้ข้อมูลเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดรับและจ่ายที่เกิดขึ้นในระหว่างรอบระยะเวลาบัญชีโดยจำแนกกระแสเงินสดที่เกิดขึ้นในระหว่างรอบระยะเวลาบัญชีออกเป็นกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงิน

รูปแบบการนำเสนอของงบกระแสเงินสดสามารถทำได้ 2 แบบ คือ วิธีวิธีทางตรง และวิธีทางอ้อมทั้งสองวิธีแตกต่างกันที่การนำเสนอในส่วนของกิจกรรมดำเนินงาน วิธีแรกวิธีทางตรงแสดงกระแสเงินสดรับและเงินสดจ่ายตามลักษณะของรายการหลักที่สำคัญ วิธีที่สองวิธีทางอ้อมแสดงยอดกำไร(ขาดทุน)สุทธิปรับปรุงด้วยผลกระทบของรายการที่ไม่เกี่ยวกับเงินสด รายการค้างรับ ค้างจ่าย รับล่วงหน้า จ่ายล่วงหน้าและรายการของรายได้หรือค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับกระแสเงินสดจากการลงทุนหรือจัดหาเงิน การแสดงกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานโดยวิธีทางตรงจะเป็นประโยชน์ในการประมาณการกระแสเงินสดในอนาคต ซึ่งเป็นข้อมูลที่จะไม่ได้รับถ้าใช้วิธีทางอ้อม

ในอดีตมีการจัดทำงบกำไรขาดทุนและงบดุลเท่านั้น แต่เนื่องจากงบกำไรขาดทุนใช้หลักเกณฑ์การคำนวณตามเกณฑ์คงค้าง โดยมีการรับรู้รายการทางบัญชีในขณะที่เกิดขึ้น ไม่คำนึงว่ามีการรับหรือจ่ายเงินสดไปแล้วหรือไม่ ซึ่งทำให้คนส่วนมากเข้าใจว่ากิจการมีเงินสดคงเหลือเท่ากับกำไรสุทธิที่แสดงในงบกำไรขาดทุน แต่กำไรสุทธิที่กิจการมีอยู่ไม่ได้แสดงถึงจำนวนเงินสดของกิจการที่สามารถนำมาใช้ดำเนินงานได้ เพราะรายได้บางส่วนยังไม่ได้รับเงินจริงหรือรายจ่ายบางส่วนยังไม่ได้มีการจ่ายเงินออกไปจริง ในปี พ.ศ. 2536 สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทยได้ออกมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 25 เรื่องงบกระแสเงินสด ให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จัดทำงบกระแสเงินสด โดยถือปฏิบัติ 1 มกราคม 2537 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ข้อมูลเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงิน

สด กระแสเงินสดที่กิจการได้รับ และความจำเป็นในการใช้กระแสเงินสดนั้น โดยประโยชน์ที่ผู้ใช้งบการเงินจะได้รับจากงบกระแสเงินสดที่นอกเหนือไปจากงบกำไรขาดทุน คือ

1. ช่วยประเมินความสามารถของกิจการในการก่อให้เกิดรายได้ที่เป็นเงินสด ทำให้พยากรณ์จำนวนเงิน ระยะเวลา และความแน่นอนที่จะเกิดขึ้นของกระแสเงินสดในอนาคต ใช้ตรวจสอบความถูกต้องของการประเมินผลของกระแสเงินสดในอนาคตที่ได้จัดทำในอดีต การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไร และกระแสเงินสดสุทธิ และผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงในระดับราคา

2. ความสามารถในการจ่ายชำระหนี้ในอนาคตและความสามารถในการจ่ายเงินปันผล แม้กิจการจะแสดงผลกำไรแต่หากไม่มีเงินสดเพียงพอก็ไม่สามารถจ่ายชำระภาระผูกพันได้

3. มูลเหตุที่ทำให้กำไรสุทธิแตกต่างจากเงินสดของกิจการ

4. การใช้จ่ายเพื่อการลงทุน และการจัดหาเงินเพื่อสร้างความแข็งแกร่งและความสามารถในการแข่งขันว่ามีมากน้อยเพียงใด

5. ใช้เปรียบเทียบกับกิจการอื่นได้ เพราะเป็นวิธีที่ได้ตัดผลกระทบที่เกิดจากการใช้วิธีการบัญชีที่แตกต่างกันสำหรับรายการและเหตุการณ์เดียวกันออกไป

ด้วยลักษณะดังกล่าวงบกระแสเงินสดจึงให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์อย่างมากทั้งกับผู้บริหารของกิจการและบุคคลภายนอกที่สนใจ งบกระแสเงินสดจะแสดงภาพรวมของข้อมูลแหล่งที่มาและที่ใช้ไปของเงินสด รายได้ที่เป็นเงินสด การใช้เงินสดในกิจกรรมต่างๆ และภาพกระแสเงินสดรวม ผู้บริหารบางคนพบว่าแนวคิดเรื่องเงินสดหมุนเวียนและรายได้ที่เป็นเงินสด เป็นเครื่องมือวัดประสิทธิภาพขององค์กรที่น่าสนใจมากกว่าการใช้เกณฑ์คงค้างในทางบัญชีในปัจจุบัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสถานการณ์ปัจจุบันที่หลายๆกิจการประสบปัญหาทางด้านเงินสด นอกจากนั้นงบกระแสเงินสดยังช่วยผู้บริหารในเรื่องการตัดสินใจเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลและความจำเป็นในการกู้ยืม กล่าวโดยรวมนงบกระแสเงินสดจะช่วยผู้บริหารมองเห็นภาพความสามารถของตนในการบริหารกิจการ หากพิจารณาด้านเกณฑ์เงินสด (Cash Basis) แล้วงบการเงินจะสามารถให้ภาพที่แท้จริงของการหมุนเวียนกระแสเงินสดของกิจการซึ่งสามารถเป็นสัญญาณของการเกิดการล้มละลาย (Bankruptcy) หรือการค้างชำระหนี้ (Default) ได้ตั้งงบกระแสเงินสดเป็นงบการเงินหนึ่งเพื่อช่วยให้ผู้ใช้เกิดประโยชน์ในด้านของ

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

การวิเคราะห์งบกระแสเงินสดทำได้หลายวิธี โดยวิธีที่นิยมคือการจำแนกรายการต่างๆ ในงบกระแสเงินสดที่จัดทำขึ้นตามวิธีทางตรงออกตามความถี่ของการเกิดรายการ (Frequency of Occurrence) และตามช่วงเวลา (Longevity) หากกระแสเงินสดนั้นเป็นรายการที่เกิดขึ้นเป็นประจำและคาดว่าจะเกิดขึ้นอีกในอนาคต ความถี่ของการเกิดรายการ แบ่งเป็น 2 ลักษณะ คือ

1. รายการที่เกิดขึ้นเป็นประจำ Recurring
2. รายการซึ่งนานๆ จะเกิดขึ้น Non-Recurring

ซึ่งช่วงเวลาของแต่ละรายการสามารถพิจารณาจากลักษณะของบัญชีที่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดนั้น เช่น บัญชีรายได้ ถือเป็นส่วนหนึ่งของการคำนวณกำไรสุทธิ ซึ่งโอนปิดไปบัญชีกำไรสะสม ดังนั้น จึงจัดเป็น Long-term Account ในทางกลับกันการเพิ่มขึ้นของลูกหนี้การค้าจะเกี่ยวข้องกับบัญชีลูกหนี้การค้า และถือเป็น Short-term Account นอกจากการจำแนกรายการต่างๆ ในงบกระแสเงินสดตามลักษณะดังกล่าว สามารถวิเคราะห์ตามแหล่งที่มาของเงินสดโดย

1. แหล่งที่มาของเงินสดระยะยาว (Long-term Cash Sources) เช่น จากการกู้ยืมระยะยาว หรือจากการออกหุ้นทุน หรือหลักทรัพย์หุ้นทุนอื่น หรือจากการขายที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ควรนำไปใช้ในแหล่งที่ใช้ไปของกระแสเงินสดระยะยาว (Long-term Cash User) เช่น ซื้อที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ หรือนำไปจ่ายแก่ผู้เป็นเจ้าของเพื่อซื้อหรือไถ่ถอนหุ้นทุนของกิจการ หรือจ่ายชำระเงินกู้ยืมระยะยาว โดยหลักการแล้วเงื่อนไขการชำระหนี้ของแหล่งที่มาของเงินสดระยะยาวควรจะยาวกว่าเงื่อนไขการชำระหนี้ของแหล่งที่ใช้ไปของเงินสดระยะยาว
2. แหล่งที่มาของเงินสดระยะยาวอาจนำไปใช้ในแหล่งที่ใช้ไประยะสั้น (Short-term Cash User) แต่แหล่งที่มาของเงินสดระยะสั้น (Short-term Cash Sources) ไม่ควรนำไปใช้ในแหล่งที่ใช้ไประยะยาว

3. แหล่งที่มาของเงินสดที่เกิดขึ้นเป็นประจำ (Recurring Cash Sources) เช่น รายได้จาก การขายสินค้าและบริการ ค่าเสื่อมราคา การตั้งสำรอง ภาษีหรือการตัดบัญชี ควรนำไปใช้ในแหล่งที่ ใช้ไปที่เกิดเป็นประจำ (Recurring User) เช่น ต้นทุนขาย ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน ภาษีเงินได้ และ เงินปันผลจ่าย

4. แหล่งที่มาของเงินสดที่เกิดเป็นประจำอาจนำไปใช้แหล่งที่ใช้ไปที่มีได้เกิดเป็นประจำแต่ แหล่งที่มาที่มีได้เกิดเป็นประจำ ไม่ควรนำไปใช้ในแหล่งที่ใช้ไปที่เกิดเป็นประจำ (Recurring User)

เหตุผลที่สนับสนุนหลักการข้างต้น คือ หากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเป็น แหล่งที่มาของกระแสเงินสดเพียงแหล่งเดียวที่จะสามารถนำไปใช้เพื่อชำระหนี้กู้ยืม หรือเพื่อการ ลงทุนใหม่ๆ กิจกรรมควรก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เพียงพอต่อการจ่ายชำระหนี้ เงินกู้ยืมก่อน หากไม่เพียงพอก็อาจจำเป็นต้องจัดหาเงินจากแหล่งภายนอก โดยการออกหุ้นทุน หุ้น กู้ หรือโดยการกู้ยืม หรือโดยการขายทรัพย์สินระยะยาวบางส่วนออกไป

โดยสรุปแล้วงบกระแสเงินสดเป็นข้อมูลสำคัญที่แสดงให้เห็นแหล่งที่มาและแหล่งใช้ไป ของเงินสดของกิจการดังนั้นข้อมูลดังกล่าวย่อมส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนใน ตลาดหลักทรัพย์ หากเป็นไปตามหลักการที่กล่าวไปแล้วนี้กิจกรรมจัดหาเงินจึงเป็นข้อมูลทาง การเงินส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงไปของราคาหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานที่คาดหวัง เป็นไปตามงานวิจัยฉบับนี้ที่มุ่งความสัมพันธ์ไปที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับ ผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต ว่าผลกระทบที่เกิดขึ้นนี้ตรงกับข้อ สมมติฐานการประเมินมูลค่ากิจการผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis)

2.3 บทความเกี่ยวกับความสัมพันธ์กันระหว่างกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต

สำหรับการศึกษาบทความที่ผ่านมาพบความเป็นจำนวนมากที่กล่าวถึงว่ากิจกรรมจัดหาเงินมีความเกี่ยวข้องกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต ทั้งในอดีตและในอนาคตของกิจการ ทฤษฎีทางด้านเศรษฐศาสตร์การเงินเป็นแนวคิดพื้นฐานที่วิชาการบัญชีได้นำมาใช้อ้างอิงถึงเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นอย่างเป็นเหตุเป็นผล มีคำอธิบายกล่าวถึง ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetry) ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และทฤษฎีการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) สำหรับบทความที่เกี่ยวข้องนั้นจะกล่าวถึงบริษัททำการจัดหาเงินจากภายนอกแล้วจะประสบกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตที่ลดลง โดยเฉพาะการจัดหาเงินจากภายนอกเป็นจำนวนมาก การไม่คำนึงถึงประเภทของการจัดหาเงินส่งผลให้ผลการดำเนินงานเปลี่ยนแปลงไป ซึ่งประเภทของกิจกรรมจัดหาเงินมีบทบาทสำคัญที่จะก่อให้เกิดวิกฤตกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

Fama และ Merton (1972) อธิบายว่ากิจกรรมจัดหาเงินจากภายนอกเป็นการชดเชยกำไรและกระแสเงินสดที่ลดลง โดยที่กิจกรรมจัดหาเงินที่เพิ่มขึ้นสามารถนำไปใช้ชดเชยผลการดำเนินงานที่ลดลงในช่วงเวลาดังกล่าว หรืออาจเป็นตัวรองรับชดเชยผลการดำเนินงานในอนาคตที่ลดลง ดังนั้นจึงเกิดการพยากรณ์กระแสเงินสดลดลง เกิดความต้องการจัดหาเงินสูงขึ้น ซึ่งนำไปสู่สมมติฐาน โดยการกำหนดปัจจัยอื่นคงที่ (Ceteris Paribus) กิจกรรมจัดหาเงินเข้าสู่กิจการมูลค่ายิ่งสูงเท่าใด ก็จะมีส่งผลกระทบต่อให้เกิดการลดลงในผลการดำเนินงานตามไปด้วย

Miller และ Rock (1985) อธิบายถึงเงินทุนจากภายนอกที่เพิ่มขึ้นนั้นเป็นสัญญาณของกระแสเงินสดที่ลดลงของกิจการ โดยตั้งสมมติฐานว่าทุกบริษัทมีการจัดหาเงินและโอกาสในการลงทุนกับผลตอบแทนที่ลดลงอย่างแน่นอนตายตัว ภายใต้สมมติฐานดังกล่าวทรัพยากรเงินทุนที่มีอยู่เท่ากับเงินทุนที่ได้ใช้ไป โดยผลที่เกิดขึ้นภายหลังเป็นสัญญาณทางการเงินว่าบริษัทมีกำไรที่ไม่คาดหวังลดลง ซึ่งเป็นผลมาจากผลการดำเนินงานที่ลดลงภายหลังจากการจัดหาเงิน

Myers and Majluf (1984) จากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ระหว่างผู้บริหารของกิจการกับนักลงทุนจากภายนอกจะนำไปสู่ชนิดของการจัดหาเงินซึ่งมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่ลดลง โดยแบบจำลองของผู้วิจัยทั้งสองนั้นกำหนดให้ ผู้บริหารของกิจการมีข้อมูลที่ดีกว่าสำหรับศักยภาพการลงทุนในอนาคตมากกว่านักลงทุนจากภายนอก ทำให้เกิดความไม่เท่า

เปรียบเทียบของข้อมูล นักลงทุนเป็นผู้รับความเสี่ยงจากหลักทรัพย์ มีความอ่อนไหวต่อการตอบสนองกับราคาหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานของกิจการ ทำให้เกิดตั้งราคาผิด (Mispricing) Krasker (1986) ผู้บริหารจึงเลือกที่จะจัดหาเงินทุนเข้าสู่กิจการในขณะที่การตั้งราคาหลักทรัพย์สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง เมื่อตลาดทราบในภายหลังว่าราคาหลักทรัพย์ที่ตั้งไว้สูงกว่าความเป็นจริง ทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง ผลตอบแทนหลักทรัพย์ลดลง

Loughran and Ritter (1995) บริษัทจะออกหุ้นเพิ่มทุนเมื่อผู้บริหารรู้ว่าหลักทรัพย์ของบริษัทได้รับการให้มูลค่าที่สูงเกินความเป็นจริงจากตลาดหุ้น โดยสมมติฐานการจับจังหวะเวลาของตลาด กล่าวว่าการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมักที่จะทำการกันในช่วงเวลาที่ตลาดรับรู้ถึงมูลค่าของกิจการสูงกว่าความเป็นจริง ซึ่งในอีกหลากหลายสถานการณ์ ผลการดำเนินงานก็ทำหน้าที่หลักในการส่งสัญญาณถึงนักลงทุน โดยเฉพาะเมื่อผู้บริหารเชื่อว่ากำไรที่คาดหวังจะลดลง บริษัทก็จะทำการออกหุ้นเพิ่มทุนก่อนที่กำไรจะลดลง หรือ เมื่อก่อนราคาหลักทรัพย์จะถูกดึงกลับเข้าสู่ราคาหุ้นจากตลาด ในลักษณะเดียวกันนักลงทุนคาดหวังอย่างมากถึงผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ก็จะเป็นสิ่งกระตุ้นฝ่ายบริหารในการเพิ่มทุนเนื่องมาจากมองเห็นว่าเกิดการให้ มูลค่าสูงกว่าความเป็นจริง (Over Pricing)

ผลสรุปที่ได้จากบทความของนักวิจัยต่างๆ และทฤษฎีข้างต้นที่แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต ทำให้ผู้วิจัยสามารถสรุปได้ 2 ข้อ อันดับแรก ข้อโต้แย้งและเหตุผลที่ได้กล่าวไปแล้วทำให้คาดเดาได้ว่าเงินทุนที่ได้จากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต อันดับที่สอง Signaling Theory Agency Theory และ Misvaluation hypothesis สนับสนุนว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่ลดลง มากกว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม

2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา

การจัดหาเงินทุนของบริษัทนั้น มีทางเลือกมากมายในการจัดหาเงินทุนเพื่อนำมาใช้บริหารงานในกิจการและเพื่อการลงทุน ความแตกต่างที่เห็นได้อย่างชัดเจนมากที่สุดก็คือเครื่องมือทางการเงินระหว่างหนี้สินกับส่วนทุน มีทฤษฎีมากมายที่ได้ตั้งข้อสมมติฐานว่าเหตุใดบริษัทจึงเลือกใช้กิจกรรมจัดหาเงินและผลจากการเลือกเหล่านั้นสะท้อนไปถึงผลตอบแทนหลักทรัพย์ภายหลังกิจกรรมจัดหาเงินอย่างไร ใจความสำคัญโดยส่วนใหญ่ของงานวิจัยที่มีอยู่นั้นมุ่งเน้นไปที่ทำการทดสอบสาเหตุและผลกระทบของกิจกรรมจัดหาเงิน โดยที่ความเกี่ยวข้องกันระหว่าง

ปริมาณกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม ปริมาณกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตนั้นยังไม่ได้มีการศึกษา ภายใต้ขอบเขตของผลกระทบจากกิจกรรมจัดหาเงินที่มีต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตจึงเป็นสิ่งที่ผู้วิจัยให้ความสำคัญ

โดยในส่วนนี้จะกล่าวและอธิบายว่าเหตุใดผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตมีความสัมพันธ์เกี่ยวข้องกับกิจกรรมจัดหาเงินของบริษัท ผู้วิจัยศึกษาผลงานวิจัยในอดีต ซึ่งตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตกับกิจกรรมจัดหาเงิน รายละเอียดของงานวิจัยที่เกี่ยวข้องจะกล่าวต่อไปถัดจากนี้

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่ามีประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการวิจัยและสามารถแยกพิจารณาได้ 2 ส่วนดังนี้

2.4.1 การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวกับกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

2.4.2 การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวกับกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต

2.4.1 การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวกับกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

Bradshaw Richardson and Sloan (2006) (BRS) ศึกษาความสัมพันธ์ของกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต โดยใช้ตัววัดที่มีความละเอียดครอบคลุมกิจกรรมจัดหาเงินทั้งหมดคำนวณได้จากงบกระแสเงินสด การศึกษาพบความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกันระหว่างกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต ผลลัพธ์ที่ได้มีความสัมพันธ์เชิงสถิติเป็นอย่างมาก โดยมีความสัมพันธ์มากกว่างานวิจัยที่ผ่านมา ผู้วิจัยทั้งสามยังได้ศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับพฤติกรรมการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ก่อนกิจกรรมจัดหาเงินผลที่ได้ตรงกันกับสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด โดยกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ผันแปรไปในทิศทางเดียวกันกับการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ที่มีทัศนคติเกินจริง (Over Optimism)

Daniel and Thomas (2006) ตรวจสอบวัดผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานภายหลังกิจกรรมจัดหาเงิน โดยใช้วิธีการวัดเช่นเดียวกันกับที่ BRS ได้ศึกษาไว้ผลที่ได้ออกมาตรงกันพบความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทน

หลักทรัพย์ในอนาคตและผลการดำเนินงานในอนาคต อีกทั้งยังทำการศึกษาเพิ่มเติมถึงความ เป็นไปได้ที่จะแบ่งแยกระหว่างกิจกรรมจัดหาเงินจากผลงานของ BRS กับ ความผิดปกติของ รายงานการคงค้างจากการศึกษาของ Sloan (1996) ผู้วิจัยตรวจสอบโดยใช้รายงานการคงค้างเป็นตัวแปร ควบคุม พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมจัดหาเงินและผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต อ่อน กำลังลงและไม่พบนัยสำคัญเชิงสถิติ

Eberhart and Siddique (2002) ศึกษาถึงผลตอบแทนหลักทรัพย์ในระยะยาวที่ลดลง ภายหลังจากที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (Season Equity Offering) หรือ SEO มีผลงานวิจัยในอดีต เป็นจำนวนมาก Loughran and Ritter (1995) Spiess and Affleck-Graves (1995) และ Jung Kim and Stulz (1996) รายงานว่าผลการดำเนินงาน 5 ปีภายหลังจากออกหุ้นเพิ่มทุนนั้นราคา หลักทรัพย์เกิดการอ่อนตัวลง ตัวแบบจำลองในการวัดผลตอบแทนคาดหวังที่ใช้ในการศึกษา ทำให้ ค้นพบการตอบสนองที่ล่าช้าต่อ SEO ของตลาดทุนหมายความว่า เป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ ซึ่งไม่ตรงกันกับทฤษฎีประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis) หรือ EMH ทำให้ ตัวผู้วิจัยเรียกผลการศึกษาดังกล่าวว่าการทำ SEO เป็นการโอนถ่ายความมั่งคั่ง (Transfer Wealth) จากผู้ถือหุ้นไปยังเจ้าหนี้เพราะเนื่องมาจากการออกหุ้นเพิ่มทุนเป็นการลดความเสี่ยงจาก การผิดนัดชำระหนี้เงินต้นหรือดอกเบี้ยจากตราสารหนี้ (Default Risk) ผู้วิจัยทำการวิเคราะห์ ผลตอบแทนหุ้นกู้ในระยะยาวภายหลังจากที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน พบว่าราคาหุ้นตอบสนองเชิง บวกอย่างช้าๆ ในระยะเวลา 5 ปีภายหลังจากที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ซึ่งผู้วิจัยกล่าวว่าความ มั่งคั่งของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นภายหลังจากที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน จากหลักฐานเชิงประจักษ์ที่ ได้ทำให้ผู้วิจัยทั้งสองกล่าวว่าเกิดการโอนถ่ายความมั่งคั่งเมื่อมีการออกหุ้นเพิ่มทุน โดยเมื่อ กำหนดให้ปัจจัยอื่นๆคงที่ (Ceteris Paribus) การทำ SEO จะลดอัตราส่วนหนี้สินของบริษัท และ ลดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้เงินต้นหรือดอกเบี้ยจากตราสารหนี้ (Default Risk) ความ เสี่ยงทางการเงินที่ต่ำลงทำให้เกิดการลดมูลค่าของสิทธิในการขายหลักทรัพย์ (Put Options) Black and Scholes (1973) และถือได้ว่าเป็นการโอนถ่ายความมั่งคั่งจากผู้ถือหุ้นสามัญไปยังผู้ ถือหุ้นกู้ ดังนั้น สมมติฐานการโอนถ่ายความมั่งคั่ง (Wealth Transfer Hypothesis) เป็นสมมติฐาน ใช้อธิบายการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน (SEO) ทำให้เกิดผลตอบแทนหุ้นกู้เพิ่มสูงขึ้น และเกิด ผลตอบแทนหุ้นสามัญลดลง

Eckbo Masulis and Norli (2000) ทดสอบการเสนอขายหลักทรัพย์ (SEO) คู่กันกับอัตรา มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book to Market Ratio) ศึกษาจากตัวอย่างมากกว่า 7,000 ของ การออกหุ้นเพิ่มทุนและการก่อหนี้ ผลที่ได้แสดงให้เห็นว่าบริษัทผู้ออกหุ้นมีผลการดำเนินงานต่ำ

กว่าปกติในภายหลัง มีความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ลดลงสัมพันธ์กับมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด ผลลัพธ์ที่ได้สอดคล้องกับคำอธิบายที่ว่ากิจการที่ออกหุ้นเพิ่มทุนจะมีความเสี่ยงทางการเงินที่ลดต่ำลง ส่งผลให้ความเสี่ยงในการชำระคืนเงินต้น (Default Risks) ลดลง ดังนั้นการลดลงในผลตอบแทนหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับบริษัทที่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุน หรือกล่าวได้ว่าการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเป็นการเพิ่มสภาพคล่องของหุ้น (อัตราหมุนเวียน) และทำให้ผลตอบแทนคาดหวังลดลง

Fama and French (1993) ผลการวิจัยระบุถึงปัจจัยเสี่ยง 5 ตัวที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ และผลตอบแทนตราสารหนี้ โดยมีปัจจัยเกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ 3 ตัว ปัจจัยตัวแรกเป็นปัจจัยทางด้านตลาดหุ้นโดยรวม ตัวที่สองคือขนาดของกิจการ และตัวที่สามอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book-to-Market Ratio) ปัจจัยที่เหลืออีก 2 ตัวนั้นเป็นปัจจัยทางด้านตลาดตราสารหนี้ ตัวแรกนั้นเป็นวันครบกำหนดไถ่ถอนหุ้นกู้ (Maturity) และตัวที่สองคือ ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้เงินต้นหรือดอกเบี้ยจากตราสารหนี้ (Default Risks) ผลตอบแทนหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์เกี่ยวเนื่องกับหลายปัจจัยในตลาดหลักทรัพย์ และปัจจัยที่เกี่ยวข้องในตลาดหลักทรัพย์ยังเชื่อมโยงไปถึงผลตอบแทนหุ้นกู้ผ่านปัจจัยต่างๆในตลาดตราสารหนี้ โดย 5 ปัจจัยที่ได้จากการศึกษานี้สามารถนำมาอธิบายผลตอบแทนหุ้นสามัญและหุ้นกู้ได้ หลักฐานเชิงประจักษ์นี้เป็นตัวช่วยสนับสนุนความสัมพันธ์มีอยู่ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมจัดหาเงินและผลตอบแทนหลักทรัพย์ เนื่องจากรายงานวิจัยฉบับนี้ใช้อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดเป็นตัวแปรควบคุมในการทดสอบสมมติฐานของข้าพเจ้า

Ikenberry Lakonishok and Vermaelen (1995) ศึกษาว่าเพราะเหตุใดบริษัทจึงทำการซื้อหุ้นของตนเองคืนจากผู้ถือหุ้น หรือว่าเป็นการให้สัญญาณสำหรับการจ่ายเงินปันผล ผู้บริหารอ้างว่าการซื้อหุ้นคืนได้รับแรงจูงใจจากราคาของหลักทรัพย์ได้รับการประเมินมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริง (Undervaluation) จึงมองว่าการลงทุนในหลักทรัพย์เป็นการลงทุนที่ดี ผู้วิจัยทั้งสามทำการทดสอบผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทภายหลังจากที่ประกาศซื้อหุ้นคืนในช่วงระยะเวลาปี ค.ศ. 1980-1990 โดยพิจารณาจากกลยุทธ์ซื้อและถือครองหลักทรัพย์ พบว่าผลตอบแทนหลักทรัพย์จากการซื้อและถือครองหลักทรัพย์มีความผิดปกติภายหลังจากการประกาศซื้อหุ้นคืนเฉลี่ยแล้วประมาณ 12.1% ระดับความสำคัญของการประเมินมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริงจะเป็นอยู่ที่ 15% โดยกลุ่มผู้วิจัยให้เหตุผลว่าผู้บริหารซื้อหุ้นคืนเนื่องมาจากมูลค่าหุ้นต่ำกว่าความเป็นจริง

Ikenberry Lakonishok and Vermaelen (2000) ศึกษาการซื้อหุ้นคืนในประเทศแคนาดา โดยพิจารณาข้อมูลการซื้อหุ้นคืนรายเดือนว่าผู้บริหารทำการซื้อหุ้นคืนตามกลยุทธ์ในการตอบสนองต่อความเคลื่อนไหวของราคาตลาด ผู้บริหารมักให้ความสำคัญกับการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ต่ำกว่าความเป็นจริง (Undervaluation) เป็นสาเหตุหรือเป็นตัวกระตุ้นให้เกิดการซื้อหุ้นคืน ผู้วิจัยทั้งสามศึกษาว่าผู้บริหารซื้อหุ้นคืนเมื่อราคาของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปจากมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) ดังนั้นทำให้กลุ่มผู้วิจัยสังเกตการซื้อหุ้นคืนของผู้บริหารอย่างมากเมื่อราคาของหลักทรัพย์ดิ่งลง เช่นเดียวกันนั้นการศึกษานี้หวังว่าแรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนจะลดลงภายหลังจากที่ราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น ผู้วิจัยทั้งสามพบว่าจากตัวอย่างจำนวน 1,060 บริษัทเกิดการประเมินมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริงในการซื้อหุ้นคืน จากการใช้ ตัวแบบสามปัจจัย (Three-Factors Model) ของ Fama-French (1993) บริษัทสัญชาติแคนาดาที่ทำการซื้อหุ้นคืนแสดงให้เห็นถึงผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญคิดเป็น 0.59% ในแต่ละเดือนตลอดระยะเวลา 3 ปี ภายหลังจากที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืน โดยก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืนพบว่าเกิดผลตอบแทนหลักทรัพย์ลดลงอย่างมีนัยสำคัญอยู่ที่ -0.35% ต่อเดือน ดังนั้นจึงเป็นผลการดำเนินงานที่ลดลงก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืนและเกิดการปรับตัวสูงขึ้นภายหลังจากการประกาศสอดคล้องกับสมมติฐานการประเมินมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริง (Undervaluation) เป็นปัจจัยก่อให้เกิดการซื้อหุ้นคืน จากการศึกษานี้เป็นตัวช่วยยืนยันการประเมินมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริงเป็นตัวกระตุ้นก่อให้เกิดการซื้อหุ้นคืน ผลที่ได้นั้นตรงกับสมมติฐานการประเมินมูลค่าที่ผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) มูลค่าของหลักทรัพย์ในประเทศแคนาดาภายหลังจากการประกาศซื้อหุ้นคืนเกิดผลตอบแทนหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น 0.76% ต่อเดือน เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราการเติบโตของหลักทรัพย์มีอยู่เพียง 0.28% ต่อเดือน

Loughran and Ritter (1997) ศึกษาพบว่าบริษัทที่ทำการเสนอขายหลักทรัพย์เพิ่มทุน (Seasoned Equity Offering) หรือ SEO เกิดผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่ำลงอย่างมีนัยสำคัญระหว่างเวลา 5 ปีภายหลังจากที่มีการออกเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน และก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุนนั้นหลักทรัพย์มีผลตอบแทนสูงผิดปกติ แสดงให้เห็นว่าผลการดำเนินงานของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์มีการปรับตัวที่ดีขึ้นอย่างมากก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์ แต่แล้วก็เกิดการเสื่อมถอยลงภายหลังจากที่ออกหุ้นเพิ่มทุนเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่ไม่ได้ทำการออกหุ้นเพิ่มทุนซึ่งมีอัตราการเจริญเติบโตใกล้เคียงกัน

Loughran and Ritter (2000) ศึกษาความผิดปกติที่เกิดจากการกระทำของฝ่ายบริหารเกี่ยวกับกระแสเงินสด เช่น การออกหุ้นเพิ่มทุน การซื้อกิจการ และการซื้อหุ้นคืน พฤติกรรมการจับจังหวะตลาด (Market Timing) เป็นแนวคิดที่นำมาใช้อธิบายเหตุการณ์ที่ผู้บริหารตัดสินใจจัดหาเงินผู้บริหารใช้โอกาสจากการประเมินมูลค่าผิดพลาดเอาประโยชน์จากผู้ถือหุ้นรายใหม่ เช่นเดียวกับกับแบบจำลองของ Stain (1996) สรุปได้ว่าพฤติกรรมการจับจังหวะเวลาไม่ได้เป็นสาเหตุของการประเมินมูลค่าผิดพลาด แต่ว่าเป็นการตอบสนองต่อการประเมินมูลค่าผิดพลาด ตัวแปรอิสระที่ผู้วิจัยศึกษาคือค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติ โดยผลตอบแทนที่ได้มีการถ่วงเฉลี่ยตามแต่ละปีของกิจการ ผู้วิจัยกำหนดความผันแปรจากปริมาณการซื้อขายของกลุ่มตัวอย่างในช่วงเวลาที่มีการซื้อขายสูงนั้นจะถือว่ามีค่าการประเมินมูลค่าผิดพลาดสูงกว่าช่วงที่มีการซื้อขายต่ำ และกับบริษัทขนาดเล็กก็มีการประเมินมูลค่าผิดพลาดสูงกว่าบริษัทใหญ่ ผู้วิจัยพบว่าประมาณ 90% ของตัวอย่างที่มีผลตอบแทนที่ผิดปกติ การใช้ผลตอบแทนจากการซื้อและถือหลักทรัพย์เป็นตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุมจากทั้งขนาดและอัตรามูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด ได้ผลว่าประมาณ 80% ของตัวอย่างมีผลตอบแทนที่ผิดปกติ แต่เมื่อมีการใช้แบบจำลองสามปัจจัย (Three-Factors Model) ของ Fama-French (1993) ในการวิเคราะห์พบว่ามีเพียง 50% ที่ถือว่าเป็นผลตอบแทนที่ผิดปกติ สาเหตุที่เป็นเช่นนี้เนื่องมาจากการประเมินมูลค่าผิดพลาดสูงในบริษัทขนาดเล็ก และในช่วงที่มีการซื้อขายสูง

Spies and Affleck-Graves (1999) ศึกษาผลการดำเนินงานที่ตกต่ำลงในระยะยาวภายหลังจากที่กิจการก่อหนี้สินและ/หรือออกหุ้นกู้แปลงสภาพจากข้อมูลในช่วงปี ค.ศ. 1975-1989 มุ่งศึกษาว่าผลการดำเนินงานในระยะยาวที่ลดลงนั้นจะยิ่งทวีความรุนแรงหรือปรับตัวดีขึ้นโดยทดสอบกับบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ Nasdaq ศึกษาทั้งบริษัทที่ทำการจัดหาเงินโดยการก่อหนี้ ผลจากการศึกษาพบว่าผลการดำเนินงานลดลงสำหรับบริษัทที่ออกเสนอขายหุ้นกู้และ/หรือหุ้นกู้แปลงสภาพ โดยเกิดผลการดำเนินงานตกต่ำในช่วงที่มีการเสนอขายเป็นอย่างมาก จากผลการศึกษาอธิบายได้ว่าการก่อหนี้สินก็เหมือนเฉกเช่นเดียวกับการเสนอขายหุ้น เป็นเหมือนสัญญาณที่บอกว่าบริษัทถูกประเมินค่าสูงกว่าความเป็นจริง ผู้วิจัยให้ข้อสรุปเพิ่มเติมว่าการเสนอขายหุ้นและการซื้อหุ้นคืนตลาดจะตอบสนองต่อข้อมูลช้ากว่าการออกหุ้นกู้หรือการก่อหนี้ สาเหตุมาจากการเสนอขายหุ้นนั้นใช้เวลายาวนานในการสังเกตการณ์ให้เห็นถึงผลกระทบทั้งหมด

Ritter (2003) ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมจัดหาเงินของกิจการ กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต พบความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม โดยเฉพาะอย่างยิ่ง กิจกรรมที่เพิ่มกระแสเงินสดเข้ามีความเกี่ยวข้องสัมพันธ์กับการลดลงของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต ความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นเนื่องมาจากบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนได้รับการประเมินมูลค่าสูงกว่าความเป็นจริง ดังนั้นผู้วิจัยจึงอ้างอิงถึงข้อสมมติฐานดังกล่าว ว่าเป็น ข้อสมมติฐานการประเมินมูลค่ากิจการผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) อีกทั้ง Fama และ French (2004) ค้นพบหลักฐานจากการศึกษาว่า ผู้บริหารกำหนดเวลาเสนอขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่เกิดการประเมินมูลค่ากิจการสูงกว่าความเป็นจริง

อังคณา ฐะเวริญพานิช (2545) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหุ้นกับการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนของบริษัท โดยบริษัทที่ใช้ในการศึกษาเป็นหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535-2540 โดยมีจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 142 บริษัท ผลการศึกษาตามแบบจำลองของ Baker and Wurgler (2002) พบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นกับการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนของบริษัท จากการพบความสัมพันธ์ในส่วนนี้ทำให้เป็นตัวช่วยสนับสนุนงานวิจัยฉบับนี้ที่อ้างอิง ข้อสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) เพราะหาผู้บริหรรจัดหระเวลาทีตลาดประเมินมูลค่ากิจการสูงกว่าความเป็นจริงแล้วจึงพิจารณาออกหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งภายหลังทำให้มูลค่าหุ้นลดต่ำลงเพราะเหตุผลจากตลาดกำหนดราคาที่สูงเกินจริง (Overpricing)

2.4.2 การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต

Healy and Palepu (1990) ทำการทดสอบการเปลี่ยนแปลงของกำไรประมาณ 93 ครั้งที่มีการนำเสนอขายหลักทรัพย์ (SEO) ไม่พบความเปลี่ยนแปลงของกำไรทั้งก่อนและหลังการจัดหาเงินทุน อย่างไรก็ตามในการศึกษาวิจัยต่อมาของ Loughran and Ritter (1997) และ McLaughlin et al. (1996) พบว่า บริษัทก่อนที่จะทำ Seasoned Equity Offering (SEO) บริษัทมีผลการดำเนินงานดีและมีการลดลงอย่างเป็นทางการเป็นสาระสำคัญภายหลังการทำ SEO

Kabir and Roosenboom (2003) พบว่าเกิดผลการดำเนินงานที่ลดลงภายหลังจากที่มีการออกหุ้นใหม่ให้กับผู้ถือหุ้นเดิม (Right Issue) จำนวน 58 บริษัท Power (2003) พบว่าผลการดำเนินงานของบริษัทก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์ดีกว่าบริษัทในกลุ่มเดียวกัน และเกิดผลการดำเนินงานที่ลดลงในภายหลังเป็นระยะเวลาเกินกว่า 5 ปี จึงได้ข้อสรุปว่าบริษัทใช้กลยุทธ์ด้าน

เวลาในการออกหุ้นเพิ่มทุนโดยใช้ประโยชน์จากราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่สูงกว่าความเป็นจริง (Over Pricing)

Ofer and Natarajan (1987) แสดงหลักฐานกำไรที่ลดลงอย่างเป็นทางการเป็นสิ่งสำคัญ ภายหลังจากที่มีการออกหุ้นกู้แปลงสภาพ อีกทั้งผลงานของ Lee and Loughran (1998) พบว่าการออกหุ้นกู้แปลงสภาพมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่ลดลงในภายหลัง McLaughlin et al. (1998) ทำการทดสอบหุ้นกู้แปลงสภาพจำนวน 828 บริษัทพบว่าเกิดผลการดำเนินงานปรับตัวสูงขึ้นเล็กน้อยก่อนที่จะทำการออกหุ้นกู้แปลงสภาพ และเกิดผลการดำเนินงานที่ลดลงอย่างเป็นทางการเป็นสิ่งสำคัญในภายหลัง Dichev and Piotroski (1999) พบว่าการออกหุ้นกู้แปลงสภาพมีความสัมพันธ์กับความสามารถทำกำไรในอนาคตของบริษัทลดลง ยังพบหลักฐานเกี่ยวกับผลการดำเนินงานที่ปรับตัวสูงขึ้นภายหลังจากที่มีการชำระหนี้ หรือ ลดทุน Vermaelen (1981) และ Nohel and Tarhan (1998) พบว่าผลการดำเนินงานปรับตัวสูงขึ้นหลังจากที่มีการซื้อหุ้นคืน

Hansen and Crutchley (1990) ทดสอบ 364 บริษัทที่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน หุ้นกู้แปลงสภาพ และหุ้นกู้ ตั้งแต่ปี 1975 ถึง 1982 ผลที่ได้แสดงให้เห็นว่ากิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับการลดลงอย่างเป็นทางการเป็นสิ่งสำคัญของกำไร โดยผู้วิจัยทั้งสองกล่าวว่าในปีที่มีการจัดหาเงินทุนนั้นการลดลงของกำไรภายหลังจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนนั้นสูงกว่าชนิดของกิจกรรมจัดหาเงินอื่นๆ

McLaughlin et al. (1998) ทดสอบผลการดำเนินงานในระยะยาวภายหลังจากการจัดหาเงินโดยการก่อหนี้จำนวน 960 ครั้ง และการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนอีกจำนวน 1967 ครั้งนับตั้งแต่ปี 1980 ถึงปี 1993 พบว่าก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมีการปรับตัวของผลการดำเนินงานสูงที่สุดและยังพบอีกว่าผลการดำเนินงานลดลงเกิดขึ้นกับทุกบริษัทภายหลังจากกิจกรรมจัดหาเงิน และผลการดำเนินงานลดลงมากที่สุดภายหลังจากที่มีการจัดหาเงินโดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

Bae et al. (2002) ทำการทดสอบผลการดำเนินงานในช่วงเวลาที่มีการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน หุ้นกู้แปลงสภาพ และ เงินกู้ยืม จาก 363 บริษัทนับตั้งแต่ปี 1985 ถึง 1990 ผู้วิจัยพบว่าผลการดำเนินงานก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนสูงกว่าผลการดำเนินงานก่อนการกู้หนี้ยืมสิน อีกทั้งยังพบว่าหุ้นกู้แปลงสภาพมีการลดลงของผลการดำเนินงานในภายหลังสูงกว่าการจัดหาเงินประเภทอื่นๆที่ทำการทดสอบ

Heron and Lee (2004) ทดสอบการเสนอขายหุ้นสามัญตามปกติ (Regular Equity Offerings) การเสนอออกหุ้นเพิ่มทุนครั้งที่สอง (Secondary Offerings) การขายหุ้นให้กับผู้ถือหุ้นเดิม และการจดทะเบียนขอเสนอขายหุ้น (Shelf Registration) จากการทดสอบพบว่าบริษัทที่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมีการปรับตัวสูงขึ้นเล็กน้อยของกำไร และภายหลังจากการออกหุ้นเพิ่มทุนเกิดผลการดำเนินงานลดลงในปีต่อมา อย่างไรก็ตามบริษัทที่ทำการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งที่สองมีการปรับตัวของกำไรก่อนการเสนอขายหุ้นแต่กลับไม่พบการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานในภายหลัง ยิ่งไปกว่านั้นพบว่าจดทะเบียนขอเสนอขายหุ้นเกิดการปรับตัวสูงขึ้นของผลการดำเนินงานทั้งปีที่ทำการจดทะเบียนและในปีต่อมา

Gavin (2005) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมจัดหาเงิน การจัดการกำไร และผลการดำเนินงานของกิจการ ข้อมูลทางการบัญชีจากบริษัทมหาชนที่มีรายงานทางการเงินอยู่ในช่วงปี ค.ศ. 1963 ถึง 2002 โดยแบ่งแยกตัววัดจากวิธีการจัดหาเงิน ตรวจสอบเชิงประจักษ์ของความเกี่ยวข้องกันระหว่างการจัดหาเงินและผลการดำเนินงาน เป็นการใช้อ้างอิงข้อมูลการเงินในการพิจารณา กิจกรรมการจัดหาเงินทั้งหมด ผลจากการศึกษา เกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างเป็นระบบของผลการดำเนินงาน โดยมีความเกี่ยวข้องกันกับประเภทของกิจกรรมจัดหาเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานภายหลังจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมากกับกิจกรรมจัดหาเงิน กิจกรรมจัดหาเงินจากการเพิ่มทุนมีความเกี่ยวข้องกันอย่างมากกับการเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานมากกว่าการจัดหาเงินประเภทอื่นๆ

จากการทบทวนวรรณกรรมของบทที่ 2 สามารถนำไปสรุปเป็นวิธีดำเนินการวิจัย รายละเอียดการคำนวณตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม รวมไปถึงสมมติฐานและตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบสำหรับงานวิจัยฉบับนี้ ในส่วนของบทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย

สถาบันนวัตกรรมการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตาราง 2.1 สรุปวรรณกรรมเกี่ยวกับกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต

ผู้วิจัย (ประเด็นที่ศึกษา)	ระเบียบวิธีวิจัย	ผลการวิจัย
Bradshaw Richardson and Sloan (2006) ศึกษาความสัมพันธ์ของกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และทัศนคติที่เกินจริงของนักวิเคราะห์ (Over optimism)	Cross-sectional regression Fama-French three factors model regression	พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินทั้งจากหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และนักวิเคราะห์มีทัศนคติที่เกินจริงสำหรับบริษัทที่ทำการจัดหาเงินทุน
Eberhart and Siddique (2002) ศึกษาความสัมพันธ์ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในระยะยาวภายหลังจากการทำ SEO	Cross-sectional regression Calendar time test	พบว่าภายหลังจากการทำ SEO ผลตอบแทนหลักทรัพย์อ่อนตัวลงตลอดระยะเวลา 5 ปี แต่ผลตอบแทนหุ้นกลับปรับตัวสูงขึ้น
Eckbo Masulis and Norli (2000) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานของกิจการ	Fama-French three factors model regression K factor model Jensen's alphas and factors loading	พบว่าผลการดำเนินงานภายหลังจากกิจกรรมจัดหาเงินลดลงอย่างผิดปกติ
Fama and French (1993) ศึกษาตัวแปรตลาดทุนโดยรวม อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด ขนาดของกิจการ วันครบกำหนดไถ่ถอน ความเสี่ยงจากการชำระหนี้ที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลตอบแทนหุ้นกู้	Multiple regression	พบว่าปัจจัยที่กำหนดไว้มีความสัมพันธ์และสามารถนำมาใช้ในการอธิบายผลตอบแทนของหุ้นสามัญและหุ้นกู้ได้ ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อการศึกษาต่อมาในการนำมาใช้เป็นตัวแปรควบคุม และทำให้ได้ผลการศึกษาที่แม่นยำมากยิ่งขึ้น

ผู้วิจัย (ประเด็นที่ศึกษา)	ระเบียบวิธีวิจัย	ผลการวิจัย
<p>Ikenberry Lakonishok and Vermaelen (1995)</p> <p>ศึกษาถึงสาเหตุว่าเพราะอะไรบริษัทจึงทำการซื้อหุ้นคืน และส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนอย่างไร</p>	<p>Multiple regression</p>	<p>พบว่า การซื้อหุ้นคืนนั้นไม่มีสาเหตุมาจากตลาดประเมินมูลค่าของหุ้นต่ำกว่าความเป็นจริง โดยผลตอบแทนหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างผิดปกติเป็นระยะเวลากว่า 4 ปีหลังจากประกาศซื้อหุ้นคืน</p>
<p>Ikenberry Lakonishok and Vermaelen (2000)</p> <p>ศึกษาการซื้อหุ้นคืนในประเทศแคนาดา กับผลตอบแทนในระยะยาวภายหลังจากประกาศซื้อหุ้นคืน</p>	<p>Standard one factor CAPM approach</p> <p>Fama-French three factors model</p> <p>Multiple regression</p>	<p>พบว่าเกิดผลตอบแทนหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นอย่างผิดปกติภายหลังจากระยะเวลา 3 ปีจากการประกาศซื้อหุ้นคืน และสนับสนุนแนวคิดการประเมินมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริง</p>
<p>Loughran and Ritter (1997)</p> <p>ศึกษาความสัมพันธ์ของผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานภายหลังจากการทำ SEO</p>	<p>Matched sample technique</p> <p>Wilcoxon Match-Pair signed-ranks test</p> <p>Multiple regression</p> <p>Fama-French three factors model regression</p>	<p>พบความสัมพันธ์ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ลดลงอย่างผิดปกติเป็นระยะเวลากว่า 5 ปีภายหลังจาก SEO และก่อนการทำ SEO มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าปกติ</p>
<p>Loughran and Ritter (2000)</p> <p>ศึกษาพฤติกรรมของผู้บริหารเกี่ยวกับการจับจังหวะเวลา และการกระทำที่ถือว่าเป็นการให้สัญญาการตอบสนองต่อตลาดสำหรับเป็นเหตุการณ์ที่ไม่ได้เกิดขึ้นบ่อย เช่น การออกหุ้นเพิ่มทุน การซื้อหุ้นคืน และการเข้าไปครอบครองกิจการโดยการถือหุ้น</p>	<p>Fama-French three factors model regression</p>	<p>พบว่าช่วงที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์สูงนั้นจะเกิดการประเมินมูลค่าผิดพลาดสูงกว่าช่วงที่ปริมาณการซื้อขายต่ำ และกิจการขนาดเล็กถูกประเมินมูลค่าผิดพลาดสูงกว่ากิจการขนาดใหญ่ ผลของการศึกษาว่าเกิดผลการดำเนินงานตกต่ำภายหลังจากที่บริษัทออกหุ้นเพิ่มทุน</p>

ผู้วิจัย (ประเด็นที่ศึกษา)	ระเบียบวิธีวิจัย	ผลการวิจัย
Spiess and Affleck-Graves (1999) ศึกษาความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานภายหลังจากที่มีการจัดหาเงินโดยการก่อหนี้ประเภทต่างๆ	Fama-French three factors model regression	พบว่าเกิดผลการดำเนินงานที่ตกต่ำสำหรับบริษัทที่ออกเสนอขายหุ้นกู้และ/หรือหุ้นกู้แปลงสภาพ โดยเกิดผลการดำเนินงานตกต่ำในช่วงที่มีการเสนอขายเป็นจำนวนมาก
อังคณา ชูระเจริญพานิช (2522) ศึกษาถึงทฤษฎีการจับจังหวะตลาด (Market timing) กับโครงสร้างเงินทุน และผลตอบแทนหลักทรัพย์	Baker and Wurgler model	พบว่าประเทศไทยมีการจับจังหวะตลาดในช่วงสั้นๆ ในการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน พบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นก่อนการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนของบริษัท
McLaughlin et al. (1996) ศึกษาการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานของบริษัทที่ทำ SEO	Cross sectional regression Matched sample technique	พบว่าก่อนการ SEO มีผลการดำเนินงานปรับตัวสูงขึ้นแต่ภายหลังผลการดำเนินงานลดลง
Kabir and Roosenboom (2003) ศึกษาความสัมพันธ์ผลตอบแทนหลักทรัพย์ ผลการดำเนินงานกับจากการเสนอขายหุ้นให้กับผู้ถือหุ้นเดิม (Right Issue)	Excess return measure with market model parameters Cross sectional regression	พบว่าเกิดการลดลงในมูลค่าหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานลดลงภายหลังจากที่มีการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนให้กับผู้ถือหุ้นเดิม

ผู้วิจัย (ประเด็นที่ศึกษา)	ระเบียบวิธีวิจัย	ผลการวิจัย
Hansen and Crutchley (1990) ศึกษาความสัมพันธ์การออก เสนอขายหุ้นประเภทต่างๆกับผล การดำเนินงานในอนาคต	Multiple regression	พบว่าผลที่ได้แสดงให้เห็นว่า กิจกรรมจัดหาเงินมี ความสัมพันธ์กับการลดลงของ ผลการดำเนินงานในอนาคต
Bae et al. (2002) ศึกษาผลการดำเนินงานใน ช่วงเวลาที่มีการเสนอขายหุ้น เพิ่มทุน หุ้นกู้แปลงสภาพ และ หุ้นกู้	Multiple regression	พบว่าหุ้นกู้แปลงสภาพมีการ ลดลงของผลการดำเนินงานใน ภายหลังสูงกว่าการจัดหาเงิน ประเภทอื่นๆ
Heron and Lee (2004) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง กิจกรรมจัดหาเงินจากส่วนของผู้ ถือหุ้นประเภทต่างๆกับผลการ ดำเนินงานในอนาคต	Multiple regression	พบว่าบริษัทที่ทำการออก SEO มีการปรับตัวสูงขึ้นของผลการ ดำเนินงานในช่วงเวลาที่ทำ SEO และในภายหลัง SEO ผลการ ดำเนินงานลดลง
Gavin (2005) ศึกษาความสัมพันธ์ของกิจกรรม จัดหาเงินประเภทต่างๆกับผล การดำเนินงานทั้งก่อนและหลัง การจัดหาเงิน	Multiple regression Match sample technique	พบว่าเกิดการเปลี่ยนแปลงอย่าง เป็นระบบของผลการดำเนินงาน โดยมีความเกี่ยวข้องกับประเภท ของการจัดหาเงิน โดยเฉพาะ อย่างยิ่งการเปลี่ยนแปลงของผล การดำเนินงานภายหลังกิจกรรม จัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปใน ทิศทางตรงกันข้ามเป็นอย่างมาก

โดยรายละเอียดของระเบียบวิธีวิจัย และตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาของวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องแสดง
รายละเอียดเพิ่มเติมในภาคผนวก ข

บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

3.1.1 ประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2543 ถึง พ.ศ. 2548 มีประชากรในการศึกษาทั้งสิ้น 2,534 ตัวอย่าง ยอดรวมบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นข้อมูลที่เปิดเผยในเว็บไซต์ www.set.or.th ซึ่งในจำนวนนี้ไม่รวมบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ (Market Alternative Investment: MAI) และกองทุนรวม ตามที่นำเสนอในตาราง 3.1

ตาราง 3.1 ประชากรในการศึกษา

รายชื่อกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย		
รายชื่อกลุ่มอุตสาหกรรม		จำนวนประชากรรวมทั้ง 6 ปี
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร		
1.1	ธุรกิจการเกษตร	135
1.2	อาหารและเครื่องดื่ม	162
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค		
2.1	แฟชั่น	166
2.2	ของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน	74
2.3	ของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์	39
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน		
3.1	เงินทุนและหลักทรัพย์	153
3.2	ธนาคาร	85
3.3	ประกันภัยและประกันชีวิต	106
4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม		
4.1	วัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร	98
4.2	กระดาษและวัสดุการพิมพ์	34
4.3	บรรจุภัณฑ์	76
4.4	ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	81

รายชื่อกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย		
รายชื่อกลุ่มอุตสาหกรรม		จำนวนประชากรรวมทั้ง 6 ปี
4.5	ยานยนต์	91
5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง		
5.1	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	281
5.2	วัสดุก่อสร้าง	145
6. กลุ่มทรัพยากร		
6.1	เหมืองแร่	12
6.2	พลังงานและสาธารณูปโภค	116
7. กลุ่มบริการ		
7.1	การแพทย์	76
7.2	การท่องเที่ยวและสันทนาการ	97
7.3	ขนส่งและโลจิสติกส์	81
7.4	บริการเฉพาะกิจ	9
7.5	พาณิชย์	92
7.6	สื่อและสิ่งพิมพ์	147
8. กลุ่มเทคโนโลยี		
8.1	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	64
8.2	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	114
ประชากรที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น		2,534

3.1.2 **กลุ่มตัวอย่าง** มีหลักเกณฑ์ในการพิจารณา คือ เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2543 ถึง พ.ศ. 2548 ที่มีรอบระยะเวลาบัญชีเริ่มวันที่ 1 มกราคม สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม โดยยกเว้นบริษัทที่นำเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณะชนเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering) เฉพาะปีแรกที่ระดมทุนเนื่องจากกลุ่มบริษัทดังกล่าวมีความแตกต่างทางทฤษฎี ซึ่งไม่เกี่ยวข้องกับสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) ที่งานวิจัยฉบับนี้ต้องการมุ่งศึกษา ดังนั้นจึงไม่รวมกลุ่มบริษัทดังกล่าวเป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้ และกลุ่มตัวอย่างจะต้องเป็นบริษัทที่มีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครบถ้วน เมื่อพิจารณาประชากรแล้วพบว่า มีกลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาไม่ครบถ้วนสมบูรณ์ 510 ตัวอย่าง กล่าวคือ (1) กลุ่มตัวอย่างไม่มีราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายในตลาด

หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อใช้ในการคำนวณผลตอบแทนหลักทรัพย์ เนื่องจากเป็นกลุ่มตัวอย่างที่ถูกจัดประเภทให้อยู่ในกลุ่มบริษัทที่กำลังฟื้นฟูกิจการ (Rehabilitation Companies: REHABCO) (2) กลุ่มตัวอย่างที่เสนอขายหุ้นต่อสาธารณะชนเป็นครั้งแรก (3) กลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน และ (4) กลุ่มตัวอย่างที่รอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดไม่ตรงกับวันที่ 31 ธันวาคม ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 2,024 ตัวอย่าง ดังแสดงในตาราง 3.2

ตาราง 3.2 กลุ่มตัวอย่างในการศึกษา

รายชื่อกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย								
รายชื่อกลุ่มอุตสาหกรรม		จำนวนบริษัท						รวม 6 ปี
		2543	2544	2545	2546	2547	2548	
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร								
1.1	ธุรกิจเกษตร	21	21	21	21	22	22	124
1.2	อาหารและเครื่องดื่ม	23	24	23	25	22	23	140
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค								
2.1	แฟชั่น	26	26	27	27	27	26	159
2.2	ของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน	8	11	11	11	11	12	64
2.3	ของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์	3	3	3	4	4	4	21
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน								
3.1	เงินทุนและหลักทรัพย์	14	11	14	20	24	29	112
3.2	ธนาคาร	12	14	12	15	12	13	78
3.3	ประกันภัยและประกันชีวิต	15	17	18	18	17	18	103
4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม								
4.1	วัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร	10	9	9	10	11	14	63
4.2	กระดาษและวัสดุการพิมพ์	5	5	4	4	2	3	23
4.3	บรรจุภัณฑ์	11	11	11	11	13	14	71
4.4	ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	12	13	13	13	12	11	74
4.5	ยานยนต์	7	9	9	11	11	13	60

รายชื่อกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย								
รายชื่อกลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท						รวม 6 ปี	
	2543	2544	2545	2546	2547	2548		
5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง								
5.1	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	27	27	29	35	37	43	198
5.2	วัสดุก่อสร้าง	18	18	18	16	14	23	107
6. กลุ่มทรัพยากร								
6.1	เหมืองแร่	1	2	1	2	2	2	10
6.2	พลังงานและสาธารณูปโภค	7	12	11	14	14	17	75
7. กลุ่มบริการ								
7.1	การแพทย์	10	11	11	12	12	13	69
7.2	การท่องเที่ยวและสันทนาการ	14	14	13	12	12	13	78
7.3	ขนส่งและโลจิสติกส์	9	10	10	9	10	11	59
7.4	บริการเฉพาะกิจ	0	1	1	1	1	2	6
7.5	พาณิชย์	10	8	10	11	14	15	68
7.6	สื่อและสิ่งพิมพ์	25	15	15	21	22	25	123
8. กลุ่มเทคโนโลยี								
8.1	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	7	7	9	9	9	9	50
8.2	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	11	12	13	14	18	21	89
ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น		306	311	316	346	353	396	2,024

3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานในอนาคต เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research Methodology) การวิจัยเชิงประจักษ์เป็นรูปแบบของการวิจัยที่อ้างอิงกับหลักเหตุผล (Reasoning-Based) ทั้งนี้เพื่อทดสอบบริบทของทฤษฎีจากข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงได้ ทั้งโดยทางตรงและโดยทางอ้อม ส่วนมากนิยมใช้เทคนิคทางสถิติในการทดสอบและวิเคราะห์ข้อมูล รูปแบบการวิจัยเชิง

ประจักษ์ มี 2 รูปแบบด้วยกัน คือ (1) เหตุผลเชิงอุปนัย (Inductive reasoning) และ (2) เหตุผลเชิงนิรนัย (Deductive reasoning) งานวิจัยนี้เป็นการทดสอบเหตุผลเชิงนิรนัย เนื่องจากการเก็บรวบรวมข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างเพื่ออธิบายเหตุผลหรือทดสอบทฤษฎีเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าผิดพลาดที่มีอยู่แล้ว มิได้เป็นการวิจัยเพื่อสร้างทฤษฎีขึ้นมาใหม่ กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลแบ่งออกเป็น 2 ส่วนใหญ่ๆ คือ (1) การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา ทั้งนี้เพื่อนำเสนอผลการวิจัยเบื้องต้นเกี่ยวกับกลุ่มตัวอย่างและหรือตัวแปรที่เก็บรวบรวมได้ อีกทั้งนำเสนอในมุมมองต่างๆ อันจะทำให้เกิดความเข้าใจในภาพรวมของข้อมูลที่เก็บรวบรวม และ (2) การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน ด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เนื่องจากตัวแปรตามเป็นตัวแปรเชิงปริมาณ (Quantitative Dependent Variable) สำหรับการศึกษารั้งนี้ ตัวแปรตามคือ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต และผลการดำเนินงานในอนาคต ส่วนตัวแปรอิสระ จะประกอบไปด้วย (1) ตัวแปรอธิบาย/ ตัวแปรที่สนใจศึกษา (Explanatory Variables) และ (2) ตัวแปรควบคุม (Control Variables) ในส่วนของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุจะใช้ตัวแบบในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต จำนวน 4 ตัวแบบ โดยในแต่ละตัวแบบ ประกอบไปด้วยตัวแปรที่สนใจศึกษาและตัวแปรควบคุม ตัวแปรเหล่านี้ได้มาจากการทบทวนวรรณกรรมในบทที่ 2 สำหรับรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิดจะกล่าวไว้ในส่วนของการเก็บรวบรวมข้อมูลหัวข้อ 3.3

3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยฉบับนี้จะใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งแหล่งข้อมูลได้มาจากการทบทวนเอกสาร ตำรา รายงานการวิจัย เว็บไซต์ และสื่อข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ ซึ่งข้อมูลทุติยภูมิที่สำคัญและจำเป็นต้องใช้ในการศึกษาประกอบด้วย ข้อมูลในงบการเงินได้มาจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ SETSMART หรือจากเว็บไซต์ www.sec.or.th สำหรับข้อมูลดัชนีผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้มาจากฐานข้อมูล DATASTREAM

สำหรับการเก็บรวบรวมข้อมูลนี้ ผู้วิจัยเก็บข้อมูลตามประเภทของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งสามารถแบ่งได้เป็น 2 ประเภท คือ

(1) ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ซึ่งสามารถจำแนกได้เป็น 2 ประเภท คือ ตัวแปรที่สนใจศึกษาหรือตัวแปรอธิบาย (Explanatory Variables) และตัวแปรควบคุม (Control Variables) เป็นตัวแปรที่มีผลกระทบต่อตัวแปรตามนอกเหนือจากตัวแปรที่สนใจศึกษา

(2) ตัวแปรตาม (Dependent Variables) เป็นตัวแปรที่ได้รับผลกระทบจากตัวแปรอิสระ

3.3.1 ตัวแปรอิสระ : ตัวแปรที่สนใจศึกษา

ตัวแปรที่สนใจศึกษาคือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน จากงานวิจัยในอดีตแสดงให้เห็นว่าประเภทของกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานในอนาคต ผู้วิจัยจัดแบ่งกิจกรรมจัดหาเงินเป็น 2 ประเภทโดยพิจารณาจากความเสี่ยงเป็นหลัก โดยตัวแปรอิสระในงานวิจัยฉบับนี้มี 3 ตัว คือ (1) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน (2) กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และ (3) กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน แหล่งที่มาของตัวแปรได้มาจากการทบทวนวรรณกรรมตามที่ได้กล่าวไว้ในบทที่ 2 สำหรับรายละเอียดของตัวแปรอิสระมีดังนี้

กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน (External Financing Activities) ($\Delta XFIN$)

กระแสเงินสดสุทธิที่ได้มา/ใช้ไปจากกิจกรรมจัดหาเงินโดยคำนวณมาจากผลรวมระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม กับกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย เป็นตัววัดที่กำจัดอิทธิพลของการจัดหาแหล่งเงินทุนใหม่เพื่อนำมาชำระหนี้สินที่มีอยู่เดิมหรือต้องการแปลงหนี้สินเป็นทุน (Refinance)

กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม (Debt Offerings) ($\Delta DEBT$)

กระแสเงินสดสุทธิที่ได้มา/ใช้ไปจากกิจกรรมจัดหาเงินที่มีภาวะผูกพันต้องจ่ายชำระตามระยะเวลาที่กำหนดหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย ยกตัวอย่างเช่น เสนอขายหุ้นกู้ หุ้นกู้แปลงสภาพเงินกู้ยืมระยะยาว และเงินกู้ยืมระยะสั้นซึ่งใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน เป็นต้น

กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน (Equity Offerings) ($\Delta EQUITY$)

กระแสเงินสดสุทธิที่ได้มา/ใช้ไปจากกิจกรรมจัดหาเงินโดยการออกเสนอขายหุ้นเพิ่ม หารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย ยกตัวอย่างเช่น การเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนไม่ว่าจะเป็นการเสนอขายให้กับผู้ถือหุ้นเดิมหรือผู้ถือหุ้นรายใหม่ และการซื้อหุ้นคืน โดยไม่รวมกิจกรรมจัดหาเงินจากการเสนอขายหุ้นต่อสาธารณะชนเป็นครั้งแรก เนื่องจากมีความแตกต่างในทางทฤษฎีซึ่งไม่มีความเกี่ยวข้องกับ การทดสอบสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis)

ตัววัดกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินจากวิธีการวัดของ Bradshaw Richardson and Sloan (2006) ทำให้สามารถประเมินความสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้องกับข้อสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) ผู้วิจัยสามารถควบคุมได้ทั้งการเปลี่ยนแปลงหนี้สินสุทธิและการเปลี่ยนแปลงส่วนของผู้ถือหุ้นสุทธิ ส่งผลให้ผู้วิจัยสามารถวินิจฉัยได้โดยตรงต่อผลกระทบของกิจกรรมจัดหาเงินทั้งจากการกู้ยืม และการออกหุ้นเพิ่มทุน โดยมีขั้นตอนการคำนวณหา ดังนี้

$$\Delta XFIN_t = \Delta DEBT_t + \Delta EQUITY_t$$

โดย

$\Delta XFIN$ = ปริมาณเงินสดสุทธิที่ได้มา/ใช้ไปจากกิจกรรมจัดหาเงินทั้งหมด หาด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย

$\Delta DEBT$ = ปริมาณเงินสดสุทธิที่ได้มา/ใช้ไปจากกิจกรรมจัดหาเงินโดยการกู้ยืม หาด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย

$\Delta EQUITY$ = ปริมาณเงินสดสุทธิที่ได้มา/ใช้ไปจากกิจกรรมจัดหาเงินโดยการออกหุ้นทุน หาด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย

3.3.2 ตัวแปรอิสระ : ตัวแปรควบคุม

เพื่อการควบคุมผลกระทบจากปัจจัยอื่นที่มีแนวโน้มที่อาจจะส่งผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงาน (นอกเหนือจากตัวแปรที่สนใจศึกษา) ดังนั้นจึงต้องมีการควบคุมตัวแปรที่อาจจะมีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน เพื่อสะดวกต่อความเข้าใจ จึงแบ่งตัวแบบในการศึกษาความสัมพันธ์ได้ 2 ประเภท (1) ตัวแบบใช้ทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต (2) ตัวแบบใช้ทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคต เพราะในแต่ละประเภทตัวแบบจะใช้ตัวแปรควบคุมคนละชุด ดังนั้นในส่วนของการอธิบายเกี่ยวกับตัวแปรควบคุมจึงแยกประเภทตัวแบบในการอธิบาย รายละเอียดของตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายดังนี้

ตัวแปรควบคุมที่ใช้ในทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BM)

มูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นหารด้วยมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น ณ วันสิ้นงวดงบการเงิน เป็นตัวแปรควบคุมที่ใช้อยู่ในแบบจำลอง Fama-MacBeth และงานวิจัยในอดีตเป็นจำนวนมากใช้ตัวแปรดังกล่าวในการอธิบายและพยากรณ์ผลตอบแทนหลักทรัพย์ เป็นตัวบ่งบอกว่าบริษัทมีค่าความนิยม (Goodwill) สำหรับนักลงทุนหรือไม่เพียงใด จากการศึกษาในอดีตค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้แปรผันไปในทิศทางเดียวกันกับตัวแปรตาม (ผลตอบแทนหลักทรัพย์) อธิบายได้ว่าหากค่ายิ่งสูงแสดงว่าตลาดกำหนดมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริง (Under Valuation) มูลค่าทางบัญชีสูงกว่ามูลค่าตลาด ส่งผลให้ในอนาคตมูลค่าหลักทรัพย์ปรับตัวเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริงผลตอบแทนหลักทรัพย์จึงสูงขึ้นตามไปด้วย ดังนั้นจึงเป็นตัวแปรที่เหมาะสมในการใช้ทดสอบสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis)

ตัวแปรควบคุมที่ใช้ในทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กับผลการดำเนินงานในอนาคต

ผลการดำเนินงาน (INCOME)

ผลการดำเนินงานปีปัจจุบันหลังหักค่าเสื่อมราคาปรับด้วยขนาดของกิจการ (สินทรัพย์รวมเฉลี่ย) เป็นตัวเลขทางการเงินที่แสดงอยู่ในงบดุล ผลการดำเนินงานในปัจจุบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตในแง่ของวัฏจักรธุรกิจว่าหากธุรกิจกำลังอยู่ในช่วงเติบโตผลการดำเนินงานเป็นบวกในปัจจุบันในอนาคตผลการดำเนินงานก็ควรจะเป็นบวกเช่นเดียวกัน สอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Bradshaw Richardson and Sloan (2006) และ Gavin (2005) พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรที่ได้มีนัยสำคัญเชิงสถิติเป็นอย่างมาก สรุปว่าผลการดำเนินงานในปัจจุบันมีความสัมพันธ์แปรผันไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคต

กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน (INVEST_SCF)

กิจกรรมลงทุนเป็นกิจกรรมที่สะท้อนให้เห็นว่ากิจการสามารถสร้างผลกำไรได้ในอนาคต เนื่องจากยังมีโอกาสในการลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นบวก ดังนั้นกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต และหากมีเงินทุนไม่เพียงพอกิจการก็มีความจำเป็นต้องหาเงินทุนจากกิจกรรมจัดหาเงิน

สอดคล้องกับงานวิจัยของ Daniel and Thomas (2006) และ Teoh Welch and Wong (1998) พบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต อธิบายได้ว่าหากกิจการมีกระแสเงินสดใช้ไปในกิจกรรมลงทุนกิจการจะมีผลการดำเนินงานเป็นบวกในอนาคต

3.3.3 ตัวแปรตาม

ผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตเป็นการเก็บข้อมูลราคาหลักทรัพย์ ณ วันที่ประกาศผลการดำเนินงานเพื่อให้ข้อมูลที่ได้สะท้อนเข้าสู่ราคาหลักทรัพย์อย่างถูกต้องตรงเวลา และผลการดำเนินงานในอนาคตเก็บข้อมูลสำหรับกลุ่มบริษัทคือบริษัทใหญ่และบริษัทย่อย สำหรับการคำนวณผลการดำเนินงานในอนาคตหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย (Average Total Asset) เพื่อลดความแตกต่างของขนาดกิจการ และลดความแตกต่างของตัวเลขที่ใช้แทนค่าตัวแปรทางสถิติ

ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต (RET_{t+1})

นักวิจัยและนักลงทุนต่างให้ความสำคัญกับผลตอบแทนหลักทรัพย์เพื่อการศึกษาเชิงประจักษ์ และเพื่อสร้างความมั่งคั่งให้กับนักลงทุนเอง ดังนั้นงานวิจัยฉบับนี้จึงต้องการทดสอบกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินว่าเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตหรือไม่ โดยมีทฤษฎีที่ใช้อ้างอิงอย่างเป็นเหตุเป็นผลต่อการทดสอบคือทฤษฎีการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) โดยผลตอบแทนหลักทรัพย์ในช่วงเวลาหนึ่งกำหนดได้ดังนี้

$$RET_{jt} = (\Delta P_{jt} + d_{jt}) / P_{jt-1}$$

เมื่อ d_{jt} แทน เงินปันผลต่อหุ้นสำหรับปี t
 P_{jt-1} แทน ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่ประกาศผลการดำเนินงานต่อสาธารณชน ของ บริษัท j สำหรับปี $t-1$

ΔP_{jt} แทน การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ของกิจการ j ในปี t คำนวณ

ได้ดังนี้
$$\Delta P_{jt} = P_{jt} - P_{jt-1}$$

เมื่อ P_{jt} แทน ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่ประกาศผลการดำเนินงานต่อ
 สาธารณะชน ของ บริษัท j สำหรับปี t

P_{jt-1} แทน ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่ประกาศผลการดำเนินงานต่อ
 สาธารณะชน บริษัท j สำหรับปี $t-1$

ผลการดำเนินงานในอนาคต ($INCOME_{t+1}$)

จากทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ผู้บริหารย่อมต้องการสร้างผลงานและผลประโยชน์
 ให้ตนเองไปในเวลาเดียวกัน ดังนั้นการตัดสินใจของผู้บริหารทุกครั้งย่อมมีผลประโยชน์ของตนเข้า
 มาเกี่ยวข้องด้วย งานวิจัยนี้ต้องการทดสอบว่าการตัดสินใจจัดหาเงินของผู้บริหารนั้นได้ใช้ความไม่
 เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetry) โดยผู้บริหารคาดว่าผลการดำเนินงานใน
 อนาคตของกิจการอาจเข้าสู่วัฏจักรธุรกิจ (Business Cycle) ชะลอตัว ดังนั้นจึงใช้ประโยชน์ใน
 ช่วงเวลาที่ตลาดยังคงให้ราคาผิด (Mispricing) จัดหาเงินเข้าสู่กิจการ เพราะหากต้องการเงินทุน
 ในช่วงที่ธุรกิจชะลอตัวอาจไม่เป็นที่สนใจของนักลงทุน ดังนั้นผลการดำเนินงานในอนาคตจึงเป็น
 ตัวแปรตามอีกตัวที่ถูกนำมาใช้ในการทดสอบทฤษฎีการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation
 Hypothesis) โดยคำนวณจากผลการดำเนินงานก่อนรายการพิเศษในปีถัดไปหารด้วยสินทรัพย์
 รวมเฉลี่ย

ตาราง 3.3 สรุปรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิด

บทบาทของตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่า	สัญลักษณ์ที่คาดหวัง
ตัวแปรที่สนใจศึกษา			
1. กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน	$\Delta XFIN_t$	กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ยของปีที่ t	-
2. กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม	$\Delta DEBT_t$	กระแสเงินสดรับจากการก่อหนี้สินหักกระแสเงินสดจ่ายชำระหนี้สิน หารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ยของปีที่ t	-
3. กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน	$\Delta EQUITY_t$	กระแสเงินสดรับจากการเสนอขายหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิ หักด้วยเงินปันผลจ่ายและกระแสเงินสดจ่ายซื้อหุ้นคืน หารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ยของปีที่ t	-
ตัวแปรควบคุม			
1. มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด	BM_t	มูลค่าทางบัญชีหารด้วยมูลค่าตลาดของกิจการสำหรับปีที่ t	+
2. ผลการดำเนินงานปีปัจจุบัน	$INCOME_t$	ผลการดำเนินงานหลังหักค่าเสื่อมราคา หารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ยของปีที่ t	+
4. กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน	$INVEST_SCF_t$	กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ยสำหรับปีที่ t	-
ตัวแปรตาม			
1. ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต	RET_{t+1}	ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในช่วงเวลาปีที่ $t+1$	ไม่มี
2. ผลการดำเนินงานในอนาคต	$INCOME_{t+1}$	ผลการดำเนินงานในช่วงเวลาปีที่ $t+1$	ไม่มี
อื่นๆ	ϵ	ค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแบบ	ไม่มี

3.4 การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ดังกล่าวว่าเป็นไปในทิศทางใด จำเป็นต้องทำการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อให้สามารถสรุปผลการวิจัยในเรื่องที่ทำการวิจัยนี้ได้ โดยใช้วิธีการทางสถิติทำการวิเคราะห์ข้อมูลดังกล่าว ซึ่งสถิติที่ใช้ในงานวิจัยนี้ประกอบด้วย

3.4.1 สถิติเชิงพรรณนา

เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลออกมาในรูปค่าสถิติพื้นฐาน เพื่อนำเสนอข้อมูลเบื้องต้นเกี่ยวกับตัวแปรที่เก็บรวบรวมได้ซึ่งเกี่ยวข้องกับบริษัท โดยแสดงผลในรูป ความถี่และร้อยละ (Frequency and Proportion) ค่าต่ำสุด (Minimum: Min) ค่าสูงสุด (Maximum: Max) ค่าเฉลี่ย (Mean) ของตัวแปรแต่ละตัว ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) เพื่อวัดการกระจายของข้อมูล ค่าความสัมพันธ์ (Correlations) เพื่ออธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ

3.4.2 สถิติเชิงอนุมาน

การวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงอนุมานในการศึกษาครั้งนี้ จะใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต เนื่องจากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องดังที่ได้อธิบายไว้ในบทที่ 2 นั้น มีการนำเทคนิคนี้มาใช้เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์กันอย่างแพร่หลาย อีกทั้งตัวแบบในการทดสอบครั้งนี้มีตัวแปรอิสระหลายตัว ซึ่งตัวแปรอิสระเป็นตัวแปรเชิงปริมาณ และมีตัวแปรตามเป็นตัวแปรเชิงปริมาณ จึงเป็นเหตุให้ผู้วิจัยนำเทคนิคดังกล่าวมาใช้ทดสอบเพื่อหาผลการวิจัยให้กับการศึกษาในครั้งนี้ สำหรับสาระสำคัญของเทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุสามารถอธิบายได้ดังนี้

สมการทั่วไปของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ คือ

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k + \varepsilon$$

โดยที่

$$Y = \text{ค่าสังเกตของตัวแปรตาม}$$

$$\beta_0 = \text{ค่าคงที่}$$

$\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ = ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยเชิงส่วน

X_1, X_2, \dots, X_k = ค่าสังเกตของตัวแปรอิสระ

ϵ = ค่าความคลาดเคลื่อน

3.4.2.1 ตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

เงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุมีดังต่อไปนี้

- 1) ความคลาดเคลื่อน ϵ เป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ
- 2) ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์ นั่นคือ $E(\epsilon) = 0$
- 3) ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า $V(\epsilon) = \sigma_\epsilon^2$
- 4) ϵ_i และ ϵ_j เป็นอิสระต่อกัน ; $i \neq j$ นั่นคือ covariance $(\epsilon_i, \epsilon_j) = 0$
- 5) ตัวแปรอิสระ X_i และ X_j ต้องเป็นอิสระต่อกัน

เทคนิคที่จะใช้ทดสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุของตัวแปรแต่ละชนิด พิจารณาจากค่า p-value ของค่าสถิติ t สำหรับตัวแปรต่างๆ เทียบกับระดับนัยสำคัญที่กำหนดซึ่งคือ 0.05 โดยในการตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ผู้วิจัยนำเสนอไว้ในภาคผนวก ก

3.4.2.2 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

วัตถุประสงค์ของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรตามที่สูงขึ้นอยู่กับตัวแปรอิสระที่สนใจศึกษา พร้อมทั้งศึกษาระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละตัว ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้นำตัวแปรกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (ตัวแปรอิสระ) มาหาความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต (ตัวแปรตาม) โดยแยกวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ตามสมมติฐานของการวิจัย สำหรับผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษาผู้วิจัยจะนำเสนอไว้ในบทที่ 4

3.5 การพัฒนาสมมติฐานการวิจัยและตัวแบบ

จากการทบทวนวรรณกรรมในบทที่ 2 สะท้อนให้เห็นว่ากิจกรรมจัดหาเงินนั้นเกิดจากการที่ผู้บริหารใช้ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลในช่วงเวลาที่ตลาดให้ราคาผิด (Mispricing) ในการจัดหาเงินทุนเข้าสู่กิจการแม้ว่าโครงการที่มีอยู่จะมีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นลบ จากความสัมพันธ์ดังกล่าวนำไปสู่ปัญหาการวิจัยที่ว่า ปริมาณกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตหรือไม่และถ้ามีอยากทราบว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวจะเป็นไปในทิศทางใด โดยพิจารณาแบ่งกิจกรรมจัดหาเงินตามความเสี่ยงเป็น 2 ประเภทคือ (1) กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และ (2) กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน เพื่อตอบปัญหาการวิจัยให้มีความชัดเจนยิ่งขึ้นจำเป็นต้องมีการพัฒนาสมมติฐานการวิจัยและตัวแบบ สำหรับการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงาน ผู้วิจัยได้พัฒนาสมมติฐานการวิจัย และ ตัวแบบในการวิจัย 4 ตัวแบบ แต่ละตัวแบบประกอบด้วย (1) ตัวแปรที่สนใจศึกษา และ (2) ตัวแปรควบคุม โดยแบ่งตัวแบบออกได้ 2 ประเภทคือประเภทที่ 1 เป็นตัวแบบที่ศึกษาเกี่ยวกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต และประเภทที่ 2 ศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานในอนาคต โดยลักษณะของสมมติฐานและตัวแบบในการวิจัยสามารถนำเสนอได้ตามลำดับ ดังนี้

สมมติฐานและตัวแบบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต

จากการศึกษาของ Bradshaw Richardson and Sloan (2006) เรื่องความสัมพันธ์ของกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตและมุมมองที่ดีเกินจริงของนักวิเคราะห์ ซึ่งให้ความสำคัญกับปริมาณของกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน ผลการวิจัยพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต และจากการวิจัยของ Daniel and Thomas (2006) และ Gavin (2005) ได้ศึกษาเกี่ยวกับกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานทั้งก่อนและหลังกิจกรรมจัดหาเงิน รวมถึงการเปลี่ยนแปลงของรายการคงค้างในระหว่างช่วงเวลาดังกล่าว ผลการศึกษาพบว่ากิจกรรมดำเนินงานส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานลดลงภายหลังจากจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ ดังนั้นผู้วิจัยคาดว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินส่งผลกระทบต่อไปในทิศทางตรงกันข้ามต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต เนื่องจากเมื่อผู้บริหารเห็นว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์มีราคาสูงกว่าความ

เป็นจริง หรือคาดว่าผลการดำเนินงานในอนาคตอาจเกิดการชะลอตัว จากเหตุผลที่กล่าวไว้ส่งผลให้ผู้บริหารตัดสินใจจัดหาเงินทุนเข้าสู่กิจการในช่วงเวลาดังกล่าวเนื่องจากทำได้โดยง่าย ดังนั้นเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต ผู้วิจัยสามารถตั้งสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

H_1 : กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

H_2 : กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

H_3 : กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

โดยสมมติฐานที่ 1 ถึง 3 ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

H_4 : กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต

H_5 : กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต

H_6 : กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต

โดยสมมติฐานที่ 4 ถึง 6 ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต

สำหรับตัวแบบที่ผู้วิจัยใช้ในการทดสอบสมมติฐาน แบ่งเป็น 2 ประเภทคือ
 ประเภทที่ 1 ตัวแบบทดสอบกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับ
 ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

ตัวแบบที่ 1 เป็นตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน H_1

$$RET_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta XFIN_t + \beta_2 BM_t + \epsilon_{t+1}$$

ตัวแบบที่ 2 เป็นตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน H_2 และ H_3

$$RET_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DEBT_t + \beta_2 \Delta EQUITY_t + \beta_3 BM_t + \epsilon_{t+1}$$

ประเภทที่ 2 ตัวแบบทดสอบกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผล
 การดำเนินงานในอนาคต

ตัวแบบที่ 3 เป็นตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน H_4

$$INCOME_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta XFIN_t + \beta_2 INCOME_t + \beta_3 INVEST_SCF_t + \epsilon_{t+1}$$

ตัวแบบที่ 4 เป็นตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน H_5 และ H_6

$$INCOME_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DEBT_t + \beta_2 \Delta EQUITY_t + \beta_3 INCOME_t + \beta_4 INVEST_SCF_t + \epsilon_{t+1}$$

สำหรับส่วนถัดไปในบทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล จะกล่าวถึงสถิติเชิงพรรณนา และสถิติ
 เชิงอนุมานซึ่งอธิบายผลลัพธ์ที่ได้จากการทดสอบสมมติฐานตามตัวแบบทั้ง 4 ที่กล่าวไว้ข้างต้น
 ผู้วิจัยทำการทดสอบแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมเนื่องจากว่าแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมมีความ
 แตกต่างในความต้องการระดมเงินทุน และมีความแตกต่างกันตามสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ
 จึงไม่สามารถทดสอบสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาดในภาพรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรมได้

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ผู้วิจัยวิเคราะห์ข้อมูลจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นวัตถุประสงค์หลักของการศึกษาครั้งนี้ โดยกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินที่สนใจศึกษาประกอบด้วย (1) กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม (2) กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน (3) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน โดยพิจารณาศึกษาแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมเนื่องจากแต่ละอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกันในเรื่องอัตราการเจริญเติบโต ความต้องการเงินทุน และความสามารถในการทำกำไร รายละเอียดของการวิเคราะห์ข้อมูลจะใช้โปรแกรม Statistical Package for Social Science Version 15.0 (SPSS for Windows 15.0) เนื่องจากเป็นโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติที่สามารถวิเคราะห์ข้อมูลได้อย่างมีประสิทธิภาพ จากการเก็บรวบรวมข้อมูลและทำการวิเคราะห์ข้อมูล สามารถนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลดังนี้

4. ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา

4.1.1 ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง

4.1.2 ลักษณะของกลุ่มตัวอย่างสุทธิสำหรับใช้ในการวิเคราะห์

4.1.3 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรที่ศึกษา

4.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน

4.2.1 ผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต (การทดสอบสมมติฐาน) โดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

4.2.2 ผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต (การทดสอบสมมติฐาน) โดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

ก่อนที่จะนำเสนอผลการวิจัย ผู้วิจัยขอสรุปถึงข้อตกลงเกี่ยวกับสัญลักษณ์และความหมายของตัวแปรต่างๆเป็นลำดับแรก เนื่องจากสัญลักษณ์และความหมายของตัวแปรต้องใช้ใน

การวิเคราะห์และตีความหมายในทุกส่วนของกรนำเสนอผลการวิจัย และเพื่อให้เกิดความเข้าใจในสัญลักษณ์ และความหมายของตัวแปรต่างๆ ผู้วิจัยจึงนำเสนอไว้ในตาราง 4.1 ดังนี้

ตาราง 4.1 สรุปสัญลักษณ์และความหมายของตัวแปร

สัญลักษณ์	ความหมาย
ตัวแปรที่สนใจศึกษา	
$\Delta XFIN_t$	กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน วัดค่าโดยกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ยของปีที่ t
$\Delta DEBT_t$	กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม วัดค่าโดยกระแสเงินสดรับจากการก่อหนี้สินหักกระแสเงินสดจ่ายชำระหนี้สิน หารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ยของปีที่ t
$\Delta EQUITY_t$	กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน วัดค่าโดยกระแสเงินสดรับจากการเสนอขายหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิ หักด้วยเงินปันผลจ่ายและกระแสเงินสดจ่ายซื้อหุ้นคืน หารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ยของปีที่ t
ตัวแปรควบคุม	
BM_t	มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด คำนวณจากมูลค่าทางบัญชีหารด้วยมูลค่าตลาดของกิจการสำหรับปีที่ t
$INCOME_t$	ผลการดำเนินงานปีปัจจุบัน วัดค่าโดยผลการดำเนินงานหลังหักค่าเสื่อมราคาหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ยของปีที่ t
$INVEST_SCF_t$	กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน วัดค่าโดยกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ยสำหรับปีที่ t
ตัวแปรตาม	
RET_{t+1}	ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตปีที่ t+1 วิธีการคำนวณได้กล่าวไว้แล้วในบทที่ 3
$INCOME_{t+1}$	ผลการดำเนินงานในช่วงเวลาปีที่ t+1 วัดค่าโดยผลการดำเนินงานหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ยในปีที่ t+1
อื่นๆ	
ϵ	ค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแบบ

4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา ประกอบด้วย

4.1.1 ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง

ตาราง 4.2 ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง

รายการ	จำนวน (ตัวอย่าง)	ร้อยละ
1. กลุ่มตัวอย่างเบื้องต้น	2,534	100
2. กลุ่มบริษัทที่กำลังฟื้นฟูกิจการ	252	10
3. กลุ่มบริษัทที่เสนอขายหุ้นต่อสาธารณะชนเป็นครั้งแรก (เฉพาะการระดมทุนปีแรก)	105	4
4. กลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีรอบระยะเวลาบัญชีเริ่มต้นวันที่ 1 มกราคม สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม	113	5
5. กลุ่มบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนสมบูรณ์	40	2
6. กลุ่มตัวอย่างที่มีความครบถ้วนสมบูรณ์ของข้อมูล	2,024***	79

***รายละเอียดของกลุ่มตัวอย่างที่มีความครบถ้วนสมบูรณ์ของข้อมูลได้กล่าวไว้แล้วในบทที่ 3 ตาราง 3.2 กลุ่มตัวอย่างในการศึกษา

จากตาราง 4.2 สามารถสรุปได้ว่าการศึกษานี้มีกลุ่มตัวอย่างเบื้องต้นจำนวน 2,534 ตัวอย่าง ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกกลุ่มอุตสาหกรรมปี 2543 ถึง 2548 จากจำนวน 2,534 ตัวอย่าง สามารถเก็บรวบรวมข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่มีความครบถ้วนสมบูรณ์เพื่อใช้ในการศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลได้ร้อยละ 79 (2,024 ตัวอย่าง) ของกลุ่มตัวอย่างเบื้องต้น ส่วนที่เหลืออีกประมาณร้อยละ 21 (510 ตัวอย่าง) แบ่งเป็นกลุ่มบริษัทที่กำลังฟื้นฟูกิจการร้อยละ 10 (252 ตัวอย่าง) กลุ่มบริษัทที่เสนอขายหุ้นต่อสาธารณะชนเป็นครั้งแรกร้อยละ 4 (105 ตัวอย่าง) กลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีรอบระยะเวลาบัญชีเริ่มต้นวันที่ 1 มกราคม สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม ร้อยละ 5 (113 ตัวอย่าง) และเป็นกลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาไม่ครบถ้วนสมบูรณ์ร้อยละ 2 (40 ตัวอย่าง) กล่าวคือ ไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินเนื่องจากกิจการมิได้มีการจัดหาเงินทุน รวมทั้งไม่มีข้อมูลที่ต้องใช้ในการศึกษาเบื้องต้น

ตาราง 4.3 ลักษณะของกลุ่มตัวอย่างแยกตามอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	ตัวอย่าง	จำนวนตัวอย่าง	ร้อยละ
กลุ่มตัวอย่างที่มีความครบถ้วนของข้อมูล	-	2,024	100
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	AGRO	264	13
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	CONSUME	244	12
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน	FINANCE	293	14
4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	INDUS	291	14
5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	PROPCON	305	15
6. กลุ่มทรัพยากร	RESOURCE	85	4
7. กลุ่มบริการ	SERVICE	403	20
8. กลุ่มเทคโนโลยี	TECH	139	7

จากตาราง 4.3 สามารถสรุปได้ว่าการศึกษานี้มีกลุ่มตัวอย่างที่มีความครบถ้วนของข้อมูลจำนวน 2,024 ตัวอย่าง ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ปี 2543 ถึง 2548 จากกลุ่มตัวอย่างที่มีความครบถ้วนสมบูรณ์ของข้อมูลทั้งสิ้น 2,024 คิดเป็นร้อยละ 100 จำแนกออกตามอุตสาหกรรมได้ดังนี้ (1) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารร้อยละ 13 (264 ตัวอย่าง) (2) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริภคร้อยละ 12 (244 ตัวอย่าง) (3) กลุ่มธุรกิจการเงินร้อยละ 14 (293 ตัวอย่าง) (4) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมร้อยละ 14 (291 ตัวอย่าง) (5) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างร้อยละ 15 (305 ตัวอย่าง) (6) กลุ่มทรัพยากรร้อยละ 4 (85 ตัวอย่าง) (7) กลุ่มบริการร้อยละ 20 (403 ตัวอย่าง) และ (8) กลุ่มเทคโนโลยียร้อยละ 7 (139 ตัวอย่าง)

4.1.2 ลักษณะของกลุ่มตัวอย่างสุทธิตัวอย่างสำหรับการวิเคราะห์

เนื่องจากเพื่อให้ผลการทดสอบสมมติฐานในงานวิจัยฉบับนี้อธิบายความสัมพันธ์ของตัวแบบสมการในกรณีปกติได้ดียิ่งขึ้น ผู้วิจัยจึงพิจารณาผลกระทบของตัวอย่างที่มีค่าผิดปกติ (Outlier) ก่อนเพื่อที่จะตัดค่าผิดปกติของข้อมูลออกจากการวิเคราะห์ เพราะค่าที่ผิดปกตินี้จะส่งผลให้สมการถดถอยเบี่ยงเบนไปจากกรณีปกติ นอกจากนี้การกำจัดค่าผิดปกติยังช่วยลดปัญหาที่เงื่อนไขของสมการถดถอยไม่เป็นจริง และทำให้การกระจายตัวของข้อมูลเป็นการกระจายตัวแบบปกติ โดยวิธีที่ผู้วิจัยใช้เพื่อการกำจัดค่าผิดปกติคือ บ็อกซ์พล็อต (Boxplot) ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

คำนวณหาค่าควอไทล์¹ ที่ 1 (Q1) และค่าควอไทล์ที่ 3 (Q3) ของตัวแปรตามและหาความยาวของกล่อง (Box) มีค่าเท่ากับผลต่างระหว่าง Q3 กับ Q1 หรือเรียกกันว่า Interquartile Range (IQR) ซึ่งค่าสูงสุดของข้อมูลที่ยังไม่สูงผิดปกติ คือค่าสูงสุดของข้อมูลชุดนั้นๆ ที่มีค่าไม่เกิน $Q3 + 1.5(IQR)$ และค่าต่ำสุดของข้อมูลที่ยังไม่ต่ำผิดปกติคือ ค่าต่ำสุดของข้อมูลชุดนั้นๆ ที่มีค่าสูงกว่า $Q1 - 1.5(IQR)$ ดังนั้นผู้วิจัยจึงทำการพิจารณาตัดค่าผิดปกติ (Outlier) จากค่าที่สูงกว่า $Q3 + 1.5(IQR)$ และค่าที่ต่ำกว่า $Q1 - 1.5(IQR)$

เนื่องจากตัวแปรตามของงานวิจัยฉบับนี้มี 2 ตัวแปรคือ (1) ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต และ (2) ผลการดำเนินงานในอนาคตจึงจำแนกรายละเอียดตามตาราง 4.4 และ 4.5 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.4 ลักษณะข้อมูลตัวอย่างสุทธิแยกตามอุตสาหกรรมสำหรับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนตัวอย่างเบื้องต้น	ค่าผิดปกติ*	จำนวนตัวอย่างสุทธิ	ร้อยละ
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	264	21	243	13
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	244	21	223	12
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน	293	24	269	15

¹ ค่าควอไทล์ คือ ค่าของข้อมูลที่เกิดจากการแบ่งข้อมูลออกเป็น 4 ส่วน เท่า ๆ กัน เพราะฉะนั้นค่าควอไทล์จะมี 3 ค่า คือ ควอไทล์ที่ 1 2 และ 3 กำหนดสัญลักษณ์เป็น Q1 Q2 และ Q3 ตามลำดับ

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนตัวอย่างเบื้องต้น	ค่าผิดปกติ*	จำนวนตัวอย่างสุทธิ	ร้อยละ
4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	291	30	261	14
5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	305	39	266	15
6. กลุ่มทรัพยากร	85	11	74	4
7. กลุ่มบริการ	403	42	361	20
8. กลุ่มเทคโนโลยี	139	26	113	6
รวม	2,024	214	1,810	100

* ค่าผิดปกติ พิจารณาจากตัวแปรตาม (ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต) ที่มีค่าสูงกว่า $Q3 + 1.5(IQR)$ และค่าที่ต่ำกว่า $Q1 - 1.5(IQR)$

จากตาราง 4.4 พบว่าผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตมีค่าผิดปกติรวมทั้งหมดจากทุกกลุ่มอุตสาหกรรมจำนวน 214 ตัวอย่างที่ถูกคัดออกจากกลุ่มตัวอย่างเบื้องต้นทั้งหมด เพื่อให้ได้ข้อมูลกลุ่มตัวอย่างสุทธิที่นำไปทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

ตารางที่ 4.5 ลักษณะข้อมูลตัวอย่างสุทธิแยกตามอุตสาหกรรมสำหรับใช้ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนตัวอย่างเบื้องต้น	ค่าผิดปกติ*	จำนวนตัวอย่างสุทธิ	ร้อยละ
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	264	3	261	13
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	244	2	242	12
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน	293	4	289	15
4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	291	5	286	14
5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	305	7	298	15

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนตัวอย่างเบื้องต้น	ค่าผิดปกติ*	จำนวนตัวอย่างสุทธิ	ร้อยละ
6. กลุ่มทรัพยากร	85	2	83	4
7. กลุ่มบริการ	403	8	395	20
8. กลุ่มเทคโนโลยี	139	3	136	7
รวม	2,024	34	1,990	100

* ค่าผิดปกติ พิจารณาจากตัวแปรตาม (ผลการดำเนินงานในอนาคต) ที่มีค่าสูงกว่า $Q3 + 1.5(IQR)$ และค่าที่ต่ำกว่า $Q1 - 1.5(IQR)$

จากตาราง 4.5 พบว่าผลการดำเนินงานในอนาคตมีค่าผิดปกติรวมทั้งหมดจากทุกกลุ่มอุตสาหกรรมจำนวน 34 ตัวอย่างที่ถูกคัดออกจากกลุ่มตัวอย่างเบื้องต้นทั้งหมด เพื่อให้ได้ข้อมูลกลุ่มตัวอย่างสุทธิที่นำไปทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต

โดยจากทั้งตาราง 4.4 และ 4.5 จะสังเกตได้ว่าค่าผิดปกติของตัวแปรตามจาก (1) ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต และ (2) ผลการดำเนินงานในอนาคต มีความแตกต่างกันอย่างมาก ซึ่งมาจากตัวแปรผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตมีปัจจัยต่างๆเป็นจำนวนมากที่ส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปจึงเกิดค่าผิดปกติสูงกว่าผลการดำเนินงานในอนาคต เนื่องจากผลการดำเนินงานในอนาคต มีผลจากปัจจัยภายนอกมากกว่าทบน้อยกว่าโดยเฉพาะปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับนักลงทุน

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

4.1.3 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรที่ศึกษา

การนำเสนอแบ่งเป็น 3 ส่วนหลักๆ คือ (1) ตัวแปรที่สนใจศึกษา (2) ตัวแปรควบคุม และ (3) ตัวแปรตาม ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ประกอบด้วย ความถี่ และร้อยละ (Frequency and Proportion) ค่าต่ำสุด (Minimum: Min) ค่าสูงสุด (Maximum: Max) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของตัวแปรที่สนใจศึกษาซึ่งจะนำเสนอต่อจากนี้แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนี้

4.1.3.1 ตัวแปรที่สนใจศึกษา

การศึกษาคั้งนี้ตัวแปรที่สนใจศึกษา คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินแบ่งออกเป็น 3 ตัวแปรคือ

- (1) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน
- (2) กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม
- (3) กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน

การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรที่สนใจศึกษาทั้ง 3 ตัวแปรข้างต้น ผู้วิจัยมีความจำเป็นที่จะต้องทำการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานตัวแปรที่สนใจศึกษาเป็นจำนวน 2 ครั้งเนื่องจากตัวแปรที่สนใจศึกษาต้องถูกนำไปทดสอบกับตัวแปรตาม 2 ตัวแปร (1) ตัวแปรผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต และ (2) ผลการดำเนินงานในอนาคต รวมถึงผลจากการกำจัดค่าผิดปกติของตัวแปรตามทำให้ชุดข้อมูลในการทดสอบสมมติฐานระหว่างตัวแปรตามทั้ง 2 เกิดความแตกต่างกันขึ้น โดยผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรที่สนใจศึกษาสามารถนำเสนอได้ดังนี้

4.1.3.1.1 กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน

กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นตัวแปรซึ่งเป็นผลรวมของกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมบวกกับกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนหรือกล่าวได้ว่าเป็นกระแสเงินสดสุทธิได้มาใช้ไปในกิจกรรมจัดหาเงินที่เปิดเผยมอยู่ในงบกระแสเงินสดในส่วนของกิจกรรมจัดหาเงินหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ยเพื่อเป็นการลดอิทธิพลของขนาดบริษัท โดยแสดงรายละเอียดอยู่ในตาราง 4.6 และ 4.7

ตาราง 4.6 ค่าสถิติพื้นฐานของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน สำหรับชุดข้อมูลที่น่าไปทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน (ΔX_{FIN})	N	Min	Max	Mean	Standard Deviation
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	243	-0.362329	0.358889	-0.016911	0.112417
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	223	-0.267876	0.267556	-0.033336	0.089569
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน	269	-0.359163	0.593493	0.013215	0.119708
4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	261	-0.763628	0.769403	-0.035676	0.119034
5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	266	-0.507784	1.480504	0.049021	0.184718
6. กลุ่มทรัพยากร	74	-0.245327	1.477242	0.016638	0.213942
7. กลุ่มบริการ	361	-0.472370	1.010396	-0.024684	0.131961
8. กลุ่มเทคโนโลยี	113	-0.252756	0.365964	0.008710	0.123176

จากตาราง 4.6 ค่าเฉลี่ย (Mean) ที่สูงที่สุดอยู่ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีค่าอยู่ที่ 0.049021 โดยเมื่อพิจารณาค่าต่ำสุด (Min) กลุ่มที่มีค่าต่ำที่สุดคือกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม -0.763628 ในทางตรงกันข้ามกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกลุ่มที่มีค่าสูงสุด (Max) มากที่สุดคือกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีค่า 1.480504 โดยกลุ่มที่มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงสุดคือกลุ่มทรัพยากรมีค่า 0.213942 แสดงว่ามีการกระจายของข้อมูลมากที่สุด กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีค่าสูงสุด (Max) มากที่สุดผลที่ได้สะท้อนให้เห็นความเป็นจริงเนื่องจากกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างเป็นกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับเศรษฐกิจในภาพรวม และใช้ปริมาณเงินมหาศาลในการดำเนินการแต่ละโครงการ และเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับแหล่งเงินทุนเป็นปกติ ถัดจากค่าสูงสุด (Max) คือ ค่าเฉลี่ย (Mean) จากภาพรวมทุกอุตสาหกรรมจะเห็นได้ว่ามี 4 กลุ่มอุตสาหกรรมมีค่าเป็นบวก คือ กลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร และ กลุ่มเทคโนโลยี มีค่าอยู่ที่ 0.013215 0.008710 0.016638 และ 0.049021 ตามลำดับ เนื่องจากโดยปกติแล้วหากไม่มีกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินธุรกิจโดยส่วนใหญ่มักใช้เงินสดไปในกิจกรรมจัดหาเงิน โดยใช้ไปเพื่อจ่ายชำระเงินทุนหมุนเวียนที่กู้ยืมมา เงินกู้ระยะยาว และจ่ายเงินปันผล ดังนั้นแสดงให้เห็นว่าทั้ง 4 กลุ่มมีความต้องการเงินทุนในการบริหารอยู่อย่างสม่ำเสมอ ค่าเฉลี่ยที่ได้จึงมีค่าเป็นบวก

ตาราง 4.7 ค่าสถิติพื้นฐานของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน สำหรับชุดข้อมูลที่น่าไปทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคต

กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน (ΔX_{FIN})	N	Min	Max	Mean	Standard Deviation
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	261	-0.362329	0.358889	-0.019777	0.115927
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	242	-0.473147	0.334115	-0.036455	0.103546
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน	289	-0.575866	1.782557	0.032421	0.185789
4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	286	-0.419101	0.769403	0.004657	0.132068
5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	298	-0.507784	1.480504	0.063473	0.195306
6. กลุ่มทรัพยากร	83	-0.339377	1.258725	0.018824	0.205287
7. กลุ่มบริการ	395	-0.804772	1.010442	-0.004206	0.173595
8. กลุ่มเทคโนโลยี	136	-0.252756	0.565474	0.038406	0.157719

จากตาราง 4.7 ค่าเฉลี่ย (Mean) ที่สูงที่สุดอยู่ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีค่าอยู่ที่ 0.063473 โดยเมื่อพิจารณาค่าต่ำสุด (Min) กลุ่มที่มีค่าต่ำที่สุดคือกลุ่มกลุ่มบริการ -0.804772 ในทางตรงกันข้ามกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกลุ่มที่มีค่าสูงสุด (Max) มากที่สุดคือกลุ่มธุรกิจการเงินมีค่า 1.782557 โดยกลุ่มที่มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงสุดคือกลุ่มทรัพยากรมีค่า 0.205287 แสดงว่ามีการกระจายของข้อมูลมากที่สุด กลุ่มธุรกิจการเงินมีค่าสูงสุด (Max) สูงที่สุดผลที่ได้สะท้อนให้เห็นความเป็นจริง เนื่องจากโครงสร้างระบบการเงินไทยประกอบด้วยตลาดเงินและตลาดทุน โดยทั้งสองตลาดมีหน้าที่ระดมเงินออมจากในประเทศและต่างประเทศเพื่อนำมาลงทุน โดยตลาดเงินจะทำการระดมเงินออมในรูปของเงินฝาก (กรณีเป็นธนาคาร) และตั๋วสัญญาใช้เงิน (กรณีเป็นบริษัทเงินและเครดิตฟองซิเอร์) เพื่อไปปล่อยกู้แก่ภาครัฐ ภาคเอกชน และภาคประชาชนในการนำเงินไปลงทุน ในขณะที่ตลาดทุนจะทำการระดมเงินออมในรูปของกองทุนรูปแบบต่าง ๆ และบริษัทประกันชีวิต เพื่อนำเงินไปลงทุนในหลักทรัพย์ ตราสารหนี้ รวมทั้งไปลงทุนรูปแบบอื่น ๆ (ณัฐพงศ์ ทองภักดี 2539) ถัดจากค่าสูงสุด (Max) คือ ค่าเฉลี่ย (Mean) จากภาพรวมทุกอุตสาหกรรมจะเห็นได้ว่ามี 5 กลุ่มอุตสาหกรรมมีค่าเป็นบวก คือ กลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร และ กลุ่มเทคโนโลยี มีค่าอยู่ที่ 0.032421 0.004657 0.063473 0.018824 และ 0.038406 ตามลำดับ เนื่องจากโดยปกติแล้วหากไม่มีกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินธุรกิจโดยส่วนใหญ่มักใช้เงินสดไปในกิจกรรม

จัดหาเงิน โดยใช้ไปเพื่อจ่ายชำระเงินทุนหมุนเวียนที่กู้ยืมมา เงินกู้ระยะยาว และจ่ายเงินปันผล ดังนั้นแสดงให้เห็นว่าทั้ง 5 กลุ่มมีความต้องการเงินทุนในการบริหารอยู่อย่างสม่ำเสมอ ค่าเฉลี่ยที่ได้จึงมีค่าเป็นบวก

4.1.3.1.2 กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม

กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมคำนวณมาจากเงินสดได้มา/ใช้ไปในรอบระยะเวลาบัญชีจากหนี้สินที่ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนบวกด้วยเงินสดได้มา/ใช้ไปในการกู้ยืมเงินระยะยาวและการออกตราสารหนี้ที่เกี่ยวข้องหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ยเพื่อลดอิทธิพลของขนาด รายละเอียดยกกล่าวไว้ดังตาราง 4.8 และ 4.9

ตาราง 4.8 ค่าสถิติพื้นฐานของกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม สำหรับชุดข้อมูลที่น่าไปทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม (Δ DEBT)	N	Min	Max	Mean	Standard Deviation
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	243	-0.529054	0.351219	0.012753	0.106220
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	223	-0.227915	0.260168	-0.014275	0.078428
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน	269	-0.490865	0.593493	0.015690	0.106149
4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	261	-0.338565	0.770068	-0.010391	0.107181
5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	266	-0.540728	0.554430	0.028371	0.133410
6. กลุ่มทรัพยากร	74	-0.315548	1.477242	0.023935	0.211375
7. กลุ่มบริการ	361	-0.624339	0.842664	-0.004803	0.108937
8. กลุ่มเทคโนโลยี	113	-0.226348	0.397316	0.016234	0.104141

จากตาราง 4.8 เป็นชุดข้อมูลกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมที่น่าไปทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตเป็นตัวแปรที่แสดงให้เห็นว่ากิจการมีการกู้ยืมเงินมาใช้ในการบริหารตั้งแต่ละอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกันเมื่อพิจารณาถึงค่าเฉลี่ย (Mean) กลุ่มที่มีค่าเป็นบวกแสดงถึงกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีการกู้ยืมเงินอยู่เป็นส่วนใหญ่คือกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร และ กลุ่มเทคโนโลยี มี

ค่า 0.016234 0.015690 0.028371 0.023935 และ 0.012753 ตามลำดับ ซึ่งโดยปกติแล้วธุรกิจโดยมากมักไม่มีกิจกรรมจัดหาเงินเข้าสู่กิจการเป็นปกติสม่ำเสมอ ดังนั้นค่าเฉลี่ยที่ได้ปกติแล้วจะมีค่าติดลบ เนื่องจากใช้เงินสดไปเพื่อจ่ายชำระภาระผูกพันที่มีอยู่ หากค่าเฉลี่ยที่ได้มีค่าเป็นบวกแสดงให้เห็นว่ากิจการโดยส่วนใหญ่ในกลุ่มอุตสาหกรรมนั้นจัดหาเงินเข้าสู่กิจการมากกว่าที่จะใช้เงินสดไปเพื่อชำระหนี้ กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่าต่ำสุด (Min) น้อยที่สุดของกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมคือ กลุ่มบริการมีค่า -0.624339 แสดงว่าตัวอย่างในกลุ่มบริการมีการจ่ายชำระหนี้สินสูงที่สุดคิดเป็นร้อยละ 62 ของสินทรัพย์ที่มีอยู่ ในทางตรงกันข้ามกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่าสูงสุด (Max) มากที่สุดคือกลุ่มทรัพยากรมีค่า 1.477242 แสดงว่ามีตัวอย่างบริษัทในกลุ่มทรัพยากรที่กู้ยืมเงินสูงที่สุดคิดเป็นร้อยละ 150 ของสินทรัพย์รวม

ตาราง 4.9 ค่าสถิติพื้นฐานของกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม สำหรับชุดข้อมูลที่น่าไปทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคต

กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม (Δ DEBT)	N	Min	Max	Mean	Standard Deviation
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	261	-0.529054	0.351219	0.008888	0.109389
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	242	-0.473147	0.260616	-0.020201	0.087213
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน	289	-0.490865	1.493913	0.026197	0.146498
4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	286	-0.322174	0.770068	-0.006930	0.111457
5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	298	-0.540728	0.585522	0.014452	0.137083
6. กลุ่มทรัพยากร	83	-0.339377	0.639789	0.000170	0.142750
7. กลุ่มบริการ	395	-0.698240	0.842664	-0.011319	0.111744
8. กลุ่มเทคโนโลยี	136	-0.865408	0.565474	0.017580	0.143088

จากตาราง 4.9 เป็นชุดข้อมูลกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมที่น่าไปทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตเป็นตัวแปรที่แสดงให้เห็นว่ากิจการมีการกู้ยืมเงินมาใช้ในการบริหารซึ่งแต่ละอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกันเมื่อพิจารณาถึงค่าเฉลี่ย (Mean) กลุ่มที่มีค่าเป็นบวกแสดงถึงกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีการกู้ยืมเงินอยู่เป็นส่วนใหญ่คือกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร และ กลุ่มเทคโนโลยี มีค่า 0.017580 0.026197 0.014452 0.000170 และ 0.008888 ตามลำดับ ซึ่งโดยปกติแล้วธุรกิจ

โดยมากมักไม่มีกิจกรรมจัดหาเงินเข้าสู่กิจการเป็นปกติสม่ำเสมอ ดังนั้นค่าเฉลี่ยที่ได้ปกติแล้วจะมีค่าติดลบ เนื่องจากใช้เงินสดไปเพื่อจ่ายชำระภาระผูกพันที่มีอยู่ หากค่าเฉลี่ยที่ได้มีค่าเป็นบวก แสดงให้เห็นว่ากิจการโดยส่วนใหญ่ในกลุ่มอุตสาหกรรมนั้นจัดหาเงินเข้าสู่กิจการมากกว่าที่จะใช้เงินสดไปเพื่อชำระหนี้ กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่าต่ำสุด (Min) น้อยที่สุดของกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมคือ กลุ่มเทคโนโลยีมีค่า -0.865408 แสดงว่าตัวอย่างในกลุ่มเทคโนโลยีมีการจ่ายชำระหนี้สินสูงที่สุดคิดเป็นร้อยละ 87 ของสินทรัพย์ที่มีอยู่ ในทางตรงกันข้ามกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่าสูงสุด (Max) มากที่สุดคือกลุ่มธุรกิจการเงินมีค่า 1.493913 แสดงว่ามีตัวอย่างบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินที่กู้ยืมเงินสูงที่สุดคิดเป็นร้อยละ 149 ของสินทรัพย์รวม

4.1.3.1.3 กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน

กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนสามารถคำนวณได้จากเงินสดสุทธิได้มาจากการออกหุ้นทุนหักด้วยเงินสดใช้ไปเพื่อการซื้อหุ้นทุนคืน และหักด้วยเงินสดใช้ไปเพื่อจ่ายปันผลหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย รายละเอียดแต่ละอุตสาหกรรมแสดงดังตาราง 4.10 และ 4.11

ตาราง 4.10 ค่าสถิติพื้นฐานของกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน สำหรับชุดข้อมูลที่นำไปทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน (Δ EQUITY)	N	Min	Max	Mean	Standard Deviation
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	243	-0.271591	0.595098	-0.030532	0.076299
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	223	-0.281793	0.286826	-0.017911	0.056996
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน	269	-0.359053	0.404338	-0.002622	0.068839
4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	261	-0.284194	0.531022	-0.011246	0.066942
5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	266	-0.274255	1.090766	0.031123	0.162991
6. กลุ่มทรัพยากร	74	-0.245327	0.256838	-0.002091	0.086929
7. กลุ่มบริการ	361	-0.469254	0.870329	-0.019788	0.102774
8. กลุ่มเทคโนโลยี	113	-0.154574	0.326202	-0.007524	0.064050

จากตาราง 4.10 เป็นชุดข้อมูลกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนที่นำไปทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต พิจารณาจากค่าต่ำสุด (Min) กลุ่มอุตสาหกรรม

ที่มีค่าดังกล่าวต่ำที่สุดคือกลุ่มบริการมีค่า -0.469254 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีตัวอย่างที่ใช้เงินไปเพื่อจ่ายปันผล และ/หรือซื้อหุ้นคืน คิดผลรวมแล้วเป็นร้อยละ 47 ของสินทรัพย์ ในทางตรงกันข้ามเมื่อพิจารณาไปที่ค่าสูงสุด (Max) กลุ่มที่มีค่ามากที่สุดคือกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้างมีค่า 1.090766 อธิบายได้ว่าตัวอย่างในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างทำการออกหุ้นเพิ่มทุนถึงร้อยละ 109 ของสินทรัพย์ที่มีอยู่ และสำหรับกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างเป็นกลุ่มเดียวที่มีค่าเฉลี่ยเป็นบวกคือ 0.031123 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มธุรกิจดังกล่าวมีส่วนเกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดจากผู้ถือหุ้นอย่างต่อเนื่อง เพื่อนำเงินไปบริหารจัดการในโครงการขนาดใหญ่ เนื่องจากค่าเฉลี่ยที่ได้มีค่าเป็นบวก ซึ่งโดยปกติแล้วกิจการโดยส่วนใหญ่มักจะมีรายการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นเครื่องหมายของค่าเฉลี่ยที่ได้จึงติดลบ

ตาราง 4.11 ค่าสถิติพื้นฐานของกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน สำหรับชุดข้อมูลที่นำไปทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคต

กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน (Δ EQUITY)	N	Min	Max	Mean	Standard Deviation
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	261	-0.286813	0.595098	-0.028304	0.079434
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	242	-0.387956	0.286826	-0.017830	0.057680
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน	289	-0.506079	0.849237	0.007700	0.103730
4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	286	-0.284194	0.531022	0.011335	0.090335
5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	298	-0.274255	1.338312	0.048564	0.164388
6. กลุ่มทรัพยากร	83	-0.249017	0.662857	0.018654	0.130356
7. กลุ่มบริการ	395	-0.469254	1.030341	0.005728	0.150612
8. กลุ่มเทคโนโลยี	136	-0.154574	0.944430	0.020587	0.133050

จากตาราง 4.11 เป็นชุดข้อมูลกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนที่นำไปทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคต พิจารณาจากค่าต่ำสุด (Min) กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่าดังกล่าวต่ำที่สุดคือกลุ่มธุรกิจการเงินมีค่า -0.506079 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินมีตัวอย่างที่ใช้เงินไปเพื่อจ่ายปันผล และ/หรือซื้อหุ้นคืน คิดผลรวมแล้วเป็นร้อยละ 50 ของสินทรัพย์ ในทางตรงกันข้ามเมื่อพิจารณาไปที่ค่าสูงสุด (Max) กลุ่มที่มีค่ามากที่สุดคือกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีค่า 1.338312 อธิบายได้ว่าตัวอย่างในกลุ่มอุตสาหกรรม

อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างทำการออกหุ้นเพิ่มทุนถึงร้อยละ 134 ของสินทรัพย์ที่มีอยู่ แต่เมื่อพิจารณาค่าเฉลี่ย (Mean) จากชุดข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในขนาดพบความแตกต่างกับชุดข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบกับผลตอบแทนหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก เนื่องจากค่าเฉลี่ยที่ได้มีค่าเป็นบวกถึง 6 กลุ่มอุตสาหกรรมดังนี้ กลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ และ กลุ่มเทคโนโลยี โดยมีค่าเฉลี่ย 0.007700 0.011335 0.048564 0.018654 0.005728 และ 0.020587 ตามลำดับ จากความแตกต่างที่เกิดขึ้นสามารถอธิบายเพิ่มเติมได้อีกว่า การกำจัดค่าผิดปกติ (Outliers) สำหรับชุดข้อมูลกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อใช้ในการทดสอบผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในอนาคต มีการตัดชุดข้อมูลที่เกิดกระแสเงินสดสุทธิได้มาจากการออกหุ้นเพิ่มทุนไปเป็นจำนวนมาก ดังนั้นค่าเฉลี่ยที่แสดงอยู่ดังตาราง 4.11 จึงมีค่าเฉลี่ยเป็นบวกจากหลายกลุ่มอุตสาหกรรมอันเนื่องมาจากการตัดค่าผิดปกติมีจำนวนต่ำกว่า แต่อย่างไรก็ตามแม้ค่าเฉลี่ยจาก 6 กลุ่มอุตสาหกรรมมีค่าเป็นบวกก็ไม่สามารถสรุปได้ว่ากลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่ใน 6 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นเกิดกระแสเงินสดเข้าสู่กิจการจากการออกหุ้นเพิ่มทุน เพราะค่าเฉลี่ยที่ได้มีค่าต่ำมาก ถึงแม้จะมีค่าเป็นบวก อาทิเช่น กลุ่มธุรกิจการเงิน (0.007700) และกลุ่มบริการ (0.005728) อาจสรุปได้ว่า กลุ่มธุรกิจการเงิน และ กลุ่มบริการ มีปริมาณเงินสดระหว่างกระแสเงินสดได้มาสุทธิจากการออกหุ้นเพิ่มทุน ใกล้เคียงกับกระแสเงินสดใช้ไปเพื่อจ่ายเงินปันผล ใน 2 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้น

ดังนั้นจากข้อมูลพื้นฐานของตัวแปรที่สนใจศึกษาทั้ง 3 ตัวแปรไม่ว่าจะเป็น (1) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน (2) กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และ (3) กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นเพิ่มทุน แสดงให้เห็นถึงความแตกต่างที่มีอยู่ตามแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมในความต้องการเงินทุนแต่ละประเภท ซึ่งกลุ่มธุรกิจที่มีความต้องการจำนวนเงินมหาศาลมากที่สุดในการดำเนินงานคือกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง เมื่อพิจารณาในรายละเอียดจากทุกตัวแปรที่สนใจศึกษาจะเห็นว่าค่าเฉลี่ยที่ได้ส่วนใหญ่เป็นลบ ผลที่ได้สอดคล้องกับความเป็นจริงที่ว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่ใช้เงินไปเพื่อจ่ายชำระหนี้ หรือจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นในส่วนของกิจกรรมจัดหาเงิน

4.1.3.2 ตัวแปรควบคุม

ตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ประกอบด้วย (1) มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (2) ผลการดำเนินงานปีปัจจุบัน และ (3) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

4.1.3.2.1 มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BM)

มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดเป็นตัวแปรที่สะท้อนให้เห็นถึงค่านิยมของบริษัทหากค่าที่ได้ต่ำกว่า 1 แสดงว่ามูลค่าหลักทรัพย์นั้นสูงกว่ามูลค่าตามบัญชีหรือ อาจกล่าวได้ว่าตลาดกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์สูงกว่าความเป็นจริง และในทางตรงกันข้ามหากค่าที่ได้สูงกว่า 1 แสดงว่ามูลค่าตามบัญชีสูงกว่ามูลค่าตลาด หรือตลาดกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ต่ำกว่าความเป็นจริง ซึ่งใช้เป็นตัวแปรควบคุมสำหรับการทดสอบตัวแบบที่ 1 และ 2 ในการทดสอบผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต โดยรายละเอียดของตัวแปรดังกล่าวจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมแสดงไว้ในตาราง 4.12

ตาราง 4.12 ค่าสถิติพื้นฐานของมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด

มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BM)	N	Min	Max	Mean	Standard Deviation
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	243	-26.955604	7.842562	0.863834	2.604605
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	223	-21.733734	31.093387	1.837202	3.193864
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน	269	-4.530071	4.175595	1.137053	0.934254
4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	261	-7.112177	17.414687	0.808434	2.025214
5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	266	-30.976397	34.831318	1.252607	3.764886
6. กลุ่มทรัพยากร	74	-14.845910	3.437214	0.409220	2.450025
7. กลุ่มบริการ	361	-6.349752	8.363812	1.184402	1.296741
8. กลุ่มเทคโนโลยี	113	-10.712701	7.517739	0.832464	1.541442

เมื่อพิจารณาจากตาราง 4.12 ค่าเฉลี่ยที่ต่ำกว่า 1 มีอยู่ 4 กลุ่มอุตสาหกรรมคือ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร และ กลุ่มเทคโนโลยี มี

ค่าเฉลี่ย 0.863834 0.808434 0.409220 และ 0.832464 ตามลำดับ แสดงว่าในทั้ง 4 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นมูลค่าตลาดสูงกว่ามูลค่าทางบัญชีเป็นส่วนใหญ่ อธิบายได้ว่าตลาดคาดหวังอย่างมากว่าทั้ง 4 กลุ่มอุตสาหกรรมมีความสามารถที่จะสร้างกำไรได้ในอนาคต ดังนั้นมูลค่าตลาดของทั้ง 4 กลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่จึงสูงกว่ามูลค่าทางบัญชี จากตารางกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่าต่ำสุด (Min) น้อยที่สุดคือกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีค่า -30.976397 ในทางตรงกันข้ามค่าสูงสุด (Max) ก็เป็นกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างเช่นเดียวกันที่มีค่ามากที่สุดคือ 34.831318 จากความแตกต่างอย่างมากของข้อมูลกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างทำให้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่แสดงถึงการกระจายข้อมูลมีค่าสูงที่สุด 3.764886 เมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ สำหรับค่าต่ำสุด (Min) แสดงให้เห็นว่าในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมมีตัวอย่างที่มูลค่าทางบัญชีติดลบ หรือเรียกให้เข้าใจได้ง่ายว่าในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมมีตัวอย่างที่มีผลขาดทุนเกินทุนค่าที่ได้จึงติดลบ เนื่องจากค่าเศษที่ใช้ในการคำนวณอัตราส่วนดังกล่าวมีค่าติดลบจากส่วนของผู้ถือหุ้นขาดทุนเกินทุน

4.1.3.2.2 ผลการดำเนินงานปีปัจจุบัน (INCOME)

ผลการดำเนินงานปีปัจจุบันคำนวณมาจากผลการดำเนินงานในปีเดียวกันกับที่มีกระแสเงินสดได้มา/ใช้ไปจากส่วนของกิจกรรมจัดหาเงิน โดยเป็นผลการดำเนินงานก่อนรายการพิเศษหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย เป็นตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานสำหรับตัวแบบที่ 3 และ 4 รายละเอียดแสดงไว้ในตาราง 4.13

ตาราง 4.13 ค่าสถิติพื้นฐานของผลการดำเนินงานปีปัจจุบัน

ผลการดำเนินงานปีปัจจุบัน (INCOME)	N	Min	Max	Mean	Standard Deviation
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	261	-0.785433	0.299400	0.053186	0.108621
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	242	-0.709648	0.440145	0.045969	0.102694
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน	289	-0.411842	0.185131	0.026712	0.054650
4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	286	-0.843962	0.909412	0.059645	0.116836
5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	298	-0.908200	1.025361	0.036579	0.137852
6. กลุ่มทรัพยากร	83	-0.408652	0.355138	0.057866	0.102363
7. กลุ่มบริการ	395	-0.739033	0.454892	0.052075	0.113679
8. กลุ่มเทคโนโลยี	136	-1.025099	0.849343	0.064626	0.141723

จากตาราง 4.13 สรุปได้ว่าค่าเฉลี่ย (Mean) ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดคือ กลุ่มเทคโนโลยีมีค่า 0.064626 อธิบายได้ว่ากลุ่มเทคโนโลยีเป็นกลุ่มที่มีความสามารถในการทำกำไรได้สูงที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ย ในทางตรงกันข้ามกลุ่มการเงินมีความสามารถในการทำกำไรได้ต่ำที่สุดมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.026712 เมื่อพิจารณาถึงค่าต่ำสุด (Min) กลุ่มเทคโนโลยีมีค่าต่ำที่สุด -1.025099 แสดงให้เห็นว่าหนึ่งในตัวอย่างของกลุ่มเทคโนโลยีมีผลขาดทุนสูง 1 เท่าของสินทรัพย์ที่มีอยู่ทั้งหมด ในทางตรงกันข้ามค่าสูงสุด (Max) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีค่าสูงที่สุด 1.025361 หมายความว่าหนึ่งในตัวอย่างกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีผลกำไรถึง 1 เท่าของสินทรัพย์

4.1.3.2.3 กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน (INVEST_SCF)

กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนคำนวณได้จาก กระแสเงินสดสุทธิได้มา/ใช้ไปในกิจกรรมลงทุน ซึ่งแสดงอยู่ในงบกระแสเงินสดในส่วนของกิจกรรมลงทุนหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานตามตัวแบบที่ 3 และ 4 รายละเอียดแสดงอยู่ในตาราง 4.14

ตาราง 4.14 ค่าสถิติพื้นฐานของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน

กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน (INVEST_SCF)	N	Min	Max	Mean	Standard Deviation
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	261	-0.532944	0.131691	-0.071517	0.081955
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	242	-0.389659	0.298020	-0.051353	0.064542
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน	289	-0.516272	0.375846	-0.025918	0.093771
4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	286	-0.884818	0.215416	-0.064401	0.098029
5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	298	-1.213264	0.317483	-0.063162	0.139748
6. กลุ่มทรัพยากร	83	-0.853850	0.327791	-0.086981	0.155864
7. กลุ่มบริการ	395	-1.154390	0.948474	-0.086211	0.151094
8. กลุ่มเทคโนโลยี	136	-0.919770	0.195569	-0.088954	0.120940

จากตาราง 4.14 สามารถสรุปได้ว่ากลุ่มที่มีค่าเฉลี่ย (Mean) ต่ำที่สุดคือกลุ่มเทคโนโลยี -0.088954 มีความหมายว่ากลุ่มเทคโนโลยีเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีการลงทุนสูงที่สุดเนื่องจากการใช้ไปของเงินสดในกิจกรรมการลงทุนสูงที่สุด โดยทุกกลุ่มอุตสาหกรรมมีค่าเฉลี่ยติดลบแสดง

ให้เห็นว่าทุกกลุ่มอุตสาหกรรมโดยส่วนใหญ่แล้วมีกระแสออกของเงินสดใช้ไปเพื่อการลงทุนสำหรับค่าต่ำสุด (Min) กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่าน้อยที่สุดคือกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีค่า -1.213264 แสดงว่ากลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีหนึ่งตัวอย่างที่มีการลงทุนในสินทรัพย์สูงถึง 1.2 เท่าเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ และในทางตรงกันข้ามค่าสูงสุด (Max) กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่ามากที่สุดคือกลุ่มบริการมีค่า 0.948474 อธิบายได้ว่าหนึ่งในกลุ่มตัวอย่างอุตสาหกรรมบริการมีกระแสเข้าของเงินสดจากกิจกรรมลงทุนสูงถึงร้อยละ 95 ของสินทรัพย์ แสดงให้เห็นว่าตัวอย่างหนึ่งในกลุ่มบริการมีการจำหน่ายสินทรัพย์ถาวร และ/หรือเงินลงทุน เพื่อให้ได้เงินสดมาใช้ได้ตามวัตถุประสงค์อื่นนอกเหนือจากการลงทุนคิดเป็น 95% ของสินทรัพย์รวม

4.1.3.3 ตัวแปรตาม

ตัวแปรตามสำหรับการศึกษาคั้งนี้คือ ผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต โดยใช้ ผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในปีถัดไป ($t+1$) ในการวิเคราะห์ผล ซึ่งผลจากการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยค่าสถิติพื้นฐานสามารถนำเสนอได้ดังนี้

4.1.3.3.1 ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต (RET_{t+1})

ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต รายละเอียดของการคำนวณได้กล่าวไว้แล้วในบทที่ 3 ในหัวข้อ 3.3.3 ตัวแปรตาม ใช้ในการทดสอบสมมติฐานตามตัวแบบที่ 1 และ 2 โดยรายละเอียดข้อมูลพื้นฐานของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตแสดงไว้ในตาราง 4.15

ตาราง 4.15 ค่าสถิติพื้นฐานของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต (RET_{t+1})	N	Min	Max	Mean	Standard Deviation
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	243	-0.923327	0.992762	0.080352	0.361752
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	223	-0.804515	1.296765	0.152383	0.411647
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน	269	-0.614499	0.993789	0.068810	0.331104
4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	261	-0.833444	0.959874	0.051853	0.398265

ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต (RET _{t+1})	N	Min	Max	Mean	Standard Deviation
5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	266	-0.905303	1.540510	0.073985	0.508281
6. กลุ่มทรัพยากร	74	-0.941748	1.157467	0.160362	0.444487
7. กลุ่มบริการ	361	-0.803483	1.178680	0.116564	0.396456
8. กลุ่มเทคโนโลยี	113	-0.685484	0.514894	-0.172628	0.283159

จากตาราง 4.15 สามารถสรุปได้ว่ากลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่าเฉลี่ย (Mean) ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตสูงที่สุดคือกลุ่มทรัพยากร 0.160362 แสดงให้เห็นว่าตลาดคาดหวังว่าอุตสาหกรรมกลุ่มทรัพยากรสามารถสร้างผลตอบแทนให้กับนักลงทุนได้สูง และเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความเกี่ยวข้องกับเศรษฐกิจมหภาค เพราะทรัพยากรพลังงานมีความต้องการสูงมีส่วนเกี่ยวข้องเป็นต้นทุนสำคัญในการผลิตทุกรูปแบบในอุตสาหกรรมต่างๆ ดังนั้นกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรจึงมีความสามารถในการสร้างผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้สูงเนื่องจากเป็นการยากที่จะหาคู่แข่งสำคัญเพื่อให้เกิดการแข่งขันมากขึ้นระหว่างผู้ผลิต จำเป็นต้องใช้เงินทุนมหาศาลในการพัฒนาอุตสาหกรรมดังกล่าว และพลังงานมีความต้องการบริโภคอย่างต่อเนื่องและมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นในอนาคต รวมถึงบ่อยครั้งได้รับการสนับสนุนช่วยเหลือจากภาครัฐ (ธนพร วิศรุตพงษ์ 2550) ในทางตรงกันข้ามอุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยีเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวที่มีค่าเฉลี่ยติดลบ -0.172628 แสดงให้เห็นว่าเป็นกลุ่มที่มีการลงทุนสูง ผลตอบแทนที่ได้จำเป็นต้องใช้ระยะเวลาอันยาวนาน และเทคโนโลยีมีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วตลอดเวลา (ฐิติเทพ นพเกตุ 2550) จากการพิจารณาค่าผลตอบแทนหลักทรัพย์ในแต่ละปีของกลุ่มตัวอย่างหมวดเทคโนโลยีพบว่า มีเพียงผลตอบแทนหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2547 ที่ทุกตัวอย่างมีค่าเป็นบวก นอกจากนั้นในปี พ.ศ. 2544 2545 2546 2548 และ 2549 พบว่ามีตัวอย่างมีผลตอบแทนหลักทรัพย์ทั้งบวก และลบ ในสัดส่วนใกล้เคียงกัน ดังนั้นค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตจึงมีค่าติดลบจากกลุ่มตัวอย่างหมวดเทคโนโลยี สำหรับค่าต่ำสุด (Min) กลุ่มที่มีค่าน้อยที่สุดคือกลุ่มทรัพยากร -0.941748 แสดงให้เห็นว่ามีหนึ่งในตัวอย่างกลุ่มทรัพยากรที่มีผลตอบแทนหลักทรัพย์ลดลงถึงร้อยละ 94 ในปีถัดไปหลังจากการจัดหาเงิน ในทางตรงกันข้ามค่าสูงสุด (Max) กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่ามากที่สุดคือกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีค่าสูงถึง 1.540510 อธิบายได้ว่าหนึ่งในตัวอย่างของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างสามารถสร้างผลตอบแทนให้กับนักลงทุนได้ถึง 1.5 เท่าในปีถัดไปภายหลังจากมีการลงทุน

4.1.3.3.2 ผลการดำเนินงานในอนาคต ($INCOME_{t+1}$)

ผลการดำเนินงานในอนาคตคำนวณมาจากผลการดำเนินงานก่อนรายการพิเศษหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ยในปีที่ $t+1$ เป็นตัวแปรตามที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานตามตัวแบบที่ 3 และ 4 รายละเอียดของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมแสดงไว้ในตาราง 4.16

ตาราง 4.16 ค่าสถิติพื้นฐานของผลการดำเนินงานในอนาคต

ผลการดำเนินงานในอนาคต ($INCOME_{t+1}$)	N	Min	Max	Mean	Standard Deviation
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	261	-0.169515	0.314654	0.057148	0.077851
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	242	-0.310433	0.314299	0.044479	0.083315
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน	289	-0.098631	0.122661	0.029970	0.034229
4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	286	-0.146331	0.242961	0.062228	0.065295
5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	298	-0.206681	0.275196	0.044662	0.080639
6. กลุ่มทรัพยากร	83	-0.119495	0.264452	0.071526	0.072150
7. กลุ่มบริการ	395	-0.334612	0.337643	0.061891	0.079123
8. กลุ่มเทคโนโลยี	136	-0.130731	0.290063	0.060503	0.077913

จากตาราง 4.16 สามารถสรุปได้ว่ากลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่าเฉลี่ย (Mean) ของผลการดำเนินงานในอนาคตสูงที่สุดคือกลุ่มทรัพยากร 0.071526 แสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยแล้วกลุ่มทรัพยากรมีผลการดำเนินงานในอนาคตสูงที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ แต่อย่างไรก็ตามค่าเฉลี่ยของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกันไม่มาก ในทางตรงกันข้ามกลุ่มที่มีค่าเฉลี่ยต่ำที่สุดคือกลุ่มธุรกิจการเงิน 0.029970 แสดงให้เห็นว่าเมื่อเปรียบเทียบกับขนาดของกิจการแล้วอัตราผลกำไรในอนาคตที่ได้ต่ำกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ เนื่องมาจากตัวแปรที่ได้จากการคำนวณหารด้วยสินทรัพย์รวมเพื่อลดอิทธิพลของขนาด สำหรับค่าต่ำสุด (Min) กลุ่มที่มีค่าน้อยที่สุดคือกลุ่มบริการ -0.334612 แสดงให้เห็นว่าผลการดำเนินงานในอนาคตของกลุ่มบริการมีหนึ่งตัวอย่างในกลุ่มที่ประสบกับภาวะขาดทุนถึงร้อยละ 33 ของสินทรัพย์ ในทางกลับกันค่าสูงสุด (Max) กลุ่มที่มีค่าสูงที่สุดคือกลุ่มบริการเช่นเดียวกันคือ 0.337643 ซึ่งสามารถสรุปได้ว่ามีอีกหนึ่งตัวอย่างในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการสามารถทำกำไรในอนาคตได้ถึงร้อยละ 33 ของสินทรัพย์

4.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน

การนำเสนอผลการวิจัยจากการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงอนุมาน เทคนิคที่ใช้ คือ การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ซึ่งเป็นสถิติแบบหลายตัวแปร (Multivariate Statistics) ใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรอิสระหลายๆ ตัว กับตัวแปรตาม 1 ตัว ซึ่งผู้วิจัยได้ทดสอบเงื่อนไขการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุโดยได้นำเสนอไว้ในภาคผนวก ก และพบว่าสอดคล้องกับเงื่อนไขที่กำหนดไว้ทุกประการ ดังนี้ (1) ความคาดเคลื่อน ϵ เป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงปกติ (2) ค่าเฉลี่ยของการคาดเคลื่อนเป็นศูนย์ นั่นคือ $E(\epsilon)=0$ (เงื่อนไขข้อนี้เป็นจริงเสมอ) (3) ค่าแปรปรวนของความคาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า $V(\epsilon)=\sigma_{\epsilon}^2$ (4) ϵ_i และ ϵ_j เป็นอิสระต่อกัน ; $i \neq j$ นั่นคือ covariance $(\epsilon_i, \epsilon_j) = 0$ (5) ตัวแปรอิสระ ทุกตัวต้องเป็นอิสระกันหรือไม่เกิดปัญหา Multicollinearity ทั้งนี้เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต ซึ่งเป็นวัตถุประสงค์หลักของการศึกษารั้งนี้ กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินที่สนใจศึกษา ประกอบด้วย (1) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน (2) กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และ (3) กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน ตัวแปรที่สนใจศึกษาผู้วิจัยได้อธิบายไว้แล้วในบทที่ 3 เนื้อหาของการนำเสนอแบ่งออกเป็น 4 ส่วนหลักๆ ดังนี้

4.2.1 ผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต (การทดสอบสมมติฐาน) โดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

4.2.1.1 ผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

4.2.1.2 ผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

4.2.2 ผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต (การทดสอบสมมติฐาน) โดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

4.2.2.1 ผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต

4.2.2.2 ผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน กับผลการดำเนินงานในอนาคต

4.2.1 ผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต (การทดสอบสมมติฐาน) โดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

4.2.1.1 ผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

ในส่วนที่ 4.2.1.1 เป็นการนำเสนอผลการวิจัยเกี่ยวกับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต มีสมมติฐานการวิจัย ที่ว่า:

H_1 : กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

โดยใช้ตัวแบบที่ 1 ในการทดสอบดังนี้

$$RET_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta XFIN_t + \beta_2 BM_t + \varepsilon_{t+1}$$

ผลการทดสอบแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมแสดงรายละเอียดอยู่ในตาราง 4.17

ตาราง 4.17 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

INDUSTRY	β_0	β_1	β_2	Adj. R ²	Test H ₁
1. AGRO (n = 243)					
Coefficient	0.043	-0.628	0.031	0.070	accept H ₁
(Sig.)	(0.073)	(0.002)***	(0.000)***		(p-value < 0.05)
2. CONSUME (n = 223)					
Coefficient	0.105	-0.889	0.009	0.035	accept H ₁
(Sig.)	(0.001)***	(0.004)***	(0.266)		(p-value < 0.05)
3. FINANCE (n = 269)					
Coefficient	-0.099	-0.082	0.148	0.172	reject H ₁
(Sig.)	(0.001)	(0.598)	(0.000)***		(p-value > 0.05)
4. INDUS (n = 261)					
Coefficient	-0.066	-0.843	0.106	0.186	accept H ₁
(Sig.)	(0.049)	(0.000)***	(0.000)***		(p-value < 0.05)

INDUSTRY	β_0	β_1	β_2	Adj. R ²	Test H ₁
5. PROPCON (n = 266)					
Coefficient	0.068	-0.279	0.015	0.014	reject H ₁
(Sig.)	(0.042)***	(0.098)	(0.064)		(p-value > 0.05)
6. RESOURCE (n = 74)					
Coefficient	0.136	-0.050	0.062	0.098	reject H ₁
(Sig.)	(0.008)***	(0.833)	(0.003)***		(p-value > 0.05)
7. SERVICE (n = 361)					
Coefficient	0.007	-0.421	0.096	0.115	accept H ₁
(Sig.)	(0.793)	(0.005)***	(0.000)***		(p-value < 0.05)
8. TECH (n = 113)					
Coefficient	-0.207	-0.110	0.043	0.039	reject H ₁
(Sig.)	(0.000)***	(0.608)	(0.013)***		(p-value > 0.05)

*** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ (p-value) 0.05

AGRO	หมายถึง กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	β_1 คือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ
CONSUME	หมายถึง กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	ของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน
FINANCE	หมายถึง กลุ่มธุรกิจการเงิน	(ΔX_{FIN}) ซึ่งมีทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวังเป็น
INDUS	หมายถึง กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	(-)
PROPCON	หมายถึง กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	β_2 คือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ
RESOURCE	หมายถึง กลุ่มทรัพยากร	ของมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BM) ซึ่งมี
SERVICE	หมายถึง กลุ่มบริการ	ทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวังเป็น (+)
TECH	หมายถึง กลุ่มเทคโนโลยี	

4.2.1.1.1 ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยโดยใช้กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน

จากตาราง 4.13 เพื่อให้เกิดความเข้าใจในการวิเคราะห์ผลทางสถิติได้โดยง่าย ผู้วิจัยแบ่งการวิเคราะห์จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมเรียงตามลำดับดังนี้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) กลุ่มบริการ (SERVICE) และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) โดยจะกล่าวผลสรุปการทดสอบตามตัวแบบที่ 1 ในตอนท้าย

1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของตัวแบบที่ 1 กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) ซึ่งเป็นไปตามทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวัง โดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน มีค่า β เท่ากับ -0.628 กล่าวได้ว่าหากมีกระแสเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงิน 1 บาทในอีก 1 ปีข้างหน้าผลตอบแทนในอนาคตจะลดลง 0.628 บาท

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม (มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด) ผลลัพธ์ที่ได้ แสดงให้เห็นว่ามูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) แต่เมื่อพิจารณาค่า Adjusted R^2 เท่ากับ 0.070 สามารถอธิบายได้ว่าเป็นเพียง 7.00 % ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 2 ตัว ในตัวแบบที่ 1

2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของแบบที่ 1 กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค แสดงให้เห็นว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) ซึ่งเป็นไปตามทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวัง โดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน มีค่า β เท่ากับ -0.889 กล่าวได้ว่าหากมีกระแสเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงิน 1 บาทในอีก 1 ปีข้างหน้าผลตอบแทนในอนาคตจะลดลง 0.889 บาท

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม (มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด) ผลลัพธ์ที่ได้ทั้งจากตัวแบบที่ 1 แสดงให้เห็นว่ามูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดไม่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} > 0.05$) และเมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.035 สามารถอธิบายได้ว่าเป็นเพียง 3.50 % ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 2 ตัว ในตัวแบบที่ 1

3. กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ตัวแบบที่ 1 กลุ่มธุรกิจการเงิน แสดงให้เห็นว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินไม่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} > 0.05$) ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย สาเหตุที่กลุ่มธุรกิจการเงิน ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติอาจมีสาเหตุมาจาก เป็นกลุ่มที่มีกฎระเบียบข้อบังคับเป็นพิเศษจากภาครัฐ และมีธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นกำกับดูแล กลุ่มธุรกิจการเงิน เป็นกลุ่มที่มีการลงทุนอยู่ตลอดเวลาไม่ว่าจะเป็นการลงทุนในหลักทรัพย์ การปล่อยเงินกู้ระยะยาว และการออกตราสารหนี้ เพราะหากอัตราดอกเบี้ยเกิดการเปลี่ยนแปลงกลุ่มธุรกิจการเงินต้องมีการปรับตัวตามอัตราดอกเบี้ยที่เปลี่ยนแปลงไป (ธีระพงษ์ วชิรพงศ์ 2550) ดังนั้นรายการของกิจกรรมจัดหาเงินจึงมีส่วนเกี่ยวข้องกับการดำเนินงานเป็นปกติด้วย รวมทั้งอัตราส่วนต่างๆของภาคธุรกิจการเงินมีความแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ จากเหตุผลที่กล่าวไปแล้วข้างต้นส่งผลให้กลุ่มธุรกิจการเงิน ไม่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) ผลการทดสอบไม่พบว่าในช่วงเวลาที่เกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลในช่วงเวลาที่ตลาดกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์สูงเกินความเป็นจริงผู้บริหารควยโอกาสจากช่วงเวลาดังกล่าวจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ เนื่องจากยังมีปัจจัยอื่นๆที่มีนัยสำคัญทางธุรกิจมากกว่าสำหรับกลุ่มธุรกิจการเงินที่เป็นสาเหตุให้ผู้บริหารจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม (มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด) ผลลัพธ์ที่ได้ทั้งจากตัวแบบที่ 1 แสดงให้เห็นว่ามูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) แต่เมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.172 สามารถอธิบายได้ว่าเพียง 17.2 % ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 2 ตัว ในตัวแบบที่ 1 แต่อย่างไรก็ตามไม่พบความสัมพันธ์จากการทดสอบตัวแบบข้างต้น

4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของตัวแบบที่ 1 กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) โดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีค่า β เท่ากับ -0.843

ซึ่งเป็นไปตามทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวัง กล่าวได้ว่าหากมีกระแสเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงิน 1 บาทในอีก 1 ปีข้างหน้าผลตอบแทนในอนาคตจะลดลง 0.843 บาท

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม (มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด) ผลลัพธ์ที่ได้ทั้งจากตัวแบบที่ 1 แสดงให้เห็นว่ามูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) แต่เมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.186 สามารถอธิบายได้ว่าเป็นเพียง 18.60 % ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 2 ตัว ในตัวแบบที่ 1

5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของตัวแบบที่ 1 ของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง แสดงให้เห็นว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} > 0.05$) ดังนั้นจึง **ปฏิเสธ**สมมติฐานการวิจัย อธิบายได้ว่าเมื่อตลาดกำหนดราคาหลักทรัพย์สูงเกินความเป็นจริงไม่ได้ถือเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลให้ผู้บริหารใช้จังหวะเวลาในช่วงดังกล่าวจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ หรือถือได้ว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) เนื่องจากมีปัจจัยอื่นที่สำคัญยิ่งกว่าในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ที่ส่งผลให้ผู้บริหารมีความต้องการเงินทุนไปใช้ในการดำเนินงาน สาเหตุที่ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติอาจมาจากกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยรวมแล้วเป็นผู้ดำเนินการโครงการที่มีมูลค่ามหาศาล มีการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์อยู่ตลอดเวลาเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่แสดงถึงการเจริญเติบโตของประเทศ (จิราภรณ์ ดินมณีโชติ 2550) มีการจัดหาเงินทุนเพื่อนำไปลงทุนในโครงการขนาดใหญ่อย่างต่อเนื่อง อีกทั้งยังมีมาตรฐานการบัญชีที่บังคับใช้เป็นการเฉพาะในการรับรู้รายได้ดังนี้ มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 26 การรับรู้รายได้สำหรับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 49 เรื่อง สัญญาก่อสร้าง จากเหตุผลที่กล่าวไปแล้วข้างต้นส่งผลให้กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น

อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม (มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด) ผลลัพธ์ที่ได้ทั้งจากตัวแบบที่ 1 แสดงให้เห็นว่ามูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดไม่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} > 0.05$) และเมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.014 สามารถอธิบายได้ว่าเป็นเพียง 1.40 % ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 2 ตัว ในตัวแบบที่ 1 แต่อย่างไรก็ตามไม่พบความสัมพันธ์จากการทดสอบตัวแบบข้างต้น

6. กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของตัวแบบที่ 1 กลุ่มทรัพยากร แสดงให้เห็นว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} > 0.05$) ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย อธิบายได้ว่าเมื่อตลาดกำหนดราคาหลักทรัพย์สูงเกินความเป็นจริง ไม่ได้ถือเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลให้ผู้บริหารใช้จังหวะเวลาในช่วงดังกล่าวจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ หรือถือได้ว่าไม่เกินไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) เนื่องจากมีปัจจัยอื่นที่สำคัญยิ่งกว่าในกลุ่มทรัพยากร ที่ส่งผลให้ผู้บริหารมีความต้องการเงินทุนไปใช้ในการดำเนินงานเนื่องจากพลังงานมีความต้องการสูงและมีการนำเข้าจากต่างประเทศอย่างต่อเนื่อง สาเหตุที่ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติอาจมาจากกลุ่มทรัพยากร ในประเทศไทยทรัพยากรและพลังงานยังคงมีความต้องการสูง ส่งผลให้กลุ่มทรัพยากร มีการจัดหาเงินทุนเข้าสู่กิจการอยู่ตลอดเวลาเพื่อลงทุนหาแหล่งพลังงาน และขยายกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่อง ความต้องการพลังงานทั้งในระดับประชาคมโลกยังคงมีการขยายตัวอยู่ตลอดเวลา และเป็นกลุ่มที่มีปัจจัยพื้นฐานดี (สมบัตินราวูมิซัย 2550) ดังนั้นกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินของกลุ่มทรัพยากรจึงไม่มีความสัมพันธ์ตามสมมติฐานที่กล่าวไว้ข้างต้น เนื่องจากการจัดหาเงินทุนที่เกิดขึ้นอาจไม่ตรงกับสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาดที่ต้องการทดสอบ สรุปได้ว่ากลุ่มทรัพยากรผลการทดสอบสมมติฐานไม่เป็นไปตามทฤษฎีการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis)

อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม (มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด) ผลลัพธ์ที่ได้ทั้งจากตัวแบบที่ 1 แสดงให้เห็นว่ามูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) แต่เมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.098 สามารถอธิบายได้ว่าเพียง 9.80 % ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 2 ตัว ในตัวแบบที่ 1 แต่อย่างไรก็ตามไม่พบความสัมพันธ์จากการทดสอบตัวแบบข้างต้น

7. กลุ่มบริการ (SERVICE)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของตัวแบบที่ 1 กลุ่มบริการ แสดงให้เห็นว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) โดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีค่า β เท่ากับ -0.421 ซึ่งเป็นไปตามทิศทาง

ความสัมพันธ์ที่คาดหวัง กล่าวได้ว่าหากมีกระแสเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงิน 1 บาทในอีก 1 ปีข้างหน้าผลตอบแทนในอนาคตจะลดลง 0.421 บาท

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม (มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด) ผลลัพธ์ที่ได้ทั้งจากตัวแบบที่ 1 แสดงให้เห็นว่ามูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) แต่เมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.115 สามารถอธิบายได้ว่าเป็นเพียง 11.50 % ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 2 ตัว ในตัวแบบที่ 1

8. กลุ่มเทคโนโลยี (TECH)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของตัวแบบที่ 1 กลุ่มเทคโนโลยี แสดงให้เห็นว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} > 0.05$) ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย อธิบายได้ว่าเมื่อตลาดกำหนดราคาหลักทรัพย์สูงเกินความเป็นจริง ไม่ได้ถือเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลให้ผู้บริหารกลุ่มบริษัทเทคโนโลยีใช้จังหวะเวลาในช่วงดังกล่าวจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ หรือถือได้ว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) เนื่องจากมีปัจจัยอื่นที่สำคัญยิ่งกว่าในกลุ่มเทคโนโลยี เพราะโดยธรรมชาติและความเป็นไปของธุรกิจเทคโนโลยีขึ้นอยู่กับกฎระเบียบของทางภาครัฐ เป็นธุรกิจที่มีความเคลื่อนไหวไม่หยุดนิ่งตลอดเวลา เทคโนโลยีใหม่ๆ มีเข้ามาอย่างต่อเนื่องการลงทุนจึงเกิดตามมาด้วยเช่นกัน ภาพรวมของธุรกิจสื่อสารในช่วง 1 ทศวรรษที่ผ่านมาเติบโตอย่างต่อเนื่องมาโดยตลอด และเป็นการเติบโตแบบก้าวกระโดดด้วย (ฐิติเทพ นพเกตุ 2550) ส่งผลให้ผู้บริหารมีความต้องการเงินทุนไปใช้ในการดำเนินงานเพราะเกิดการลงทุนเพื่อโอกาสในการขยายตลาด และเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่มีวันหยุดนิ่ง ดังนั้นกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี จากการทดสอบกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่กล่าวไว้ข้างต้น เนื่องจากการจัดหาเงินทุนที่เกิดขึ้นอาจไม่ตรงกับสมมติฐานประการประเมินมูลค่าผิดพลาดที่ต้องการทดสอบ สรุปได้ว่ากลุ่มเทคโนโลยี ไม่ใช่กลุ่มตัวอย่างที่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis)

อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม (มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด) ผลลัพธ์ที่ได้ทั้งจากตัวแบบที่ 1 แสดงให้เห็นว่ามูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) แต่เมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.039 สามารถอธิบายได้ว่าเป็นเพียง 3.90 % ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ใน

อนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 2 ตัว ในตัวแบบที่ 1 แต่อย่างไรก็ตามไม่พบความสัมพันธ์จากการทดสอบตัวแบบข้างต้น

สรุปผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่าที่ระดับความเชื่อมั่น 95% จากตัวแบบที่ 1 ตัวแปรที่มีทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปตามที่คาดหวัง คือ กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน และ อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด ซึ่งทิศทางความสัมพันธ์สอดคล้องกันทุกกลุ่มอุตสาหกรรมนับตั้งแต่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) กลุ่มบริการ (SERVICE) และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) โดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในขนาดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) ส่วนของตัวแปรอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด เป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในขนาดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กล่าวได้ว่าทั้ง 2 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้น อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดไม่สามารถใช้ในการพยากรณ์ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในขนาดได้

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (β) ของตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินที่มีอิทธิพลไปในทิศทางตรงกันข้ามต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในขนาดตัวอย่างมีนัยสำคัญเรียงตามกลุ่มอุตสาหกรรมจากมากไปหาน้อยดังนี้ กลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค ($\beta = -0.889$) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม ($\beta = -0.843$) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ($\beta = -0.628$) และ กลุ่มบริการ ($\beta = -0.421$) ตรงกับทฤษฎีการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) กล่าวได้ว่าเมื่อตลาดมีข้อมูลข่าวสารไม่ครบถ้วนพร้อมทั้งมีความต้องการเก็งกำไรจากมูลค่าหลักทรัพย์ส่งผลให้บางช่วงเวลาหลักทรัพย์ถูกกำหนดมูลค่าสูงกว่าความเป็นจริง เมื่อผู้บริหารเป็นผู้ที่ครอบครองข้อมูลที่มากกว่าทราบดีว่ามูลค่าหลักทรัพย์นั้นมีราคาสูงกว่าความเป็นจริงส่งผลให้ผู้บริหารใช้ช่วงเวลาดังกล่าวจัดหาเงินเข้าสู่กิจการเนื่องจากทำได้โดยง่ายและได้มูลค่าสูง ภายหลังเมื่อข้อมูลต่างๆส่งต่อไปถึงนักลงทุนและผู้มี

ส่วนได้เสีย ในเวลาต่อมามูลค่าหลักทรัพย์จึงปรับตัวลดลงส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในอนาคตลดลงตามไปด้วย ซึ่งทั้ง 4 กลุ่มอุตสาหกรรมที่กล่าวไปแล้วข้างต้นผลการทดสอบเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ และผลที่ได้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Bradshaw Richardson and Sloan (2006) และ Daniel and Thomas (2006) กล่าวคือปริมาณกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินไม่ว่าจะเกิดจากการกู้ยืมหรือการออกหุ้นเพิ่มทุนล้วนส่งผลกระทบต่อไปในทิศทางตรงกันข้ามต่อการเปลี่ยนแปลงไปของมูลค่าหลักทรัพย์ในอนาคต

ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมที่เหลือ กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) จากการทดสอบไม่พบระดับนัยสำคัญเชิงสถิติที่ 0.05 ผลที่ได้สะท้อนให้เห็นว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นตัวแปรที่ไม่มีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตในกลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ กล่าวคือ กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} > 0.05$) ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยสำหรับ 4 กลุ่มอุตสาหกรรมที่กล่าวไว้ข้างต้น อธิบายได้ว่าปริมาณกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญเนื่องจาก ใน 4 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นใช้เครื่องมือทางการเงินเพื่อการบริหารงาน และมีความต้องการเงินทุนไปเพื่อพัฒนาธุรกิจเป็นส่วนใหญ่ ผู้บริหารจัดหาเงินเข้าสู่ธุรกิจเนื่องจากมีความต้องการเงินทุนอย่างแท้จริง มิได้ใช้โอกาสจากความได้เปรียบทางข้อมูลเพื่อจัดหาเงิน

4.2.1.1.2 ผลการทดสอบตัวแปรควบคุม

ผลการทดสอบตัวแปรควบคุม (มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด) พบว่าตัวแปรควบคุมมีทิศทางและความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางที่คาดหวัง สรุปได้ว่าตัวแปรมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้น กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง แสดงให้เห็นว่าหากตัวแปรมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีค่ามากกว่า 1 (มูลค่าทางบัญชีมากกว่ามูลค่าตลาด) หรือกล่าวได้ว่าตลาดกำหนดราคาต่ำกว่าความเป็นจริง (Under Valuation) ส่งผลให้ปีถัดไปมูลค่าหลักทรัพย์ปรับตัวเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริง ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตจึงเพิ่มสูงขึ้น ตรงกับทฤษฎีการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) ว่าเมื่อตลาดกำหนดราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่าความเป็นจริงส่งผลให้

ผู้บริหารทำการซื้อหุ้นคืน เพื่อนำกลับมาเสนอขายอีกครั้ง สัญญาการซื้อหุ้นคืนเป็นสัญญาเชิงบวกส่งผลให้ในปีต่อมาผลตอบแทนหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้น เพราะตลาดรับรู้ว่าเป็นบริษัทที่มีเงินสดปลอดภัยมากพอที่สามารถทำการซื้อหุ้นคืนได้ อย่างไรก็ตามจากค่า Adjusted R² ที่ได้ทุกกลุ่มอุตสาหกรรมจากการทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต มีค่าต่ำเป็นอย่างมาก สาเหตุมาจากราคาหลักทรัพย์มีปัจจัยเป็นจำนวนมากที่ส่งผลกระทบต่อ ซึ่งผลงานวิจัยในอดีตของ Bradshaw Richardson and Sloan (2006) ค่า Adjusted R² ที่ได้จากการทดสอบตัวแบบในลักษณะเดียวกันมีค่าอยู่ที่ 0.009 และผลงานวิจัยของ Daniel and Thomas (2006) ค่า Adjusted R² ที่ได้จากการทดสอบตัวแบบในลักษณะเดียวกันมีค่าอยู่ที่ 0.010 หากต้องการทำให้ค่าดังกล่าวสูงขึ้นอาจต้องมีการศึกษาต่อไปในอนาคตโดยการเพิ่มจำนวนตัวแปรควบคุมเพื่อให้สมการของตัวแบบสามารถอธิบายความสัมพันธ์ที่ตรวจพบได้มากขึ้น

4.2.1.2 ผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

ในส่วนที่ 4.2.1.2 เป็นการนำเสนอผลการวิจัยเกี่ยวกับการทดสอบความสัมพันธ์กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต มีสมมติฐานการวิจัย ที่ว่า:

H₂: กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

H₃: กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

โดยใช้ตัวแบบที่ 2 ในการทดสอบดังนี้

$$RET_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DEBT_t + \beta_2 \Delta EQUITY_t + \beta_3 BM_t + \varepsilon_{t+1}$$

ผลการทดสอบแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมแสดงรายละเอียดอยู่ในตาราง 4.18

ตาราง 4.18 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในขนาดแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

INDUSTRY	β_0	β_1	β_2	β_3	Adj. R ²	Test H ₂	Test H ₃
1. AGRO (n = 243)							
Coefficient	-0.085	-0.597	-1.370	0.093	0.257	accept H ₂	accept H ₃
(Sig.)	(0.000)***	(0.001)***	(0.000)***	(0.000)***		(p-value < 0.05)	(p-value < 0.05)
2. CONSUME (n = 223)							
Coefficient	0.066	-0.462	-1.435	0.009	0.043	reject H ₂	accept H ₃
(Sig.)	(0.029)***	(0.152)	(0.001)***	(0.226)		(p-value > 0.05)	(p-value < 0.05)
3. FINANCE (n = 269)							
Coefficient	-0.048	0.002	-0.503	0.107	0.128	reject H ₂	reject H ₃
(Sig.)	(0.082)	(0.991)	(0.075)	(0.000)***		(p-value > 0.05)	(p-value > 0.05)
4. INDUS (n = 261)							
Coefficient	-0.067	-0.821	-0.915	0.106	0.183	accept H ₂	accept H ₃
(Sig.)	(0.049)***	(0.001)***	(0.024)***	(0.000)***		(p-value < 0.05)	(p-value < 0.05)
5. PROPCON (n = 266)							
Coefficient	-0.058	0.068	-0.217	0.034	0.057	reject H ₂	reject H ₃
(Sig.)	(0.051)	(0.734)	(0.191)	(0.000)***		(p-value > 0.05)	(p-value > 0.05)
6. RESOURCE (n = 74)							
Coefficient	0.068	0.087	-0.626	0.057	0.109	reject H ₂	reject H ₃
(Sig.)	(0.129)	(0.683)	(0.219)	(0.002)***		(p-value > 0.05)	(p-value > 0.05)
7. SERVICE (n = 361)							
Coefficient	-0.025	-0.067	-0.787	0.090	0.129	reject H ₂	accept H ₃
(Sig.)	(0.317)	(0.701)	(0.000)***	(0.000)***		(p-value > 0.05)	(p-value < 0.05)
8. TECH (n = 113)							
Coefficient	-0.227	0.245	-1.040	0.051	0.091	reject H ₂	accept H ₃
(Sig.)	(0.000)***	(0.321)	(0.011)***	(0.003)***		(p-value > 0.05)	(p-value < 0.05)

*** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ (p-value) 0.05

AGRO	หมายถึง กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	β_2	คือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณของ
CONSUME	หมายถึง กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค		กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน ($\Delta EQUITY$) ซึ่ง
FINANCE	หมายถึง กลุ่มธุรกิจการเงิน		มีทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวังเป็น (-)
INDUS	หมายถึง กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	β_3	คือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณของ
PROP CON	หมายถึง กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง		มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BM) ซึ่ง มีทิศทาง
RESOURCE	หมายถึง กลุ่มทรัพยากร		ความสัมพันธ์ที่คาดหวังเป็น (+)
SERVICE	หมายถึง กลุ่มบริการ		
TECH	หมายถึง กลุ่มเทคโนโลยี		

β_1 คือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณของกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม ($\Delta DEBT$) ซึ่ง มีทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวังเป็น (-)

4.2.1.2.1 ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยโดยใช้กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน

จากตาราง 4.18 เพื่อให้เกิดความเข้าใจในการวิเคราะห์ผลทางสถิติได้โดยง่าย ผู้วิจัยแบ่งการวิเคราะห์จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมเรียงตามลำดับดังนี้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROP CON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) กลุ่มบริการ (SERVICE) และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) โดยจะกล่าวผลสรุปการทดสอบตามตัวแบบที่ 2 ในตอนท้าย

1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของตัวแบบที่ 2 กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร แสดงให้เห็นว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) ซึ่งเป็นไปตามทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวัง โดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมมีค่า β เท่ากับ -0.597 และตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีค่า β เท่ากับ -1.370 กล่าวได้ว่าหากมีกระแสเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินโดยการกู้ยืม 1 บาทในอีก 1 ปีข้างหน้าผลตอบแทนในอนาคตจะลดลง 0.597 บาท และถ้ามีกระแสเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินโดยการออกหุ้นทุน 1 บาทในอีก 1 ปีข้างหน้าผลตอบแทนในอนาคตจะลดลง 1.370 บาท

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม (มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด) ผลลัพธ์ที่ได้ แสดงให้เห็นว่ามูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในขนาดตัวอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) และเมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.257 สามารถอธิบายได้ว่า 25.70 % ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในขนาดที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 3 ตัว ในตัวแบบที่ 2

2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของแบบที่ 2 กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค แสดงให้เห็นว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม ไม่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} > 0.05$) ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย อธิบายได้ว่ากระแสเงินเข้าจากการกู้ยืมเงินของกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคสำหรับนักลงทุนในประเทศไทยแล้ว มิได้ถือเป็นสัญญาณเชิงลบที่จำเป็นจะต้องตอบสนองต่อข้อมูลดังกล่าวด้วยความระมัดระวังมากขึ้นในการซื้อขายหลักทรัพย์ ผลที่ได้จึงไม่พบความสัมพันธ์จากการตรวจสอบ แต่ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) ซึ่งเป็นไปตามทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวัง โดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีค่า β เท่ากับ -1.435 กล่าวได้ว่าหากมีกระแสเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินโดยการออกหุ้นทุน 1 บาทในอีก 1 ปีข้างหน้าผลตอบแทนในอนาคตจะลดลง 1.435 บาท

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม (มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด) ผลลัพธ์ที่ได้จากตัวแบบที่ 2 แสดงให้เห็นว่ามูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดไม่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในขนาดตัวอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} > 0.05$) และเมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.043 สามารถอธิบายได้ว่าเพียง 4.30 % ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในขนาดที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 3 ตัว ในตัวแบบที่ 2

3. กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ตัวแบบที่ 2 กลุ่มธุรกิจการเงิน แสดงให้เห็นว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนไม่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในขนาดตัวอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} > 0.05$) ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย สาเหตุที่กลุ่มธุรกิจการเงิน ไม่พบนัยสำคัญทางสถิตินี้ไม่ได้เคยกล่าวไว้แล้วในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่าง

กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต หัวข้อ 4.2.1.1.1 ซึ่งทำให้ผลการศึกษาไม่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) อธิบายได้ว่าในเวลาที่เกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลในช่วงเวลาที่ตลาดกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์สูงเกินความเป็นจริง ผู้บริหารไม่ได้ฉวยโอกาสจากช่วงเวลาดังกล่าวจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ เนื่องจากยังมีปัจจัยอื่น ๆ ที่มีนัยสำคัญทางธุรกิจมากกว่าสำหรับกลุ่มธุรกิจการเงินที่เป็นสาเหตุให้ผู้บริหารจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม (มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด) ผลลัพธ์ที่ได้จากตัวแบบที่ 1 แสดงให้เห็นว่ามูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) แต่เมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.128 สามารถอธิบายได้ว่าเพียง 12.80 % ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 3 ตัว ในตัวแบบที่ 2

4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของตัวแบบที่ 2 กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม แสดงให้เห็นว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) โดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมมีค่า β เท่ากับ -0.821 และตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีค่า β เท่ากับ -0.915 ซึ่งเป็นไปตามทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวัง กล่าวได้ว่าหากมีกระแสเข้าจากการกู้ยืม 1 บาทในอีก 1 ปีข้างหน้าผลตอบแทนในอนาคตจะลดลง 0.821 บาท และถ้ามีกระแสเข้าจากการออกหุ้นทุน 1 บาทในอีก 1 ปีข้างหน้าผลตอบแทนในอนาคตจะลดลง 0.915 บาท

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม (มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด) ผลลัพธ์ที่ได้จากตัวแบบที่ 2 แสดงให้เห็นว่ามูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) และเมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.183 สามารถอธิบายได้ว่า 18.30 % ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 3 ตัว ในตัวแบบที่ 2

5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของตัวแบบที่ 2 กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง แสดงให้เห็นว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน ไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} > 0.05$) ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย อธิบายได้ว่าเมื่อตลาดกำหนดราคาหลักทรัพย์สูงเกินความเป็นจริง ไม่ได้ถือเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลให้ผู้บริหารใช้จังหวะเวลาในช่วงดังกล่าวจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ หรือถือได้ว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) เนื่องจากมีปัจจัยอื่นที่สำคัญยิ่งกว่าในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ที่ส่งผลให้ผู้บริหารมีความต้องการเงินทุนไปใช้ในการดำเนินงาน สาเหตุที่ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ ได้เคยให้เหตุผลไว้แล้วในหัวข้อ 4.2.1.1.1 ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต จากเหตุผลเคยได้กล่าวไปแล้วนั้นส่งผลให้ผลการทดสอบกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น

อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม (มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด) ผลลัพธ์ที่ได้จากตัวแบบที่ 2 แสดงให้เห็นว่ามูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) แต่เมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.057 สามารถอธิบายได้ว่าเป็นเพียง 5.70 % ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 3 ตัว ในตัวแบบที่ 2

6. กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของตัวแบบที่ 2 กลุ่มทรัพยากร แสดงให้เห็นว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} > 0.05$) ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย อธิบายได้ว่าเมื่อตลาดกำหนดราคาหลักทรัพย์สูงเกินความเป็นจริง ไม่ได้ถือเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลให้ผู้บริหารใช้จังหวะเวลาในช่วงดังกล่าวจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ หรือถือได้ว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) เนื่องจากมีปัจจัยอื่นที่สำคัญยิ่งกว่าในกลุ่มทรัพยากร ที่ส่งผลให้ผู้บริหารมีความต้องการเงินทุนไปใช้ในการดำเนินงาน โดยได้เคยให้เหตุผลไว้แล้วในหัวข้อ 4.2.1.1.1 ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

ในอนาคต ซึ่งสรุปได้ว่ากลุ่มทรัพยากรจากการทดสอบผลที่ได้ไม่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis)

อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม (มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด) ผลลัพธ์ที่ได้จากตัวแบบที่ 2 แสดงให้เห็นว่ามูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) และเมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.109 สามารถอธิบายได้ว่า 10.90 % ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 3 ตัว ในตัวแบบที่ 2

7. กลุ่มบริการ (SERVICE)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของตัวแบบที่ 2 กลุ่มบริการ แสดงให้เห็นว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม ไม่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} > 0.05$) ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย อธิบายได้ว่ากระแสเงินเข้าจากการกู้ยืมเงินของกลุ่มบริการสำหรับนักลงทุนในประเทศไทยแล้ว มิได้ถือเป็นสัญญาณเชิงลบที่จำเป็นจะต้องตอบสนองต่อข้อมูลดังกล่าวด้วยความระมัดระวังมากขึ้นในการซื้อขายหลักทรัพย์ ผลที่ได้จึงไม่พบความสัมพันธ์จากการตรวจสอบ แต่ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) ซึ่งเป็นไปตามทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวัง โดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีค่า β เท่ากับ -0.787 กล่าวได้ว่าหากมีกระแสเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินโดยการออกหุ้นทุน 1 บาทในอีก 1 ปีข้างหน้าผลตอบแทนในอนาคตจะลดลง 0.787 บาท

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม (มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด) ผลลัพธ์ที่ได้ทั้งจากตัวแบบที่ 2 แสดงให้เห็นว่ามูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) เมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.129 สามารถอธิบายได้ว่าเพียง 12.90 % ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 3 ตัว ในตัวแบบที่ 2

8. กลุ่มเทคโนโลยี (TECH)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของตัวแบบที่ 2 กลุ่มเทคโนโลยี แสดงให้เห็นว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม ไม่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} > 0.05$) ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐาน

การวิจัย อธิบายได้ว่ากระแสเงินเข้าจากการกู้ยืมเงินของกลุ่มเทคโนโลยีสำหรับนักลงทุนในประเทศไทยแล้ว มิได้ถือเป็นสัญญาณเชิงลบที่จำเป็นจะต้องตอบสนองต่อข้อมูลดังกล่าวด้วยความระมัดระวังมากขึ้นในการซื้อขายหลักทรัพย์ เพราะเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความต้องการเงินทุนอยู่อย่างต่อเนื่องในการพัฒนาระบบเทคโนโลยีสารสนเทศให้ทันสมัย และมีการขยายตัวของธุรกิจอย่างรวดเร็ว จึงเกิดการระดมทุนจากสถาบันการเงินบ่อยครั้งส่งผลให้ไม่พบความสัมพันธ์จากการตรวจสอบ แต่ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) ซึ่งเป็นไปตามทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวัง โดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีค่า β เท่ากับ -1.040 กล่าวได้ว่าหากมีกระแสเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินโดยการออกหุ้นทุน 1 บาทในอีก 1 ปีข้างหน้าผลตอบแทนในอนาคตจะลดลง 1.040 บาท

อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม (มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด) ผลลัพธ์ที่ได้ทั้งจากตัวแบบที่ 1 แสดงให้เห็นว่ามูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) และเมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.091 สามารถอธิบายได้ว่าเป็นเพียง 9.10 % ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 3 ตัว ในตัวแบบที่ 2

สรุปผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่าที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ในการทดสอบตัวแบบที่ 2 แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม โดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เฉพาะกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม โดยมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามเนื่องจากค่า β เป็นลบแสดงให้เห็นว่า 2 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นหากมีกระแสเข้าของเงินสดจากการกู้ยืมจะส่งผลให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตลดลง เนื่องจากนักลงทุนให้ความสำคัญกับกิจกรรมการกู้ยืมเงินจาก 2 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นว่าเป็นการใช้โอกาสในช่วงที่ราคาหลักทรัพย์สูงกว่าความเป็นจริงในการจัดหาเงินซึ่งสามารถทำได้โดยง่ายเพราะได้รับความน่าเชื่อถือจากตลาดหลักทรัพย์

โดยกลุ่มอุตสาหกรรมที่เหลือคือ กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) กลุ่มบริการ (SERVICE) และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐาน

การวิจัยสำหรับ 6 กลุ่มอุตสาหกรรมที่กล่าวไว้ข้างต้น อธิบายได้ว่ากิจกรรมจัดหาเงินจากการกู้ยืมไม่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต เนื่องจากนักลงทุนยังคงให้ความเชื่อมั่นว่าหากยังคงสามารถจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินกู้สถาบันการเงินได้ เสมือนว่ายังคงได้รับความไว้วางใจจากสถาบันการเงินว่าผลการดำเนินงานในอนาคตยังคงมีแนวโน้มที่สามารถเจริญเติบโตต่อไปได้ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis)

ในส่วนของตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนผลจากการทดสอบพบว่ามีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROP CON) และ กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) นอกจากนี้เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (β) แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมที่พบความสัมพันธ์เรียงจากมากไปหาน้อยมีค่าดังนี้ กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค ($\beta = -1.435$) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ($\beta = -1.370$) กลุ่มเทคโนโลยี ($\beta = -1.040$) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม ($\beta = -0.915$) และ กลุ่มบริการ ($\beta = -0.787$) โดย (p-value < 0.05) ซึ่งกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคเป็นกลุ่มที่กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตมากที่สุด รองลงมาคือกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ตามด้วยกลุ่มเทคโนโลยี

ในส่วนของอีกด้านจากการทดสอบไม่พบระดับนัยสำคัญเชิงสถิติที่ 0.05 ของตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนกลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROP CON) และ กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ กล่าวคือ กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ (p-value > 0.05) ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยสำหรับ 3 กลุ่มอุตสาหกรรมที่กล่าวไว้ข้างต้น

4.2.1.2.2 ผลการทดสอบตัวแปรควบคุม

ผลการทดสอบตัวแปรควบคุม (มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด) พบว่าตัวแปรควบคุมมีทิศทางและความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางที่คาดหวัง ตัวแปรมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value < 0.05) ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม กล่าวได้ว่าหากมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีค่าสูงก็จะส่งผลให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตสูงตามไปด้วยเนื่องจากเกิดการที่ตลาดกำหนดราคาต่ำกว่าความเป็นจริง (Under Valuation) ส่งผลให้ในอนาคตราคาปรับตัวเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริง

ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตจึงเพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย โดยยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค ที่ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ โดยสรุปได้ว่าจากการทดสอบสมมติฐานที่ตั้งไว้ 3 ข้อ (H_1 , H_2 และ H_3) โดยใช้ตัวแบบในการทดสอบ 2 ตัวแบบ (ตัวแบบที่ 1 และ 2) ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น ผลลัพธ์ที่ได้ของตัวแปรมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดให้ผลสอดคล้องกันในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

สรุปจากผลการวิเคราะห์ทั้ง 3 ตัวแปรที่สนใจศึกษา (1) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน (2) กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และ (3) กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน พบว่าทั้ง 3 ตัวแปรที่งานวิจัยฉบับนี้สนใจศึกษาให้ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยดังนี้ กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตในกลุ่มอุตสาหกรรมดังนี้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) และ กลุ่มบริการ (SERVICE) โดยทั้ง 4 กลุ่มนี้ผลลัพธ์ที่ได้ตรงกับสมมติฐานที่วางไว้ กล่าวคือ ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินที่สนใจศึกษามีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$)

ส่วนตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมพบความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต จากการทดสอบเฉพาะ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม เพียง 2 กลุ่มอุตสาหกรรมเท่านั้นดังนั้นสามารถอธิบายเพิ่มเติมได้ว่าการที่ผู้บริหารกู้ยืมเงินจากแหล่งสถาบันการเงิน หรือการออกหุ้นกู้ นั้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและนักลงทุนมิได้มีความวิตกกังวลในการซื้อขายหลักทรัพย์และยังคงให้ความเชื่อมั่นเนื่องจากบริษัทที่ทำการกู้ยืมสินเชื่อได้รับความไว้วางใจจากสถาบันการเงินว่ามีความสามารถในการสร้างผลกำไรในอนาคต จากโครงการที่ต้องการนำเงินไปลงทุน ทำให้ความสัมพันธ์ที่ตรวจพบมีเพียงกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมที่กระแสเงินสดได้มาจากการกู้ยืมมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

สำหรับการศึกษาตัวแปรที่สนใจศึกษาตัวสุดท้าย กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน พบความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตใน 5 กลุ่มอุตสาหกรรมดังนี้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มบริการ (SERVICE) และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) โดยทั้ง 5 กลุ่มนี้ผลลัพธ์ที่ได้ตรงกับสมมติฐานที่วางไว้ กล่าวคือ ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิ

จากการออกหุ้นทุนที่สนใจศึกษามีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) ผลจากการทดสอบแสดงให้เห็นว่ากิจกรรมจัดหาเงินจากการออกหุ้นทุนมีความเสี่ยงมากกว่ากิจกรรมจัดหาเงินโดยการกู้ยืม เนื่องจากพบความสัมพันธ์จากจำนวนกลุ่มอุตสาหกรรมที่มากกว่า และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (β) มีค่าสูงที่สุดเป็นส่วนใหญ่เมื่อเปรียบเทียบกับ 3 ตัวแปรที่สนใจศึกษา กล่าวได้ว่าตลาดหลักทรัพย์และนักลงทุนเชื่อว่าการที่กิจการจัดหาเงินโดยการออกหุ้นเพิ่มทุน มีสาเหตุมาจากเกิดมูลค่าหลักทรัพย์มีราคาสูงกว่าความเป็นจริงและทำให้ผู้บริหารจัดหาเงินเข้าสู่กิจการในช่วงเวลาดังกล่าว ซึ่งในเวลาต่อมาตลาดหลักทรัพย์และนักลงทุนได้รับข้อมูลและทราบข้อเท็จจริงว่าหุ้นที่ได้ให้ความเชื่อถือดังกล่าวไม่ได้มีผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่แท้จริงเท่ากับมูลค่าผลตอบแทนที่คาดหวัง มูลค่าหลักทรัพย์จึงปรับตัวลดลงเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริง หรืออาจกล่าวได้ว่าหากกิจการจัดหาเงินโดยการออกหุ้นเพิ่มทุนนั้นแสดงให้เห็นว่าสถาบันการเงินไม่มีความเชื่อมั่นในตัวบริษัท หรือหนี้สินที่มีอยู่อาจมีสูงมากจนไม่สามารถจัดหาเงินด้วยการกู้ยืมได้ ส่งผลให้มีการออกหุ้นทุนที่เป็นทางเลือกสุดท้าย เพราะจำเป็นที่จะต้องจัดหาเงินจากแหล่งเงินทุนดังกล่าว แม้ว่าจะส่งผลให้อำนาจในการตัดสินใจของผู้บริหารลดลงหากผู้บริหารมีส่วนเป็นผู้ถือหุ้นด้วย ส่วน 3 กลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) และ กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) ตัวแปรอิสระที่สนใจศึกษาทั้ง 3 ตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} > 0.05$) ดังนั้นจึงปฏิเสธ สมมติฐานการวิจัย สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) และ กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) จากผลการทดสอบทั้ง 2 ตัวแบบที่ปรากฏในตาราง 4.17 และ 4.18 พบว่ามีความสอดคล้องกับการศึกษาของ Bradshaw Richardson and Sloan (2006) ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตและมุมมองที่ดีเกินจริงของนักวิเคราะห์ ซึ่งให้ความสำคัญกับปริมาณกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน ผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินส่งผลให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ

ดังนั้นผู้วิจัยจึงสันนิษฐานว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินอาจมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากกิจกรรมจัดหาเงินถือเป็นสัญญาณส่งไปถึงนักลงทุนว่าตลาดได้กำหนดราคาหลักทรัพย์สูงหรือต่ำกว่ากว่าความเป็นจริง ทำให้มูลค่าที่คาดหวังปรับตัวเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริงส่งผลให้เกิดการแปรผกผันกันระหว่างปริมาณกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต จากการทดสอบพบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตใน

5 กลุ่มอุตสาหกรรมดังนี้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มบริการ (SERVICE) และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) แสดงให้เห็นว่าทั้ง 5 กลุ่มอุตสาหกรรมนำลงทุนให้ความสำคัญกับกิจกรรมจัดหาเงินเป็นข้อมูลที่สะท้อนถึงราคาหลักทรัพย์ในเวลาต่อมา ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) และ กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) ซึ่งไม่พบความสัมพันธ์ใดๆ ทั้ง 3 ตัวแปรที่สนใจศึกษา โดยสาเหตุที่ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้สำหรับแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมสามารถอธิบายได้จาก

กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) (ประกันภัย ธนาคาร และบริษัทหลักทรัพย์) โดยปกติแล้วหลักทรัพย์ในกลุ่มดังกล่าวเป็นที่นิยมซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นกลุ่มที่มีกฎระเบียบข้อบังคับเป็นพิเศษจากภาครัฐ และมีธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้ดูแล กลุ่มธุรกิจการเงิน เป็นกลุ่มที่มีการลงทุนอยู่ตลอดเวลาไม่ว่าจะเป็นการลงทุนในหลักทรัพย์ การปล่อยเงินกู้ระยะยาว และการออกตราสารหนี้ เพราะหากอัตราดอกเบี้ยเกิดการเปลี่ยนแปลงธุรกิจการเงินต้องมีการปรับตัวตามอัตราดอกเบี้ยที่เปลี่ยนแปลงไป (ธีระพงษ์ วชิรพงศ์ 2550) ดังนั้นรายการของกิจกรรมจัดหาเงินจึงมีส่วนเกี่ยวข้องกับการดำเนินงานเป็นปกติด้วย รวมทั้งอัตราส่วนต่างๆของภาคธุรกิจการเงินมีความแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ จากเหตุผลที่กล่าวไปแล้วข้างต้น ส่งผลให้ผลการทดสอบของกลุ่มธุรกิจการเงินไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น สรุปได้ว่ากลุ่มธุรกิจการเงินไม่พบความสัมพันธ์ที่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis)

กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีมูลค่าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสูง เป็นกลุ่มที่มีความเกี่ยวข้องอย่างมากกับเศรษฐกิจระดับมหภาค สำหรับกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยรวมแล้วเป็นผู้ดำเนินการโครงการที่มีมูลค่ามหาศาล มีการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์อยู่ตลอดเวลาเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่แสดงถึงการเจริญเติบโตของประเทศ มีการจัดหาเงินทุนเพื่อนำไปลงทุนในโครงการขนาดใหญ่อย่างต่อเนื่อง (จิราภรณ์ ลิ้มณิโชติ 2550) อีกทั้งยังมีมาตรฐานการบัญชีที่บังคับใช้เป็นการเฉพาะในการรับรู้รายได้ดังนี้ มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 26 การรับรู้รายได้สำหรับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 49 เรื่อง สัญญาก่อสร้าง จากเหตุผลที่กล่าวไปแล้วข้างต้นส่งผลให้กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างไม่พบความสัมพันธ์ตามสมมติฐานที่ตั้งไว้สรุปได้ว่าผลการทดสอบของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างไม่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis)

กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) ทรัพยากรและพลังงาน ยังคงมีความต้องการสูงในประเทศไทย ส่งผลให้กลุ่มทรัพยากร มีการจัดหาเงินทุนเข้าสู่กิจการอยู่ตลอดเวลา เนื่องจากมีความต้องการพลังงานสูงจึงมีการขยายกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่อง ความต้องการพลังงานทั้งในระดับประชาคมโลกยังคงมีการขยายตัวอย่างต่อเนื่อง (ธนพร วิศรุตพงษ์ 2550) ส่งผลให้กลุ่มทรัพยากร ไม่พบความสัมพันธ์ตามสมมติฐานที่กล่าวไว้ข้างต้น สรุปได้ว่ากลุ่มทรัพยากร ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) ดังนั้นทั้ง 3 กลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) และกลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) จากเหตุผลที่ได้กล่าวไปทั้งหมดนั้น เป็นสาเหตุให้ไม่พบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตได้ในระดับนัยสำคัญเชิงสถิติที่ระดับ 0.05

4.2.2 ผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต (การทดสอบสมมติฐาน) โดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

4.2.2.1 ผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต

ในส่วนที่ 4.2.2.1 เป็นการนำเสนอผลการวิจัยเกี่ยวกับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต มีสมมติฐานการวิจัยที่ว่า:

H_4 : กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต

โดยใช้ตัวแบบที่ 3 ในการทดสอบดังนี้

$$INCOME_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta XFIN_t + \beta_2 INCOME_t + \beta_3 INVEST_SCF_t + \epsilon_{t+1}$$

ผลการทดสอบแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมแสดงรายละเอียดดังตาราง 4.19

ตาราง 4.19 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในขนาดแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

INDUSTRY	β_0	β_1	β_2	β_3	Adj. R ²	Test H ₄
1. AGRO (n = 261)						
Coefficient	0.027	-0.185	0.423	-0.060	0.530	accept H ₄
(Sig.)	(0.000)***	(0.000)***	(0.000)***	(0.194)		(p-value < 0.05)
2. CONSUME (n = 242)						
Coefficient	0.010	-0.255	0.431	-0.114	0.484	accept H ₄
(Sig.)	(0.089)	(0.000)***	(0.000)***	(0.092)		(p-value < 0.05)
3. FINANCE (n = 289)						
Coefficient	0.021	-0.001	0.364	0.013	0.331	reject H ₄
(Sig.)	(0.000)***	(0.865)	(0.000)***	(0.437)		(p-value > 0.05)
4. INDUS (n = 286)						
Coefficient	0.039	-0.084	0.270	-0.115	0.306	accept H ₄
(Sig.)	(0.000)***	(0.001)***	(0.000)***	(0.001)***		(p-value < 0.05)
5. PROPCON (n = 298)						
Coefficient	0.037	-0.063	0.294	-0.007	0.253	accept H ₄
(Sig.)	(0.000)***	(0.008)***	(0.000)***	(0.830)		(p-value < 0.05)
6. RESOURCE (n = 83)						
Coefficient	0.039	-0.128	0.319	-0.189	0.337	accept H ₄
(Sig.)	(0.000)***	(0.001)***	(0.000)***	(0.000)***		(p-value < 0.05)
7. SERVICE (n = 395)						
Coefficient	0.025	-0.137	0.462	-0.140	0.591	accept H ₄
(Sig.)	(0.000)***	(0.000)***	(0.000)***	(0.000)***		(p-value < 0.05)
8. TECH (n = 136)						
Coefficient	0.037	-0.056	0.224	-0.124	0.210	reject H ₄
(Sig.)	(0.000)***	(0.134)	(0.000)***	(0.013)***		(p-value > 0.05)

*** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ (p-value) 0.05

AGRO	หมายถึง กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	β_2 คือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณของผลการดำเนินงานปีปัจจุบัน (INCOME _t) ซึ่งมีทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวังเป็น (+)
CONSUME	หมายถึง กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	
FINANCE	หมายถึง กลุ่มธุรกิจการเงิน	β_3 คือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณของกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (INVEST_SCF _t) ซึ่งมีทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวังเป็น (-)
INDUS	หมายถึง กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	
PROPCON	หมายถึง กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	
RESOURCE	หมายถึง กลุ่มทรัพยากร	
SERVICE	หมายถึง กลุ่มบริการ	
TECH	หมายถึง กลุ่มเทคโนโลยี	
β_1	คือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน ($\Delta XFIN_t$) ซึ่งมีทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวังเป็น (-)	

4.2.2.1.1 ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยโดยใช้กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน

จากตาราง 4.19 เพื่อให้เกิดความเข้าใจในการวิเคราะห์ผลทางสถิติได้โดยง่าย ผู้วิจัยแบ่งการวิเคราะห์จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมเรียงตามลำดับดังนี้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) กลุ่มบริการ (SERVICE) และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) และจะกล่าวผลสรุปการทดสอบตามตัวแบบที่ 3 ในตอนท้าย

1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของตัวแบบที่ 3 กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) ซึ่งมีทิศทางเป็นไปตามที่คาดหวังโดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีค่า $\beta = -0.185$ อธิบายได้ว่าหากมีกระแสเงินสดสุทธิจากกิจการจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ 1 บาทในช่วงระยะเวลา 1 ปีถัดมาจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานลดลง 0.185 บาท

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม ตัวแปรผลการดำเนินงานปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) แสดงว่าผลการดำเนินงานปีปัจจุบันส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตในทิศทางเดียวกัน หากกิจการในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีกำไรในปีปัจจุบันส่งผลให้กิจการมีผลกำไรใน

อนาคตเช่นกัน แต่ในทางกลับกันปรากฏว่า ตัวแปรควบคุมตัวสุดท้าย กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนพบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} > 0.05$) เมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.530 สามารถอธิบายได้ว่า 53.00 % ของผลการดำเนินงานในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 3 ตัว ในตัวแบบที่ 3

2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของตัวแบบที่ 3 กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) ซึ่งมีทิศทางเป็นไปตามที่คาดหวังโดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีค่า β เท่ากับ -0.255 อธิบายได้ว่าหากมีกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ 1 บาทในช่วงระยะเวลา 1 ปีถัดมาจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานลดลง 0.255 บาท

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม ตัวแปรผลการดำเนินงานปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) แสดงว่าผลการดำเนินงานปีปัจจุบันส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตในทิศทางเดียวกัน หากกิจการในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคมีกำไรในปีปัจจุบันส่งผลให้กิจการมีผลกำไรในอนาคตเช่นกัน แต่ในทางกลับกันปรากฏว่าตัวแปรควบคุมตัวสุดท้าย กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนพบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} > 0.05$) เมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.484 สามารถอธิบายได้ว่า 48.40 % ของผลการดำเนินงานในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 3 ตัว ในตัวแบบที่ 3

3. กลุ่มธุรกิจการเงิน

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ตัวแบบที่ 3 กลุ่มธุรกิจการเงิน แสดงให้เห็นว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินไม่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} > 0.05$) ดังนั้นจึง **ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย** สาเหตุที่กลุ่มธุรกิจการเงิน ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติอาจมีสาเหตุมาจาก เป็นกลุ่มที่มีกฎระเบียบข้อบังคับเป็นพิเศษจากภาครัฐ และมีธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นกำกับดูแล กลุ่มธุรกิจการเงิน เป็นกลุ่มที่มีการลงทุนอยู่ตลอดเวลาไม่ว่าจะเป็นการลงทุนในหลักทรัพย์ การปล่อยเงินกู้ระยะยาว และการออกตราสารหนี้ (ธีระพงษ์ วัชรพงศ์ 2550) เพราะหากอัตราดอกเบี้ยเกิดการเปลี่ยนแปลงกลุ่มธุรกิจการเงินต้องมีการปรับตัวตามอัตราดอกเบี้ยที่

เปลี่ยนแปลงไป ดังนั้นรายการของกิจกรรมจัดหาเงินจึงมีส่วนเกี่ยวข้องกับการดำเนินงานเป็นปกติด้วย รวมทั้งอัตราส่วนต่างๆของภาคธุรกิจการเงินมีความแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ จากเหตุผลที่กล่าวไปแล้วข้างต้นส่งผลให้ผลการทดสอบกลุ่มธุรกิจการเงินไม่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) ผลการทดสอบจึงไม่เป็นไปตามคำอธิบายที่ว่าในช่วงเวลาที่เกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ผลการดำเนินงานเป็นบวกอยู่อย่างสม่ำเสมอผู้บริหารทราบว่าจะเกิดการชะลอตัวของธุรกิจในอนาคต เพื่อเป็นการสร้างสภาพคล่องส่วนเกินไว้ในยามที่ประสบปัญหาในอนาคตจึงทำการจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ ซึ่งในภายหลังบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินไม่พบว่าเกิดปัญหาผลการดำเนินงานเป็นลบ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด เพราะว่ากลุ่มธุรกิจการเงินมีส่วนเกี่ยวข้องกับตลาดเงินเป็นปกติเนื่องจากเป็นตัวกลางในการระดมทุนเพื่อนำไปปล่อยกู้ให้กับหน่วยธุรกิจที่มีความต้องการเงินทุนเพื่อนำไปใช้ในโอกาสทางธุรกิจ

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม (มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด) ผลลัพธ์ที่ได้ทั้งจากตัวแบบที่ 3 แสดงให้เห็นว่าผลการดำเนินงานปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) อธิบายได้ว่าหากในปีปัจจุบันบริษัทมีกำไรจากการดำเนินงาน ก็สามารถคาดหวังได้ว่าในปีถัดไปผลการดำเนินงานที่ได้ยังคงมีแนวโน้มที่จะกำไรเช่นกัน ส่วนตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนพบว่าไม่มีความสัมพันธ์เชิงสถิติกับผลการดำเนินงานในอนาคต ($p\text{-value} > 0.05$) กล่าวได้ว่ากระแสเงินใช้ไปเพื่อการลงทุนไม่ได้สามารถอธิบายได้ว่าในอนาคตกิจการกลุ่มธุรกิจการเงินจะมีผลการดำเนินงานเป็นบวก เพราะว่าการลงทุนของกลุ่มธุรกิจการเงินก็คือการปล่อยเงินกู้เข้าสู่ธุรกิจที่มีความต้องการเงินทุน หรือนำเงินที่มีอยู่ไปลงทุนไปหลักทรัพย์ หรือพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งถือได้ว่าเป็นส่วนหนึ่งของการดำเนินงานปกติด้วย เมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.331 สามารถอธิบายได้ว่า 33.10 % ของผลการดำเนินงานในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 3 ตัว ในตัวแบบที่ 3 แต่อย่างไรก็ตามไม่พบความสัมพันธ์ตามสมมติฐานจากการทดสอบตัวแบบข้างต้น

4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของตัวแบบที่ 3 กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) ซึ่งมีทิศทางเป็นไปตามที่คาดหวังโดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรม

จัดหาเงินมีค่า β เท่ากับ -0.084 อธิบายได้ว่าหากมีกระแสเงินสดสุทธิจากกิจการจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ 1 บาทในช่วงระยะเวลา 1 ปีถัดมาจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานลดลง 0.084 บาท

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม ตัวแปรผลการดำเนินงานปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) แสดงว่าผลการดำเนินงานปีปัจจุบันส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตในทิศทางเดียวกัน หากกิจการในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมมีกำไรในปีปัจจุบันส่งผลให้กิจการมีผลกำไรในอนาคตเช่นกัน ส่วนตัวแปรควบคุมตัวสุดท้าย กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนพบว่ามีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) กล่าวได้ว่าหากกิจการในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมมีการใช้ไปของกระแสเงินสดในกิจกรรมลงทุน เป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลให้ในปีถัดไปบริษัทในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมมีผลการดำเนินงานเป็นบวก และเมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.306 สามารถอธิบายได้ว่า 30.60 % ของผลการดำเนินงานในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 3 ตัว ในตัวแบบที่ 3

5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของตัวแบบที่ 3 กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) ซึ่งมีทิศทางเป็นไปตามที่คาดหวังโดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีค่า β เท่ากับ -0.063 อธิบายได้ว่าหากมีกระแสเงินสดสุทธิจากกิจการจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ 1 บาทในช่วงระยะเวลา 1 ปีถัดมาจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานลดลง 0.063 บาท

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม ตัวแปรผลการดำเนินงานปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) แสดงว่าผลการดำเนินงานปีปัจจุบันส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตในทิศทางเดียวกัน หากกิจการในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีกำไรในปีปัจจุบันส่งผลให้กิจการมีผลกำไรในอนาคตเช่นกัน ส่วนตัวแปรควบคุมตัวสุดท้าย กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนพบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} > 0.05$) กล่าวได้ว่าหากกิจการในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีการใช้ไปของกระแสเงินสดในกิจกรรมลงทุน ไม่ถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลให้ในปีถัดไปบริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีผลการดำเนินงาน

เป็นบวก และเมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.253 สามารถอธิบายได้ว่า 25.30 % ของผลการดำเนินงานในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 3 ตัว ในตัวแบบที่ 3

6. กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของทั้งตัวแบบที่ 3 กลุ่มทรัพยากร แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) ซึ่งมีทิศทางเป็นไปตามที่คาดหวังโดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีค่า β เท่ากับ -0.128 อธิบายได้ว่าหากมีกระแสเงินสดสุทธิจากกิจการจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ 1 บาท ในช่วงระยะเวลา 1 ปีถัดมาจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานลดลง 0.128 บาท

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม ตัวแปรผลการดำเนินงานปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) แสดงว่าผลการดำเนินงานปีปัจจุบันส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตในทิศทางเดียวกัน หากกิจการในกลุ่มทรัพยากรมีกำไรในปัจจุบันส่งผลให้กิจการมีผลกำไรในอนาคตเช่นกัน ส่วนตัวแปรควบคุมตัวสุดท้าย กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนพบว่ามีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) กล่าวได้ว่าหากกิจการในกลุ่มทรัพยากรมีการใช้ไปของกระแสเงินสดในกิจกรรมลงทุน เป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลให้ในปีถัดไปบริษัทในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมมีผลการดำเนินงานเป็นบวก บ่งบอกถึงการเจริญเติบโตอย่างต่อเนื่อง และเมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.337 สามารถอธิบายได้ว่า 33.70 % ของผลการดำเนินงานในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 3 ตัว ในตัวแบบที่ 3

7. กลุ่มบริการ (SERVICE)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของตัวแบบที่ 3 กลุ่มบริการ แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) โดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีค่า β เท่ากับ -0.137 อธิบายได้ว่าหากมีกระแสเงินสดสุทธิจากกิจการจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ 1 บาทในช่วงระยะเวลา 1 ปีถัดมาจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานลดลง 0.137 บาท

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม ตัวแปรผลการดำเนินงานปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) แสดงว่าผล

การดำเนินงานปีปัจจุบันส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตในทิศทางเดียวกัน หากกิจการในกลุ่มบริการมีกำไรในปัจจุบันส่งผลให้กิจการมีผลกำไรในอนาคตเช่นกัน ส่วนตัวแปรควบคุมตัวสุดท้าย กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนพบว่ามีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) กล่าวได้ว่าหากกิจการในกลุ่มบริการมีการใช้ไปของกระแสเงินสดในกิจกรรมลงทุน เป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลให้ในปีถัดไปบริษัทในกลุ่มบริการมีผลการดำเนินงานเป็นบวก และเมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.591 สามารถอธิบายได้ว่า 59.10 % ของผลการดำเนินงานในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 3 ตัว ในตัวแบบที่ 3

8. กลุ่มเทคโนโลยี (TECH)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ตัวแบบที่ 3 กลุ่มเทคโนโลยี แสดงให้เห็นว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินไม่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} > 0.05$) ดังนั้นจึง **ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย** สาเหตุที่กลุ่มเทคโนโลยี ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติอาจมีสาเหตุมาจาก เพราะโดยธรรมชาติและความเป็นไปของธุรกิจเทคโนโลยีขึ้นอยู่กับกฎระเบียบของทางภาครัฐ เป็นธุรกิจที่มีความเคลื่อนไหวไม่หยุดนิ่งตลอดเวลา เทคโนโลยีใหม่ๆ มีเข้ามาอย่างต่อเนื่องการลงทุนจึงเกิดตามมาด้วยเช่นกัน ภาพรวมของธุรกิจสื่อสารในช่วง 1 ทศวรรษที่ผ่านมาเติบโตอย่างต่อเนื่องมาโดยตลอด และเป็นการเติบโตแบบก้าวกระโดดด้วย (ฐิติเทพ นพเกตุ 2550) ส่งผลให้ผู้บริหารมีความต้องการเงินทุนไปใช้ในการดำเนินงานเพราะเกิดการลงทุนเพื่อโอกาสในการขยายตลาด และเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่มีการหยุดนิ่ง จากเหตุผลที่กล่าวไปแล้วข้างต้นส่งผลให้ผลการทดสอบกลุ่มธุรกิจการเงินไม่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) ซึ่งไม่เป็นไปตามคำอธิบายที่ว่าในช่วงเวลาที่เกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลผลการดำเนินงานเป็นบวกอยู่อย่างสม่ำเสมอ ผู้บริหารที่ทราบว่าจะเกิดการชะลอตัวของธุรกิจเพื่อเป็นการสร้างสภาพคล่องส่วนเกินไว้ในยามที่ประสบปัญหาในอนาคตจึงทำการจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ ซึ่งในภายหลังจากจัดหาเงินบริษัทในกลุ่มเทคโนโลยีไม่พบว่าเกิดปัญหาผลการดำเนินงานเป็นลบ เพราะเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีการเจริญเติบโตเป็นอย่างมากในประเทศไทย ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม ผลลัพธ์ที่ได้ทั้งจากตัวแบบที่ 3 แสดงให้เห็นว่าผลการดำเนินงานปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) อธิบายได้ว่าหากในปีปัจจุบันบริษัทมีกำไรจากการ

ดำเนินงาน ก็สามารถคาดหวังได้ว่าในปีถัดไปผลการดำเนินงานที่ได้ยังคงมีแนวโน้มที่จะกำไร เช่นกัน ส่วนตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงสถิติกับผลการดำเนินงานในอนาคต ($p\text{-value} < 0.05$) กล่าวได้ว่ากระแสเงินใช้ไปเพื่อการลงทุนสามารถอธิบายได้ว่าในอนาคตกิจกรรมกลุ่มเทคโนโลยีจะมีผลการดำเนินงานเป็นบวก เมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.210 สามารถอธิบายได้ว่า 21.00 % ของผลการดำเนินงานในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 3 ตัว ในตัวแบบที่ 3 แต่อย่างไรก็ตามไม่พบความสัมพันธ์ตามสมมติฐานจากการทดสอบตัวแบบข้างต้น

สรุปผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต ของทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% พบว่า กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) และ กลุ่มบริการ (SERVICE) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินจากกลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) กล่าวได้ว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นที่มีกระแสเงินสดเข้าสู่กิจการส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตในทิศทางตรงกันข้าม หรือบริษัทประสบปัญหาขาดทุน

ในทางกลับกันกลุ่ม กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคต สาเหตุที่ทำให้ผลการทดสอบสมมติฐานไม่เป็นไปตามที่คาดหวังจากกลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) มาจากสาเหตุที่ กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) โดยปกติแล้วหลักทรัพย์ในกลุ่มดังกล่าวเป็นที่นิยมซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นกลุ่มที่มีกฎระเบียบข้อบังคับเป็นพิเศษจากภาครัฐ และมีธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้ดูแล กลุ่มธุรกิจการเงิน เป็นกลุ่มที่มีการลงทุนอยู่ตลอดเวลาไม่ว่าจะเป็นการลงทุนในหลักทรัพย์ การปล่อยเงินกู้ระยะยาว และการออกตราสารหนี้ เพราะหากอัตราดอกเบี้ยเกิดการเปลี่ยนแปลงธุรกิจการเงินต้องมีการปรับตัวตามอัตราดอกเบี้ยที่เปลี่ยนแปลงไป ดังนั้นรายการของกิจกรรมจัดหาเงินจึงมีส่วนเกี่ยวข้องกับการดำเนินงานเป็นปกติด้วย รวมทั้งอัตราส่วนต่างๆของภาคธุรกิจการเงินมีความแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ส่วนกลุ่มเทคโนโลยี (TECH) ธุรกิจเทคโนโลยีขึ้นอยู่กับกฎระเบียบของทางภาครัฐ เป็นธุรกิจที่มีความเคลื่อนไหวไม่หยุดนิ่งตลอดเวลา เทคโนโลยีใหม่ๆ มีเข้ามาอย่างต่อเนื่อง

การลงทุนจึงเกิดตามมาด้วยเช่นกัน ภาพรวมของธุรกิจสื่อสารในช่วง 1 ทศวรรษที่ผ่านมาเติบโตอย่างต่อเนื่องมาโดยตลอด ดังนั้นไม่ว่าจะมีผลการดำเนินงานมีกำไรหรือประสบปัญหาขาดทุน ผู้บริหารยังคงต้องมองไปถึงการลงทุนอยู่อย่างต่อเนื่องเพื่อให้ธุรกิจยังคงสามารถแข่งขันได้ เนื่องจากมีความจำเป็นที่จะต้องลงทุนในเทคโนโลยีและสารสนเทศที่ทันสมัย

เมื่อกลับมาพิจารณาถึงกลุ่มอุตสาหกรรมที่กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในขนาดตัวอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) เรียงจากมากไปหาน้อยมีดังนี้ กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค ($\beta = -0.255$) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ($\beta = -0.185$) กลุ่มบริการ ($\beta = -0.137$) กลุ่มทรัพยากร ($\beta = -0.128$) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม ($\beta = -0.084$) และ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ($\beta = -0.063$) ตามลำดับ โดยไม่พบความสัมพันธ์จากการทดสอบกลุ่มธุรกิจการเงิน และ กลุ่มเทคโนโลยี เนื่องจากทั้ง 2 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นมีความต้องการเงินทุนอย่างแท้จริง เพื่อนำไปบริหารงานและลงทุนอย่างต่อเนื่อง ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ กล่าวคือ กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในขนาดตัวอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} > 0.05$) ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยสำหรับ 2 กลุ่มอุตสาหกรรมที่กล่าวไว้ข้างต้น อธิบายได้ว่าทั้งกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน และกลุ่มเทคโนโลยี กิจกรรมจัดหาเงินจากทั้งสองกลุ่มอุตสาหกรรมที่กล่าวไปไม่ถือเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตเปลี่ยนแปลงไป เพราะว่ากลุ่มธุรกิจการเงินมีความต้องการระดมเงินทุนตลอดเวลาไม่ว่าระยะสั้นหรือระยะยาวเพื่อนำไปจัดสรรให้หน่วยธุรกิจมากกว่าเหตุผลที่จะต้องการเอาประโยชน์จากผู้ถือหุ้นรายใหม่ หรือเจ้าหนี้ ส่วนกลุ่มเทคโนโลยีมีความต้องการเงินทุนนำไปพัฒนาเทคโนโลยีและสารสนเทศตลอดเวลาเนื่องจากเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่หยุดนิ่ง

ตัวแปรผลการดำเนินงานปีปัจจุบัน สิ่งที่คาดหวังคือผลการดำเนินงานปีปัจจุบันน่าจะมี ความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในปีถัดไป เนื่องจากอยู่ในช่วงของวัฏจักรธุรกิจช่วงเดียวกัน ผลการทดสอบพบว่าผลการดำเนินงานปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์เป็นไปตามที่คาดหวังคือมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมที่ทดสอบ สามารถกล่าวได้ว่าบริษัทที่มีผลการดำเนินงานปีปัจจุบันกำไร ทิศทางของผลการดำเนินงานในอนาคตจะมีกำไรเช่นกัน

กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน สิ่งที่คาดหวังคือหากบริษัทมีการลงทุนในปีปัจจุบัน ในอนาคตบริษัทย่อมได้ผลกำไรจากการลงทุนดังกล่าว ผลการทดสอบพบว่า กลุ่มสินค้า

อุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) กลุ่มบริการ (SERVICE) และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) มีทิศทางเป็นไปตามที่คาดหวังคือมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) กล่าวได้ว่ามี 4 กลุ่มอุตสาหกรรม ที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ หากมีการใช้ไปของกระแสเงินสดในกิจกรรมลงทุนภายในระยะเวลา 1 ปีถัดไปถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลให้ผลการดำเนินงานในอนาคตเป็นบวกใน 4 อุตสาหกรรมที่กล่าวไปแล้วข้างต้น ในทางตรงกันข้ามพบว่า กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) และ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนจากทั้ง 4 อุตสาหกรรมไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคต อธิบายได้ว่าการศึกษาที่มีกระแสเงินสดใช้ไปในกิจกรรมลงทุนไม่สามารถใช้อธิบายได้ว่าในอีก 1 ปีถัดไปจะเป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลให้ผลการดำเนินงานเป็นบวก

4.2.2.1.2 ผลการทดสอบตัวแปรควบคุม

ตัวแปรควบคุมมีทิศทางและความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางที่คาดหวัง สำหรับตัวแปรควบคุมที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตและมีนัยสำคัญทางสถิติ คือ ผลการดำเนินงานปัจจุบันมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคต ซึ่งผลลัพธ์ที่ได้สอดคล้องกันทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ส่วนตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนมี 4 กลุ่มอุตสาหกรรมที่พบความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติดังนี้ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ และ กลุ่มเทคโนโลยี ($p\text{-value} < 0.05$) กล่าวได้ว่าหาก 4 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นมีกระแสเงินสดใช้ไปในกิจกรรมลงทุน ใน 1 ปีถัดไปถือว่าเป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานเป็นบวก โดยผลลัพธ์จากการทดสอบตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Daniel and Thomas (2006) กล่าวคือกระแสเงินสดใช้ไปในกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต

4.2.2.2 ผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมและกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนกับผลการดำเนินงานในอนาคต

ในส่วนที่ 4.2.2.2 เป็นการนำเสนอผลการวิจัยเกี่ยวกับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมและกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนกับผลการดำเนินงานในอนาคต มีสมมติฐานการวิจัย ที่ว่า:

H_5 : กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต

H_6 : กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต

โดยใช้ตัวแบบที่ 4 ในการทดสอบดังนี้

$$\text{INCOME}_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{DEBT}_t + \beta_2 \Delta \text{EQUITY}_t + \beta_3 \text{INCOME}_t + \beta_4 \text{INVEST_SCF}_t + \varepsilon_{t+1}$$

รายละเอียดผลการทดสอบสมมติฐานแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมแสดงดังตาราง 4.20

ตาราง 4.20 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมและกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนกับผลการดำเนินงานในขนาดแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

INDUSTRY	β_0	β_1	β_2	β_3	β_4	Adj. R ²	Test H ₅	Test H ₆
1. AGRO (n = 261)								
Coefficient	0.026	-0.175	-0.181	0.444	-0.057	0.539	accept H ₅	accept H ₆
(Sig.)	(0.000)***	(0.000)***	(0.000)***	(0.000)***	(0.226)		(p-value < 0.05)	(p-value < 0.05)
2. CONSUME (n = 242)								
Coefficient	0.007	-0.201	-0.241	0.470	-0.160	0.588	accept H ₅	accept H ₆
(Sig.)	(0.130)	(0.000)***	(0.000)***	(0.000)***	(0.007)***		(p-value < 0.05)	(p-value < 0.05)
3. FINANCE (n = 289)								
Coefficient	0.018	-0.018	0.050	0.441	0.015	0.441	reject H ₅	reject H ₆ *
(Sig.)	(0.000)***	(0.088)	(0.001)***	(0.000)***	(0.359)		(p-value > 0.05)	(p-value < 0.05)
4. INDUS (n = 286)								
Coefficient	0.038	-0.088	-0.097	0.247	-0.137	0.309	accept H ₅	accept H ₆
(Sig.)	(0.000)***	(0.005)***	(0.011)***	(0.000)***	(0.000)***		(p-value < 0.05)	(p-value < 0.05)
5. PROPCON (n = 298)								
Coefficient	0.036	-0.084	-0.055	0.370	0.007	0.359	accept H ₅	accept H ₆
(Sig.)	(0.000)***	(0.004)***	(0.041)***	(0.000)***	(0.829)		(p-value < 0.05)	(p-value < 0.05)
6. RESOURCE (n = 83)								
Coefficient	0.039	-0.138	-0.120	0.319	-0.193	0.331	accept H ₅	accept H ₆
(Sig.)	(0.000)***	(0.011)***	(0.011)***	(0.000)***	(0.000)***		(p-value < 0.05)	(p-value < 0.05)
7. SERVICE (n = 395)								
Coefficient	0.028	-0.145	-0.136	0.416	-0.145	0.520	accept H ₅	accept H ₆
(Sig.)	(0.000)***	(0.000)***	(0.000)***	(0.000)***	(0.000)***		(p-value < 0.05)	(p-value < 0.05)
8. TECH (n = 136)								
Coefficient	0.035	-0.074	-0.053	0.231	-0.151	0.234	reject H ₅	reject H ₆
(Sig.)	(0.000)***	(0.088)	(0.250)	(0.000)***	(0.002)***		(p-value > 0.05)	(p-value > 0.05)

*** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ (p-value) 0.05

AGRO	หมายถึง กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	β_2	คือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณของกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน ($\Delta EQUITY$) ซึ่งมีทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวังเป็น (-)
CONSUME	หมายถึง กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค		
FINANCE	หมายถึง กลุ่มธุรกิจการเงิน	β_3	คือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณของผลการดำเนินงานปีปัจจุบัน (INCOME) ซึ่งมีทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวังเป็น (+)
INDUS	หมายถึง กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม		
PROP CON	หมายถึง กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	β_4	คือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน (INVEST_SCF) ซึ่งมีทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวังเป็น (-)
RESOURCE	หมายถึง กลุ่มทรัพยากร		
SERVICE	หมายถึง กลุ่มบริการ	*	หมายถึง พบความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนกับผลการดำเนินงานในอนาคต
TECH	หมายถึง กลุ่มเทคโนโลยี		
β_1	คือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณของกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม ($\Delta DEBT$) ซึ่งมีทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวังเป็น (-)		

4.2.2.2.1 ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยโดยใช้กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน

จากตาราง 4.20 เพื่อให้เกิดความเข้าใจในการวิเคราะห์ผลทางสถิติได้โดยง่าย ผู้วิจัยแบ่งการวิเคราะห์จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมเรียงตามลำดับดังนี้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROP CON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) กลุ่มบริการ (SERVICE) และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) และจะกล่าวผลสรุปการทดสอบตามตัวแบบที่ 4 ในตอนท้าย

1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของตัวแบบที่ 4 กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และตัวแปรกระแสเงินสดจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) ซึ่งมีทิศทางเป็นไปตามที่คาดหวังโดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมมีค่า β เท่ากับ -0.175 และตัวแปรกระแสเงินสดจากการออกหุ้นทุนมีค่า β เท่ากับ -0.181 อธิบายได้ว่าหากมีกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเข้าสู่กิจการ 1 บาท ในช่วงระยะเวลา 1 ปีถัดมาจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานลดลง 0.175 บาท และถ้าหากมี

กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนเข้าสู่กิจการ 1 บาทในช่วงระยะเวลา 1 ปีถัดมาจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานลดลง 0.181 บาท

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม ตัวแปรผลการดำเนินงานปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) แสดงว่าผลการดำเนินงานปีปัจจุบันส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตไปในทิศทางเดียวกัน หากกิจการในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีกำไรในปัจจุบันส่งผลให้กิจการมีผลกำไรในอนาคตเช่นกัน แต่ในทางกลับกันปรากฏว่า ตัวแปรควบคุมตัวสุดท้าย กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} > 0.05$) เมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.539 สามารถอธิบายได้ว่า 53.90 % ของผลการดำเนินงานในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 4 ตัว ในตัวแบบที่ 4

2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของทั้งตัวแบบที่ 4 กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และตัวแปรกระแสเงินสดจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) ซึ่งมีทิศทางเป็นไปตามที่คาดหวังโดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมมีค่า β เท่ากับ -0.201 และตัวแปรกระแสเงินสดจากการออกหุ้นทุนมีค่า β เท่ากับ -0.241 อธิบายได้ว่าหากมีกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเข้าสู่กิจการ 1 บาทในช่วงระยะเวลา 1 ปีถัดมาจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานลดลง 0.201 บาท และถ้าหากมีกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนเข้าสู่กิจการ 1 บาทในช่วงระยะเวลา 1 ปีถัดมาจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานลดลง 0.241 บาท

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม ตัวแปรผลการดำเนินงานปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) แสดงว่าผลการดำเนินงานปีปัจจุบันส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตในทิศทางเดียวกัน หากกิจการในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคมีกำไรในปัจจุบันส่งผลให้กิจการมีผลกำไรในอนาคตเช่นกัน ส่วนตัวแปรควบคุมตัวสุดท้าย กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนพบว่ามีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) แสดงให้เห็นว่าหากบริษัทในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคมีการใช้ไปของกระแสเงินสดในกิจกรรมลงทุน ถือเป็นปัจจัยที่ส่งผลให้ปีถัดไปมีผลการดำเนินงานเป็นบวก หรือเป็นปัจจัยส่วนหนึ่งที่ทำให้เกิดรายได้ เมื่อพิจารณา Adjusted R^2

มีค่า 0.588 สามารถอธิบายได้ว่า 58.80 % ของผลการดำเนินงานในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 4 ตัว ในตัวแบบที่ 4

3. กลุ่มธุรกิจการเงิน

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ตัวแบบที่ 4 กลุ่มธุรกิจการเงิน แสดงให้เห็นว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมไม่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} > 0.05$) ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย สาเหตุที่กลุ่มธุรกิจการเงิน ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติอาจมีสาเหตุมาจาก เป็นกลุ่มที่มีกฎระเบียบข้อบังคับเป็นพิเศษจากภาครัฐ และมีธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นกำกับดูแลกลุ่มธุรกิจการเงิน เป็นกลุ่มที่มีการลงทุนอยู่ตลอดเวลาไม่ว่าจะเป็นการลงทุนในหลักทรัพย์ การปล่อยเงินกู้ระยะยาว และการออกตราสารหนี้ (ธรรมาภิบาล 2550) เพราะหากอัตราดอกเบี้ยเกิดการเปลี่ยนแปลงกลุ่มธุรกิจการเงินต้องมีการปรับตัวตามอัตราดอกเบี้ยที่เปลี่ยนแปลงไป ดังนั้นรายการของกิจกรรมจัดหาเงินจึงมีส่วนเกี่ยวข้องกับการดำเนินงานเป็นปกติด้วย รวมทั้งอัตราส่วนต่างๆของภาคธุรกิจการเงินมีความแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ จากเหตุผลที่กล่าวไปแล้วข้างต้นส่งผลให้ผลการทดสอบกลุ่มธุรกิจการเงิน ไม่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) ซึ่งไม่เป็นไปตามคำอธิบายที่ว่าในช่วงเวลาที่เกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลในช่วงเวลาผลการดำเนินงานเป็นบวกอยู่อย่างสม่ำเสมอผู้บริหารทราบว่าจะเกิดการชะลอตัวของธุรกิจเพื่อเป็นการสร้างสภาพคล่องส่วนเกินไว้ในยามที่ประสบปัญหาในอนาคตจึงทำการจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ ซึ่งในภายหลังบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินไม่พบว่าเกิดปัญหาผลการดำเนินงานเป็นลบ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด เพราะว่ากลุ่มธุรกิจการเงินมีส่วนเกี่ยวข้องกับตลาดเงินเป็นปกติเนื่องจากเป็นตัวกลางในการระดมทุนเพื่อนำไปปล่อยกู้ให้กับหน่วยธุรกิจที่มีความต้องการเงินทุนเพื่อนำไปใช้ในโอกาสทางธุรกิจ นอกจากนี้ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนจากการทดสอบสมมติฐานพบว่ามีความผิดปกติก่อนค่าคาดหวัง พบว่ามีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคต ($p\text{-value} < 0.05$) โดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีค่า β เท่ากับ 0.050 อธิบายได้ว่าหากมีกระแสเข้าจากการออกหุ้นเพิ่มทุน ภายในระยะเวลา 1 ปีถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่จะส่งผลให้บริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินมีผลการดำเนินงานเป็นบวก ซึ่งเมื่อมองถึงสภาพความเป็นจริงถือว่ามีความเป็นไปได้เนื่องจากการออกหุ้นทุนไม่มีกำหนดระยะเวลาตายตัวที่จะต้องชำระภาระผูกพัน เหมือนกับการกู้ยืมที่มีดอกเบี้ยและเงินต้น อีกทั้งหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจการเงินในประเทศไทยได้รับความเชื่อถือจากนักลงทุน และตลาดหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก เนื่องจากมีผล

ประกอบการเป็นบวกเสมอมาเป็นส่วนใหญ่ เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีบริษัทส่วนใหญ่อยู่ในกลุ่ม SET 50 มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจการเงินเป็นลำดับต้นๆในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้ผลการทดสอบสมมติฐานแตกต่างจากค่าคาดหวัง เนื่องจากการจัดหาเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นในกลุ่มธุรกิจการเงินเมื่อเทียบเป็นสัดส่วนกับขนาดของกิจการแล้วถือว่ามีความแตกต่างกันมากผลกระทบที่เกิดขึ้นอาจไม่ส่งผลสะท้อนในภาพรวม ผลการดำเนินงานจึงยังคงเป็นบวก แต่อย่างไรก็ตามค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ได้มีค่าต่ำมากคิดเป็นผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตได้เพียงร้อยละ 5 เท่านั้น

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม (มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด) ผลลัพธ์ที่ได้ทั้งจากตัวแบบที่ 4 แสดงให้เห็นว่าผลการดำเนินงานปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) อธิบายได้ว่าหากในปีปัจจุบันบริษัทมีกำไรจากการดำเนินงาน ก็สามารถคาดหวังได้ว่าในปีถัดไปผลการดำเนินงานที่ได้ยังคงมีแนวโน้มที่จะกำไรเช่นกัน ส่วนตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนพบว่าไม่มีความสัมพันธ์เชิงสถิติกับผลการดำเนินงานในอนาคต ($p\text{-value} > 0.05$) กล่าวได้ว่ากระแสเงินใช้ไปเพื่อการลงทุนไม่สามารถอธิบายได้ว่าในอนาคตกิจการกลุ่มธุรกิจการเงินจะมีผลการดำเนินงานเป็นบวก เมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.441 สามารถอธิบายได้ว่า 44.10 % ของผลการดำเนินงานในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 4 ตัว ในตัวแบบที่ 4

4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของตัวแบบที่ 4 กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม แสดงให้เห็นว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และตัวแปรกระแสเงินสดจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) ซึ่งมีทิศทางเป็นไปตามที่คาดหวังโดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมมีค่า β เท่ากับ -0.088 และตัวแปรกระแสเงินสดจากการออกหุ้นทุนมีค่า $\beta = -0.097$ อธิบายได้ว่าหากมีกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเข้าสู่กิจการ 1 บาทในช่วงระยะเวลา 1 ปีถัดมาจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานลดลง 0.088 บาท และถ้าหากมีกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนเข้าสู่กิจการ 1 หน่วยในช่วงระยะเวลา 1 ปีถัดมาจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานลดลง 0.097 บาท

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม ตัวแปรผลการดำเนินงานปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) แสดงว่าผลการดำเนินงานปีปัจจุบันส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตในทิศทางเดียวกัน หาก

กิจการในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมมีกำไรในปัจจุบันส่งผลให้กิจการมีผลกำไรในอนาคตเช่นกัน ส่วนตัวแปรควบคุมตัวสุดท้าย กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนพบว่ามีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) กล่าวได้ว่าหากกิจการในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมมีการใช้ไปของกระแสเงินสดในกิจกรรมลงทุน เป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลให้ในปีถัดไป บริษัทในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมมีผลการดำเนินงานเป็นบวก และเมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.309 สามารถอธิบายได้ว่า 30.90 % ของผลการดำเนินงานในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 4 ตัว ในตัวแบบที่ 4

5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของทั้งตัวแบบที่ 4 กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และตัวแปรกระแสเงินสดจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) ซึ่งมีทิศทางเป็นไปตามที่คาดหวังโดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมมีค่า β เท่ากับ -0.084 และตัวแปรกระแสเงินสดจากการออกหุ้นทุนมีค่า β เท่ากับ -0.055 อธิบายได้ว่าหากมีกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเข้าสู่กิจการ 1 บาทในช่วงระยะเวลา 1 ปีถัดมาจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานลดลง 0.084 บาท และถ้าหากมีกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนเข้าสู่กิจการ 1 บาทในช่วงระยะเวลา 1 ปีถัดมาจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานลดลง 0.055 บาท

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม ตัวแปรผลการดำเนินงานปัจจุบันมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) แสดงว่าผลการดำเนินงานปัจจุบันส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตในทิศทางเดียวกัน หากกิจการในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีกำไรในปัจจุบันส่งผลให้กิจการมีผลกำไรในอนาคตเช่นกัน ส่วนตัวแปรควบคุมตัวสุดท้าย กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนพบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} > 0.05$) กล่าวได้ว่าหากกิจการในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีการใช้ไปของกระแสเงินสดในกิจกรรมลงทุน ไม่ถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลให้ในปีถัดไป บริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีผลการดำเนินงานเป็นบวก และเมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.359 สามารถอธิบายได้ว่า 35.90 % ของผลการดำเนินงานในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 4 ตัว ในตัวแบบที่ 4

6. กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของตัวแบบที่ 4 กลุ่มทรัพยากร แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และตัวแปรกระแสเงินสดจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) ซึ่งมีทิศทางเป็นไปตามที่คาดหวังโดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมมีค่า β เท่ากับ -0.138 และตัวแปรกระแสเงินสดจากการออกหุ้นทุนมีค่า β เท่ากับ -0.120 อธิบายได้ว่าหากมีกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเข้าสู่กิจการ 1 บาทในช่วงระยะเวลา 1 ปีถัดมาจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานลดลง 0.138 บาท และถ้าหากมีกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนเข้าสู่กิจการ 1 บาทในช่วงระยะเวลา 1 ปีถัดมาจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานลดลง 0.120 บาท

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม ตัวแปรผลการดำเนินงานปัจจุบันมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) แสดงว่าผลการดำเนินงานปัจจุบันส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตในทิศทางเดียวกัน หากกิจการในกลุ่มทรัพยากรมีกำไรในปัจจุบันส่งผลให้กิจการมีผลกำไรในอนาคตเช่นกัน ส่วนตัวแปรควบคุมตัวสุดท้าย กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนพบว่ามีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) กล่าวได้ว่าหากกิจการในกลุ่มทรัพยากรมีการใช้ไปของกระแสเงินสดในกิจกรรมลงทุน เป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลให้ในปีถัดไปบริษัทในกลุ่มทรัพยากรมีผลการดำเนินงานเป็นบวก การลงทุนสามารถบ่งบอกถึงการเจริญเติบโตอย่างต่อเนื่อง และเมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.331 สามารถอธิบายได้ว่า 33.10 % ของผลการดำเนินงานในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 4 ตัว ในตัวแบบที่ 4

7. กลุ่มบริการ (SERVICE)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของตัวแบบที่ 4 กลุ่มบริการ แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และตัวแปรกระแสเงินสดจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) ซึ่งมีทิศทางเป็นไปตามที่คาดหวังโดยตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมมีค่า β เท่ากับ -0.145 และตัวแปรกระแสเงินสดจากการออกหุ้นทุนมีค่า β เท่ากับ -0.136 อธิบายได้ว่าหากมีกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเข้าสู่กิจการ 1 บาทในช่วงระยะเวลา 1 ปีถัดมาจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานลดลง 0.145 บาท และถ้าหากมีกระแส

เงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนเข้าสู่กิจการ 1 บาทในช่วงระยะเวลา 1 ปีถัดมาจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานลดลง 0.136 บาท

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม ตัวแปรผลการดำเนินงานปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) แสดงว่าผลการดำเนินงานปีปัจจุบันส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตในทิศทางเดียวกัน หากกิจการในกลุ่มบริการมีกำไรในปีปัจจุบันส่งผลให้กิจการมีผลกำไรในอนาคตเช่นกัน ส่วนตัวแปรควบคุมตัวสุดท้าย กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนพบว่ามีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) กล่าวได้ว่าหากกิจการในกลุ่มบริการมีการใช้ไปของกระแสเงินสดในกิจกรรมลงทุน เป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลให้ในปีถัดไปบริษัทในกลุ่มบริการมีผลการดำเนินงานเป็นบวก และเมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.520 สามารถอธิบายได้ว่า 52.00 % ของผลการดำเนินงานในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 4 ตัว ในตัวแบบที่ 4

8. กลุ่มเทคโนโลยี (TECH)

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ตัวแบบที่ 4 กลุ่มเทคโนโลยี แสดงให้เห็นว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และตัวแปรกระแสเงินสดจากการออกหุ้นทุนไม่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} > 0.05$) ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย สาเหตุที่กลุ่มเทคโนโลยีไม่พบนัยสำคัญทางสถิติอาจมีสาเหตุมาจาก โดยธรรมชาติและความเป็นไปของธุรกิจเทคโนโลยีขึ้นอยู่กับกฎระเบียบของทางภาครัฐ เป็นธุรกิจที่มีความเคลื่อนไหวไม่หยุดนิ่งตลอดเวลา เทคโนโลยีใหม่ๆ มีเข้ามาอย่างต่อเนื่องการลงทุนจึงเกิดตามมาด้วยเช่นกัน ภาพรวมของธุรกิจสื่อสารในช่วง 1 ทศวรรษที่ผ่านมาเติบโตอย่างต่อเนื่องมาโดยตลอด และเป็นการเติบโตแบบก้าวกระโดดด้วย (ฐิติเทพ นพเกตุ 2550) ส่งผลให้ผู้บริหารมีความต้องการเงินทุนไปใช้ในการดำเนินงานเพราะเกิดการลงทุนเพื่อโอกาสในการขยายตลาด และเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่มีการหยุดนิ่ง จากเหตุผลที่กล่าวไปแล้วข้างต้นส่งผลให้ผลการทดสอบกลุ่มธุรกิจการเงิน ไม่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) ซึ่งไม่เป็นไปตามคำอธิบายที่ว่าในช่วงเวลาที่เกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ผลการดำเนินงานเป็นบวกอยู่อย่างสม่ำเสมอ ผู้บริหารที่ทราบว่าจะเกิดการชะลอตัวของธุรกิจ เพื่อเป็นการสร้างสภาพคล่องส่วนเกินไว้ในยามที่ประสบปัญหาในอนาคตจึงทำการจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ ซึ่งในภายหลังจากมีการจัดหาเงินบริษัทในกลุ่มเทคโนโลยีไม่พบว่าเกิดปัญหาผลการดำเนินงานเป็นลบ เพราะเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้รับความ

เชื่อถือนักลงทุนในประเทศไทยเป็นอย่างมาก มีผลการดำเนินงานเป็นบวกอยู่อย่างต่อเนื่อง อีกทั้งมีการเจริญเติบโตเป็นอย่างมากในประเทศไทย ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม ผลลัพธ์ที่ได้ทั้งจากตัวแบบที่ 4 แสดงให้เห็นว่าผลการดำเนินงานปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) อธิบายได้ว่าหากในปีปัจจุบันบริษัทมีกำไรจากการดำเนินงาน ก็สามารถคาดหวังได้ว่าในปีถัดไปผลการดำเนินงานที่ได้ยังคงมีแนวโน้มที่จะกำไรเช่นกัน ส่วนตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงสถิติกับผลการดำเนินงานในอนาคต ($p\text{-value} < 0.05$) กล่าวได้ว่ากระแสเงินใช้ไปเพื่อการลงทุนสามารถอธิบายได้ว่าในอนาคตกิจกรรมกลุ่มเทคโนโลยีจะมีผลการดำเนินงานเป็นบวก เมื่อพิจารณา Adjusted R^2 มีค่า 0.234 สามารถอธิบายได้ว่า 23.40 % ของผลการดำเนินงานในอนาคตที่สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 4 ตัว ในตัวแบบที่ 4 แต่อย่างไรก็ตามไม่พบความสัมพันธ์ตามสมมติฐานจากการทดสอบตัวแบบข้างต้น

จากที่กล่าวไปในการวิเคราะห์แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมสามารถสรุปผลการทดสอบทั้งหมดจากตัวแบบที่ 4 ได้ดังนี้

ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม พบว่ามีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตซึ่งมีทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปตามที่คาดหวังโดยพิจารณาจากค่า β เป็นลบจาก 6 กลุ่มอุตสาหกรรมดังนี้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) และ กลุ่มบริการ (SERVICE) สามารถอธิบายได้ว่า 6 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นหากมีการจัดหาเงินโดยการกู้ยืม ในระยะเวลา 1 ปีถัดมาจะส่งผลกระทบต่อทำให้ผลการดำเนินงานลดลง หรือประสบปัญหาขาดทุน แต่ในทางกลับกันพบว่า กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคต

สาเหตุที่ทำให้ 2 กลุ่มอุตสาหกรรมไม่พบนัยสำคัญทางสถิติอาจมาจาก กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) เป็นกลุ่มที่มีกฎระเบียบข้อบังคับเป็นพิเศษจากภาครัฐ และมีธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นกำกับดูแล กลุ่มธุรกิจการเงิน เป็นกลุ่มที่มีการลงทุนอยู่ตลอดเวลาไม่ว่าจะเป็นการลงทุนในหลักทรัพย์ การปล่อยเงินกู้ระยะยาว และการออกตราสารหนี้ เพราะหากอัตรา

ดอกเบี้ยเกิดการเปลี่ยนแปลงกลุ่มธุรกิจการเงินต้องมีการปรับตัวตามอัตราดอกเบี้ยที่เปลี่ยนแปลงไป ดังนั้นรายการของกิจกรรมจัดหาเงินจึงมีส่วนเกี่ยวข้องกับการดำเนินงานเป็นปกติด้วย รวมทั้งอัตราส่วนต่างๆของภาคธุรกิจการเงินมีความแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ สำหรับกลุ่มเทคโนโลยี (TECH) โดยธรรมชาติและความเป็นไปของธุรกิจเทคโนโลยีขึ้นอยู่กับภาวะเปรียบของทางภาครัฐ เป็นธุรกิจที่มีความเคลื่อนไหวไม่หยุดนิ่งตลอดเวลา เทคโนโลยีใหม่ๆ มีเข้ามาอย่างต่อเนื่องการลงทุนจึงเกิดตามมาด้วยเช่นกัน ภาพรวมของธุรกิจสื่อสารในช่วง 1 ทศวรรษที่ผ่านมาเติบโตอย่างต่อเนื่องมาโดยตลอด และเป็นการเติบโตแบบก้าวกระโดดด้วย ส่งผลให้ผู้บริหารมีความต้องการเงินทุนไปใช้ในการดำเนินงานเพราะเกิดการลงทุนเพื่อโอกาสในการขยายตลาด และเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่มีการหยุดนิ่ง จากเหตุผลที่กล่าวไปแล้วข้างต้นส่งผลให้ทั้ง 2 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้น ผลการทดสอบไม่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) ซึ่งไม่เป็นไปตามคำอธิบายที่ว่าในช่วงเวลาที่เกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ผลการดำเนินงานเป็นบวกอยู่อย่างสม่ำเสมอ ผู้บริหารที่ทราบว่าจะเกิดการชะลอตัวของธุรกิจเพื่อเป็นการสร้างสภาพคล่องส่วนเกินไว้ในยามที่ประสบปัญหาในอนาคตจึงทำการจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ ซึ่งในภายหลังจากมีการจัดหาเงินบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน และกลุ่มเทคโนโลยีไม่พบว่าจะเกิดปัญหาผลการดำเนินงานเป็นลบในภายหลัง เพราะเป็น 2 กลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้รับความเชื่อถือจากนักลงทุนในประเทศไทยเป็นอย่างมาก มีผลการดำเนินงานเป็นบวกอยู่อย่างต่อเนื่อง อีกทั้งมีการเจริญเติบโตเป็นอย่างมากในประเทศไทย ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานจาก 2 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้น

เมื่อกลับมาพิจารณาถึงกลุ่มอุตสาหกรรมที่กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมมีทิศทางความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตเป็นไปตามที่คาดหวัง (ทิศทางตรงกันข้าม) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) เรียงจากมากไปหาน้อยมีดังนี้ กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค ($\beta = -0.201$) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ($\beta = -0.175$) กลุ่มบริการ ($\beta = -0.145$) กลุ่มทรัพยากร ($\beta = -0.138$) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม ($\beta = -0.088$) และ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ($\beta = -0.084$) ตามลำดับ

กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน ผลการทดสอบกลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) และกลุ่มบริการ (SERVICE) พบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต ($p\text{-value} < 0.05$) ใน 6 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้น

กล่าวได้ว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากการออกหุ้นทุนเข้าสู่กิจการส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตในทิศทางตรงกันข้าม หรือบริษัทประสบปัญหาขาดทุน

ในทางกลับกันกลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) มีทิศทางความสัมพันธ์ไม่เป็นไปตามที่คาดหวังค่า β เป็นบวกคือ เมื่อบริษัทมีกระแสเข้าของเงินสดจากการออกหุ้นทุนกลับส่งผลให้ในเวลาต่อมากิจการเกิดผลกำไร ไม่เป็นไปตามทฤษฎีที่ใช้อ้างอิง โดยมีเพียงกลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) เพียงกลุ่มเดียวที่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันและมีนัยสำคัญทางสถิติ (p -value < 0.05) สาเหตุที่ทำให้ผลการทดสอบสมมติฐานไม่เป็นไปตามที่คาดหวังจากกลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) มาจากโครงสร้างระบบการเงินไทยประกอบด้วยตลาดเงิน และตลาดทุน โดยทั้งสองตลาดมีหน้าที่ระดมเงินออมจากในประเทศและต่างประเทศเพื่อนำมาลงทุน โดยตลาดเงินจะทำการระดมเงินออมในรูปของเงินฝาก (กรณีเป็นธนาคาร) และตั๋วสัญญาใช้เงิน (กรณีเป็นบริษัทเงินและเครดิตฟองซิเออร์) เพื่อนำไปปล่อยกู้แก่ภาครัฐ ภาคเอกชน และภาคประชาชนในการนำเงินไปลงทุน ในขณะที่ตลาดทุนจะทำการระดมเงินออมในรูปของกองทุนรูปแบบต่าง ๆ และบริษัทประกันชีวิต เพื่อนำเงินไปลงทุนในหลักทรัพย์ ตราสารหนี้ รวมทั้งไปลงทุนรูปแบบอื่น ๆ เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ เป็นองค์กรที่มีขนาดใหญ่ผลสะท้อนจากกิจกรรมจัดหาเงินอาจไม่ส่งผลในภาพรวม เนื่องจากการออกจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนอาจเป็นส่วนไม่มากเมื่อเทียบกับขนาดของกิจการโดยรวม อีกทั้งเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีผลประกอบการโดยรวมในกลุ่มอุตสาหกรรมเป็นบวกอย่างต่อเนื่อง ภายหลังจากมีการปรับปรุงภาคการเงินตั้งแต่ภาวะเศรษฐกิจปี 2540 มีการลดอัตราดอกเบี้ยเป็นอย่างมากส่งผลให้กลุ่มธุรกิจการเงินไม่ต้องแบกรับดอกเบี้ยที่เกิดจากการระดมทุนระยะสั้นจากภาคประชาชน จากเหตุผลที่กล่าวไปแล้วข้างต้นส่งผลให้กลุ่มธุรกิจการเงินมีการเจริญเติบโต และผลการดำเนินงานเป็นบวกอย่างสม่ำเสมอ อีกทั้งยังมีการระดมทุนอย่างต่อเนื่องผลการศึกษาที่ได้จึงตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ต้องการทดสอบ

สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมสุดท้าย กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) ผลการทดสอบไม่พบความสัมพันธ์ใดใดกับผลการดำเนินงานในอนาคต กล่าวได้ว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตสำหรับกลุ่มเทคโนโลยี ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย สาเหตุที่ไม่พบความสัมพันธ์อาจมาจากความเป็นไปของธุรกิจเทคโนโลยีขึ้นอยู่กับภาวะเป็ยของทางภาครัฐ เป็นธุรกิจที่มีความเคลื่อนไหวไม่หยุดนิ่งตลอดเวลา เทคโนโลยีใหม่ๆ มีเข้ามาอย่างต่อเนื่องการลงทุนจึงเกิดตามมาด้วยเช่นกัน ภาพรวมของธุรกิจสื่อสารในช่วง 1 ทศวรรษที่ผ่านมาเติบโตอย่างต่อเนื่องมาโดยตลอด และเป็นการเติบโตแบบก้าวกระโดดด้วย (ฐิติ

เทพ นพเกตุ) ส่งผลให้ผู้บริหารมีความต้องการเงินทุนไปใช้ในการดำเนินงานเพราะเกิดการลงทุนเพื่อโอกาสในการขยายตลาด และเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่มีการหยุดนิ่ง การเติบโตอย่างต่อเนื่องส่งผลให้บริษัทในกลุ่มเทคโนโลยีมีผลกำไรสม่ำเสมอ การระดมทุนจากส่วนของผู้ออกหุ้นทำไปเพื่อโอกาสในการเจริญเติบโตไม่ได้เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) หมายความว่าผู้บริหารมีได้จัดหาเงินเข้าสู่กิจการเพียงเพราะว่าฉกฉวยโอกาสในความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล แต่อาจมาจากความต้องการเงินทุนอย่างแท้จริงเพื่อนำไปพัฒนาระบบเทคโนโลยีและสารสนเทศให้ทันสมัยเทียบเท่าสากล

เมื่อกลับมาพิจารณาถึงกลุ่มอุตสาหกรรมที่กระแสเงินสดจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตทิศทางเป็นไปตามที่คาดหวัง (ทิศทางตรงกันข้าม) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) เรียงจากมากไปหาน้อยมีดังนี้ กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค ($\beta = -0.241$) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ($\beta = -0.181$) กลุ่มบริการ ($\beta = -0.136$) กลุ่มทรัพยากร ($\beta = -0.120$) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม ($\beta = -0.097$) และ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ($\beta = -0.055$)

ผลการดำเนินงานปีปัจจุบัน สิ่งที่คาดหวังคือผลการดำเนินงานปีปัจจุบันน่าจะมี ความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอดีตไป เนื่องจากอยู่ในช่วงของวัฏจักรธุรกิจช่วงเดียวกัน ผลการทดสอบพบว่าผลการดำเนินงานปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์เป็นไปตามที่คาดหวังคือมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} < 0.05$) ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมที่ทดสอบ สามารถกล่าวได้ว่าบริษัทที่มีผลการดำเนินงานปีปัจจุบันกำไร ถือเป็นปัจจัยหนึ่งส่งผลกระทบบให้ปิดไปบริษัทมีผลการดำเนินงานในอนาคตกำไรเช่นกัน

กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน สิ่งที่คาดหวังคือหากบริษัทมีการลงทุนในปีปัจจุบัน ในอนาคตบริษัทย่อมได้ผลกำไรจากการลงทุนดังกล่าว ผลการทดสอบพบว่า กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) กลุ่มบริการ (SERVICE) และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) มีทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปตามที่คาดหวังคือมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับตัวแปรตาม ($p\text{-value} < 0.05$) อธิบายได้ว่า 5 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้น หากมีกระแสเงินสดสุทธิใช้ไปในกิจกรรมลงทุนในระยะเวลา 1 ปีถัดจากนั้น ถือเป็นปัจจัยหนึ่งส่งผลให้กิจการมีผลการดำเนินงานเป็นบวกจากการลงทุนข้างต้น โดยกลุ่มอุตสาหกรรมที่เหลือ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE)

และ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตจากการทดสอบตามตัวแบบที่ 4

4.2.2.2 ผลการทดสอบตัวแปรควบคุม

ตัวแปรควบคุมทุกตัวมีทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางที่คาดหวัง สำหรับตัวแปรควบคุมที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตและมีนัยสำคัญทางสถิติ คือ ผลการดำเนินงานปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคต ซึ่งผลลัพธ์ที่ได้สอดคล้องกันทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ส่วนตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนมีกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) กลุ่มบริการ (SERVICE) และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) ที่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} < 0.05$) ซึ่งทิศทางเป็นไปตามที่คาดหวัง กล่าวคือกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติซึ่งผลที่ได้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Daniel and Thomas (2006) ซึ่งพบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต อธิบายได้ว่าหากมีการใช้ไปของกระแสเงินสดในกิจกรรมลงทุน ส่งผลให้เป็นปัจจัยที่กระทบในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคต

ผลการทดสอบทั้ง 4 ตัวแบบพบว่าสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Bradshaw Richardson and Sloan (2006) Daniel and Thomas (2006) และ Gavin (2005) เรื่องความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต ผลการวิจัยพบว่ามีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกันระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตไม่ว่าจะเป็น (1) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน (2) กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และ (3) กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน ต่างมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับตัวแปรตามโดยมีรายละเอียดสรุปดังนี้

กลุ่มอุตสาหกรรมที่พบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญมีดังนี้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) และ กลุ่มบริการ (SERVICE) อธิบายได้ว่า 4 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นหากมีกระแสเงิน

สดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงิน เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตในเชิงลบ ผลการทดสอบ 4 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นเป็นไปตามสมมติฐานประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) เนื่องจากผู้บริหารใน 4 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นใช้โอกาสในช่วงเวลาที่มูลค่าหลักทรัพย์มีราคาสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ ซึ่งเมื่อในภายหลังข้อมูลได้เข้าถึงนักลงทุนราคาหลักทรัพย์จึงปรับตัวเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริงทำให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ลดลง ผลการทดสอบจึงเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

กลุ่มอุตสาหกรรมที่พบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญมีดังนี้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) และ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) เพียง 2 กลุ่มอุตสาหกรรมที่พบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต อธิบายได้ว่า 2 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นหากมีกระแสเงินสดเข้าจากการกู้ยืม เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตในเชิงลบ ซึ่งอาจมาจากธุรกิจในประเทศไทยเน้นการทำธุรกิจด้วยเงินทุนจากการกู้ยืม นักลงทุนจึงเห็นว่าเป็นการดำเนินธุรกิจตามลักษณะปกติของประเทศไทย ผลการทดสอบที่ตรวจพบจึง สอดคล้องกันว่ากระแสเงินสดจากการกู้ยืมในอุตสาหกรรมส่วนใหญ่แล้วไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต ซึ่งนักลงทุนเชื่อว่าหากยังคงมีความสามารถในการกู้ยืมแสดงให้เห็นว่าสถาบันการเงินเชื่อมั่นในธุรกิจดังกล่าว ผลที่ได้จึงสอดคล้องกับสภาพแวดล้อมของผู้บริหารในประเทศไทย

กลุ่มอุตสาหกรรมที่พบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญมีดังนี้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มบริการ (SERVICE) และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) อธิบายได้ว่า 5 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นหากมีกระแสเงินสดเข้าจากการออกหุ้นทุน เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตในเชิงลบ ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีตัวแทน และทฤษฎีการส่งสัญญาณซึ่งเปรียบเทียบจากความสัมพันธ์ตามกลุ่มอุตสาหกรรมที่ตรวจพบ พบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีพบความสัมพันธ์มากที่สุด 5 กลุ่มอุตสาหกรรม เนื่องจากถือว่าการจัดหาเงินจากส่วนของผู้ถือหุ้นถือเป็นทางเลือกสุดท้ายของผู้บริหาร การเพิ่มทุนหรือจัดหาเงินจากส่วนของผู้ถือหุ้นส่งผลกระทบต่อความตัดสินใจของผู้บริหารเนื่องจากมีผู้ถือหุ้นรายใหม่ และส่งผลให้กระแสเงินสดลดภาระลดลงเพราะต้องนำไปจ่ายปันผลมากขึ้น ผู้บริหารจะจัดหาเงินจากส่วนของผู้ถือหุ้นเมื่อไม่สามารถระดมทุนจากแหล่งอื่นได้อีกแล้ว ซึ่งถือเป็นสัญญาณเชิงลบต่อนักลงทุน จากค่า

สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณจะสังเกตได้ว่าโดยรวมแล้วมีค่ามากที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณจากตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน และตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม

กลุ่มอุตสาหกรรมที่พบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญมีดังนี้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) และกลุ่มบริการ (SERVICE) กล่าวได้ว่า 6 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นหากมีกระแสเงินสดได้มาจากกิจกรรมจัดหาเงิน เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตลดลงอย่างมีนัยสำคัญ อธิบายได้ว่า 6 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นเป็นไปตามสมมติฐานประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) เนื่องจากผู้บริหารใน 6 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นใช้โอกาสในช่วงเวลาที่ผลการดำเนินงานเป็นบวกอย่างสม่ำเสมอต่อเนื่อง จัดหาเงินเข้าสู่กิจการ ซึ่งเมื่อในภายหลังผลการดำเนินงานไม่เป็นไปตามที่ตลาดคาดหวังซึ่งผู้บริหารทราบดีอยู่แล้วว่าผลการดำเนินงานอาจเกิดการชะลอตัว ซึ่งถือได้ว่ากิจกรรมจัดหาเงินเป็นสัญญาณเชิงลบไปสู่ตลาดและส่งผลให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ปรับตัวเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริงด้วยเช่นกัน ผลการทดสอบจึงเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

กลุ่มอุตสาหกรรมที่พบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญมีดังนี้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) และกลุ่มบริการ (SERVICE) กล่าวได้ว่า 6 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นหากมีกระแสเงินสดได้มาจากการกู้ยืม เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตลดลงอย่างมีนัยสำคัญ อธิบายได้ว่า 6 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นเป็นไปตามสมมติฐานประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) เนื่องจากผู้บริหารใน 6 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นใช้โอกาสในช่วงเวลาที่ผลการดำเนินงานเป็นบวกอย่างสม่ำเสมอต่อเนื่อง จัดหาเงินเข้าสู่กิจการ ซึ่งเมื่อในภายหลังผลการดำเนินงานไม่เป็นไปตามที่ตลาดคาดหวัง ซึ่งในภายหลัง บริษัทพบผลการดำเนินงานเป็นลบตามที่ผู้บริหารคาดการณ์ไว้

กลุ่มอุตสาหกรรมที่พบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญมีดังนี้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) และ กลุ่มบริการ (SERVICE) กล่าวได้ว่า 6 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นหากมีกระแสเงินสดได้มาจากการออกหุ้นทุนเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตลดลงอย่างมีนัยสำคัญ อธิบายได้ว่า 6 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นเป็นไปตามสมมติฐานประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) เนื่องจากผู้บริหารใน 6 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นใช้โอกาสในช่วงเวลาที่ผลการดำเนินงานเป็นบวกอย่างสม่ำเสมอเพื่อจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ ซึ่งเมื่อในภายหลังผลการดำเนินงานไม่เป็นไปตามที่ตลาดคาดหวัง บริษัทประสบผลการดำเนินงานเป็นลบเป็นไปตามที่ผู้บริหารคาดการณ์ไว้ แต่สำหรับกลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) จากการทดสอบตรวจพบว่ากระแสเงินสดจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ หรืออธิบายเพิ่มเติมได้ว่าหากมีกระแสเงินสดได้มาจากการออกหุ้นทุนส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานอนาคตเป็นบวก ซึ่งสาเหตุที่ผลลัพธ์ที่ได้ตรงกันข้ามกับสมมติฐานอาจมาจาก กลุ่มธุรกิจการเงินเมื่อมองถึงสภาพความเป็นจริงถือว่าการออกหุ้นทุนไม่มีกำหนดระยะเวลาตายตัวที่จะต้องชำระภาระผูกพัน อีกทั้งหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจการเงินในประเทศไทยได้รับความเชื่อถือจากนักลงทุน และตลาดหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก เนื่องจากมีผลประกอบการเป็นบวกเสมอมาเป็นส่วนใหญ่ เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีบริษัทส่วนใหญ่อยู่ในกลุ่ม SET 50 มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจการเงินเป็นลำดับต้นๆในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้ผลการทดสอบสมมติฐานแตกต่างจากค่าคาดหวัง

ดังนั้นกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินถือเป็นสัญญาณส่งไปถึงนักลงทุนว่าตลาดได้กำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ผิดไปจากความเป็นจริง ผลที่ตามมาภายหลังทำให้มูลค่าปรับตัวเข้าหามูลค่าที่แท้จริงส่งผลให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ลดลงในอนาคตเป็นไปตามทฤษฎีการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) กล่าวได้ว่าผู้บริหารใช้โอกาสในช่วงเวลาที่มูลค่าหลักทรัพย์สูงกว่าความเป็นจริงจัดหาเงินเข้าสู่กิจการในช่วงเวลาดังกล่าว ซึ่งในเวลาต่อมาราคาหลักทรัพย์ปรับเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริงจากสัญญาณของกิจกรรมจัดหาเงิน และข้อมูลอื่นๆที่ส่งไปถึงนักลงทุน ทำให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ลดลง และผลการดำเนินงานเป็นไปตามการคาดการณ์ของผู้บริหารที่อาจประสบกับภาวะชะงักงัน ส่วนสาเหตุที่เกิดความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตสามารถวิเคราะห์ได้จากมุมมองของผู้บริหารว่า ผู้บริหารต้องการใช้โอกาสจากจังหวะเวลา ในขณะที่ผลการดำเนินงานดี มีการคาดหวังที่สูงจากตลาด จัดหาเงินในช่วงเวลาดังกล่าวก่อนที่

กิจการจะเกิดภาวะชะลอตัวเพื่อให้สามารถกู้ยืมเงินได้โดยง่ายจากแหล่งเงินทุน หรือหากเป็นการออกหุ้นทุนก็สามารถได้ราคาสูงจากราคาตลาดของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาดังกล่าว แต่ในเวลาต่อมาผลการดำเนินงานไม่เป็นไปตามที่คาดหวังของตลาด บริษัทประสบภาวะขาดทุน ซึ่งผู้บริหารเป็นผู้ที่ทราบข้อมูลดังกล่าวก่อนกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มอื่นๆ อยู่ก่อนแล้ว สรุปได้ว่ากิจกรรมจัดหาเงินเป็นข้อมูลที่สะท้อนเข้าสู่มูลค่าหลักทรัพย์ในเชิงลบและเป็นสัญญาณบ่งบอกถึงผลการดำเนินงานในอนาคตว่าบริษัทอาจประสบปัญหาภาวะขาดทุน ซึ่งจากผลการทดสอบสถิติเชิงอนุมานทั้งหมดข้างต้นสามารถสรุปผลการวิจัยได้ดังตาราง 4.21



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตาราง 4.21 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

การทดสอบ	สมมติฐานการวิจัย	กลุ่มอุตสาหกรรม	ผลการทดสอบ
ผลตอบแทน หลักทรัพย์ใน อนาคต (RET_{t+1})	H_1 : กระแสเงินสดสุทธิ จากกิจกรรมจัดหาเงินมี ความสัมพันธ์ไปใน ทิศทางตรงกันข้ามกับ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในอนาคต	1. AGRO 2. CONSUME 3. FINANCE 4. INDUS 5. PROPCON 6. RESOURCE 7. SERVICE 8. TECH	ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย
	H_2 : กระแสเงินสดสุทธิจาก การกู้ยืมเงินมี ความสัมพันธ์ไปใน ทิศทางตรงกันข้ามกับ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในอนาคต	1. AGRO 2. CONSUME 3. FINANCE 4. INDUS 5. PROPCON 6. RESOURCE 7. SERVICE 8. TECH	ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย
	H_3 : กระแสเงินสดสุทธิ จากการออกหุ้นทุนมี ความสัมพันธ์ไปใน ทิศทางตรงกันข้ามกับ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในอนาคต	1. AGRO 2. CONSUME 3. FINANCE 4. INDUS 5. PROPCON 6. RESOURCE 7. SERVICE 8. TECH	ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ยอมรับสมมติฐานการวิจัย ***

การทดสอบ	สมมติฐานการวิจัย	กลุ่มอุตสาหกรรม	ผลการทดสอบ
ผลการดำเนินงานในอนาคต (INCOME _{t+1})	H ₄ : กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต	1. AGRO 2. CONSUME 3. FINANCE 4. INDUS 5. PROPCON 6. RESOURCE 7. SERVICE 8. TECH	ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย
	H ₅ : กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต	1. AGRO 2. CONSUME 3. FINANCE 4. INDUS 5. PROPCON 6. RESOURCE 7. SERVICE 8. TECH	ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย
	H ₆ : กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต	1. AGRO 2. CONSUME 3. FINANCE 4. INDUS 5. PROPCON 6. RESOURCE 7. SERVICE 8. TECH	ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคต (p-value < 0.05) ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ยอมรับสมมติฐานการวิจัย *** ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย

*** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ (p-value) 0.05

ส่วนที่จะกล่าวต่อไปในบทที่ 5 จะเป็นการสรุปผลการวิจัยแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อให้เป็นการง่ายต่อความเข้าใจ รวมถึงการอภิปรายผลการวิจัย ข้อจำกัดจากการทดสอบ และ ข้อเสนอแนะจากการวิจัย



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

การวิจัยเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต โดยกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินที่สนใจศึกษาประกอบด้วย (1) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน (2) กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และ (3) กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน กล่าวคือกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีค่าเป็นบวกบ่งบอกถึงกระแสเงินสดเข้าสู่กิจการ และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีค่าเป็นลบบ่งบอกถึงกระแสเงินสดออกจากกิจการ โดยการคำนวณตัวแปรทั้ง 3 ตัวได้อธิบายไว้แล้วในบทที่ 3

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research Methodology) กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีข้อมูลงบการเงินและมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน ปี 2543 ถึง 2549 ทั้งนี้ยกเว้น กลุ่มบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณะชนเป็นครั้งแรก (เฉพาะปีแรกที่ระดมทุน) กลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ และกลุ่มบริษัทที่รอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดไม่ตรงกับวันที่ 31 ธันวาคม สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลในการศึกษาครั้งนี้แบ่งออกเป็น 2 ส่วน (1) ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต และ (2) ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต โดยวิเคราะห์แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

การวิเคราะห์โดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม เนื่องจากแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมมีความต้องการเงินทุนแตกต่างกันตามอัตราการเจริญเติบโตและโอกาสในการลงทุน กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาต้องเป็นบริษัทที่มีข้อมูลในการศึกษาครบถ้วน เมื่อพิจารณาจำนวนกลุ่มตัวอย่างเบื้องต้นพบว่ามีจำนวน 2,534 ตัวอย่าง ในจำนวนนี้สามารถเก็บรวบรวมข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่มีความครบถ้วนสมบูรณ์ เพื่อใช้ในการศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลได้ร้อยละ 79 (2,024 ตัวอย่าง) ส่วนที่เหลืออีกประมาณร้อยละ 21 (510 ตัวอย่าง) แบ่งเป็นกลุ่มตัวอย่างที่กำลังฟื้นฟูกิจการร้อยละ 10 (252 ตัวอย่าง) แบ่งเป็นกลุ่มตัวอย่างที่เสนอขายหุ้นต่อสาธารณะชนเป็นครั้งแรกร้อยละ 4 (105 ตัวอย่าง) กลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีรอบระยะเวลาบัญชีเริ่มต้นวันที่ 1 มกราคม สิ้นสุดวันที่ 31

ธันวาคม ร้อยละ 5 (113 ตัวอย่าง) และเป็นกลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาไม่ครบถ้วน สมบูรณ์ร้อยละ 2 (40 ตัวอย่าง)

กลุ่มตัวอย่างสุทธิตั้งใช้ในการวิเคราะห์ผลทางสถิติ เนื่องจากเพื่อให้ผลการทดสอบ สมมติฐานในงานวิจัยฉบับนี้อธิบายความสัมพันธ์ของตัวแบบสมการในกรณีปกติได้ดียิ่งขึ้น ผู้วิจัย จึงพิจารณาผลกระทบของตัวอย่างที่มีค่าผิดปกติ (Outlier) ก่อนเพื่อที่จะตัดค่าผิดปกติของข้อมูล ออกจากการวิเคราะห์ เพราะค่าที่ผิดปกตินี้จะส่งผลให้สมการถดถอยเบี่ยงเบนไปจากกรณีปกติ นอกจากนี้การกำจัดค่าผิดปกติยังช่วยลดปัญหาที่เงื่อนไขของสมการถดถอยไม่เป็นจริง และทำให้ การกระจายตัวของข้อมูลเป็นการกระจายตัวแบบปกติ โดยวิธีที่ผู้วิจัยใช้เพื่อการกำจัดค่าผิดปกติ คือ บ็อกซ์พล็อต (Boxplot) และเนื่องจากตัวแปรตามที่น่าสนใจศึกษามี 2 ตัวแปรทำให้ได้ชุดข้อมูลตัว แปรอิสระ 2 ชุดข้อมูล โดยชุดข้อมูลสุทธิชุดที่ 1 ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทน หลักทรัพย์ในอนาคตมีจำนวนตัวแปรคงเหลือสุทธิ 1,810 ตัวอย่าง ส่วนชุดข้อมูลชุดที่ 2 ใช้ในการ ทดสอบความสัมพันธ์กับการดำเนินงานในอนาคตมีจำนวนตัวแปรคงเหลือสุทธิ 1,990 ตัวอย่าง รายละเอียดแสดงอยู่ในบทที่ 4 หัวข้อ 4.1.2

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้แบ่งออกเป็น 2 กลุ่มใหญ่ๆ คือกลุ่มของตัวแปรที่น่าสนใจศึกษา หรือตัวแปรอธิบาย และกลุ่มของตัวแปรที่ใช้ในการควบคุมผลการวิจัย ตัวแปรแต่ละกลุ่มสามารถ สรุปลงดังนี้

กลุ่มของตัวแปรที่น่าสนใจศึกษาประกอบด้วย (1) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน (2) กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และ (3) กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน โดยกระแสเงิน สดจากกิจกรรมจัดหาเงินทั้ง 3 ตัวแปรที่มีค่าเป็นลบบ่งบอกถึงกระแสเงินสดเข้าสู่กิจการ ในทาง ตรงกันข้ามตัวแปรที่มีค่าเป็นลบบ่งบอกถึงกระแสเงินสดออกจากกิจการ

สำหรับกลุ่มของตัวแปรที่ใช้ในการควบคุมผลการวิจัยประกอบด้วย (1) มูลค่าทางบัญชีต่อ มูลค่าตลาด ใช้เป็นตัวแปรควบคุมผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต (2) ผลการดำเนินงานปี ปัจจุบัน และ (3) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน โดยตัวแปร (2) และ (3) ใช้เป็นตัวแปร ควบคุมผลการดำเนินงานในอนาคต

รายละเอียดของการวิเคราะห์ข้อมูลจะใช้โปรแกรม Statistical Package for Social Science Version 15.0 (SPSS for Windows 15.0) เนื่องจากเป็นโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติที่ สามารถวิเคราะห์ข้อมูลได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่วนเทคนิคทางสถิติที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์

ข้อมูลครั้งนี้ ประกอบด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ซึ่งแสดงผลอยู่ในรูปของความถี่และร้อยละ (Frequency and Proportion) ค่าต่ำสุด (Minimum: Min) ค่าสูงสุด (Maximum: Max) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ทั้งนี้เพื่อใช้ในการอธิบายผลการวิจัยในเบื้องต้นเกี่ยวกับข้อมูลตัวแปรที่เก็บรวบรวมข้อมูลได้ ซึ่งได้อธิบายไว้แล้วในบทที่ 4 ส่วนสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ที่นำมาใช้ในครั้งนี้ ประกอบด้วย การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต โดยใช้เทคนิคของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

5.1 สรุปผลการวิจัย

การสรุปผลการวิจัย ผู้วิจัยได้แบ่งประเด็นของการนำเสนอออกเป็น 2 ส่วนหลัก ๆ คือ (1) ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต และ (2) ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต การสรุปผลการวิจัยในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมมีสาระโดยสังเขปดังนี้

5.1.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในตัวอย่างที่ 1 และ 2 เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต พบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต ใน 4 กลุ่มอุตสาหกรรมดังนี้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และ กลุ่มบริการ ทั้งนี้ผลการทดสอบมีความสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Bradshaw Richardson and Sloan (2006) ที่พบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) ซึ่งในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และ กลุ่มบริการ นั้นผู้บริหารใช้โอกาสในช่วงเวลาที่มูลค่าหลักทรัพย์สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง จัดหาเงินทุนเข้าสู่กิจการในช่วงเวลาดังกล่าว ซึ่งผลที่ตามมาภายหลังบริษัทไม่สามารถสร้างผลการดำเนินงานได้เทียบเท่ากับ

มูลค่าที่คาดหวังจากตลาดส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริง ผลตอบแทนใน
อนาคตจึงลดลง โดยจากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหา
เงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต ไม่พบความสัมพันธ์ที่สนใจศึกษาใน 4 กลุ่มอุตสาหกรรม
ดังนี้ กลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร และ กลุ่มเทคโนโลยี

สำหรับการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมกับผลตอบแทน
หลักทรัพย์ในอนาคต พบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมที่กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมมีความสัมพันธ์ไป
ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญมีดังนี้ กลุ่มเกษตรและ
อุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) และ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) เพียง 2 กลุ่มอุตสาหกรรมที่
พบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทน
หลักทรัพย์ในอนาคต อธิบายได้ว่า 2 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นหากมีกระแสเงินสดเข้าจากการกู้ยืม
เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตในเชิงลบ ซึ่งอาจมาจากธุรกิจใ
ประเทศไทยเน้นการทำธุรกิจด้วยเงินทุนจากการกู้ยืม นักลงทุนจึงเห็นว่าเป็นการดำเนินธุรกิจตาม
ลักษณะปกติของประเทศไทย ผลการทดสอบที่ตรวจพบจึงสอดคล้องกันว่ากระแสเงินสดจากการ
กู้ยืมในอุตสาหกรรมส่วนใหญ่แล้วไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต ซึ่งนัก
ลงทุนเชื่อว่าหากยังคงมีความสามารถในการกู้ยืมแสดงให้เห็นว่าสถาบันการเงินเชื่อมั่นในธุรกิจ
ดังกล่าว ผลที่ได้จึงสอดคล้องกับสภาพแวดล้อมของผู้บริหารในประเทศไทย โดยกลุ่มที่ไม่พบ
ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต มีดังนี้
กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร กลุ่ม
บริการ และ กลุ่มเทคโนโลยี

ส่วนการศึกษาค่าความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนกับผลตอบแทน
หลักทรัพย์ในอนาคต กลุ่มอุตสาหกรรมที่พบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมี
ความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญมีดังนี้ กลุ่ม
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้า
อุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มบริการ (SERVICE) และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) อธิบายได้ว่า 5 กลุ่ม
อุตสาหกรรมข้างต้นหากมีกระแสเงินสดเข้าจากการออกหุ้นทุน เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อ
ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตในเชิงลบ ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีตัวแทน และทฤษฎีการส่ง
สัญญาณซึ่งเปรียบเทียบจากความสัมพันธ์ตามกลุ่มอุตสาหกรรมที่ตรวจพบ พบว่ากระแสเงินสด
สุทธิจากการออกหุ้นทุนมีพบความสัมพันธ์มากที่สุดใน 5 กลุ่มอุตสาหกรรม เนื่องจากถือว่าการ
จัดหาเงินจากส่วนของผู้ถือหุ้นถือเป็นทางเลือกสุดท้ายของผู้บริหาร การเพิ่มทุนหรือจัดหาเงินจาก

ส่วนของผู้ออกหุ้นส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจของผู้บริหารเนื่องจากมีผู้ออกหุ้นรายใหม่ และส่งผลให้กระแสเงินสดปลอดภาษีลดลงเพราะต้องนำไปจ่ายปันผลมากขึ้น ผู้บริหารจะจัดหาเงินจากส่วนของผู้ออกหุ้นเมื่อไม่สามารถระดมทุนจากแหล่งอื่นได้อีกแล้ว ซึ่งถือเป็นสัญญาณเชิงลบต่อนักลงทุน จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณจะสังเกตได้ว่าโดยรวมแล้วมีค่ามากที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับ สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณจากตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน และตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม โดยกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตมีดังนี้ กลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และ กลุ่มทรัพยากร

ดังนั้นกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินถือเป็นสัญญาณส่งไปถึงนักลงทุนว่าตลาดได้กำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ผิดไปจากความเป็นจริง ผลที่ตามมาภายหลังทำให้มูลค่าปรับตัวเข้าหามูลค่าที่แท้จริงส่งผลให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ลดลงในอนาคตเป็นไปตามทฤษฎีการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) กล่าวได้ว่าผู้บริหารใช้โอกาสในช่วงเวลาที่มูลค่าหลักทรัพย์สูงกว่าความเป็นจริงจัดหาเงินเข้าสู่กิจการในช่วงเวลาดังกล่าว ซึ่งในเวลาต่อมาราคาหลักทรัพย์ปรับเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริงจากสัญญาณของกิจกรรมจัดหาเงิน และข้อมูลอื่นๆที่ส่งไปถึงนักลงทุน ทำให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ลดลง สรุปได้ว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นข้อมูลที่สะท้อนเข้าสู่มูลค่าหลักทรัพย์ในเชิงลบ ผลการทดสอบทั้ง 3 ตัวแปรที่สนใจศึกษาทั้ง (1) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน (2) กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และ (3) กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน ซึ่งพบความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตในกลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่ สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Bradshaw Richardson and Sloan (2006) ที่พบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตเช่นเดียวกัน โดยสามารถแสดงรายละเอียดค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (β) ของทั้ง 3 ตัวแปรที่สนใจศึกษาความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตได้ดังตาราง 5.1

ตาราง 5.1 รายละเอียดลำดับความสัมพันธ์ของตัวแปรกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในขนาดตแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

INDUSTRY	β		
	$\Delta XFIN_t$	$\Delta DEBT_t$	$\Delta EQUITY_t$
1. AGRO			
Rank	2	3	1
Coefficient	-0.628	-0.597	-1.370
2. CONSUME			
Rank	2		1
Coefficient	-0.889	-	-1.435
3. FINANCE			
Rank			
Coefficient	-	-	-
4. INDUS			
Rank	2	3	1
Coefficient	-0.843	-0.821	-0.915
5. PROPCON			
Rank			
Coefficient	-	-	-
6. RESOURCE			
Rank			
Coefficient	-	-	-
7. SERVICE			
Rank	2		1
Coefficient	-0.421	-	-0.787
8. TECH			
Rank			1
Coefficient	-	-	-1.040

AGRO	หมายถึง กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	TECH	หมายถึง กลุ่มเทคโนโลยี
CONSUME	หมายถึง กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	-	หมายถึง ไม่พบนัยสำคัญเชิงสถิติ
FINANCE	หมายถึง กลุ่มธุรกิจการเงิน	$\Delta XFIN$	หมายถึง กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน
INDUS	หมายถึง กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	$\Delta DEBT$	หมายถึง กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม
PROPCON	หมายถึง กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	$\Delta EQUITY$	หมายถึง กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน
RESOURCE	หมายถึง กลุ่มทรัพยากร		
SERVICE	หมายถึง กลุ่มบริการ		

จากตาราง 5.1 จะสังเกตเห็นได้ว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนในทั้ง 5 กลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มบริการ และ กลุ่มเทคโนโลยี พบว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตมากที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณกับตัวแปรที่สนใจศึกษา 2 ตัวแปรที่เหลือ (1) ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน และ (2) ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีที่ใช้ในการสนับสนุนความสัมพันธ์ของงานวิจัยฉบับนี้ ทั้ง ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และ ทฤษฎีการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) ที่กล่าวว่า การจัดหาเงินจากส่วนทุนนั้นส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนของตลาดและนักลงทุนมากที่สุด รวมไปถึงเป็นสัญญาณเชิงลบไปสู่ให้นักลงทุนมากที่สุด เนื่องจากถูกมองว่าบริษัทไม่สามารถจัดหาเงินโดยการกู้ยืมได้อีกแล้ว เจ้าหนี้และสถาบันการเงินไม่ให้ความเชื่อมั่นต่อความมั่นคงของบริษัทในอนาคต การจัดหาเงินโดยการออกหุ้นเพิ่มทุนจึงเป็นสัญญาณให้นักลงทุนเกิดความระมัดระวังในการซื้อขายหลักทรัพย์ เมื่อความเชื่อมั่นในหลักทรัพย์ที่จัดหาเงินโดยการเพิ่มทุนหมดไป ตลาดจึงเกิดการเทขายหลักทรัพย์ดังกล่าว ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในภายหลัง (ในอนาคต) จากการจัดหาเงินจึงลดลง ซึ่งผลการทดสอบที่ได้นี้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Bradshaw Richardson and Sloan (2006) ซึ่งพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตมีทิศทางความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญมากที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (β)

5.1.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในตัวแบบที่ 3 และ 4 เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต กลุ่มอุตสาหกรรมที่พบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญมีดังนี้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) และ กลุ่มบริการ (SERVICE) กล่าวได้ว่า 6 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นหากมีกระแสเงินสดได้มาจากกิจกรรมจัดหาเงิน เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบให้ผลการดำเนินงานในอนาคตลดลงอย่างมีนัยสำคัญ อธิบายได้ว่า 6 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้น

เป็นไปตามสมมติฐานประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) เนื่องจากผู้บริหารใน 6 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นใช้โอกาสในช่วงเวลาที่ผลการดำเนินงานเป็นบวกอย่างสม่ำเสมอเพื่อจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ ต่อมาภายหลังผลการดำเนินงานตกต่ำลงเป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้ของผู้บริหาร ดังนั้นกิจกรรมจัดหาเงินจึงถือเป็นสัญญาณเชิงลบต่อตลาดและนักลงทุน ว่าหากเกิดกระแสเงินสดเข้าสู่บริษัท ถือเป็นสัญญาณอย่างหนึ่งที่ส่งผลให้ผลการดำเนินงานในอนาคตลดลงสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Daniel and Thomas (2006) ที่พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต

กลุ่มอุตสาหกรรมที่พบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญมีดังนี้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) และ กลุ่มบริการ (SERVICE) กล่าวได้ว่า 6 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นหากมีกระแสเงินสดได้มาจากการกู้ยืม เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตลดลงอย่างมีนัยสำคัญ อธิบายได้ว่า 6 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นเป็นไปตามสมมติฐานประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) เนื่องจากผู้บริหารใน 6 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นใช้โอกาสในช่วงเวลาที่ผลการดำเนินงานเป็นบวกอย่างสม่ำเสมอเพื่อจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ ซึ่งเมื่อในภายหลังผลการดำเนินงานลดลงเป็นไปตามที่ผู้บริหารคาดการณ์ไว้ หรือหากมองในมุมมองของตัวเลขในงบการเงินแล้ว ถือว่ามีความเป็นเหตุเป็นผลกันระหว่างกิจกรรมจัดหาเงินโดยการกู้ยืมกับผลการดำเนินงานที่ลดลงในภายหลังจากการที่จัดหาเงินด้วยการกู้ยืม เนื่องด้วยการกู้ยืมเงินมีภาระดอกเบี้ยจ่ายที่จะต้องชำระตามกำหนดเวลาเพิ่มมากขึ้น ค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นในส่วนนี้ย่อมส่งผลให้ผลการดำเนินงานลดลงเป็นปกติ

กลุ่มอุตสาหกรรมที่พบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญมีดังนี้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) และ กลุ่มบริการ (SERVICE) กล่าวได้ว่า 6 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นหากมีกระแสเงินสดได้มาจากการออกหุ้นทุน เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตลดลงอย่างมีนัยสำคัญ อธิบายได้ว่า 6 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นเป็นไปตามสมมติฐานประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) เนื่องจากผู้บริหารใน 6 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นใช้โอกาสในช่วงเวลาที่ผลการดำเนินงานเป็นบวกอย่างสม่ำเสมอเพื่อจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ ซึ่งเมื่อในภายหลังผลการ

ดำเนินงานไม่เป็นไปตามที่ตลาดคาดหวัง บริษัทประสบผลการดำเนินงานเป็นลบเป็นไปตามที่ผู้บริหารคาดการณ์ไว้ แต่สำหรับกลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) จากการทดสอบตรวจพบว่า กระแสเงินสดจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ หรืออธิบายเพิ่มเติมได้ว่าหากมีกระแสเงินสดได้มาจากการออกหุ้นทุนส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานอนาคตเป็นบวก ซึ่งสาเหตุที่ผลลัพธ์ที่ได้ตรงกันข้ามกับสมมติฐานอาจมาจาก กลุ่มธุรกิจการเงินเมื่อมองถึงสภาพความเป็นจริงถือว่าการออกหุ้นทุนไม่มีกำหนดระยะเวลาตายตัวที่จะต้องชำระภาระผูกพัน อีกทั้งหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจการเงินในประเทศไทยได้รับความเชื่อถือจากนักลงทุน และตลาดหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก เนื่องจากมีผลประกอบการเป็นบวกเสมอมาเป็นส่วนใหญ่ เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีบริษัทส่วนใหญ่อยู่ในกลุ่ม SET 50 มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจการเงินเป็นลำดับต้นๆในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้ผลการทดสอบสมมติฐานแตกต่างจากค่าคาดหวัง

ดังนั้นกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินถือเป็นสัญญาณส่งไปถึงนักลงทุนว่าตลาดได้กำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ผิดไปจากความเป็นจริง ผลที่ตามมาภายหลังทำให้มูลค่าปรับตัวเข้าหามูลค่าที่แท้จริง ส่งผลให้ผลการดำเนินงานลดลงในอนาคตเป็นไปตามทฤษฎีการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) กล่าวได้ว่าผู้บริหารใช้โอกาสในช่วงเวลาที่มูลค่าหลักทรัพย์สูงกว่าความเป็นจริง ผลการดำเนินงานดีอย่างต่อเนื่องจัดหาเงินเข้าสู่กิจการในช่วงเวลาดังกล่าว ซึ่งในเวลาต่อมาผลการดำเนินงานลดลงไม่เป็นไปตามที่ตลาดคาดหวัง จากสัญญาณของกิจกรรมจัดหาเงิน และข้อมูลอื่นๆที่ส่งไปถึงนักลงทุน ทำให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ลดลง และผลการดำเนินงานลดลงเป็นไปตามการคาดการณ์ของผู้บริหาร ส่วนสาเหตุที่เกิดความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตสามารถวิเคราะห์ได้จากมุมมองของผู้บริหารว่า ผู้บริหารต้องการใช้โอกาสจากจังหวะเวลาในขณะที่ผลการดำเนินงานดี มีการคาดหวังที่สูงจากตลาด จัดหาเงินในช่วงเวลาดังกล่าวก่อนที่กิจการจะเกิดภาวะชะงักงันเพื่อให้สามารถกู้ยืมเงินได้โดยง่ายจากแหล่งเงินทุน หรือหากเป็นการออกหุ้นทุนก็สามารถได้ราคาสูงจากราคาตลาดของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาดังกล่าว แต่ในเวลาต่อมาผลการดำเนินงานไม่เป็นไปตามที่คาดหวังของตลาด บริษัทประสบภาวะขาดทุน ซึ่งผู้บริหารเป็นผู้ที่ทราบข้อมูลดังกล่าวก่อนกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มอื่นๆอยู่ก่อนแล้ว สรุปได้ว่ากิจกรรมจัดหาเงินเป็นข้อมูลที่สะท้อนเข้าสู่มูลค่าหลักทรัพย์ในเชิงลบและเป็นสัญญาณบ่งบอกถึงผลการดำเนินงานในอนาคตว่าบริษัทอาจประสบปัญหาภาวะขาดทุน โดยสามารถแสดงรายละเอียดค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (β) ของทั้ง 3 ตัวแปรที่สนใจศึกษาความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตได้ดังตาราง 5.2

ตาราง 5.2 รายละเอียดลำดับความสัมพันธ์ของตัวแปรกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในขนาดตแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

INDUSTRY	β		
	$\Delta XFIN_t$	$\Delta DEBT_t$	$\Delta EQUITY_t$
1. AGRO			
Rank	1	3	2
Coefficient	-0.185	-0.175	-0.181
2. CONSUME			
Rank	1	3	2
Coefficient	-0.255	-0.201	-0.241
3. FINANCE			
Rank			
Coefficient	-	-	0.050
4. INDUS			
Rank	3	2	1
Coefficient	-0.084	-0.088	-0.097
5. PROPCON			
Rank	2	1	3
Coefficient	-0.063	-0.084	-0.055
6. RESOURCE			
Rank	2	1	3
Coefficient	-0.128	-0.138	-0.120
7. SERVICE			
Rank	2	1	3
Coefficient	-0.137	-0.145	-0.136
8. TECH			
Rank			
Coefficient	-	-	-

AGRO	หมายถึง กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	TECH	หมายถึง กลุ่มเทคโนโลยี
CONSUME	หมายถึง กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	-	หมายถึง ไม่พบนัยสำคัญเชิงสถิติ
FINANCE	หมายถึง กลุ่มธุรกิจการเงิน	$\Delta XFIN$	หมายถึง กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน
INDUS	หมายถึง กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	$\Delta DEBT$	หมายถึง กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม
PROPCON	หมายถึง กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	$\Delta EQUITY$	หมายถึง กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน
RESOURCE	หมายถึง กลุ่มทรัพยากร		
SERVICE	หมายถึง กลุ่มบริการ		

จากตาราง 5.2 จะสังเกตเห็นได้ว่าผลจากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต พบความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญเป็นส่วนใหญ่ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต โดยพบว่าในกลุ่มอุตสาหกรรม เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และ กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค ตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตมากที่สุด ใน 2 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นเมื่อเปรียบเทียบกับค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ ของอีก 2 ตัวแปรที่เหลือ (1) กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และ (2) กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน

ในส่วนของ 3 กลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร และ กลุ่มเทคโนโลยีพบว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตมากที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (β) โดยมีเพียงกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมเพียงกลุ่มเดียวที่พบว่า กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตมากที่สุด จากผลการทดสอบดังกล่าวนี้ไม่สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Daniel and Thomas (2006) เนื่องจากผลการทดสอบของทั้งสองผู้วิจัยพบว่ากระแสเงินสดจากการออกหุ้นทุนมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานในอนาคตมากที่สุด ผลลัพธ์ที่ได้แตกต่างกันอาจมีสาเหตุมาจากโครงสร้างทางการเงินของธุรกิจในประเทศไทยแตกต่างจากกลุ่มตัวอย่างที่ผู้วิจัยทั้งสองศึกษา อีกทั้งการศึกษาของทั้งสองผู้วิจัยทั้งสองเป็นการศึกษาในภาพรวม มิได้เป็นการศึกษาแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม ผลลัพธ์ที่ได้จึงแตกต่างกัน แต่อย่างไรก็ตามผลการศึกษานี้ยังคงมีความสอดคล้องกันในส่วนของผลลัพธ์ที่สรุปได้ว่าหากมีกระแสเงินสดได้มาจากกิจกรรมจัดหาเงินไม่ว่าจะด้วยการกู้ยืม และ/หรือ การออกหุ้นทุนล้วนส่งผลให้ผลการดำเนินงานในอนาคตลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

5.2 อภิปรายผลการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ สามารถอภิปรายผลการวิจัยตามประเด็นที่มุ่งเน้นศึกษาตามสมมติฐานการวิจัย และจากผลการวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต สามารถอภิปรายได้ดังนี้

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต พบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต 4 กลุ่มอุตสาหกรรมดังนี้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) และ กลุ่มบริการ (SERVICE) ส่วนตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตเพียง 2 กลุ่มอุตสาหกรรมคือ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) และ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) ส่วนตัวแปรตัวสุดท้ายกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต สำหรับ 5 กลุ่มอุตสาหกรรมดังนี้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มบริการ (SERVICE) และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) ซึ่งกลุ่มที่ไม่พบความสัมพันธ์ใดใดจากการทดสอบคือ กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROP CON) และ กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) เพราะมีความแตกต่างจากกลุ่มอื่นๆ จากเหตุผลที่ได้เคยกล่าวไว้แล้วตอนวิเคราะห์ผลแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

ส่วนความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นจากการทดสอบกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มบริการ (SERVICE) และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) พบว่ามีความสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Bradshaw Richardson and Sloan (2006) และ Daniel and Thomas (2006) ซึ่งพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต 5 กลุ่มอุตสาหกรรมที่กล่าวไปแล้วข้างต้น ดังนั้นผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตสะท้อนให้เห็นถึงความเสี่ยงจากการจัดหาเงินของผู้บริหาร ในทางตรงกันข้ามในกลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROP CON) และ กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) ผลลัพธ์ที่ได้ไม่พบความสัมพันธ์อันเนื่องมาจากทั้ง 3 กลุ่มอุตสาหกรรมมีความแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ โดยสาเหตุอาจมาจาก

กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) (ประกันภัย ธนาคาร และบริษัทหลักทรัพย์) โดยปกติแล้วหลักทรัพย์ในกลุ่มดังกล่าวเป็นที่นิยมซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นกลุ่มที่มีกฎระเบียบข้อบังคับเป็นพิเศษจากภาครัฐ และมีธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้ดูแล กลุ่มธุรกิจการเงิน เป็นกลุ่มที่มีการลงทุนอยู่ตลอดเวลาไม่ว่าจะเป็นการลงทุนในหลักทรัพย์ การปล่อยเงินกู้ระยะยาว และการออกตราสารหนี้ เพราะหากอัตราดอกเบี้ยเกิดการเปลี่ยนแปลงธุรกิจการเงินต้องมีการปรับตัวตามอัตราดอกเบี้ยที่เปลี่ยนแปลงไป (ธีระพงษ์ วชิรพงศ์ 2550) ดังนั้นรายการของกิจกรรมจัดหาเงินจึงมีส่วนเกี่ยวข้องกับการดำเนินงานเป็นปกติด้วย รวมทั้งอัตราส่วนต่างๆของภาคธุรกิจการเงินมีความแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ จากเหตุผลที่กล่าวไปแล้วข้างต้น ส่งผลให้ผลการทดสอบของกลุ่มธุรกิจการเงินไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น สรุปได้ว่ากลุ่มธุรกิจการเงินไม่พบความสัมพันธ์ที่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis)

กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีมูลค่าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสูง เป็นกลุ่มที่มีความเกี่ยวข้องอย่างมากกับเศรษฐกิจระดับมหภาค สำหรับกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยรวมแล้วเป็นผู้ดำเนินการโครงการที่มีมูลค่ามหาศาล มีการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์อยู่ตลอดเวลาเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่แสดงถึงการเจริญเติบโตของประเทศ มีการจัดหาเงินทุนเพื่อนำไปลงทุนในโครงการขนาดใหญ่อย่างต่อเนื่อง (จิราภรณ์ ลิ้มณิโชติ 2550) อีกทั้งยังมีมาตรฐานการบัญชีที่บังคับใช้เป็นการเฉพาะในการรับรู้รายได้ดังนี้ มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 26 การรับรู้รายได้สำหรับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 49 เรื่อง สัญญาก่อสร้าง จากเหตุผลที่กล่าวไปแล้วข้างต้นส่งผลให้กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างไม่พบความสัมพันธ์ตามสมมติฐานที่ตั้งไว้สรุปได้ว่าผลการทดสอบของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างไม่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis)

กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) ทรัพยากรและพลังงาน ยังคงมีความต้องการสูงในประเทศไทย ส่งผลให้กลุ่มทรัพยากร มีการจัดหาเงินทุนเข้าสู่กิจการอยู่ตลอดเวลา เนื่องจากมีความต้องการพลังงานสูงจึงมีการขยายกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่อง ความต้องการพลังงานทั้งในระดับประชาคมโลกยังคงมีการขยายตัวอย่างต่อเนื่อง (ธนพร วิศรุตพงษ์ 2550) ส่งผลให้กลุ่มทรัพยากร ไม่พบความสัมพันธ์ตามสมมติฐานที่กล่าวไว้ข้างต้น สรุปได้ว่ากลุ่มทรัพยากร ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) ดังนั้นทั้ง 3 กลุ่ม

อุตสาหกรรม กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) และ กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) จากเหตุผลที่ได้กล่าวไปทั้งหมดนั้น เป็นสาเหตุให้ไม่พบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตได้ในระดับนัยสำคัญเชิงสถิติที่ระดับ 0.05

แต่อย่างไรก็ตามประเด็นที่นักลงทุนและตลาดหลักทรัพย์ไม่ให้ความสนใจต่อข้อมูลกิจกรรมจัดหาเงินใน 3 กลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวจึงเป็นไปได้ เพราะว่ายังคงมีปัจจัยอื่นอีกเป็นจำนวนมากที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ รวมไปถึง 3 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นได้รับความสนใจเป็นอย่างมากในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ด้วยเนื่องจากทั้ง 3 กลุ่มอุตสาหกรรมมีความแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ จึงไม่พบความสัมพันธ์จากการทดสอบตามทฤษฎีการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) ซึ่ง 3 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นมีความต้องการเงินทุน และมีส่วนเกี่ยวข้องกับกิจกรรมจัดหาเงินอยู่อย่างสม่ำเสมอ จึงไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่กล่าวว่าผู้บริหารจะจัดหาเงินเมื่อมูลค่าหลักทรัพย์สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง โดยเป็นการเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายใหม่ หรือถ้าเป็นการกู้ยืมก็สามารถทำได้โดยง่ายเนื่องจากมูลค่าหลักทรัพย์สูงกว่าปกติ ทำให้ผลการวิจัยในครั้งนี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตสำหรับ 3 กลุ่มอุตสาหกรรมทั้งจากกลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) และ กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE)

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคต พบว่าตัวแปรกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินทั้ง 3 ตัวแปร (1) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน (2) กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และ (3) กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต 6 กลุ่มอุตสาหกรรมดังนี้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) และ กลุ่มบริการ (SERVICE) ในทางตรงกันข้ามกลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) จากการทดสอบพบว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคต ซึ่งเป็นความสัมพันธ์ที่ตรงกันข้ามกับที่คาดหวังสาเหตุอาจมาจาก กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) มีการระดมทุนบ่อยครั้งเพื่อนำเงินไปจัดสรรให้หน่วยธุรกิจที่มีโอกาสในการเจริญเติบโตและต้องการเงินทุน อีกทั้งกลุ่มธุรกิจการเงินเป็นอุตสาหกรรมที่มีขนาดใหญ่ใช้ปริมาณเงินมหาศาลในการดำเนินงานการระดมทุนจากส่วนของ

ผู้ถือหุ้นไม่ได้ส่งผลกระทบต่อในภาพรวม เนื่องจากปริมาณกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินเมื่อเปรียบเทียบกับขนาดของธุรกิจแล้วเป็นสัดส่วนที่ต่างกันมาก ซึ่งสอดคล้องกับค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ได้มีค่า β เท่ากับ 0.050 ซึ่งถือว่ามีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันเพียงร้อยละ 5 หมายความว่าหากมีกระแสเงินเข้าจากการออกหุ้นเพิ่มทุน 1 บาทส่งผลให้ผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้นเพียง 0.05 บาท

โดยกลุ่มที่ไม่พบความสัมพันธ์ใดใดจากการทดสอบคือ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) มีความแตกต่างจากกลุ่มอื่นๆ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) มีการเจริญเติบโตอย่างรวดเร็วในช่วง 1 ทศวรรษที่ผ่านมาอีกทั้งมีการระดมทุนเพื่อพัฒนาธุรกิจอย่างต่อเนื่องทำให้ผลการทดสอบที่ได้ไม่เป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) กล่าวได้ว่ากลุ่มเทคโนโลยี (TECH) มีความต้องการเงินทุนไปพัฒนาธุรกิจมากกว่าที่ผู้บริหารจะใช้โอกาสจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลในการจัดหาเงินทุน ในระหว่างที่มูลค่าหลักทรัพย์สูงกว่าความเป็นจริง ผลของมูลค่าหลักทรัพย์ภายหลังจากที่จัดหาเงินจึงไม่ลดลงตามสมมติฐาน

ส่วนความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นจากผลการทดสอบกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) และ กลุ่มบริการ (SERVICE) พบว่ามีความสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Bradshaw Richardson and Sloan (2006) Daniel and Thomas (2006) และ Gavin (2005) ซึ่งพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตใน 6 กลุ่มอุตสาหกรรมที่กล่าวไปแล้วข้างต้น จากผลการวิเคราะห์แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมแสดงให้เห็นว่าใน 6 กลุ่มอุตสาหกรรมผลการดำเนินงานในอนาคตสะท้อนให้เห็นถึงความเสี่ยงจากการจัดหาเงินของผู้บริหาร และเป็นไปตามสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) กล่าวคือผู้บริหารใช้โอกาสในช่วงเวลาที่ผลการดำเนินงานเป็นบวก ทำการจัดหาเงินเข้าสู่กิจการในช่วงเวลาดังกล่าว ซึ่งสามารถทำได้โดยง่ายและหากเป็นการออกหุ้นเพิ่มทุนทำให้ได้มูลค่าสูงกว่าปกติ ซึ่งในอนาคตผู้บริหารทราบดีว่าผลการดำเนินงานจะชะลอลงลง จนต่อมาภายหลังผลการดำเนินงานลดลงเป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้

5.3 ข้อจำกัดของการวิจัยจากการทดสอบ

จากการทดสอบสมมติฐานการวิจัย มีข้อจำกัดที่เกิดจากการทดสอบทางสถิติ ซึ่งการทดสอบสมมติฐานนั้นตั้งอยู่บนข้อกำหนดที่ว่าตัวแปรตามมีการกระจายของข้อมูลแบบปกติ (Normal Distribution) ซึ่งจากกราฟ Normal Probability Plot ซึ่งแสดงอยู่ในส่วนของภาคผนวก ก ที่แสดงการทดสอบเบื้องต้นก่อนการประมวลผลด้วยสมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) จะเห็นได้ว่าในบางกลุ่มอุตสาหกรรมอาจมีการกระจายตัวของข้อมูลไม่เป็นไปตามปกติ เนื่องจากค่าของตัวอย่างไม่ได้อยู่บนเส้นทแยงอย่างต่อเนื่องบนกราฟ Normal Probability Plot อาทิเช่น กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ซึ่งการทดสอบในกรณีอื่นอยู่นอกเหนือจากงานวิจัยฉบับนี้ รวมไปถึงกรณีที่ค่า Adjusted R^2 ซึ่งใช้อธิบายได้ว่าตัวแปรตามที่ทดสอบ สามารถอธิบายด้วยตัวแปรอิสระในตัวแบบเป็นร้อยละเท่าใด ซึ่งบางกลุ่มอุตสาหกรรมค่า Adjusted R^2 ที่ได้ต่ำมาก จากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในอนาคต ค่า Adjusted R^2 ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมที่พบว่าค่าที่ได้ต่ำมาก อาทิเช่น กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) และ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) หากที่จะต้องการเพิ่มค่าดังกล่าวเพื่อให้สมการที่ทดสอบสามารถอธิบายความสัมพันธ์ได้เพิ่มขึ้นอาจจำเป็นต้องใช้วิธีการวัดผลทางสถิติในกรณีอื่นหรือทำการเพิ่มตัวแปรควบคุม อย่างไรก็ตามสำหรับการหาความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม (ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต) ค่า Adjusted R^2 ที่ได้มักมีค่าน้อยมากเป็นปกติอยู่แล้ว เช่น ผลการวิจัยของ Bradshaw Richardson and Sloan (2006) และ Daniel and Thomas (2006) ค่า Adjusted R^2 จากการทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต มีค่าต่ำเป็นอย่างมากเช่นกัน

5.4 ข้อเสนอแนะจากการวิจัย

การศึกษาคั้งนี้เน้นลงทุน หน่วยงานกำกับดูแล และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง สามารถนำไปใช้ให้เป็นประโยชน์ได้เนื่องจากปริมาณของกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญใน กลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) และ กลุ่มบริการ (SERVICE) และการทดสอบปริมาณของกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญใน 6 กลุ่มอุตสาหกรรมดังนี้ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กลุ่ม

สินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) และ กลุ่มบริการ (SERVICE) แสดงให้เห็นว่านักลงทุนและผู้บริหารให้ความสำคัญกับกิจกรรมจัดหาเงินเป็นอย่างมากส่งผลให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตเปลี่ยนแปลงไปในเชิงลบ ดังนั้นปริมาณของกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินสามารถนำมาใช้เป็นตัวแปรอิสระในการวิเคราะห์เพื่อเป็นปัจจัยหนึ่งในการคาดการณ์และพยากรณ์ต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต ซึ่งเป็นประโยชน์อย่างยิ่งในการเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์สำหรับความสัมพันธ์ดังกล่าวข้างต้น เนื่องจากเมื่อผู้ถือหุ้นสังเกตเห็นกระแสเงินสดได้มาจากกิจกรรมจัดหาเงินสามารถรับรู้ถึงสัญญาณการเปลี่ยนแปลงที่จะเกิดขึ้นกับผลตอบแทนและผลการดำเนินงานในอนาคต ความเสี่ยงที่อาจจะเพิ่มสูงขึ้นจากการคาดการณ์ของตลาดเกี่ยวกับกิจกรรมจัดหาเงินที่เกิดขึ้น สรุปได้ว่ากลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่จากผลการทดสอบเมื่อเกิดกระแสเงินสดได้มาจากกิจกรรมจัดหาเงินเข้าสู่กิจการ นักลงทุนเกิดความไม่มั่นใจ ตลาดตอบสนองในทิศทางตรงกันข้ามกับปริมาณกระแสเข้าของเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน

แต่ในทางตรงกันข้ามกลับไม่พบการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร และ กลุ่มเทคโนโลยี ซึ่งอาจมาจากความเชื่อมั่นของนักลงทุนในองค์กรซึ่งโดยส่วนใหญ่แล้วใน 4 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นมีขนาดใหญ่ และสามารถสร้างผลกำไรได้อย่างต่อเนื่องแม้จะมีการจัดหาเงินก็ไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคต หรือหากมีการจัดหาเงินนักลงทุนก็ยังคงเชื่อว่าบริษัทสามารถสร้างผลตอบแทนได้ไม่แตกต่างจากผลตอบแทนที่คาดหวัง อีกทั้งยังมีปัจจัยอีกเป็นจำนวนมากที่ไม่สามารถควบคุมได้แต่ส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของนักลงทุน

5.5 ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาต่อในอนาคต

การวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต โดยใช้กลุ่มตัวอย่างเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับตัวแปรที่ผู้วิจัยสนใจศึกษาคือ (1) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน (2) กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และ (3) กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน และตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย (1) มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด ใช้ในการควบคุมตัวแบบที่ใช้ทดสอบผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต (2) ผลการดำเนินงานปีปัจจุบัน (3) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน โดยตัวแปรควบคุม (2) และ (3) ใช้ในการควบคุมตัวแบบที่

ใช้ทดสอบผลการดำเนินงานในอนาคต ซึ่งได้จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต สำหรับงานวิจัยในอนาคต ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะดังนี้

เนื่องจากการวิจัยครั้งนี้ศึกษากลุ่มตัวอย่างเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น ดังนั้นในการศึกษาค้างต่อไป ผู้วิจัยท่านอื่นอาจเปลี่ยนกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา โดยใช้กลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่มีได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือใช้กลุ่มบริษัทขนาดกลาง (MAI) หรือกลุ่มบริษัทมหาชนที่อยู่ในหมวดพื้นฟูกิจการ (REHABCO) นำมาใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคต เนื่องจากนับตั้งแต่ปี 2550 เป็นต้นไปตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ประกาศยกเลิกการมีหมวดกลุ่มธุรกิจที่ต้องทำการฟื้นฟูกิจการ อันเนื่องมาจากถูกมองว่าการตั้งหมวดดังกล่าวขึ้นเพื่อไม่นำดัชนีหลักทรัพย์ในหมวดดังกล่าวมาใช้ในการคำนวณ SET Index ส่งผลให้ค่า SET Index ที่ได้ไม่สะท้อนถึงมูลค่าการซื้อขายโดยรวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยสนใจศึกษาเฉพาะตัวแปรกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน ดังนั้นผู้วิจัยท่านอื่นอาจทำการศึกษาโดยใช้ตัวแปรอื่นๆ ที่อาจมีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต โดยใช้ทฤษฎีการประเมินมูลค่าผิดพลาดในการทดสอบ อาทิเช่น การลดทุนจดทะเบียน การที่เป็นหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับการเมือง (ผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นนักการเมืองหรือครอบครัวนักการเมือง) และ กลุ่มบริษัทที่ได้รับการคาดหวังจากนักวิเคราะห์ เป็นกลุ่มที่นักวิเคราะห์ให้ความเชื่อมั่นสนับสนุนให้นักลงทุนเข้าไปถือหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่กลุ่มบริษัทดังกล่าวระดมทุน เป็นต้นเพื่อศึกษาว่าตัวแปรใดบ้างที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

สำหรับตัวแปรตามในการวิจัยครั้งนี้คือผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต และผลการดำเนินงานในอนาคต โดยเป็นการศึกษาผลกระทบของปีปัจจุบันด้วยผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในปีถัดไปเท่านั้น ซึ่งไม่ได้มีการศึกษาผลกระทบของข้อมูลผลตอบแทนหลักทรัพย์ในระยะยาว และผลการดำเนินงานในระยะยาว อันเนื่องจากจำนวนตัวอย่างไม่เอื้ออำนวยในการนำมาทดสอบ เพราะตัวอย่างที่ได้จะมีปริมาณไม่มากพอ หากเป็นการศึกษาในอนาคตที่ตัวอย่างมีปริมาณมากพอ ผู้วิจัยท่านอื่นอาจนำตัวแปรอิสระ (1) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน (2) กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม และ (3) กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน ที่ผู้วิจัยศึกษานำไปวัดผลในระยะยาวได้ เช่นผลตอบแทนหลักทรัพย์ระยะยาวในอนาคต และผลการดำเนินงานระยะยาวในอนาคต รวมไปถึงการเพิ่มตัวแปรควบคุมที่สามารถเก็บรวบรวมเพิ่มเติมได้ หากในอนาคตข้อมูลมีการจัดเรียงและเอื้ออำนวยอยู่ในข้อมูลระดับทุติยภูมิ เพื่อให้

สมการจากการทดสอบสามารถอธิบายความสัมพันธ์ได้มากขึ้น หรือจะใช้วิธีการวัดผลทางสถิติวิธีอื่นๆ ที่ผู้วิจัยท่านอื่นเห็นว่าจะทำให้ผลการทดสอบสะท้อนถึงความเป็นจริงและได้ผลลัพธ์ที่เป็นประโยชน์มากขึ้น รวมไปถึงผู้วิจัยท่านอื่นอาจเปลี่ยนไปศึกษาในประเด็นที่เกี่ยวกับ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ หรืออัตราส่วนทางการเงินอื่นๆที่เกี่ยวข้อง ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานอื่นๆ และผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) เพื่อศึกษาว่ากิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับตัวแปรดังกล่าวหรือไม่ และเพื่อให้ได้หลักฐานเชิงประจักษ์สำหรับกรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งได้ผลงานวิจัยที่มีประโยชน์มากขึ้น



รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

- กัลยา วานิชย์บัญชา. 2546. การวิเคราะห์สถิติ: สถิติสำหรับการบริหารและการวิจัย. พิมพ์ครั้งที่ 7. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- กัลยา วานิชย์บัญชา. 2549. การใช้ SPSS for windows ในการวิเคราะห์ข้อมูล. พิมพ์ครั้งที่ 6. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- จุลสุชาดา ศิริสม. 2546. ปัจจัยที่มีผลทำให้ข้อมูลกระแสเงินสดมีประโยชน์มากกว่าข้อมูลกำไรในการกำหนดราคาหลักทรัพย์: การศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชีดุสิตบัณฑิต ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- เมธากุล เกียรติกระจาย และ ศิลปพร ศรีจันเพชร. 2544. ทฤษฎีการบัญชี. พิมพ์ครั้งที่ 10. กรุงเทพมหานคร: ทีพีเอ็น เพรส.
- อังคณา ภูวะเจริญพานิช. 2545. การจับจังหวะตลาดและโครงสร้างเงินทุน: การศึกษาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต.ภาควิชาการการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ภาษาอังกฤษ

- Alderson, M.J., Betker, B.L., 2000. The long-run performance of companies that withdraw equity offerings. Journal of Financial Research 23: 157-178.
- Bae, Gil S., Jinho Jeong, Huey.Lian Sun, and Alex P.Tang. 2002. Stock returns and operating performance of securities issuers. Journal of Financial Research 25(3): 337-352 .
- Billet, Matthew, T., Mark J. Flannery, and Jon A. Garfinkel. 2001. The long-run performance of firms following loan announcements. Working paper, University of Iowa.
- Bradshaw, M., Richardson, S.A., Sloan, R.G., 2006. The relation between corporate financing activities, analysts's forecasts and stock returns. Journal of Accounting and Economics 42: 53-85.

- Daniel, A.C., Thomas, Z.Lys., 2006. Weighing the evidence on the relation between external corporate financing activities, accruals and stock returns. Journal of Accounting and Economics 42: 87-105.
- Dann, Larry Y., Ronald W. Masulis, and David Mayers. 1991. Repurchase tender offers and earnings information. Journal of Accounting and Economics 14: 217-251.
- Dichev, Ilia, D., and Joseph D. Piotroski. 1999. The performance of long-run stock return following issues of public and private debt. Journal of Business Finance and Accounting 26 (9&10): 193-225.
- Eberhart, A., Siddique, A., 2002. The long-term performance of corporate bonds (and stocks) following seasoned equity offerings. The Review of Financial Studies 15: 1385–1406.
- Eckbo, B.E., Masulis, R.W., Norli, O., 2000. Seasoned public offerings: resolution of the 'new issues puzzle'. Journal of Financial Economics 56: 251–291.
- Fama, E. Efficient Capital Market: A Review of theory and Empirical Work. Journal of Finance (May 1970) pp.383-417 cited in Beaver, W.H., Financial Report: An Accounting Revolution, 2nd ed., (NJ: Prentice-Hall 1989): p.134.
- Fama, E.F., French, K.R., 1993. Common risk factors in returns on stocks and bonds. Journal of Financial Economics 33: 3–56.
- Fama, E.F., French, K.R., 2004. Financing decisions: who issues stock? Unpublished Working Paper, University of Chicago.
- Fama, E.F., Merton, H.M., 1972. The theory of finance. Hinsdale: Dryden Press.
- Gavin, J.C., 2005. External financing and firm operating performance. Doctor of Philosophy in Business Administration University of California.
- Hansen, Rogbert, S., and Claire Crutchley., 1990. Corporate earnings and financings: An empirical analysis. Journal of Business 63(3): 347-371.
- Healy, R.A., Palepu, K.G., 1988. Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. Journal of Financial Economics 21: 149-176.
- Healy, R.A., Palepu, K.G., 1990. Earnings and risk changes surrounding primary stock offers. Journal of Accounting Research 28(1): 25-48.

- Heron, Randall, A., and Erik Lee. 2004. A comparison of the motivations for and the information content of different types of equity offerings. Journal of Business 77: 605-632.
- Hertzfel, Michael, Michael Lemmon, James S. Linck., Lynn Rees., 2002. Long-run performance following private placement of equity. Journal of Finance 57: 2595-2617.
- Ikenberry, D.L., Lakonishok, J., Vermaelen, T., 1995. Market underreaction to open market share repurchases. Journal of Financial Economics 39: 181–208.
- Ikenberry, D.L., Lakonishok, J., Vermaelen, T., 2000. Stock repurchases in Canada: performance and strategic timing. Journal of Finance 55: 2373–2397.
- Jensen, Michael, C. 1986. Agency costs free cash flow, corporate finance and takeovers. American Economic Review 76(2): 323-329.
- Kabir, R., Roosenboom, P., 2003. Can the stock market anticipate future operating performance? Evidence from equity right issues. Journal of Corporate Finance 9: 93-113.
- Krasker, William, S. 1986. Stock price movement in response to stock issues under asymmetric information. Journal of Finance 41(1): 93-105.
- Lee, Inmoo, and Tim Loughran.,1998. Performance following convertible bond issuance. Journal of Corporate Finance 4: 185-207.
- Loughran, T., Ritter, J.R., 1997. The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. The Journal of Finance 52: 1823–1850.
- Loughran, T., Ritter, J.R., 2000. Uniformly least powerful tests of market efficiency. Journal of Financial Economics 55: 361–389.
- McLaughlin, Robyn,Assem Safieddine, Vasudevan, G.K., 1996. The operating performance of seasoned equity issuers: Free cash flow and post-issue performance. Financial Management 25(4): 41-53.
- McLaughlin, Robyn,Assem Safieddine, Vasudevan, G.K., 1998. The information content of corporate offerings of seasoned securities: An empirical analysis. Financial Management 27(2): 31-45.
- Miller, M.H., Kevin Rock., 1985. Dividend policy under asymmetric information. Journal of Finance 40(4): 1031-1051.

- Mikkelson, W.H., Partch, M.M., Shah, K., 1997. Ownership and operating performance of companies that go public. Journal of Finance Economics 44: 281-307.
- Modigliani, F., Miller, M.H., 1958. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. American Economic Review 48: 655-669.
- Myers, S.C., 1984. The capital structure puzzle. Journal of Finance 39: 575-592.
- Nohel, Tom, and Vefa Tarhan. 1998. Share repurchases and firm performance: New evidence on the agency costs of free cash flow. Journal of Financial Economics 49: 187-222.
- Ofer, Aharon.R., and Ashok Natarajan. 1987. Convertible call policies: An empirical analysis of an information-signaling hypothesis. Journal of Financial Economics 19: 91-108.
- Rangan, S., 1998. Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. Journal of Financial Economics 50: 101-122.
- Ritter, J.R., 2003. Investment banking and securities issuance. In: Constantinides, G., Harris, M., Stulz, R. (Eds.), Handbook of Economics and Finance. North-Holland: Amsterdam pp.
- Sharpe, W. (1963), "A Simplified Model for Portfolio Analysis" Management Science 9: 277-293.
- Spiess, D.K., Affleck-Graves, J., 1995. Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings. Journal of Financial Economics 38(3): 243-267.
- Spiess, D.K., Affleck-Graves, J., 1999. The long-run performance of stock returns following debt offerings. Journal of Financial Economics 54: 45-73.
- Teoh, S.H., Welch, I., Wong, T.J., 1998. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. Journal of Financial Economics 50: 63-99.
- Vermaelen, Theo. 1981. Common stock repurchases and market signaling: An empirical study. Journal of Financial Economics 9: 139-183.



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาคผนวก ก

การตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

เนื่องจากงานวิจัยนี้ได้นำการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงอนุमान ดังนั้นจึงต้องตรวจสอบสมมติฐานหรือเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอย ซึ่งเป็นเงื่อนไขเกี่ยวกับค่าความคลาดเคลื่อน (Error or Residual) 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. ค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อน = 0 ($E(e) = 0$)
2. ค่าคลาดเคลื่อนต้องมีการแจกแจงแบบปกติ
3. ค่าคลาดเคลื่อนต้องเป็นอิสระกัน
4. ค่าแปรปรวนของ e คือ σ^2 ซึ่งต้องคงที่ทุกค่าของ X
5. ตัวแปรอิสระ X_i และ X_j ต้องเป็นอิสระกัน

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

นอกจากนี้ การตรวจสอบเงื่อนไขของค่าคลาดเคลื่อนทั้ง 4 ข้อข้างต้นจะใช้ในการพิจารณาความเหมาะสมของรูปแบบความสัมพันธ์ของตัวแปรว่าเป็นรูปแบบเป็นเชิงเส้นหรือไม่ ถ้าตรวจสอบค่าคลาดเคลื่อนแล้วพบว่าไม่เป็นตามเงื่อนไข จะต้องพิจารณารูปแบบความสัมพันธ์ของตัวแปรซึ่งอาจจะอยู่ในรูปแบบอื่นๆที่ไม่ใช่เชิงเส้น

การตรวจสอบค่าที่ผิดปกติ (Outliers) ในที่นี้ใช้สถิติ Cook's distance

สถิติ Cook's distance ใช้ในการตรวจสอบค่าที่ผิดปกติของข้อมูล (Outliers) เพื่อที่จะตัดข้อมูลที่มีความผิดปกติออกจากการวิเคราะห์ ซึ่งข้อมูลที่มีค่าผิดปกติจะเป็นข้อมูลที่มีค่ามากหรือน้อยผิดปกติ โดยหาค่า Cook's distance ของ case ใดที่มีค่ามากกว่า 1 ซึ่งจะทำให้การตัดข้อมูลนั้นออกจากการวิเคราะห์ เพื่อลดความแปรปรวนของข้อมูล เนื่องจากค่าผิดปกติจะมีอิทธิพลต่อการคำนวณสัมประสิทธิ์ความถดถอยในการวิเคราะห์ความถดถอย

(1) การตรวจสอบค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อน

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

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

ดังนั้น เงื่อนไขข้อนี้จึงเป็นจริงเสมอ

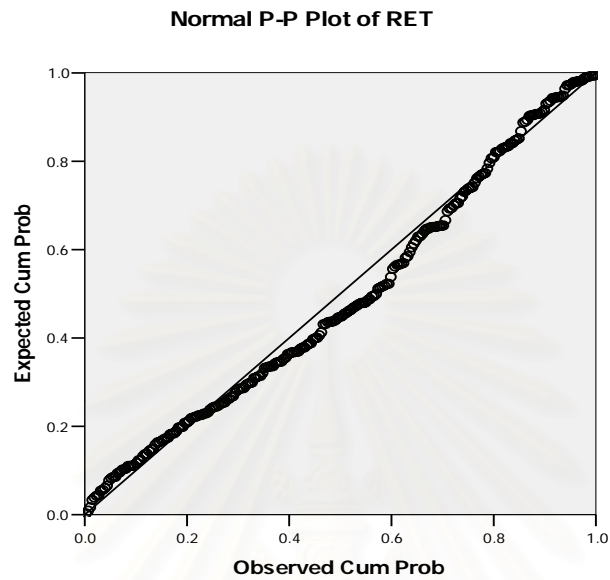
(2) การตรวจสอบว่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงปกติหรือไม่

การตรวจสอบว่าค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงปกติหรือไม่มีหลายวิธีด้วยกัน คือ Histogram, Boxplot, Stem-and-leaf, Normal Probability Plot หรือ Detrended Normal Plot ซึ่งจะต้องวิเคราะห์จากกราฟ

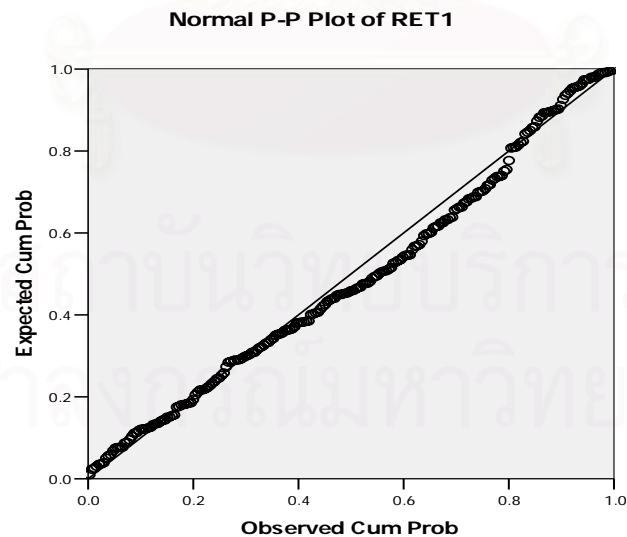
อย่างไรก็ตามทฤษฎีลิมิตสู่ส่วนกลาง (Central Limit Theorem) กล่าวว่า การแจกแจงของข้อมูลจะมีค่าใกล้เคียงกันมากขึ้นเมื่อขนาดตัวอย่างเพิ่มขึ้น และถ้าตัวอย่างมีขนาดใหญ่พอ การแจกแจงของข้อมูลจะมีค่าใกล้เคียงกับการแจกแจงแบบปกติ ซึ่งจากการศึกษาข้อมูล นักสถิติพบว่า ขนาดของตัวอย่างโดยทั่วไปที่ทำให้ข้อมูลมีการแจกแจงใกล้เคียงกับการแจกแจงแบบปกติคือ 30 ตัวอย่าง ดังนั้น ทฤษฎีลิมิตสู่ส่วนกลางจึงกำหนดให้ข้อมูลที่มีจำนวนมากกว่า 30 ตัวอย่าง มีการแจกแจงใกล้เคียงกับการแจกแจงแบบปกติ

เนื่องจากงานวิจัยนี้มีข้อมูลที่ใช้สำหรับทดสอบในทุกสมการมากกว่า 30 ตัวอย่าง ดังนั้น ผู้วิจัยจึงอ้างอิงทฤษฎีลิมิตสู่ส่วนกลางเพื่อสรุปว่าค่าความคลาดเคลื่อนจากการวิเคราะห์ความถดถอยทุกสมการมีการแจกแจงแบบปกติ แต่อย่างไรก็ตามวิทยานิพนธ์เล่มนี้เลือกพิจารณาการแจกแจงแบบปกติของข้อมูลจาก Normal Probability Plot ด้วยเช่นกัน

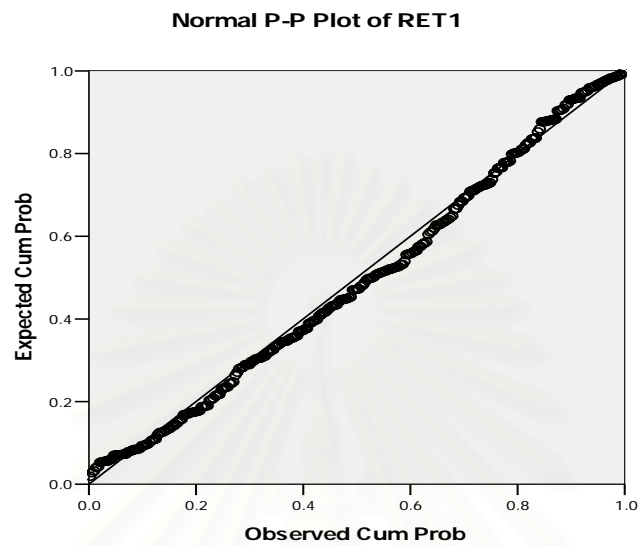
ภาพภาคผนวก 1 Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทน
หลักทรัพยากรในขนาด กลุ่มเกษตรกรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)



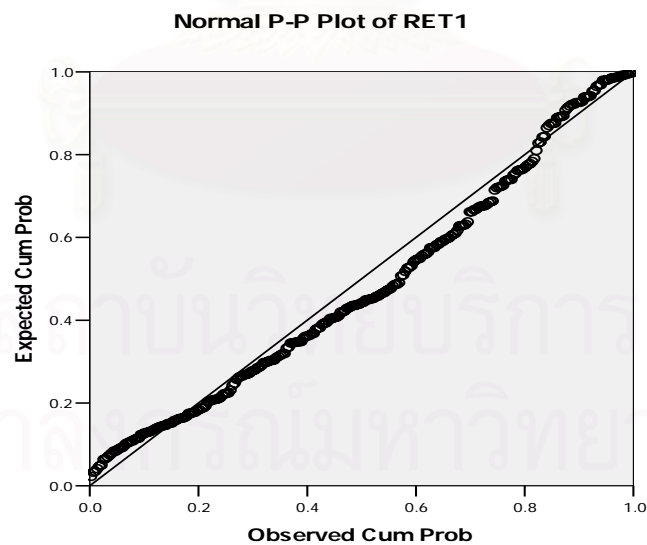
ภาพภาคผนวก 2 Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทน
หลักทรัพยากรในขนาด กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME)



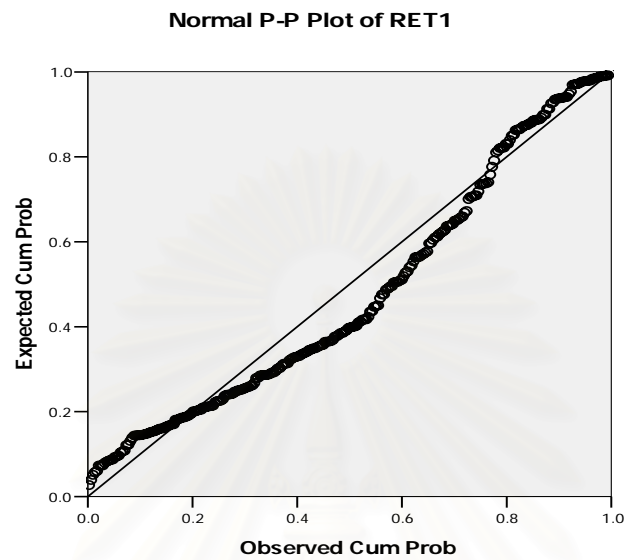
ภาพภาคผนวก 3 Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทน
หลักทรัพย์ในธนาคาร กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE)



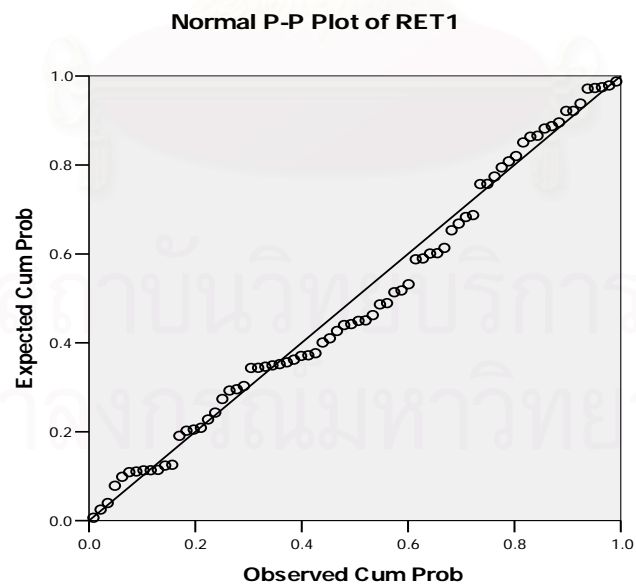
ภาพภาคผนวก 4 Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทน
หลักทรัพย์ในธนาคาร กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)



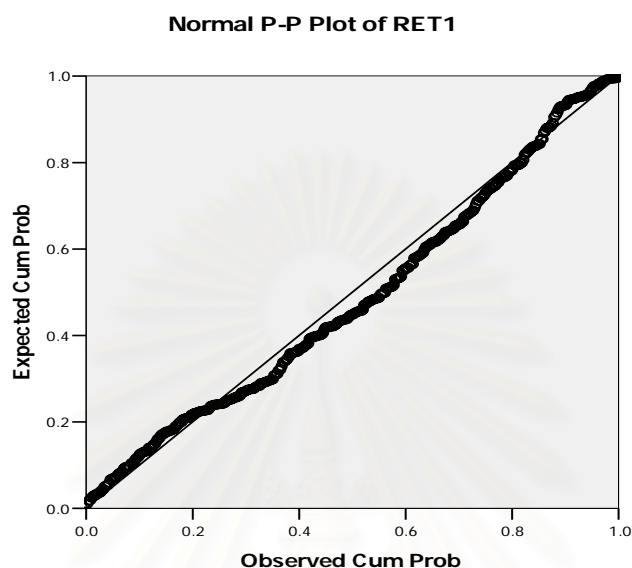
ภาพภาคผนวก 5 Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทน
หลักทรัพย์ในอนาคต กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON)



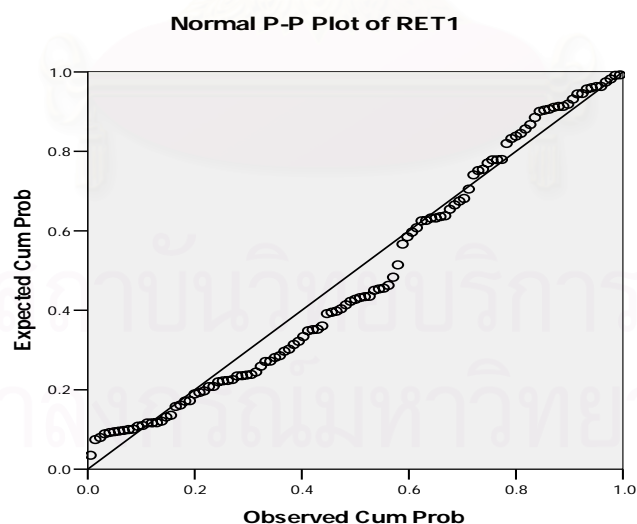
ภาพภาคผนวก 6 Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทน
หลักทรัพย์ในอนาคต กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE)



ภาพภาคผนวก 7 Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทน
หลักทรัพย์ในอนาคต กลุ่มบริการ (SERVICE)



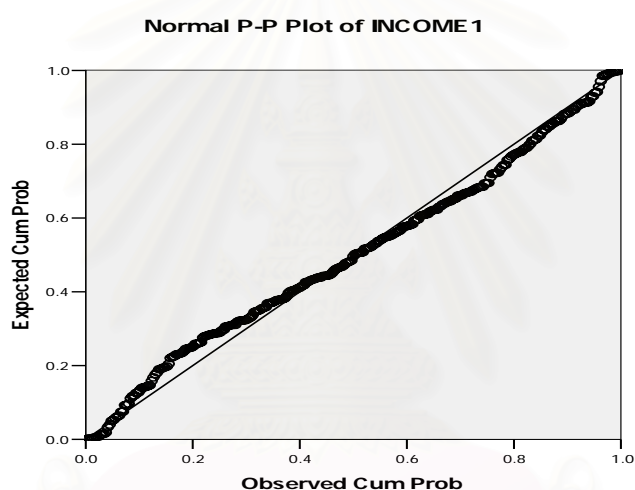
ภาพภาคผนวก 8 Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทน
หลักทรัพย์ในอนาคต กลุ่มเทคโนโลยี (TECH)



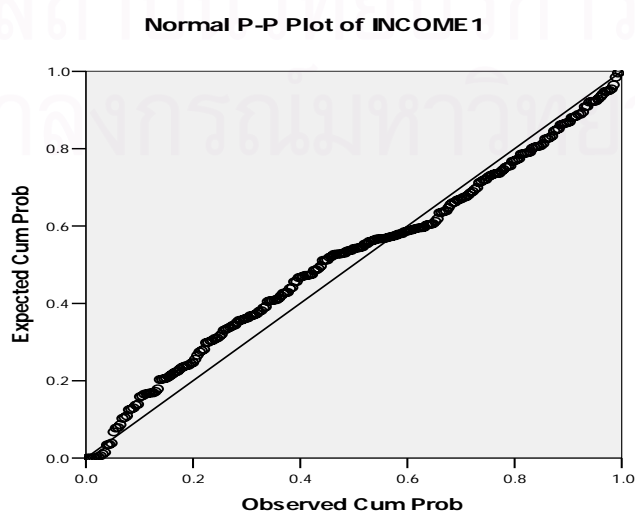
จากภาพภาคผนวก 1 ถึง 8 แสดงกราฟ Normal Probability Plot ของข้อมูลผลตอบแทน
หลักทรัพย์ในอนาคต ใน 8 กลุ่มอุตสาหกรรม พบว่าค่าจริงของข้อมูลส่วนใหญ่อยู่รอบๆ เส้นตรง
โดยอยู่เหนือเส้นและใต้เส้นเพียงเล็กน้อย แต่จุดส่วนใหญ่อยู่ในรูปเส้นตรง ซึ่งกลุ่มที่เห็นความ
แตกต่างอย่างชัดเจนคือกลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) และ

กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) จากภาพภาคผนวก 5 และ 8 ตามลำดับ ซึ่งอาจต้องใช้วิธีการตรวจสอบอื่นที่ให้ได้เป็นที่น่าพอใจยิ่งขึ้น เนื่องจากงานวิจัยฉบับนี้ทำการทดสอบความสัมพันธ์ด้วยสมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) ซึ่งเงื่อนไขในการทดสอบความคลาดเคลื่อนของตัวแปรตามต้องมีการแจกแจงแบบปกติเท่านั้น ถือเป็นข้อจำกัดในการทดสอบทางสถิติของงานวิจัยฉบับนี้ อย่างไรก็ตามจากกลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่แสดงให้เห็นว่าค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปรผลตอบแทนหลักทรัพย์สินในขนาดที่มีการแจกแจงแบบปกติ

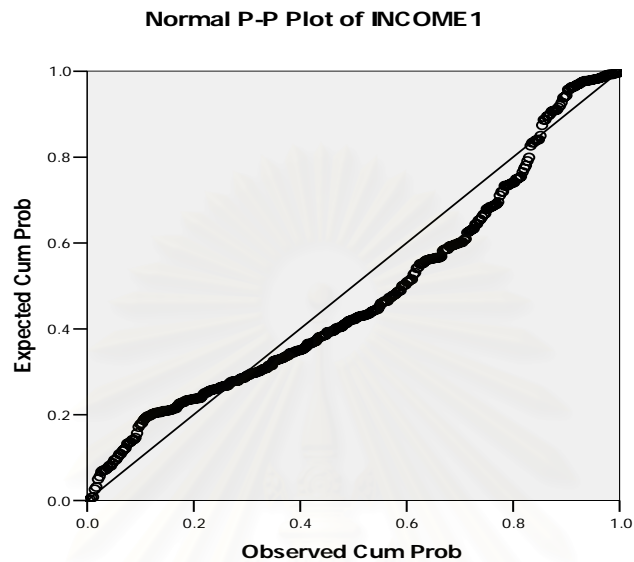
ภาพภาคผนวก 9 Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลการดำเนินงานในขนาด กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)



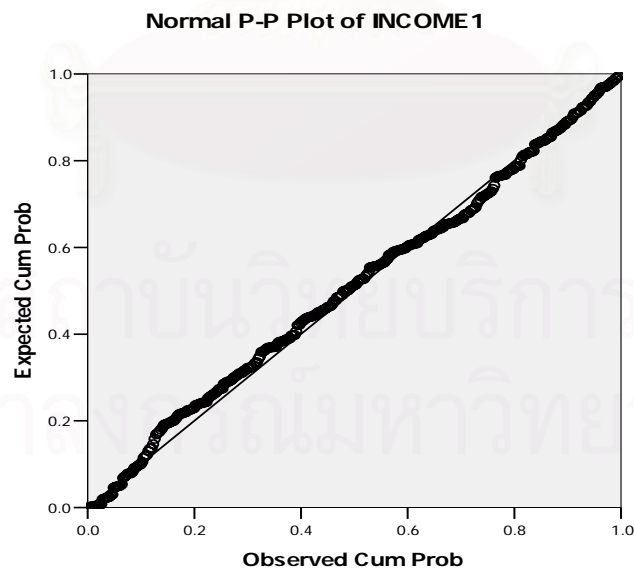
ภาพภาคผนวก 10 Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลการดำเนินงานในขนาด กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME)



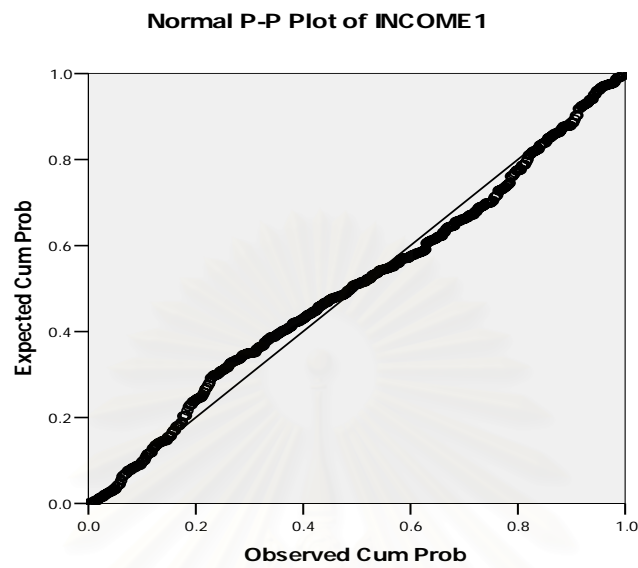
ภาพภาคผนวก 11 Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลการดำเนินงาน
ในขนาดต กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE)



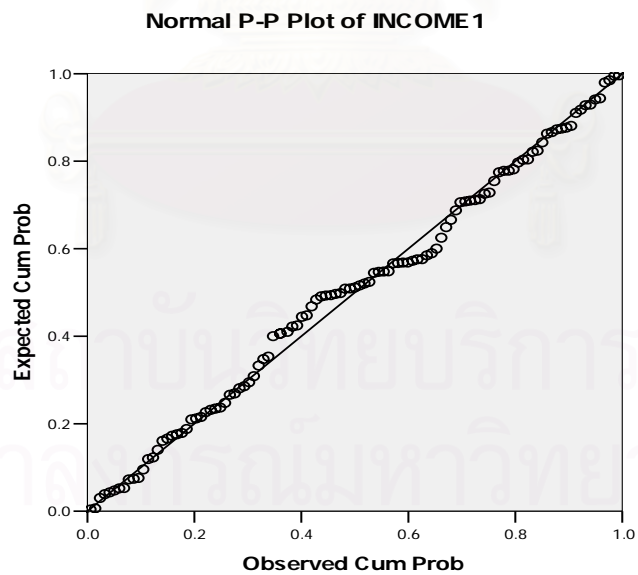
ภาพภาคผนวก 12 Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลการดำเนินงาน
ในขนาดต กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)



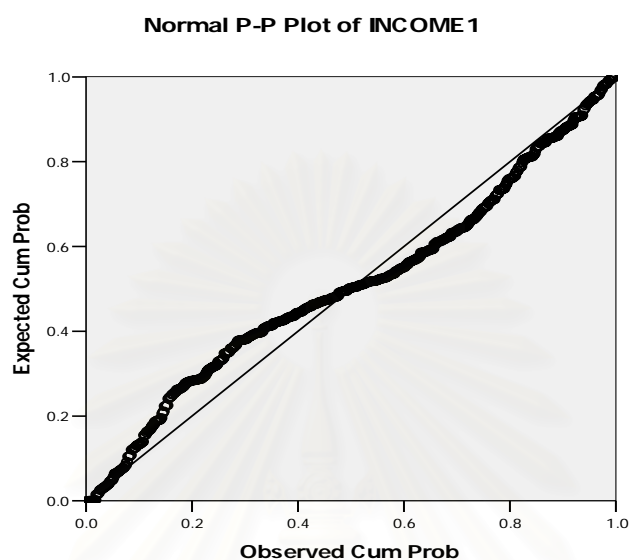
ภาพภาคผนวก 13 Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลการดำเนินงาน
ในขนาดต กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON)



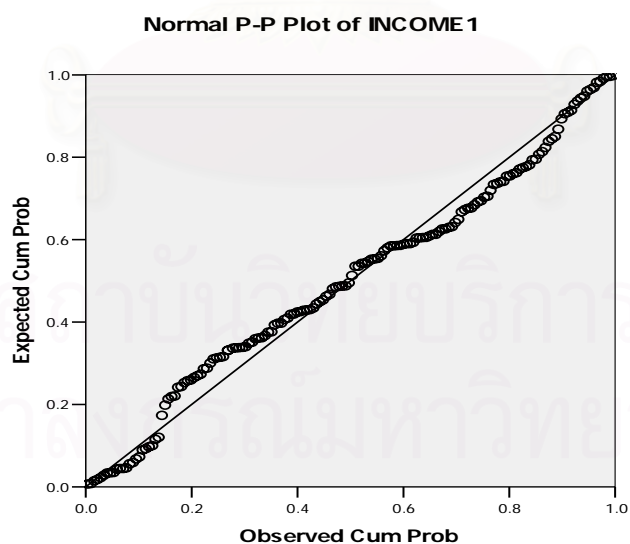
ภาพภาคผนวก 14 Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลการดำเนินงาน
ในขนาดต กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE)



ภาพภาคผนวก 15 Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลการดำเนินงาน
ในขนาดต กลุ่มบริการ (SERVICE)



ภาพภาคผนวก 16 Normal Probability Plot ค่าความคลาดเคลื่อนของผลการดำเนินงาน
ในขนาดต กลุ่มเทคโนโลยี (TECH)



จากภาพภาคผนวก 9 ถึง 16 แสดงกราฟ Normal Probability Plot ของข้อมูลผลการดำเนินงานในขนาดต ใน 8 กลุ่มอุตสาหกรรม พบว่าค่าจริงของข้อมูลส่วนใหญ่อยู่รอบๆ เส้นตรง โดยอยู่เหนือเส้นและใต้เส้นเพียงเล็กน้อย แต่จุดส่วนใหญ่อยู่ในรูปเส้นตรง ซึ่งกลุ่มที่เห็นความแตกต่างอย่างชัดเจนคือกลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) กลุ่มบริการ (SERVICE)

และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) จากภาพภาคผนวก 11 15 และ 16 ตามลำดับ ซึ่งอาจต้องใช้วิธีการตรวจสอบอื่นที่ให้ได้เป็นที่น่าพอใจยิ่งขึ้น เนื่องจากงานวิจัยฉบับนี้ทำการทดสอบความสัมพันธ์ด้วยสมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) ซึ่งเงื่อนไขในการทดสอบความคลาดเคลื่อนของตัวแปรตามต้องมีการแจกแจงแบบปกติเท่านั้น ถือเป็นข้อจำกัดในการทดสอบทางสถิติของงานวิจัยฉบับนี้ อย่างไรก็ตามจากกลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่แสดงให้เห็นว่าค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปรผลการดำเนินงานในอนาคตมีการแจกแจงแบบปกติ

การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของค่าความคลาดเคลื่อน

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

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

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

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

สำหรับวิทยานิพนธ์เล่มนี้จะทำการทดสอบความเป็นอิสระกันของค่าความคลาดเคลื่อนโดยใช้ค่าสถิติ Durbin – Watson ในการตรวจสอบ

ตารางภาคผนวก 1 Durbin – Watson

$RET_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta XFIN_t + \beta_2 BM_t + \epsilon_{t+1}$	Durbin - Watson
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)	1.522
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME)	1.866
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE)	1.612
4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	1.560
5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON)	1.604
6. กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE)	1.684
7. กลุ่มบริการ (SERVICE)	1.698
8. กลุ่มเทคโนโลยี (TECH)	1.761
$RET_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DEBT_t + \beta_2 \Delta EQUITY_t + \beta_3 BM_t + \epsilon_{t+1}$	Durbin - Watson
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)	1.760
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME)	1.757
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE)	1.583
4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	1.561
5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON)	1.554
6. กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE)	2.032
7. กลุ่มบริการ (SERVICE)	1.721
8. กลุ่มเทคโนโลยี (TECH)	1.768
$INCOME_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta XFIN_t + \beta_2 INCOME_t + \beta_3 INVEST_SCF_t + \epsilon_{t+1}$	Durbin - Watson
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)	1.937
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME)	1.604
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE)	1.565
4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	1.612
5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON)	1.516
6. กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE)	1.730
7. กลุ่มบริการ (SERVICE)	1.645
8. กลุ่มเทคโนโลยี (TECH)	1.638

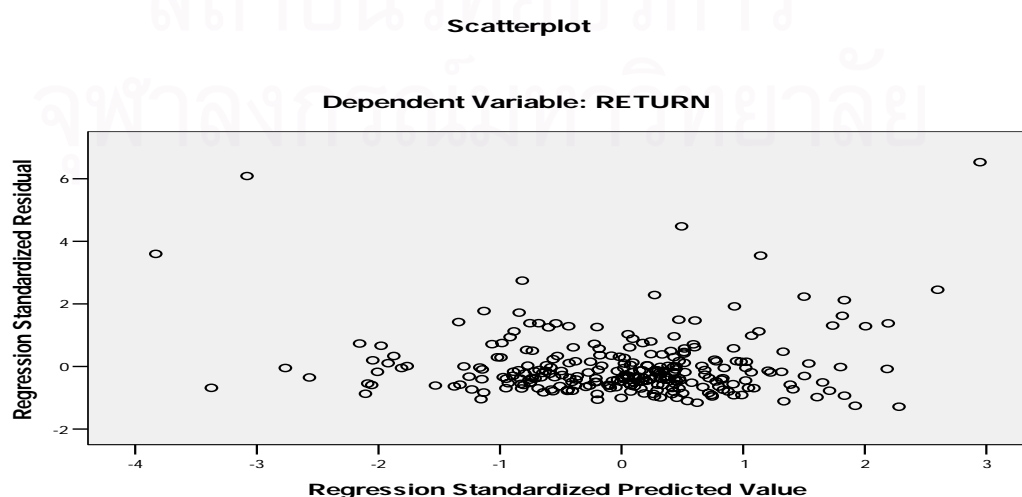
INCOME _{t+1} = $\beta_0 + \beta_1 \Delta \text{DEBT}_t + \beta_2 \Delta \text{EQUITY}_t + \beta_3 \text{INCOME}_t + \beta_4 \text{INVEST_SCF}_t + \varepsilon_{t+1}$	Durbin - Watson
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)	1.640
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME)	1.585
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE)	1.785
4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	1.672
5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON)	1.686
6. กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE)	1.731
7. กลุ่มบริการ (SERVICE)	1.611
8. กลุ่มเทคโนโลยี (TECH)	1.590

จากตารางภาคผนวก 1 พบว่า ค่าสถิติ Durbin – Watson ของตัวแปรที่ต้องการทดสอบ จากทุกกลุ่มอุตสาหกรรมใน 4 ตัวแบบข้างต้นอยู่ในช่วงระหว่าง 1.5-2.5 จึงสามารถสรุปได้ว่า e_t และ e_j อิสระกัน

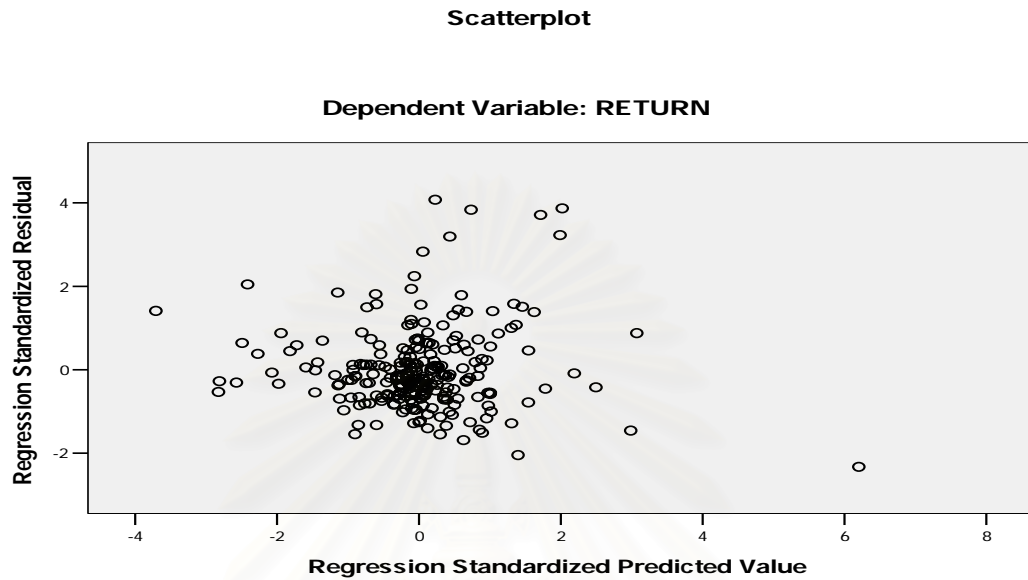
(3) การตรวจสอบค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อน

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

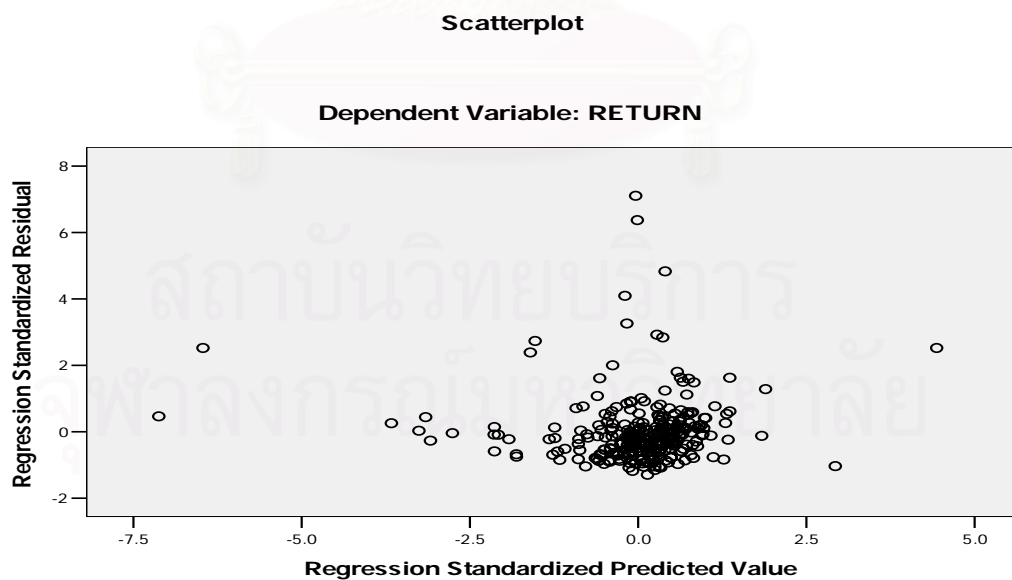
ภาพภาคผนวก 17 Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน Z_e ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนุภาคกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร



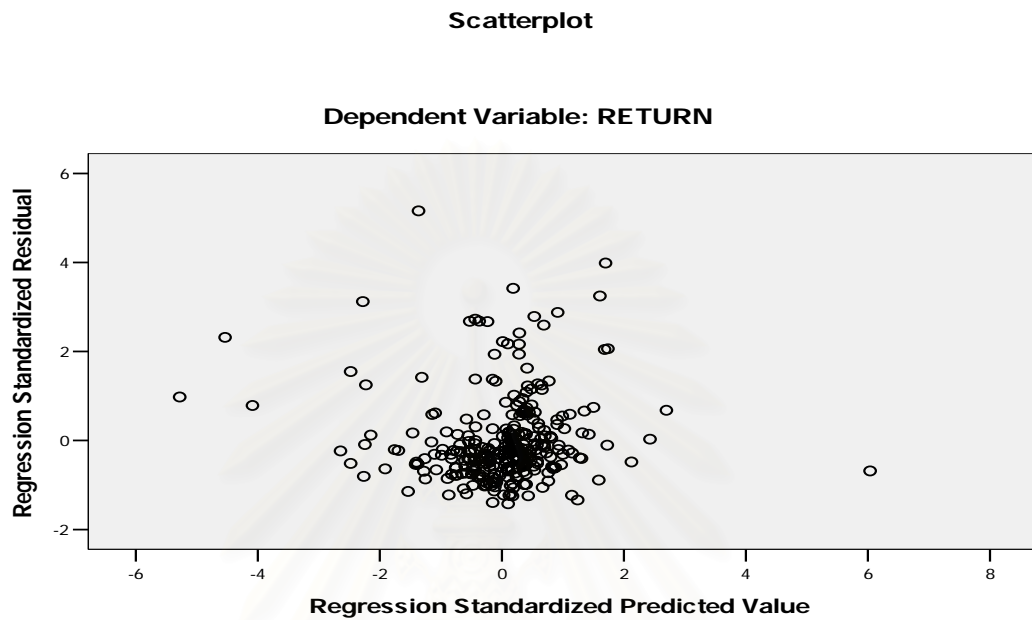
ภาพภาคผนวก 18 Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน Z_e ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในขนาดกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค



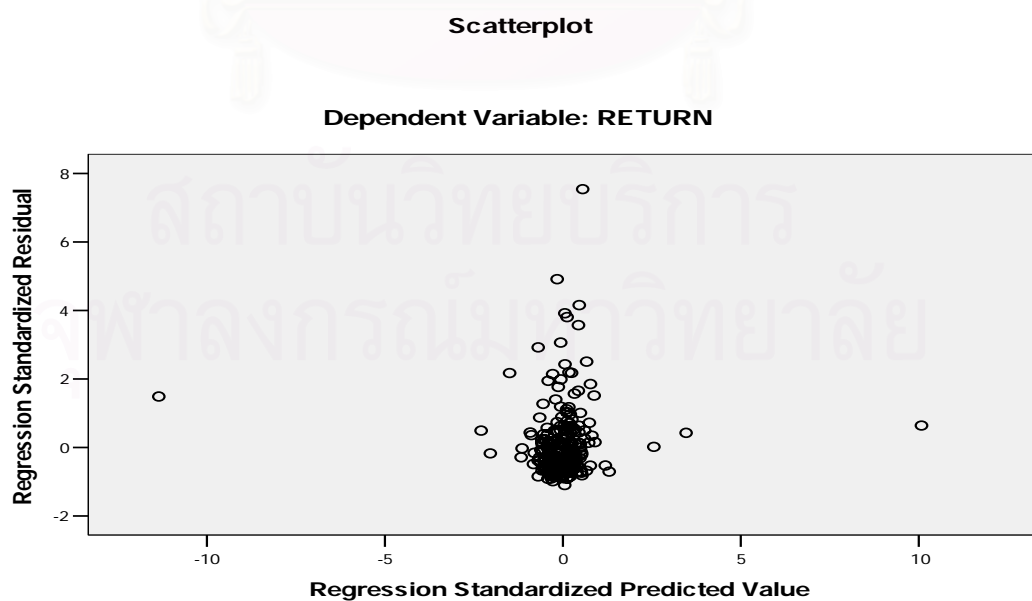
ภาพภาคผนวก 19 Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน Z_e ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในขนาดกลุ่มธุรกิจการเงิน



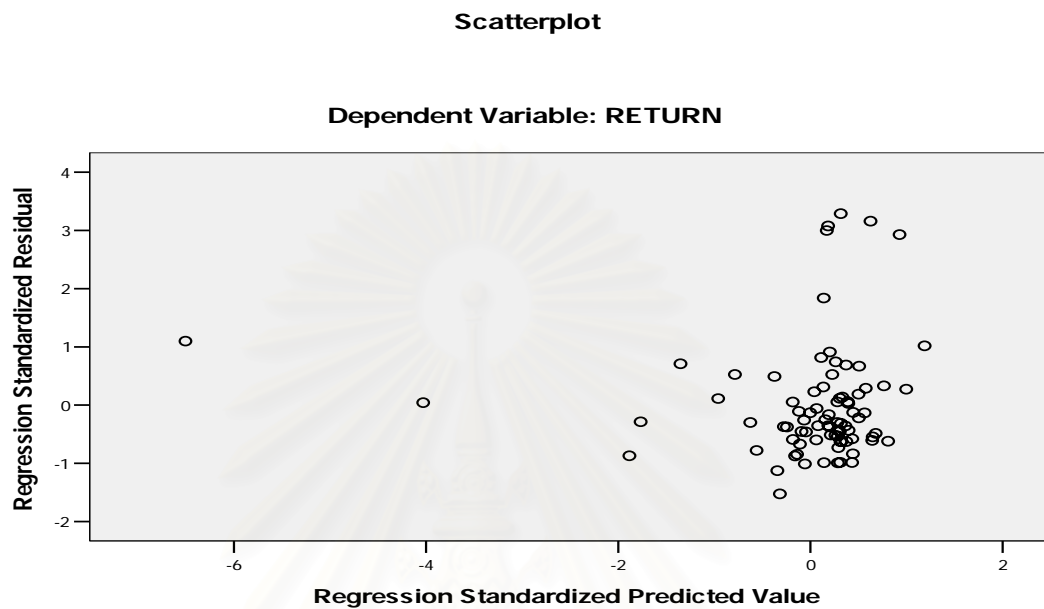
ภาพภาคผนวก 20 Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน Z_e ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในขนาดกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม



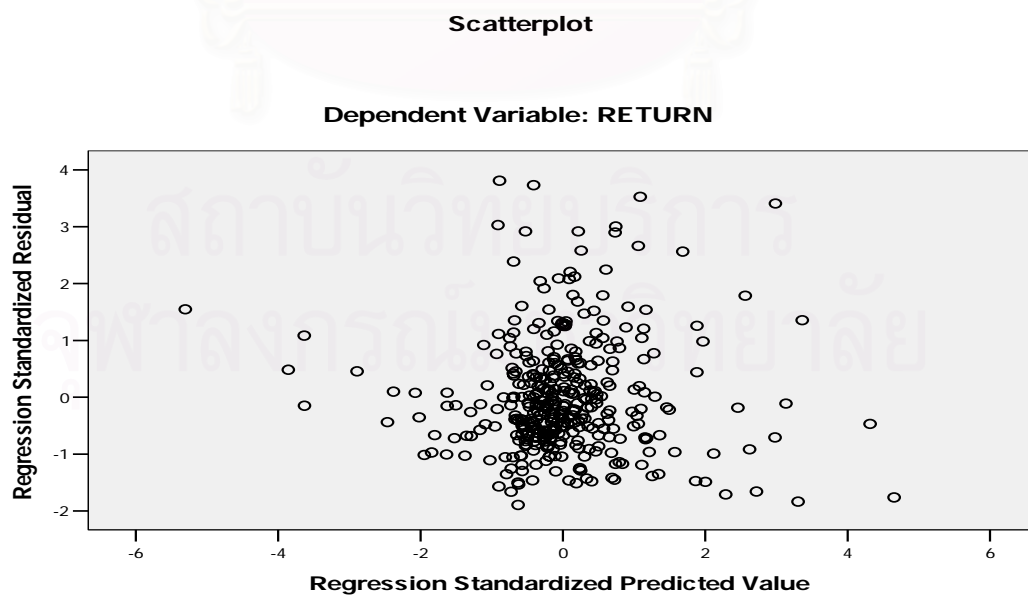
ภาพภาคผนวก 21 Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน Z_e ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในขนาดกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง



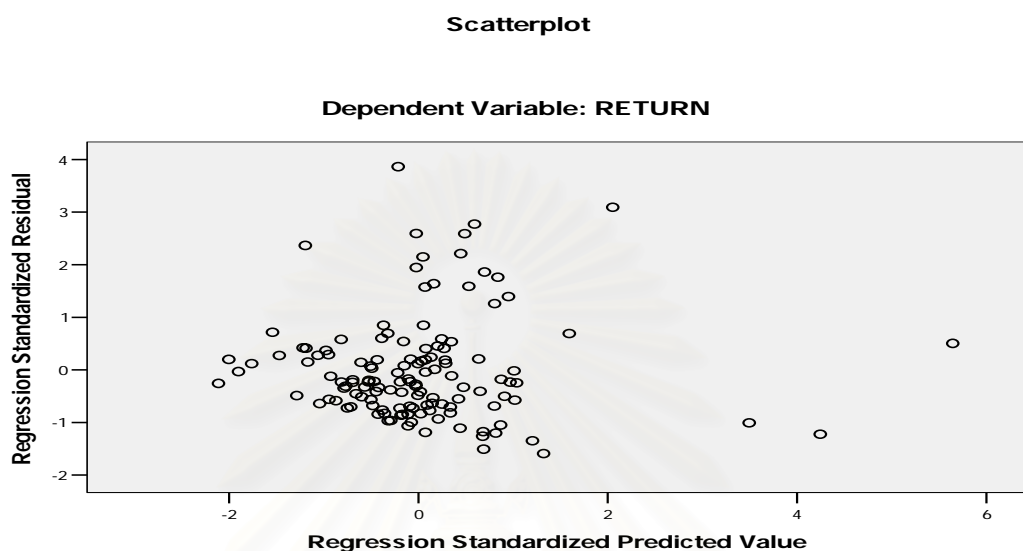
ภาพภาคผนวก 22 Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน Z_e ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในขนาดกลุ่มทรัพยากร



ภาพภาคผนวก 23 Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน Z_e ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในขนาดกลุ่มบริการ

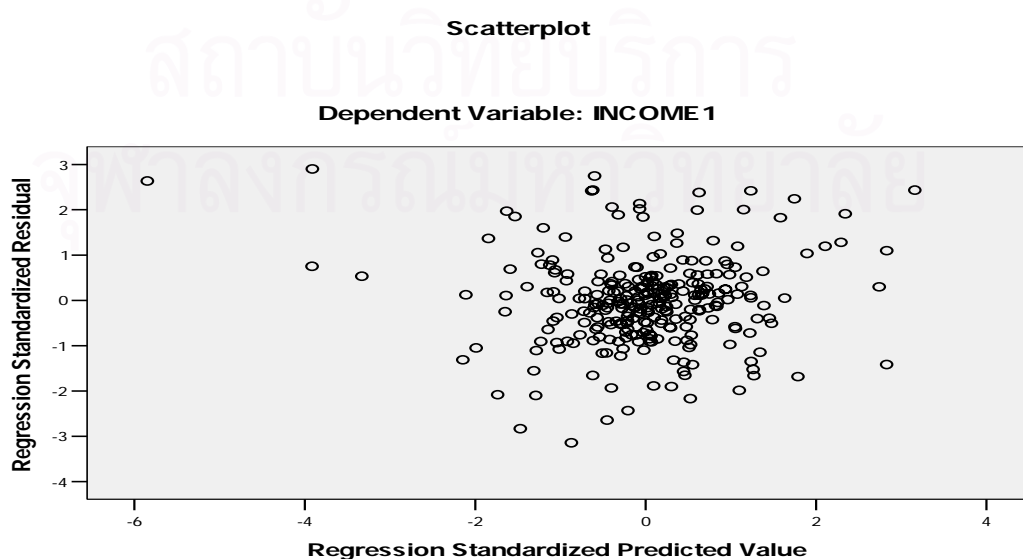


ภาพภาคผนวก 24 Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน Z_e ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในขนาดกลุ่มเทคโนโลยี

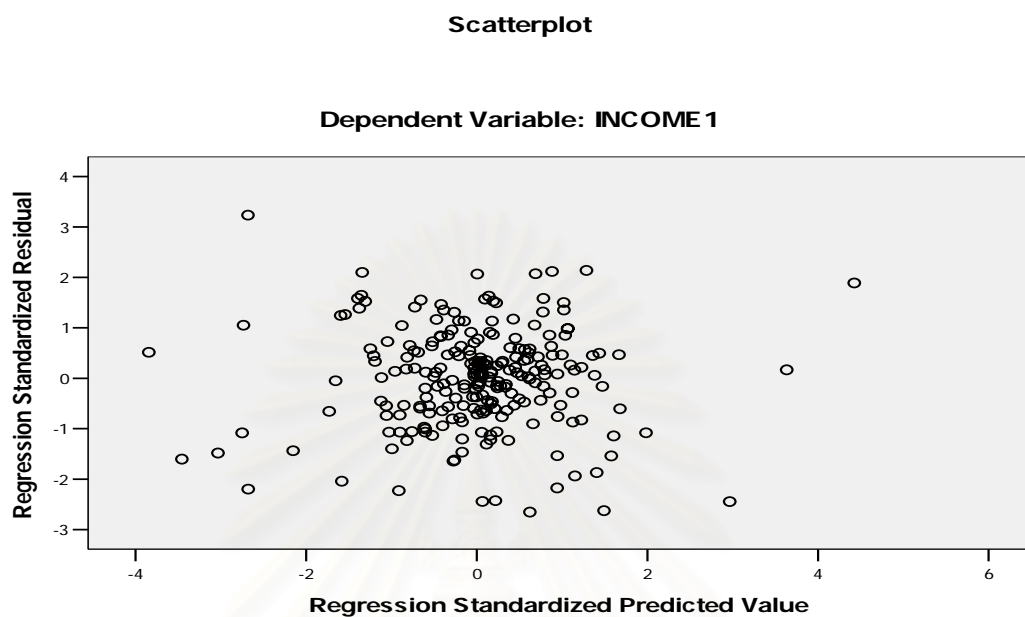


เมื่อพิจารณาแผนภาพการกระจายระหว่างค่า e และ Y ของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในขนาดในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า ค่า e จะกระจายอยู่รอบ ๆ ศูนย์ หรือค่า e มีค่าในช่วงใดช่วงหนึ่งแคบๆ ไม่ว่าค่า Y จะเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร ในกรณีนี้ จะถือว่า $\text{Var}(e)$ มีค่าคงที่ ซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

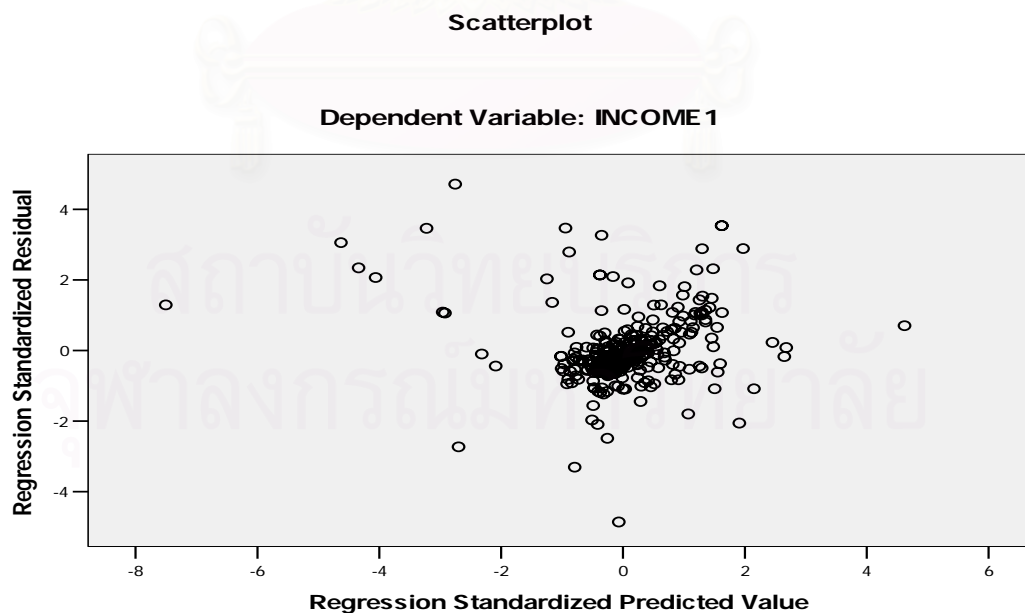
ภาพภาคผนวก 25 Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน Z_e ของผลการดำเนินงานในขนาดกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร



ภาพภาคผนวก 26 Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน Z_e ของผลการดำเนินงานในขนาดตกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค

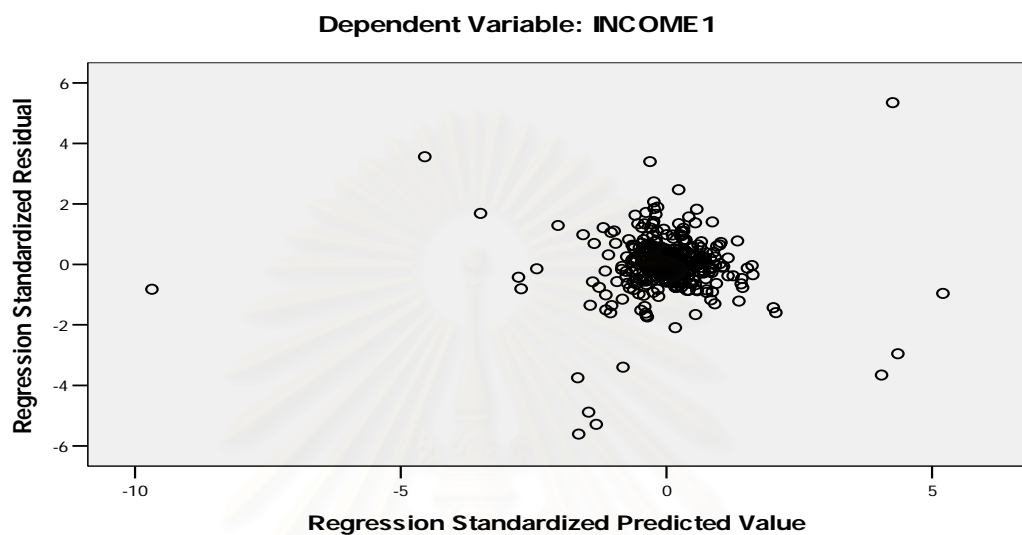


ภาพภาคผนวก 27 Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน Z_e ของผลการดำเนินงานในขนาดตกลุ่มธุรกิจการเงิน



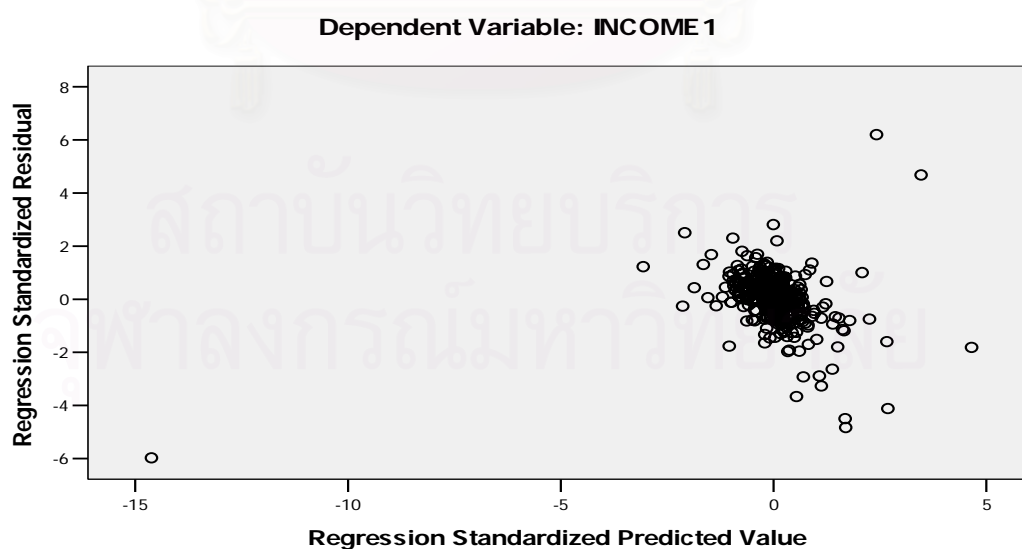
ภาพภาคผนวก 28 Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน Z_e ของผลการดำเนินงานในขนาดคกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม

Scatterplot

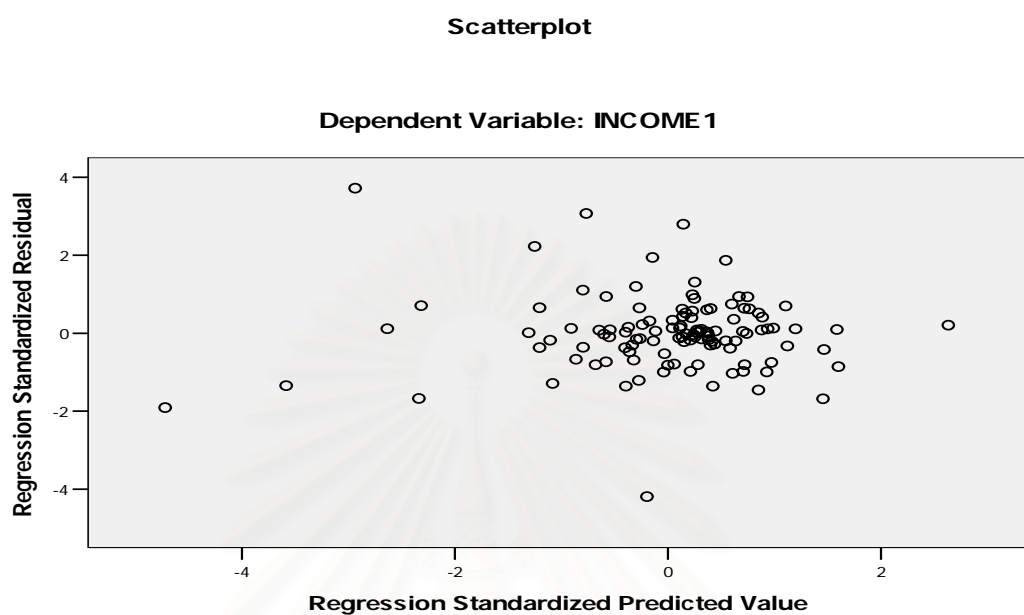


ภาพภาคผนวก 29 Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน Z_e ของผลการดำเนินงานในขนาดคกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

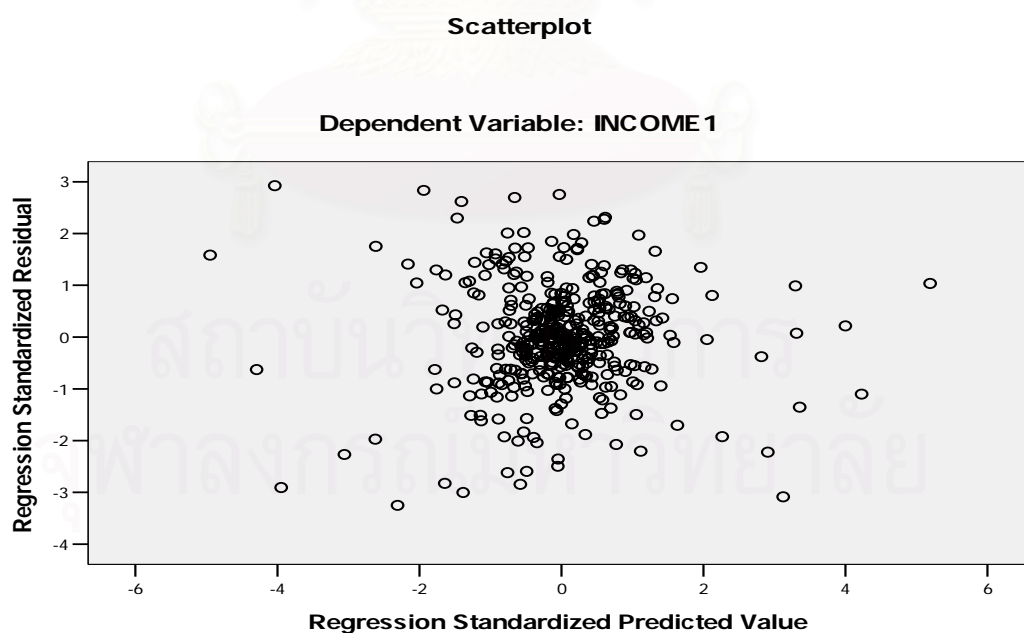
Scatterplot



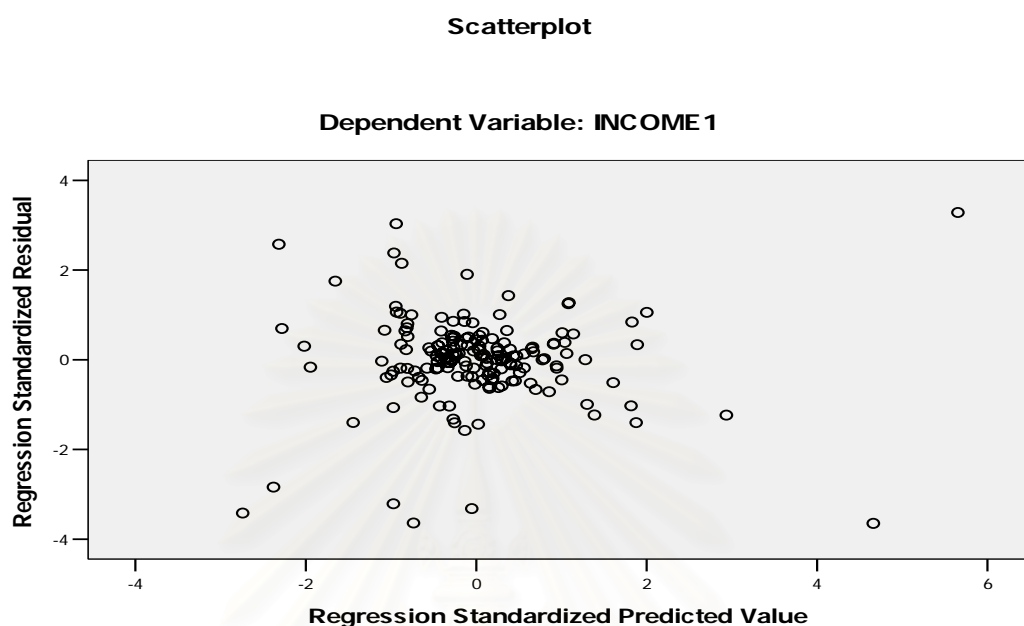
ภาพภาคผนวก 30 Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน Z_e ของผลการดำเนินงานในขนาดคตกลุ่มทรัพยากร



ภาพภาคผนวก 31 Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน Z_e ของผลการดำเนินงานในขนาดคตกลุ่มบริการ



ภาพภาคผนวก 32 Scatter plot ของค่าประมาณมาตรฐาน Z_y กับค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน Z_e ของผลการดำเนินงานในขนาดของกลุ่มเทคโนโลยี



เมื่อพิจารณาแผนภาพการกระจายระหว่างค่า e และ Y ของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของผลการดำเนินงานในขนาดของทุกกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า ค่า e จะกระจายอยู่รอบ ๆ ศูนย์ หรือค่า e มีค่าในช่วงใดช่วงหนึ่งแคบๆ ไม่ว่าจะค่า Y จะเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร ในกรณีนี้จะถือว่า $\text{Var}(e)$ มีค่าคงที่ ซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

(4) การตรวจสอบความเป็นอิสระ X_i และ X_j ต้องเป็นอิสระกัน

การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระสามารถพิจารณาได้จากค่าสถิติ Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF) ซึ่งถ้าค่า Tolerance ของตัวแปร X_i มีค่าต่ำหรือมีค่าใกล้ศูนย์ แสดงว่าตัวแปรอิสระ X_i มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่นๆ มาก ส่วนค่า VIF ถ้ามีค่ามาก หรือถ้า $\text{VIF} > 5$ นั่นคือเกิด multicollinearity เป็นการขัดแย้งกับเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอย

ตารางภาคผนวก 2 ค่า Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรอิสระในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในขนาด

INDUSTRY	Model 1		Model 2		
	$\Delta XFIN_t$	BM_t	$\Delta DEBT_t$	$\Delta EQUITY_t$	BM_t
1. AGRO (n = 243)					
Tolerance	0.988	0.988	0.919	0.923	0.979
VIF	1.012	1.012	1.088	1.084	1.021
2. CONSUME(n = 223)					
Tolerance	0.998	0.998	0.965	0.968	0.985
VIF	1.002	1.002	1.036	1.033	1.015
3. FINANCE (n = 269)					
Tolerance	0.986	0.986	0.985	0.968	0.981
VIF	1.014	1.014	1.016	1.033	1.020
4. INDUS (n = 261)					
Tolerance	0.997	0.997	0.957	0.929	0.968
VIF	1.003	1.003	1.045	1.076	1.033
5. PROPCON (n = 266)					
Tolerance	0.993	0.993	0.964	0.926	0.932
VIF	1.007	1.007	1.037	1.079	1.073
6. RESOURCE (n = 74)					
Tolerance	0.954	0.954	0.930	0.983	0.935
VIF	1.049	1.049	1.076	1.017	1.069
7. SERVICE (n = 361)					
Tolerance	0.999	0.999	0.944	0.949	0.981
VIF	1.001	1.001	1.060	1.053	1.019
8. TECH (n = 113)					
Tolerance	0.999	0.999	0.994	0.974	0.970
VIF	1.001	1.001	1.006	1.027	1.031

AGRO หมายถึง กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

CONSUME หมายถึง กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค

FINANCE หมายถึง กลุ่มธุรกิจการเงิน

INDUS หมายถึง กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม

PROPCON หมายถึง กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

RESOURCE หมายถึง กลุ่มทรัพยากร

SERVICE หมายถึง กลุ่มบริการ

TECH หมายถึง กลุ่มเทคโนโลยี

$$\text{Model 1: } RET_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta XFIN_t + \beta_2 BM_t + \varepsilon_{t+1}$$

$$\text{Model 2: } RET_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DEBT_t + \beta_2 \Delta EQUITY_t + \beta_3 BM_t + \varepsilon_{t+1}$$

จากตารางภาคผนวก 2 แสดงให้เห็นว่า ค่า Tolerance ของตัวแปรอิสระทุกตัวในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตมีค่าเข้าใกล้ 1 และค่า VIF ของตัวแปรอิสระทุกตัวถือได้ว่ามีค่าต่ำมาก คือ $VIF < 5$ ดังนั้นสามารถสรุปได้ว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ไม่มีความสัมพันธ์กันเองหรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ตัวแปรอิสระทุกตัวเป็นอิสระต่อกันในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

ตารางภาคผนวก 3 ค่า Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรอิสระในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของผลการดำเนินงานในอนาคต

INDUSTRY	Model 3			Model 4			
	$\Delta XFIN_t$	INCOME _t	INVEST_SCF _t	$\Delta DEBT_t$	$\Delta EQUITY_t$	INCOME _t	INVEST_SCF _t
1. AGRO (n = 261)							
Tolerance	0.673	0.778	0.734	0.706	0.645	0.711	0.735
VIF	1.485	1.285	1.362	1.416	1.550	1.407	1.361
2. CONSUME (n = 242)							
Tolerance	0.727	0.814	0.784	0.809	0.761	0.726	0.775
VIF	1.375	1.228	1.276	1.235	1.313	1.378	1.290
3. FINANCE (n = 289)							
Tolerance	0.953	0.995	0.950	0.965	0.942	0.973	0.944
VIF	1.050	1.005	1.053	1.036	1.062	1.028	1.059
4. INDUS (n = 286)							
Tolerance	0.751	0.916	0.720	0.812	0.833	0.922	0.723
VIF	1.332	1.092	1.389	1.231	1.200	1.085	1.382
5. PROPCON (n = 298)							
Tolerance	0.599	0.966	0.585	0.765	0.634	0.956	0.579
VIF	1.670	1.035	1.709	1.307	1.576	1.046	1.727
6. RESOURCE (n = 83)							
Tolerance	0.548	0.968	0.538	0.547	0.876	0.967	0.487
VIF	1.825	1.033	1.858	1.829	1.141	1.034	2.053
7. SERVICE (n = 395)							
Tolerance	0.569	0.914	0.558	0.666	0.668	0.908	0.544
VIF	1.758	1.095	1.791	1.501	1.497	1.101	1.837
8. TECH (n = 136)							
Tolerance	0.856	0.972	0.838	0.785	0.799	0.963	0.840
VIF	1.169	1.029	1.194	1.273	1.252	1.039	1.190

AGRO	หมายถึง กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	Model 3:
CONSUME	หมายถึง กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	$INCOME_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta XFIN_t + \beta_2 INCOME_t$
FINANCE	หมายถึง กลุ่มธุรกิจการเงิน	$+ \beta_3 INVEST_SCF_t + \varepsilon_{t+1}$
INDUS	หมายถึง กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	
PROPCON	หมายถึง กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	Model 4:
RESOURCE	หมายถึง กลุ่มทรัพยากร	$INCOME_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DEBT_t + \beta_2 \Delta EQUITY_t$
SERVICE	หมายถึง กลุ่มบริการ	$+ \beta_3 INCOME_t + \beta_4 INVEST_SCF_t$
TECH	หมายถึง กลุ่มเทคโนโลยี	$+ \varepsilon_{t+1}$

จากตารางภาคผนวก 3 แสดงให้เห็นว่า ค่า Tolerance ของตัวแปรอิสระทุกตัวในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของผลการดำเนินงานในอนาคตมีค่าเข้าใกล้ 1 และค่า VIF ของตัวแปรอิสระทุกตัวถือได้ว่ามีค่าต่ำมาก คือ $VIF < 5$ ดังนั้นสามารถสรุปได้ว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ไม่มีความสัมพันธ์กันเองหรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ตัวแปรอิสระทุกตัวเป็นอิสระต่อกันในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

นอกจากนี้สามารถพิจารณาความเป็นอิสระกันของตัวแปรอิสระได้จากค่า Pearson Correlation โดยหากตัวแปรอิสระคู่ใดมีค่าของ Pearson Correlation มากกว่า 0.70 หรือน้อยกว่า -0.70 จึงถือว่า ตัวแปรอิสระคู่ดังกล่าวไม่เป็นอิสระกันอาจจะต้องตัดตัวแปรตัวหนึ่งตัวใดออกจากสมการถดถอยเชิงพหุเพื่อความน่าเชื่อถือของผลการทดสอบ โดยสามารถแสดงค่าสถิติทดสอบความเป็นอิสระกันของตัวแปรอิสระ ดังตารางภาคผนวก 4 ถึง 19 พิจารณาแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมดังนี้

1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)

ตารางภาคผนวก 4 Correlations กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

		RET1	XFIN	DEBT	EQUITY	BM
RET1	Pearson Correlation	1				
	N	243				
XFIN	Pearson Correlation	-.223**	1			
	Sig. (2-tailed)	.001				
	N	243	243			
DEBT	Pearson Correlation	-.068	.761**	1		
	Sig. (2-tailed)	.306	.000			
	N	243	243	243		
EQUITY	Pearson Correlation	-.237**	.430**	-.259**	1	
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000		
	N	243	243	243	243	
BM	Pearson Correlation	.399**	.144*	.099	.076	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.029	.132	.249	
	N	243	243	243	243	243

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

ตารางภาคผนวก 5 Correlations กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลการดำเนินงานในอนาคต

		INCOME1	XFIN	DEBT	EQUITY	INCOME	INVEST
INCOME1	Pearson Correlation	1					
	N	261					
XFIN	Pearson Correlation	-.428**	1				
	Sig. (2-tailed)	.000					
	N	261	261				
DEBT	Pearson Correlation	-.197**	.752**	1			
	Sig. (2-tailed)	.001	.000				
	N	261	261	261			
EQUITY	Pearson Correlation	-.351**	.420**	-.283**	1		
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000			
	N	261	261	261	261		
INCOME	Pearson Correlation	.705**	-.320**	-.047	-.402**	1	
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.435	.000		
	N	261	261	261	261	261	
INVEST	Pearson Correlation	-.064	-.399**	-.334**	-.121*	-.176**	1
	Sig. (2-tailed)	.285	.000	.000	.044	.003	
	N	261	261	261	261	261	261

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME)

ตารางภาคผนวก 6 Correlations กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

		RET1	XFIN	DEBT	EQUITY	BM
RET1	Pearson Correlation	1				
	N	223				
XFIN	Pearson Correlation	-.188**	1			
	Sig. (2-tailed)	.006				
	N	223	223			
DEBT	Pearson Correlation	-.070	.775**	1		
	Sig. (2-tailed)	.309	.000			
	N	223	223	223		
EQUITY	Pearson Correlation	-.197**	.495**	-.165*	1	
	Sig. (2-tailed)	.004	.000	.016		
	N	223	223	223	223	
BM	Pearson Correlation	.073	-.034	-.100	.085	1
	Sig. (2-tailed)	.287	.620	.143	.216	
	N	223	223	223	223	223

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

ตารางภาคผนวก 7 Correlations กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUME) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลการดำเนินงานในอนาคต

		INCOME1	XFIN	DEBT	EQUITY	INCOME	INVEST
INCOME1	Pearson Correlation	1					
	N	242					
XFIN	Pearson Correlation	-.410**	1				
	Sig. (2-tailed)	.000					
	N	242	242				
DEBT	Pearson Correlation	-.193**	.822**	1			
	Sig. (2-tailed)	.003	.000				
	N	242	242	242			
EQUITY	Pearson Correlation	-.426**	.510**	-.071	1		
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.272			
	N	242	242	242	242		
INCOME	Pearson Correlation	.737**	-.304**	-.060	-.442**	1	
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.350	.000		
	N	242	242	242	242	242	
INVEST	Pearson Correlation	-.157*	-.352**	-.380**	-.043	-.191**	1
	Sig. (2-tailed)	.014	.000	.000	.502	.003	
	N	242	242	242	242	242	242

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

3. กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE)

ตารางภาคผนวก 8 Correlations กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

		RET1	XFIN	DEBT	EQUITY	BM
RET1	Pearson Correlation	1				
	N	269				
XFIN	Pearson Correlation	-.081	1			
	Sig. (2-tailed)	.183				
	N	269	269			
DEBT	Pearson Correlation	.005	.820**	1		
	Sig. (2-tailed)	.932	.000			
	N	269	269	269		
EQUITY	Pearson Correlation	-.149*	.471**	-.118	1	
	Sig. (2-tailed)	.014	.000	.053		
	N	269	269	269	269	
BM	Pearson Correlation	.356**	-.097	-.022	-.133*	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.113	.717	.028	
	N	269	269	269	269	269

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

ตารางภาคผนวก 9 Correlations กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCE) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลการดำเนินงานในอนาคต

		INCOME1	XFIN	DEBT	EQUITY	INCOME	INVEST
INCOME1	Pearson Correlation	1					
	N	289					
XFIN	Pearson Correlation	.011	1				
	Sig. (2-tailed)	.845					
	N	289	289				
DEBT	Pearson Correlation	-.015	.836**	1			
	Sig. (2-tailed)	.781	.000				
	N	289	289	289			
EQUITY	Pearson Correlation	.041	.633**	.104	1		
	Sig. (2-tailed)	.455	.000	.060			
	N	289	289	289	289		
INCOME	Pearson Correlation	.652**	-.013	.071	-.124*	1	
	Sig. (2-tailed)	.000	.816	.200	.025		
	N	289	289	289	289	289	
INVEST	Pearson Correlation	-.014	-.219**	-.152**	-.182**	-.058	1
	Sig. (2-tailed)	.795	.000	.006	.001	.297	
	N	289	289	289	289	289	289

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)

ตารางภาคผนวก 10 Correlations กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

		RET1	XFIN	DEBT	EQUITY	BM
RET1	Pearson Correlation	1				
	N	261				
XFIN	Pearson Correlation	-.182**	1			
	Sig. (2-tailed)	.003				
	N	261	261			
DEBT	Pearson Correlation	-.181**	.814**	1		
	Sig. (2-tailed)	.003	.000			
	N	261	261	261		
EQUITY	Pearson Correlation	-.022	.400**	-.207**	1	
	Sig. (2-tailed)	.722	.000	.001		
	N	261	261	261	261	
BM	Pearson Correlation	.388**	.056	-.052	.177**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.367	.398	.004	
	N	261	261	261	261	261

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

ตารางภาคผนวก 11 Correlations กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลการดำเนินงานในอนาคต

		INCOME1	XFIN	DEBT	EQUITY	INCOME	INVEST
INCOME1	Pearson Correlation	1					
	N	286					
XFIN	Pearson Correlation	-.110*	1				
	Sig. (2-tailed)	.042					
	N	286	286				
DEBT	Pearson Correlation	-.083	.737**	1			
	Sig. (2-tailed)	.125	.000				
	N	286	286	286			
EQUITY	Pearson Correlation	-.058	.551**	-.158**	1		
	Sig. (2-tailed)	.284	.000	.003			
	N	286	286	286	286		
INCOME	Pearson Correlation	.533**	-.053	-.047	-.019	1	
	Sig. (2-tailed)	.000	.324	.381	.719		
	N	286	286	286	286	286	
INVEST	Pearson Correlation	-.216**	-.465**	-.316**	-.290**	-.218**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000	.000	
	N	286	286	286	286	286	286

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON)

ตารางภาคผนวก 12 Correlations กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON)
สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

Correlations

		RET1	XFIN	DEBT	EQUITY	BM
RET1	Pearson Correlation	1				
	N	266				
XFIN	Pearson Correlation	-.022	1			
	Sig. (2-tailed)	.734				
	N	266	266			
DEBT	Pearson Correlation	-.002	.556**	1		
	Sig. (2-tailed)	.976	.000			
	N	266	266	266		
EQUITY	Pearson Correlation	-.025	.733**	-.158*	1	
	Sig. (2-tailed)	.705	.000	.015		
	N	266	266	266	266	
BM	Pearson Correlation	.246**	.107	-.139*	.240**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.102	.033	.000	
	N	266	266	266	266	266

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

ตารางภาคผนวก 13 Correlations กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON)
สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลการดำเนินงานในอนาคต

Correlations

		INCOME1	XFIN	DEBT	EQUITY	INCOME	INVEST
INCOME1	Pearson Correlation	1					
	N	298					
XFIN	Pearson Correlation	-.085	1				
	Sig. (2-tailed)	.091					
	N	298	298				
DEBT	Pearson Correlation	-.089	.552**	1			
	Sig. (2-tailed)	.077	.000				
	N	298	298	298			
EQUITY	Pearson Correlation	-.026	.719**	-.182**	1		
	Sig. (2-tailed)	.606	.000	.000			
	N	298	298	298	298		
INCOME	Pearson Correlation	.584**	.116*	.045	.099*	1	
	Sig. (2-tailed)	.000	.021	.370	.050		
	N	298	298	298	298	298	
INVEST	Pearson Correlation	-.024	-.632**	-.299**	-.495**	-.209**	1
	Sig. (2-tailed)	.640	.000	.000	.000	.000	
	N	298	298	298	298	298	298

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

6. กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE)

ตารางภาคผนวก 14 Correlations กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลตอบแทนหลักทรัพยากรในอนาคต

Correlations

		RET1	XFIN	DEBT	EQUITY	BM
RET1	Pearson Correlation	1				
	N	74				
XFIN	Pearson Correlation	.185	1			
	Sig. (2-tailed)	.131				
	N	74	74			
DEBT	Pearson Correlation	-.029	.079	1		
	Sig. (2-tailed)	.813	.524			
	N	74	74	74		
EQUITY	Pearson Correlation	-.116	.005	-.115	1	
	Sig. (2-tailed)	.341	.966	.343		
	N	74	74	74	74	
BM	Pearson Correlation	.353**	.049	-.248*	.085	1
	Sig. (2-tailed)	.003	.689	.039	.483	
	N	74	74	74	74	74

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

ตารางภาคผนวก 15 Correlations กลุ่มทรัพยากร (RESOURCE) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบผลการดำเนินงานในอนาคต

Correlations

		INCOME1	XFIN	DEBT	EQUITY	INCOME	INVEST
INCOME1	Pearson Correlation	1					
	N	83					
XFIN	Pearson Correlation	-.091	1				
	Sig. (2-tailed)	.342					
	N	83	83				
DEBT	Pearson Correlation	-.016	.777**	1			
	Sig. (2-tailed)	.865	.000				
	N	83	83	83			
EQUITY	Pearson Correlation	-.126	.724**	.128	1		
	Sig. (2-tailed)	.189	.000	.180			
	N	83	83	83	83		
INCOME	Pearson Correlation	.507**	.000	.019	-.020	1	
	Sig. (2-tailed)	.000	.999	.846	.833		
	N	83	83	83	83	83	
INVEST	Pearson Correlation	-.226*	-.666**	-.663**	-.324**	-.133	1
	Sig. (2-tailed)	.017	.000	.000	.001	.163	
	N	83	83	83	83	83	83

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

7. กลุ่มบริการ (SERVICE)

ตารางภาคผนวก 16 Correlations กลุ่มบริการ (SERVICE) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบ
ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในขนาด

Correlations

		RET1	XFIN	DEBT	EQUITY	BM
RET1	Pearson Correlation	1				
	N	361				
XFIN	Pearson Correlation	-.152**	1			
	Sig. (2-tailed)	.004				
	N	361	361			
DEBT	Pearson Correlation	-.011	.654**	1		
	Sig. (2-tailed)	.833	.000			
	N	361	361	361		
EQUITY	Pearson Correlation	-.184**	.598**	-.215**	1	
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000		
	N	361	361	361	361	
BM	Pearson Correlation	.302**	-.028	-.120*	.091	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.598	.023	.086	
	N	361	361	361	361	361

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

ตารางภาคผนวก 17 Correlations กลุ่มบริการ (SERVICE) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบ
ผลการดำเนินงานในขนาด

Correlations

		INCOME1	XFIN	DEBT	EQUITY	INCOME	INVEST
INCOME1	Pearson Correlation	1					
	N	395					
XFIN	Pearson Correlation	-.179**	1				
	Sig. (2-tailed)	.000					
	N	395	395				
DEBT	Pearson Correlation	.023	.513**	1			
	Sig. (2-tailed)	.639	.000				
	N	395	395	395			
EQUITY	Pearson Correlation	-.223**	.771**	-.152**	1		
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.002			
	N	395	395	395	395		
INCOME	Pearson Correlation	.675**	-.063	.110*	-.154**	1	
	Sig. (2-tailed)	.000	.193	.023	.001		
	N	395	395	395	395	395	
INVEST	Pearson Correlation	-.197**	-.630**	-.451**	-.390**	-.173**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000	.000	
	N	395	395	395	395	395	395

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

8. กลุ่มเทคโนโลยี (TECH)

ตารางภาคผนวก 18 Correlations กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบ
ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในขนาด

Correlations

		RET1	XFIN	DEBT	EQUITY	BM
RET1	Pearson Correlation	1				
	N	113				
XFIN	Pearson Correlation	-.042	1			
	Sig. (2-tailed)	.657				
	N	113	113			
DEBT	Pearson Correlation	.067	.854**	1		
	Sig. (2-tailed)	.482	.000			
	N	113	113	113		
EQUITY	Pearson Correlation	-.190*	.534**	.017	1	
	Sig. (2-tailed)	.044	.000	.859		
	N	113	113	113	113	
BM	Pearson Correlation	.233*	.023	-.070	.159	1
	Sig. (2-tailed)	.013	.808	.460	.093	
	N	113	113	113	113	113

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

ตารางภาคผนวก 19 Correlations กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) สำหรับชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบ
ผลการดำเนินงานในขนาด

Correlations

		INCOME1	XFIN	DEBT	EQUITY	INCOME	INVEST
INCOME1	Pearson Correlation	1					
	N	136					
XFIN	Pearson Correlation	-.054	1				
	Sig. (2-tailed)	.490					
	N	136	136				
DEBT	Pearson Correlation	-.054	.611**	1			
	Sig. (2-tailed)	.491	.000				
	N	136	136	136			
EQUITY	Pearson Correlation	-.006	.525**	-.353**	1		
	Sig. (2-tailed)	.940	.000	.000			
	N	136	136	136	136		
INCOME	Pearson Correlation	.452**	-.024	-.011	-.017	1	
	Sig. (2-tailed)	.000	.759	.889	.831		
	N	136	136	136	136	136	
INVEST	Pearson Correlation	-.257**	-.357**	-.223**	-.183*	-.170*	1
	Sig. (2-tailed)	.001	.000	.004	.019	.029	
	N	136	136	136	136	136	136

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

จากตารางภาคผนวก 4 ถึง 19 สรุปได้ว่าตัวแปรอิสระทั้งหมดเป็นอิสระจากกัน กล่าวคือ ไม่จำเป็นต้องตัดตัวแปรอิสระตัวใดตัวหนึ่งออกจากการทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุ เพราะตัวแปรอิสระมิได้มีความสัมพันธ์กันเองแต่อย่างใด เมื่อพิจารณาค่า Pearson Correlation ค่าไม่มากกว่า 0.70 หรือไม่น้อยกว่า -0.70 ดังนั้นแปรอิสระทุกตัวสามารถนำมาทดสอบความสัมพันธ์กับตัวแปรตามเพื่อวิเคราะห์ผลของการวิจัยต่อไป ซึ่งสอดคล้องกับผลของการพิจารณาค่า Tolerance และ VIF ที่ได้อธิบายไว้ก่อนแล้ว



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาคผนวก ข

ตาราง 52 สรุปตัวแปรและระเบียบวิธีวิจัยของวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่าง

กิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต

ผู้วิจัย	ระเบียบวิธีวิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม
Bradshaw Richardson and Sloan (2006)	Multiple regression	$\Delta XFIN_t = \Delta DEBT_t + \Delta EQUITY_t$ $\Delta DEBT_t$ = net cash received from the sale (and/or purchase) of common and preferred stock less cash dividends paid $\Delta EQUITY_t$ = net cash received from the issuance (and/or reduction) of debt	$INCOME_t$ = income after depreciation in year t	$SRET_{t+1}$ = annual size-adjusted return in year t+1 $INCOME_{t+1}$ = income after depreciation in year t+1 $INCOME_{t+2,t+5}$ = average income after depreciation in year t+2 to t+5
	Fama-French three factors model regression	$RET_{MKT,t+1} - RET_{F,t+1}$ = market factor minus risk-free rate factor	$RET_{SMB,t+1}$ = size factor $RET_{HML,t+1}$ = book to market factor	$RET_{P,t+1}$ = excess stock return on a portfolio in the year after portfolio formation

ผู้วิจัย	ระเบียบวิธีวิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม
Daniel and Thomas (2006)	Multiple regression	$\Delta XFIN_t = \Delta DEBT_t + \Delta EQUITY_t$ $\Delta DEBT_t$ = net cash received from the sale (and/or purchase) of common and preferred stock less cash dividends paid $\Delta EQUITY_t$ = net cash received from the issuance (and/or reduction) of debt	T_ACCR_t = total accrual in year t $INCOME_t$ = income after depreciation in year t ΔINV_BS_t = cash from investing activities in year t from balance sheet ΔINV_SCF_t = cash from investing activities in year t from cash flow CFO_t = cash from operating activities in year t from cash flow	$SRET_{t+1}$ = annual size-adjusted return in year t+1 $INCOME_{t+1}$ = income after depreciation in year t+1 $INCOME_{t+2,t+5}$ = average income after depreciation in year t+2 to t+5
Gavin (2005)	Multiple regression Match sample technique	$\Delta XFIN_{BS} = \Delta DEBT_{BS} + \Delta EQUITY_{BS}$ $\Delta EQUITY_{BS}$ = change in equity $\Delta DEBT_{BS}$ = change in debt $\Delta CEQUITY_{BS}$ = change in common equity $\Delta PEQUITY_{BS}$ = change in preferred equity $\Delta LTDEBT_{BS}$ = change in long term debt	ROA_{t-1} = return on asset year t-1 ROS_{t-1} = return on sales year t-1 $CFOA_{t-1}$ = cash flows from operations on assets year t-1 $CFOS_{t-1}$ = cash flows from operations on sales year t-1 $OIDBA_{t-1}$ = operating income before depreciation plus interest on assets year t-1	ROA_{t+1} = return on asset year t+1 ROS_{t+1} = return on sales year t+1 $CFOA_{t+1}$ = cash flows from operations on assets year t+1 $CFOS_{t+1}$ = cash flows from operations on sales year t+1 $OIDBA_{t+1}$ = operating income before depreciation plus interest on assets year t+1

ผู้วิจัย	ระเบียบวิธีวิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม
Gavin (2005)		$\Delta CVDEBT_{BS}$ = change in convertible debt $\Delta NOTE_{BS}$ = change in note payable $\Delta XFIN_{CF} = \Delta DEBT_{CF} + \Delta EQUITY_{CF}$ $\Delta EQUITY_{CF}$ = cash proceeds from equity $\Delta DEBT_{CF}$ = cash proceeds from debt EQ_ISS_{CF} = cash proceeds from the sale of common and preferred stock EQ_REP_{CF} = cash payments for the repurchase of common and preferred stock DIV_{CF} = cash payments for dividends LTD_ISS_{CF} = cash proceeds from the issuance of long term debt LTD_REP_{CF} = cash payments for long term debt reductions $\Delta NOTE_{CF}$ = net change in current debt	$OIDBS_{t-1}$ = operating income before depreciation plus interest on sales year t-1	$OIDBS_{t+1}$ = operating income before depreciation plus interest on sales year t+1 $ABOP = OP - OP_M$ OP = change in operating performance measure for external financier from year t-1 to year t OP_M = change in operating performance measure for matched firm from year t-1 to year t

ผู้วิจัย	ระเบียบวิธีวิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม
Eberhart and Siddique (2002)	Cross-sectional regression tests Fama-French three factors model regression	SEO issuance $(R_{mt} - R_{ft})$ R_{mt} = CRSP value weighted market index return R_{ft} = the one-month Treasury bill return	 SMB _t = return on a portfolio of small stocks minus the return on a portfolio of large stocks HML _t = return on a portfolio of stocks with high book-to-market ratios minus the return on portfolio of stocks with low book-to-market ratios	Abnormal stock return Abnormal bond return Abnormal firm return $(R_{Stockpt} - R_{ft})$ $R_{Stockpt}$ = average raw return for stocks in calendar month t R_{ft} = one-month Treasury bill return

ผู้วิจัย	ระเบียบวิธีวิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม
Eberhart and Siddique (2002)	Brav-Gezcy-Gompers regression model	$(R_{mt} - R_{ft})$	SMB _t HML _t PR12 _t = return on high-momentum stocks minus return on low-momentum stocks as discussed in Carhart (1997)	$(R_{Stockpt} - R_{ft})$
	Eckbo-Masulis-Norli regression model	$(R_{mt} - R_{ft})$	ΔRPC_t = percent change in the real per capita consumption of nondurable goods (Baa-Aaa) _t = the difference in the monthly yield change on bonds rated Baa and Aaa by Moody's UI _t = unanticipated inflation (20y-1y) _t = the return difference between Treasury bonds with 20 years to maturity and 1 year to maturity TBILLSpr _t = the return difference between 90-day and 30-day Treasury bills	$(R_{Stockpt} - R_{ft})$

ผู้วิจัย	ระเบียบวิธีวิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม
Eberhart and Siddique (2002)	Elton-Grunber-Blake regression model	BondMktRet _t = return on the Lehman Corporate Bond Index $(R_{mt} - R_{ft})$	UnxGDP _t = unexpected change in gross domestic product UnxCPI _t = unexpected change in the consumer price index DefaultRP _t = the default risk premium Term _t = slope of the term structure R _{mt} SMB _t HML _t	$(R_{Bondpt} - R_{ft})$ $(R_{Stockpt} - R_{Bondpt})$ R _{ft} = one-month Treasury bill return R _{Bondpt} = average raw return for bond in calendar month t R _{Stockpt} = average raw return for stocks in calendar month t

ผู้วิจัย	ระเบียบวิธีวิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม
Eckbo Masulis and Norli (2000)	K-vector model Jensen's alphas and factors loading	RM_t = excess return on the market index	ΔRPC_t = a factor mimicking portfolio for the percent change in the real per capita consumption of nondurable goods $(BAA-AAA)_t$ = a factor mimicking portfolio for the difference in the monthly yield changes on bonds rated BAA and AAA by Moody's UI_t = a factor mimicking portfolio for unanticipated inflation $(20y-1y)_t$ = return difference between Treasury bonds with 20 years to maturity and one year to maturity $TBILLspr_t$ = return difference between 90- and 30-day Treasury bills	r_{pt} = either a portfolio excess return of a return on a zero investment portfolio that is long the stock of the matched firm and short the stock of the issuer

ผู้วิจัย	ระเบียบวิธีวิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม
Eckbo Masulis and Norli (2000)	Fama-French three factors model regression	RM_t = excess return on the market index	SMB_t = return on a portfolio of small stocks minus the return on a portfolio of large stocks HML_t = return on a portfolio of stocks with high book-to-market ratios minus the return on portfolio of stocks with low book-to-market ratios	r_{pt} = either a portfolio excess return of a return on a zero investment portfolio that is long the stock of the matched firm and short the stock of the issuer
Ikenberry Lakonishok and Vermaelen (1995)	Fama-French three factors model regression	RM_t = excess return on the market index	SMB_t = return on a portfolio of small stocks minus the return on a portfolio of large stocks HML_t = return on a portfolio of stocks with high book-to-market ratios minus the return on portfolio of stocks with low book-to-market ratios	r_{pt} = either a portfolio excess return of a return on a zero investment portfolio that is long the stock of the matched firm and short the stock of the issuer

ผู้วิจัย	ระเบียบวิธีวิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม
Ikenberry Lakonishok and Vermaelen (2000)	Standard one Factor CAPM approach Fama-French three factors model regression Multiple regression	$(r_{m,t} - r_{f,t})$ = the monthly excess return to the TSE Excess Return _{it} = excess returns preceding and following month t Excess Return _{it-1,t+k} = excess returns preceding and following month t-1 Excess Return _{it+1,t+k} = excess returns preceding and following month t+1	$(r_{value,t} - r_{growth,t})$ = size factor $(r_{value,t} - r_{growth,t})$ = book-to-market factor Repeat _i = dummy variables set to one if the firm has announced a program within the past 15 month Program Size _i = the fraction of outstanding common stock authorized for repurchase Size Rank _i = Size factor B/M rank _i = Book-to-Market factor	$(r_{p,t} - r_{f,t})$ = excess portfolio return in month t $(r_{i,t} - r_{f,t})$ = the excess return to firm i in month t Bought _{it} = is the portion of the program firm i repurchased in month t

ผู้วิจัย	ระเบียบวิธีวิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม
Loughran and Ritter (1997)	Matched sample technique Wilcoxon Matched- Pairs Signed-Ranks test Multiple regression	Issuers Non-issuers Growth Measure SEO dummy Cohort Year Fixed Effect		OIBD/assets = operating income before depreciation and amortization, plus interest income, divided by end-of year assets Profit margin = net income including extraordinary items divided by sales Sales Growth Rated R&D plus capital expenditures/ Total Assets $(r_i - r_m)$ = Market-adjusted Returns

ผู้วิจัย	ระเบียบวิธีวิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม
Loughran and Ritter (2000)	Fama-French three factors model regression	$(r_{m,t} - r_{f,t})$ = the market factor, constructed by subtracting the T-bill return from the value-weighted market return	SMB _t = return on a portfolio of small stocks minus the return on a portfolio of large stocks HML _t = return on a portfolio of stocks with high book-to-market ratios minus the return on portfolio of stocks with low book-to-market ratios	$(r_{p,t} - r_{f,t})$ = excess portfolio return in month t
Spiess and Affleck-Graves (1999)	Fama-French three factors model regression	$(R_{mt} - R_{ft})$ R _{mt} = the return on the value-weighted index of NYSE, AMEX and NASDAQ stocks in month t R _{ft} = the 3-month T-bill yield in month t	SMB _t = return on small firms minus the return on large firms in month t HML _t = return on high book-to-market stocks minus the return on low book-to-market stocks in month t	$(R_{pt} - R_{ft})$ R _{pt} = the return on the portfolio of sample firms in month t R _{ft} = the 3-month T-bill yield in month t

ผู้วิจัย	ระเบียบวิธีวิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม
Hansen and Crutchley (1990)	Cumulative Excess Return around the Financing Announcement Multiple Regression Abnormal earnings test Multiple Regression Common stock Cumulative Excess Return test	Financing Announcement CSTOCK = dummy variable 1 for common stock offerings CBONDS = dummy variable 1 for convertible bond offerings SBONDS = dummy variables 1 for straight bond offerings CBONDS = dummy variable 1 for convertible bond offerings SBONDS = dummy variables 1 for straight bond offerings	 REF = dummy variable 1 if use of proceeds is refinance debt INV = dummy variable 1 if use of proceeds is investment AE(b, a) = abnormal earnings from year b to year a	Cumulative Excess Return AE(b,a) = abnormal earnings, from year b to year a CER(B, A) = daily cumulative excess return to the common stock of issuer from day B to day A

ผู้วิจัย	ระเบียบวิธีวิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม
Hansen and Crutchley (1990)	Ordinary Least Squares regression	$RSIZE = SIZE/TA$ SIZE = the amount of gross proceeds from offerings TA = total assets		$CER(B, A) =$ daily cumulative excess return to the common stock of issuer from day B to day A
Bae et al. (2002)	Matched sample technique Multiple regression	Straight Debt Convertible Debt Common Stock $SB = 1$ for straight debt and 0 otherwise $CB = 1$ for convertible debt and 0 otherwise	$RFSZ =$ the relative offerings size for firm $CAO =$ cumulative abnormal operating performance for the indicated period for firm	Abnormal Return = the issuers' buy-and-hold return for the period less the return of an appropriate benchmark $CAR =$ cumulative abnormal returns for the indicated period using size-matched buy-and-hold method $CAO =$ cumulative abnormal operating performance for the indicated period for firm

ผู้วิจัย	ระเบียบวิธีวิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม
Heron and Lee (2004)	Wilcoxon signed-ranks test Multiple regression	Primary offerings Mixed offerings Secondary offerings Rights offerings Shelf registration Fraction primary Rights offering Shelf registration Discretionary current accruals Discretionary long-term accruals	 Pre-announcement operating income or cash flow Market-to-book value of assets Book value of assets (billions) Median change in operating income or cash flow of industry peers	Median Discretionary Accrual Median Operating Income Scaled by Sales Operating Income/Sales Operating Income/Assets Cash Flow/Sales
Dichev and Piotroski (1999)	Five years return following material increase in long term straight debt and convertible debt	Δ LTD = the difference between the amount of debt reported on the firm's balance sheet at the end of the fiscal year less amount reported at the start of fiscal year Scale by the beginning of the year level of total assets		Mean 5-years Return Value-Wtd 5-years Return Median 5-years Return ROE Δ ROE

ผู้วิจัย	ระเบียบวิธีวิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม
Dichev and Piotroski (1999)	Fama-MacBeth Regressions	DEBT_ISSUE = is equal to 1 if the firm increase its long term debt by greater than 5 percent of assets within five years of that calendar month, and Zero otherwise	BM = the book value of stockholders equity divided by market value of equity (MVE) at the end of fiscal year MVE = total number of shares outstanding times stock price per share at the end of fiscal year	RETURN = The raw monthly return
Kabir and Roosenboom (2003)	Mean Excess return Median Excess return Abnormal levels of operating performance	Equity right issues Equity right issues		Cumulative excess stock return Net income/Total assets Cash flow/Total assets EBIT/Total assets EBITDA/Total assets

ผู้วิจัย	ระเบียบวิธีวิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม
Kabir and Roosenboom (2003)	Cross-sectional regressions	Issue-size = monetary amount of rights issue/market value of equity on the day before announcement Issue-price = the offer price/stock price prevailing one day before the issue announcement	M/B = the ratio of market to book value of total assets GDP = a dummy variable set to 1 if the issue occurs in years of relatively high growth rate of GDP	Excess stock return Cumulative abnormal level of operating performance
McLaughlin et al. (1996)	Cross-sectional regressions	Ratio of Free Cash Flow to Book Value of Assets in Year -1	Change from Year -2 to Year -1 in the Industry-adjusted ratio of cash flow to book value of assets Change from Year -1 to Year +1 on gross property, plant, and equipment divided by to book value of assets in Dummy Variable for firms with Tobin's $q > 1.0$ Natural Log of the book value of firm assets Tax exp/Book value of assets ratio Debt/Book value of assets ratio	Change from year i to year j in the industry-adjusted ratio of cash flow to book value of assets Probability that firm issued Seasoned Equity, Tobin's $q \Delta 1$ and > 1

ผู้วิจัย	ระเบียบวิธีวิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม
Teoh Welch and Wong (1998)	Time series profiles of asset-scaled accrual, net income and cash flow from operation Matched sample technique Ordinary least-squares regression Fama-French three factors model regression	Seasoned equity offering firm Nonissue firm Discretionary accrual Nondiscretionary accrual Discretionary accrual Nondiscretionary accrual	Change in capital expenditure Industry dummies Year dummies Book/Market, Market Value Log(BK _{-y} / Market _{-y}) Log(Market _{-y})	Net Income years -3 to +3 Cash flow from operations years - 3 to +3 Discretionary accrual years -3 to +3 Raw returns Market-adj returns Monthly return are in year 0 to 3

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นายอภิเดช แวสุวรรณ เกิดเมื่อวันที่ 25 ตุลาคม พ.ศ. 2524 ที่จังหวัดจันทบุรี สำเร็จการศึกษาหลักสูตรปริญญาบัญชีบัณฑิต เกียรตินิยมอันดับ 1 คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย ปีการศึกษา 2546 จากนั้นเข้าศึกษาต่อระดับปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี การเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปีการศึกษา 2548 ขณะที่ศึกษาระดับปริญญามหาบัณฑิตได้รับทุนในตำแหน่ง ผู้ช่วยสอน ภาควิชาบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย