

คุณภาพกำกับผลตอบแทนของหุ้น : การศึกษาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



นายภคสุนาท จิตมั่นชัยธรรม

# สถาบันวิทยบริการ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน

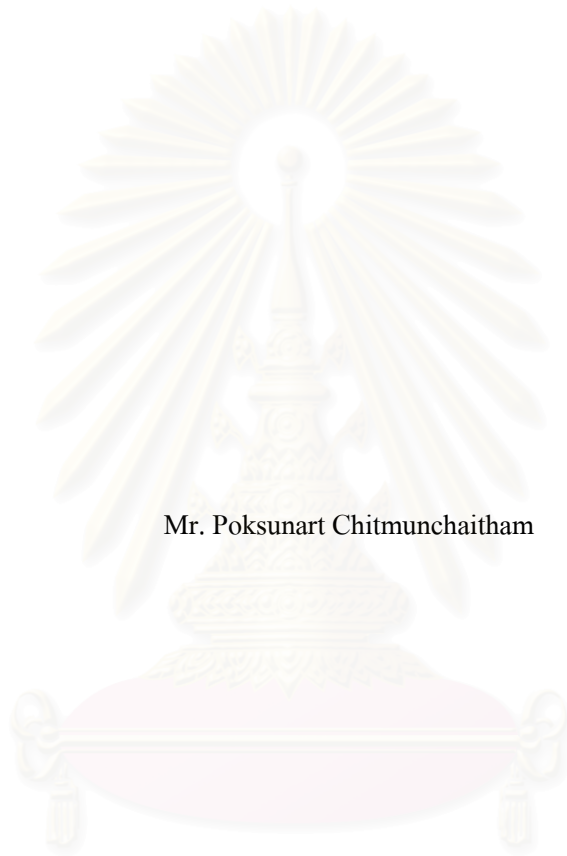
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2545

ISBN 974-171-609-5

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

EARNINGS QUALITY AND STOCK RETURNS : EVIDENCE FROM THE STOCK  
EXCHANGE OF THAILAND



Mr. Poksunart Chitmunchaitham

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of Master of Science in Finance

Department of Banking and Finance

Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic Year 2002

ISBN 974-171-609-5

หัวข้อวิทยานิพนธ์

คุณภาพกำไรกับผลตอบแทนของหุ้น : การศึกษาจากตลาดหลักทรัพย์  
แห่งประเทศไทย

โดย

นายภคศุนาท์ จิตมั่นชัยธรรม

สาขาวิชา

การเงิน

อาจารย์ที่ปรึกษา

อ. ดร. สันติ กิระนันท์

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้บัณฑิตวิทยาลัย  
วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรบัณฑิต

บัญชี

.....คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วิรัช อภิเมธีธำรง)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ

(รองศาสตราจารย์ ดร.พงศา พรชัยวิเศษกุล)

..... อาจารย์ที่ปรึกษา

(อาจารย์ ดร.สันติ กิระนันท์)

..... กรรมการ

(อาจารย์ ดร.ธวัชชัย จิตรภักษ์นันท์)

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภคสุนาท จิตมั่นชัยธรรม : คุณภาพกำไรกับผลตอบแทนของหุ้น : การศึกษาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (EARNINGS QUALITY AND STOCK RETURNS :EVIDENCE FROM THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND) อ.ที่ปรึกษา : อ. ดร.สันติ กีระนันท์, 50 หน้า. ISBN 974-171-609-5

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ รวมถึงองค์ประกอบของคุณภาพกำไรที่มีอิทธิพลในการอธิบายความสัมพันธ์ดังกล่าว โดยศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 214 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2540 – พ.ศ. 2544

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับผลตอบแทนของหุ้น ทั้งวิธีจัดกลุ่มหุ้น และ การทดสอบสมการถดถอยภาคตัดขวาง โดยใช้การเปลี่ยนแปลงของมูลค่ารายการพึงรับพึงจ่ายเป็นตัวแทนในการวัดคุณภาพกำไร สามารถสรุปผลในเบื้องต้นได้ว่า คุณภาพกำไรกับผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติจากการลงทุนในหุ้นสามัญไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ และเมื่อทำการศึกษาโดยสมการถดถอยภาคตัดขวางพบว่า ตัวแปรที่มีอิทธิพลในการอธิบายความสัมพันธ์ของผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติจากการลงทุนในหุ้นสามัญ ในช่วงเวลาหลังจากที่งบการเงินถูกเปิดเผยต่อสาธารณชนอย่างทั่วถึง คือ กำไรของกิจการเท่านั้น ขณะที่ตัวแปรอื่นได้แก่การเปลี่ยนแปลงของกำไรไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญ ปรากฏการณ์นี้อาจอธิบายได้ว่า นักลงทุนให้ความสนใจเพียงกำไรของกิจการซึ่งเป็นข้อมูลพื้นฐานเบื้องต้น และอาจจะไม่ได้สนใจในข้อมูลส่วนอื่นๆของงบการเงินที่มีความซับซ้อนมากกว่ากำไรของกิจการที่ปรากฏ ทั้งนี้อาจจะกล่าวอ้างถึงข้อบ่งชี้ได้ว่า ประสิทธิภาพในการรับรู้ข้อมูลข่าวสารของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังอยู่ในระดับต่ำ

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน

ลายมือชื่อนิสิต.....

สาขาวิชา การเงิน

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....

ปีการศึกษา 2545

## 4482338126 : MAJOR FINANCE

KEY WORD: ACCRUALS / EARNINGS QUALITY / EFFICIENCY MARKET

POKSUNART CHITMUNCHAITHAM : EARNINGS QUALITY AND STOCK  
RETURNS : EVIDENCE FROM THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND.

THESIS ADVISOR : SANTI KIRANAND, D.B.A., 50 pp. ISBN 974-171-609-5

The purpose of this study is to investigate the relationship between earnings quality and stock returns. The analysis of the earnings quality composition is also performed by the portfolio formation and the cross sectional regression analysis. The study uses sample from 214 listed companies in the Stock Exchange of Thailand during 1997-2001

In this study, the earnings quality is proxied by changes in accrual transactions. Both analytical approaches show the same conclusion. Neither stock returns nor abnormal stock returns significantly relate to earnings quality. The evidence from the cross sectional regression analysis indicates that companies' earnings can explain stock returns and abnormal stock returns after financial statements have been disclosed. Since changes in companies' earnings cannot significantly explain, it implied that investors only pay much attention to the earnings of business, the fundamental information. They do not take some sophisticated financial variables into account. Furthermore, the results imply that the efficiency in analyzing information of many investors is not at a relevant level.

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Department of Banking and Finance

Field of study Finance

Academic year 2002

Student's signature.....

Advisor's signature.....

## กิตติกรรมประกาศ

ความสำเร็จของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้เขียนใคร่ขอขอบพระคุณ อาจารย์ ดร.สันติ กีระนันทน์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ท่านได้เสียสละเวลาในการให้คำแนะนำ และข้อคิดเห็นต่างๆ ของการศึกษา ตลอดจนได้กรุณาแก้ไขปรับปรุงวิทยานิพนธ์ให้ถูกต้องและสมบูรณ์ยิ่งขึ้น รวมทั้งรองศาสตราจารย์ ดร.พงศา พรชัยวิเศษกุล ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และ อาจารย์ ดร.ธวัชชัย จิตรภักษ์นันท์ ที่ได้ กรุณาให้ข้อคิดเห็นและคำแนะนำที่เป็นประโยชน์ต่อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ผู้เขียนขอขอบพระคุณ นางสาวอภิชา เมตตาวรรคุณ นายไวศิษฏ์ ภูริวิโรจน์กุล และเพื่อนๆ ทุกคน ตลอดจนเจ้าหน้าที่ห้องปฏิบัติการทางการเงิน เจ้าหน้าที่หลักสูตรวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน ที่ได้ให้ความช่วยเหลืออันเป็นประโยชน์ต่อการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ท้ายสุดนี้ ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ คุณพ่อ คุณแม่ พี่สาว ที่ได้ให้การสนับสนุน ความรัก ความห่วงใย และกำลังใจแก่ผู้เขียนเสมอมา คุณประโยชน์ของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้เขียนขอมอบแด่ คุณพ่อ คุณแม่ ผู้มีพระคุณ และ อาจารย์ทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้แก่ผู้เขียน หากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใด ผู้เขียนขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

ภกศุนาท จิตมั่นชัยธรรม

มีนาคม 2546

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ญ
บทที่	
1    บทนำ.....	1
1.1    ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2    วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	2
1.3    ขอบเขตของการวิจัย.....	2
1.4    ข้อยกเว้นของการวิจัย.....	2
1.5    ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	3
1.6    วิธีดำเนินการวิจัย.....	3
1.7    ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย.....	3
2    คำนิยามและวรรณกรรมปริทัศน์.....	4
2.1    คำนิยาม.....	4
2.1.1    คุณภาพกำไร.....	4
2.1.2    รายการพึงรับพึงจ่าย.....	7
2.1.3    ประสิทธิภาพของตลาด.....	8
2.2    วรรณกรรมปริทัศน์.....	10
3    วิธีดำเนินการวิจัย.....	15
3.1    ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย.....	15
3.2    วิธีการวิจัย.....	16
3.2.1    การทดสอบความสัมพันธ์คุณภาพกำไรและผลตอบแทนของหุ้น โดยวิธี การจัดกลุ่มหุ้น.....	18

## สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
3.2.2	การทดสอบความสัมพันธ์คุณภาพกำไรและผลตอบแทนของหุ้นโดย สมการถดถอยภาคตัดขวาง.....24
4	ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....27
4.1	การทดสอบความสัมพันธ์คุณภาพกำไรและผลตอบแทนของหุ้นโดยวิธีการจัด กลุ่มหุ้น.....27
4.1.1	คุณภาพกำไรกับผลตอบแทนของหุ้น.....27
4.1.2	ส่วนประกอบของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายกับผลตอบแทน ของหุ้น.....31
4.2	การทดสอบความสัมพันธ์คุณภาพกำไรและผลตอบแทนของหุ้นโดยการทดสอบ สมการถดถอยภาคตัดขวาง.....38
4.2.1	ช่วงเวลาหลังวันจัดกลุ่มหุ้น.....38
4.2.2	ช่วงเวลาระหว่างวันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีถึงวันจัดกลุ่มหุ้น.....40
5	สรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ.....42
5.1	สรุปผลการวิจัย.....42
5.2	ข้อเสนอแนะ.....43
	รายการอ้างอิง.....44
	ภาคผนวก.....46
	ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....50

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



## สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
3.1 ข้อมูลเชิงสถิติของส่วนประกอบของเงินทุนหมุนเวียน.....	17
3.2 ข้อมูลเชิงสถิติของส่วนประกอบของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย.....	17
4.1 ข้อมูลเชิงสถิติของกลุ่มหุ้นซึ่งมีการแบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับ พึงจ่าย.....	28
4.2 ผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติกลุ่มหุ้นซึ่งมีการแบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลง ของรายการพึงรับพึงจ่าย.....	30
4.3 ผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติกลุ่มหุ้นซึ่งมีการแบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลง ของลูกหนี้การค้า.....	33
4.4 ผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติกลุ่มหุ้นซึ่งมีการแบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลง ของสินค้าคงคลัง.....	34
4.5 ผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติกลุ่มหุ้นซึ่งมีการแบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลง ของสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ.....	35
4.6 ผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติกลุ่มหุ้นซึ่งมีการแบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลง ของเจ้าหนี้การค้า.....	36
4.7 ผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติกลุ่มหุ้นซึ่งมีการแบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลง ของหนี้สินหมุนเวียนอื่นๆ.....	37
4.8 สมการถดถอยแบบภาคตัดขวางของผลตอบแทนหุ้นในช่วงเวลาหลังวันจัดกลุ่มหุ้น.....	39
4.9 สมการถดถอยแบบภาคตัดขวางของผลตอบแทนหุ้นในช่วงเวลาระหว่างวันสิ้นรอบ ระยะเวลาบัญชีถึงวันจัดกลุ่มหุ้น.....	41
ผ.1 รายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้ในการวิจัย.....	47
ผ.2 ค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ.....	49

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ผู้จัดการกองทุนรวมทั้งบุคคลอื่น ๆ ที่มีความเกี่ยวข้องในตลาดหุ้นต่างให้ความสำคัญกับตัวเลขกำไรของกิจการ ดังจะเห็นได้จากการแปลงถึงตัวเลขการคาดการณ์ของกิจการ และการวิเคราะห์คาดการณ์ผลประกอบการของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ซึ่งมีผู้ให้ความสนใจอย่างใกล้ชิด ในขณะที่ผู้บริหารกิจการก็ให้ความสนใจในกำไรของกิจการเพราะคำตอบแทนของผู้บริหารนั้นขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของกิจการ ข่าวร้ายเกี่ยวกับผลประกอบการของกิจการที่ต่ำกว่าที่ประมาณการสามารถส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ในทางตรงกันข้ามกิจการที่มีผลการดำเนินงานดีกว่าที่คาดการณ์ก็ย่อมส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นได้เช่นกัน แต่การให้ความสนใจในตัวเลขกำไรของกิจการเพียงอย่างเดียว โดยไม่ได้คำนึงถึงตัวชี้ชี้นำอื่น ๆ ในการวัดผลประกอบการของกิจการเป็นความคิดที่อาจจะไม่ถูกต้องนัก เพราะตัวเลขกำไรสุทธิเป็นเพียงบทสรุปสุดท้ายที่ผ่านหลายๆ ขั้นตอนตามกระบวนการทางบัญชี ยกตัวอย่างเช่น รายการพิเศษ หรือรายการที่เกิดจากการปรับโครงสร้าง หรือรายการที่เกิดจากการตัดจำหน่ายสินทรัพย์ของกิจการ ก็สามารถมีผลกระทบต่อกำไรของกิจการ จากการศึกษาเชิงประจักษ์ของ Teoh, Welch and Wong (1998a, 1998b) สนับสนุนแนวคิดที่ว่ากิจการมีการตกแต่งตัวเลขกำไรผ่านทางรายการต่างๆ ดังนั้นในปัจจุบันจึงเริ่มมีการให้ความสนใจในตัวตัวคุณภาพกำไร หรือดัชนีที่ใช้วัดผลการดำเนินงานพื้นฐานที่แท้จริงของกิจการเพิ่มขึ้น ดังจะเห็นได้จากในหมายเหตุประกอบงบการเงินที่จะมีบันทึกข้อสงสัยเกี่ยวกับกำไรของกิจการ และคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการจัดตั้งโครงการวิจัยเกี่ยวกับ การตกแต่งกำไรของกิจการ

สาเหตุที่ต้องให้ความสำคัญกับคุณภาพกำไรก็คือ ผู้ลงทุนมองว่ากิจการที่มีคุณภาพสูงย่อมมีความเสี่ยงน้อยกว่ากิจการที่มีคุณภาพกำไรต่ำ เนื่องจากกิจการเหล่านี้จะจัดทำตัวเลขกำไรโดยใช้นโยบายบัญชีที่ยืดหลักความระมัดระวัง ตัวอย่างเช่น กิจการเหล่านี้ก็กลัวความเสี่ยงในด้านอื่นๆ ที่ตามมา ตลอดจนความเสี่ยงจากโครงสร้างทางการเงินที่อาศัยการก่อหนี้ก้อนข้างสูง และความเสี่ยงจากแผนการทางธุรกิจที่ไม่ประสบความสำเร็จ

การศึกษาครั้งนี้จึงศึกษาตามแนวคิดที่ว่า นักลงทุนให้ความสนใจเฉพาะตัวเลขกำไรของกิจการ โดยไม่ได้สนใจตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการตัวอื่นๆ เช่น คุณภาพกำไรของกิจการหรือไม่ และเป็นการทดสอบระดับความสามารถของการใช้ข้อมูลที่มีอยู่ของนักลงทุน การที่นัก

ลงทุนมองข้ามข้อมูลบางตัวย่อมอาจจะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น ทำให้ราคาหุ้นไม่ได้มีการปรับตัวไปตามปัจจัยที่เปลี่ยนแปลงไปของกิจการ จึงเป็นที่มาของสมมติฐานว่าคุณภาพกำไรอาจจะมีความสามารถในการทำนายการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในอนาคต

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

- 1 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนของหุ้นกับคุณภาพกำไร
- 2 ศึกษาส่วนที่เป็นองค์ประกอบของคุณภาพกำไรที่มีอิทธิพลในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหุ้นและคุณภาพกำไร

## 1.3 ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรและผลตอบแทนของหุ้น ใช้ข้อมูลในส่วนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2540 ถึง พ.ศ. 2544 การศึกษาใช้ข้อมูลจากทุกหมวดอุตสาหกรรม ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ (Finance and Securities) กลุ่มธนาคาร (Banking) และกลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย (Insurance) เนื่องจากโครงสร้างการเงินของบริษัทของเหล่านี้แตกต่างจากบริษัทในหมวดอุตสาหกรรมอื่นๆ ซึ่งจะมีจำนวนบริษัทในการศึกษาทั้งสิ้น 214 บริษัท ในแต่ละช่วงเวลา

## 1.4 ข้อยกเว้นของการวิจัย

เนื่องจากการศึกษาครั้งนี้ ใช้ข้อมูลงบการเงิน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่เนื่องจากข้อจำกัดของข้อมูลรายการสินค้าคงคลังที่เพิ่งเริ่มบันทึกในฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2540 เป็นต้นมา ขณะที่การศึกษาจะศึกษาข้อมูลทั้งในช่วงเวลาก่อนและหลังการจัดหุ้น 3 ช่วงเวลา ทำให้กลุ่มตัวอย่างข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามีจำนวนไม่มากนัก

## 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ผลที่จะได้จากการศึกษานอกจากจะทำให้ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่าง คุณภาพกำไรและผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต ยังเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน โดยสามารถนำกลยุทธ์การลงทุนที่ได้จากการศึกษาไปใช้ประกอบการลงทุนเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญสูงสุด

## 1.6 วิธีดำเนินการวิจัย

ในการศึกษาจะแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ส่วนคือ

- 1 การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive Method) เป็นการรวบรวมข้อมูลต่างๆ ในงบการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเป็นการอธิบายถึงภาพโดยรวม และเปรียบเทียบในแต่ละกลุ่มหุ้น
- 2 การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Method) เป็นการนำข้อมูลที่รวบรวมมาได้ มาทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรและผลตอบแทนของหุ้น โดยวิธีการทางเศรษฐมิติ โดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square) ในการประมาณการค่าสัมประสิทธิ์ของความสัมพัทธ์ดังกล่าว

## 1.7 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

เนื้อหาในแต่ละบทของวิทยานิพนธ์เล่มนี้ สามารถสรุปได้ดังนี้ บทที่ 1 กล่าวถึงความเป็นมาและความสำคัญของการศึกษา บทที่ 2 กล่าวถึงคำนิยามและวรรณกรรมปริทัศน์ที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาในต่างประเทศ บทที่ 3 กล่าวถึง วิธีการที่ใช้ในการวิเคราะห์ขั้นต้น และวิธีการที่ใช้ในการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไร และ ผลตอบแทนของหุ้น บทที่ 4 กล่าวถึง การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น และผลการศึกษาค้นคว้าหาความสัมพันธ์ระหว่าง คุณภาพกำไรและผลตอบแทนของหุ้น และ บทที่ 5 กล่าวถึง บทสรุปของการศึกษา รวมถึงปัญหาที่พบและข้อเสนอแนะเกี่ยวกับนโยบายและงานวิจัยที่ควรทำการศึกษาครั้งต่อไป

## บทที่ 2

### ค่านิยมและวรรณกรรมปริทัศน์

#### 2.1 ค่านิยม

##### 2.1.1 คุณภาพกำไร<sup>1</sup>

จากวรรณกรรมและตำราทางด้านบัญชี มีผู้ให้นิยามของคำว่าคุณภาพกำไรที่แตกต่างกันไป ผู้วิเคราะห์ บางคนก็มองว่าคุณภาพกำไร อาจวัดจากความมีเสถียรภาพโดยรวมของกำไรที่เกิดขึ้น นั่นคือกำไรที่มีคุณภาพจะสะท้อนให้เห็นในแง่ของกำไรที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องเป็นเวลานาน ในขณะที่ผู้วิเคราะห์บางคนมองว่าคุณภาพกำไรในแง่ของความสัมพันธ์ระหว่างกำไรกับผลตอบแทนของตลาด (Market returns) ภายใต้นี้แนวคิดนี้ยังกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของตลาดไปในทิศทางเดียวกันมากขึ้นเท่าไร กำไรก็ยิ่งมีคุณภาพมากขึ้นเท่านั้น

แนวคิดเรื่องคุณภาพกำไรมีวิวัฒนาการมาจาก แนวคิดการวิเคราะห์พื้นฐานที่ต้องการค้นหาว่าหลักทรัพย์ใดเป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าสูงหรือต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic value) ซึ่งเป็นแนวคิดที่เกิดขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกาในราวๆปี ค.ศ.1930 มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ตามแนวคิดนี้จะสามารถตรวจสอบยืนยันได้จากการวิเคราะห์หั่งบการเงิน ของกิจการอย่างละเอียดถี่ถ้วนเพื่อค้นหาสารสนเทศที่จะเป็นตัวบ่งชี้ว่า หลักทรัพย์ของกิจการควรจะซื้อขายกันในราคาที่สูงกว่าหรือต่ำกว่ามูลค่าตลาดในขณะนั้น แนวคิดนี้จึงแฝงไว้ด้วยปรัชญาที่ว่าตลาดทุนเป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพและราคาของหลักทรัพย์ของกิจการจะเคลื่อน เข้าสู่มูลค่าที่แท้จริงไปอย่างช้าๆในที่สุด

ในประเทศสหรัฐอเมริกา แนวคิดเรื่องคุณภาพกำไรกลายเป็นที่รู้จัก กันอย่างแพร่หลาย ในช่วงปลายยุคปี ค.ศ.1960 และในตอนต้นปีค.ศ.1970 (Ayles, 1994) ซึ่ง Ayles ได้ให้ข้อคิดเห็นว่าการตระหนักถึงปัจจัยต่างๆที่มีผลต่อคุณภาพกำไรที่ตลาดเข้ามามีส่วนร่วมรับรู้คือ สิ่งสำคัญสำหรับผู้บริหารที่ต้องเผชิญกับการตัดสินใจว่า จะเลือกใช้นโยบายบัญชีใดจึงจะส่งผลกระทบต่อกำไรในทิศทางที่ต้องการ เนื่องจากปัจจัยต่างๆเหล่านี้จะส่งผลกระทบต่อสายตาของผู้ลงทุนและผู้เป็นเจ้าหนี้ที่มองกลับมายังคุณภาพกำไรของกิจการ ผู้บริหารจึงจำเป็นต้องพิจารณาข้อได้ข้อเสียของการทำให้กำไรของกิจการปรับตัวไปในทางที่ดีขึ้นกับการมองคุณภาพกำไรไปในทางลบที่จะตามมา หากมีผู้ตั้งข้อสังเกตว่าการปรับตัวไปในทางที่ดีขึ้นนั้นอันที่จริงแล้วคือการทำให้คุณภาพกำไรลดลง

<sup>1</sup> วรศักดิ์ ทุมมานนท์, คุณรู้จัก Creative Accounting และคุณภาพกำไรแล้วหรือยัง หน้า99-110

นอกจากนี้คุณภาพกำไรยังหมายถึง ความสามารถของตัวเลขกำไรในอดีต ในการพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคต (Predictability of earnings) การให้คำนิยามคุณภาพกำไรในลักษณะนี้ค่อนข้างเปิดโอกาสให้ได้แย้งได้ เพราะในบางครั้งความสามารถในการพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตอาจเป็นผลมาจากการตกแต่งบัญชี (Earnings Management) ซึ่งเป็นสิ่งที่ทำให้กำไรด้อยคุณภาพไปในตัว นักวิเคราะห์จึงต้องระมัดระวังพอสมควรว่ากำลังนำคุณภาพกำไรไปใช้ในความหมายใด

นอกเหนือจากนิยามข้างต้น ยังมีผู้ให้นิยามของคุณภาพกำไรว่า “คุณภาพกำไร หมายถึงความสามารถของกำไรในการสะท้อนกระแสเงินสดที่อยู่เบื้องหลังการเกิดกำไร” (Stickney, 1996) ตัวเลขกำไรใดก็ตาม ที่จำเป็นต้องอาศัยการประมาณที่ซับซ้อนกว่าจะได้มาซึ่งตัวเลขกระแสเงินสดในอนาคตจะถือว่ากำไรนั้นมีคุณภาพต่ำ ในขณะที่กำไรของกิจการใดก็ตามที่ช่วงเวลาของการเกิดกำไรสอดคล้องพอดี กับช่วงเวลาของการเกิดกระแสเงินสดจะถือว่าเป็นกำไรที่มีคุณภาพในความหมายนี้

Stickney ได้ตั้งข้อสังเกตว่านอกเหนือจากการที่กิจการจะเลือกรับเอาหลักการบัญชีใดไปใช้แล้ว (เช่น การรับรู้รายได้ในแต่ละงวดเวลา) การประยุกต์หลักบัญชี (เช่น อายุใช้งานของโรงงานและเครื่องจักร) ตลอดจนการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารในการกำหนดช่วงเวลาของการเกิดค่าใช้จ่าย (เช่น การซ่อมบำรุง การโฆษณา การวิจัยและการพัฒนา) ล้วนมีส่วนสำคัญในการกำหนดคุณภาพกำไรด้วยกันทั้งสิ้น กล่าวคือยิ่งกำไรของกิจการด้อยคุณภาพมากเท่าไร ก็ยิ่งมีความเป็นไปได้สูงที่กิจการจะปรับแต่งตัวเลขกำไรซึ่งอาจทำให้ผู้ลงทุนเกิดความหลงผิด

นอกจากนิยามต่างๆที่กล่าวมาข้างต้น The Financial Accounting Standards Board (FASB) ยังได้ให้ความเห็นเกี่ยวกับคุณภาพกำไรไว้ใน FASB's Discussion Memorandum on "Materiality" ว่ากำไรที่แท้จริง (Real earnings) หรือกำไรที่มีคุณภาพควรเป็นกำไรที่เกิดจากการดำเนินงานตามปกติ สามารถเปลี่ยนกลับมาเป็นเงินสดที่เพียงพอต่อการเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์ที่เสื่อมค่าได้ และเป็นกำไรที่ได้มาจากรายได้ที่เกิดขึ้นเป็นประจำ รวมทั้งกิจกรรมที่มีนัยสำคัญที่ก่อให้เกิดกำไรได้ดำเนินการเสร็จสิ้นแล้ว ในความหมายนี้กำไรที่แท้จริงหรือกำไรที่มีคุณภาพจึงเป็นจำนวนที่อยู่ระหว่างกำไรสุทธิทางบัญชีกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานหักด้วยรายการที่เกิดขึ้นไม่บ่อยครั้งหรือรายการพิเศษ (สุทธิจากภาษีเงินได้) ที่รวมอยู่ในการคำนวณกำไร กล่าวคือในการคำนวณกำไรที่แท้จริง ผู้วิเคราะห์ควรตัดรายการที่ไม่ใช่เงินสดออกจากการคำนวณ (เช่น รายการค่าตัดจำหน่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตน รายการตัดจำหน่ายค่าใช้จ่ายรายการตัดบัญชีต่างๆ รายการค่าเผื่อการลดลงของราคาสินทรัพย์อื่นๆ เช่น หนี้สงสัยจะสูญ ค่าเผื่อสินค้าล้าสมัย ค่าเผื่อการลดลงของราคาหลักทรัพย์) และนำรายการที่แท้จริงทั้งหมดไปกับสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน และรายการอื่นๆในงวดบัญชีนั้นหักออกจากการคำนวณกำไรที่แท้จริง นอกจากนี้ในบางกรณีผู้วิเคราะห์อาจตัดรายการที่กระทบเงินสดแต่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน ซึ่งเป็นรายการที่เกิดขึ้นไม่บ่อยครั้งหรือรายการพิเศษออกจากการคำนวณกำไรที่แท้จริง

### 2.1.1.1 คุณลักษณะของกำไรที่มีคุณภาพ

จากนิยามที่ได้กล่าวมาข้างต้น จะเห็นได้ว่ายังไม่มีนิยามใดนิยามหนึ่งของคุณภาพกำไรที่ถือว่าเป็นที่ยอมรับกันโดยทั่วไป หรือไม่มีแม้แต่ปัจจัยใดปัจจัยหนึ่งเพียงลำพังที่จะเป็นตัวกำหนดว่ากำไรนั้นมีคุณภาพต่ำสูงเพียงใด ผู้วิเคราะห์แต่ละคนจะเข้าใจหรือให้ความหมายของกำไรว่าคุณภาพกำไรแตกต่างกันไปตามวัตถุประสงค์ของการ วิเคราะห์ ตลอดจนกำหนดคุณลักษณะของกำไรที่มีคุณภาพด้วยแนวคิดที่แตกต่างกันไปสุดแต่วัตถุประสงค์ของผู้วิเคราะห์แต่ละคน อย่างไรก็ตามอาจสรุปได้ว่ากิจการที่มีกำไรที่มีคุณภาพจะมีคุณลักษณะร่วมกันดังนี้ (Pearlman, 1978)

1 นโยบายการบัญชียึดหลักความระมัดระวัง และหลักความสม่ำเสมอ ซึ่งจะส่งผลในการวัดฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของกิจการตั้งอยู่บนพื้นฐานของการใช้ดุลยพินิจในการประมาณการภายใต้ความไม่แน่นอนด้วยความรอบคอบระมัดระวัง

2 กำไรก่อนหักภาษีเงินได้ที่มาจากรายการที่เกิดขึ้นเป็นประจำ (มากกว่าที่จะได้มาจากรายการที่เกิดขึ้นเพียงครั้งเดียว) และได้มาจากธุรกิจพื้นฐานอย่างแท้จริง

3 ยอดขายที่สามารถเปลี่ยนกลับมาเป็นเงินสดได้รวดเร็วภายหลังจากที่ได้มีการบันทึกไว้ตามเกณฑ์คงค้างไม่นานนัก

4 ระดับของกำไรสุทธิและระดับการเติบโตของกำไร ที่ไม่ได้เกิดจากการที่กิจการเสียภาษีในอัตราที่ลดลงโดยการใช้วิธีที่เสี่ยงต่อการปรับเปลี่ยนประมวลรัษฎากรตามมาในอนาคตหรือโดยการใช้วิธีที่จะทำให้เกิดข้อจำกัด ที่ร้ายแรงตามมาจาก การหลบเลี่ยงเสียภาษีหรือจากการตั้งเป็นรายการต่างๆที่เป็นรายการรอการตัดบัญชี

5 ระดับของโครงสร้างหนี้สินที่เหมาะสมสำหรับธุรกิจและโครงสร้างเงินทุน ที่ไม่ได้มีการดัดแปลงเพื่อสร้างกำไรต่อหุ้นที่สูงเกินกว่าความเป็นจริงประมาณการตัวเลขกำไรที่ส่วนใหญ่แล้วไม่ได้มาจากกำไรที่ยังไม่ได้เกิดขึ้นจริงภายใต้ภาวะเงินเฟ้อหรือไม่ได้ได้มาจากกำไรที่ยังไม่เกิดขึ้นจริงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

6 กำไรที่มีเสถียรภาพสามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรของกิจการในอนาคตได้และเป็นตัวบ่งชี้ระดับกำไรในอนาคตที่ดี

สำหรับกิจการที่มีกำไรที่ด้อยคุณภาพ จะมีคุณลักษณะตรงกันข้ามกับคุณลักษณะที่ได้ยกมาข้างต้น

## 2.1.2 รายการพึงรับพึงจ่าย (Accruals)

รายการพึงรับพึงจ่ายหมายถึง การบันทึกรายได้ หรือค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นล่วงหน้า กิจการจะต้องบันทึกเพื่อให้เป็นไปตามมาตรฐานทางบัญชีขึ้นถึงแม้จะยังไม่ได้เงินสดเข้ามาหรือจ่ายออกไปก็ตาม ซึ่งจะกระทบต่อกระแสเงินสดของกิจการในอนาคต สามารถคำนวณได้จาก สมการ

$$\text{Accruals} = \text{Earnings} - \text{Cashflow}$$

โดย

Accruals = รายการพึงรับพึงจ่าย

Earnings = กำไรก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษี (Earning Before Interest and Tax :EBIT)

Cash flow = กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

ดังนั้นกิจการจึงสามารถตกแต่งกำไรให้ดูสูงหรือต่ำกว่าความเป็นจริง ผ่านทางระบบรายการพึงรับพึงจ่าย เช่น ถ้าต้องการให้กำไรสูงขึ้น กิจการจะบันทึกรับรู้รายได้ล่วงหน้าเพิ่มขึ้น และชะลอการรับรู้ค่าใช้จ่าย ซึ่งทำให้กำไรในปัจจุบันเพิ่มขึ้นแต่กำไรในอนาคตลดลง

รายการพึงรับพึงจ่ายสามารถแบ่งได้ออกเป็น 2 ประเภท คือได้แก่

- 1 ช่วงระยะเวลา แบ่งเป็น รายการพึงรับพึงจ่ายระยะสั้น (Current Accruals) และรายการพึงรับพึงจ่ายระยะยาว (Long-Term Accruals) โดยรายการพึงรับพึงจ่ายระยะสั้นคือการแก้ไขในส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน เช่น การรับรู้รายได้ล่วงหน้า หรือการชะลอการรับรู้ค่าใช้จ่าย ขณะที่รายการพึงรับพึงจ่ายระยะยาว เกี่ยวข้องกับการแก้ไขส่วนของสินทรัพย์สุทธิระยะยาว เช่น การชะลอตัดค่าเสื่อมราคา
- 2 การควบคุมของฝ่ายบริหาร แบ่งเป็น รายการพึงรับพึงจ่ายจากฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals) คือ การเปลี่ยนแปลงอันเนื่องมาจากการตกแต่งตัวเลขของฝ่ายบริหาร และ รายการพึงรับพึงจ่ายจาก การดำเนินธุรกิจ (Nondiscretionary Accruals) ซึ่งเปลี่ยนแปลงจากการดำเนินธุรกิจ เช่น ยอดขายเป็นต้น



### 2.1.3 ประสิทธิภาพของตลาด<sup>2</sup>

ตลาดที่มีการทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ (Efficient Market) หมายถึง ตลาดซึ่งมีราคาของหลักทรัพย์ที่สามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารทุกประเภทอย่างรวดเร็ว ถูกต้องและทั่วถึง โดยผ่านการรับรู้ของผู้ลงทุนและผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายในตลาด ผลของข้อมูลนั้นๆสามารถสะท้อนให้อยู่ในราคาของหลักทรัพย์ได้ ซึ่งข้อมูลนั้นอาจเป็นทั้งข้อมูลในอดีต ปัจจุบัน และการคาดการณ์ร่วมกันของตลาดเกี่ยวกับเหตุการณ์ที่มีที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต ทั้งนี้ข้อมูลข่าวสารนั้นจะเป็นข่าวสารข้อมูลได้ก็ต่อเมื่อเป็นสาระสำคัญซึ่งเกี่ยวข้องกับการประเมินราคาของหลักทรัพย์ (Relevant Information) และการเปลี่ยนแปลงของราคาเพื่อตอบสนองต่อข่าวสารนั้นจะเป็นการเปลี่ยนแปลงที่ถาวร เมื่อตลาดทำงานอย่างมีประสิทธิภาพและทุกคนมีข่าวสารข้อมูลที่ถูกต้องเท่าเทียมกัน กระบวนการทำกำไรในตลาดอย่างไม่เป็นธรรมหรือการสร้างผลตอบแทนเกินปกตินั้น จะไม่สามารถเกิดขึ้นได้เลย

#### 2.1.3.1 ข้อสมมติฐานของแนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพ

ประสิทธิภาพของตลาดจะเกิดขึ้นได้ภายใต้เงื่อนไขต่อไปนี้

- 1 ในตลาดมีผู้ลงทุนจำนวนมาก โดยเป็นผู้ลงทุนที่มีเหตุผลและต้องการทำกำไรสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง ผู้ลงทุนเหล่านี้เข้าร่วมในตลาดโดยการวิเคราะห์ ประเมินและซื้อขายหุ้น ทั้งนี้การตัดสินใจของผู้ลงทุนเพียงรายเดียวไม่สามารถก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาได้
- 2 ไม่มีต้นทุนในการได้มาซึ่งข่าวสารข้อมูล และผู้ลงทุนแต่ละรายได้รับข่าวสารข้อมูลในเวลาไล่เลี่ยกัน
- 3 ข่าวสารข้อมูลเกิดขึ้นในเชิงสุ่มและข้อมูลแต่ละชิ้นไม่ขึ้นต่อกัน
- 4 ผู้ลงทุนตอบสนองต่อข่าวสารข้อมูลใหม่อย่างรวดเร็วและเต็มที่ เป็นเหตุให้ราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงตามข่าวสารอย่างรวดเร็ว

#### 2.1.3.2 ระดับความมีประสิทธิภาพของตลาด<sup>3</sup>

เงื่อนไขจำเป็นในการเกิดประสิทธิภาพของตลาดคือ ข่าวสารข้อมูล ในตลาดที่มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข่าวสารข้อมูลที่มีทั้งหมดอย่างทันทีทันใด และผู้ลงทุนจะไม่สามารถใช้ข่าวสารข้อมูลเพื่อทำผลตอบแทนส่วนเกิน (Abnormal Return) ได้ เพราะข้อมูลเหล่านี้อยู่ในราคาเรียบร้อยแล้ว ในตลาดเช่นนี้ ราคาหลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์เท่ากับ มูลค่าที่แท้จริง

<sup>2</sup> อัญญา ชันธวิทย์, กลไกของตลาดการเงินในระบบเศรษฐกิจไทย, หน้า 101-110.

<sup>3</sup> คมสันต์ ปรมานูติ, การทดสอบประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยวิธีเทคนิคการซื้อ-ขาย.

(Intrinsic Value) ซึ่งสะท้อนข่าวสารข้อมูลทั้งหมดของความคาดหวังในหลักทรัพย์นั้นๆ ถ้าหากข่าวสารข้อมูลบางประเภทมิได้สะท้อนอย่างเต็มที่ในราคาหลักทรัพย์ หรือมีความล่าในการสะท้อนข่าวสารข้อมูล แสดงว่าตลาดนั้นมิได้มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ อันที่จริงแล้วตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่งต่างมีระดับความมีประสิทธิภาพต่างๆกันไป ขึ้นกับชุดของข่าวสารข้อมูลที่ผู้ลงทุนใช้ในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ หากตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่สมบูรณ์แล้วราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่ผู้ลงทุนได้รับ เมื่อข่าวสารที่ผู้ลงทุนได้รับเปลี่ยนแปลงไป ราคาหลักทรัพย์ก็จะเปลี่ยนแปลงไปด้วย หากยิ่งตลาดมีประสิทธิภาพมากขึ้น ข้อมูลมากชนิดก็จะไปถึงผู้ลงทุนอย่างรวดเร็ว

ข่าวสารข้อมูลที่แพร่ไปยังผู้ลงทุน อาจจำแนกออกเป็น 3 ระดับคือ

- 1 ข้อมูลตลาด (Market Information) หมายถึง ข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์ในอดีต
- 2 ข้อมูลสาธารณะทั่วไป (Public Information) หมายถึง ข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานของบริษัท เช่น ข้อมูลกำไร เงินปันผล การแตกหุ้น การรวมกิจการ การพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ คุณภาพผู้บริหาร วิธีการปฏิบัติบัญชี การพยากรณ์กำไร เป็นต้น
- 3 ข้อมูลทุกประเภท (All Information) หมายถึงข้อมูลทั้งหมดที่เกิดขึ้น ทั้งข้อมูลสาธารณะและข้อมูลภายใน

ตามแนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) เชื่อว่า ราคาหลักทรัพย์สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงอยู่ตลอดเวลา ได้จำแนกประเภทของระดับความมีประสิทธิภาพตามระดับของข่าวสารข้อมูลที่แพร่ไปยังนักลงทุนเป็น 3 ระดับ คือ

### 1 ความมีประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak-Form Efficiency)

ถ้าข่าวสารข้อมูลที่ผู้ลงทุนใช้ในการประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ ข้อมูลตลาด ซึ่งได้แก่ข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในอดีต แสดงว่าราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ในตลาดได้สะท้อนข้อมูลตลาดเรียบร้อยแล้ว แสดงว่าตลาดมีประสิทธิภาพระดับต่ำ ดังนั้นการใช้แนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์ทางเทคนิคเพื่อพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ จึงไม่สามารถสร้างกำไรเกินปกติได้

### 2 ความมีประสิทธิภาพระดับกลาง (Semistrong-Form Efficiency)

ถ้าข่าวสารข้อมูลที่ผู้ลงทุนใช้ในการประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์นอกจากข้อมูลตลาดแล้ว ผู้ลงทุนยังใช้ข้อมูลทั้งหมดซึ่งสาธารณะได้รับทราบและมีอยู่ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลเกี่ยวกับการผลิต การเงิน การบริหาร การบัญชี ทั้งข้อมูลในอดีต ปัจจุบัน และ การคาดการณ์ แสดงว่าราคา

ปัจจุบันของหลักทรัพย์ในตลาดได้สะท้อนถึง ข้อมูลตลาดและข้อมูลสาธารณะเรียบร้อยแล้ว แสดงว่าตลาดมีประสิทธิภาพระดับกลาง ดังนั้นการใช้แนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์ทางเทคนิค และแนวคิดการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานเพื่อพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ จึงไม่สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้

### 3 ความมีประสิทธิภาพระดับสูง (Strong-Form Efficiency)

ถ้าข่าวสารข้อมูลของผู้ลงทุนใช้ในการประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ได้แก่ ข้อมูลทุกประเภททั้ง ข้อมูลสาธารณะและที่มีใช้ข้อมูลสาธารณะ เช่น ข้อมูลที่กำลังอยู่ในกระบวนการตัดสินใจของทางการ ข้อมูลภายในต่างๆ ดังนั้นราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ในตลาดได้สะท้อนถึง ข้อมูลทุกชนิดเรียบร้อยแล้ว แสดงว่าตลาดมีประสิทธิภาพระดับสูง จึงไม่มีผู้ลงทุนคนใดหรือกลุ่มใดที่สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้อย่างสม่ำเสมอ

## 2.2 วรรณกรรมปริทัศน์

การศึกษาในอดีตของ **Latane and Jones (1979)** ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรที่ไม่คาดหมายของกิจการและผลตอบแทนเกินปกติในอนาคตของหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลของกำไรรายไตรมาส ในช่วง ค.ศ.1971-ค.ศ.1977 พบว่า กำไรที่ไม่คาดหวังมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญกับ ผลตอบแทนเกินปกติในอนาคตของหลักทรัพย์ และปฏิเสธความเชื่อของทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficiency Market Hypothesis) สะท้อนให้เห็นว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนอิงอยู่กับผลการดำเนินงานกิจการ แต่การที่นักลงทุนสนใจเพียงข้อมูลกำไรของกิจการ โดยไม่ได้ให้ความสนใจในข้อมูลอื่นๆที่อยู่ในงบการเงินเป็นสิ่งที่ไม่ถูกต้อง เนื่องจากกำไรของกิจการสามารถตกแต่งให้สูงขึ้นหรือลดลงได้ การศึกษาเชิงประจักษ์ในอดีตพบข้อสรุปตรงกันว่ากิจการมีการตกแต่งกำไร โดย **Teoh, Welch and Wong (1998b)** ซึ่งศึกษาเกี่ยวกับการผลการดำเนินงานและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ก่อนและหลัง การเสนอขายหลักทรัพย์เพิ่มทุน (Seasoned Equity Offerings) 3 ปี การศึกษาใช้กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์เพิ่มทุนในช่วงปี ค.ศ.1976-ค.ศ.1989 โดยการศึกษาจะเปรียบเทียบระหว่างบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์เพิ่มทุน กับบริษัทที่ไม่ได้เสนอขายหลักทรัพย์เพิ่มทุน ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน และมีขนาดกำไรต่อสินทรัพย์ในระดับที่ใกล้เคียงกันในปีก่อนที่จะมีการเสนอขายหลักทรัพย์เพิ่มทุน การศึกษาพบว่า ผลกำไรของกิจการจะเพิ่มสูงขึ้นตามลำดับจนถึงปีที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์เพิ่มทุน และจะลดลงตามลำดับในปี หลังจากที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์เพิ่มทุนเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มบริษัทอ้างอิง ในขณะที่ส่วนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานนั้น มีลักษณะแตกต่างกับกำไร โดยพบว่า

กระแสเงินสดจากการดำเนินการ จะลดลงเรื่อยๆจนถึงปีที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์เพิ่มทุนและจะเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ หลังจากปีที่เสนอขายหลักทรัพย์เพิ่มทุน แสดงว่ากิจการมีการตกแต่งกำไรผ่านทาง การใช้รายการพึงรับพึงจ่าย ในการศึกษาได้แบ่งรายการพึงรับพึงจ่ายออกเป็น 4 ชนิด คือ รายการพึงรับพึงจ่ายจากฝ่ายบริหารระยะสั้น รายการพึงรับพึงจ่ายจากฝ่ายบริหารระยะยาว รายการพึงรับพึงจ่ายจากการดำเนินธุรกิจระยะสั้น และ รายการพึงรับพึงจ่ายจากการดำเนินธุรกิจระยะยาว เพื่อทดสอบว่า ตัวแปรใดที่มีอิทธิพลทำให้มีการเพิ่มขึ้นของกำไรในปีก่อนที่จะมีการเสนอขายหลักทรัพย์เพิ่มทุน โดยพบว่ารายการพึงรับพึงจ่ายจากการฝ่ายบริหารระยะสั้นมีความสัมพันธ์ในรูปแบบเดียวกับกำไรคือ เพิ่มขึ้นในปีก่อนหน้าที่จะมีการเสนอขายหลักทรัพย์เพิ่มทุนและลดลงเรื่อยๆหลังจากปีที่เสนอขายหลักทรัพย์เพิ่มทุน เป็นการยืนยันว่ามีการตกแต่งกำไรผ่านทางรายการพึงรับพึงจ่ายจากฝ่ายบริหารระยะสั้น และเมื่อมีการแบ่งรายการพึงรับพึงจ่ายจากการฝ่ายบริหารระยะสั้นออกมาเป็นกลุ่มย่อย 4 กลุ่มตามระดับของรายการพึงรับพึงจ่ายจากฝ่ายบริหารระยะสั้นพบว่าผลการดำเนินงานและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่มที่มีระดับรายการพึงรับพึงจ่ายจากฝ่ายบริหารระยะสั้นสูงที่สุดจะต่ำกว่า บริษัทที่อยู่ในกลุ่มที่มีการแบ่งรายการพึงรับพึงจ่ายจากการฝ่ายบริหารระยะสั้นต่ำที่สุด

โดย การศึกษาอีกชิ้นของ **Teoh, Welch and Wong (1998a)** ศึกษาเกี่ยวกับการผลการดำเนินงานและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ระยะยาวหลังการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรก ( Initial Public Offerings) การศึกษาใช้กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกในช่วงปี ค.ศ.1980-ค.ศ.1992 พบว่ารายการพึงรับพึงจ่ายจากฝ่ายบริหารระยะสั้นจะสูงในช่วงปีที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกและจะค่อยๆลดลงเรื่อยๆ เมื่อเทียบกับบริษัทที่ไม่ได้ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ ขณะที่ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์จะลดต่ำลงหลังจากการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกตลอดช่วง 3 ปี หลังจากที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรก และเมื่อมีการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็น 4 กลุ่มตามระดับรายการพึงรับพึงจ่ายจากฝ่ายบริหารระยะสั้น พบว่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีระดับรายการพึงรับพึงจ่ายจากฝ่ายบริหารระยะสั้นสูงที่สุด จะมีผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ต่ำกว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่มที่มีระดับรายการพึงรับพึงจ่ายจากฝ่ายบริหารระยะสั้นต่ำที่สุด

การศึกษาทั้ง 2 ชิ้นของ Teoh, Welch and Wong จึงเป็นการสนับสนุนสมมติฐานการตกแต่งบัญชี (Earning Management Hypothesis) ว่าผู้ออกหลักทรัพย์จะมีการตกแต่งกำไรก่อนเสนอขายหลักทรัพย์นั้นๆสู่ประชาชน โดยผลการดำเนินงานและผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะลดลงหลังจากที่มีการออกหลักทรัพย์แล้ว

การศึกษาในอดีตจึงมีการทดสอบการวิเคราะห์ข้อมูลของนักลงทุน ว่านักลงทุนมีความให้ความสนใจข้อมูลในงบการเงินอย่างไร มีการให้ความสนใจในข้อมูลอื่นๆของงบการเงินหรือไม่ หรือ ให้ความสนใจเพียงกำไรของกิจการ ซึ่งจากการศึกษาของ **Sloan (1996)** ซึ่งทำการทดสอบว่าราคาของหลักทรัพย์สะท้อนมาจากข้อมูลในส่วนประกอบของกำไรในปัจจุบัน ซึ่งได้แก่รายการพึง

รับฟังจ่ายและกระแสเงินสด ในการอธิบายผลตอบแทนในอนาคตหรือไม่ หรือ สนใจเพียงข้อมูลของกำไรในปัจจุบันเพียงอย่างเดียว โดยในการศึกษาใช้ข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ใน ตลาด NYSE และ AMEX ในช่วง ค.ศ. 1962 ถึง ค.ศ.1991 เป็นระยะเวลา 30 ปี โดยในการวัดผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) นั้นใช้ 2 วิธีในการวัดคือวิธีวัดผลตอบแทนเทียบกับบริษัทที่อยู่กลุ่มขนาดเดียวกัน (Size adjusted) อีกวิธีคือการวัดโดยใช้ตามแบบจำลอง CAPM (Capital Asset Pricing Model) ซึ่งได้ผลการศึกษาว่า ความยั่งยืนของกำไรขึ้นอยู่กับส่วนประกอบของกำไรในปัจจุบัน ซึ่งก็คือ กระแสเงินสด และรายการพึงรับฟังจ่ายโดยที่ความยั่งยืนของกำไรจะเพิ่มขึ้นถ้ากำไรที่ได้รับส่วนใหญ่มาจากส่วนของกระแสเงินสด ขณะที่ความยั่งยืนของกำไรจะลดลงถ้ากำไรที่ได้รับส่วนใหญ่มาจากส่วนของรายการพึงรับฟังจ่าย เพราะกระแสเงินสดที่ใช้ในการวัดผลการดำเนินงานของกิจการจะมีการบิดเบือนได้น้อยกว่ากำไรสุทธิ เพราะระบบของรายการพึงรับฟังจ่ายซึ่งสามารถสร้างตัวเลขรายรับรายจ่ายขึ้นมาได้ ดังนั้นนักวิเคราะห์จึงมักเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดกับกำไรสุทธิในการตรวจสอบคุณภาพของกำไร โดยนักวิเคราะห์บางคนเชื่อว่าอัตราส่วนของกระแสเงินสดต่อกำไรสุทธิที่สูงแสดงถึงคุณภาพกำไรที่สูงตามด้วย ดังนั้นจึงเป็นที่น่าสงสัยว่าบริษัทที่มีกำไรสุทธิสูงแต่มีกระแสเงินสดต่ำ มักจะมีการตกแต่งกำไรผ่านทางการใช้รายการพึงรับฟังจ่าย

แต่จากการศึกษาของ Sloan กลับพบว่าถึงแม้กระแสเงินสดจะมีอิทธิพลสูงและมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกำไรในอนาคต แต่นักลงทุนกลับไม่สามารถแยกลักษณะที่แตกต่างกันของส่วนประกอบของกำไรในปัจจุบันได้ โดยนักลงทุนมักให้ราคาหลักทรัพย์สูงกว่าความเป็นจริง (Overvalue) กับหลักทรัพย์ซึ่งมีรายการพึงรับฟังจ่ายสูงเพราะลักษณะของกิจการที่มีรายการพึงรับฟังจ่ายสูงมักจะเป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานในอดีตดี (Growth stock) และราคาจะกลับเข้าสู่ราคาที่แท้จริงก็ต่อเมื่อกำไรในอนาคตถูกประกาศออกมาซึ่งต่ำกว่าที่คาดหวัง ทำให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์เกินปกติในอนาคตมีค่าเป็นลบ โดย Sloan ได้ทำการทดสอบโดยใช้กลยุทธ์การซื้อหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีรายการพึงรับฟังจ่ายต่ำ และขายหลักทรัพย์ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีรายการพึงรับฟังจ่ายสูง สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยจากการซื้อขายตลอด 30 ปี มากกว่า 10% ต่อปี โดยอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นบวก 28 ปี จาก 30 ปีที่ทดสอบ ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานเรื่องตลาดมีประสิทธิภาพระดับกลางที่ว่า ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันได้สะท้อนถึงข้อมูลทุกอย่างที่ประกาศสู่สาธารณะชน

ผลการศึกษาสอดคล้องกับงานวิจัยของ **Houge and Loughran (2000)** ซึ่งทำการศึกษาค้นคว้ากับ Sloan (1996) แต่ใช้ข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาด AMEX, NYSE และ NASDAQ ในช่วง ค.ศ. 1963-1993 โดยที่มีการเพิ่มข้อมูลในตลาด NASDAQ เพราะจะทำให้กลุ่มตัวอย่างมีขนาดใหญ่ขึ้น และในช่วง 20 ปีที่ผ่านมาได้มีการจดทะเบียนบริษัทในตลาด NASDAQ เพิ่มขึ้นอย่างมาก โดยปัจจุบันมีจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาด NASDAQ มากกว่าตลาด NYSE ในการ

ศึกษาจะมีการแบ่งกลุ่มบริษัทออกเป็น 2 กลุ่ม คือกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาด AMEX และ NYSE ส่วนอีกกลุ่มคือบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาด AMEX, NYSE และ NASDAQ ขณะที่การคำนวณผลตอบแทนเกินปกตินั้น Houge and Loughran คำนวณโดยใช้ตามแบบจำลองของ Fama and French (1993) โดยมีการเพิ่มตัวแปรความเสี่ยงที่เป็นระบบ ขนาดกิจการ และ อัตราส่วนของมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตามตลาด จากการศึกษาพบว่าในกลุ่มบริษัททั้ง 2 กลุ่มให้ข้อสรุปเหมือนกัน ก็คือนักลงทุนสนใจเฉพาะกำไรปัจจุบัน ไม่ได้สนใจข้อมูลในส่วนประกอบของกำไร (รายการพึงรับพึงจ่าย และกระแสเงินสด) ทดสอบโดยใช้กลยุทธ์การซื้อขายหลักทรัพย์ ดังนี้

- 1 ซื้อหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีกระแสเงินสดสูงสุดและขายหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีกระแสเงินสดต่ำที่สุด
- 2 ซื้อหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีรายการพึงรับพึงจ่ายต่ำสุด และขายหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีรายการพึงรับพึงจ่ายสูงที่สุด
- 3 ซื้อหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีคุณภาพกำไรสูงสุด(กระแสเงินสดสูง กำไรต่ำ) และขายหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีคุณภาพกำไรต่ำสุด (กระแสเงินสดต่ำ กำไรสูง)

ผลการศึกษาพบว่าทั้งสามกลยุทธ์การซื้อขายสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติ โดยผลตอบแทนเกินปกติส่วนใหญ่มาจาก การลงทุนในบริษัทที่มีรายการพึงรับพึงจ่ายสูงหรือบริษัทที่มีกระแสเงินสดต่ำ

ซึ่งมีงานวิจัยของ Chan, Jegadeesh and Lakonishok (2001) อีกชิ้นที่ให้ผลการศึกษาสนับสนุนผลการศึกษาในอดีตว่า นักลงทุนให้ความสนใจเฉพาะกำไรสุทธิของกิจการเท่านั้นโดยมองข้ามข้อมูลอื่นๆที่ปรากฏอยู่ในงบการเงินของกิจการ ขณะที่ข้อมูลอื่น ๆ ก็มีความสามารถในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอนาคตได้เช่นกัน เช่น การเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าและการเปลี่ยนแปลงของเจ้าหนี้การค้า ทั้งสามตัวแปรมีความสัมพันธ์เชิงผกผันกับผลตอบแทนในอนาคต ขณะที่การเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลังมีอำนาจในการอธิบายผลตอบแทนในอนาคตของหลักทรัพย์มากที่สุด ซึ่งตัวแปรเหล่านี้เป็นส่วนประกอบของรายการพึงรับพึงจ่าย ซึ่งใช้วัดแทนระดับคุณภาพกำไรของกิจการ โดยที่รายการพึงรับพึงจ่ายมีความสัมพันธ์เชิงผกผันกับผลตอบแทนในอนาคตของหลักทรัพย์ Chan, Jegadeesh and Lakonishok ให้เหตุผลว่าการที่รายการพึงรับพึงจ่ายสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอนาคตได้เพราะ กิจการมีการตกแต่งตัวเลขกำไรผ่านทางรายการพึงรับพึงจ่ายโดยการเพิ่มการรับรู้รายได้ในอนาคต และชะลอการรับรู้ค่าใช้จ่าย โดยปีถัดจากปีที่มีการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของรายการพึงรับพึงจ่ายพบว่ากำไรจะลดลงอย่างมาก จึงตั้งข้อสังเกตได้ว่าการเพิ่มขึ้นของรายการพึงรับพึงจ่ายเป็นการส่งสัญญาณว่ากิจการกำลังเผชิญกับปัญหา และบริษัทเลือกที่จะใช้การตกแต่งกำไรเพื่อชะลอข่าวร้าย

นอกจากนั้น Chan, Jegadeesh and Lakonishok ยังได้แบ่งรายการพึงรับพึงจ่ายออกเป็น 2 ส่วนคือ รายการพึงรับพึงจ่ายจากฝ่ายบริหารและรายการพึงรับพึงจ่ายจากการดำเนินงานธุรกิจ เพราะจะสามารถสะท้อนถึงการควบคุมของฝ่ายบริหาร ได้ดีกว่าการใช้รายการพึงรับพึงจ่ายเพียงตัวเดียวในการนำมาใช้อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอนาคต โดยรายการพึงรับพึงจ่ายจากฝ่ายบริหารสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอนาคตได้ ขณะที่รายการพึงรับพึงจ่ายจากการดำเนินงานธุรกิจไม่ช่วยในการอธิบายผลตอบแทนในอนาคต และในการทดสอบแบบจำลองในการอธิบายผลตอบแทนในอนาคตของหลักทรัพย์พบว่า แบบจำลองที่ใช้ส่วนประกอบของรายการพึงรับพึงจ่ายจากฝ่ายบริหารมีความถูกต้องที่สุดในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอนาคต



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 3

### วิธีดำเนินการวิจัย

#### 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษาใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2540 ถึง พ.ศ. 2544 จำนวน 214 บริษัท โดยมีหลักเกณฑ์ในการคัดกลุ่มบริษัทตัวอย่างดังต่อไปนี้

- 1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ (Finance and Securities) กลุ่มธนาคาร (Banking) และกลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย (Insurance) เนื่องจากโครงสร้างการเงินของบริษัทเหล่านี้แตกต่างจากบริษัทในหมวดอุตสาหกรรมอื่นๆ
- 2 บริษัทที่ถูกถอดถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์แล้ว
- 3 บริษัทที่มีมูลค่าทางบัญชีของส่วนผู้ถือหุ้น (Book Value of Equity) น้อยกว่าศูนย์
- 4 บริษัทที่ไม่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุด ณ วันที่ 31 ธันวาคม

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามาจาก 2 แหล่งคือ

- 1 ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Integrated-SET Information Management System, I-SIM C.D.)

- มูลค่าราคาตลาด (Market Capitalization) ของแต่ละบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- ข้อมูลงบดุลของแต่ละบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

- 2 ข้อมูลจากฐานข้อมูลของ DATASTREAM

- ดัชนีผลตอบแทน (Total return index) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ข้อมูลเชิงสถิติส่วนงบดุลของกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ศึกษา แสดงในตารางที่ 3.1 และ ตารางที่ 3.2 โดย ตารางที่ 3.1 แสดงข้อมูลเชิงสถิติของส่วนประกอบของเงินทุนหมุนเวียนของกลุ่มตัวอย่างในช่วงเวลาที่ศึกษาตั้งแต่วันที่ 30 มิถุนายน พ.ศ. 2540 ถึง วันที่ 30 มิถุนายน พ.ศ. 2544 ได้แก่ รายการ สินทรัพย์หมุนเวียน หนี้สินหมุนเวียน ลูกหนี้การค้า สินค้าคงคลัง สินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ เจ้าหนี้การค้า และ หนี้สินหมุนเวียนอื่นๆ โดยทุกตัวแปรถูกปรับให้อยู่ในมาตรฐานเดียวกัน โดยทำ



ให้เป็นสัดส่วนเทียบกับค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์รวมของบริษัทนั้นๆ จากตารางที่ 3.1 พบว่า สินทรัพย์หมุนเวียนมีสัดส่วนที่สูงที่สุดโดยมีค่าเฉลี่ยเทียบกับค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์รวม 0.39 ขณะที่หนี้สินหมุนเวียนมีสัดส่วนเทียบกับสินทรัพย์รวมใกล้เคียงกัน 0.35 โดยรายการสินค้าคงคลังมีขนาดใหญ่ที่สุดในส่วนของรายการสินทรัพย์หมุนเวียนที่ 0.16 ขณะที่รายการเจ้าหนี้การค้ามีขนาดใหญ่ที่สุดในส่วนของรายการหนี้สินหมุนเวียนที่ 0.08

ขณะที่ ตารางที่ 3.2 แสดงข้อมูลเชิงสถิติของส่วนประกอบของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายของกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ศึกษาตั้งแต่วันที่ 30 มิถุนายน พ.ศ. 2540 ถึง วันที่ 30 มิถุนายน พ.ศ. 2544 ได้แก่รายการ การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้า การเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ การเปลี่ยนแปลงของเจ้าหนี้การค้า และ การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียนอื่นๆ โดยทุกตัวแปรถูกปรับให้อยู่ในมาตรฐานเดียวกัน โดยทำให้เป็นสัดส่วนเทียบกับค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์รวมของบริษัทนั้นๆ โดยจากตารางที่ 3.2 พบว่า ค่าเฉลี่ยของ สัดส่วนรายการลูกหนี้การค้าและเจ้าหนี้การค้าเทียบกับสินทรัพย์รวม มีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มสูงขึ้น ขณะที่ค่าเฉลี่ยของสัดส่วนรายการสินค้าคงคลัง สินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ และ หนี้สินหมุนเวียนอื่นๆเทียบกับสินทรัพย์รวม มีการเปลี่ยนแปลงลดต่ำลง

### 3.2 วิธีการวิจัย

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับผลตอบแทนของหุ้น ใช้การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย (Accruals) เป็นตัวแทนของคุณภาพกำไร (Earnings quality) เพราะกิจการสามารถตกแต่งกำไรให้สูงหรือต่ำกว่าความเป็นจริงโดยอาศัยรายการพึงรับพึงจ่าย เช่น ถ้าต้องการให้กำไรสูงขึ้น กิจการจะรับรู้รายได้จากการรับล่วงหน้า หรือ ชะลอรับรู้ค่าใช้จ่ายจากการค้างจ่าย ซึ่งส่งผลทำให้กำไรในปัจจุบันเพิ่มขึ้นแต่กำไรในอนาคตลดลง ดังนั้นกิจการที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายสูงจึงแสดงถึงระดับคุณภาพกำไรที่ต่ำกว่ากิจการที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายต่ำ จากการศึกษาในอดีตของ **Houge and Lughran (2000)** และ **Chan (2001)** พบว่าผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ในอนาคตจะลดลงในกิจการที่มีระดับคุณภาพกำไร การศึกษาจะทดสอบความสัมพันธ์โดยทดสอบ 2 วิธีเพื่อยืนยันผลการศึกษา คือ

- 1 จัดกลุ่มหุ้นแบ่งตามระดับคุณภาพกำไร เพื่อทดสอบความแตกต่างของผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติจากการลงทุนในหุ้นสามัญระหว่างกลุ่มหุ้นที่อยู่ในกลุ่มคุณภาพสูงสุดและคุณภาพต่ำสุดว่า มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่
- 2 ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับผลตอบแทนของหุ้น โดยใช้วิธี ทดสอบสมการถดถอยแบบภาคตัดขวาง ( Cross- Sectional Regression)

### ตารางที่ 3.1

#### ข้อมูลเชิงสถิติของส่วนประกอบของเงินทุนหมุนเวียน

แสดงข้อมูลเชิงสถิติของส่วนประกอบของเงินทุนหมุนเวียนของกลุ่มตัวอย่าง บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 214 บริษัท ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาดังตั้งแต่วันที่ 30 มิถุนายน พ.ศ. 2540 ถึง วันที่ 30 มิถุนายน พ.ศ. 2544 ตัวแปรอิสระทุกตัวถูกปรับให้อยู่ในมาตรฐานเดียวกันโดยทำให้เป็นสัดส่วนเทียบกับค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์รวม

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	มัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
สินทรัพย์หมุนเวียน	0.39070	0.20817	0.38601	0.93822	0.00568
หนี้สินหมุนเวียน	0.34898	0.21236	0.31197	0.95486	0.00353
ลูกหนี้การค้า	0.12196	0.10989	0.09231	0.68979	0
สินค้าคงคลัง	0.15620	0.15486	0.11716	0.84787	0
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ	0.02168	0.02339	0.01543	0.25621	0.00096
เจ้าหนี้การค้า	0.07749	0.07990	0.05099	0.56768	0
หนี้สินหมุนเวียนอื่นๆ	0.06178	0.06133	0.04540	0.86711	0

### ตารางที่ 3.2

#### ข้อมูลเชิงสถิติของส่วนประกอบของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย

แสดงข้อมูลเชิงสถิติของส่วนประกอบของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายของกลุ่มตัวอย่าง บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 214 บริษัท ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาดังตั้งแต่วันที่ 30 มิถุนายน พ.ศ. 2540 ถึง วันที่ 30 มิถุนายน พ.ศ. 2544 ตัวแปรอิสระทุกตัวถูกปรับให้อยู่ในมาตรฐานเดียวกันโดยทำให้เป็นสัดส่วนเทียบกับค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์รวม โดยการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย (Accruals) คำนวณตามแบบจำลองของ Sloan (1996) ดังสมการ  $Accruals = (\Delta AR + \Delta INV + \Delta OCA) - (\Delta AP + \Delta OCL)$  โดย  $\Delta AR$  คือ การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้า  $\Delta INV$  คือการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง  $\Delta OCA$  คือการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ  $\Delta AP$  คือการเปลี่ยนแปลงของเจ้าหนี้การค้า  $\Delta OCL$  คือการเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียนอื่นๆ  $\Delta CA$  คือ การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียน และ  $\Delta CL$  คือ การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียน Earnings คือ กำไรทางบัญชี และ Cash flow คือ เงินสด (ผลต่างระหว่าง Accruals และ Earnings)

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	มัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
$\Delta CA$	-0.00078	0.09024	0.00107	0.65501	-0.70808
$\Delta CL$	-0.02944	0.13388	-0.00903	0.37743	-0.86110
$\Delta AR$	0.00168	0.04822	0.00008	0.50782	-0.29331
$\Delta INV$	-0.00037	0.06045	-0.00002	0.63045	-0.65914
$\Delta OCA$	-0.00098	0.02248	-0.00004	0.21808	-0.24312
$\Delta AP$	0.00215	0.03459	0.00009	0.21375	-0.22111
$\Delta OCL$	-0.00351	0.05816	0.00011	0.68862	-0.52557
Accruals	0.00169	0.08787	0.00158	0.61511	-0.69850
Earnings	0.02908	0.06489	0.00172	0.23102	-0.46201
Cash flow	0.02739	0.09941	-0.00977	0.69211	-0.55068

### 3.2.1 การทดสอบความสัมพันธ์คุณภาพกำไรและผลตอบแทนของหุ้นโดยวิธีการจัดกลุ่มหุ้น

#### 3.2.1.1 การวัดค่ารายการพึงรับพึงจ่าย

การวัดค่าการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย ใช้ตามแบบจำลองของ Sloan (1996) โดยวัดจาก

$$Accruals = (\Delta CA - \Delta Cash) - (\Delta CL - \Delta STD)$$

สามารถแยกส่วนประกอบของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายเป็น

$$Accruals = (\Delta AR + \Delta INV + \Delta OCA) - (\Delta AP + \Delta OCL)$$

โดย

$\Delta CA$  = การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียน

$\Delta Cash$  = การเปลี่ยนแปลงของเงินสด

$\Delta CL$  = การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียน

$\Delta STD$  = การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินระยะยาวที่ครบกำหนดชำระภายใน 1 ปี

$\Delta AR$  = การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้า

$\Delta INV$  = การเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง

$\Delta OCA$  = การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ

$\Delta AP$  = การเปลี่ยนแปลงของเจ้าหนี้การค้า

$\Delta OCL$  = การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ

เมื่อคำนึงถึงขนาดของกิจการที่แต่ละกิจการมีขนาดไม่เท่ากัน ตัวแปรทุกๆตัวถูกปรับให้อยู่ในมาตรฐานเดียวกัน โดยทำให้เป็นสัดส่วนเทียบกับค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์รวม (Size adjusted) ซึ่งค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์รวมจากคำนวณจาก ค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์รวมต้นงวดกับสินทรัพย์รวมปลายงวด

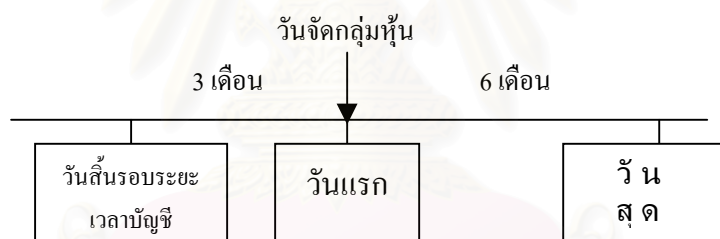
#### 3.2.1.2 การแบ่งระดับคุณภาพกำไร

ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง คุณภาพกำไรกับผลตอบแทนในอนาคตของหุ้น พิจารณาโดยแบ่งระดับกลุ่มคุณภาพกำไรโดยใช้ การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายเป็นตัวแทน โดยวัดหลังจาก ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี 6 เดือนและ 1 ปีเป็นเวลา 3 เดือน คือวันที่ 1 ต.ค.2542 1 เม.ย. 2543 และ 1 ต.ค.2543 จำนวน 3 งวด จะวัดการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายตามแบบจำลองของ Sloan (1996) โดยหุ้นทุกตัวจะถูกจัดเข้าสู่กลุ่มหุ้น โดยแบ่งเป็น 10 กลุ่ม ทุกๆกลุ่มจะมีจำนวนหลักทรัพย์เท่าๆกัน โดยแบ่งตามระดับคุณภาพกำไรจากคุณภาพกำไรสูง (การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายต่ำ) ไปคุณภาพกำไรต่ำ (การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายสูง)

ซึ่งจากการศึกษาในอดีตของ Sloan (1996) และ Houge and Loughran (2000) พบว่ากลุ่มบริษัทที่อยู่ในกลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการการพึงรับพึงจ่ายสูง เป็นบริษัทที่มีคุณภาพกำไรต่ำมีผลการดำเนินงานในอดีตที่ดี แต่มีจะมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานติดลบ และมีผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญต่ำกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับ บริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการการพึงรับพึงจ่ายต่ำกว่า สะท้อนให้เห็นว่า ผลการดำเนินงานที่ดีในอดีตมาจากการตกแต่งตัวเลขกำไรผ่านทางการใช้รายการการพึงรับพึงจ่าย ดังนั้นนักลงทุนจึงเกิดความเข้าใจผิดในกำไรที่เกิดขึ้น โดยยังเชื่อว่ากำไรที่เกิดขึ้นจะยังคงเจริญเติบโตต่อไป

### 3.2.1.3 การวัดผลตอบแทน

การวัดผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญในอนาคต ใช้กลยุทธ์ซื้อแล้วถือหลักทรัพย์ (buy and hold strategy) เป็นระยะเวลา 6 เดือน โดยจะเริ่มนับระยะเวลาลงทุนหลังจาก ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี 3 เดือน โดยมีสมมติฐานว่าภายใน 3 เดือนข้อมูลต่างๆในงบการเงินจะถูกเผยแพร่สู่สาธารณะ สามารถสรุปช่วงเวลา ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี และช่วงเวลาในการวัดผลตอบแทนจากการลงทุนได้ดังนี้



วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี	ช่วงเวลาในการวัดผลตอบแทนจากการลงทุน
30 มิ.ย. 2542	1 ต.ค.2542 – 31 มี.ค. 2543
31 ธ.ค. 2542	1 เม.ย.2543 – 30 ก.ย. 2543
30 มิ.ย. 2543	1 ต.ค. 2543 – 31 มี.ค. 2544

ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญในระยะเวลา 1 ปี คำนวณจากสมการ

$$R_{it} = \left[ 1 + \left( \frac{RI_{it} - RI_{it-1}}{RI_{t-1}} \right) \right]^2 - 1$$

โดย

$R_{it}$  = ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ i ณ เวลา t

$RI_{it}$  = ดัชนีผลตอบแทนของหุ้น i ณ เวลา t

### 3.2.1.4 ผลตอบแทนเกินปกติ

ในการคำนวณผลตอบแทนเกินปกติของหุ้น การศึกษาจะใช้วิธีการคำนวณผลตอบแทนเกินปกติจากการลงทุนในหุ้นสามัญ 2 วิธีเพื่อยืนยันผลการศึกษา คือ

#### ก ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น

ผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) คำนวณจากความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญและผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นที่มีการปรับด้านขนาดและ อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้นของหลักทรัพย์ (size and book-market adjusted) (กลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิง) แล้ว ตามสมการ

$$AR_{it} = R_{it} - R_{pt}$$

โดย

$AR_{it}$  = ผลตอบแทนเกินปกติของหุ้น  $i$  ณ เวลา  $t$

$R_{it}$  = ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ  $i$  ณ เวลา  $t$

$R_{pt}$  = ผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหุ้น ที่มีการปรับด้านขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนมูลค่าตลาด ณ เวลา  $t$

ในการวัดผลตอบแทนเกินปกติจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (Abnormal return) คำนวณขนาดของกิจการโดยใช้ค่าลอการิทึม (Logarithm) ของมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้นเป็นตัวแทนและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น (Book to Market Ratio) ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี คือวันที่ 30 มิถุนายน พ.ศ.2542 31 ธันวาคม พ.ศ.2542 และ 30 มิถุนายน พ.ศ. 2543 จำนวน 3งวด โดยมีขั้นตอนในการจัดเรียงบริษัทต่างๆให้ไปอยู่ในกลุ่มหุ้นอ้างอิง ที่มีการปรับด้านขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น (Size and Book-Market Adjusted) ดังนี้

1 คำนวณห้ออัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้นของหุ้นนั้น ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีที่กำหนด

2 เรียงลำดับหุ้นที่มีค่าอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น จากน้อยไปมาก และแบ่งกลุ่มหุ้นที่ศึกษาออกเป็น 3 กลุ่ม คือ

กลุ่มที่มีค่า B/M ต่ำ จำนวน 30 % (กลุ่มหุ้นที่มีค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ ของ B/M ตั้งแต่ 30 ลงมา)

กลุ่มที่มีค่า B/M ปานกลาง จำนวน 40 % (กลุ่มหุ้นที่มีค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ ของ B/M ตั้งแต่ 30-70 )

กลุ่มที่มีค่า B/M สูง จำนวน 30 % (กลุ่มหุ้นที่มีค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ ของ B/M ตั้งแต่ 70 ขึ้นไป)

3 ขณะเดียวกันในแต่ละกลุ่มหุ้นอ้างอิงตามข้อ 2 ก็จะแบ่งออกเป็นกลุ่มย่อยออกเป็น 3 กลุ่ม โดยแบ่งตามขนาดของกิจการโดยใช้ค่าลอการิทึม (Logarithm) ของมูลค่าตลาดของกิจการ เป็นตัวแทนในการวัดขนาดกิจการ

กลุ่มที่มีขนาดกิจการเล็กจำนวน 30 % (กลุ่มหุ้นที่มีค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ของค่าลอการิทึมของมูลค่าตลาดของกิจการ ตั้งแต่ 30 ลงมา)

กลุ่มที่มีขนาดกิจการปานกลาง จำนวน 40 % (กลุ่มหุ้นที่มีค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ของ ค่าลอการิทึมของมูลค่าตลาดของกิจการ ตั้งแต่ 31-70 )

กลุ่มที่มีขนาดกิจการใหญ่จำนวน 30 % (กลุ่มหุ้นที่มีค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ของค่าลอการิทึมของมูลค่าตลาดของกิจการ ตั้งแต่ 70 ขึ้นไป)

B/M ratio

	Low	Medium	Hi
Low			
Medium			
High			

4 ได้กลุ่มหุ้นย่อยอ้างอิงทั้งหมด 9 กลุ่มและคำนวณหาค่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของแต่ละกลุ่มหุ้นอ้างอิงจาก

$$R_{pt} = \sum_{i=1}^n W_i R_{it}$$

$$AR_{pt} = \sum_{i=1}^n W_i AR_{it}$$

โดย

$R_{pt}$  = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหุ้นอ้างอิงที่มีการปรับด้านขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนมูลค่าตลาด ณ เวลา t

$R_{it}$  = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ i ณ เวลา t

$W_i$  = สัดส่วนการลงทุนในแต่ละหุ้นซึ่งในกรณีนี้ถือว่ามีส่วนเท่ากันทุกหุ้น

$AR_{it}$  = อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นที่มีการปรับด้านขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนมูลค่าตลาด

5 ในการวัดอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการลงทุนในหุ้นสามัญนั้นจะเป็นการวัดความแตกต่างของผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญเทียบกับ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ย่อยที่มีค่าขนาดของกิจการ และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้นที่อยู่ในกลุ่มหุ้นย่อยเดียวกัน

### ข ผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นหลังปรับความเสี่ยงที่เป็นระบบ

ผลตอบแทนเกินปกติจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (Abnormal Return) กำหนดจากความแตกต่างระหว่าง ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญและผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (Expected return) ตามสมการ

$$AR_{it} = R_{it} - E(r_{it})$$

โดย

$AR_{it}$  = ผลตอบแทนเกินปกติจากการลงทุนในหุ้นสามัญ  $i$  ณ เวลา  $t$

$R_{it}$  = ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ  $i$  ณ เวลา  $t$

$E(r_{it})$  = ผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหุ้นสามัญ  $i$  ณ เวลา  $t$

ผลตอบแทนที่คาดหวังของผู้ถือหุ้นใช้วิธี Market model ที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของตลาดกับผลตอบแทนของหุ้นในรูปของสมการเส้นตรง ซึ่งมีรูปแบบของสมการคือ

$$E(r_{it}) = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

โดย

$E(r_{it})$  = ผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหุ้นสามัญ  $i$  ณ เวลา  $t$

$R_f$  = ผลตอบแทนปลอดความเสี่ยง (Risk Free Rate)

$\beta$  = ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบของหุ้น

$R_m$  = ผลตอบแทนของตลาด (Market Return)

### 3.2.1.5 ทดสอบสมมติฐาน

ก คุณภาพกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นหรือไม่

$$H_0 : AR_{pt} = 0$$

$$H_1 : AR_{pt} \neq 0$$

(อัตราผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นมีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่)

คำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นจาก

$$AR_{pt} = \sum_{i=1}^n W_i AR_{it}$$

โดย

$AR_{pt}$  = อัตราผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นอ้างอิงที่มีการปรับด้านขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น

การทดสอบนี้จะออกแบบกลยุทธ์การซื้อขายหุ้น โดยลงทุนซื้อหุ้นในกลุ่มหุ้นที่อยู่ในกลุ่มที่มีคุณภาพกำไรสูงสุด (การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายต่ำที่สุด) และขายหุ้นในกลุ่มหุ้นที่มีคุณภาพกำไรต่ำสุด (การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายสูงที่สุด) ซึ่งถ้าตลาดมีประสิทธิภาพหรือคุณภาพกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหุ้น กลยุทธ์การซื้อขายนี้จะไม่ได้รับผลตอบแทนเกินปกติจากการลงทุนในหุ้นสามัญ(สมมติฐาน  $H_0$  หรือ ปฏิเสธ  $H_1$  ) แต่จากผลการศึกษาในอดีตพบว่าหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายสูง มักจะเป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานในอดีตที่ดี และมีความสัมพันธ์เชิงผกผันกับกำไรในอนาคต ดังนั้นถ้านักลงทุนสนใจเฉพาะตัวเลขกำไรปัจจุบันของกิจการโดยละเลยคุณภาพของกำไร นักลงทุนก็จะเลือกลงทุนในหุ้นที่มีกำไรในปัจจุบันดี นักลงทุนจึงให้ราคาที่สูงกว่าความเป็นจริงกับหุ้นที่มี การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายสูง และราคาหุ้นจะมีการปรับราคาลงเข้าสู่ราคาที่แท้จริง เมื่อมีการประกาศผลการดำเนินงานในอนาคตซึ่งมักจะต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้

ข้อ องค์ประกอบของคุณภาพกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นหรือไม่

$$H_0 : AR_{pt} = 0$$

$$H_1 : AR_{pt} \neq 0$$

(อัตราผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นมีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่)

คำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นจาก

$$AR_{pt} = \sum_{i=1}^n W_i AR_{it}$$

โดย

$AR_{pt}$  = อัตราผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นอ้างอิงที่มีการปรับด้านขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น



จากการศึกษาในอดีตของ Sloan (1996) Teoh, Welch and Wong (1998a, 1998b) Houge and Loughran (2000) และ Chan, Jegadeesh and Lakonishok (2001) พบว่าการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายมีความสัมพันธ์เชิงผกผันกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญในอนาคต ดังนั้นในการทดสอบสมมติฐานนี้จึงทดสอบว่า ตัวแปรของส่วนประกอบของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายใดที่มีอิทธิพล ในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายและผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญในอนาคต ทดสอบโดยแบ่งการเปลี่ยนแปลงของส่วนประกอบของรายการพึงรับพึงจ่ายตามแบบจำลองของ Sloan (1996) แบ่งส่วนประกอบของการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่ายเป็นการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้า การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ การเปลี่ยนแปลงของเจ้าหนี้การค้า และการเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียนอื่นๆ

ทดสอบโดยจัดกลุ่มหุ้นออกเป็น 5 กลุ่ม โดยไม่เกี่ยวข้องกันตามส่วนประกอบของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย (การเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้า การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ การเปลี่ยนแปลงของเจ้าหนี้การค้า และการเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียนอื่นๆ) โดยแต่ละกลุ่มหุ้นก็จะมี การแบ่งระดับตามส่วนประกอบของรายการพึงรับพึงจ่ายนั้นๆ ออกเป็น 10 กลุ่มจากต่ำไปสูงใน การศึกษาจะใช้วิธีเดียวกับการวัดผลตอบแทนเกินปกติจากการลงทุนในหุ้นสามัญของคุณภาพกำไร โดยจะซื้อหุ้นในกลุ่มหุ้นที่ถูกจัดอันดับให้อยู่ในกลุ่มที่มีการเปลี่ยนแปลงของ ส่วนประกอบรายการพึงรับพึงจ่ายที่มีระดับต่ำที่สุด (คุณภาพกำไรสูงที่สุด) และขายหุ้นที่อยู่ในกลุ่มหุ้น ที่ถูกจัดอันดับให้อยู่ในกลุ่มที่มีการเปลี่ยนแปลงของส่วนประกอบของรายการพึงรับพึงจ่ายที่มีระดับสูงที่สุด (คุณภาพกำไรต่ำที่สุด) จากการศึกษาของ Chan, Jegadeesh and Lakonishok (2001) พบว่าตัวแปรเหล่านี้ยกเว้นรายการการเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียนอื่นๆ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย ดังนั้นถ้าตัวแปรใดมีอิทธิพล ในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรและผลตอบแทนของหุ้น ผลตอบแทนเกินปกติจะต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญโดยผลตอบแทนเกินปกติของตัวแปรใดที่มีค่ามากที่สุดแสดงว่าตัวแปรนั้นมีอิทธิพลในการอธิบายความสัมพันธ์สูงที่สุด

### 3.2.2 การทดสอบความสัมพันธ์คุณภาพกำไรและผลตอบแทนของหุ้นโดยสมการถดถอยภาคตัดขวาง

วิธีการศึกษาอาศัยพื้นฐานแบบจำลองที่เสนอโดย Chan, Jegadeesh and Lakonishok (2001) โดยจะนำมาปรับให้เหมาะสมกับวัตถุประสงค์ของการศึกษา และข้อมูลที่สามารถหาได้ในการศึกษาของประเทศไทย เพื่อทดสอบหาความสัมพันธ์ ระหว่างผลตอบแทน และการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย ว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ ณ ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่

90% และ 95% หลังจากนั้นทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนเกินปกติกับส่วนประกอบของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย และ กำไรของกิจการ โดยการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่ายประกอบด้วย การเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้า การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ การเปลี่ยนแปลงของเจ้าหนี้การค้า และการเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียน ในการศึกษาจะใช้ค่าผลตอบแทนเกินปกติจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (ตัวแปรตาม) 2 วิธี เพื่อยืนยันผลการศึกษา คือ ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับขนาด และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น และ ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับความเสี่ยงที่เป็นระบบ การคำนวณผลตอบแทนเกินปกติจากการลงทุนในหุ้นสามัญ ทั้ง 2 วิธี ใช้วิธีการคำนวณตามที่กล่าวข้างต้น โดยสามารถเขียนเป็นสมการ<sup>4</sup>ดังนี้

1 ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ

$$RETURN_i = \beta_0 + \beta_1 Accruals_i + \varepsilon_1$$

$$RETURN_i = \beta_0 + \beta_1 Accruals_i + \beta_2 Earnings_i + \beta_3 \Delta Earnings_i + \varepsilon_2$$

$$RETURN_i = \beta_0 + \beta_1 Earnings_i + \beta_2 \Delta Earnings_i + \beta_3 \Delta AR_i + \beta_4 \Delta INV_i + \beta_5 \Delta OCA_i + \beta_6 \Delta AP_i + \beta_7 \Delta OCL_i + \varepsilon_3$$

2 ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้นเป็นตัวแปรตาม

$$ARPORT_i = \beta_0 + \beta_1 Accruals_i + \varepsilon_4$$

$$ARPORT_i = \beta_0 + \beta_1 Accruals_i + \beta_2 Earnings_i + \beta_3 \Delta Earnings_i + \varepsilon_5$$

$$ARPORT_i = \beta_0 + \beta_1 Earnings_i + \beta_2 \Delta Earnings_i + \beta_3 \Delta AR_i + \beta_4 \Delta INV_i + \beta_5 \Delta OCA_i + \beta_6 \Delta AP_i + \beta_7 \Delta OCL_i + \varepsilon_6$$

3 ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับความเสี่ยงที่เป็นระบบเป็นตัวแปรตาม

$$ARBETA_i = \beta_0 + \beta_1 Accruals_i + \varepsilon_7$$

$$ARBETA_i = \beta_0 + \beta_1 Accruals_i + \beta_2 Earnings_i + \beta_3 \Delta Earnings_i + \varepsilon_8$$

$$ARBETA_i = \beta_0 + \beta_1 Earnings_i + \beta_2 \Delta Earnings_i + \beta_3 \Delta AR_i + \beta_4 \Delta INV_i + \beta_5 \Delta OCA_i + \beta_6 \Delta AP_i + \beta_7 \Delta OCL_i + \varepsilon_9$$

โดย

$$RETURN_i = \text{ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ}$$

4 โดยใช้วิธีสมการถดถอยภาคตัดขวาง (Cross Sectional Regression)

- $ARPORT_i$  = ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น
- $ARBETA_i$  = ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับความเสี่ยงที่เป็นระบบ
- $Accruals_i$ <sup>3</sup> = การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย
- $Earnings_i$  = กำไรของกิจการ
- $\Delta Earnings_i$  = การเปลี่ยนแปลงของกำไรของกิจการ
- $\Delta AR_i$  = การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้า
- $\Delta INV_i$  = การเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง
- $\Delta OCA_i$  = การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ
- $\Delta AP_i$  = การเปลี่ยนแปลงของเจ้าหนี้การค้า
- $\Delta OCL_i$  = การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียนอื่นๆ
- $\beta$  = ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์
- $\varepsilon_i$  = ค่าความผิดพลาดของสมการ (Error Term) โดย  $i = 0, 1, 2, \dots$

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

<sup>3</sup> คำนวณตามแบบจำลองของ Sloan (1996) โดย  $Accruals = (\Delta AR + \Delta INV + \Delta OCA) - (\Delta AP + \Delta OCL)$

## บทที่ 4

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ในบทนี้จะนำเสนอผลการศึกษาของความสัมพันธ์ระหว่าง การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับ พึ่งจ่ายและผลตอบแทนของหุ้น และความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของส่วนประกอบรายการพึงรับพึ่งจ่ายและผลตอบแทนของหุ้น จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2540 ถึง 2544 ตามวิธีการวิจัยที่ลำดับไว้ในบทที่ 3 โดยผลการวิจัยจะแบ่งเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนแรกผลการศึกษาความสัมพันธ์โดยวิธีการจัดกลุ่มหุ้นตามระดับการเปลี่ยนแปลง และส่วนที่สอง ผลการศึกษาคือความสัมพันธ์โดยการทดสอบสมการถดถอยแบบภาคตัดขวาง (Cross- Sectional Regression)

#### 4.1 การทดสอบความสัมพันธ์คุณภาพกำไรและผลตอบแทนของหุ้นโดยวิธีการจัดกลุ่มหุ้น

##### 4.1.1 คุณภาพกำไรกับผลตอบแทนของหุ้น

หลังจากแบ่งกลุ่มหุ้นออกเป็น 10 กลุ่มตามระดับคุณภาพกำไร โดยในการศึกษาใช้การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึ่งจ่ายเป็นตัวแทนในการวัดระดับคุณภาพกำไร โดยการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึ่งจ่ายสูงแทนระดับคุณภาพกำไรต่ำ และการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึ่งจ่ายต่ำแทนระดับคุณภาพกำไรสูง ตามที่กล่าวไว้ในวิธีการวิจัยในบทที่ 3 ในตารางที่ 4.1 แสดงข้อมูลเชิงสถิติของกลุ่มหุ้นซึ่งมีการแบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึ่งจ่าย ประกอบด้วย รายการการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึ่งจ่าย เงินสด กำไรทางบัญชี ส่วนประกอบของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึ่งจ่าย ขนาดของกิจการ อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น และ อัตราการเติบโตเฉลี่ยของยอดขายย้อนหลัง 3 ปี โดยตัวแปรในส่วนของบริษัททุกตัวถูกปรับให้อยู่ในมาตรฐานเดียวกันโดยทำให้เป็นสัดส่วนเทียบกับค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์รวม โดยกลุ่มที่ 1 คือกลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึ่งจ่ายต่ำที่สุด (คุณภาพกำไรสูงที่สุด) ขณะที่กลุ่มที่ 10 คือกลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึ่งจ่ายสูงที่สุด (คุณภาพกำไรต่ำที่สุด)

จากตารางที่ 4.1 พบว่าการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึ่งจ่ายการของกลุ่มหุ้นที่ถูกจัดให้อยู่ในกลุ่มที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึ่งจ่ายสูงสุด (กลุ่มที่ 10) มีขนาด 15.37% เทียบกับสินทรัพย์รวมเฉลี่ย ขณะที่ในกลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึ่งจ่ายต่ำสุด (กลุ่มที่ 1) มีขนาด -14.59 % เทียบกับสินทรัพย์รวมเฉลี่ย โดยการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึ่งจ่ายมีความสัมพันธ์ใน

### ตารางที่ 4.1

#### ข้อมูลเชิงสถิติของกลุ่มหุ้นที่มีการแบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่าย

แสดงข้อมูลเชิงสถิติของกลุ่มหุ้นที่มีการแบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายจากต่ำไปสูง โดยกลุ่มที่ 1 คือกลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายต่ำที่สุด (คุณภาพกำไรสูงที่สุด) กลุ่มที่ 10 คือกลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายสูงที่สุด (คุณภาพกำไรต่ำที่สุด) ตัวแปรอิสระทุกตัวถูกปรับให้อยู่ในมาตรฐานเดียวกันโดยทำให้เป็นสัดส่วนเทียบกับค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์รวม โดย การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย (Accruals) คำนวณตามแบบจำลองของ Sloan (1996) ดังสมการ  $Accruals = (\Delta AR + \Delta INV + \Delta OCA) - (\Delta AP + \Delta OCL)$  โดย  $\Delta AR$  คือ การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้า  $\Delta INV$  คือการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง  $\Delta OCA$  คือการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ  $\Delta AP$  คือการเปลี่ยนแปลงของเจ้าหนี้การค้า  $\Delta OCL$  คือการเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียนอื่นๆ  $\Delta CA$  คือ การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียน  $\Delta CL$  คือ การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียน Earnings คือ กำไรทางบัญชี Cash flow คือ เงินสด (ผลต่างระหว่าง Accruals และ Earnings) Size คือ ค่าลอการิทึมมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น (หน่วย : ล้านบาท) และ B/M คือ อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Accruals	-0.14590	-0.05085	-0.02802	-0.01328	-0.00172	0.00644	0.01520	0.02880	0.05243	0.15376
Cash flow	0.15058	0.06451	0.05225	0.03437	0.03472	0.02901	0.02005	0.01493	-0.01306	-0.11345
Earnings	0.00468	0.01366	0.02423	0.02110	0.03300	0.03545	0.03526	0.04374	0.03937	0.04030
$\Delta CA$	-0.08583	-0.02000	0.00032	-0.01583	-0.00259	0.00876	0.01374	0.01016	0.02080	0.06264
$\Delta CL$	-0.04697	-0.02604	-0.02372	-0.00456	-0.02090	-0.01121	-0.02066	-0.04059	-0.01680	-0.08349
$\Delta AR$	-0.03796	-0.01643	-0.00389	0.00073	-0.00218	0.00340	0.00755	0.01084	0.01594	0.03878
$\Delta INV$	-0.05740	-0.00626	-0.01115	-0.00384	0.00220	0.00885	-0.00226	0.00654	0.02003	0.03964
$\Delta OCA$	-0.01513	-0.00351	-0.00198	0.00023	-0.00101	-0.00420	0.00524	0.00159	0.00277	0.00605
$\Delta AP$	0.00420	0.01442	0.00765	0.00331	0.00004	0.00172	0.00031	-0.00414	-0.00149	-0.00445
$\Delta OCL$	0.03122	0.01023	0.00334	0.00709	0.00069	-0.00011	-0.00499	-0.00570	-0.01220	-0.06483
Size	6.12704	6.55142	6.70174	6.86562	7.13414	7.15588	6.78990	6.77131	6.65028	6.76404
B/M	1.90283	1.64589	1.73594	1.64264	1.78439	1.81099	1.64644	1.50398	1.55474	1.50200
อัตราการเจริญเติบโตเฉลี่ยของ ยอดขายย้อนหลัง 3 ปี	-3.10832	0.00634	-0.03321	-3.16745	0.01895	0.00351	-3.18411	0.02911	0.04907	0.02798

ทิศทางเดียวกับกำไรทางบัญชี แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับเงินสด โดยเงินสดมีขนาด 15.06 % เทียบกับสินทรัพย์รวมเฉลี่ยในกลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายต่ำที่สุด และมีขนาด -11.35 % เทียบกับสินทรัพย์รวมเฉลี่ยในกลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายสูงที่สุด ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายกับเงินสด การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายกับกำไรทางบัญชี และ เงินสดกับกำไรทางบัญชี เท่ากับ -0.77 0.18 และ 0.49 ตามลำดับ ซึ่งการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายและกระแสเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามสูง ในส่วนของรายการอื่น ๆ นั้นพบว่า การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราการเจริญเติบโตเฉลี่ยของยอดขายย้อนหลัง 3 ปี และมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น แต่ไม่มีความสัมพันธ์ที่เด่นชัดนักเมื่อเปรียบเทียบกับขนาดของกิจการ โดยสรุปพบว่า กิจการที่อยู่ในกลุ่มที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายสูง (ระดับคุณภาพกำไรต่ำ) เป็นกลุ่มบริษัทที่ตลาดให้ความสนใจ โดยให้ราคาตลาดสูงกว่ามูลค่าทางบัญชี มีตัวเลขกำไรสูง และมีผลการดำเนินงานในอดีตที่ดี โดยมีอัตราการเจริญเติบโตเฉลี่ยของยอดขายสูงเช่นกัน และมีขนาดของกิจการใหญ่กว่าเมื่อเทียบกับระหว่างกลุ่มที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายสูงสุด และกลุ่มที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายต่ำสุด

ในตารางที่ 4.2 แสดงค่าผลตอบแทน (Return) และผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ของกลุ่มหุ้นที่แบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่ายเทียบกับสินทรัพย์รวมเฉลี่ยจากต่ำไปสูง ก่อนและหลังจากจัดกลุ่มหุ้น 3 ปี โดยกลุ่มที่ 1 คือ กลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายเทียบกับสินทรัพย์รวมเฉลี่ยต่ำที่สุด (คุณภาพกำไรสูงที่สุด) ขณะที่กลุ่มที่ 10 คือ กลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายเทียบกับสินทรัพย์รวมเฉลี่ยสูงที่สุด (คุณภาพกำไรต่ำที่สุด) พบว่าผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นทุกๆกลุ่มหุ้นมีความสัมพันธ์ในรูปแบบเดียวกัน กล่าวคือ ผลตอบแทนของการลงทุนหุ้นในทุกๆกลุ่มได้รับผลตอบแทนสูงขึ้นในทุกๆปี เช่น ผลตอบแทนเฉลี่ยจากการลงทุนในกลุ่มหุ้นที่ 1 (การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายต่ำที่สุด) เท่ากับ -3.26% 11.97% และ 24.98% ต่อปี สำหรับระยะเวลาหลังจากจัดกลุ่มหุ้น 1 ปี 2 ปี และ 3 ปี ตามลำดับ ขณะที่ในกลุ่มหุ้นที่ 10 (การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายสูงที่สุด) เท่ากับ -0.13% 5.72% และ 19.26% ต่อปี สำหรับระยะเวลาหลังจากจัดกลุ่มหุ้น 1 ปี 2 ปี และ 3 ปี ตามลำดับ โดยผลต่างของผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นในกลุ่มที่ 1 และ กลุ่ม ที่ 10 เท่ากับ -3.13% 6.25% และ 5.72% สำหรับระยะเวลาหลังจากจัดกลุ่มหุ้น 1 ปี 2 ปี และ 3 ปี ตามลำดับ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติสำหรับผลต่างของผลตอบแทนในกลุ่มหุ้นที่ 1 และกลุ่มที่ 10 ก่อนและหลังทุกๆช่วงเวลาก่อนและหลังการจัดกลุ่มหุ้น 3 ปี ขณะที่ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น และ ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับความเสี่ยงที่เป็นระบบได้ข้อสรุปที่เหมือนกับผลตอบแทนของกลุ่มหุ้น คือ ผลต่างของผลตอบแทน

## ตารางที่ 4.2

### ผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นซึ่งมีการแบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลงของรายการ พึงรับพึงจ่าย

แสดงผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นก่อนและหลังจากจัดกลุ่มหุ้น 3 ปี ที่มีการแบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายจากต่ำไปสูงเทียบกับสินทรัพย์รวมเฉลี่ย โดย 1 คือกลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายต่ำที่สุด (คุณภาพกำไรสูงที่สุด) 10 คือกลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายสูงที่สุด (คุณภาพกำไรต่ำที่สุด) 1-10 คือ ผลต่างผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นในกลุ่มที่ 1 และ กลุ่มที่ 10 และแสดงค่า t-statistic ของการทดสอบสมมติฐานว่าผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นในกลุ่มที่ 1 และกลุ่มที่ 10 แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญ

ผลตอบแทนของกลุ่มหุ้น									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
3 ปี ก่อน	0.589467	0.474526	0.502652	0.403421	0.474804	0.464856	0.480227	0.526083	0.78739
2 ปี ก่อน	0.625839	0.571618	0.565417	0.375327	0.534975	0.43211	0.495394	0.548434	0.78630
1 ปี ก่อน	0.383918	0.44664	0.234859	0.25963	0.437803	0.218345	0.307634	0.416333	0.6615
1ปี ต่อมา	-0.03257	0.033803	0.07358	-0.03528	0.050321	0.038071	0.016961	0.122743	0.01783
2 ปี ต่อมา	0.119723	0.111814	0.061129	0.043544	0.107672	0.1337	0.055371	0.129712	0.06496
3 ปี ต่อมา	0.249754	0.314001	0.230024	0.14064	0.23378	0.300093	0.179299	0.269655	0.1571
ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีที่ส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
3 ปี ก่อน	0.054991	-0.06221	-0.07556	-0.13632	-0.02148	-0.03296	-0.06124	-0.00837	0.18745
2 ปี ก่อน	0.058067	0.006066	-0.06165	-0.17994	0.04418	-0.06466	-0.0528	-0.03467	0.15541
1 ปี ก่อน	-0.0435	0.092031	-0.16725	-0.12259	0.138409	-0.13068	-0.06806	-0.01401	0.2086
1ปี ต่อมา	-0.10617	-0.02072	0.073933	-0.02763	0.052536	-0.00376	-0.05746	0.14662	-0.0422
2 ปี ต่อมา	-0.05561	0.00194	0.018445	-0.02656	0.042782	0.040988	-0.06517	0.083231	-0.0294
3 ปี ต่อมา	-0.04436	0.077759	0.017544	-0.07951	0.025582	0.078217	-0.06694	0.086434	-0.0688
ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Beta)									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
3 ปี ก่อน	0.491268	0.385887	0.428924	0.31649	0.386658	0.397219	0.397393	0.421886	0.71141
2 ปี ก่อน	0.556734	0.471809	0.455501	0.298187	0.440845	0.344165	0.423554	0.467598	0.69387
1 ปี ก่อน	0.476263	0.485798	0.295559	0.457733	0.483371	0.274224	0.382708	0.466749	0.68264
1ปี ต่อมา	0.079981	0.115798	0.14426	0.051162	0.131794	0.082654	0.092282	0.23031	0.06190
2 ปี ต่อมา	0.210812	0.198367	0.16803	0.128188	0.19182	0.209434	0.131667	0.208249	0.12558
3 ปี ต่อมา	0.254048	0.324594	0.240272	0.141991	0.24178	0.295606	0.175817	0.279259	0.15602

เกินปกติในกลุ่มหุ้นที่ 1 และ กลุ่มหุ้นที่ 10 ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งก่อนและหลังการจัดกลุ่มหุ้น ทั้ง 3 ปี โดยสรุป การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้น โดยไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ทั้งส่วนของ ผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติจากการลงทุนในหุ้นสามัญทั้งในอดีตหรืออนาคตได้ นักลงทุนไม่ได้ให้ความสำคัญอย่างมีนัยสำคัญกับปัจจัยด้านคุณภาพกำไรของกิจการซึ่งสะท้อนให้เห็นมาจากรายการผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้น ที่ไม่มีความแตกต่างกันระหว่างกลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายสูงสุด และกลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายต่ำสุด

#### 4.1.2 ส่วนประกอบของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายกับผลตอบแทนของหุ้น

จากการทดสอบข้างต้นพบว่าคุณภาพกำไร หรือ การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ ทั้งก่อนและหลังการจัดกลุ่มหุ้นตลอดช่วงเวลา 3 ปี ส่วนต่อไปจะทดสอบ ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนประกอบของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายกับผลตอบแทนของหุ้นว่า ส่วนประกอบใดที่มีอิทธิพลในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรและผลตอบแทนของหุ้น อนึ่งการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายสามารถแยกส่วนประกอบออกเป็น การเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้า การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ การเปลี่ยนแปลงของเจ้าหนี้การค้า และการเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียนอื่นๆ ทุกตัวแปรจะถูกปรับให้อยู่ในมาตรฐานเดียวกันด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย การที่ต้องศึกษาส่วนประกอบของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายเพราะ แต่ละรายการอาจจะมีโอกาสที่จะถูกนำไปใช้ในการตกแต่งบัญชีมากน้อยต่างกัน เช่น กิจการต้องการตกแต่งกำไรผ่านทางรายการสินค้าคงคลังโดยไม่ตัดเสื่อมสินค้าล้าสมัย หรือ การเร่งรับรู้รายได้จากรายการลูกหนี้การค้า รวมถึงการชะลอรับรู้ค่าใช้จ่ายในรายการเจ้าหนี้การค้า ขณะที่ บางรายการอาจจะเป็นตัวดัชนีชี้วัดผลการดำเนินงานในอดีตหรือ อนาคตดีกว่าอีกรายการเช่นกัน

ตารางที่ 4.3 ถึง ตารางที่ 4.7 แสดงค่า ผลตอบแทน (Return) และผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ของกลุ่มหุ้นที่แบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลงของแต่ละส่วนประกอบรายการพึงรับพึงจ่ายเทียบกับสินทรัพย์รวมเฉลี่ยจากต่ำไปสูง ก่อนและหลังจากจัดกลุ่มหุ้น 3 ปี ประกอบด้วย การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้า การเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียน การเปลี่ยนแปลงของเจ้าหนี้การค้า และการเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียนอื่นๆ โดยกลุ่มที่ 1 คือ กลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงของส่วนประกอบรายการพึงรับพึงจ่ายเทียบกับสินทรัพย์รวมเฉลี่ยต่ำที่สุด ขณะที่กลุ่มที่ 10 คือ กลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงของส่วนประกอบรายการพึงรับพึงจ่ายเทียบกับสินทรัพย์รวมเฉลี่ยสูงที่สุด





### ตารางที่ 4.3

#### ผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นซึ่งมีการแบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้า

แสดงผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นก่อนและหลัง จากจัดกลุ่มหุ้น 3 ปี ที่มีการแบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าจากต่ำไปสูงเทียบกับสินทรัพย์รวมเฉลี่ย โดย 1 คือกลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าต่ำที่สุด 10 คือกลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าสูงที่สุด 1-10 คือ ผลต่างผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นในกลุ่มที่ 1 และ กลุ่มที่ 10 และแสดงค่า t-statistic ของการทดสอบสมมติฐานว่าผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นในกลุ่มที่ 1 และกลุ่มที่ 10 แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญ

ผลตอบแทนของกลุ่มหุ้น									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
3 ปี ก่อน	0.499303	0.766886	0.556007	0.578854	0.492583	0.52754	0.39327	0.531561	0.35
2 ปี ก่อน	0.510348	0.875754	0.630962	0.550947	0.528147	0.514903	0.352885	0.469644	0.39
1 ปี ก่อน	0.401267	0.531581	0.406024	0.425417	0.343636	0.398606	0.087752	0.352436	0.
1ปี ต่อมา	0.103609	0.074788	-0.10749	-0.08564	0.022593	-0.00269	0.038391	-0.04989	0.20
2 ปี ต่อมา	0.088451	0.0879	0.014541	0.057353	0.074899	0.029349	0.056	0.118599	0.23
3 ปี ต่อมา	0.231496	0.306372	0.148784	0.16992	0.17839	0.196712	0.174297	0.268659	0.33
ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีที่ส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
3 ปี ก่อน	-0.05997	0.144864	0.076031	0.057937	-0.01955	0.042566	-0.15692	-0.01977	-0.
2 ปี ก่อน	-0.06288	0.236255	0.109251	-0.00424	0.015789	0.030292	-0.22679	-0.101	-0.1
1 ปี ก่อน	0.02942	0.066269	0.061011	0.045751	-0.01079	0.085606	-0.28829	-0.02423	-0.0
1ปี ต่อมา	0.036719	0.012868	-0.12344	-0.10361	-0.00903	-0.0093	0.049796	-0.03387	0.13
2 ปี ต่อมา	-0.02413	-0.01685	-0.07163	-0.00864	-0.02151	-0.04012	0.034096	0.040369	0.09
3 ปี ต่อมา	-0.01856	0.049541	-0.06813	-0.03078	-0.03163	-0.02471	-0.00321	0.066474	0.05
ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Beta)									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
3 ปี ก่อน	0.408867	0.659197	0.443031	0.472698	0.411381	0.445347	0.335622	0.43383	0.29
2 ปี ก่อน	0.414057	0.797745	0.541655	0.449408	0.396405	0.428955	0.274089	0.353202	0.31
1 ปี ก่อน	0.430302	0.592531	0.463648	0.478355	0.369466	0.507324	0.193202	0.363757	0.41
1ปี ต่อมา	0.181644	0.193212	0.025321	0.038205	0.100388	0.097277	0.085877	0.043325	0.21
2 ปี ต่อมา	0.164765	0.171747	0.111331	0.162358	0.186333	0.144621	0.150867	0.209117	0.28
3 ปี ต่อมา	0.240287	0.317196	0.167746	0.191347	0.200485	0.203115	0.16451	0.289862	0.31

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## ตารางที่ 4.4

### ผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นซึ่งมีการแบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง

แสดงผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นก่อนและหลัง จากจัดกลุ่มหุ้น 3 ปี ที่มีการแบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงคลังจากต่ำไปสูงเทียบกับสินทรัพย์รวมเฉลี่ย โดย 1 คือกลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงคลังต่ำที่สุด 10 คือกลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงคลังสูงสุด 1-10 คือ ผลต่างผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นในกลุ่มที่ 1 และ กลุ่มที่ 10 และแสดงค่า t-statistic ของการทดสอบสมมติฐานว่าผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นในกลุ่มที่ 1 และกลุ่มที่ 10 แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญ

	ผลตอบแทนของกลุ่มหุ้น								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
3 ปี ก่อน	0.526822	0.796102	0.479098	0.49919	0.413125	0.33377	0.582192	0.621946	0.58
2 ปี ก่อน	0.554169	0.834277	0.441819	0.528071	0.430868	0.410802	0.617117	0.464604	0.73
1 ปี ก่อน	0.295733	0.416115	0.35153	0.501376	0.385134	0.195253	0.364631	0.25342	0.62
1ปี ต่อมา	0.031362	-0.01215	0.014362	0.101507	0.04112	0.084372	-0.11562	-0.0076	0.
2 ปี ต่อมา	0.148166	0.1475	0.038461	0.149494	0.10285	0.058029	-0.00817	0.044854	0.10
3 ปี ต่อมา	0.292728	0.292871	0.187094	0.234824	0.169302	0.216237	0.192849	0.24988	0.21
	ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีที่ส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
3 ปี ก่อน	-0.04328	0.249945	-0.05711	-0.01335	-0.10469	-0.18891	0.042394	0.07026	0.04
2 ปี ก่อน	-0.04924	0.286478	-0.09564	-0.00914	-0.1028	-0.14419	0.037459	-0.09224	0.12
1 ปี ก่อน	-0.13232	0.034458	-0.01659	0.122515	0.071287	-0.17178	0.024232	-0.11841	0.1
1ปี ต่อมา	-0.02489	-0.02944	-0.02627	0.102606	0.04768	0.09193	-0.16265	-0.01663	-0.0
2 ปี ต่อมา	0.006085	0.028688	-0.06498	0.08548	0.044921	0.014772	-0.05696	-0.02962	-0.0
3 ปี ต่อมา	0.01695	0.030141	-0.0445	0.054292	-0.03647	0.017729	-0.00699	0.030084	-0.0
	ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Beta)								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
3 ปี ก่อน	0.442007	0.691929	0.388104	0.40856	0.322942	0.260074	0.50904	0.530921	0.50
2 ปี ก่อน	0.47157	0.733632	0.335984	0.403208	0.332786	0.328799	0.514547	0.352607	0.68
1 ปี ก่อน	0.360276	0.464073	0.393861	0.535264	0.443814	0.250213	0.443405	0.272506	0.68
1ปี ต่อมา	0.110552	0.104722	0.105828	0.19796	0.135727	0.136817	-0.04019	0.074637	0.12
2 ปี ต่อมา	0.230544	0.24728	0.135099	0.262258	0.201319	0.128706	0.102307	0.132809	0.14
3 ปี ต่อมา	0.294825	0.312411	0.202233	0.258799	0.1815	0.211641	0.200635	0.266146	0.20

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## ตารางที่ 4.5

### ผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นซึ่งมีการแบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ หมุนเวียนอื่นๆ

แสดงผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นก่อนและหลังจากจัดกลุ่มหุ้น 3 ปี ที่มีการแบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆจากต่ำไปสูงเทียบกับสินทรัพย์รวมเฉลี่ย โดย 1 คือกลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆต่ำที่สุด 10 คือกลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์หมุนเวียนสูงที่สุด 1-10 คือ ผลต่างผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นในกลุ่มที่ 1 และ กลุ่มที่ 10 และแสดงค่า t-statistic ของการทดสอบสมมติฐานว่าผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นในกลุ่มที่ 1 และกลุ่มที่ 10 แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญ

ผลตอบแทนของกลุ่มหุ้น									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
3 ปี ก่อน	0.402807	0.566391	0.599352	0.592682	0.689435	0.561741	0.55676	0.587983	0.3
2 ปี ก่อน	0.377947	0.589011	0.685919	0.521121	0.713523	0.589367	0.55554	0.703499	0.3
1 ปี ก่อน	0.177602	0.39137	0.503576	0.372089	0.491253	0.326147	0.25721	0.775484	0.23
1ปี ต่อมา	0.06185	0.078725	0.134535	-0.04264	-0.14796	0.042288	-0.01436	0.117494	0.00
2 ปี ต่อมา	0.141657	0.124056	0.144931	0.048037	-0.00522	0.014297	0.10903	0.135915	0.05
3 ปี ต่อมา	0.304812	0.283993	0.246864	0.206743	0.168804	0.141083	0.27519	0.285124	0.14
ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีที่ส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
3 ปี ก่อน	-0.11185	-0.01047	0.065812	0.016851	0.12662	0.087483	0.00559	0.01532	-0.1
2 ปี ก่อน	-0.18896	-0.03121	0.114605	-0.01925	0.103205	0.101383	0.00003	0.122325	-0.2
1 ปี ก่อน	-0.19319	-0.0476	0.142188	-0.01009	0.075168	0.01367	-0.15757	0.401236	-0.1
1ปี ต่อมา	0.010251	0.06239	0.062243	-0.08761	-0.17531	0.058206	-0.06166	0.109925	-0.
2 ปี ต่อมา	0.033593	0.054715	0.019811	-0.06262	-0.07429	-0.02347	-0.01733	0.053467	-0.0
3 ปี ต่อมา	0.060833	0.078587	0.006207	-0.05813	-0.0517	-0.03712	0.03178	0.056781	-0.
ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Beta)									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
3 ปี ก่อน	0.30008	0.470393	0.511076	0.50906	0.622427	0.466129	0.46041	0.515119	0.25
2 ปี ก่อน	0.300263	0.465233	0.579107	0.380166	0.621017	0.480402	0.47724	0.647405	0.27
1 ปี ก่อน	0.223647	0.416521	0.55003	0.378858	0.558926	0.375561	0.33872	0.851287	0.30
1ปี ต่อมา	0.162538	0.180096	0.223577	0.034402	-0.09572	0.1481	0.09373	0.165686	0.07
2 ปี ต่อมา	0.212977	0.231781	0.24441	0.158132	0.083567	0.121241	0.20264	0.190463	0.
3 ปี ต่อมา	0.311681	0.309315	0.261512	0.233091	0.167385	0.160753	0.28232	0.268659	0.13

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## ตารางที่ 4.6

### ผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นซึ่งมีการแบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลงของเจ้าหนี้การค้า

แสดงผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นก่อนและหลังจากจัดกลุ่มหุ้น 3 ปี ที่มีการแบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลงเจ้าหนี้การค้าจากต่ำไปสูงเทียบกับสินทรัพย์รวมเฉลี่ย โดย 1 คือกลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงเจ้าหนี้การค้าต่ำที่สุด 10 คือกลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงเจ้าหนี้การค้าสูงที่สุด 1-10 คือ ผลต่างผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นในกลุ่มที่ 1 และ กลุ่มที่ 10 และแสดงค่า t-statistic ของการทดสอบสมมติฐานว่าผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นในกลุ่มที่ 1 และกลุ่มที่ 10 แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญ

ผลตอบแทนของกลุ่มหุ้น									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
3 ปี ก่อน	0.744458	0.597574	0.464775	0.588223	0.458929	0.576337	0.57347	0.363724	0.44
2 ปี ก่อน	0.759339	0.591576	0.446087	0.630855	0.420957	0.60393	0.54075	0.445984	0.49
1 ปี ก่อน	0.735947	0.558986	0.326752	0.338088	0.225023	0.344782	0.08735	0.210512	0.42
1ปี ต่อมา	0.02266	-0.01418	-0.02507	-0.06155	0.054228	0.020614	0.10787	0.092162	0.09
2 ปี ต่อมา	0.083204	0.080135	0.090782	0.002058	0.127842	0.093535	0.07949	0.120506	0.14
3 ปี ต่อมา	0.209151	0.167662	0.247035	0.191229	0.268485	0.286763	0.17954	0.285005	0.24
ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีที่ส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
3 ปี ก่อน	0.162729	0.023694	-0.07212	0.074681	-0.03901	0.055233	0.06651	-0.21875	-0.0
2 ปี ก่อน	0.122192	0.013325	-0.12445	0.116214	-0.07784	0.068474	0.02704	-0.14932	-0.0
1 ปี ก่อน	0.256417	0.127613	-0.03358	0.005166	-0.08374	0.020869	-0.20824	-0.26915	0.02
1ปี ต่อมา	-0.0066	-0.03826	-0.0056	-0.11387	0.083506	-0.04138	0.10330	0.019159	0.02
2 ปี ต่อมา	0.001051	-0.00052	0.034025	-0.10282	0.080919	-0.00296	0.02940	-0.01454	0.01
3 ปี ต่อมา	0.01357	-0.0384	0.016149	-0.03439	0.070782	0.036821	-0.01705	0.011125	-0.0
ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Beta)									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
3 ปี ก่อน	0.6607	0.482826	0.385568	0.473548	0.373398	0.49434	0.52398	0.281055	0.36
2 ปี ก่อน	0.642053	0.477822	0.363141	0.502347	0.316989	0.509268	0.46677	0.390381	0.43
1 ปี ก่อน	0.769517	0.563496	0.389497	0.365843	0.290169	0.429729	0.18599	0.258343	0.47
1ปี ต่อมา	0.101737	0.106373	0.042628	0.079434	0.146641	0.112008	0.13349	0.143622	0.1
2 ปี ต่อมา	0.18421	0.16977	0.170073	0.124565	0.235649	0.202628	0.16085	0.159397	0.19
3 ปี ต่อมา	0.225786	0.195367	0.246356	0.228516	0.281955	0.295443	0.16262	0.270707	0.22

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

### ตารางที่ 4.7

#### ผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นซึ่งมีการแบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียนอื่นๆ

แสดงผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นก่อนและหลัง จากจัดกลุ่มหุ้น 3 ปี ที่มีการแบ่งตามระดับการเปลี่ยนแปลงลูกหนี้หมุนเวียนอื่นๆ จากต่ำไปสูงเทียบกับสินทรัพย์รวมเฉลี่ย โดย 1 คือกลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงลูกหนี้หมุนเวียนอื่นๆต่ำที่สุด 10 คือกลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงเจ้าลูกหนี้หมุนเวียนอื่นๆสูงที่สุด 1-10 คือ ผลต่างผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นในกลุ่มที่ 1 และ กลุ่มที่ 10 และแสดงค่า t-statistic ของการทดสอบสมมติฐานว่าผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นในกลุ่มที่ 1 และกลุ่มที่ 10 แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญ

ผลตอบแทนของกลุ่มหุ้น												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	1-10	t stat
3 ปี ก่อน	0.418753	0.449136	0.542364	0.541117	0.601219	0.532658	0.556897	0.909218	0.343366	0.506021	-0.08727	-0.61786
2 ปี ก่อน	0.409645	0.469411	0.602855	0.579658	0.558697	0.550059	0.575559	0.951775	0.352577	0.555672	-0.14603	-0.89589
1 ปี ก่อน	0.232106	0.294089	0.413584	0.474985	0.32362	0.395621	0.407615	0.700313	0.222247	0.345766	-0.11366	-0.53264
1ปี ต่อมา	-0.01749	0.146964	0.09077	0.045648	0.007902	0.01317	0.204638	-0.03645	-0.07791	-0.09335	0.075864	0.47159
2 ปี ต่อมา	0.07285	0.20494	0.135494	0.130013	0.088794	0.125807	0.259773	-0.0253	-0.06335	-0.05045	0.123301	1.00086
3 ปี ต่อมา	0.197055	0.309464	0.217188	0.265511	0.235054	0.29663	0.399001	0.136926	0.10726	0.099055	0.098	0.9598
ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	1-10	t stat
3 ปี ก่อน	0.062608	0.051942	-0.01207	-0.04514	-0.12441	0.029091	0.055364	-0.02496	0.07112	-0.05597	0.11858	1.058833
2 ปี ก่อน	-0.0183	0.088697	-0.02945	0.048873	-0.17224	-0.14323	0.181318	0.020139	0.085052	-0.05994	0.041637	0.312351
1 ปี ก่อน	-0.08124	0.081051	-0.04795	0.066966	-0.15074	-0.18741	0.214707	-0.10111	0.143876	0.050786	-0.13203	-0.77848
1ปี ต่อมา	-0.13854	0.000569	0.016421	0.031646	-0.05442	0.125412	-0.0322	-0.04718	0.023245	0.035525	-0.17407	-1.17135
2 ปี ต่อมา	-0.08677	0.035701	-0.03449	-0.00363	-0.04263	0.033009	0.055985	-0.00133	0.004843	0.022837	-0.1096	-1.15015
3 ปี ต่อมา	-0.04378	0.066623	-0.08404	-0.04023	0.006529	0.0043	0.07214	-0.01917	0.011627	0.014598	-0.05838	-0.71292
ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Beta)												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	1-10	t stat
3 ปี ก่อน	0.338037	0.377381	0.459494	0.458448	0.5087	0.443177	0.481688	0.807178	0.248523	0.4155	-0.07746	-0.59363
2 ปี ก่อน	0.334909	0.392809	0.516417	0.487739	0.464413	0.449866	0.487077	0.836967	0.245677	0.453818	-0.11891	-0.78765
1 ปี ก่อน	0.273973	0.298723	0.456766	0.510644	0.386084	0.447381	0.474	0.758396	0.292537	0.438215	-0.16424	-0.85266
1ปี ต่อมา	0.037329	0.165478	0.156726	0.110095	0.106973	0.10382	0.269667	0.089491	0.036647	0.022262	0.015067	0.106566
2 ปี ต่อมา	0.129035	0.234319	0.206985	0.202645	0.186386	0.221725	0.346336	0.096907	0.055112	0.075511	0.053524	0.497714
3 ปี ต่อมา	0.191075	0.296693	0.2184	0.268773	0.246801	0.308951	0.399491	0.163562	0.127328	0.116335	0.07474	0.832635

โดยสรุปพบว่า ไม่มีรายการใดๆในส่วนประกอบของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย ที่มีอิทธิพลในการอธิบายความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย กับผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติของหุ้น

#### 4.2 การทดสอบความสัมพันธ์คุณภาพกำไรและผลตอบแทนของหุ้นโดยการทดสอบสมการถดถอยภาคตัดขวาง

จากการทดสอบข้างต้นได้ข้อสรุปว่า การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติของหุ้น นักลงทุนไม่สนใจข้อมูลของคุณภาพกำไรต่อการลงทุนในหุ้นใดๆ รวมถึงไม่มีรายการใดๆในส่วนประกอบของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายที่มีอิทธิพลในการอธิบายความสัมพันธ์ของ การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายกับผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติของหุ้น ในส่วนนี้จะยืนยันผลการศึกษาโดยการทดสอบสมการถดถอยภาคตัดขวางระหว่างผลตอบแทนของหุ้น และ ตัวแปรในส่วนของคุณภาพกำไร ตามที่อธิบายไว้ในวิธีการวิจัย ในบทที่ 3

การศึกษาจะแบ่งช่วงการศึกษาออกเป็น 2 ช่วงเวลา คือ ช่วงเวลาระหว่างวันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีถึงวันจัดกลุ่มหุ้น(ข้อมูลต่างๆในงบการเงินยังไม่สมบูรณ์ เป็นเพียงการคาดการณ์) เป็นระยะเวลา 3 เดือน และ ช่วงเวลาหลังวันจัดกลุ่มหุ้น (ข้อมูลต่างๆในงบการเงินถูกเปิดเผยต่อสาธารณชนอย่างทั่วถึง) เป็นระยะเวลา 6 เดือน เพื่อทดสอบการรับรู้และความสนใจในข้อมูลงบการเงินกิจการของนักลงทุน โดยเน้นที่ข้อมูลคุณภาพกำไร

##### 4.2.1 ช่วงเวลาหลังวันจัดกลุ่มหุ้น

ตารางที่ 4.8 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบต่างๆ ของผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชี ส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น และผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับความเสี่ยงที่เป็นระบบ ในช่วงเวลาหลังวันจัดกลุ่มหุ้น พบว่าผลการศึกษารทดสอบความสัมพันธ์คุณภาพกำไร และผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยการทดสอบสมการถดถอยภาคตัดขวาง สอดคล้องกับการทดสอบความสัมพันธ์คุณภาพกำไรและผลตอบแทนของหุ้นโดยวิธีการจัดกลุ่มหุ้น ตัวแปรคุณภาพกำไรซึ่งใช้การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายเป็นตัวแทน รวมถึงรายการต่างๆของส่วนประกอบของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชี

## ตารางที่ 4.8

### สมการถดถอยแบบภาคตัดขวางของผลตอบแทนหุ้นในช่วงเวลาหลังวันจัดกลุ่มหุ้น

แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบต่างๆของผลตอบแทนหุ้น(RETURN) ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชี ส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น (ARPORT) และผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับความเสี่ยงที่เป็นระบบ (ARBETA) ในช่วงเวลาหลังวันจัดกลุ่มหุ้น โดย Accruals คือ การเปลี่ยนแปลงรายการที่รับพึงจ่าย Earnings คือ กำไรทางบัญชี Chg Earnings คือ การเปลี่ยนแปลงของกำไร  $\Delta AR$  คือ การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้า  $\Delta INV$  คือการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง  $\Delta OCA$  คือการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ  $\Delta AP$  คือการเปลี่ยนแปลงของเจ้าหนี้การค้า  $\Delta OCL$  คือการเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียนอื่นๆ ทุกๆตัวแปรถูกทำให้ให้อยู่ในมาตรฐานเดียวกันโดยทำให้เป็นสัดส่วนเทียบกับค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์รวม และแสดงค่า t-statistic สำหรับสัมประสิทธิ์แต่ละตัวในวงเล็บ

ตัวแปรตาม	ค่าคงที่	Accruals	Earnings	Chg Earnings	$\Delta AR$	$\Delta INV$	$\Delta OCA$	$\Delta AP$
RETURN	0.9801** (-4.511)	1.1391 (0.46)						
	0.7959** (3.344)	0.2993 (0.119)	6.7041* (1.968)	-2.2939 (-0.853)				
	0.7929** (3.280)		6.8946* (1.974)	-2.3309 (-0.863)	0.1739 (0.036)	-0.5275 (-0.135)	0.5696 (0.058)	-2.3785 (-0.344)
ARPORT	0.0630* (1.959)	0.2222 (0.606)						
	-0.0079 (-0.229)	-0.1031 (-0.282)	2.5221** (5.079)	-0.4305 (-1.098)				
	-0.0071 (-0.203)		2.5363** (4.986)	-0.4396 (-1.118)	0.2326 (0.331)	-0.3095 (-0.544)	-0.0375 (-0.026)	-0.6516 (-0.647)
ARBETA	0.1783** (5.060)	0.1629 (0.406)						
	0.1313** (3.416)	-0.0519 (-0.128)	1.6785** (3.050)	-0.3627 (-0.835)				
	0.1327** (3.399)		1.6814** (2.982)	-0.3647 (-0.836)	-0.1093 (-0.140)	-0.0657 (-0.104)	-0.0577 (-0.036)	-0.5854 (-0.525)

\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90 %

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95 %

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น และผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับความเสี่ยงที่เป็นระบบ ในขณะที่เมื่อเพิ่มปัจจัย กำไรและการเปลี่ยนแปลงกำไรของกิจการ พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของกำไรต่อผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น และผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับความเสี่ยงที่เป็นระบบ มีค่าเป็นบวก ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 % ขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์ของกำไรต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญมีค่าเป็นบวกเช่นกัน ณ ระดับความเชื่อมั่น 90 % โดยไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงกำไรของกิจการและผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ

จึงได้ข้อสรุปว่า ปัจจัยหลักที่นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ความสนใจประกอบการลงทุนคือกำไรของกิจการ ขณะที่ข้อมูลอื่นๆซึ่งมีความซับซ้อนมากกว่ากำไรของกิจการ เช่น การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย หรือ การเปลี่ยนแปลงกำไรของกิจการ เป็นปัจจัยที่รองลงมา นักลงทุนอาจให้ความสำคัญแต่ไม่มีนัยสำคัญมากพอที่จะอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้น

#### 4.2.2 ช่วงเวลาระหว่างวันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีถึงวันจัดกลุ่มหุ้น

ตารางที่ 4.9 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบต่างๆของผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น และผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับความเสี่ยงที่เป็นระบบ ในช่วงเวลาวันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี ถึงวันจัดกลุ่มหุ้น ซึ่งในช่วงเวลานี้ มีสมมติฐานว่างบการเงินของแต่ละบริษัทยังไม่ถูกเปิดเผยต่อสาธารณชนอย่างทั่วถึง แต่อาจจะมีนักลงทุนบางส่วนที่รับรู้ข้อมูลบางตัว เช่น กำไรของกิจการ แต่ยังไม่รับรู้ข้อมูลเชิงลึกในงบการเงินเพราะยังไม่ได้มีการเปิดเผยอย่างเป็นทางการ หรือ มีเวลาในการศึกษาน้อยเกินไป ผลการศึกษาสมการถดถอยได้ข้อสรุปเหมือนกับช่วงเวลาหลังวันจัดกลุ่มหุ้น คือไม่พบ ความสัมพันธ์ใดๆ ระหว่างการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย (คุณภาพกำไร) กับผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติจากการลงทุนในหุ้นสามัญ รวมไปถึงไม่พบความสัมพันธ์ใดๆระหว่างรายการต่างๆของส่วนประกอบของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย กับผลตอบแทนหุ้นเช่นเดียวกัน และเมื่อเพิ่มตัวแปรกำไรและการเปลี่ยนแปลงของกำไรก็ไม่พบความสัมพันธ์ใดๆระหว่างกำไรและการเปลี่ยนแปลงของกำไร ต่อผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติจากการลงทุนในหุ้นสามัญ ซึ่งมีความแตกต่างกับผลการศึกษาในช่วงเวลาหลังวันจัดกลุ่มหุ้นที่ตัวแปรกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้น

จึงได้ข้อสรุปว่าในช่วงเวลาระหว่างวันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีถึงวันจัดกลุ่มหุ้น ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยด้านกำไรกับผลตอบแทนหุ้น และ ปัจจัยด้านคุณภาพกำไรกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ เพราะข้อจำกัดด้านเวลา เนื่องจากระยะเวลาในช่วงนี้ค่อนข้างสั้นที่นัก

## ตารางที่ 4.9

### สมการถดถอยแบบภาคตัดขวางของผลตอบแทนหุ้นในช่วงเวลาระหว่างวันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี ถึงวันจัดกลุ่มหุ้น

แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบต่างๆของผลตอบแทนหุ้น(RETURN) ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชี ส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น (ARPORT) และผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับความเสี่ยงที่เป็นระบบ (ARBETA) ในช่วงเวลาระหว่างวันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีถึงวันจัดกลุ่มหุ้น โดย Accruals คือ การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย Earnings คือ กำไรทางบัญชี Chg Earnings คือ การเปลี่ยนแปลงของกำไร  $\Delta AR$  คือ การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้า  $\Delta INV$  คือการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง  $\Delta OCA$  คือการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ  $\Delta AP$  คือการเปลี่ยนแปลงของเจ้าหนี้การค้า  $\Delta OCL$  คือการเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียนอื่นๆ ทุกตัวแปรถูกทำให้อยู่ในมาตรฐานเดียวกันโดยทำให้เป็นสัดส่วนเทียบกับค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์รวม และแสดงค่า t-statistic สำหรับสัมประสิทธิ์แต่ละตัวในวงเล็บ

ตัวแปรตาม	ค่าคงที่	Accruals	ROA	Chg ROA	$\Delta AR$	$\Delta INV$	$\Delta OCA$	$\Delta AP$
RETURN	5.8647	36.36854						
	(0.996)	(0.542)						
	4.6844	30.96010	41.7698	-6.166674				
	(0.724)	(0.453)	(0.451)	(-0.084)				
	5.9111		31.73637	-5.3117	-7.002245	71.5025	73.29683	-357.2131
	(0.902)		(0.335)	(-0.076)	(-0.054)	(0.675)	(0.276)	(-1.607)
ARPORT	9.2698	55.90757						
	(1.028)	(0.545)						
	7.4916	47.75747	62.8431	-8.678145				
	(0.756)	(0.457)	(0.443)	(-0.078)				
	9.3731		47.45178	-7.3469	-11.91315	110.3979	114.7441	-546.4005
	(0.934)		(0.327)	(-0.066)	(-0.060)	(0.681)	(0.282)	(-1.605)
ARBETA	3.7592	20.37163						
	(1.149)	(0.547)						
	3.1217	17.44856	22.4817	-2.762651				
	(0.868)	(0.460)	(0.437)	(-0.068)				
	3.801034		16.8562	-2.28193	-2.97326	39.99075	41.35503	-196.8554
	(1.044)		(0.321)	(-0.056)	(-0.041)	(0.680)	(0.280)	(-1.592)

\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90 %

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95 %

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ลงทุนจะได้ศึกษาถึงผลการดำเนินงานในงบการเงินของบริษัท รวมถึงข้อมูลเชิงลึกที่ซับซ้อนในงบการเงินของบริษัท ดังนั้นข้อมูลต่างๆจึงยังไม่ได้สะท้อนออกมาในรูปของราคาหุ้น รวมทั้งสามารถตั้งข้อสมมติฐานได้ว่าในช่วงเวลานี้ไม่มีการรั่วไหลของข้อมูล (Information Leakage) ผู้สาธารณะชน ดังนั้นราคาหุ้นจึงไม่มีการปรับตัวไปตามปัจจัยที่เปลี่ยนแปลงไปของบริษัท



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง คุณภาพกำไรและผลตอบแทนของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2540 ถึง พ.ศ. 2544 โดยการแบ่งวิธีการทดสอบ ออกเป็น 2 วิธี คือ วิธีการจัดกลุ่มหุ้น และ วิธีทดสอบสมการถดถอยภาคตัดขวางพบข้อสรุปที่ตรงกันทั้ง 2 วิธี คือ ไม่พบความสัมพันธ์ใดๆระหว่างคุณภาพกำไร กับผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติจากการลงทุนในหุ้นสามัญ ซึ่งใช้การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายเป็นตัวแทนในการวัดคุณภาพกำไร โดยในส่วนวิธีการจัดกลุ่มหุ้นนั้นผลต่างของผลตอบแทนของกลุ่มหุ้น และผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้น ระหว่าง กลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายต่ำที่สุด (คุณภาพกำไรสูงสุด) และ กลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายสูงที่สุด (คุณภาพกำไรต่ำที่สุด) ไม่มีความแตกต่าง อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่น 90% และ 95% ตลอดช่วงเวลาการศึกษา ระหว่าง ก่อนและหลัง การจัดกลุ่มหุ้น 3 ปี ในขณะที่การทดสอบส่วนประกอบของรายการพึงรับพึงจ่ายโดยการจัดกลุ่มหุ้น ได้ผลสอดคล้องเช่นเดียวกัน คือ ผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นและผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้น ระหว่าง กลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงของส่วนประกอบรายการพึงรับพึงจ่ายต่ำที่สุด และ กลุ่มหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงของส่วนประกอบรายการพึงรับพึงจ่ายสูงที่สุด ไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน ที่ระดับความเชื่อมั่น 90% และ 95% กล่าวคือ ข้อมูลในส่วนของคุณภาพกำไร ไม่ใช่ปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนนำมาประกอบการตัดสินใจลงทุนในหุ้นนั้นๆ และ ไม่มีปัจจัยใดของส่วนประกอบรายการพึงรับพึงจ่าย ที่สามารถนำมาอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรและผลตอบแทนของหุ้น

ในส่วนของการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรและผลตอบแทนของหุ้น โดยการทดสอบสมการถดถอยภาคตัดขวาง โดยแบ่งช่วงการศึกษา ออกเป็น 2 ช่วงเวลา คือ ช่วงเวลาหลังวันจัดกลุ่มหุ้น ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่งบการเงินของบริษัทถูกเปิดเผยต่อสาธารณชนอย่างทั่วถึง และ ช่วงเวลา ระหว่างวันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีถึงวันจัดกลุ่มหุ้น ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ข้อมูลข่าวสารยังไม่ถูกเปิดเผยอย่างทั่วถึงนั้น พบว่า ในช่วงเวลาหลังวันจัดกลุ่มหุ้น ผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติจากการลงทุนในหุ้นสามัญ มี ความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 90% และ 95% ตามลำดับกับกำไรของบริษัท แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย

(คุณภาพกำไร) ส่วนประกอบของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย และ การเปลี่ยนแปลงกำไรของบริษัท ขณะที่การทดสอบในช่วงเวลาระหว่างวันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีถึงวันจัดกลุ่มหุ้น ไม่พบความสัมพันธ์ใดๆของผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ และผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหุ้น ต่อ กำไรของบริษัท การเปลี่ยนแปลงของกำไรบริษัท การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย และ ส่วนประกอบของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย สาเหตุน่าจะมาจากข้อจำกัดด้านเวลา เนื่องจากระยะเวลาในช่วงนี้ค่อนข้างสั้นที่นักลงทุนจะได้ศึกษาถึงผลการดำเนินงาน ในงบการเงินของบริษัทรวมถึงข้อมูลเชิงลึกที่ซับซ้อนในงบการเงินของบริษัท และคาดว่าช่วงเวลาดังกล่าวไม่มีการรั่วไหลของข้อมูล (Information Leakage) ผู้สาธารณะชน ดังนั้นราคาหุ้นจึงไม่มีการปรับตัวไปตามปัจจัยที่เปลี่ยนแปลงไปของบริษัท

จึงได้ข้อสรุปว่า ปัจจัยหลักที่นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ความสนใจประกอบการลงทุนคือกำไรของกิจการ ขณะที่ข้อมูลอื่นๆซึ่งมีความซับซ้อนมากกว่ากำไรของกิจการ เช่น การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย หรือ การเปลี่ยนแปลงกำไรของกิจการ เป็นปัจจัยที่รองลงมา นักลงทุนอาจให้ความสำคัญแต่ไม่มีนัยสำคัญมากพอที่จะอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ ทั้งนี้อาจจะกล่าวอ้างถึงข้อบ่งชี้ได้ว่า ประสิทธิภาพในการรับรู้ข้อมูลข่าวสารของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังอยู่ในระดับต่ำ

## 5.2 ข้อเสนอแนะ

สำหรับข้อเสนอแนะในการศึกษาต่อ นั้น ควรศึกษาในตัวแปรอื่นๆ ที่จะนำมาใช้เป็นตัวแทนในการวัดระดับคุณภาพกำไร ซึ่งอาจจะเห็นภาพที่แตกต่างออกไปเพราะการศึกษานี้ใช้เพียงรายการพึงรับพึงจ่ายเป็นตัวแทนของคุณภาพกำไร รวมถึงควรศึกษาลึกลงไปในส่วนของรายการพึงรับพึงจากฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals) ซึ่งเป็นส่วนที่เกิดการเปลี่ยนแปลง อันเนื่องมาจากการจงใจของฝ่ายบริหารในการตกแต่งกำไรของกิจการ ซึ่งอาจจะมีอิทธิพลในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับผลตอบแทนของหุ้นมากกว่าการใช้รายการพึงรับพึงจ่ายเดี่ยวๆ และเนื่องจากการศึกษานี้มีข้อจำกัดเรื่องข้อมูลงบการเงินบางตัว ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ได้มีการบันทึกก่อน ปี พ.ศ. 2540 ดังนั้นช่วงเวลาในการศึกษาจึงค่อนข้างสั้น การศึกษาเพิ่มเติมจึงควรเพิ่มระยะเวลาในการศึกษาให้ข้อมูลมีมากขึ้น เพื่อเพิ่มความถูกต้องในการศึกษา

## รายการอ้างอิง

### ภาษาไทย

- คมสันต์ ปรมานูติ. 2540. การทดสอบประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยวิธีเทคนิคการซื้อ-ขาย. โครงการวิจัยหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- วรศักดิ์ ทุมมานนท์. 2543. คุณรู้จัก Creative Accounting และ คุณภาพกำไร แล้วหรือยัง ?. ไอโอ นิค อินเทอร์เน็ต รีซอสเซส.
- อัญญา ชันชวิทย์. 2545. กลไกของตลาดการเงินในระบบเศรษฐกิจไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.

### ภาษาอังกฤษ

- Chan et al. 2001. Earnings quality and stock returns. Nber Working Paper Series 8308 : 1-23.
- Dechow et al. 1996. Causes and consequences of earnings manipulation : An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. It Contemporary Accounting Research 13:1-36.
- Fama ; Eugene F. and French K. 1996. Multi factor explanations of asset pricing anomalies. Journal of Finance 51: 55-84.
- Foster et al. 1984. Earnings releases, anomalies and the behavior of security returns. The Accounting Review 59: 574-603.
- Houge; Todd and Tim Loughran. 2000. Cash flow is king : Cognitive errors by investors. Journal of Psychology and Financial Markets forthcoming.
- Jegadeesh; Narasimhan and Titman S. 1993. Returns to buying winners and selling losers : Implications for stock market efficiency. Journal of Finance 48: 65-91.
- Jones and Jennifer J. 1991. Earnings management during import relief investigations. Journal of Accounting Research 29:193-228.
- Latane; Henry A. and Charles P.1979. Standardized unexpected earnings 1971-1977. Journal of Finance 34:717-724.
- Sloan ; Richard G. 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?. Accounting Review 71: 289-315.

Teoh et al. 1998a. Earnings management and the long-run performance of initial public offerings.  
Journal of Finance 53: 1935-1974.

Teoh et al. 1998b Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings.  
Journal of Financial Economics 50: 63-99.



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



## ตารางที่ ผ.1

### รายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้ในการวิจัย

ตารางข้างล่างแสดงรายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้ในการวิจัยทั้งหมดเรียงตามด้วยย่อภาษาอังกฤษ

AA	CHOTI	FE	LEE	OHTL
ADVANC	CIRKIT	FMT	LH	ONPA
AHC	CK	FSTAR	LPN	PA
ALUCON	CM	GEL	LRH	PAF
AMARIN	COCO	GFPT	LST	PATKOL
APRINT	CPF	GOLD	MAKRO	PCM
ASIA	CPH	GRAMMY	MALEE	PDI
ASIAN	CPI	GYT	MANRIN	P-FCB
ASIMAR	CPL	HANA	MATI	PG
ASTL	CPN	HEMRAJ	M-CHAI	PIZZA
ATC	CSC	HT	MINOR	POST
BAT-3K	CSR	HTC	MK	PPC
BATA	CTW	HTX	MODERN	PPPC
BCP	CVD	ICC	MSC	PR
BEC	CWT	IEC	NATION	PRANDA
BECL	DCC	IHG	NC	PTTEP
BGH	DELTA	ITD	NEP	QH
BIGC	D-MARK	JASMIN	NFC	RAM
BJC	DRACO	JCC	NIPPON	RCI
BNC	DTC	JCT	NOBLE	RCL
BRC	DTCI	JUTHA	NPC	RGR
BTNC	EASTAR	KCE	NPK	RHC
CAPE	EGCOMP	KDH	NTV	ROCK
CENTEL	F&D	KRP	OCC	ROH
CFRESH	FANCY	KWH	OGC	ROJANA

ตารางที่ ผ.1 (ต่อ)  
รายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้ในการวิจัย

S & J	SORKON	TAF	TPC	UFC
S & P	SP	TASCO	TPCORP	UFM
SAFARI	SPC	TBSP	TPI	UGP
SAMCO	SPG	TC	TPIPL	UMI
SAMTEL	SPI	TCB	TPP	UNI
SATTEL	SPP	TCMC	TRU	UP
SAUCE	SPSU	TCP	T-RUBB	UPF
SAWANG	SSC	TF	TT&T	UPOIC
SCC	SSF	TFD	TTI	UT
SCCC	SSI	TGCI	TTTM	UTL
SCP	SSPORT	THIP	TUF	UV
SE-ED	SSSC	TIW	TUNTEX	VARO
SFP	STA	TLI	TVO	VIBHA
SH	STPI	T-LUXE	TWFP	VNT
SHANG	SUC	TMD	TWP	WACOAL
SHIN	SUN	TONHUA	UBC	WG
SIRI	SUPALI	TOPP	UCOM	YCI
SITHAI	SUSCO	TPA	UF	

ตารางที่ ผ.2

ค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ

แสดงค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ของตัวแปรต่างๆที่ใช้ในการวิจัย โดย Accruals คือ การเปลี่ยนแปลงรายการ  
 ฝั่งรับฝั่งจ่าย Earnings คือ กำไรทางบัญชี Cash คือ เงินสด Chg Earnings คือ การเปลี่ยนแปลงกำไร  $\Delta AR$   
 คือ การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้า  $\Delta INV$  คือการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง  $\Delta OCA$  คือการเปลี่ยนแปลง  
 ของทรัพย์สินหมุนเวียนอื่นๆ  $\Delta AP$  คือการเปลี่ยนแปลงของเจ้าหนี้การค้า และ  $\Delta OCL$  คือการเปลี่ยนแปลงของ  
 หนี้สินหมุนเวียนอื่นๆ ตัวแปรอิสระทุกตัวถูกปรับให้อยู่ในมาตรฐานเดียวกันโดยทำให้เป็นสัดส่วนเทียบกับค่า  
 เฉลี่ยของทรัพย์สินรวม นอกจากนี้ RETURN คือผลตอบแทนหุ้น ARPORT คือ ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่ม  
 หุ้นหลังปรับขนาดและอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีส่วนมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น และ ARBETA คือ ผลตอบ  
 แทนเกินปกติของกลุ่มหุ้นหลังปรับความเสี่ยงที่เป็นระบบ

	Accruals	Cash	Earnings	Chg Earnings	$\Delta AR$	$\Delta INV$	$\Delta OCA$	$\Delta AP$	$\Delta OCL$
Accruals	1	-0.76661	0.179679	0.023611	0.371689	0.508796	0.153112	-0.04602	-0.58723
Cash	-0.76661	1	0.493924	0.025029	-0.27228	-0.30604	-0.11617	0.03225	0.550245
Earnings	0.179679	0.493924	1	0.070317	0.086175	0.220118	0.02936	-0.01291	0.047796
Chg Earnings	0.023611	0.025029	0.070317	1	0.020638	-0.0142	0.008511	-0.00791	-0.02533
$\Delta AR$	0.371689	-0.27228	0.086175	0.020638	1	-0.0262	0.005537	0.305609	0.060617
$\Delta INV$	0.508796	-0.30604	0.220118	-0.0142	-0.0262	1	-0.14325	0.243079	0.049088
$\Delta OCA$	0.153112	-0.11617	0.02936	0.008511	0.005537	-0.14325	1	0.008649	0.005695
$\Delta AP$	-0.04602	0.03225	-0.01291	-0.00791	0.305609	0.243079	0.008649	1	-0.01582
$\Delta OCL$	-0.58723	0.550245	0.047796	-0.02533	0.060617	0.049088	0.005695	-0.01582	1
RETURN	0.034293	0.127091	0.241141	-0.05248	0.003285	0.057929	-0.03693	-0.05644	0.030248
ARPORT	0.023946	0.106571	0.195693	-0.02884	0.023	0.015656	0.007701	-0.03144	0.020288
ARBETA	0.01605	0.063405	0.118869	-0.02442	-0.00272	0.01791	0.002279	-0.02696	0.002279

## ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นายภคสุนาท จิตมั่นชัยธรรม เกิดวันที่ 2 กรกฎาคม พ.ศ. 2523 จังหวัดกรุงเทพมหานคร  
สำเร็จการศึกษาระดับมัธยมศึกษาจากโรงเรียนบดินทรเดชา (สิงห์ สิงหเสนีย์) ในปี พ.ศ. 2539  
สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรีเศรษฐศาสตร์บัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์ระหว่างประเทศ และ สาขาเศรษฐศาสตร์อุตสาหกรรม จากคณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ในปี พ.ศ. 2543  
และเข้าศึกษาต่อในหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัยใน พ.ศ. 2544



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย