

แนวโน้มของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน  
ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ : การวิจัยเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



นางสาวนลินรัตน์ วรรัตน์โกคา

## สถาบันวิทยบริการ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัญชียุทธศาสตร์

สาขาวิชาการบัญชี ภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2549

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

TREND OF ACCRUAL ITEMS AND CASH FLOWS FROM OPERATING ACTIVITIES  
IN EXPLAINING STOCK PRICE : AN EMPIRICAL STUDY OF LISTED COMPANIES  
IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND.

Miss Nalinrat Worraratphoka

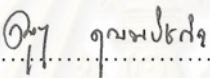
สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Accountancy Program in Accounting

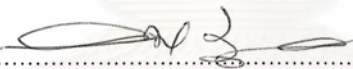
Department of Accountancy  
Faculty of Commerce and Accountancy  
Chulalongkorn University  
Academic Year 2006  
Copyright of Chulalongkorn University


หัวข้อวิทยานิพนธ์                      แนวโน้มของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรม  
ดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ : การวิจัยเชิงประจักษ์  
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
โดย    นางสาวลลิตรัตน์ วรรัตน์โกคา  
สาขาวิชา                                      การบัญชี  
อาจารย์ที่ปรึกษา                              ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. พงศ์พรต ฉัตรภรณ์


คณะแพทยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้รับ  
วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหาร  
ศาสตรบัณฑิต

  
..... คณบดีคณะแพทยศาสตร์และการบัญชี  
(รองศาสตราจารย์ ดร. ดนุชา คุณพนิชกิจ)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

  
..... ประธานกรรมการ  
(อาจารย์ ดร. วรศักดิ์ ทูมมานนท์)

  
..... อาจารย์ที่ปรึกษา  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. พงศ์พรต ฉัตรภรณ์)

  
..... กรรมการ  
(นายวิศิษฐ์ องค์พิพัฒน์กุล)

นลินรัตน์ วรรณโสภา : แนวโน้มของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ : การวิจัยเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (TREND OF ACCRUAL ITEMS AND CASH FLOWS FROM OPERATING ACTIVITIES IN EXPLAINING STOCK PRICE : AN EMPIRICAL STUDY OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND) อ. ที่ปรึกษา : ผศ. ดร.พงศ์พรต ฉัตรภรณ์, 79 หน้า.

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ 2 ประการ คือ เพื่อศึกษาความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์และเพื่อศึกษาแนวโน้มความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบไปด้วย 22 กลุ่มธุรกิจ จาก 6 กลุ่มอุตสาหกรรม ศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2542 – 2548

ผลการศึกษาพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ารายการคงค้าง การศึกษานี้ช่วยให้นักลงทุนทราบถึงข้อมูลทางการเงินที่อื่นๆ โดยเฉพาะกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่มีความสัมพันธ์ต่อราคาหลักทรัพย์

## สถาบันวิทยบริการ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาควิชา.....การบัญชี.....      ลายมือชื่อนิสิต..... นลินรัตน์ วรรณโสภา.....  
สาขาวิชา.....การบัญชี.....      ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา..... พัทธา ฉัตรภรณ์.....  
ปีการศึกษา.....2549.....

## 4782184026 : MAJOR ACCOUNTING

KEYWORD: INCREMENTAL INFORMATION CONTENT / EARNINGS / CASH FLOWS FROM OPERATING / ACCRUAL

NALINRAT WORARATPHOKA: TREND OF ACCRUAL ITEMS AND CASH FLOWS FROM OPERATING ACTIVITIES IN EXPLAINING STOCK PRICE : AN EMPIRICAL STUDY OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND. THESIS ADVISOR: ASST.PROF. PONGPROT CHATRAPHORN, Ph.D., 79 pp.

The objectives of this research are to study the explanatory power of accrual items and cash flows from operating activities in explaining stock price, and to study the trend of accrual items and cash flows from operating activities in explaining stock price. The sample consists of listed companies in the Stock Exchange of Thailand, including 22 business sectors from 6 industry groups during the years 1999 to 2005.

The results of this study show that cash flows from operating activities are more powerful than accrual items, in explaining stock price. This study suggests that investors take into account other accounting information, especially cash flows from operating activities, which have a significant relationship with stock price.

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Department.....Accountancy..... Student's signature..... *Nalinrat Woraratphoka*  
Field of study.....Accounting..... Advisor's signature..... *Pongprot Chatraphorn*  
Academic year.....2006.....

## กิตติกรรมประกาศ

ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณคณะอาจารย์คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัยและสถาบันการศึกษาที่ข้าพเจ้าได้สำเร็จการศึกษาในระดับต่างๆ ที่ช่วยประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ คุณธรรม จริยธรรม รวมถึงโอกาสในการเรียนรู้ ค้นคว้าสิ่งใหม่ๆ นอกตำราเรียนให้แก่ข้าพเจ้า โดยเฉพาะอย่างยิ่งข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณในความกรุณาของผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พงศ์พรต ฉัตรภรณ์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ท่านได้สละเวลาเพื่อแนะนำแนวทาง ให้คำปรึกษา แก้ไข ตรวจทานและติดตามความคืบหน้าของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มาด้วยดีตลอดจนความช่วยเหลือในด้านต่างๆ เป็นอย่างดีเสมอมา ขอกราบขอบพระคุณท่านอาจารย์ ดร.วรศักดิ์ ทุมมานนท์ ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และนายวิศิษฐ์ องค์กรพัฒน์กุล ที่สละเวลาเพื่อเป็นกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และให้คำแนะนำและความรู้ที่เป็นประโยชน์ในการปรับปรุงวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ให้เหมาะสมยิ่งขึ้น จนวิทยานิพนธ์นี้เสร็จสมบูรณ์

ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณ คุณพ่อภูเบศ วรรัตน์โกศา และคุณแม่ปวีริศา กุวีริยะ ที่ให้การอบรมสั่งสอนให้ลูกเป็นคนมีความเพียรพยายาม อดทนต่ออุปสรรคต่างๆ และเป็นแบบอย่างให้ลูกประพฤติตัวและดำเนินชีวิตในสังคมได้อย่างเหมาะสม พี่และน้องของข้าพเจ้าที่ให้ความรัก และกำลังใจเป็นอย่างดีเสมอมา รวมทั้งรุ่นพี่และเพื่อนๆ ทุกคนที่ให้คำแนะนำ คำปรึกษา และความช่วยเหลือต่างๆ ตลอดระยะเวลาการศึกษาและการทำวิทยานิพนธ์ ซึ่งเป็นส่วนสำคัญที่ช่วยให้ข้าพเจ้าประสบความสำเร็จในครั้งนี้ด้วยดี

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฌ
สารบัญภาพ .....	ญ
บทที่	
1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาปัญหา หลักการ และเหตุผล.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	5
1.3 ขอบเขตของการวิจัย.....	5
1.4 ข้อจำกัดของการวิจัย.....	5
1.5 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย.....	6
1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	6
1.7 ลำดับขั้นตอนในการนำเสนอผลการวิจัย.....	6
2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	8
การศึกษาความสามารถและแนวโน้มของรายการคงค้างและกระแสเงินสดในการอธิบายราคาหลักทรัพย์.....	8
3 วิธีดำเนินการวิจัย.....	16
3.1 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย.....	16
3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	17
3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย.....	20
3.4 กรอบแนวความคิดในการวิจัย.....	21
3.5 สมมติฐานการวิจัย.....	21
3.6 ตัวแบบที่ใช้ในการวิจัย.....	22

บทที่	หน้า
3.7 การวิเคราะห์ข้อมูล.....	24
4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	26
4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น.....	26
4.2 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ.....	32
4.3 สรุปผลการวิเคราะห์.....	43
5 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	44
5.1 สรุปผลการวิจัย.....	44
5.2 ข้อเสนอแนะ.....	46
5.3 ข้อเสนอแนะของการวิจัยในอนาคต.....	47
รายการอ้างอิง.....	49
ภาคผนวก.....	53
ภาคผนวก ก	
รายชื่อบริษัทที่ใช้ในการศึกษาแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมและกลุ่มธุรกิจ.....	54
ภาคผนวก ข	
การตรวจสอบเงื่อนไขเกี่ยวกับข้อมูลตัวแปรในการวิเคราะห์ถดถอยเชิงซ้อนแบบพหุคูณ.....	73
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	79



## สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
3.1	แสดงจำนวนบริษัทตามเกณฑ์การคัดเลือกข้อมูลรวม 7 ปี.....	20
4.1	สถิติเชิงพรรณนา.....	27
4.2	แสดงความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา.....	30
4.3	แสดงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้างและ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานร่วมกัน.....	34
4.4	แสดงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้าง.....	36
4.5	แสดงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดจาก กิจกรรมดำเนินงาน.....	37
4.6	แสดงแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้าง กับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน.....	40
4.7	แสดงสัดส่วนการเพิ่มขึ้น (ลดลง) ของแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคา หลักทรัพย์ของรายการคงค้างกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน	43
ข-1	แสดงการตรวจสอบการแจกแจงของข้อมูล.....	74
ข-2	แสดงการตรวจสอบความเท่ากันของค่าความแปรปรวน.....	76
ข-3	แสดงการตรวจสอบอัตราสหสัมพันธ์.....	77
ข-4	แสดงการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ.....	78

## สารบัญภาพ

ภาพที่		หน้า
1	กรอบแนวความคิดในการวิจัย.....	21
2	แสดงความสัมพันธ์ของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กับราคาหลักทรัพย์.....	22
3	กราฟแสดงแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการ คงค้างกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน.....	42



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ความเป็นมาของปัญหา หลักการ และเหตุผล

ผู้ใช้งบการเงินมีความเข้าใจและรับรู้ถึงข้อมูลในรายงานทางการเงินที่แตกต่างกัน อีกทั้งยังมีการศึกษาข้อมูลที่ให้ประโยชน์และส่งผลต่อการตัดสินใจมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนโดยนักลงทุน การให้สินเชื่อโดยสถาบันการเงิน เป็นต้น ซึ่งในปัจจุบันข้อมูลที่ผู้ใช้งบการเงินสนใจไม่จำกัดอยู่แค่เพียงรายงานทางการเงินเท่านั้น ประกอบกับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจหรือเหตุการณ์ต่างๆ ที่เกิดขึ้นอยู่ตลอดเวลา ทำให้ต้องมีการศึกษาถึงข้อมูลต่างๆ มากขึ้น และเนื่องจากงบการเงินที่กิจการจัดทำขึ้นนั้นไม่ได้มีไว้สำหรับผู้ใช้งบการเงินคนใดคนหนึ่งหรือกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งเป็นการเฉพาะ ดังนั้นผู้จัดทำงบการเงินควรตระหนักถึงความต้องการของผู้ใช้งบการเงินโดยรวมและจัดเตรียมข้อมูลที่เกี่ยวข้องที่ก่อให้เกิดประโยชน์ในการตัดสินใจสูงสุด ตามที่แม่บทการบัญชีได้กล่าวไว้ว่าข้อมูลใดในงบการเงินที่สามารถตอบสนองความต้องการของนักลงทุนได้ ข้อมูลนั้นจะสามารถตอบสนองความต้องการของผู้ใช้งบการเงินกลุ่มอื่นได้เช่นกัน โดยมากผู้ใช้งบการเงินจะมองที่ผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการเป็นสำคัญ ซึ่งตัวที่มองได้เด่นชัดที่สุดก็คือราคาหลักทรัพย์

จากการศึกษาถึงบทความต่างๆ และงานวิจัยที่ผ่านมา มักมีการโต้แย้งกันมากเกี่ยวกับความสามารถของข้อมูลทางการเงินที่ใช้ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ รวมไปถึงปัจจัยพื้นฐานต่างๆ ทั้งที่เป็นปัจจัยทางการเงิน (Non-Financial Information) และที่ไม่ใช่ปัจจัยทางการเงิน (Non-Financial Information) ที่ส่งผลกระทบต่อ การกำหนดราคาหลักทรัพย์ด้วย เช่น ขนาดของกิจการ การลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตน รายการขาดทุนสุทธิ รายการพิเศษ การจัดประเภทของอุตสาหกรรม เป็นต้น

จะเห็นได้ว่ากำไร (Earnings) ถือเป็นตัวที่สะท้อนถึงผลการดำเนินงานของกิจการที่สำคัญตัวหนึ่งภายใต้เกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) ซึ่งถูกใช้อย่างแพร่หลายในกลุ่มผู้ใช้งบการเงินตั้งแต่ในอดีตจนถึงปัจจุบัน และยังมีประโยชน์ในแง่ของความเชื่อถือได้ รวมทั้งเป็นไปตามหลักจับคู่รายได้กับค่าใช้จ่าย (Matching Concept) แต่ต่อมาเริ่มมีงานวิจัยต่างๆ ที่ทำการศึกษาลงถึงข้อมูลทางการเงินอื่นๆ นอกเหนือจากข้อมูลกำไร ซึ่งจากการศึกษาวิจัยที่ผ่านมา มักมีการวิเคราะห์ถึง

ความมีประโยชน์ของกำไรเปรียบเทียบกับกระแสเงินสด และให้ผลสรุปที่แตกต่างกันไป ประกอบกับที่คณะกรรมการมาตรฐานบัญชีแห่งประเทศไทยได้ออกมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 25 เรื่องงบกระแสเงินสด กำหนดให้รายงานการเปลี่ยนแปลงในเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด จัดประเภทกระแสเงินสดเป็น 3 กิจกรรม (กิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมการลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงิน) ซึ่งนักบัญชีต้องจัดทำเพื่อให้เป็นไปตามพระราชบัญญัติการบัญชี พ.ศ. 2543 และตามประกาศกรมพัฒนาธุรกิจการค้า เรื่องกำหนดรายการย่อยที่ต้องมีในงบการเงิน พ.ศ. 2544 โดยเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องจัดทำงบกระแสเงินสด เพื่อนำเสนอเป็นส่วนหนึ่งของงบการเงิน เพื่อให้มีข้อมูลเพียงพอสำหรับผู้ใช้งบการเงินไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนและเจ้าหน้าที่ในการตัดสินใจทางการเงิน ผู้เชี่ยวชาญในกระบวนการทางกฎหมาย ผู้เชี่ยวชาญทางการบัญชี และผู้กำหนดมาตรฐานการบัญชี เป็นต้น จึงเป็นที่น่าสนใจว่าเพราะเหตุใดความสำคัญของข้อมูลกำไรจึงเริ่มลดลงและเคลื่อนไปสู่ข้อมูลทางบัญชีอื่นๆ โดยเฉพาะข้อมูลกระแสเงินสด และความสามารถของกำไรที่เป็นเกณฑ์คงค้างจะมีผลต่อราคาหลักทรัพย์แตกต่างจากกำไรที่เป็นกระแสเงินสดหรือไม่ จึงทำให้เกิดแนวคิดเรื่องกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานซึ่งถือเป็นกำไรจากการดำเนินงานตามเกณฑ์เงินสดสำหรับการวิจัยครั้งนี้

ทั้งนี้ได้มีผู้ที่มองถึงข้อมูลกำไรและข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในเชิงคุณภาพกำไรว่า คุณภาพกำไรมีลักษณะเป็นความเกี่ยวข้อง (Relative) มากกว่าที่จะเป็นค่าที่กำหนด (Absolute) คือใช้การเปรียบเทียบกำไรสุทธิระหว่างบริษัทหรือกลุ่มอุตสาหกรรมมากกว่าที่จะระบุว่าต้องมีจำนวนกำไรเท่าไรจึงจะมีคุณภาพ จึงมีเทคนิคในการวัดคุณภาพกำไรของบริษัทมากมาย วิธีที่นิยมวิธีหนึ่งคือการวิเคราะห์อัตราส่วน เช่น การวิเคราะห์กระแสเงินสด โดยดูอัตราส่วนกระแสเงินสด (Cash Flow) ต่อกำไรสุทธิ (Net Income) ถ้ามีค่าสูงแสดงถึงว่ากำไรมีคุณภาพดี เนื่องจากกำไรถูกคำนวณด้วยเงินสด นอกจากนี้ยังดูได้จากวิเคราะห์ 1) อัตราส่วนเงินสดจ่ายต่อค่าใช้จ่ายรวม และ 2) อัตราส่วนเงินสดรับต่อรายได้รวม ถ้าค่าสูงแสดงถึงกำไรมีคุณภาพ (Siegel, 1991) จะเห็นว่ากระแสเงินสดที่ถือเป็นส่วนประกอบหนึ่งของข้อมูลกำไรมีความสำคัญและเกี่ยวข้องต่อความมีคุณภาพของกำไร

คุณภาพกำไรนั้นมีนิยามที่แตกต่างกันไป ผู้วิเคราะห์บางคนมองว่าคุณภาพกำไรอาจวัดจากความมีเสถียรภาพโดยรวมของกำไรที่เกิดขึ้น นั่นคือกำไรที่มีคุณภาพจะสะท้อนให้เห็นในแง่ของกำไรที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องเป็นเวลายาวนาน ในขณะที่ผู้วิเคราะห์บางคนก็มองว่าคุณภาพกำไรในแง่ของความสัมพันธ์ระหว่างกำไรกับผลตอบแทนของตลาด (Market Returns) ภายใต้แนวคิดนี้ยิ่งกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของตลาดไปในทางเดียวกันมากขึ้นเท่าไร กำไรรู้ยิ่งมี

คุณภาพมากขึ้นเท่านั้น แนวคิดคุณภาพกำไรจึงไม่ใช่แนวคิดที่เพิ่งเกิดขึ้นเมื่อเร็วๆ นี้ อันที่จริงแล้วแนวคิดนี้มีวิวัฒนาการมาจากแนวคิดการวิเคราะห์ขั้นพื้นฐานเพื่อค้นหาว่าหลักทรัพย์ใดเป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าสูงหรือต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) ซึ่งเป็นแนวคิดที่เกิดขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกาในราวๆ ช่วงปี ค.ศ. 1930 มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ตามแนวคิดนี้จะสามารถตรวจสอบยืนยันได้จากกรวิเคราะห์งบการเงินของกิจการอย่างละเอียดถี่ถ้วนเพื่อค้นหาสารสนเทศที่จะเป็นตัวบ่งชี้ว่าหลักทรัพย์ของกิจการควรจะซื้อขายกันในราคาสูงหรือต่ำกว่ามูลค่าตลาดในขณะนั้น แนวคิดนี้จึงแฝงไว้ด้วยปรัชญาที่ว่าตลาดทุนเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพและราคาของหลักทรัพย์ของกิจการก็จะเคลื่อนไหวเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริงไปอย่างช้าๆ ในที่สุด มักมีผู้ตั้งคำถามว่าทำไมคุณภาพกำไรจึงเป็นเรื่องสลักสำคัญ คำตอบก็คือ ผู้ลงทุนจะมองว่ากิจการที่มีคุณภาพกำไรสูงย่อมมีความเสี่ยงน้อยกว่ากิจการที่มีคุณภาพกำไรต่ำ เนื่องจากกิจการเหล่านี้จะจัดทำตัวเลขกำไรโดยใช้นโยบายที่ยืดหลักความระมัดระวังไว้ก่อน กล่าวคือยิ่งอัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรสูงขึ้นเท่าไร ก็ยิ่งเป็นการสะท้อนว่ากิจการมีความเสี่ยงต่ำในสายตาของผู้ลงทุนและแสดงกำไรที่ต่ำกว่าความเป็นจริง (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2547)

นอกจากนี้คุณภาพกำไรยังหมายถึงความสามารถของตัวเลขกำไรในอดีตในการที่จะพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคต (Predictability of Earnings) การให้คำนิยามคุณภาพกำไรในลักษณะนี้ค่อนข้างจะเปิดโอกาสให้ได้แย้งได้เพราะในบางครั้งความสามารถในการพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตอาจเป็นผลมาจากการทำ Earnings Management ซึ่งกลายเป็นสิ่งที่ทำให้กำไรด้อยคุณภาพไปในตัว นอกจากนี้ ยังมีผู้ให้นิยามของคุณภาพกำไรว่า คุณภาพกำไร หมายถึงความสามารถของกำไรในการสะท้อนกระแสเงินสดที่อยู่เบื้องหลังการเกิดกำไร (Stickney, 1996) ตัวเลขกำไรใดก็ตามที่จำเป็นต้องอาศัยการประมาณที่ซับซ้อนกว่าจะได้มาซึ่งตัวเลขกระแสเงินสดในอนาคต จะถือว่าการกำรนั้นมีคุณภาพต่ำ ตัวอย่างเช่นกำไรของกิจการใดที่ช่วงเวลาของการเกิดสอดคล้องพอดีกับช่วงเวลาของการเกิดกระแสเงินสดจะถือว่ามีคุณภาพในความหมายนี้ The Financial Accounting Standards Board (FASB) ยังได้ให้ความเห็นเกี่ยวกับคุณภาพกำไรไว้ใน FASB' Discussion Memorandum on "Materiality" ว่ากำไรที่แท้จริง (Real Earnings) หรือกำไรที่มีคุณภาพควรเป็นกำไรที่เกิดจากการดำเนินงานตามปกติสามารถเปลี่ยนกลับมาเป็นเงินสดที่เพียงพอต่อการที่จะทำการเปลี่ยนแทนสินทรัพย์ที่เสื่อมค่าได้ และเป็นกำไรที่ได้มาจากรายได้ที่เกิดขึ้นเป็นประจำ รวมทั้งกิจกรรมที่มีนัยสำคัญที่ก่อให้เกิดกำไรได้ดำเนินการเสร็จสิ้นแล้ว ในความหมายนี้กำไรที่แท้จริงหรือกำไรที่มีคุณภาพจึงอยู่ระหว่างกำไรสุทธิทางบัญชีกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานหักด้วยรายการที่เกิดขึ้นไม่บ่อยครั้งหรือรายการพิเศษ (สุทธิจากภาษีเงินได้) ที่รวมอยู่ในการคำนวณกำไร จากนิยามที่กล่าว

มาข้างต้นจะเห็นได้ว่าไม่มีนิยามใดนิยามหนึ่งทีถือว่่าเป็นที่ยอมรับกันโดยทั่วไปหรือไม่มีแม้แต่ บัจฉัยใดบัจฉัยหนึ่งทีจะเป็นตัวกำหนดว่่ากำไรมีคุณภาพสูงหรือต่ำเพียงใด ผู้วิเคราะห์แต่ละคนจะ เข้าใจหรือให้ความหมายของคำว่่าคุณภาพกำไรไปตามวัตถุประสงค์ของการวิเคราะห์ทีแตกต่างกัน ไป ตลอดจนกำหนดคุณลักษณะของกำไรทีมีคุณภาพแตกต่างกันไปตามวัตถุประสงค์ของผู้ วิเคราะห์ (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2547) อย่างไรก็ตามในการศึกษาครั้งนี้ผู้ทำวิจัยไม่ได้เน้นศึกษาใน เรื่องของคุณภาพกำไรแต่เป็นการศึกษาถึงแนวโน้มความสามารถของรายการคงค้างและกระแส เงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ซึ่งรายการคงค้างในการศึกษาครั้งนี้ ใช้เป็นตัวแทนของข้อมูลกำไรในส่วนทีเป็นเกณฑ์คงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ใช้เป็นตัวแทนของข้อมูลกำไรในส่วนทีเป็นเกณฑ์เงินสด

แนวคิดทางทฤษฎีการเงินเกี่ยวกับตลาดทุนและผลการวิจัยเชิงประจักษ์เกี่ยวกับ ประสิทธิภาพของตลาดทุนกล่าวว่่า กำไรทางบัญชีเป็นค่าชั้วัดกระแสเงินสดในอนาคตหรือเงินปัน ผลทีผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับจากการลงทุน ซึ่งมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ แต่หลักฐานทีแสดง ให้เห็นว่่ากำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์นั้นไม่สามารถชั้วัดได้ว่่าการประกาศ กำไรสุทธิให้ข่าวสารทีเป็นประโยชน์ต่อตลาด เพราะผู้ลงทุนอาจได้รับข่าวสารเกี่ยวกับกระแสเงิน สดของบริษัทจากแหล่งข้อมูลอื่น ซึ่งแหล่งข้อมูลอื่นๆ เหล่านี้อาจส่งผลให้ประโยชน์ของข่าวสาร จากการประกาศกำไรสุทธิของบริษัทลดน้อยลง (นิมนวล เขียวรัตน์, 2539)

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาถึงแนวโน้มของระดับรายการคงค้างซึ่งถือเป็นส่วนประกอบของ กำไรสุทธิทีจัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง และระดับกระแสเงินสดซึ่งจัดทำขึ้นตามเกณฑ์เงินสด ใน การอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กระแสเงิน สดในทีนี้จะใช้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เนื่องจากเป็นไปไดว่่าจะเป็นตัวชั้วัดถึง ความสามารถในการทำกำไรของตลาดทุนในประเทศไทย และถือเป็นกำไรจากการดำเนินงานตาม เกณฑ์เงินสด (Kanogporn Narktabtee, 2000) จากการทีมีงานวิจัยทีศึกษาถึงความมีประโยชน์ ของข้อมูลทีจัดทำขึ้นภายใต้เกณฑ์คงค้างและข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการ อธิบายราคาหลักทรัพย์ จะเห็นว่่าข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเริ่มเป็นข้อมูลสำคัญ ตัวหนึ่งนอกเหนือจากข้อมูลกำไรทีผู้ใช้ข้อมูลเคยให้ความสนใจ นอกจากนี้ ข้อมูลกำไรซึ่งจัดทำขึ้น ตามเกณฑ์คงค้างอาจไม่เพียงพอในการพยากรณ์ความสามารถในการชำระหนี้ อีกทั้งผู้ให้กู้ยืมก็ เริ่มสนใจและต้องการข้อมูลกระแสเงินสดมากขึ้น เนื่องจากหนีถูกจ่ายด้วยเงินสดไม่ใช่กำไร (Health, 1978)

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์
2. เพื่อศึกษาแนวโน้มความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์

## 1.3 ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษานี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Study) โดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ปิดบัญชี ณ วันที่ 31 ธันวาคม โดยศึกษาตั้งแต่ปี 2542- 2548 (7 ปี) รวมทั้งสิ้น 22 กลุ่มธุรกิจ ซึ่งเกณฑ์ในการคัดเลือกข้อมูลจะขอล่าวถึงในวิธีดำเนินการวิจัย (บทที่ 3) ต่อไป

## 1.4 ข้อจำกัดของการวิจัย

1. การจัดประเภทกิจกรรมของข้อมูลกระแสเงินสดในแต่ละกิจการอาจแตกต่างกันบ้าง เช่น เงินปันผลรับ ที่บางบริษัทอาจจัดประเภทไว้ในกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน บางบริษัทอาจจัดประเภทไว้ในกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน เป็นต้น ในการศึกษานี้จะใช้ข้อมูลกระแสเงินสดตามที่กิจการได้จัดประเภทและเปิดเผยไว้ในรายงานทางการเงิน เนื่องจากไม่มีข้อมูลเพียงพอในการจัดประเภทกิจกรรมใหม่
2. เนื่องจากข้อจำกัดทางด้านเวลา ในการศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลจากงบการเงินรวมโดยไม่ได้นำข้อมูลจากงบการเงินแยกตามส่วนงาน (Segment Report) มาพิจารณาเพื่อแยกเป็นข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและกำไรสำหรับแต่ละส่วนงานของกิจการ และไม่ได้พิจารณารายการเกี่ยวกับการแตกหุ้น การแยกหุ้น การใช้สิทธิของพนักงานในการซื้อหุ้น ซึ่งกระทบต่อราคาและจำนวนหุ้น อย่างไรก็ตาม ในการศึกษาครั้งนี้ได้ใช้จำนวนหุ้นถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักที่กิจการเปิดเผยไว้ในรายงานทางการเงิน

## 1.5 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

**ความสามารถของข้อมูลในการเปลี่ยนการตัดสินใจ (Information Content)** หมายถึง ข้อมูลที่ให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อตลาดหรือนักลงทุนซึ่งมีผลต่อการตัดสินใจของผู้ใช้ข้อมูลนั้นๆ ส่งผลให้การตัดสินใจของผู้ที่ได้รับข้อมูลเปลี่ยนแปลงไป โดยเป็นความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางบัญชีและข้อมูลของตลาดทุน (Christensen และ Demski, 2003)

**ความสามารถของข้อมูลส่วนเพิ่มในการเปลี่ยนการตัดสินใจ (Incremental Information Content)** หมายถึง ข้อมูลหนึ่งทำให้ความสัมพันธ์ของข้อมูลอื่นๆ ทั้งหมดกับราคาหลักทรัพย์มีความสามารถในการเปลี่ยนการตัดสินใจเพิ่มขึ้น (ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์, 2545)

**เสถียรภาพของกำไร (Earnings Stability)** หมายถึง ความสม่ำเสมอของกำไรที่ธุรกิจทำได้ ซึ่งหากมีความสม่ำเสมอก็จะสามารถพยากรณ์กำไรในอนาคตได้ ทั้งนี้ได้จากข้อมูลที่เป็นกระแสเงินสด หากกำไรที่เป็นกระแสเงินสดมีความสม่ำเสมอแสดงว่ากำไรมีความสม่ำเสมอเช่นกัน (Charitou, Clubb และ Andreou, 2001)

## 1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ผลการศึกษานี้จะช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินไม่ว่าจะเป็น ผู้กำหนดมาตรฐานการบัญชี ผู้กำหนดนโยบายของตลาดทุนแห่งประเทศไทย นักลงทุน แม้กระทั่งบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอง ได้เข้าใจและเห็นถึงความสำคัญข้อมูลทางการบัญชีในตลาดทุนของประเทศไทยที่ช่วยในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจได้ดีขึ้น นอกจากนี้ นักวิเคราะห์สามารถนำผลการศึกษาดังกล่าวมาประเมินความสามารถและแนวโน้มความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในครั้งนี้ไปเป็นเครื่องช่วยในการชี้ให้นักลงทุนมองเห็นถึงประโยชน์ของข้อมูลทางการบัญชีและช่วยในการตัดสินใจได้ดีขึ้น ซึ่งหากมองเพียงแค่ว่าข้อมูลกำไรอย่างเดียวอาจไม่เพียงพอ

## 1.7 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

รายงานผลการวิจัยฉบับนี้มีเนื้อหาและผลการศึกษา ซึ่งมีการนำเสนอโดยการแบ่งออกเป็น 5 บท ดังต่อไปนี้



- บทที่ 1 บทนำ กล่าวถึง ความเป็นมาของปัญหา หลักการ และเหตุผล วัตถุประสงค์ของการวิจัย ขอบเขตของการวิจัย ข้อจำกัดของการวิจัย คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ และลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย
- บทที่ 2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง กล่าวถึง แนวคิดและทฤษฎี รวมถึงเอกสารและผลงานวิจัยต่างๆ ของการศึกษาที่ผ่านมาและที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาคั้งนี้ เกี่ยวกับความสามารถและแนวโน้มความสามารถของข้อมูลทางบัญชีที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการ
- บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย กล่าวถึง เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย การเก็บรวบรวมข้อมูล ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย กรอบแนวความคิดในการวิจัย สมมติฐานการวิจัย ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาและการวิเคราะห์ข้อมูล
- บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล กล่าวถึง ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง และผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ กับราคาหลักทรัพย์
- บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย การอภิปรายผล และข้อเสนอแนะ กล่าวถึง สรุปผลการวิจัยเพื่อตอบปัญหาการวิจัย ข้อเสนอแนะและแนวทางการวิจัยทางบัญชีในอนาคต

## บทที่ 2

### เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในงานวิจัยครั้งนี้ได้ทำการวิเคราะห์ถึงความสามารถและแนวโน้มความสามารถของรายการคงค้าง (กำไรจากการดำเนินงานตามเกณฑ์คงค้าง) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (กำไรจากการดำเนินงานตามเกณฑ์เงินสด) ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ โดยได้ทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยครั้งนี้ ดังนี้

#### การศึกษาความสามารถและแนวโน้มความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดในการอธิบายราคาหลักทรัพย์

Srisawadi (1996) ได้ศึกษาถึงความสามารถของข้อมูลกำไรในการเปลี่ยนการตัดสินใจของผู้ใช้ข้อมูลในตลาดทุนของประเทศไทย พบว่าข้อมูลกำไรซึ่งจัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง (ปี 2529-2533) มีความสามารถในการเปลี่ยนการตัดสินใจโดยที่ก่อนหน้านี้ (ปี 2522-2528) ไม่พบหลักฐานดังกล่าว ทั้งนี้เป็นผลจากการพัฒนาอย่างต่อเนื่องในมาตรฐานการบัญชีแห่งประเทศไทย และข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย Allen (2000) ได้กล่าวว่ำนักวิเคราะห์ทางการเงินเชื่อว่ากระแสเงินสดมีแนวโน้มที่จะถูกยกย่ำโดยผู้บริหารได้ไม่มากเท่ากับรายการตามเกณฑ์คงค้างผ่านวิธีการเลือกปฏิบัติทางการบัญชี ในทางกลับกันนักบัญชีก็เชื่อว่าเงินสดง่ายต่อการยกย่ำผ่านทางเลือกในการรับ-จ่ายเงินสด Bowen, Burgstahler และ Daley (1987) และ Julsuchada Sirisom (2003) ได้กล่าวถึงบทบาทของข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ว่าแบ่งได้ 2 มุมมอง คือ

- 1) การบัญชีตามเกณฑ์คงค้างเป็นข้อมูลที่มีความสามารถในการเปลี่ยนการตัดสินใจ และตรวจสอบว่าข้อมูลกระแสเงินสดเป็นข้อมูลเพิ่มเติมให้กับข้อมูลกำไรหรือไม่ ซึ่งจะทำให้เกิดคำถามว่าข้อมูลกระแสเงินสดเป็นข้อมูลที่ให้ประโยชน์หรือไม่
- 2) ข้อมูลกระแสเงินสดเป็นข้อมูลที่มีความสามารถในการเปลี่ยนการตัดสินใจ และตรวจสอบว่าข้อมูลกำไรเป็นข้อมูลเพิ่มเติมให้กับข้อมูลกระแสเงินสด

หรือไม่ ซึ่งจะทำให้เกิดคำถามว่าข้อมูลตามเกณฑ์คงค้างเป็นข้อมูลที่ให้ประโยชน์หรือไม่

ข้อมูลทางการบัญชีที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้างและเกณฑ์เงินสดจึงยังคงเป็นข้อโต้แย้งกันอยู่ว่าข้อมูลใดให้ประโยชน์ในการตัดสินใจของผู้ใช้ข้อมูลได้ดีกว่า ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้จะใช้ระดับรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่ถือเป็นส่วนประกอบของกำไร ซึ่งไม่พิจารณาถึงการเปลี่ยนแปลงของ 2 ตัวแปรดังกล่าว ในการใช้การเปลี่ยนแปลงกำไรเป็นปัจจัยการศึกษานั้น จะใช้เมื่อการวิจัยอยู่บนสมมติฐานที่ว่าในช่วงเวลาที่ทำการศึกษากำไรมีความเสถียรภาพ (Ali และ Zarowin, 1992) ซึ่งในความเป็นจริงแล้วกำไรอาจมีความผันผวนบ้างในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ดังนั้น ในการวิจัยครั้งนี้จึงพิจารณาจากระดับของกำไรเท่านั้น ในการประเมินผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีต่อผลการดำเนินงาน (Stock Performance) มี 3 ตัวแบบที่มักถูกนำมาใช้ (Graham และ Knight, 2000) ได้แก่

- 1) Price Model :  $P_t = \alpha + \beta X_t + \varepsilon_t$
- 2) Return Model :  $P_t / P_{t-1} = \alpha + \beta X_t / P_{t-1} + \varepsilon_t$
- 3) Differenced Price Model :  $\Delta P_t = \alpha + \beta \Delta X_t + \varepsilon_t$

โดยที่  $P_t$  คือ ราคาปิดหุ้นของบริษัท ณ เวลา t  
 $P_{t-1}$  คือ ราคาปิดหุ้นของบริษัท ณ เวลา t-1  
 $\Delta P_t$  คือ การเปลี่ยนแปลงของราคาปิดหุ้นของบริษัท  
 $X_t$  คือ ตัววัดที่เป็นข้อมูลทางบัญชีสำหรับระยะเวลา t  
 $\varepsilon_t$  คือ ค่าความคลาดเคลื่อน ณ เวลา t โดยมีข้อสมมติว่าข้อมูลมีการแจกแจงปกติ  $\varepsilon \sim N(0, \delta^2)$   
 $\alpha$  คือ An intercept term  
 $\beta$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์การวัดการกระจายของข้อมูลทางบัญชีในการอธิบายราคาหรือผลตอบแทนหลักทรัพย์

เนื่องจากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นการศึกษาถึงแนวโน้มความสามารถของข้อมูลทางบัญชี (รายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน) กับราคาหลักทรัพย์ (Security Prices)

จึงนำตัวแบบราคา (Price Models) มาใช้ในการศึกษา ซึ่งจะพิจารณาเพียงระดับรายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเท่านั้น

ในการตัดสินใจลงทุนตั้งแต่ในอดีตที่ผู้ใช้ข้อมูลมักมองถึงข้อมูลกำไรว่าเป็นตัวที่แสดงถึงผลการดำเนินงานของกิจการได้ดีที่สุดตัวหนึ่ง ซึ่งมีงานวิจัยหลายๆ งานที่ยืนยันว่าข้อมูลกำไรตามเกณฑ์คงค้างยังคงมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ซึ่งได้แก่ งานวิจัยของ Board และ Day (1989) ที่ศึกษาความสามารถของข้อมูลกระแสเงินสดในการเปลี่ยนการตัดสินใจ ซึ่งผลแสดงให้เห็นว่ากำไรสุทธิที่จัดทำตามเกณฑ์คงค้างนั้นมีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของผู้ใช้ข้อมูลมากกว่าข้อมูลกระแสเงินสด และ Dyna (1996) ที่ศึกษาถึงข้อมูลตามเกณฑ์คงค้างเปรียบเทียบกับข้อมูลกระแสเงินสด พบว่าข้อมูลกระแสเงินสดไม่มีแนวโน้มที่จะเพิ่มความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจไปมากกว่าข้อมูลที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง ซึ่งตรงกับผลการศึกษาลักษณะของข้อมูลตามเกณฑ์คงค้างและข้อมูลกระแสเงินสดในตลาดทุนประเทศจีน ของ Haw Qi และ Woody (2001) ที่ทำการทดสอบถึงการมีคุณค่าส่วนเพิ่ม (Incremental Information Content) ของข้อมูลกำไร กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และรายการคงค้าง พบว่ากำไรสุทธิสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และรายการคงค้างก็มีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน โดยให้เหตุผลว่ากำไรได้รวมส่วนประกอบที่เป็นเกณฑ์คงค้างซึ่งเป็นข้อมูลที่มีความสามารถส่วนเพิ่มในการเปลี่ยนการตัดสินใจและนำไปใช้พยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ดีกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน นอกจากนี้ การที่ตลาดทุนของประเทศจีนเป็นตลาดทุนที่กำลังพัฒนา การลงทุนส่วนใหญ่มาจากนักลงทุนภายในประเทศและยังไม่มีทางเลือกในการปฏิบัติทางบัญชีภายใต้มาตรฐานการบัญชีของจีน (People's Republic of China Accounting Standard : PRC – GAPP) ให้เลือกมากนัก ดังนั้น โอกาสที่บริษัทจะเลือกทำการจัดการกำไร (Earnings Management) จึงมีน้อย ส่งผลให้กำไรสุทธิเป็นข้อมูลที่นักลงทุนสามารถยึดเป็นหลักในการนำไปใช้ตัดสินใจลงทุนได้ ส่วน Chandrakanth Seethamraju (2000) ศึกษาถึงความเกี่ยวข้องของเครื่องหมายการค้ากับการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ พบว่ากำไรสุทธิมีความเกี่ยวข้องกับการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์แต่ไม่มีนัยสำคัญ อีกหนึ่งงานวิจัยที่ให้ผลตรงกันคือ ความสัมพันธ์ระหว่างกำไร กระแสเงินสด และผลตอบแทนหลักทรัพย์ของ Yoon และ Miller (2003) แต่มีเหตุผลที่ต่างไปว่าการที่ข้อมูลกำไรสามารถอธิบายได้ดีกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานอาจเป็นผลจากการตกแต่งตัวเลขกำไรที่ทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้น ซึ่งทำให้นักลงทุนที่ไม่มีประสบการณ์มากนัก เข้าใจผิดทั้งที่มูลค่าบริษัทจริงๆ แล้วไม่ใช่อย่างที่รายงาน

ข้อมูลกำไรสุทธิและข้อมูลกระแสเงินสดที่ใช้เป็นตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งศึกษาในบทบาทของข้อมูลตามเกณฑ์คงค้างทางบัญชีของ Dechow (1994) พบว่าข้อมูลกำไรที่เป็นเกณฑ์คงค้างมีผลต่อการเปลี่ยนการตัดสินใจ และมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว ทั้งนี้หากกิจการอยู่ในช่วงภาวะเศรษฐกิจขาลงก็เป็นไปได้ว่าข้อมูลกำไรจะมีปัญหาในเรื่องของความทันเวลาและหลักการจับคู่ที่รุนแรงกว่าข้อมูลกระแสเงินสด ส่งผลให้ข้อมูลกำไรสุทธิเป็นข้อมูลที่ไม่ทันต่อการตัดสินใจของนักลงทุน คือไม่สะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานในอนาคตได้ดีเท่าควร ส่วน Biddle, Seow และ Siegel (1995) ศึกษาถึงความสัมพันธ์และความสามารถส่วนเพิ่มในการเปลี่ยนการตัดสินใจ พบว่าอุตสาหกรรมส่วนใหญ่ข้อมูลกำไรมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีในบางอุตสาหกรรมเท่านั้นที่สนับสนุนข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน แต่ในการศึกษาดังกล่าวไม่ได้มีการควบคุมในเรื่องของวงจรชีวิตของอุตสาหกรรม

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่ศึกษาถึงความสามารถส่วนเพิ่มในการเปลี่ยนการตัดสินใจของข้อมูลตามเกณฑ์คงค้างเปรียบเทียบกับข้อมูลกระแสเงินสดของ Bowen et al. (1987) ที่พบว่าทั้งข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ และยังมีความสัมพันธ์กันระหว่างข้อมูลกำไรกับกระแสเงินสด โดยที่ข้อมูลกระแสเงินสดเป็นข้อมูลเพิ่มเติมต่อข้อมูลกำไรในส่วนที่เป็นเกณฑ์เงินสดและเกณฑ์คงค้าง เช่นเดียวกับความสัมพันธ์ระหว่างกำไร กระแสเงินสด และผลตอบแทนหลักทรัพย์ของ Jones (2003) ที่ศึกษาเพิ่มเติมต่อผลของ Lev และ Zarowin (1999) ผลการศึกษาพบว่าทั้งข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์แต่เป็นความสามารถในการอธิบายที่ไม่มากนัก ส่วน Black (1998) ที่ศึกษาผลกระทบของขั้นวงจรชีวิตต่อความสามารถในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของตัววัดกำไรและกระแสเงินสด เห็นว่าข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์แตกต่างกันไปตามขั้นวงจรชีวิต (Life-Cycle Stages) ซึ่งกล่าวถึงช่วงเจริญเติบโต (Growth Phase) และช่วงเจริญเติบโตเต็มที่ (Mature Phase) ว่าเป็นช่วงที่ก่อให้เกิดกำไรและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ส่วนช่วงตกต่ำ (Decline or Stagnant Phase) นั้น มูลค่าของการก่อให้เกิดกระแสเงินสดในอนาคตจากการดำเนินงานยังคงมีอยู่ แต่โอกาสในการเจริญเติบโตอาจถูกจำกัด และทำกำไรได้น้อยลง ซึ่งนักลงทุนเชื่อว่าในช่วงนี้โอกาสในการจัดหาเงินของบริษัทจะถูกจำกัดหรือเกิดต้นทุนที่สูงมาก งานวิจัยที่ให้ผลตรงกันข้ามของ Joseph และ Lipka (2006) ที่ศึกษาถึงประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีต่อบริษัทที่ประสบกับความลำบากและความเสื่อมถอยของเศรษฐกิจ คือไม่สนับสนุนทั้งข้อมูลกำไรตามเกณฑ์คงค้างและข้อมูลกระแสเงินสดในกิจการที่ประสบกับความลำบากทางการเงิน เนื่องจากประโยชน์ของข้อมูลกำไรและข้อมูล

กระแสเงินสดจะลดลงด้วยปัญหาการดำเนินงาน แต่หากพิจารณากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานร่วมกับรายการคงค้างทางบัญชีแล้วจะเป็นข้อมูลที่มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีขึ้น

อย่างไรก็ตาม ยังมีผลงานวิจัยที่ให้ผลการศึกษตรงกันข้ามกับงานวิจัยต่างๆ ข้างต้น โดยสนับสนุนข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานว่ามีความสามารถในการอธิบายและกำหนดราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่าข้อมูลตามเกณฑ์คงค้าง ได้แก่ การศึกษาถึงความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและรายการคงค้างกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดย Rayburn (1986) ที่เห็นว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์มากกว่า เนื่องจากถ้ารวมรายการที่เป็นกระแสเงินสดของงวดถัดๆ ไป อาจทำให้ไม่สะท้อนถึงการพยากรณ์กระแสเงินสดในอนาคตได้ดีเท่าที่ควร Al-Harbi และ Abdullah (2003) ศึกษาว่านักลงทุนผูกติดกับตัววัดที่เป็นกระแสเงินสดมากกว่าตัววัดตามเกณฑ์คงค้างหรือไม่ในการวัดมูลค่าของบริษัท ผลปรากฏว่าในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีการลงทุนในเทคโนโลยีขั้นสูงนั้น นักลงทุนสนใจมูลค่าของกระแสเงินสดและข้อมูลกระแสเงินสดยังมีความเกี่ยวข้องกับการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ด้วย Graham และ Knight (2000) ศึกษาเกี่ยวกับข้อมูลกระแสเงินสดเปรียบเทียบกับข้อมูลกำไรในการวัดมูลค่าบริษัท พบว่ามูลค่าของบริษัท (ราคาหลักทรัพย์) ขึ้นอยู่กับกระแสเงินสดที่คาดหวังในอนาคตไม่ใช่กำไรสุทธิที่รายงาน โดยให้เหตุผลว่าความแตกต่างที่เกิดขึ้นเป็นผลจากค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสดโดยเฉพาะค่าเสื่อมราคาสินทรัพย์ ซึ่งขึ้นอยู่กับต้นทุนในอดีต (Historical Cost) ของสินทรัพย์นั้นๆ รวมถึงค่าเช่าสินทรัพย์ที่มักผันผวนตามราคาตลาดอยู่ตลอดเวลา Wayne (1987) ศึกษาความสัมพันธ์ของความสามารถของข้อมูลกำไรและข้อมูลกระแสทุนทางการบัญชีในการเปลี่ยนการตัดสินใจในการประเมินราคาหลักทรัพย์ในตลาดทุน Lyn (1988) ศึกษาความสามารถของข้อมูลกระแสเงินสดในการเปลี่ยนการตัดสินใจ และ Kochanek และ Norgaard (1988) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไร คุณภาพกำไรและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการประเมินความคล่องทางการเงินและการพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ ทั้งสามการศึกษาพบว่ากระแสเงินสดเป็นตัวพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรสุทธิทางบัญชี นอกจากนี้ Kochanek และ Norgaard (1988) ยังชี้ให้เห็นถึงความสามารถของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการประเมินสภาพคล่องทางการเงินได้ดีกว่ากำไรสุทธิเช่นเดียวกับผลการศึกษาถึงคุณค่าที่เพิ่มขึ้นจากการใช้ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการตัดสินใจของ Allen (2000) ที่พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนโดยนักลงทุนและให้กู้ยืมและสินเชื่อโดย Creditors โดยให้เหตุผลว่ากระแสเงินสดนั้นให้ข้อมูลเกี่ยวกับสภาพคล่องและความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท ซึ่งช่วยในการ

ประเมินความสามารถในการทำกำไรและความสามารถในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดในอนาคต ได้ดีกว่า อีกรงานวิจัยที่ให้ผลคล้ายกันคือ Kanogporn Narktabtee (2000) ที่ศึกษาถึงการใช้ข้อมูลทางการบัญชีในตลาดทุนของประเทศไทย ซึ่งกล่าวว่านักลงทุนรับรู้ถึงข้อมูลที่ถ่ายทอดโดยกระแสเงินสดต่างจากที่ถ่ายทอดโดยกำไร โดยพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์มากกว่ากำไรสุทธิ แต่เมื่อพิจารณาแยกตามแต่ละกิจกรรมของกระแสเงินสดแล้วจะพบว่าทั้งข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ไม่แตกต่างกัน

Sloan (1996) ศึกษาถึงราคาหลักทรัพย์ที่มีผลกระทบมาจากรายการคงค้างและกระแสเงินสดเพื่อใช้ในการพยากรณ์กำไรในอนาคต จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (NYSE) ได้กล่าวไว้ว่า กำไรสุทธิทางบัญชีมี 2 ส่วนประกอบ คือ กำไรส่วนที่เป็นเกณฑ์คงค้างและกำไรส่วนที่เป็นกระแสเงินสด และพบว่าทั้ง 2 ส่วนมีความสัมพันธ์กันหากมีกำไรส่วนที่เป็นกระแสเงินสดมาก นอกจากนี้ยังช่วยเพิ่มความถาวรของกำไรได้อย่างต่อเนื่องมากกว่าการที่มีกำไรที่เป็นเกณฑ์คงค้างเป็นจำนวนมาก เพราะรายการคงค้างจำนวนมากที่ช่วยเพิ่มผลกำไรนั้น ผลที่ตามมาคือกำไรมีความถาวรจริงแต่ไม่ถาวรอย่างต่อเนื่อง ซึ่งต่างจากกำไรส่วนที่เป็นกระแสเงินสดที่ส่งผลให้เกิดความถาวรของกำไรอย่างต่อเนื่อง แต่โดยมากแล้วผู้ใช้งบการเงินมักมองที่ตัวกำไรโดยไม่ดูส่วนประกอบของกำไรที่เกิดขึ้นจากระดับการเปลี่ยนแปลงรายการในเกณฑ์คงค้างและกระแสเงินสดที่มีผลทำให้เกิดความผิดพลาดต่อการลงทุนและผลตอบแทนที่คาดหวังไว้ แม้ว่าบริษัทมีกำไรแต่อาจเป็นผลมาจากรายการคงค้างที่มีจำนวนมากก็เป็นได้ นอกจากนี้ ยังแนะนำว่านักลงทุนควรลดระดับความสำคัญของเกณฑ์คงค้างลงและให้ความสำคัญกับกระแสเงินสดให้มากขึ้น รวมทั้งคำนึงถึงคุณภาพกำไรด้วย เพราะถึงแม้ว่าตลาดทุนในประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ (Market Efficiency) ก็ตาม แต่ผู้ใช้งบการเงินยังคงขาดความสนใจถึงแหล่งที่มาของตัวเลขกำไร ส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์เป็นไปอย่างไม่ถูกต้องด้วย

การที่มีการจัดทำงบกระแสเงินสดซึ่งเป็นอีกแหล่งข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนในการประเมินความน่าเชื่อถือของข้อมูลกำไร หากบริษัทแสดงผลกำไรที่ดีแต่ในส่วนของการก่อให้เกิดกระแสเงินสดมีน้อยก็อาจเป็นสัญญาณเตือนว่ากำไรนั้นไม่ใช่กำไรที่แท้จริง (Weil, 2004) ดังนั้น ข้อมูลกระแสเงินสดจึงเป็นข้อมูลที่ให้ประโยชน์ในการตัดสินใจตัวหนึ่งที่น่ามาพิจารณา ผู้ใช้งบการเงินมักจะมองกำไรที่รายงานว่าเป็นตัวแทนที่แสดงถึงกำไรในอนาคต ดังนั้นหากปีใดกำไรติดลบ (ขาดทุนสุทธิ) ความคาดหวังของตลาดก็จะลดลงเรื่อยๆ Ettredge และ Fuller (1991) ศึกษาผลกระทบของกำไรสุทธิติดลบ พบว่าเมื่อบริษัทประสบผลขาดทุน แม้ว่าจะในปีถัดมาจะเกิดกำไร

ผู้ใช้งบการเงินอาจไม่รับรู้ถึงกำไรที่ลดลงว่าเป็นการลดลงเพียงชั่วคราว ทำให้ผู้ใช้งบการเงินขาดความเชื่อถือในข้อมูลกำไรได้ เรียกผลกระทบต่อกำไรนี้ว่า “Negative Earnings Effect” ซึ่งส่งผลให้คุณภาพกำไรลดลง ประกอบกับเริ่มมีงานวิจัยต่างๆ ที่ทำการวิเคราะห์ถึงความมีประโยชน์ข้อมูลทางบัญชีอื่นๆ เปรียบเทียบกับข้อมูลตามเกณฑ์คงค้าง จะเห็นได้ว่ายังมีข้อมูลทางบัญชีอื่นที่สามารถนำมาใช้ในการพิจารณาเพิ่มเติมในการตัดสินใจได้นอกเหนือจากข้อมูลกำไร รวมทั้งข้อมูลกำไรสุทธิมีความไม่แน่นอนเนื่องจากการบัญชีตามเกณฑ์คงค้างได้รวมประมาณการความไม่แน่นอนของเหตุการณ์ในอนาคตโดยผู้บริหาร และผู้บริหารเองก็มีแรงจูงใจโดยการใช้โอกาสในการรายงานผลการดำเนินงาน โดยการจัดการกำไรให้เป็นไปตามที่ตนเองต้องการเพื่อประโยชน์ส่วนตัว (DeFond และ Hung, 2003)

ในการจัดการกำไรมีความจริงที่ว่าผู้บริหารมี 2 แรงจูงใจหลักในการบันทึกรายการคงค้าง ซึ่งส่งผลกระทบต่อคุณภาพการสื่อสารข้อมูลทางบัญชีต่อนักลงทุน (Habib, 2004) แรงจูงใจดังกล่าว คือ

- 1) มีจุดประสงค์ในเรื่องการขวยโอกาสในการจัดการกำไร คือ การที่ผู้บริหารซ่อนผลการดำเนินงานที่ไม่ดี หรือเลื่อนการรับรู้ผลการดำเนินงานที่ดีออกไปเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวสูงสุด
- 2) มีจุดประสงค์ในเรื่องผลการดำเนินงาน คือ ผู้บริหารเลือกที่จะบันทึกรายการคงค้างเพื่อให้สะท้อนถึงผลกระทบของเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจที่มีต่อกำไรที่ดูดีขึ้น

นอกจากข้อมูลกำไรจะยากย้ายได้ง่ายแล้วยังมีข้อจำกัดเกี่ยวกับการเปรียบเทียบกันได้ (Julsuchada Sirisom, 2003) กล่าวคือมีความหลากหลายในวิธีการบัญชีของการปฏิบัติทางบัญชีเดียวกัน เช่น วิธีการคิดค่าเสื่อมราคา วิธีการตีราคาสินค้าคงเหลือ การตั้งสำรองต่างๆ เป็นต้น ซึ่งทางหลักการบัญชีที่ยอมรับทั่วไป (Generally Accepted Accounting Principles : GAAP) ยอมให้มีวิธีการบัญชีที่มากกว่าหนึ่งวิธีในการปฏิบัติทางบัญชีเดียวกัน ทำให้ผู้บริหารเลือกใช้กระบวนการคงค้างตามอำเภอใจ จึงเป็นไปได้ว่าวิธีการบัญชีที่ใช้จะมีความแตกต่างกันในรายการทางเศรษฐกิจเดียวกันระหว่างบริษัท เกิดคำถามที่ว่ากำไรยังมีความเชื่อถือได้และเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจอยู่หรือไม่ในส่วประกอบที่เป็นรายการคงค้าง ดังนั้นกระแสเงินสดน่าจะช่วยลดผลกระทบของการเลือกวิธีการบัญชีโดยผู้บริหารได้และเป็นตัววัดผลการดำเนินงานที่ดีกว่ากำไร



อย่างไรก็ดี แม้ว่าจะไม่มีการยกย่ำตัวเลขกำไรแต่คุณภาพกำไรก็ยังไม่ถือว่าดีหากส่วนประกอบในงบกำไรขาดทุนไม่มีความมั่นคงหรือมีความเบี่ยงเบนสูง (Siegel, 1991)

นักลงทุนยังให้ความสำคัญกับกำไรสุทธิลดลง (ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์, 2545) หากบริษัทประสบกับผลขาดทุนจากการดำเนินงาน ซึ่งอาจเกิดจากแนวทางปฏิบัติทางบัญชีเรื่องหลักความระมัดระวัง หลักการนี้จะใช้ในกรณีที่รายการค้าของธุรกิจยังมีความไม่แน่นอนในสภาพการณ์ที่เป็นอยู่ โดยหลักความระมัดระวังจะกำหนดให้ธุรกิจต้องบันทึกรับรู้ผลขาดทุนและหนี้สินทันที ขณะที่ไม่บันทึกรับรู้หากเป็นผลกำไรหรือสินทรัพย์ โอกาสบันทึกรายการที่ไม่เท่าเทียมกันนี้อาจทำให้กำไรสุทธิของธุรกิจลดความสามารถในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ลง ความเอนเอียงดังกล่าวทำให้กำไรต่ำกว่าความคาดหวังของนักลงทุน

อย่างไรก็ตาม ยังไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจนว่าข้อมูลตามเกณฑ์คงค้างหรือข้อมูลตามเกณฑ์เงินสดเป็นข้อมูลที่เหมาะสมที่สุดในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ แม้ว่าจะมีนักลงทุนและนักวิเคราะห์ที่ไม่น้อยที่ยังคงให้ความสำคัญกับข้อมูลในงบกำไรขาดทุนมากกว่าการดูกระแสเงินสด แต่จากการศึกษาถึงงานวิจัยของต่างประเทศที่ผ่านมา โดยส่วนใหญ่มีความเห็นและสนับสนุนว่าข้อมูลกระแสเงินสดสะท้อนถึงปฏิภพของตลาดได้ดีกว่าข้อมูลตามเกณฑ์คงค้าง ประกอบกับการที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต้องทำตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 25 เรื่องงบกระแสเงินสด และรายงานเป็นส่วนหนึ่งของงบการเงินประจำปี ทำให้ผู้ใช้งบการเงินไม่เพียงแต่มีข้อมูลจากงบกำไรขาดทุนและงบดุลเท่านั้น แต่ยังมีข้อมูลกระแสเงินสดที่แยกเป็น 3 กิจกรรม ซึ่งจะช่วยให้ข้อมูลเพิ่มเติมในการตัดสินใจได้ดีขึ้น รวมถึงคุณภาพกำไรที่อาจลดลง อย่างไรก็ตาม ยังคงไม่สามารถหาข้อสรุปที่ชัดเจนได้ ผู้ทำวิจัยจึงทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อราคาหลักทรัพย์ เพื่อให้เป็นอีกผลการศึกษาหนึ่งที่ยืนยันผลการศึกษาที่มีอยู่ก่อนหน้า ซึ่งหากผลการศึกษานี้สนับสนุนข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน นั่นก็หมายถึงว่าข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีข้อมูลส่วนเพิ่มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีขึ้น แต่ถ้าผลการศึกษาออกมาในทางตรงกันข้ามก็แสดงถึงว่านักวิเคราะห์ก็ยังอาจผูกติดอยู่กับข้อมูลกำไร

## บทที่ 3

### วิธีดำเนินการวิจัย

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาเชิงประจักษ์ (Empirical Study) เกี่ยวกับแนวโน้มความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีการวิธีการดำเนินการวิจัย ดังนี้

1. ศึกษาลักษณะทั่วไปของกลุ่มข้อมูลเพื่อความเข้าใจและสามารถเลือกข้อมูลเพื่อใช้ในการศึกษาได้อย่างเหมาะสมยิ่งขึ้น
2. ศึกษาทฤษฎีและแนวคิดเบื้องต้นหลังงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเพื่อกำหนดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา
3. เก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินและหมายเหตุประกอบงบการเงิน รวมถึงข้อมูลของราคาหลักทรัพย์ในช่วงปีทำการศึกษา คือ ปี 2542 – 2548
4. ทดสอบความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ใช้ในการศึกษา
5. วิเคราะห์ข้อมูลและสรุปผลเพื่อตอบสมมติฐานการวิจัย

#### 3.1 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาถึงแนวโน้มความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ โดยใช้สมการที่อ้างอิงและปรับปรุงมาจากงานวิจัยของ Collins, Maydew และ Weiss (1997) ที่ทำการศึกษาถึงแนวโน้มของกำไรสุทธิ และราคาตามบัญชีต่อการอธิบายราคาหลักทรัพย์ และ Kanogporn Narktabtee (2000) ที่ทำการศึกษาถึงความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีในตลาดทุนของประเทศไทย โดยในการศึกษาครั้งนี้แบ่งการวิเคราะห์เป็นขั้นตอนดังต่อไปนี้

1. วิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ในการอธิบาย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และการกระจายข้อมูลของตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษา
2. การวิเคราะห์แนวโน้มสหสัมพันธ์ (Correlation Matrix) เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของทั้งตัวแปรตามและตัวแปรอิสระทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา เพื่อตรวจสอบทิศทางและระดับความสัมพันธ์เบื้องต้นระหว่างตัวแปรดังกล่าว
3. การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระต่างๆ แบบภาคตัดขวาง (Cross-Sectional) โดยใช้ค่า Adjusted  $R^2$  แทนค่า  $R^2$  เป็นตัววัดความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นการปรับค่า  $R^2$  เพื่อให้ได้ผลลัพธ์ที่ชัดเจนยิ่งขึ้น เนื่องจากว่า การศึกษาครั้งนี้มีตัวแปรอิสระมากกว่าหนึ่งตัว นั่นคือ ยิ่งตัวแปรอิสระมีในสมการความถดถอยมากเท่าไรก็จะทำให้ค่า  $R^2$  ยิ่งมากขึ้นด้วย ทั้งที่ตัวแปรอิสระที่เพิ่ม อาจจะไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามเลยก็ได้ จึงมีการปรับค่า  $R^2$  ให้ถูกต้องยิ่งขึ้น เรียกว่า Adjusted  $R^2$  (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2538) นอกจากนี้ ได้มีการตรวจสอบ ค่าผิดปกติ (Outliers) ของข้อมูลที่จะนำมาศึกษาก่อนการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ ซึ่งมักเป็นค่าผิดปกติของตัวแปรตามที่แสดงไว้สูงมากๆ หรือ ต่ำมากๆ ของข้อมูลทั้งหมด ที่นำมาวิเคราะห์ในแต่ละครั้ง เพื่อป้องกันไม่ให้ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยเชิงพหุ เปลี่ยนไปมากหรือความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามไม่อยู่ในรูปเชิงเส้น จึงทำการเรียงข้อมูลตัวแปรตามจากน้อยไปหามาก และทำการตัดข้อมูลที่ผิดปกติตามค่าตัวแปรตามที่แสดงไว้สูงมากๆ หรือ ต่ำมากๆ อย่างละ 5% ของข้อมูล (Swanson, Rees และ Juarez-Valdes, 2003, Easton และ Harris, 1991 และ Schwertman และ Silva, 2007)

### 3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยฉบับนี้เก็บข้อมูลโดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งเป็นข้อมูลในรายงานทางการเงินที่เปิดเผยใน SET-SMART ประกอบด้วยข้อมูลที่เป็นต่อการศึกษา ดังนี้

1. ข้อมูลราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ (BV) ข้อมูลกำไรสุทธิ (E) และข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) สำหรับปี 2542 – 2548
2. ข้อมูลราคาปิดของหุ้น (P) ณ วันสิ้นเดือนที่สองหลังจากวันปิดรอบระยะเวลาบัญชี (Habib, 2004 และ Kanogporn Narktabtee, 2000) สำหรับปี 2542 – 2548 เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องส่งงบการเงินภายใน 60 วัน หลังจากวันปิดบัญชี จึงใช้ราคาปิดของหุ้น ณ วันสุดท้ายของข้อกำหนดดังกล่าว

ในการศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลจากงบการเงินรวม เนื่องจากงบการเงินรวมเป็นงบที่รวมผลการดำเนินงานของกิจการทั้งหมดไว้ด้วยกัน เพราะบริษัทย่อย/บริษัทรวมก็ถือเป็นส่วนหนึ่งของกิจการ

สำหรับข้อมูลกำไรสุทธิในการศึกษาครั้งนี้จะใช้กำไรจากการดำเนินงานตามปกติที่เปิดเผยในงบการเงิน ทั้งนี้ ไม่รวมกำไรขาดทุนจากการปรับโครงสร้างหนี้ กำไรขาดทุนจากรายการพิเศษ และรายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำ (One-Time Item) เพราะทำให้กำไรมีความผันผวน เนื่องจากรายการดังกล่าวทำให้ไม่สามารถรักษาระดับกำไรให้สม่ำเสมอ ทำให้นักลงทุนนำกำไรสุทธิไปใช้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ได้ยาก (Collins, 1997)

#### เกณฑ์การคัดเลือกข้อมูล

ข้อมูลที่นำมาใช้ศึกษาในงานวิจัยครั้งนี้ ใช้ฐานข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งต้องเป็นไปตามเงื่อนไขดังต่อไปนี้

1. ไม่เป็นข้อมูลของบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูกิจการและ/หรือถูกถอดถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Non - Rehabco) ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา
2. ไม่เป็นข้อมูลของธุรกิจที่มีลักษณะเฉพาะในโครงสร้างทางการเงินที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ได้แก่ ธุรกิจธนาคาร (Banking) ธุรกิจประกันชีวิตและประกันภัย (Insurance) และธุรกิจเงินทุนหลักทรัพย์ (Finance and Securities) อีกทั้งยังมีรายการบัญชีเกี่ยวกับดอกเบี้ยรับและดอกเบี้ยจ่ายซึ่งถือเป็นส่วนสำคัญในการดำเนิน

ธุรกิจ ดังนั้น ในการจัดประเภทของรายการบัญชีดังกล่าวเข้าเป็นส่วนหนึ่งของกิจกรรมจากกระแสเงินสดจึงมักแตกต่างจากธุรกิจอื่นๆ จึงไม่นำกลุ่มธุรกิจข้างต้นมารวมในการวิเคราะห์เพื่อให้การวิเคราะห์เป็นไปในแนวทางเดียวกัน

3. ไม่มีความแตกต่างด้านระยะเวลา (Time Lag) ในการรับรู้รายการระหว่างกำไรและกระแสเงินสดมากนัก เช่น มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 26 เรื่องการรับรู้รายได้จากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ที่กำหนดให้รับรู้รายได้โดยที่การรับรู้กระแสเงินสดและกำไร (ขาดทุน) สุทธิมีความแตกต่างกัน คือกลุ่มธุรกิจประเภทดังกล่าวจะรับรู้กระแสเงินสดก่อน ส่วนกำไรขาดทุนจะรับรู้ในภายหลัง จึงเป็นไปได้ว่าการรับรู้รายได้ที่เป็นกระแสเงินสดและการรับรู้รายได้ที่เป็นกำไรสุทธิอาจอยู่คนละช่วงเวลากัน อาจทำให้ผลการวิเคราะห์ผันผวนได้ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ด้วย
4. เป็นข้อมูลของบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุด ณ วันที่ 31 ธันวาคม เพื่อให้ได้ข้อมูลที่เกิดจากการดำเนินงานของช่วงเวลาเดียวกันในแต่ละรอบระยะเวลาบัญชีในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

#### ขนาดของข้อมูล

จากการคัดเลือกข้อมูลตามเกณฑ์การคัดเลือกข้อมูลข้างต้น ทำให้ได้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในเบื้องต้น จำนวน 1,426 ข้อมูล (7 ปี) จาก 22 กลุ่มธุรกิจ ดังนี้

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

### ตารางที่ 3.1 แสดงจำนวนบริษัทตามเกณฑ์การคัดเลือกข้อมูลรวม 7 ปี

	จำนวนบริษัท
จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	3,175
หัก จำนวนบริษัทที่ไม่เข้าเกณฑ์การคัดเลือกข้อมูล ดังนี้	
บริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูกิจการ	356
บริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน	491
บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และวัสดุก่อสร้าง	554
บริษัทที่ไม่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุด 31 ธ.ค.	348
จำนวนบริษัททั้งหมดที่ใช้เป็นตัวอย่างในการศึกษา	1,426

ที่มา : ข้อมูลจาก SETSMART ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2542 - 2548

### 3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

#### 3.3.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

$P_{it}$  คือ ราคาปิดของหุ้น ณ วันสิ้นเดือนที่สองหลังจากวันปิดรอบระยะเวลาบัญชี ของบริษัท  $i$  สำหรับสิ้นปี  $t$  (Habib, 2004 และ Kanogporn Narktabtee, 2000)

#### 3.3.2 ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

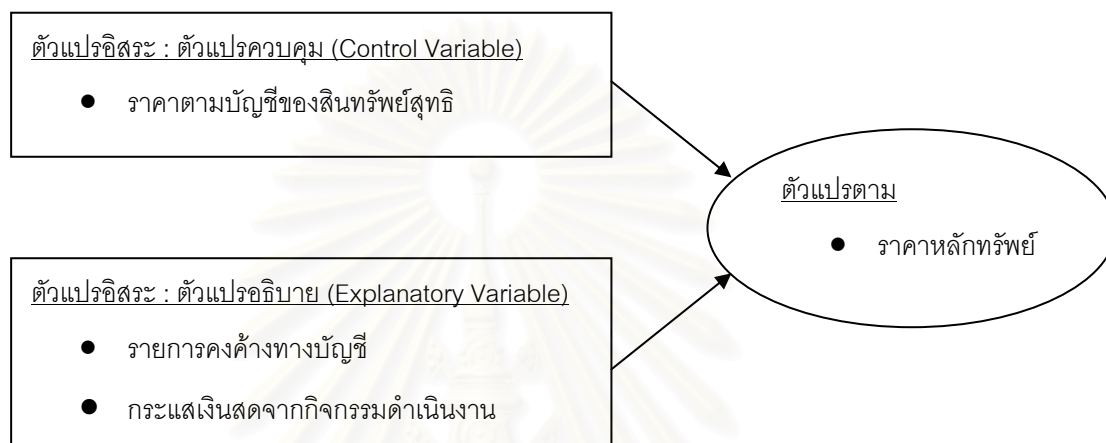
$BV_{it-1}$  คือ ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิของบริษัท  $i$  สำหรับต้นปี  $t$

$ACC_{it}$  คือ รายการคงค้างทางบัญชีของบริษัท  $i$  สำหรับสิ้นปี  $t$

$CFO_{it}$  คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานของบริษัท  $i$  สำหรับสิ้นปี  $t$

ตัวแปรราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ รายการคงค้างทางบัญชี และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานจะทำให้อยู่ในรูปฐานเดียวกันคือ อัตราต่อหุ้น โดยใช้จำนวนหุ้นถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก สำหรับการศึกษาคั้งนี้

### 3.4 กรอบแนวความคิดในการวิจัย



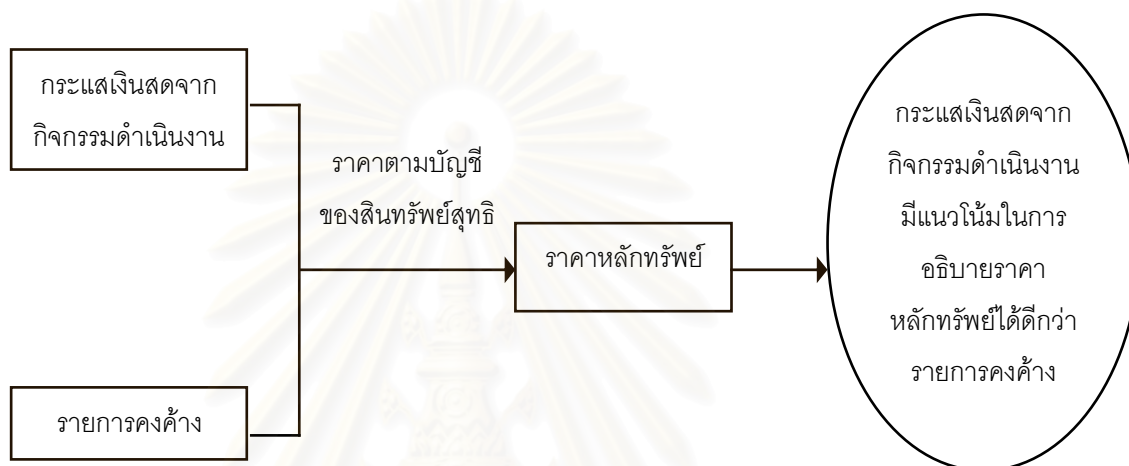
ภาพที่ 1 กรอบแนวความคิดการวิจัย

### 3.5 สมมติฐานการวิจัย

ทั้งข้อมูลตามเกณฑ์คงค้างและข้อมูลกระแสเงินสดล้วนเป็นข้อมูลที่วัดถึงผลการดำเนินงานที่ต่างก็มีข้อเสียและยังคงเป็นข้อโต้แย้งกันว่าข้อมูลกำไรมักมีการยกย้ายผ่านกระบวนการทางเกณฑ์คงค้างในทางบัญชี ส่วนข้อมูลกระแสเงินสดก็มีปัญหาในเรื่องของความสัมพันธ์และหลักการจับคู่ (Timing and Matching) ทำให้ความสามารถของข้อมูลดังกล่าวในการที่จะสะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานลดลง (Dechow, 1994) จากการศึกษาถึงงานวิจัยที่ผ่านมา ยังไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจนว่าข้อมูลตามเกณฑ์คงค้างหรือกระแสเงินสดเป็นข้อมูลที่เหมาะสมที่สุดในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ แต่โดยส่วนใหญ่แล้วมีความเห็นว่าข้อมูลกระแสเงินสดสะท้อนถึงประสิทธิภาพของตลาดได้ดีกว่าข้อมูลตามเกณฑ์คงค้าง ประกอบกับการที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต้องทำตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 25 เรื่องงบกระแสเงินสด และรายงานเป็นส่วนหนึ่งของงบการเงินประจำปี ดังนั้น ผู้ทำวิจัยจึงทำการศึกษาถึงความสามารถและแนวโน้มความสามารถของรายการ

คงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ เพื่อทดสอบสมมติฐานของการวิจัยที่ได้กำหนดไว้ ดังนี้

$H_1$  : กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีแนวโน้มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ารายการคงค้าง



ภาพที่ 2 แสดงความสัมพันธ์ของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์

### 3.6 ตัวแบบ (Models) ที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแบบหรือสมการที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นตัวแบบราคา (Price Models) ซึ่งอ้างอิงและปรับปรุงมาจากงานวิจัยของ Collins et al. (1997) และ Kanogporn Narktabtee (2000) ได้แก่

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it-1} + \alpha_2 ACC_{it} + \alpha_3 CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

ข้อมูลกำไรสุทธิประกอบด้วยกำไรตามเกณฑ์เงินสดและกำไรตามเกณฑ์คงค้าง ซึ่งในส่วนของกำไรตามเกณฑ์เงินสดก็คือข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) และกำไรตามเกณฑ์คงค้างก็คือรายการคงค้างบัญชี (ACC) ทั้งนี้ รายการคงค้างทางบัญชี ได้จากการนำกำไรสุทธิหักด้วยกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน



ในการเปรียบเทียบความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ซึ่งวัดจากค่า Adjusted R<sup>2</sup> จากสมการที่ (1) เป็นการวัดความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของทั้งรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานร่วมกัน ซึ่งจากสมการดังกล่าวสามารถแยกเป็นการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้เป็น 3 ส่วนประกอบ คือ 1) ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้าง 2) ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และ 3) ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของทั้งรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานร่วมกัน

ในการคำนวณค่า Adjusted R<sup>2</sup> (Adj R<sup>2</sup>) ของส่วนประกอบเหล่านี้ สามารถแยกเป็น 2 สมการ ดังนี้

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 ACC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$P_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 BV_{it-1} + \gamma_2 CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

จากสมการ (1) (2) และ (3) จะได้ค่า adj R<sup>2</sup><sub>(1)</sub> adj R<sup>2</sup><sub>(2)</sub> และ adj R<sup>2</sup><sub>(3)</sub> ตามลำดับ โดยจะมีราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิเป็นตัวแปรควบคุมสำหรับทั้งสามสมการ และในการใช้ข้อมูลราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ ณ วันต้นปี ก็เนื่องจากว่าในแต่ละสมการจะมีตัวแปรรายการคงค้างและตัวแปรกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ซึ่งที่สุดแล้วข้อมูลทางบัญชีทั้งสองตัวก็จะไปรวมอยู่ในราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ (ส่วนของผู้ถือหุ้น) ในงบดุล ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี ดังนั้น เพื่อไม่ให้เกิดการซ้อนกันของข้อมูลจึงใช้ตัวแปรราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ ณ วันต้นปี

ในการที่จะเปรียบเทียบค่า adj R<sup>2</sup> ของแต่ละสมการโดยตรงได้นั้น ตัวแปรตามของสมการที่นำมาเปรียบเทียบต้องเหมือนกัน (Gujarati, 1999) และจากสมการที่ใช้ในงานวิจัยนี้มีตัวแปรตามที่เหมือนกันคือ P<sub>it</sub> จึงสามารถเปรียบเทียบค่า adj R<sup>2</sup> ที่ได้จากทั้งสามสมการดังกล่าวได้

แนวโน้มความสามารถของรายการคงค้างในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ (Incr. ACC) วัดได้จากความแตกต่างของ adj R<sup>2</sup><sub>(1)</sub> และ adj R<sup>2</sup><sub>(3)</sub> แนวโน้มความสามารถของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ (Incr. CFO) วัดได้จากความแตกต่างของ

$\text{adj } R^2_{(1)}$  และ  $\text{adj } R^2_{(2)}$  ส่วนที่เหลือจาก  $\text{adj } R^2_{(1)} - \text{Incr. ACC} - \text{Incr. CFO}$  แสดงถึงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของทั้งรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานร่วมกัน ( $\text{Incr. COM}$ ) ซึ่งแสดงในรูปของสมการได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Incr. ACC} &= \text{adj } R^2_{(1)} - \text{adj } R^2_{(3)} \\ \text{Incr. CFO} &= \text{adj } R^2_{(1)} - \text{adj } R^2_{(2)} \\ \text{Incr. COM} &= \text{adj } R^2_{(1)} - \text{Incr. ACC} - \text{Incr. CFO} \end{aligned}$$

### 3.7 การวิเคราะห์ข้อมูล

ในการวิเคราะห์การศึกษาแนวโน้มความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ผู้ทำวิจัยวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS for Windows Version 14.0 (Statistical Package for Social Science for Windows)

#### เงื่อนไขของการวิเคราะห์ถดถอย

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเส้นอย่างง่ายและการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุมีเงื่อนไขที่เหมือนกัน

รูปแบบสมการความถดถอยเชิงพหุแสดงดังนี้

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

เงื่อนไขของสมการดังกล่าวเป็นดังนี้

1. ความคลาดเคลื่อน  $\epsilon$  เป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงปกติ
2. ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์ คือ  $E(\epsilon) = 0$
3. ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า  $V(\epsilon) = \sigma^2_\epsilon$

4.  $\varepsilon_i$  และ  $\varepsilon_j$  เป็นอิสระต่อกัน ;  $i \neq j$  นั่นคือ covariance  $(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0$

5. ตัวแปรอิสระ  $x_i$  และ  $x_j$  ต้องเป็นอิสระกัน



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 4

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ในบทนี้จะเป็นการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้โปรแกรม SPSS for Windows Version 14.0 ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 ส่วน โดยในส่วนแรกเป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นที่ได้จากกลุ่มข้อมูลและการตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ และส่วนที่สองเป็นส่วนของผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ โดยจะทำการทดสอบสมการทั้งสามสมการที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เพื่อวิเคราะห์ความสามารถของปัจจัยที่ทำการศึกษากับราคาหลักทรัพย์ ก่อนจะทำการศึกษาแนวโน้มความสามารถของปัจจัยดังกล่าวต่อไป

#### 4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น

เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ในการอธิบายค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และการกระจายข้อมูลของตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษา และการวิเคราะห์แนวโน้มสหสัมพันธ์ (Correlation Matrix) โดยเป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของทั้งตัวแปรตามและตัวแปรอิสระที่นำมาใช้ในการศึกษา

การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นที่ได้จากกลุ่มข้อมูลทำการศึกษา แยกแสดงได้เป็น 2 ตาราง ดังนี้

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.1 สถิติเชิงพรรณนา

ส่วนที่ 1 ข้อมูลรวม						
	N	Minimum	Maximum	Mean	S.D.	(S.D. - Mean)
P	1,282	0.00	520.00	25.63	51.11	25.48
BV	1,282	-198.06	348.10	33.09	41.93	8.84
ACC	1,282	-68.83	124.20	-2.55	8.46	11.01
CFO	1,282	-108.22	97.72	5.51	10.99	5.48

ตารางที่ 4.1 (ต่อ) สถิติเชิงพรรณนา

ส่วนที่ 2 ข้อมูลรายปี																					
ปี	N	P					BV					ACC					CFO				
		Min.	Max.	Mean	S.D.	S.D-Mean	Min.	Max.	Mean	S.D.	S.D-Mean	Min.	Max.	Mean	S.D.	S.D-Mean	Min.	Max.	Mean	S.D.	S.D-Mean
2542	173	0	430.00	25.92	61.32	35.40	-31.38	223.17	37.06	35.74	-1.32	-68.83	37.15	-6.14	11.79	17.93	-20.03	94.44	8.50	14.29	5.79
2543	181	0	420.00	25.11	49.72	24.61	-198.06	247.73	34.74	43.33	8.59	-52.40	22.70	-2.82	9.00	11.82	-10.69	66.39	5.90	9.99	4.09
2544	182	0	246.00	31.40	49.80	18.40	-99.45	261.81	35.63	43.05	7.42	-33.96	41.39	-3.18	7.67	10.85	-23.36	66.83	7.26	11.10	3.84
2545	185	0	244.00	24.27	43.17	18.90	-104.66	295.34	38.81	48.24	12.63	-31.02	29.66	-1.46	5.63	7.09	-27.59	63.93	4.31	8.56	4.25
2546	186	0	496.00	29.75	54.05	24.30	-3.51	325.24	30.32	42.95	7.56	-63.47	124.20	-1.24	11.68	12.92	-108.22	97.72	4.02	12.86	8.84
2547	188	0	464.00	24.05	51.73	27.68	-1.83	319.49	28.80	38.21	9.41	-21.79	12.32	-1.06	3.58	4.64	-9.99	56.94	4.04	7.67	3.63
2548	187	0	520.00	19.08	46.57	27.49	0.26	348.10	26.76	39.77	13.01	-40.91	19.53	-1.91	5.41	7.32	-24.02	80.49	4.18	10.60	6.42

หมายเหตุ : จากตารางข้างต้นแสดงค่าสถิติเชิงพรรณนา ซึ่งได้แก่ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และการกระจายของข้อมูล (ตัวแปร) โดยแยกแสดงเป็นข้อมูลรวม (7 ปี) และข้อมูลรายปี (2542 – 2548)

โดยที่ N = จำนวนข้อมูล ภายหลังตัดชุดข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์และค่าผิดปกติ (Outliers) 5%

สัญลักษณ์ P แทน ราคาหุ้น

ACC แทน รายการคงค้างต่อหุ้น

BV แทน ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิต่อหุ้น

CFO แทน กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น

## ผลการวิเคราะห์

จากตารางที่ 4.1 เมื่อพิจารณาการกระจายของข้อมูล (S.D – Mean) ในส่วนของข้อมูลรวม แสดงให้เห็นว่าข้อมูลกำไรสุทธิหรือตัวแปรรายการคงค้าง (ACC) มีการกระจายของข้อมูลเท่ากับ 11.01 และข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) มีการกระจายของข้อมูลเท่ากับ 5.48 นั่นคือ รายการคงค้างมีการกระจายของข้อมูลมากกว่าข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน นอกจากนี้ หากพิจารณาข้อมูลรายปีก็จะเห็นว่ารายการคงค้างมีการกระจายของข้อมูลมากกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานทุกปี จากผลดังกล่าวอาจมีสาเหตุมาจากการที่รายการคงค้างซึ่งเป็นข้อมูลที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้างนั้นมีความไม่แน่นอนเนื่องจากการบัญชีตามเกณฑ์คงค้างได้รวมประมาณการความไม่แน่นอนของเหตุการณ์ในอนาคตโดยผู้บริหารและผู้บริหารเองก็มีแรงจูงใจโดยการใช้โอกาสในการรายงานผลการดำเนินงาน โดยการจัดการกำไรให้เป็นไปตามที่ตนเองต้องการ ไม่ว่าจะเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวหรือเพื่อให้ผลการดำเนินงานของกิจการออกมาเป็นที่น่าพอใจ จึงเป็นไปได้ที่ทำให้รายการคงค้างมีการกระจายของข้อมูลมากกว่าข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

นอกจากนี้ ในส่วนของค่าเฉลี่ย (Mean) ผลการวิเคราะห์พบว่าค่าเฉลี่ยของรายการคงค้างทั้งข้อมูลรวมและข้อมูลรายปีมีค่าติดลบทุกปี ต่างจากค่าเฉลี่ยของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่เป็นบวกทุกปี ดังนั้น จะเห็นว่าผลกำไรที่กิจการรายงานจะมาจากส่วนประกอบของกำไรที่เป็นกระแสเงินสดในสัดส่วนที่มากกว่ากำไรที่เป็นเกณฑ์คงค้าง

**ตารางที่ 4.2 แสดงความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา**

(N=1,282)				
	P	BV	ACC	CFO
P	1.000	0.284 (<0.001)	-0.041 (0.138)	0.298 (<0.001)
BV		1.000	-0.206 (<0.001)	0.514 (<0.001)
ACC			1.000	-0.659 (<0.001)
CFO				1.000

หมายเหตุ : จากตารางข้างต้นแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระต่างๆ และความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยตัวเอง โดยใช้ข้อมูลของปี 2542 – 2548 (7 ปี) ทั้งนี้ ตัวแปรตาม ได้แก่ P และตัวแปรอิสระ ได้แก่ BV ACC และ CFO และตัวเลขที่แสดงอยู่ในวงเล็บคือ ค่า P-Value (2-tailed)

โดยที่ N = จำนวนข้อมูล ภายหลังตัดชุดข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์และค่าผิดปกติ (Outliers) 5%

สัญลักษณ์ P แทน ราคาหุ้น

BV แทน ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิต่อหุ้น

ACC แทน รายการคงค้างต่อหุ้น

CFO แทน กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



## ผลการวิเคราะห์

จากตารางที่ 4.2 แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระต่างๆ รวมทั้งความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันเอง ซึ่งสามารถอธิบายความสัมพันธ์ได้ดังนี้

ราคาหลักทรัพย์ (ตัวแปรตาม) มีความสัมพันธ์กับราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิซึ่งใช้เป็นตัวแปรควบคุมในการศึกษาในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ 0.284 นอกจากนี้ ยังมีความสัมพันธ์เชิงลบกับรายการคงค้าง โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ -0.041 และมีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เท่ากับ 0.298 แสดงถึงว่าราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมากกว่ารายการคงค้าง

สรุปได้ว่าราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในเชิงบวก แต่มีความสัมพันธ์กับรายการคงค้างในเชิงลบ

ในส่วนของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันนั้น ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับรายการคงค้าง และมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.206 และ 0.514 ตามลำดับ ส่วนรายการคงค้างกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ -0.659 ซึ่งถือว่ามีความสัมพันธ์กันค่อนข้างมาก และจากความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่กล่าวมา แม้จะพบความสัมพันธ์ระหว่างกันอย่างมีนัยสำคัญจากค่าสถิติที่ทดสอบแบบ 2 ทาง (2-tailed) ที่น้อยกว่าระดับนัยสำคัญ (Significant Level) ที่กำหนดไว้ คือ 0.05 แต่เมื่อพิจารณาจากเงื่อนไขของการวิเคราะห์ถดถอยเชิงซ้อนแบบพหุคูณในส่วนของการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ โดยพิจารณาจากค่า VIF พบว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษามีค่า VIF น้อยกว่า 10 นั้นแสดงว่าตัวแปรอิสระตัวหนึ่งมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระที่เหลือไม่มาก

1

---

<sup>1</sup> ภาคผนวก ข

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์นี้เป็นเพียงการทดสอบถึงทิศทางและความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระ และตัวแปรอิสระด้วยกันเองในเบื้องต้น ก่อนนำไปวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณเพื่อทดสอบสมมติฐานของการศึกษาในครั้งนี้ ดังจะกล่าวต่อไป

#### 4.2 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระต่างๆ โดยใช้สมการแบบโครงสร้างพื้นฐาน (Base Model) ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ซึ่งแยกแสดงได้เป็น 3 สมการ เพื่อแสดงถึงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของแต่ละตัวแปรอิสระที่ทำการศึกษา ทั้งนี้ ได้วิเคราะห์ผลโดยแสดงถึงค่า P-Value ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 และค่า  $adj R^2$  จากนั้นนำค่า  $adj R^2$  ที่ได้มาดูถึงแนวโน้มความสามารถของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา ผลการวิเคราะห์นั้นแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์ (P) กับตัวแปรอิสระต่างๆ ตั้งแต่ปี 2542 – 2548 ซึ่งได้แก่ รายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน โดยที่มีราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิเป็นตัวแปรควบคุม

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ได้จากสมการในการศึกษาครั้งนี้ สรุปได้ดังนี้

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it-1} + \alpha_2 ACC_{it} + \alpha_3 CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

จากสมการที่ (1) ข้างต้น เป็นการศึกษถึงความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน โดยที่มีข้อมูลราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิเป็นตัวแปรควบคุม ซึ่งจากสมการดังกล่าวสามารถแยกส่วนประกอบได้เป็น 2 สมการ ดังนี้

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 ACC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$P_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 BV_{it-1} + \gamma_2 CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

สมการที่ (2) และ (3) เป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับรายการคงค้าง และระหว่างราคาหลักทรัพย์กับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ตามลำดับ โดยที่มี

ข้อมูลราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิเป็นตัวแปรควบคุมเช่นเดียวกัน ในการศึกษานี้ใช้รายการคงค้างเป็นตัวแทนของกำไรสุทธิในส่วนที่เป็นเกณฑ์คงค้างและใช้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นตัวแทนของกำไรสุทธิในส่วนที่เป็นเกณฑ์เงินสด

ในการวิเคราะห์ผลจะใช้ค่า  $adj R^2$  ของแต่ละสมการ เป็นตัวอธิบายถึงความสามารถและแนวโน้มความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ทั้งนี้ ได้อ้างอิงมาจากผลงานวิจัยของ Collins et al. (1997) ที่ใช้ค่า  $adj R^2$  เป็นตัววัดถึงความสามารถและแนวโน้มความสามารถของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาดังกล่าว

ในการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิตินั้นได้มีการตัดชุดข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outliers) ของตัวแปรตามออก 5% เพื่อให้ความสัมพันธ์ของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระอยู่ในรูปเชิงเส้น (Swanson, Rees และ Juarez-Valdes, 2003, Easton และ Harris, 1991 และ Schwertman และ Silva, 2007) ก่อนหาค่าสัมประสิทธิ์เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยต่อไป โดยมีการตัดค่าผิดปกติของชุดข้อมูลจากข้อมูลจำนวน 1,426 ข้อมูล ที่นำมาวิเคราะห์ผลรวม 7 ปี พบค่าผิดปกติและทำการตัดออกจำนวน 144 ข้อมูล คือค่าสูงผิดปกติ 72 ข้อมูล และค่าต่ำผิดปกติอีก 72 ข้อมูล จึงเหลือข้อมูลสำหรับการวิเคราะห์ผลโดยรวมจำนวน 1,282 ข้อมูล นอกจากนี้ในส่วน of ข้อมูลรายปี ข้อมูลรวม 3 ปี และข้อมูลรวม 4 ปี ก็มีการตัดค่าผิดปกติของข้อมูลตัวแปรตามออก 5% เช่นกัน

**ตารางที่ 4.3 แสดงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์  
ของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานร่วมกัน**

$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it-1} + \alpha_2 ACC + \alpha_3 CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$					
Year	$\alpha_0$	BV	ACC	CFO	adj $R^2_{(1)}$
2542	18.757 (0.004)	0.190 (0.232)	2.321 (<0.001)	1.763 (0.001)	0.123
2543	12.100 (0.008)	0.378 (<0.001)	0.963 (0.034)	0.448 (0.370)	0.148
2544	3.198 (0.300)	0.313 (<0.001)	3.352 (<0.001)	3.816 (<0.001)	0.600
2542 - 2544 (3 ปีแรก)	10.794 (<0.001)	0.343 (<0.001)	1.871 (<0.001)	1.687 (<0.001)	0.229
2545	1.437 (0.627)	0.328 (<0.001)	3.204 (<0.001)	3.429 (<0.001)	0.493
2546	1.359 (0.619)	0.249 (<0.001)	6.445 (<0.001)	7.176 (<0.001)	0.690
2547	3.630 (0.223)	-0.105 (0.280)	4.308 (<0.001)	6.937 (<0.001)	0.609
2548	12.123 (<0.001)	-0.433 (<0.001)	1.483 (0.208)	4.440 (<0.001)	0.399
2545 - 2548 (4 ปีหลัง)	4.611 (0.005)	0.141 (<0.001)	4.131 (<0.001)	4.917 (<0.001)	0.474
Pooled	7.213 (<0.001)	0.262 (<0.001)	2.378 (<0.001)	2.868 (<0.001)	0.326

หมายเหตุ : จากตารางข้างต้นแสดงค่าเฉลี่ยของค่าสัมประสิทธิ์ที่มีความถดถอย และค่า P-Value จากสมการถดถอย (1) ในแต่ละปี ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ซึ่งค่า P-Value แสดงอยู่ในวงเล็บ และแสดงผลการวิเคราะห์รวม 3 ปีแรก (2542 – 2544) รวม 4 ปีหลัง (2545 – 2548) และ รวม 7 ปี (Pooled) ในบรรทัดสุดท้าย โดยที่ N = จำนวนข้อมูล ภายหลังตัดจุดข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์และค่าผิดปกติ (Outliers) 5%

สัญลักษณ์  $P_{it}$  แทน ราคาหุ้นของบริษัท i ณ วันสิ้นปี t  
 $BV_{it-1}$  แทน ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิต่อหุ้นของบริษัท i ณ วันต้นปี t  
 $ACC_{it}$  แทน รายการคงค้างต่อหุ้นของบริษัท i ณ วันสิ้นปี t  
 $CFO_{it}$  แทน กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นของบริษัท i ณ วันสิ้นปี t  
 $adj R^2_{(1)}$  แทน ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานร่วมกัน

### ผลการวิเคราะห์

ตารางที่ 4.3 จากการวิเคราะห์ถดถอยแบบ Pooled มีนัยสำคัญ (Significant) ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ได้ค่า  $\text{adj } R^2$  เท่ากับ 0.326 ซึ่งให้เห็นว่ารายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ร่วมกันประมาณ 32.6% ซึ่งถือว่ายังมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ไม่มากนัก ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะข้อมูลที่ทำการศึกษาอยู่นั้นอยู่ใน 2 ช่วงเวลา คือ ช่วงที่เกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจในประเทศไทย (ปี 2542 – 2544) และช่วงที่เศรษฐกิจในประเทศไทยเข้าสู่ภาวะปกติ (ปี 2545 – 2548) ซึ่งหากพิจารณาค่า  $\text{adj } R^2$  ของช่วง 3 ปีแรก และช่วง 4 ปีหลัง จะเห็นว่าความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ร่วมกันมีประมาณ 22.9% และ 47.4% ตามลำดับ ในช่วงที่เศรษฐกิจอยู่ในภาวะปกติข้อมูลทางบัญชีที่ใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์มีความสามารถของข้อมูลมากกว่าช่วงที่เศรษฐกิจตกต่ำ อาจเนื่องมาจากความผันผวนของข้อมูลในช่วงที่เกิดวิกฤติทางเศรษฐกิจทำให้ข้อมูลรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในช่วงดังกล่าวไม่สามารถใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีเท่าที่ควร อย่างไรก็ตาม ยังไม่สามารถบอกได้ว่าข้อมูลทางบัญชีที่ใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ข้อมูลใดมีความสามารถมากกว่า เนื่องจากการดูความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานร่วมกัน ทั้งนี้จะพิจารณาได้จากตารางที่ 4.4 และ 4.5 ดังจะกล่าวต่อไป

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

**ตารางที่ 4.4 แสดงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์  
ของรายการคงค้าง**

$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 ACC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$				
Year	$\beta_0$	BV	ACC	adj $R^2_{(2)}$
2542	15.117 (0.022)	0.484 (<0.001)	1.115 (0.007)	0.071
2543	12.102 (0.008)	0.436 (<0.001)	0.746 (0.051)	0.149
2544	3.319 (0.361)	0.765 (<0.001)	-0.262 (0.480)	0.445
2542 - 2544 (3 ปีแรก)	9.843 (0.001)	0.576 (<0.001)	0.713 (0.001)	0.182
2545	3.193 (0.342)	0.519 (<0.001)	-0.647 (0.161)	0.342
2546	6.235 (0.103)	0.757 (<0.001)	-0.443 (0.104)	0.387
2547	1.013 (0.787)	0.657 (<0.001)	-3.893 (<0.001)	0.379
2548	10.323 (0.003)	-0.007 (0.934)	-4.685 (<0.001)	0.286
2545 - 2548 (4 ปีหลัง)	5.655 (0.003)	0.548 (<0.001)	-1.095 (<0.001)	0.282
Pooled	6.722 (<0.001)	0.566 (<0.001)	-0.074 (0.627)	0.217

หมายเหตุ : จากตารางข้างต้นแสดงค่าเฉลี่ยของค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย และค่า P-Value จากสมการถดถอย (2) ในแต่ละปี ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ซึ่งค่า P-Value แสดงอยู่ในวงเล็บ และแสดงผลการวิเคราะห์รวม 3 ปีแรก (2542 – 2544) รวม 4 ปีหลัง (2545 – 2548) และ รวม 7 ปี (Pooled) ในบรรทัดสุดท้าย โดยที่ N = จำนวนข้อมูล ภายหลังตัดชุดข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์และค่าผิดปกติ (Outliers) 5%  
สัญลักษณ์  $P_{it}$  แทน ราคาหุ้นของบริษัท i ณ วันสิ้นปี t

$BV_{it}$  แทน ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิต่อหุ้นของบริษัท i ณ วันต้นปี t

$ACC_{it}$  แทน รายการคงค้างต่อหุ้นของบริษัท i ณ วันสิ้นปี t

adj  $R^2_{(2)}$  แทน ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้าง

**ตารางที่ 4.5 แสดงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์  
ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน**

$P_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 BV_{it-1} + \gamma_2 CFO_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$				
Year	$\gamma_0$	BV	CFO	adj $R^2_{(3)}$
2542	13.084 (0.050)	0.294 (0.076)	0.230 (0.577)	0.032
2543	10.336 (0.021)	0.446 ( $<0.001$ )	-0.123 (0.772)	0.131
2544	1.367 (0.686)	0.536 ( $<0.001$ )	1.504 ( $<0.001$ )	0.514
2542 - 2544 (3 ปีแรก)	7.728 (0.006)	0.465 ( $<0.001$ )	0.433 (0.050)	0.172
2545	0.936 (0.765)	0.418 ( $<0.001$ )	1.649 ( $<0.001$ )	0.429
2546	5.630 (0.117)	0.624 ( $<0.001$ )	1.293 ( $<0.001$ )	0.488
2547	2.365 (0.444)	0.067 (0.464)	4.891 ( $<0.001$ )	0.575
2548	11.757 ( $<0.001$ )	-0.377 ( $<0.001$ )	3.618 ( $<0.001$ )	0.398
2545 - 2548 (4 ปีหลัง)	4.911 (0.005)	0.344 ( $<0.001$ )	2.012 ( $<0.001$ )	0.385
Pooled	5.832 ( $<0.001$ )	0.393 ( $<0.001$ )	1.231 ( $<0.001$ )	0.266

หมายเหตุ : จากตารางข้างต้นแสดงค่าเฉลี่ยของค่าสัมประสิทธิ์ที่ความถดถอย และค่า P-Value จากสมการถดถอย (3) ในแต่ละปี ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ซึ่งค่า P-Value แสดงอยู่ในวงเล็บ และแสดงผลการวิเคราะห์รวม 3 ปีแรก (2542 – 2544) รวม 4 ปีหลัง (2545 – 2548) และ รวม 7 ปี (Pooled) ในบรรทัดสุดท้าย โดยที่ N = จำนวนข้อมูล ภายหลังตัดชุดข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์และค่าผิดปกติ (Outliers) 5%  
สัญลักษณ์  $P_{it}$  แทน ราคาหุ้นของบริษัท i ณ วันสิ้นปี t

$BV_{it-1}$  แทน ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิต่อหุ้นของบริษัท i ณ วันต้นปี t

$CFO_{it}$  แทน กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นของบริษัท i ณ วันสิ้นปี t

adj  $R^2_{(3)}$  แทน ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

## ผลการวิเคราะห์

ตารางที่ 4.4 และ ตารางที่ 4.5 จากการวิเคราะห์ถดถอยแบบ Pooled มีนัยสำคัญ (Significant) ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ได้ค่า  $adj R^2$  เท่ากับ 0.217 และ 0.266 ตามลำดับ ซึ่งให้เห็นว่ารายการคงค้างมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ( $adj R^2_{(2)}$ ) ประมาณ 21.7% และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ( $adj R^2_{(3)}$ ) ประมาณ 26.6% ซึ่งโดยรวมแล้วกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้าง แต่หากพิจารณาตามช่วงเศรษฐกิจจะเห็นว่าในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ (3 ปีแรก) ผลทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 รายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ใกล้เคียงกัน นั่นคือ ค่า  $adj R^2_{(2)}$  และ  $adj R^2_{(3)}$  เท่ากับ 18.2% และ 17.2% ตามลำดับ ส่วนช่วง 4 ปีหลัง ที่เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะปกติ ผลทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 รายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้แตกต่างกัน นั่นคือ ค่า  $adj R^2_{(2)}$  และ  $adj R^2_{(3)}$  เท่ากับ 28.2% และ 38.5% ตามลำดับ การที่ความสามารถของข้อมูลดังกล่าวในช่วง 4 ปีหลัง มีมากกว่าช่วง 3 ปีแรก อาจเป็นเพราะในช่วงที่เศรษฐกิจเจริญเติบโตและเจริญเติบโตเต็มที่มีช่วงที่ก่อให้เกิดกำไรและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ส่วนช่วงเศรษฐกิจตกต่ำนั้นมูลค่าการก่อให้เกิดกระแสเงินสดในอนาคตจากการดำเนินงานยังคงมีอยู่แต่โอกาสในการเจริญเติบโตถูกจำกัดและทำกำไรได้น้อยลง (Black, 1998) อาจทำให้นักลงทุนไม่เชื่อถือข้อมูลที่กิจการเปิดเผยมากเท่ากับช่วงที่เศรษฐกิจอยู่ในภาวะปกติ นอกจากนี้ การที่ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในช่วง 4 ปีหลังมากกว่ารายการคงค้าง อาจเนื่องมาจากนักลงทุนยังคงติดกับภาพความผันผวนของเศรษฐกิจจากช่วง 3 ปีแรก ทำให้เชื่อถือในข้อมูลตามเกณฑ์คงค้างน้อยลงและมองหาข้อมูลอื่นๆ ที่น่าจะให้ประโยชน์ต่อการตัดสินใจที่ดีขึ้น

เมื่อเปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในแต่ละปีจะเห็นว่าความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีมากกว่าความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้าง ยกเว้นปี 2542 และ 2543 ซึ่งถือเป็นช่วงปีแรกๆ ของการศึกษา ได้ค่า  $adj R^2_{(3)}$  เท่ากับ 0.032 และ 0.131 ตามลำดับ ซึ่งน้อยกว่าค่า  $adj R^2_{(2)}$  ที่มีค่าเท่ากับ 0.071 และ 0.149 ตามลำดับ นั่นคือกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานยังมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ไม่มากไปกว่ารายการคงค้างในช่วง 2 ปีดังกล่าว ซึ่งเป็นช่วงที่เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะตกต่ำ ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะนักลงทุนส่วนใหญ่ยังไม่เห็นถึง



ความสำคัญของข้อมูลกระแสเงินสด และอาจเป็นผลมาจากการตกแต่งตัวเลขกำไรที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้นเนื่องจากปกปิดผลการดำเนินงานที่แท้จริงเพราะอยู่ในช่วงเศรษฐกิจขาลง ซึ่งทำให้นักลงทุนที่ไม่มีประสบการณ์มากนักเข้าใจผิดได้ทั้งที่มูลค่าบริษัทที่แท้จริงไม่ใช่อย่างที่เปิดเผย (Yoon และ Miller, 2003) สรุปผลการวิเคราะห์จากตารางที่ 4.4 และ ตารางที่ 4.5 ได้ว่าข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและรายการคงค้างมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้แตกต่างกัน



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

**ตารางที่ 4.6 แสดงแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์  
ของรายการคงค้างกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน**

$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it-1} + \alpha_2 ACC + \alpha_3 CFO_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$					
$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 ACC_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$					
$P_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 BV_{it-1} + \gamma_2 CFO_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$					
Year	adj R <sup>2</sup> <sub>(1)</sub>	adj R <sup>2</sup> <sub>(2)</sub>	adj R <sup>2</sup> <sub>(3)</sub>	adj R <sup>2</sup> <sub>(1)</sub> - adj R <sup>2</sup> <sub>(3)</sub> (Incr. ACC)	adj R <sup>2</sup> <sub>(1)</sub> - adj R <sup>2</sup> <sub>(2)</sub> (Incr. CFO)
2542	0.123	0.071	0.032	0.091	0.052
2543	0.148	0.140	0.131	0.017	0.000
2544	0.599	0.444	0.513	0.086	0.155
2542 – 2544 (3 ปีแรก)	0.229	0.182	0.172	0.057	0.047
2545	0.493	0.342	0.429	0.064	0.151
2546	0.690	0.387	0.458	0.232	0.303
2547	0.609	0.379	0.575	0.034	0.230
2548	0.399	0.286	0.398	0.001	0.113
2545 – 2548 (4 ปีหลัง)	0.474	0.282	0.385	0.089	0.192
Pooled	0.326	0.217	0.266	0.060	0.109

หมายเหตุ : จากตารางข้างต้นแสดงแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในแต่ละปี และแสดงผลรวม 3 ปีแรก (2542 – 2544) รวม 4 ปีหลัง (2545 – 2548) และ รวม 7 ปี (Pooled) ในบรรทัดสุดท้าย

โดยที่ N = จำนวนข้อมูล ภายหลังตัดจุดข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์และค่าผิดปกติ (Outliers) 5%

สัญลักษณ์ adj R<sup>2</sup><sub>(1)</sub> แทน ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานร่วมกัน

adj R<sup>2</sup><sub>(2)</sub> แทน ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้าง

adj R<sup>2</sup><sub>(3)</sub> แทน ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

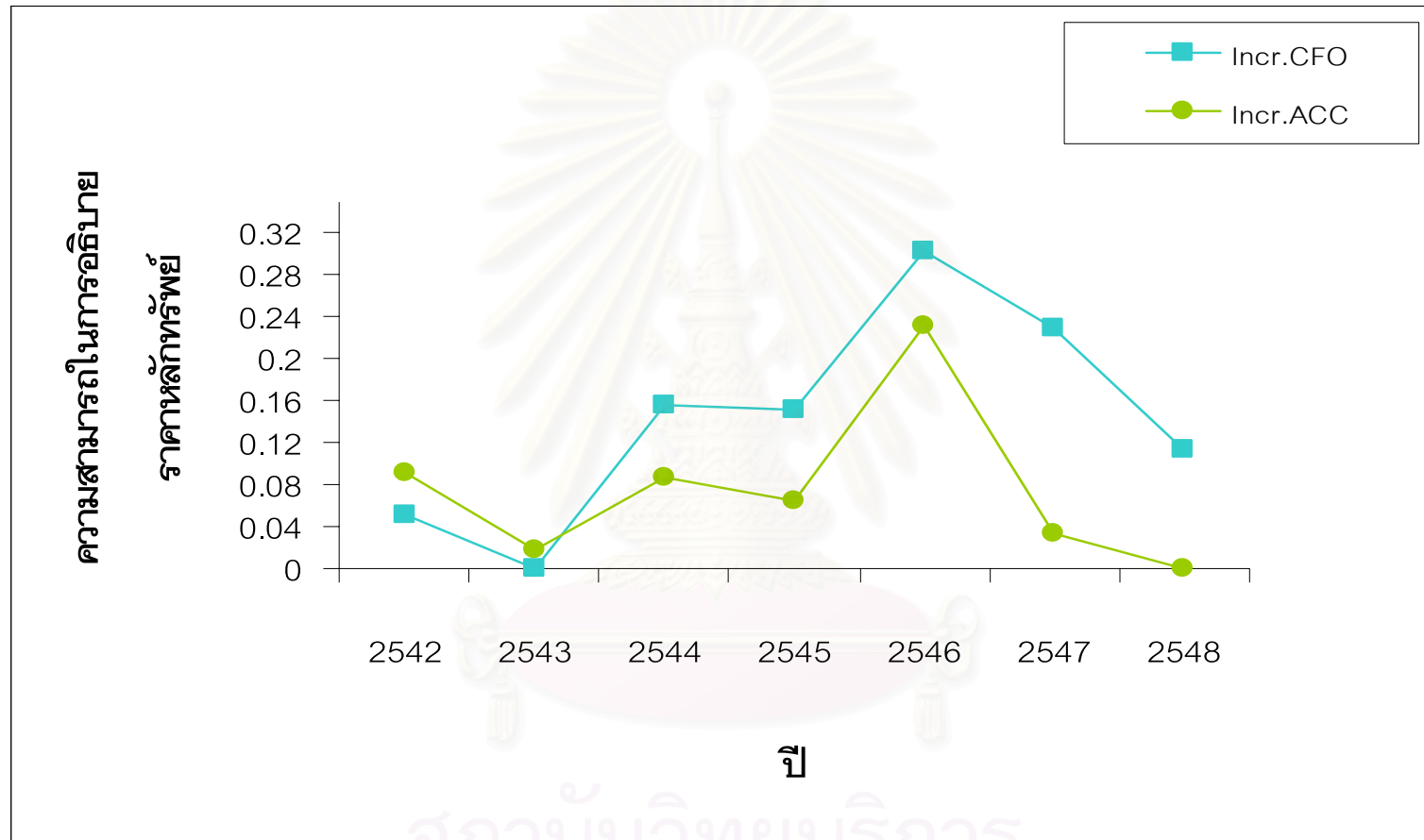
Incr. ACC แทน แนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้าง

Incr. CFO แทน แนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

## ผลการวิเคราะห์

ตารางที่ 4.6 แสดงถึงแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้าง (Incr. ACC) กับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Incr. CFO) ว่าในแต่ละปีจะมีค่าความสามารถเพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างไร จากตารางดังกล่าวจะเห็นว่าแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานลดลงและเพิ่มขึ้นในแต่ละปี และลดลงติดกันในช่วง 2 ปีสุดท้าย การที่ข้อมูลทางบัญชีทั้งสองตัวมีแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ลดลงในปีสุดท้าย อาจเป็นเพราะในปี 2548 เป็นปีที่เศรษฐกิจในประเทศไทยเริ่มเข้าสู่วิกฤติทางเศรษฐกิจอีกครั้งเหมือนกับช่วงปี 2540 – 2541 ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Dechow (1994) ที่พบว่าข้อมูลกำไรตามเกณฑ์คงค้างจะมีปัญหาในเรื่องของความทันเวลาและหลักการจับคู่ที่รุนแรงกว่าข้อมูลกระแสเงินสดหากเศรษฐกิจอยู่ในช่วงขาลง ทำให้นักลงทุนเชื่อถือข้อมูลทางบัญชีน้อยลง เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ บัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์ (2545) ที่พบว่า บริษัทที่ประสบกับปัญหาทางผลการดำเนินงาน ทำให้กำไรของกิจการลดความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ลง ซึ่งอาจเป็นผลมาจากแนวทางปฏิบัติทางบัญชีในเรื่องหลักความระมัดระวังที่ทำให้เกิดโอกาสในการบันทึกรายการที่ไม่เท่าเทียมกัน ทำให้กำไรต่ำกว่าความคาดหวังของนักลงทุน และส่งผลต่อความสามารถของกำไรตามเกณฑ์คงค้างในการอธิบายราคาหลักทรัพย์

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ภาพที่ 3 กราฟแสดงแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของ  
รายการคงค้างกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

เมื่อนำข้อมูลจากตารางที่ 4.6 มาสร้างเป็นกราฟจะเห็นภาพได้ชัดเจนยิ่งขึ้นถึงแนวโน้มความสามารถของข้อมูลทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ เส้นบน (Incr.CFO) และเส้นล่าง (Incr.ACC) แสดงถึงแนวโน้มความสามารถของข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและรายการคงค้างในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ตามลำดับ จากภาพจะเห็นว่าทั้ง Incr.CFO และ Incr.ACC ลดลงและเพิ่มขึ้นในแต่ละปีจนลดลงในช่วง 2 ปีสุดท้าย อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี จะเห็นว่าเส้น Incr. CFO อยู่ต่ำกว่าเส้น Incr.ACC เพียงช่วง 2 ปีแรก (2542 – 2543) เท่านั้น แต่อีก 5 ปีถัดมา (2544 – 2548) เส้น Incr. CFO อยู่สูงกว่าเส้น Incr.ACC นั้นแสดงถึงแนวโน้มความสามารถของข้อมูลทั้งสองตัวในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่า กระแสเงินสดมีแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ารายการคงค้าง

### สรุปผลการวิเคราะห์

จากสมมติฐานการวิจัยที่ว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีแนวโน้มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ารายการคงค้าง ผลการวิจัยพบว่า แนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเพิ่มขึ้นมากกว่าแนวโน้มความสามารถของรายการคงค้าง อาจเนื่องมาจากรายการคงค้างซึ่งถือเป็นข้อมูลกำไรตามเกณฑ์คงค้างแม้ว่าจะมีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของนักลงทุน แต่ตัวเลขกำไรที่รายงานอาจเป็นผลจากการตกแต่งตัวเลขที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น ซึ่งหากนักลงทุนรับรู้ถึงข้อมูลนี้อาจทำให้ข้อมูลกำไรขาดความน่าเชื่อถือได้ นอกจากนี้ การเลือกใช้วิธีการทางบัญชีในการปฏิบัติทางบัญชีเดียวกันโดยผู้บริหาร ซึ่ง GAAP ยอมให้มีวิธีการทางบัญชีมากกว่าหนึ่งวิธีในการปฏิบัติทางบัญชีเดียวกัน ทำให้เกิดการเลือกใช้วิธีการต่างๆ เพื่อประโยชน์สูงสุด และเป็นไปได้ว่ารายการทางเศรษฐกิจเดียวกันของแต่ละบริษัทอาจมีวิธีการบัญชีที่แตกต่างกันทำให้ข้อมูลกำไรนั้นยากต่อการนำมาเปรียบเทียบ จากปัญหาที่กล่าวมาส่งผลให้นักลงทุนมองหาข้อมูลอื่นที่ให้ประโยชน์ต่อการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจ ซึ่งหากกำไรที่เป็นข้อมูลตามเกณฑ์คงค้าง (รายการคงค้างทางบัญชี) ลดความน่าเชื่อถือลง ข้อมูลที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์เงินสดซึ่งเปรียบเสมือนกำไรตามเกณฑ์เงินสด (กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน) ที่ช่วยในการประเมินสภาพคล่องของกิจการรวมทั้งประเมินความสามารถในการทำกำไร จึงเป็นข้อมูลตัวหนึ่งที่น่าสนใจ ประกอบกับการที่มีการกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต้องจัดทำกระแสเงินสด ดังนั้น ข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสดจึงน่าจะให้ประโยชน์แก่นักลงทุนในการตัดสินใจได้

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการวิจัย

ในการศึกษาแนวโน้มของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นการศึกษาถึงแนวโน้มของความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีดังกล่าว เป็นผลมาจากการที่นักลงทุนมีความรู้ความสามารถเพิ่มขึ้น และข้อมูลทางบัญชีที่ช่วยในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจก็มีมากมาย แต่ผู้ใช้ข้อมูลส่วนใหญ่มักมองที่ตัวกำไรซึ่งเป็นข้อมูลที่จัดทำขึ้นภายใต้เกณฑ์คงค้าง ว่าบริษัทใดทำกำไรได้ดีก็น่าจะสะท้อนถึงความสามารถในการทำงานของบริษัทนั้น จนอาจลืมนมองไปว่าตัวเลขกำไรที่เปิดเผยเป็นกำไรที่เกิดจากผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการหรือไม่ และข้อมูลกำไรเป็นข้อมูลที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้างทางบัญชี ซึ่งมีวิธีการต่างๆ ที่ผู้บริหารจะใช้เพื่อให้ผลการดำเนินงานของกิจการออกมาเป็นที่น่าพอใจก็เป็นได้ ดังนั้น ผู้ทำวิจัยจึงสนใจว่าหากเป็นข้อมูลกำไรที่เกิดจากเกณฑ์เงินสด (กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน) จะมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุนได้ดีกว่าข้อมูลกำไรตามเกณฑ์คงค้าง (รายการคงค้าง) หรือไม่ โดยใช้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นตัวแทนของข้อมูลกำไรจากการดำเนินงานตามเกณฑ์เงินสด และใช้รายการคงค้างเป็นตัวแทนของข้อมูลกำไรจากการดำเนินงานตามเกณฑ์คงค้าง ซึ่งงานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อตอบปัญหาการวิจัย ดังนี้

1. เพื่อศึกษาความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์
2. เพื่อศึกษาแนวโน้มความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์

จากการวิเคราะห์ผลทางสถิติสามารถสรุปผลการวิจัยแยกตามวัตถุประสงค์การวิจัยข้างต้น ได้ดังนี้

ความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์

จากผลการวิเคราะห์ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ผลการวิจัยพบว่า นอกเหนือจากปี 2542 – 2543 ที่รายการคงค้างมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานแล้ว ในปีอื่นๆ (2544 – 2548) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้าง โดยเฉพาะในช่วงที่เศรษฐกิจของประเทศไทยอยู่ในภาวะปกติ ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Collins et al. (1997) ที่ไม่สนับสนุนข้อมูลกำไรตามเกณฑ์คงค้าง และเห็นว่าแนวโน้มของข้อมูลกำไรมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ลดลงทุกช่วงปี นอกจากนี้เมื่อพิจารณาผลโดยรวม (Pooled) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานก็ยังคงมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้าง และหากแยกวิเคราะห์ตามภาวะเศรษฐกิจแล้ว ช่วงเศรษฐกิจตกต่ำ (3 ปีแรก) ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและรายการคงค้างมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้น้อยกว่าช่วงเศรษฐกิจปกติ (4 ปีหลัง)

สรุปว่า ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและรายการคงค้างมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้แตกต่างกัน โดยที่ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ารายการคงค้างทางบัญชี

แนวโน้มความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์

จากผลการวิเคราะห์แนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ารายการคงค้างไม่ว่าจะเป็นผลโดยรวม (Pooled) หรือผลแต่ละปี มีเพียงปี 2542 – 2543 ที่รายการคงค้างมีแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน นอกจากนี้ หากแยกวิเคราะห์ตามภาวะเศรษฐกิจแล้ว ทั้งข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและรายการคงค้าง มีแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำ (3 ปีแรก) ได้น้อยกว่าช่วงเศรษฐกิจปกติ (4 ปีหลัง) โดยที่ช่วงเศรษฐกิจตกต่ำ

รายการคงค้างมีแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากระแสเงินสด จากกิจกรรมดำเนินงานเล็กน้อย ส่วนช่วงเศรษฐกิจปกติกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้าง

สรุปว่าข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและรายการคงค้างมีแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้แตกต่างกัน โดยที่ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ารายการคงค้างทางบัญชี

## 5.2 ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาถึงความสามารถและแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน พบว่าข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในระยะเริ่มแรกของการศึกษานั้นมีความสามารถไม่มากไปกว่ารายการคงค้าง แต่ในปีต่อๆ มา กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่า และมีแนวโน้มความสามารถที่เพิ่มขึ้นมากกว่ารายการคงค้าง อย่างไรก็ตามหากใช้ข้อมูลทั้งรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานร่วมกันแล้วจะพบว่ามีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่าการใช้เพียงข้อมูลตัวใดตัวหนึ่ง ดังนั้น หากนักลงทุนมัดตมองถึงตัวกำไรรวมเป็นตัวแทนของผลการดำเนินงานในปัจจุบัน รวมทั้งใช้ประเมินกำไรในอนาคตของกิจการและนำไปเป็นข้อมูลในการตัดสินใจ ก็อาจทำให้เกิดผลเสียมากกว่าผลดีได้ จึงควรนำข้อมูลอื่นไปพิจารณาประกอบการตัดสินใจเพื่อการลงทุนในหลักทรัพย์ให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุด ซึ่งกระแสเงินสดก็เป็นข้อมูลที่ดีตัวหนึ่ง ช่วยทำให้มองเห็นถึงสภาพคล่องทางการเงินของกิจการ และประเมินความสามารถในการทำกำไรได้

จากการที่ Sloan (1996) ได้กล่าวไว้ว่า กำไรสุทธิทางบัญชีมีส่วนประกอบ 2 ส่วน คือ กำไรส่วนที่เป็นเกณฑ์คงค้างและกำไรส่วนที่เป็นกระแสเงินสด ซึ่งหากมีส่วนที่เป็นกระแสเงินสดมากจะช่วยเพิ่มความถาวรของกำไรได้อย่างต่อเนื่องมากกว่าการที่มีกำไรที่เป็นเกณฑ์คงค้างเป็นจำนวนมาก ดังนั้น หากเราพิจารณาข้อมูลกระแสเงินสดประกอบการตัดสินใจก็จะทำให้ทราบว่ากำไรที่รายงานนั้นเป็นผลมาจากส่วนประกอบใด ในสัดส่วนเท่าไร การจัดทำกระแสเงินสดก็เป็นอีกหนึ่งแหล่งข้อมูลสำหรับนักลงทุนในการประเมินความน่าเชื่อถือของข้อมูลกำไรตามเกณฑ์คงค้าง ซึ่งในประเทศไทยนิยมใช้วิธีทางอ้อม (Indirect Method) ในการจัดทำกระแสเงินสดมากกว่าวิธีทางตรง (Direct Method) เนื่องจากคณะกรรมการมาตรฐานบัญชีแห่งประเทศไทยได้



ออกมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 25 เรื่องงบกระแสเงินสด กำหนดให้รายงานการเปลี่ยนแปลงใน เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด หากบริษัทใดจัดทำงบกระแสเงินสดด้วยวิธีทางตรงก็ต้องทำวิธี ทางอ้อมควบคู่กันไปด้วย ดังนั้น บริษัทส่วนใหญ่จึงนิยมทำวิธีทางอ้อมวิธีเดียว อีกทั้งวิธีทางอ้อมนี้ ยังทำให้ทราบถึงสาเหตุที่ทำให้กำไรตามเกณฑ์คงค้างเกิดความแตกต่างจากกำไรที่เป็นกระแสเงินสด เพราะเป็นวิธีที่นำกำไรขาดทุนทางบัญชีมาปรับปรุงด้วยผลกระทบของรายการที่ไม่เกี่ยวข้อง กับการกระแสเงินสด ไม่ว่าจะเป็นผลมาจากเหตุการณ์ของการดำเนินงาน การลงทุน หรือการจัดหา เงิน ทำให้เห็นถึงส่วนประกอบต่างๆ ของกำไรในมุมมองที่กว้างขึ้น

### 5.3 ข้อเสนอแนะของการวิจัยในอนาคต

1. ในการวิจัยครั้งนี้ไม่ได้วิเคราะห์ข้อมูลแยกตามรายกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนั้น การวิจัย ในอนาคตอาจวิเคราะห์ข้อมูลแยกตามรายกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อให้ทราบถึง ความสามารถและแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของข้อมูล ที่ทำการศึกษว่าแตกต่างกันหรือไม่ อย่างไร ในแต่ละอุตสาหกรรม โดยอาจเลือกกลุ่ม อุตสาหกรรมที่คาดว่าจะมีผลการวิเคราะห์ที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ นอกจากนี้ ไม่ได้นำข้อมูลจำแนกตามส่วนงาน (Segment Report) มาพิจารณา ประกอบการศึกษาด้วย ทำให้ไม่ทราบว่าผลการดำเนินงานของกิจการที่ส่งผลกระทบต่อ ราคาหลักทรัพย์มาจากการดำเนินงานในส่วนใด มากน้อยเพียงไร ดังนั้น การวิจัยใน อนาคตอาจนำข้อมูลมาแยกศึกษาตามส่วนงาน เช่น นำข้อมูลกระแสเงินสดมาแยก เป็นของแต่ละส่วนงาน แล้วนำกำไรจากแต่ละส่วนงานมาปรับปรุงกับส่วนงานนั้นๆ เป็นต้น เพื่อให้ได้ผลการวิเคราะห์ที่แยกตามส่วนงานและทำให้ผู้ใช้ข้อมูลทราบว่า ข้อมูลทางบัญชีของแต่ละส่วนงานมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากน้อย เพียงใด
2. ในการวิจัยครั้งนี้ไม่ได้มีการนำปัจจัยที่อาจส่งผลกระทบต่อการอธิบายราคา หลักทรัพย์มาทำการศึกษาเพิ่มเติม รวมทั้งในอนาคตเมื่อผู้ลงทุนมีความรู้มากขึ้นก็ น่าจะมีการใช้ปัจจัยอื่นๆ ในการวิเคราะห์ข้อมูลมากขึ้น เนื่องจากข้อจำกัดทางด้าน เวลาที่ทำการศึกษาทำให้ผู้ทำวิจัยไม่ได้นำปัจจัยอื่นๆ มาพิจารณาร่วมด้วย ดังนั้น การวิจัยในอนาคตอาจนำปัจจัยต่างๆ มาพิจารณาเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา เช่น วิเคราะห์ผลเปรียบเทียบระหว่างกิจการที่มีและไม่มีการลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตน วิเคราะห์ผลระหว่างกิจการที่มีผลกำไรจากการดำเนินงานเปรียบเทียบกับกิจการที่มี

ผลขาดทุนจากการดำเนินงาน วิเคราะห์ผลเปรียบเทียบระหว่างกิจการที่มีและไม่มี  
รายการพิเศษหรือรายการที่ไม่เกิดขึ้นบ่อย เป็นต้น

3. ในการวิจัยครั้งนี้ไม่ได้มีการควบคุมเกี่ยวกับสัดส่วนการหมุนเวียนของหุ้นในตลาด  
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Free Float) เนื่องจากแต่ละบริษัทมีผู้เข้ามาถือหุ้นมาก  
น้อยต่างกัน ซึ่งหากหุ้นอยู่ในมือผู้ถือหุ้นรายใหญ่มาก (หุ้นที่มีการหมุนเวียนในตลาด  
ไม่มาก) เป็นไปได้ว่าข้อมูลทางบัญชีจะไม่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจเท่าที่ควร  
ดังนั้น ในการศึกษาครั้งต่อไปอาจตัดหุ้นที่มีการหมุนเวียนในตลาดน้อยออกจาก  
การศึกษา
4. เนื่องจากมีข้อจำกัดในด้านเวลาที่ทำการศึกษา ผู้ทำวิจัยจึงศึกษาเพียง 7 ปี ดังนั้น ใน  
อนาคตอาจทำการวิจัยโดยเพิ่มระยะเวลาการศึกษาให้มากขึ้น เพื่อให้เห็นแนวโน้มที่  
ชัดเจนยิ่งขึ้น



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## รายการอ้างอิง

### ภาษาไทย

- กัลยา วานิชย์บัญชา. (2538). การวิเคราะห์สถิติเพื่อธุรกิจ : สถิติเพื่อการตัดสินใจทางธุรกิจ. กรุงเทพฯ : โรงพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- กัลยาณี กิตติจิตต์ และสุภาพนา จีนไพศาล. (2540). การบัญชีบริหาร. กรุงเทพฯ : เอช เอ็น กรุ๊ป.
- นิมนวล เขียวรัตน์. (2539). ผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิทางบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : กรณีความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูล. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจบัณฑิต, ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์. (2545). การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจบัณฑิต, ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- วรศักดิ์ ทูมมานนท์. (ตุลาคม 2547). มติใหม่ของการเงินและการวิเคราะห์. กรุงเทพฯ : ธรรมนิติ เพรส.
- วันทนีย์ วงศ์ยัง. (2545). การบัญชีเพื่อการจัดการ. เชียงใหม่ : พลอยการพิมพ์.

### ภาษาอังกฤษ

- Allen, M. (December 2000). An Experimental Investigation of The Incremental Value of Operating Cash Flow in Decision Making. Ph.D. Thesis, Washington State University.
- Al-Harbi and Abdullah D. (2003). Do Investors Attach Higher Valuation Weights to Cash Flow-Based Measures Than to Accrual-Based Measures in Valuing Intangible-Intensive, High-Technology Stock? Ph.D. Thesis, Florida Atlantic University.
- Ainsworth, Penne Lyn. (1988). The Information Content of Cash Flow Data : An Empirical Investigation. Ph.D. Thesis, The University of Nebraska - Lincoln.
- Biddle, G.C., Seow, G.S. and Siegel, A. (1995). Relative Versus Incremental Information Content. Contemporary Accounting Research 12 : 1-23.

- Black, E.L. (Fall 1998). Life-Cycle Impacts on The Incremental Value-Relevance of Earnings and Cash Flow Measures. Journal of Financial Statement Analysis 4 (1) : 40-56.
- Board, J.L.G. and Day, J.F.S. (Winter 1989). The Information Content of Cash Flow Figures. Accounting and Business Research 19 (77) : 3-11.
- Bowen, R.M., Burgstahler, D. and Daley, L.A. (October 1987). The Incremental Information Content of Accrual Versus Cash Flow. The Accounting Review 4 : 723-747.
- Chandrakanth Seethamraju. (October 2000). The Value-Relevance of Trademarks. Ph.D. Thesis, New York University.
- Charitou, A., Clubb, C. and Andreou, A. (June/July 2001). The Effect of Earnings Permanence, Growth and Firm Size on The Usefulness of Cash Flows and Earnings in Explaining Security Return : Empirical Evidence for The UK. Journal of Business Finance & Accounting 28 (5-6) : 536-594.
- Christensen, J.A. and Demski, J.S. (2003). Accounting Theory : An Information Content Perspective. R.R Donnelley & Sons Company. McGraw-Hill Company.
- Collins, D.W., Maydew, E.L. and Weiss, I.S. (1997). Changes in The Value-Relevance of Earnings and Book Values Over The Past Forty Years. Journal of Accounting & Economics 24 : 39-67.
- Dechow, P.M. (1994). Accounting Earnings and Cash Flows as Measure of Firm Performance : The Role of Accounting Accruals. Journal of Accounting and Economics 18 : 3-42.
- DeFond, M.L. and Hung, M. (2003). An Empirical Ananalysis of Analysts' Cash Flow Forecasts. Journal of Accounting and Economics 35 : 73-100.
- Dyna, S. (October 1996). Accrual Versus Cash Flows. Chartered Accountants Journal of New Zeland 75 (9) : 33-35.
- Easton, P.D., and Harris, T.S. (Spring 1991). Earnings as an Explanatory Variable for Returns. Journal of Accounting Research 29 (1) : 19-36.
- Ettredge, M. and Fuller, R. (Spring 1991). The Negative Earnings Effect. The Journal of Portfolio Management 17 : 27-33.

- Graham, C.M. and Knight, J.R. (2000). Cash Flows Versus Earnings in The Valuation of Equity REITs. Journal of Real Estate Portfolio Management 6 (1) : 17-25.
- Gujarati, D.N. (1999). Essentials of Econometrics. McGraw-Hill International Editions. 534 Pages.
- Habib, A. (2004). Impact of Earnings Management on Value-Relevance of Accounting Information : Empirical from Japan. Managerial Finance 30 (11) : 1-15.
- Haw, I.M., Qi, D. and Wu, W. (2001). The Nature of Information in Accruals and Cash Flows in An Emerging Capital Market : The Case of China. The International Journal of Accounting 36 : 391-406.
- Health, L.C. (1978). Financial Reporting and The Evaluation of Solvency. Accounting Research Monograph 3.
- Jones, S. (2003). On The Relationship Between Earnings, Cash Flow and Returns : An Australian Postscripts to Lev and Zarowin (1999). Review of Accounting & Finance 2 (1) : 73-86.
- Joseph, G. and Lipka, R. (2006). Distressed Firms and The Secular Deterioration in Usefulness of Accounting Information. Journal of Business Research 59 : 295-303.
- Julsuchada Sirisom. (2003). Determinants of Incremental Information Content of Cash Flows Beyond Earnings : Evidence from The Stock Exchange of Thailand. Ph.D. Thesis, Chulalongkorn University.
- Kanogporn Narktabtee. (December 2000). The Implications of Accounting Information in The Thai Capital Market. Ph.D. Thesis, University of Arkansas.
- Kochanek, R.F. and Norgaard, C.T. (March 1988). Analyzing The Components of Operating Cash Flow : The Charter Company. Accounting Horizons 2 (1) : 58-66.
- Nils E. Joachim Hoegh-Krohn and Kjell Henry Knivsfla. (2000). Accounting for Intangible Assets in Scandinavia, The UK, The US, and by The IASC : Challenges and A Solution. The International Journal of Accounting 35 (2) : 243-265.
- Paquita Y. Davis-Friday, Li Li Eng and Chao-Shin Liu. (2006). The Effect of The Asian Crisis, Corporate Governance and Accounting System on The Valuation of Book Value and Earnings. The International Journal of Accounting. 1-19.

- Paquita Y. Davis-Friday and Elizabeth A. Gordon (2005). Relative Valuation Roles of Equity Book Value, Net Income, and Cash Flows During A Macroeconomic Shock : The Case of Mexico and The 1994 Currency Crisis. Journal of International Accounting Research 4 (1) : 1-21.
- Rayburn, J. (Supplement 1986). The Association of Operating Cash Flow and Accruals with Security Returns. Journal of Accounting Research 24 : 112-138.
- Schwertman, N.C. and Rapti de Silva. (May 2007). Identifying Outliers with Sequential Fences. Computational Statistics & Data Analysis 57 (8) : 3800-3810.
- Siegel, J. (1991). How To Analyze Businesses, Financial Statement, and The Quality of Earnings. Ph.D. CPA, New Jersey.
- Sloan, R. (July 1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings? The Accounting Review 71 : 289-315.
- Soon Suk Yoon and Gary Miller. (2003). The Functional Relationships Among Earnings, Cash Flows and Stock Returns in Korea. Review of Accounting & Finance 2 (1) : 40-58.
- Srisawadi, P. (1996). The Relationship Between Stock Returns and Earnings Information in Thailand. Doctoral Dissertation, School of Management, Boston University.
- Swanson, E.P., Rees, L. and Juarez-Valdes, L.F. (2003). The Contribution of Fundamental Analysis After a Currency Devaluation. The Accounting Review 78 : 875-902.
- Wayne, T.R. (1987). The Relative Information Content of Earnings and Funds Flow Accounting Numbers Impounded in the Capital Market's Assessment of the Systematic Risk of Equity Securities. D.B.A., University of Kentucky
- Weil, J. (April 2004). Moving The Market -- Tracking The Numbers/Outside Audit : "Cash Flow Never Lies" -- Or Does It? ; One Company's Investment Is Another's Core Operation; Tripping on The Footnotes. Wall Street Journal : c3-c5.



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ภาคผนวก ก

รายชื่อบริษัทที่ใช้ในการศึกษา  
แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมและกลุ่มธุรกิจ  
ในปี พ.ศ. 2542 - 2548

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



รายชื่อบริษัทที่ใช้ในการศึกษาเป็นบริษัทที่มีข้อมูลที่จำเป็นต่อการศึกษาปี 2542 – 2548 ตามเกณฑ์การคัดเลือกข้อมูล ซึ่งประกอบด้วยบริษัทต่างๆ ดังนี้

**รายชื่อบริษัทในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Agro & Food Industry) แยกตามกลุ่มธุรกิจ ได้ดังนี้**

**กลุ่มธุรกิจการเกษตร**

1. บริษัท ห้างเย็นเอเซียน ซีฟู๊ด จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท ซีเฟรช อินดัสตรี จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท ห้างเย็นโซติวัฒน์ขนาดใหญ่ จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท เชียงใหม่โพรเซสฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท ชุมพรอุตสาหกรรมน้ำมันปาล์ม จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท จีเอฟพีที จำกัด (มหาชน)
8. บริษัท ดีพัฒนาผลิตภัณฑ์ จำกัด (มหาชน)
9. บริษัท ปากพ่นห้างเย็น จำกัด (มหาชน)
10. บริษัท ซีฮอर्स จำกัด (มหาชน)
11. บริษัท สุรพลซีฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน)
12. บริษัท ศรีตรังแอกโกรอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)

13. บริษัท ไทยอกริฟู้ดส์ จำกัด (มหาชน)
14. บริษัท ไทยลักซ์ เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)
15. บริษัท ตังผลิตภัณฑ์อาหารทะเล จำกัด (มหาชน)
16. บริษัท ไทยรับเบอร์ลาเทคส์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
17. บริษัท ไทวา จำกัด (มหาชน)
18. บริษัท สหอุตสาหกรรมน้ำมันปาล์ม จำกัด (มหาชน)

#### กลุ่มธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม

1. บริษัท อกริเฟี้ยว โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท ฟู้ดแอนด์ดีริงส์ จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท หาดทิพย์ จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท ลำสูง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท มาลีสามพราน จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท เพอร์ซิเดนทีโรสโปรดักส์ จำกัด (มหาชน)
8. บริษัท เอส แอนด์ พี ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)

9. บริษัท ไทยเทพรสผลิตภัณฑอาหาร จำกัด (มหาชน)
10. บริษัท อาหารสยาม จำกัด (มหาชน)
11. บริษัท อุตสาหกรรม ส.ขอนแก่น จำกัด (มหาชน)
12. บริษัท เสริมสุข จำกัด (มหาชน)
13. บริษัท ทรอปีคอลล แคนนิง จำกัด (มหาชน)
14. บริษัท ไทยเพรซิเดนท์ฟูดส์ จำกัด (มหาชน)
15. บริษัท สับปะรดไทย จำกัด (มหาชน)
16. บริษัท ไทยยูเนียน โฟรเซน โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)
17. บริษัท น้ำมันพืชไทย จำกัด (มหาชน)
18. บริษัท ไทยวาฟูดโปรดักส์ จำกัด (มหาชน)

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

รายชื่อบริษัทในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products) แยกตามกลุ่มธุรกิจ ได้ดังนี้

**กลุ่มธุรกิจของใช้ในครัวเรือน**

1. บริษัท ดี.ที.ซี. อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท แฟนซีวูด อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท โมเดิร์นฟอร์มกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท โอเชียนกลาส จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท ร็อกเวธ จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท ศรีไทยซูเปอร์แวร์ จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท ชันวู้ดอินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน)

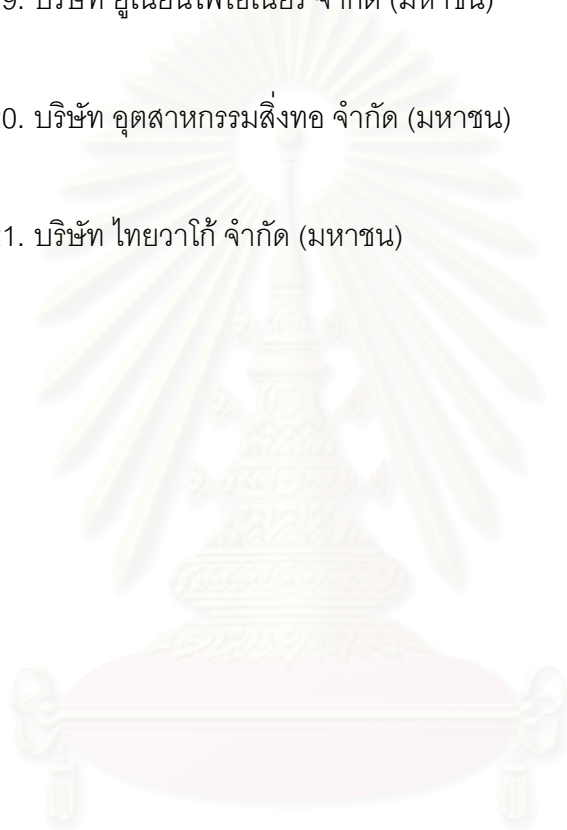
**กลุ่มธุรกิจของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์**

1. บริษัท แจ็กเจียอุตสาหกรรม (ไทย) จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท โอซีซี จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท เอส แอนด์ เจ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)

### กลุ่มธุรกิจแฟชั่น

1. บริษัท รองเท้าบาจาแห่งประเทศไทย จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท บางกอกไนลอน จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท บุตคินิวซิติ้ จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท คาลเซอร์ฟิค โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท ซี.พี.แอล. กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท วาไทยอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท ไอ.ซี.ซี. อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
8. บริษัท นิวซิติ้ จำกัด (มหาชน)
9. บริษัท แพนเอเชียฟุตแวร์ จำกัด (มหาชน)
10. บริษัท ประชาอาภรณ์ จำกัด (มหาชน)
11. บริษัท แพรนด้า จิวเวลลี่ จำกัด (มหาชน)
12. บริษัท สว่างเอ็กซ์พอร์ต จำกัด (มหาชน)
13. บริษัท สหยูเนี่ยน จำกัด (มหาชน)
14. บริษัท ธนูลักษณ์ จำกัด (มหาชน)
15. บริษัท เท็กซ์ไทยเพรสทีจ จำกัด (มหาชน)

16. บริษัท โรงงานผ้าไทย จำกัด (มหาชน)
17. บริษัท ไทยโทเรติกส์ไทม์มิลล์ จำกัด (มหาชน)
18. บริษัท ยูเนียนฟุตแวร์ จำกัด (มหาชน)
19. บริษัท ยูเนียนไฟโอเนียร์ จำกัด (มหาชน)
20. บริษัท อุตสาหกรรมสิ่งทอ จำกัด (มหาชน)
21. บริษัท ไทยวาโก้ จำกัด (มหาชน)



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

รายชื่อบริษัทในกลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม (Industrials) แยกตามกลุ่มธุรกิจ ได้ดังนี้

**กลุ่มธุรกิจยานยนต์**

1. บริษัท ไทยสโตเรจแบตเตอรี จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท ชัยวัฒนา แทนเนอรี่ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท กู๊ดเยียร์ จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท สวีเดตมอเตอร์ส จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท เอส.พี. ซุซูกิ จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท ไทยรุ่งยูเนี่ยนคาร์ จำกัด (มหาชน)

**กลุ่มธุรกิจเครื่องมือและเครื่องจักร**

1. บริษัท พัฒน์กล จำกัด (มหาชน)

**กลุ่มธุรกิจบรรจุภัณฑ์**

1. บริษัท เอ.เจ. พลาสติก จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท อลูคอน จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท แอสแคนแพ็กเกจจิ้ง สตรองแพ็ก จำกัด (มหาชน)

4. บริษัท ฝ่าจิบ จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท เอ็นอีพี อสังหาริมทรัพย์ จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท นิปอนแพ็ค (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท อุตสาหกรรมผ้าเคลือบพลาสติกฯ จำกัด (มหาชน)
8. บริษัท ไทยฟิล์มอเนกประสงค์ จำกัด (มหาชน)
9. บริษัท ทานตะวันอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
10. บริษัท อุตสาหกรรมถังโลหะไทย จำกัด (มหาชน)
11. บริษัท ไทยโอ.พี.พี. จำกัด (มหาชน)
12. บริษัท ไทยบรรจุภัณฑ์และการพิมพ์ จำกัด (มหาชน)
13. บริษัท วโรปกรณ์ จำกัด (มหาชน)

#### กลุ่มธุรกิจกระดาษและวัสดุการพิมพ์

1. บริษัท แอ็ดวานซ์ อะโกร จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท ไทยแคนเปเปอร์ จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท เขียวกระดาษสยาม จำกัด (มหาชน)



### กลุ่มธุรกิจปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์

1. บริษัท อะโรเมติกส์ จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท พาโต เคมีอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท ไทยคาร์บอนแบล็ค จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท ไทยเซ็นทรัลเคมี จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท ไทยโพลีเอคริลิค จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท ไทยพลาสติกและเคมีภัณฑ์ จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท ยูนิยอนพลาสติก จำกัด (มหาชน)
8. บริษัท ยูนิเวนเจอร์ จำกัด (มหาชน)
9. บริษัท วีนีไทย จำกัด (มหาชน)
10. บริษัท ยงไทยเคมีภัณฑ์ จำกัด (มหาชน)

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

รายชื่อบริษัทในกลุ่มทรัพยากร (Resources) แยกตามกลุ่มธุรกิจ ได้  
ดังนี้

### กลุ่มธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภค

1. บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท ไอ อาร์ พี ซี จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท ลานนารีซอร์สเซส จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท ปิคนิค คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
8. บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
9. บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)
10. บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
11. บริษัท ระยองเพียวริฟายเออร์ จำกัด (มหาชน)
12. บริษัท สยามสหบริการ จำกัด (มหาชน)

## กลุ่มธุรกิจเมืองแร่

1. บริษัท ผาแดงอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## รายชื่อบริษัทในกลุ่มบริการ (Services) แยกตามกลุ่มธุรกิจ ได้ดังนี้

### กลุ่มธุรกิจพาณิชย์

1. บริษัท บีที ซีบูเปอร์เซนเตอร์ จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท เบอร์ลี่ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท ลีอกชเลย์ จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท ไมเนอร์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท สหพัฒน์พินุล จำกัด (มหาชน)
8. บริษัท สหพัฒน์อินเตอร์โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
9. บริษัท ไวท์กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)

### กลุ่มธุรกิจบันเทิงและสันทนาการ

1. บริษัท บีทีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท บีเอ็นที เอ็นเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท เทพธานีกรีฑา จำกัด (มหาชน)

4. บริษัท ซีวีดี เอนเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท จีเอ็มเอ็ม มีเดีย จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท จีเอ็มเอ็ม แกรมมี่ จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท ไอทีวี จำกัด (มหาชน)
8. บริษัท เมเจอร์ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
9. บริษัท แมงป่อง จำกัด (มหาชน)
10. บริษัท อาร์.เอส โปรโมชั่น จำกัด (มหาชน)
11. บริษัท แม็ทซิ่ง สตูดิโอ จำกัด (มหาชน)
12. บริษัท อสมท. จำกัด (มหาชน)
13. บริษัท มีเดีย ออฟ มีเดียส์ จำกัด (มหาชน)
14. บริษัท ซาฟารีเวิลด์ จำกัด (มหาชน)
15. บริษัท ทราฟฟิค คอร์เนอร์ โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
16. บริษัท ยูไนเต็ด บรอดคาสติ้ง คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
17. บริษัท เวิร์คพอยท์ เอนเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน)

### กลุ่มธุรกิจการแพทย์

1. บริษัท โรงพยาบาลเอกชน จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท โรงพยาบาลกรุงธน จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท เชียงใหม่ธุรกิจการแพทย์ จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท โรงพยาบาลมหาชัย จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท วัฒนาการแพทย์ จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท โรงพยาบาลนนทเวช จำกัด (มหาชน)
8. บริษัท โรงพยาบาลรามคำแหง จำกัด (มหาชน)
9. บริษัท สมิติเวช จำกัด (มหาชน)
10. บริษัท โรงพยาบาลวิภาวดี จำกัด (มหาชน)

### กลุ่มธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

1. บริษัท โรงแรมเซ็นทรัล พลาซ่า จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท ดี เอร่าวัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)

4. บริษัท ลาภาน่า รีสอร์ท แอนด์ โฮเทล จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท แมนดารินโฮเต็ล จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท โรงแรมโอเรียนเต็ล (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท แปซิฟิก แอสเซ็ทส์ จำกัด (มหาชน)
8. บริษัท โรงแรมราชดำริ จำกัด (มหาชน)
9. บริษัท โรงแรมรอยัลออคิด จำกัด (มหาชน)
10. บริษัท แชนกรี-ลา โฮเต็ล จำกัด (มหาชน)

#### กลุ่มธุรกิจการพิมพ์และสิ่งพิมพ์

1. บริษัท อมรินทร์พริ้นติ้ง แอนด์ พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท มติชน จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท เนชั่น มัลติมีเดีย กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท โพสต์ พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท ซีเอ็ดดูเคชั่น จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท สยามสปอร์ต ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท ไทยบริติช ซีเคียวริตี้ พริ้นติ้ง จำกัด (มหาชน)

8. บริษัท ตงฮั่ว คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)

### กลุ่มธุรกิจบริการเฉพาะกิจ

1. บริษัท ฟาร์อีสแอดแอดเวอร์ไทซิ่ง จำกัด (มหาชน)

2. บริษัท ประกิต แอนด์ เอฟซี จำกัด (มหาชน)

### กลุ่มธุรกิจขนส่งและโลจิสติกส์

1. บริษัท เอเชียน มารีน เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)

2. บริษัท ทางด่วนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)

3. บริษัท จุฑานาวี จำกัด (มหาชน)

4. บริษัท กรุงเทพโสภณ จำกัด (มหาชน)

5. บริษัท พรีเมียม ชิปปิ้ง จำกัด (มหาชน)

6. บริษัท อาร์ ซี แอล จำกัด (มหาชน)

7. บริษัท ทรัพย์ศรีไทยคลังสินค้า จำกัด (มหาชน)

8. บริษัท เดอะไทยชูการ์ เทอร์มินัล จำกัด (มหาชน)

9. บริษัท ยูไนเต็ด แสตนด์าร์ด เทอร์มินัล จำกัด (มหาชน)



รายชื่อบริษัทในกลุ่มเทคโนโลยี (Technology) แยกตามกลุ่มธุรกิจ ได้  
ดังนี้

### กลุ่มธุรกิจสื่อสาร

1. บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล เอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท จัสมิน อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท สามารถเทลคอม จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท ชิน แซทเทลไลท์ จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท ชิน คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
8. บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
9. บริษัท ทีทีแอนด์ที จำกัด (มหาชน)
10. บริษัท ยูไนเต็ดคอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)

### กลุ่มธุรกิจเครื่องใช้ไฟฟ้าและคอมพิวเตอร์

1. บริษัท จรุงไทยไวร์แอนด์เคเบิล จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท ฟรุ๊กว่า เม็ททัล จำกัด (มหาชน)

3. บริษัท กุลธรเคอร์บี จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท เมโทรซิสเต็มส์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท ซิงเกอร์ประเทศไทย จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท เอสวีไอเอ จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท ดี อี แคปิตอล จำกัด (มหาชน)
8. บริษัท ไมด้า แอสเซ็ท จำกัด (มหาชน)

#### กลุ่มธุรกิจชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์

1. บริษัท เดลต้า อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท ดราโก้ พีซีบี จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท เคอี่ซี อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท แมกเนคอมพ์ พรีซิชั่น เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท เซมิคอนดัคเตอร์ เวเนเจอร์ จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท แคล-คอมพ์ อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)
8. บริษัท พรีเมียร์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)



## ภาคผนวก ข

การตรวจสอบเงื่อนไขเกี่ยวกับข้อมูลตัวแปร  
ในการวิเคราะห์ถดถอยเชิงซ้อนแบบพหุคูณ

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

### การตรวจสอบการแจกแจงของข้อมูล

แต่ละค่าของตัวแปรอิสระที่กำหนดค่าตัวแปรตามต้องเป็นตัวแปรสุ่มที่มีการแจกแจงแบบปกติ ในการจะทดสอบว่าข้อมูลมีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่นั้น จะใช้สถิติทดสอบ Kolmogorov – Smirnov Test (K-S Test) หลักการของการทดสอบนี้ คือ การเปรียบเทียบค่าฟังก์ชันการแจกแจงสะสมของข้อมูลตัวอย่างกับค่าฟังก์ชันการแจกแจงสะสมของข้อมูลภายใต้สมมติฐานว่าข้อมูลมีการแจกแจงแบบปกติ ถ้าค่าดังกล่าวมีความแตกต่างแสดงว่าการแจกแจงเป็นแบบปกติ ซึ่งสมมติฐานการทดสอบเป็นดังนี้

$H_0$  : รากที่สองของความสามารถของปัจจัยในการอธิบายราคาหลักทรัพย์มีการแจกแจงแบบปกติ

$H_1$  : รากที่สองของความสามารถของปัจจัยในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ไม่มีการแจกแจงแบบปกติ

ผลการทดสอบจะพิจารณาจากค่า P – Value ถ้าค่า P – Value น้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 จะปฏิเสธสมมติฐานนี้ที่ว่า รากที่สองของความสามารถของปัจจัยในการอธิบายราคาหลักทรัพย์มีการแจกแจงแบบปกติ นั่นแสดงว่า ข้อมูลมีการแจกแจงแบบไม่ปกติ

### ตารางที่ ข – 1

#### แสดงการตรวจสอบการแจกแจงของข้อมูล

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Standardized Residual	0.308	1282	<0.001	0.495	1282	<0.001

จากผลการทดสอบการแจกแจงของรากที่สองของความสามารถของข้อมูลในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ พบว่า ค่า P – Value มีค่า <0.001 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ว่า รากที่สองของความสามารถของปัจจัยในการอธิบายราคา

หลักทรัพย์มีการแจกแจงแบบปกติ แสดงว่าข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยนี้มีการแจกแจงแบบไม่ปกติ อย่างไรก็ตาม เนื่องจากงานวิจัยครั้งนี้มีจำนวนข้อมูลเบื้องต้นที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 1,426 ข้อมูล และเหลือ 1,282 ข้อมูล หลังจากตัดค่าผิดปกติ (Outliers) ของชุดข้อมูลออกแล้ว ซึ่งยังคงมากกว่า 30 ตัวอย่าง กล่าวคือ ในทางสถิติสามารถบอกได้ว่าตัวอย่างที่ศึกษามีการแจกแจงแบบปกติแล้ว ซึ่งเป็นไปตามข้อกำหนดของการวิเคราะห์ถดถอยเชิงซ้อนแบบพหุคูณ

### การตรวจสอบความเท่ากันของค่าความแปรปรวน (Homoscedasticity)

จากเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อนแบบพหุคูณกำหนดไว้ว่า ข้อมูลตัวแปรตาม ณ ระดับคงที่ของตัวแปรอิสระใดๆ มีการกระจายด้วยความแปรปรวนคงที่ การวิจัยครั้งนี้ทำการตรวจสอบโดยใช้วิธีของลีเวน (The Levene Test) เพื่อทดสอบความเท่ากันของความแปรปรวนระหว่างกลุ่ม การวิจัยนี้ได้แบ่งข้อมูลออกเป็น 22 กลุ่มธุรกิจ ตามการศึกษา โดยมีสมมติฐานของการทดสอบ ดังนี้

$H_0$  : ความแปรปรวนของราคาที่สองของความสามารถของปัจจัยในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ทุกกลุ่มเท่ากัน

$H_1$  : ความแปรปรวนของราคาที่สองของความสามารถของปัจจัยในการอธิบายราคาหลักทรัพย์อย่างน้อย 1 กลุ่มที่แตกต่างกัน

การทดสอบจะพิจารณาจากค่าสถิติ Levene หรือ P - Value ถ้าค่า P - Value น้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 จะปฏิเสธสมมติฐานนี้ที่ว่า ความแปรปรวนของราคาที่สองของความสามารถของปัจจัยในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ทุกกลุ่มเท่ากัน นั่นแสดงว่า ความแปรปรวนไม่เท่ากัน

## ตารางที่ ข – 2

### แสดงการตรวจสอบความเท่ากันของค่าความแปรปรวน

Levene Statistic	df1	df2	Sig.
1.359	6	1275	0.228

จากผลการทดสอบความเท่ากันของค่าความแปรปรวนของราคาที่สองของความสามารถของปัจจัยในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ พบว่า ค่า P – Value มีค่าเท่ากับ 0.228 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 ดังนั้น จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานที่ว่า ความแปรปรวนของราคาที่สองของความสามารถของปัจจัยในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ทุกกลุ่มเท่ากัน แสดงว่าข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการศึกษานี้มีค่าความแปรปรวนที่ไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามข้อกำหนดของการวิเคราะห์ถดถอยเชิงซ้อนแบบพหุคูณ

### การตรวจสอบความผิดปกติของข้อมูล

การตรวจสอบค่าที่ผิดปกติของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ ซึ่งอาจแสดงค่าที่สูงหรือต่ำมากๆ ทำให้มีผลต่อสมการความถดถอยเชิงซ้อนแบบพหุคูณเป็นอย่างมาก เช่น ทำให้สัมประสิทธิ์ความถดถอยเปลี่ยนไปมาก หรือทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระไม่อยู่ในรูปเชิงเส้น การหาค่า a b และ c โดยทำให้ผลบวกกำลังสองของค่าความคลาดเคลื่อนมีค่าต่ำสุด จะทำให้  $\sum e_i = 0$  เนื่องจาก ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อน =  $E(e) = \sum e_i / n = 0 / n = 0$  ดังนั้นเงื่อนไขข้อนี้จึงเป็นจริงเสมอ

### การตรวจสอบอัตตะสหสัมพันธ์ (Autocorrelation)

ข้อมูลตัวแปรตาม ณ ระดับใดๆ ของตัวแปรอิสระจะต้องมีความเป็นอิสระต่อกัน โดยส่วนใหญแล้วความสัมพันธ์ของตัวแปรตามจะเกิดขึ้นกับข้อมูลที่มีลักษณะของข้อมูลเป็นแบบอนุกรมเวลาหรือเป็นข้อมูลที่เกิดขึ้นตามเวลา ซึ่งตัวแปรตามที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้มีลักษณะเป็นข้อมูลรายปี

จึงมีโอกาสในการเกิดปัญหาดังกล่าวได้ ดังนั้น ผู้ทำวิจัยจึงทำการทดสอบเพื่อให้ผลการวิเคราะห์ถูกต้องและน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น โดยมีสมมติฐานของการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างกันของรากที่สองของความสามารถของข้อมูลในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ดังนี้

$H_0$  : รากที่สองของความสามารถของปัจจัยในการอธิบายราคาหลักทรัพย์เป็นอิสระต่อกัน

$H_1$  : รากที่สองของความสามารถของปัจจัยในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ไม่เป็นอิสระต่อกัน

ผลการทดสอบจะพิจารณาจากค่าสถิติ Durbin – Watson ถ้าค่า Durbin – Watson มีค่าใกล้ 2 คือ อยู่ในช่วง 1.5 – 2.5 จะสรุปว่า รากที่สองของความสามารถของปัจจัยในการอธิบายราคาหลักทรัพย์เป็นอิสระต่อกัน พิจารณาได้จากตาราง ต่อไปนี้

### ตารางที่ ข – 3

#### แสดงการตรวจสอบอัตโนมัติสหสัมพันธ์

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0.573	0.328	0.326	41.943	1.937

จากผลการทดสอบความเป็นอิสระของค่าความคลาดเคลื่อน Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 1.937 ซึ่งอยู่ในช่วงที่กำหนด คือ 1.5 – 2.5 ดังนั้น สรุปได้ว่า ข้อมูลตัวแปรตาม ณ ระดับใดๆ ของตัวแปรอิสระมีความเป็นอิสระต่อกัน ซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขการวิเคราะห์ถดถอยเชิงซ้อนแบบพหุคูณ

### การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

เงื่อนไขการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อนแบบพหุคูณอีกข้อหนึ่ง คือ ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระจากกัน การตรวจสอบเงื่อนไขนี้จะทำโดยการให้ตัวแปรอิสระตัวหนึ่งเป็นตัวแปรตาม ส่วนตัวแปรอิสระที่เหลือเป็นตัวแปรอิสระ วิธีการตรวจสอบจะใช้ค่าสถิติ Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF) ถ้าค่า Tolerance ของตัวแปรมีค่าใกล้ศูนย์ หรือ ค่า Variance Inflation Factor มีค่ามากกว่า 10 แสดงถึงว่าตัวแปรอิสระตัวใดตัวหนึ่งมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระที่เหลือมาก นั่นคือ เกิดปัญหา Multicollinearity จากการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระพบว่า Tolerance และ Variance Inflation Factor มีค่าดังนี้

#### ตารางที่ ข – 4

##### แสดงการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

ตัวแปรอิสระ	Tolerance	VIF
ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ (BV)	0.620	1.612
รายการคงค้าง (ACC)	0.393	2.546
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO)	0.289	3.455

จากผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ พบว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่า Tolerance ยังไม่เข้าใกล้ศูนย์มากนัก และ Variance Inflation Factor มีค่าน้อยกว่า 10 สรุปได้ว่า ตัวแปรอิสระตัวใดตัวหนึ่งมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระที่เหลือไม่มาก นั่นคือ ตัวแปรอิสระทุกตัวเป็นอิสระจากกัน

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



## ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาวนลินรัตน์ วรรัตน์โกศา เกิดวันที่ 7 พฤศจิกายน พ.ศ. 2525 เป็นบุตรคนที่ 4 ของ นายภูเบศ วรรัตน์โกศา และนางปุนริศา กุ้ววิริยะ สำเร็จการศึกษาระดับมัธยมศึกษา สาขาการบัญชี จากโรงเรียนสุนรรีวิทยา นครราชสีมา เมื่อปีการศึกษา 2543 สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรี บริหารธุรกิจบัณฑิต เกียรตินิยมอันดับ 2 สาขาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์ จากสถาบันเทคโนโลยีราชมงคลวิทยาเขตภาคตะวันออกเฉียงเหนือ นครราชสีมา เมื่อปีการศึกษา 2547 และได้เข้าศึกษาต่อในหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย เมื่อปีการศึกษา 2547 โดยระหว่างการศึกษาได้รับทุนอุดหนุนการศึกษา (ทุนผู้ช่วยสอน) ของภาควิชาการบัญชีเป็นเวลา 1 ปีการศึกษา



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย