

การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



นางสาวอาภรณ์ ชื่นสะอาด

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย  
วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชี ภาควิชาการบัญชี

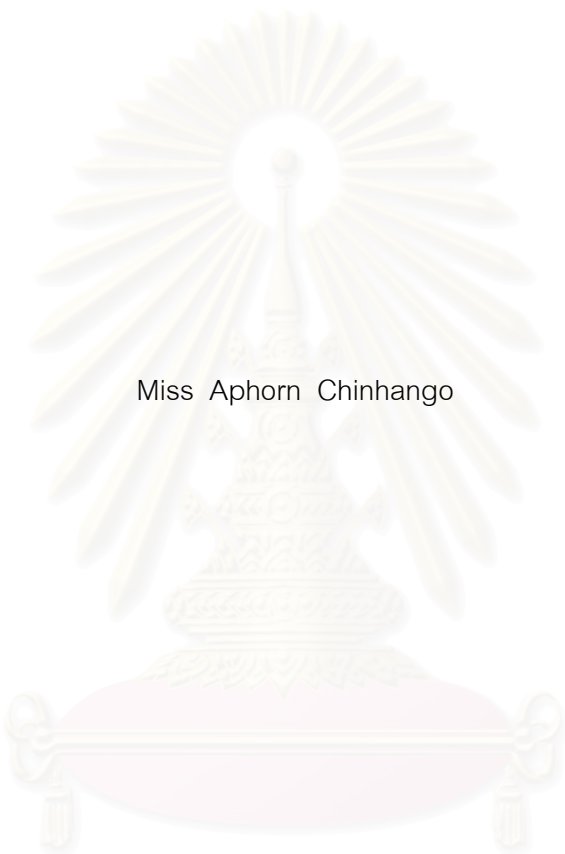
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2548

ISBN 974-53-2372-1

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

FUNDAMENTAL ANALYSIS OF SECURITIES LISTED IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND



Miss Aphorn Chinhango

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 2005

ISBN 974-53-2372-1

หัวข้อวิทยานิพนธ์

การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของหลักสูตรพยาบาลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวอาภรณ์ ชื่นชะง้อ

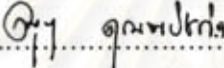
สาขาวิชา

การบัญชี

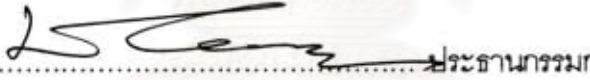
อาจารย์ที่ปรึกษา


อาจารย์ ดร.วิศรุต ศรีบุญนาค


คณะแพทยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้หัวข้อวิทยานิพนธ์  
ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ

 คุณพงษ์ไกร ..... คณบดีคณะแพทยศาสตร์และการบัญชี  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ดนุชา คุณพนิชกิจ)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

 ประธานกรรมการ  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ บุญเสริม วิมุกตะนันท์)

 ..... อาจารย์ที่ปรึกษา  
(อาจารย์ ดร. วิศรุต ศรีบุญนาค)

 ..... กรรมการ  
(คุณภัทริยา เบญจพลชัย)

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

**อาภรณ์ ชื่นสะง้อ : การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (FUNDAMENTAL ANALYSIS OF SECURITIES LISTED IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND) อ. ที่ปรึกษา : ดร. วิศรุต ศรีบุญนาค, 77หน้า.**  
ISBN 974-53-2372-1

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ 2 ประการ คือ 1. เพื่อศึกษาว่าการใช้ปัจจัยพื้นฐานของข้อมูลในงบการเงินในการวิเคราะห์จะสามารถบ่งบอกถึงผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ 2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานของข้อมูลในงบการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาในครั้งนี้ใช้สถิติเชิงพรรณนา (ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ยเลขคณิต และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) และสถิติเชิงอนุมาน (การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุ) ในการอธิบายผลการวิจัยและการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้า

ผลการศึกษาพบว่า การใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในการวิเคราะห์สามารถบ่งบอกถึงผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ และปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงกำไรขั้นต้น และอัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ลักษณะความสัมพันธ์คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงกำไรขั้นต้น และอัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ ในขณะที่ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้าอย่างมีนัยสำคัญ คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงกำไรขั้นต้น อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น และการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์ ลักษณะความสัมพันธ์คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงกำไรขั้นต้น อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น และการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้า ผลงานวิจัยที่ได้สอดคล้องกับงานวิจัยในต่างประเทศ ดังนั้นการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินจึงสามารถใช้เป็นแนวทางสำหรับผู้ใช้งบการเงิน นักลงทุน และนักวิเคราะห์งบการเงินในการประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติและกำไรที่เปลี่ยนแปลงไปในอีกหนึ่งปีข้างหน้าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้

ภาควิชา.....การบัญชี.....  
สาขาวิชา.....การบัญชี.....  
ปีการศึกษา.....2548.....

ลายมือชื่อนิติกร.....  
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....

*[Handwritten signatures]*

# # 4682525326 : MAJOR ACCOUNTING

KEYWORDS : FUNDAMENTAL ANALYSIS, ABNORMAL RETURN, FUTURE EARNINGS

APHRON CHINHANGO : FUNDAMENTAL ANALYSIS OF  
SECURITIES LISTED IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND. THESIS  
ADVISOR: WITSARUT SRIBOONNAK, Ph.D., 77 pp. ISBN 974-53-2372-1

The objectives of this study are two-folds; (1) to study whether fundamental signals can predict one-year-ahead earnings change and abnormal returns of companies listed in the Stock Exchange of Thailand, and (2) to study the relation between fundamental signals and abnormal returns with the one-year-ahead earnings change of Thai listed companies. Not only descriptive (minimum, maximum, mean, standard deviation) but also inferential statistics (Multiple Regression Analysis) are used to describe the results and to test the relations among fundamental signals, abnormal return and one-year-ahead earnings change.

The results show that, fundamental signals can predict one-year-ahead earnings change and abnormal returns of companies listed in the Stock Exchange of Thailand. The factors that associated with abnormal returns include the Gross Margin and Selling and Administrative Expenses. The coefficients on both variables are significantly negative at the 0.05 level. The factors that are associated with one-year-ahead earnings change include the Gross Margin, Selling and Administrative Expenses, Gross Margin Ratio and Asset Turnover Ratio. They are also reliable significantly negative at the 0.05 level. This study funds that the relations among fundamental signals, abnormal return and one-year-ahead earnings change are consistent with prior studies. That is, fundamental analysis provides additional information to assess abnormal returns and one-year-ahead earnings change.



Department.....Accountancy.....Student's signature.....*A.A. Ch*.....  
Field of study.....Accounting.....Advisor's signature.....*Witsarut Sriboonnak*.....  
Academic year.....2005.....

## กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้สำเร็จไปได้ด้วยความกรุณาจาก อ.ดร. วิศรุต ศรีบุญนาค ในฐานะอาจารย์ที่ปรึกษา ซึ่งท่านได้กรุณาให้คำปรึกษา แนะนำ และเสนอความคิดเห็นที่มีคุณค่าต่อการศึกษา ตลอดจนการช่วยเหลือในสิ่งต่าง ๆ อย่างดียิ่ง ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ โอกาสนี้ และขอกราบขอบพระคุณท่านผู้ช่วยศาสตราจารย์ บุญเสริม วิมุกตะนันท์ ที่ท่านได้กรุณาเป็นประธานสอบวิทยานิพนธ์ ตลอดจนคำแนะนำดี ๆ ที่มีต่อการศึกษาวิจัยครั้งนี้ รวมถึงกราบขอบพระคุณ คุณภักทริยา เบญจพลชัย ที่ท่านได้กรุณามาเป็นกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ตลอดจนคำแนะนำเพิ่มเติมที่ทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น และข้าพเจ้าขอขอบคุณท่านอาจารย์ ณรงค์ฤทธิ์ อัครเวม อาจารย์ภาควิชาสถิติ ที่คอยให้คำปรึกษาทางสถิติเรื่องมา รวมถึงคณาจารย์ในภาควิชาการบัญชีทุกท่านที่ได้เสริมสร้างความรู้และทักษะของการศึกษาในหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต ตลอดจนคณาจารย์จากสถาบันเทคโนโลยีราชมงคล วิทยาเขตพณิชยการพระนคร สำหรับการประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ในสาขาวิชาการบัญชีระดับปริญญาบัญชีบัณฑิต

ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณบิดามารดา สมาชิกทุกคนในครอบครัวของข้าพเจ้า และคุณเสฐียรพงษ์ พัทธคงพิสิฐ สำหรับการให้ความดูแลทั้งในด้านร่างกายและจิตใจเป็นอย่างมาก ตลอดช่วงของการเขียนวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ตลอดจนเพื่อน ๆ พี่ ๆ ทุกคนที่ได้สละเวลาอันมีค่ามาให้การสนับสนุนและช่วยเหลือเป็นกำลังใจให้ข้าพเจ้าด้วยดีตลอดการทำวิทยานิพนธ์ ข้าพเจ้าขอขอบพระคุณทุกท่านเป็นอย่างสูงมา ณ โอกาสนี้

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

อาภรณ์ ชื่นชะง้อ

## สารบัญ

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

### บทที่

1	บทนำ.....	1
1.1	ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2	วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	2
1.3	คำถามในการวิจัย.....	2
1.4	สมมติฐานการวิจัย.....	3
1.5	ขอบเขตของการวิจัย.....	4
1.6	กรอบแนวคิดของการศึกษา.....	4
1.7	ข้อจำกัดของการวิจัย.....	6
1.8	คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย.....	6
1.9	ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	7
1.10	ระเบียบวิธีวิจัย.....	7
1.11	ลำดับขั้นตอนในการนำเสนอผลการวิจัย.....	8
2	เอกสาร และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	9
2.1	งานวิจัยที่เกี่ยวกับการประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติ.....	9
2.2	งานวิจัยที่เกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า.....	11
3	ระเบียบวิธีวิจัย.....	15

	หน้า
3.1 ประชากรและตัวอย่างในการวิจัย.....	15
3.2 การพัฒนาสมมติฐานและคำถามในการวิจัย.....	16
3.3 คำอธิบายเกี่ยวกับตัวแปร.....	20
3.4 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย.....	30
3.5 การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	33
3.6 การวิเคราะห์ข้อมูล.....	33
3.7 การสรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	33
4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	35
4.1 ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย.....	37
4.2 การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า.....	45
4.3 การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	57
4.4 การวิเคราะห์ความอ่อนไหว.....	64
5 สรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ.....	67
5.1 สรุปผลการวิจัย.....	67
5.2 ข้อเสนอแนะ.....	70
5.3 บทสรุป.....	70
รายการอ้างอิง.....	72
ภาคผนวก.....	74
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	77



## สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า	
2.1	สรุปแหล่งที่มาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา.....	13
3.1	สรุปการวัดค่าในการคำนวณผลตอบแทนที่ไม่ปกติ.....	28
3.2	สรุปการวัดค่า และทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวังของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม.....	29
4.1	สรุปสัญลักษณ์และความหมายตัวแปร.....	36
4.2	สรุปข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย.....	37
4.3	แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุของตัวแบบที่ 1 (ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ).....	46
4.4	แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุของตัวแบบที่ 2 (ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า) .....	52
4.5	สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน.....	57
4.6	แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	60
4.7	แสดงผลการวิเคราะห์ความอ่อนไหว.....	65

# สารบัญภาพ

ภาพประกอบ

หน้า

1.1	กรอบแนวคิดการวิจัย.....	5
-----	-------------------------	---



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

งานวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ (Abnormal Return) และการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังเช่นงานวิจัยในต่างประเทศที่ชี้ให้เห็นว่า การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินจะช่วยให้การประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตของบริษัทได้ [เช่น Lev and Thiagarajan(1993), Swanson Rees and Juarez-Valdes(2003) และ Abarbanell and Bushee (1997)] ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่จะใช้ในการศึกษาครั้งนี้ นำมาจากผลงานวิจัยของ Lev and Thiagarajan(1993) ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ได้มาจากการสอบถามนักลงทุนโดยมีสมมติฐานในการกำหนดปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเหล่านี้ว่าเป็นปัจจัยที่นักลงทุนใช้ในการประเมินคุณภาพและการเติบโตของกำไรในงบการเงินของบริษัท นอกจากนี้ได้เพิ่มปัจจัยพื้นฐานทางการเงินของ Piotroski (2000) และ Mohanram (2003) เข้ามาร่วมวิเคราะห์ในตัวแบบของ Lev and Thiagarajan(1993) เพื่อให้การวิเคราะห์มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินนั้นจะเป็นการใช้รายละเอียดของข้อมูลในงบการเงินในอดีต ซึ่งข้อมูลและสารสนเทศที่เรากำลังใช้งานหรือวิเคราะห์อยู่นั้น เป็นสิ่งที่เกิดขึ้นไปแล้ว (Ex post) มิใช่สิ่งที่คาดว่าจะเกิดในอนาคต (Ex Ante) การวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินบางอย่างนั้นมีวัตถุประสงค์เพื่อพยากรณ์เหตุการณ์ในอนาคต หรือศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรรวมถึงการศึกษาปัจจัยในการอธิบายเหตุการณ์ต่าง ๆ ที่สนใจ เช่น การจะลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทใดก็ตามเป็นการลงทุนที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้ผลตอบแทนกลับมาในอนาคต การตัดสินใจลงทุนในปัจจุบันจึงเป็นการมองอนาคตของบริษัทที่จะลงทุน ดังนั้นการวิเคราะห์ข้อมูลในอดีตของบริษัทจึงนับว่าเป็นข้อมูลพื้นฐานที่จะใช้เพื่อประมาณความสามารถในการทำกำไรในอนาคตหรืออีกนัยหนึ่งการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของข้อมูลในงบการเงินนั้นก็น่าจะเป็นอีกวิธีหนึ่งที่จะช่วยในการประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าได้เช่นกัน

การศึกษาเริ่มจากการวิเคราะห์โดยการนำปัจจัยพื้นฐานทางการเงินของ Lev and Thiagarajan(1993), Piotroski (2000) และ Mohanram (2003) เข้ามาวิเคราะห์ร่วมกับกำไรว่าจะช่วยบ่งชี้ถึงผลตอบแทนที่ไม่ปกติและกำไรที่เปลี่ยนแปลงไปในอีก 1 ปีข้างหน้าของบริษัทได้หรือไม่ และปัจจัยพื้นฐานตัวใดบ้างที่มีความสัมพันธ์กับกำไรที่เปลี่ยนแปลงไปในอนาคต เพื่อประโยชน์สำหรับผู้ใช้งบการเงิน ทั้งผู้ลงทุน ลูกจ้าง ผู้ให้กู้ เจ้าหนี้อื่น ลูกค้า รัฐบาล และหน่วยงานราชการและสาธารณชน รวมถึงนักวิเคราะห์งบการเงินในการประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติและกำไรที่เปลี่ยนแปลงในอนาคตของบริษัท

ดังจะเห็นได้ว่าในต่างประเทศนั้นได้มีการศึกษาเกี่ยวกับการประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการประมาณการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคต โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกันอย่างแพร่หลาย ด้วยเหตุนี้การศึกษากการประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตโดยใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินจึงเป็นเรื่องที่น่าสนใจและเป็นประโยชน์ในการตัดสินใจกับทุกฝ่าย

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. ศึกษาว่าการใช้ปัจจัยพื้นฐานของข้อมูลในงบการเงินในการวิเคราะห์จะสามารถบ่งบอกถึงผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้

2. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานของข้อมูลในงบการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 1.3 คำถามในการวิจัย

จากวัตถุประสงค์ในการวิจัยดังกล่าวข้างต้น สามารถระบุคำถามในการวิจัยได้ดังนี้

1. การใช้ปัจจัยพื้นฐานของข้อมูลในงบการเงินในการวิเคราะห์จะสามารถบ่งบอกถึงผลตอบแทนที่ไม่ปกติ สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้หรือไม่

2. การใช้ปัจจัยพื้นฐานของข้อมูลในงบการเงินในการวิเคราะห์จะสามารถบ่งบอกถึงการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้าสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้หรือไม่

3. ปัจจัยพื้นฐานของข้อมูลในงบการเงินตัวใดบ้างที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้า

#### 1.4 สมมติฐานการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมทำให้ทราบว่า การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินจะช่วยในการประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตของบริษัทได้ ดังที่ได้กล่าวไว้แล้วว่า การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเป็นการใช้รายละเอียดของข้อมูลในงบการเงินเพื่อวิเคราะห์ผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัท ดังนั้นตลอดหลายปีที่ผ่านมาจึงมีผู้ที่พยายามศึกษาหาปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่จะช่วยประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติ และการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตกันอย่างแพร่หลาย

ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่จะใช้ในการศึกษาครั้งนี้ นำมาจากผลงานวิจัยของ Lev and Thiagarajan(1993) ปัจจัยเหล่านี้เป็นปัจจัยที่นักลงทุนใช้ในการประเมินคุณภาพและการเติบโตของกำไรในงบการเงินของบริษัท นอกจากนี้ผู้วิจัยได้เพิ่มปัจจัยพื้นฐานทางการเงินของ Piotroski (2000) และ Mohanram (2003) เข้ามาร่วมวิเคราะห์ด้วย เพื่อให้การวิเคราะห์มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น ดังนั้นในส่วนนี้จึงเป็นการตั้งสมมติฐานการวิจัยโดยสังเขป ส่วนรายละเอียดของการพัฒนาสมมติฐานการวิจัยจะได้นำเสนอไว้ในส่วนของระเบียบวิธีวิจัย (บทที่ 3)

สมมติฐานการวิจัยคือ

$H_{11}$ : ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม

$H_{12}$ : ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า

## 1.5 ขอบเขตของการวิจัย

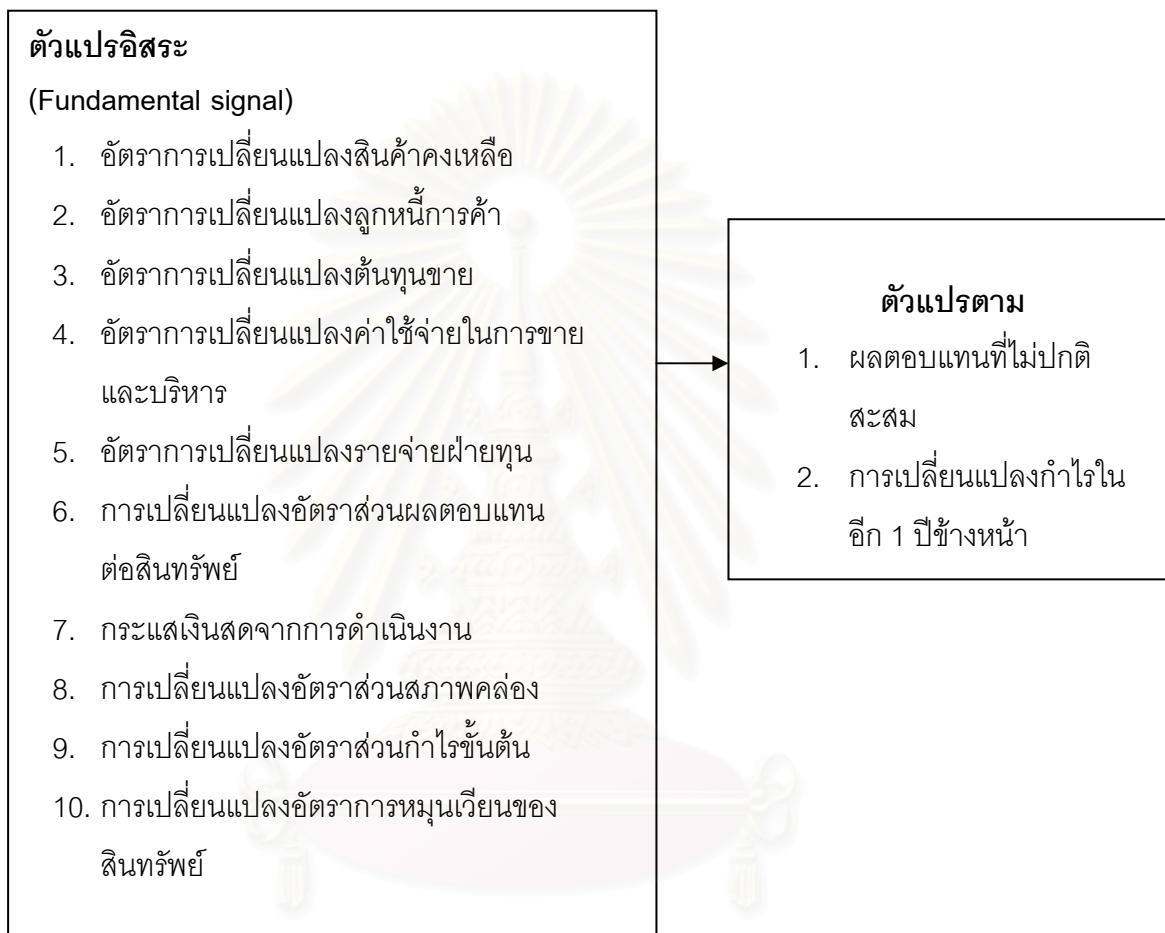
การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ทำการศึกษาปัจจัยพื้นฐานที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัทและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2541-2546 รวม 6 ปี ของทุกบริษัทที่มีข้อมูลในการวัดค่าตัวแปรต่างๆ อย่างครบถ้วน ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินและการบริการ อุตสาหกรรมทรัพยากร บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ และบริษัทที่อยู่ในระหว่างการฟื้นฟู ทั้งนี้เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวข้างต้น เป็นกลุ่มบริษัทที่มีข้อบ่งชี้ในการจัดทำและนำเสนอของงบการเงินที่แตกต่างจากบริษัทอื่นๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือกิจกรรมทางการเงินและลักษณะการดำเนินงานแตกต่างไปจากบริษัททั่วไป จึงเห็นว่าไม่ควรรวมข้อมูลในส่วนธุรกิจเหล่านี้มาด้วย เพราะจะทำให้เกิดการเบี่ยงเบนในข้อมูลเหล่านี้ได้ ผลการศึกษาจะเริ่มต้นตั้งแต่วันที่ 2542 สำหรับปี 2541 นั้นจะนำข้อมูลมาใช้เพื่อการคำนวณการเปลี่ยนแปลงเท่านั้น

## 1.6 กรอบแนวคิดของการศึกษา

จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตกับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน ทำให้สามารถจำแนกตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาออกเป็น 2 กลุ่มคือ ตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม รายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิดแสดงไว้ในส่วนของระเบียบวิธีวิจัย (บทที่ 3) ในส่วนนี้จะ เป็นเพียงกรอบแนวคิดการวิจัยตามที่ได้นำเสนอไว้ในแผนภาพ 1.1 ดังปรากฏอยู่ในหน้าที่ 5

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

แผนภาพ 1.1 แผนภาพกรอบแนวคิดการวิจัยซึ่งความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า



## 1.7 ข้อจำกัดของการวิจัย

1. การวิจัยครั้งนี้มีขอบเขตครอบคลุมเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมิได้ครอบคลุมถึงบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษาครั้งนี้อาจไม่สามารถใช้หรือประยุกต์ได้กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากลักษณะข้อบังคับในการนำเสนองบการเงินและมาตรฐานการบัญชีที่บังคับใช้มีความแตกต่างกัน

2. การศึกษาครั้งนี้ จะเป็นการวิเคราะห์โดยคำนึงถึงข้อมูลเชิงปริมาณเพียงอย่างเดียว มิได้คำนึงถึงข้อมูลเชิงคุณภาพ (Qualitative) ที่ไม่สามารถแสดงเป็นตัวเลขในงบการเงินได้ เช่น การนัดหยุดงาน น้ำท่วม ไฟไหม้ ภาวะเศรษฐกิจ ซึ่งข้อมูลเหล่านี้มีผลกระทบต่อฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของธุรกิจ

## 1.8 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

**การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis)** เป็นการวิเคราะห์ละเอียดของข้อมูลในงบการเงินเพื่อวิเคราะห์ผลตอบแทนที่ไม่ปกติ (Abnormal Return) ของบริษัท (Penman and Ou, 1989)

**งบการเงิน (Financial Statement)** หมายถึง รายงานทางการเงินที่ฝ่ายบัญชีของบริษัทจัดทำขึ้นเพื่อเปิดเผยแก่ผู้ถือหุ้นและผู้สนใจจะลงทุนในบริษัทได้ทราบถึงผลการดำเนินงานและการเคลื่อนไหวของเงินสด (งบกระแสเงินสด) ในรอบระยะเวลาบัญชีที่ผ่านมา (งบกำไรขาดทุน) และฐานะของบริษัทในวันที่รายงานนั้น (งบดุล) ซึ่งจะทำให้ผู้อ่านงบการเงินเห็นภาพรวมของบริษัท

**ผลตอบแทนที่ไม่ปกติ (Abnormal Return)** หมายถึง ผลตอบแทนเกินกว่าปกติหรือต่ำกว่าปกติจากการลงทุนในหุ้นสามัญ ซึ่งคำนวณจากผลต่างระหว่างผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงจากการลงทุนในหุ้นสามัญบริษัทใดบริษัทหนึ่งกับผลตอบแทนที่คาดหวัง



**ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental signal)** หมายถึง รายละเอียดของข้อมูลที่เปิดเผยในงบการเงินที่นักลงทุนใช้ในการประเมินผลการดำเนินงานและการเติบโตของกำไร (Lev and Thiagarajan, 1993) ปัจจัยพื้นฐานในการวิจัยครั้งนี้ประกอบไปด้วย อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ อัตราการเปลี่ยนแปลงลูกหนี้การค้า อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร รายจ่ายฝ่ายทุน การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น และการเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์

### 1.9 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทราบว่าปัจจัยพื้นฐานของข้อมูลในงบการเงินจะสามารถบ่งบอกถึงผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้
2. ทราบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานของข้อมูลในงบการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อเป็นแนวทางสำหรับผู้ใช้งบการเงิน นักลงทุนและนักวิเคราะห์งบการเงินในการประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติและกำไรที่เปลี่ยนแปลงไปในอีกหนึ่งปีข้างหน้าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้

### 1.10 ระเบียบวิธีวิจัย

ระเบียบวิธีวิจัยโดยละเอียดจะกล่าวไว้ในบทที่ 3 ในส่วนนี้จะกล่าวถึงโดยสังเขปเท่านั้น การวิจัยเรื่อง การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2541-2546 การวิเคราะห์ข้อมูลแบ่งออกเป็น 2 ส่วนหลัก ๆ คือ ส่วนที่ 1 วิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา และในส่วนที่ 2 วิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิง

อนุมาน ทั้งนี้เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไร ในอนาคตกับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน สถิติที่สำคัญคือ การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) สำหรับตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบประกอบด้วยทั้งหมด 2 ตัวแบบ ตัวแบบที่ 1 ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ และตัวแบบที่ 2 ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า สถิติดังกล่าวทำให้ได้รับคำตอบเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตกับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน ทั้งยังเป็นการตอบวัตถุประสงค์และสมมติฐานของการวิจัยได้อย่างครบถ้วนทุกประการ ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วยตัวแปรอิสระ และตัวแปรตาม ซึ่งรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิดจะกล่าวไว้ในส่วนของระเบียบวิธีวิจัย (บทที่ 3)

#### 1.11 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

เนื้อหาในแต่ละบทของวิทยานิพนธ์เล่มนี้ สามารถสรุปได้ดังนี้

บทที่ 2 กล่าวถึง วรรณกรรมปริทัศน์ที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา ซึ่งประกอบด้วย 2 ส่วนหลัก ๆ คือ ส่วนที่ 1 งานวิจัยที่เกี่ยวกับการประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัท โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน (Fundamental signal) ส่วนที่ 2 งานวิจัยที่เกี่ยวกับการประมาณการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า โดยใช้ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน (Fundamental signal)

บทที่ 3 กล่าวถึง ระเบียบวิธีวิจัย อันประกอบด้วย ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง ในการวิจัย การพัฒนาสมมติฐานและคำถามในการวิจัย คำอธิบายเกี่ยวกับตัวแปร เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย การเก็บรวบรวมข้อมูล การวิเคราะห์ข้อมูล และการสรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูล

บทที่ 4 กล่าวถึง การนำเสนอผลการวิจัยเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนาและการนำเสนอผลการวิจัยด้วยสถิติเชิงอนุมาน รวมถึงผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

บทที่ 5 กล่าวถึง บทสรุปผลการวิจัย รวมทั้งข้อเสนอแนะที่ได้จากการวิจัย

## บทที่ 2

### เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในบทที่ 2 นี้จะแบ่งเนื้อหาออกเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนแรกจะเป็นงานวิจัยที่เกี่ยวกับการประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติ โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในการประเมิน และในส่วนที่ 2 จะเป็นงานวิจัยที่เกี่ยวกับการประมาณการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตโดยใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน ดังรายละเอียดที่จะกล่าวต่อไป

#### 2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวกับการประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัท โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน (Fundamental Analysis) ในการประเมิน

งานวิจัยในอดีต มีการศึกษาเกี่ยวกับการทดสอบความสามารถในการทำนายการหาผลตอบแทนที่ไม่ปกติ (Abnormal return) โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินอย่างแพร่หลาย เช่น งานวิจัยของ Lev and Thiagarajan (1993) และ Swanson Rees and Juarez-Valdes (2003) งานวิจัยทั้งหมดมีวัตถุประสงค์เพื่อประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติ โดยการนำปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน (Fundamental signal) เข้ามาร่วมวิเคราะห์กับกำไรเพื่อดูว่าในการประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกตินั้น ถ้าเรานำปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเข้ามาประเมินร่วมกับกำไร จะช่วยให้สามารถประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้หรือไม่ ผลการวิจัยสามารถสรุปได้ว่าการนำปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเข้ามาร่วมในการวิเคราะห์นั้นจะช่วยให้ประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้ ดังเช่น งานวิจัยของ Lev and Thiagarajan (1993) โดยทำการเลือกปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่นักวิเคราะห์จำนวนมากเชื่อว่ามีประโยชน์ในการประเมินราคาหลักทรัพย์ มาศึกษาถึงความสามารถในการอธิบายกำไร และได้เลือกปัจจัยพื้นฐานทางการเงินมา 12 ปัจจัยได้แก่ สิ้นค้าคงเหลือ ลูกหนี้การค้า รายจ่ายฝ่ายทุน ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา กำไรขั้นต้น ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร สรรองหนี้สงสัยจะสูญ อัตราภาษีที่แท้จริง Order backlog Labor force วิธีการคำนวณสินค้าคงเหลือแบบเข้าหลังออกก่อน และ เงินปันของผู้สอบบัญชี ในการประเมินนั้นจะใช้สมการถดถอยสองสมการเพื่อเปรียบเทียบกัน โดยสมการแรกจะเป็นสมการถดถอยสำหรับกำไรที่ไม่รวมปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน สมการที่สองจะเพิ่มปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเข้าไปโดยใช้ข้อมูลปี 1974 – 1988 จากการเปรียบเทียบจะพบว่าในหลาย ๆ ปีนั้น

ค่าความสัมพันธ์ของสมการที่รวมปัจจัยพื้นฐานทางการเงินดีกว่าสมการที่ไม่รวมปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน

และในปี 2003 ได้มีงานวิจัยของ Swanson Rees and Juarez-Valdes (2003) ที่ศึกษาเกี่ยวกับการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบมูลค่าของข้อมูลในงบการเงินหลังจากที่มีการลดค่าเงินบาทในปี ค.ศ.1994 ว่าจะช่วยสามารถประเมินผลตอบแทนที่ผิดปกติของบริษัทได้หรือไม่ โดยได้ใช้ปัจจัยพื้นฐานของ Lev and Thiagarajan จำนวน 5 ปัจจัย ได้แก่ สินค้าคงเหลือ ลูกหนี้การค้า กำไรขั้นต้น ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร อัตราภาษีที่แท้จริง และได้เพิ่มปัจจัยของ Penman (2001) อีก 1 ปัจจัย คือ ต้นทุนการกู้ยืม ทำการทดสอบโดยใช้วิธีการทดสอบของ Lev and Thiagarajan คือ ทำการเปรียบเทียบกันระหว่างการประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติโดยใช้กำไรเพียงอย่างเดียว กับ การประเมินโดยใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินทั้ง 6 ตัว เข้าไปร่วมประเมินกับกำไร โดยแยกวิเคราะห์ในช่วงเวลาที่มีการลดค่าเงินบาทและช่วงเวลาที่ไม่ได้ลดค่าเงินบาท ผลการศึกษาก็ยังสนับสนุนผลการศึกษาของ Lev and Thiagarajan ที่ว่าการนำปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเข้ามาวิเคราะห์ร่วมกับกำไรจะสามารถประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้

จากการวิจัยดังกล่าวได้มีการศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ (Abnormal return) ของบริษัท โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน หรือ Fundamental signal ของ Lev and Thiagarajan ในการทดสอบ ผลการศึกษาพบว่าในการประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกตินั้น ถ้าเรานำปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเข้ามาประเมินร่วมกับกำไรจะช่วยเป็นแนวทางสำหรับนักลงทุนในการวิเคราะห์ผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้

ในปี 2000 Piotroski ประยุกต์วิธีการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (fundamental analysis) ในการพัฒนากลยุทธ์การลงทุนในบริษัทที่มีอัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อราคาตลาด (book-to-market) สูง หรือ High B/M ผู้วิจัยได้อ้างเหตุผลว่างบการเงินในอดีตนั้นเป็นที่มาที่สำคัญสำหรับการวิเคราะห์มูลค่าของบริษัท Piotroski ได้นำปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน จำนวน 9 ปัจจัย ประกอบไปด้วย อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ รายการคงค้าง การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพเสีย การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง การออกหุ้นสามัญ การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น การเปลี่ยนแปลงอัตรากำไรสุทธิของสินทรัพย์ มาใช้ในการวิเคราะห์กลุ่มบริษัทที่มี High B/M เพื่อแยกความแตกต่างของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานดี (winner) ออกจากบริษัทที่มีผลประกอบการที่ไม่ดี (loser) ผลการศึกษพบว่า การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานนั้นช่วยให้สามารถแยกบริษัทที่มีผลประกอบการที่ดีออกจากกลุ่มบริษัทที่มี High

B/M ได้ ซึ่งการวิเคราะห์นี้จะช่วยให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนที่เพิ่มมากขึ้นจากการเลือกลงทุนในบริษัทที่เป็น Winner

และต่อมาในปี 2003 Mohanram ได้ศึกษาโดยใช้การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเช่นเดียวกับ Piotroski แต่ต่างกันตรงที่ว่า Piotroski ใช้กลุ่มตัวอย่างที่เป็น High B/M แต่สำหรับ Mohanram ใช้กลุ่มตัวอย่างที่เป็น Low B/M และ Mohanram ได้เพิ่มปัจจัยที่ใช้วัดความมีเสถียรภาพของกำไร และการเติบโตของบริษัท เช่น ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา รายจ่ายฝ่ายทุน และค่าโฆษณา เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ผลการวิจัยที่ได้สามารถสนับสนุนผลการวิจัยของ Piotroski ที่ว่าการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินนั้นสามารถแยกกลุ่มบริษัทที่มี Low B/M ออกเป็น Winner และ Loser ได้

ในปี 2004 Siriporn ได้ทำการศึกษาโดยใช้การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเพื่อแยกความแตกต่างของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานดี (winner) ออกจากบริษัทที่มีผลประกอบการที่ไม่ดี (loser) เช่นเดียวกับ Piotroski และ Mohanram โดยทำการทดสอบกับบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิจัยที่ได้สอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Piotroski และ Mohanram

ดังจะเห็นได้ว่าในต่างประเทศนั้น ได้มีการศึกษาเกี่ยวกับการทดสอบความสามารถในการทำนายการหาผลตอบแทนที่ไม่ปกติ โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกันอย่างแพร่หลาย แต่ในประเทศไทยยังไม่ค่อยมีผู้ที่ศึกษาเรื่องนี้มากนัก การศึกษาการทดสอบความสามารถในการทำนายการหาผลตอบแทนที่ไม่ปกติ โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินจึงเป็นเรื่องที่น่าสนใจโดยจะสามารถเป็นประโยชน์ในการตัดสินใจกับทุกฝ่าย

## 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวกับการประมาณการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในการประมาณ

งานวิจัยในอดีตมีการศึกษาเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคต โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในการประมาณกันอย่างแพร่หลาย ซึ่งในการประมาณนั้นเป็นการใช้รายละเอียดในงบการเงินหรือปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน (Fundamental signals) ในการพิจารณาว่าการเปลี่ยนแปลงกำไรในปัจจุบันและปัจจัยพื้นฐานทางการเงินมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตอย่างไร ผลการศึกษาพบว่า การนำค่าสัญญาณต่าง ๆ เข้าไปรวมกับกำไรในปัจจุบัน เพื่อประมาณกำไรในอนาคต มีค่าความสัมพันธ์ที่ดีกว่าการใส่ค่ากำไรในปัจจุบันเพียงตัวเดียว ดังเช่น งานวิจัยของ Penman and Ou (1989) เกี่ยวกับการใช้ตัวเลขที่ไม่ใช่กำไร (nonearnings numbers) เพื่อดูทิศทางกำไรในอนาคต โดยที่ตัว

เลขที่ไม่ใช่กำไรนี้จะหมายถึงรายการที่รายงานในงบการเงินประจำปี รวมถึงองค์ประกอบกำไร ผลการวิจัยได้แสดงให้เห็นว่า ตัวเลขที่ไม่ใช่กำไรนี้ จะให้ข้อมูลทิศทางของการเปลี่ยนแปลงกำไร ในปีถัดไป ในขณะที่ตัวเลขกำไรในปัจจุบัน ไม่สามารถให้ข้อมูลเช่นนี้ได้

และงานวิจัยของ Abarbanell and Bushee (1997) เกี่ยวกับรายละเอียดใน งบการเงินว่าจะสามารถช่วยในการตัดสินใจสำหรับผู้ที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ได้อย่างไร โดยทำการทดสอบความสัมพันธ์ของปัจจัยพื้นฐานทางการเงินแต่ละตัวกับกำไรในอนาคต และผลตอบแทนที่ไม่ปกติโดยใช้สมการถดถอยเพื่อพิจารณาว่าการเปลี่ยนแปลงกำไรในปี ปัจจุบันและปัจจัยพื้นฐานทางการเงินมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในอนาคตและผลตอบแทนที่ไม่ ปกติอย่างไร ผลการศึกษาค้นพบว่าสินค้าคงเหลือ กำไรขั้นต้น อัตรภาษีที่แท้จริง คุณภาพกำไร และ Labor force มีความสัมพันธ์กับกำไรในหนึ่งปีข้างหน้าอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ค่าใช้จ่าย ในการขายและบริหารและเงื่อนไของของผู้สอบบัญชี ไม่มีความสัมพันธ์กับกำไรในหนึ่งปีข้างหน้า การนำค่าสัญญาณต่าง ๆ เข้าไปรวมกับกำไรในปัจจุบัน เพื่อพยากรณ์กำไรในอนาคตมีความ ความสัมพันธ์ที่ดีกว่าการใส่ค่ากำไรในปัจจุบันเพียงตัวเดียวเพื่อพยากรณ์ นอกจากนี้ Abarbanell และ Bushee ได้ทำการทดสอบว่า ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินมีความสัมพันธ์กับ การทบทวนการพยากรณ์ในลักษณะเดียวกันกับความสัมพันธ์ที่ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน มีต่อการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตหรือไม่ โดยใช้สมการถดถอย และให้การทบทวนการ พยากรณ์ของนักวิเคราะห์เป็นตัวแปรตาม การเปลี่ยนแปลงในกำไรต่อหุ้นและ ปัจจัยพื้นฐานทาง การเงิน เป็นตัวแปรต้น ผลที่ได้สรุปว่า ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินหลาย ๆ ตัว มีผลต่อการ พยากรณ์ของนักวิเคราะห์ ทั้งในระยะสั้น (1 ปี) และระยะยาว (5 ปี) จากการทดสอบนี้ ผู้วิจัยจึง สนับสนุนว่า นักวิเคราะห์ทราบดีว่าข้อมูลกำไรในอนาคตจะแฝงอยู่ในปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน บางตัว และนักวิเคราะห์ได้ใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเหล่านั้นในการทบทวนการพยากรณ์ และเพื่อเป็นการประเมินความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่มีต่อนักวิเคราะห์ในการถ่ายทอดข้อมูลที่อยู่ใน ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน Abarbanell และ Bushee จึงใช้สมการถดถอยเพื่อพิจารณาว่า การทบทวนการพยากรณ์ในหนึ่งปีข้างหน้าและระยะยาว มีผลต่อผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างไร ผลการทดสอบพบว่า การทบทวนการพยากรณ์ในระยะเวลาด้านและยาว ผันแปรโดยตรงกับ ผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

และในงานวิจัย ของ Swanson Rees and Juarez-Valdes (2003) นอกจากจะศึกษา ถึงผลตอบแทนที่ไม่ปกติดังที่กล่าวไว้ในส่วนแรกแล้ว ยังได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการใช้ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในการประมาณการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า และ ผลการศึกษาไม่แตกต่างจากผลงานวิจัยของ Abarbanell และ Bushee นั่นคือ การนำค่าปัจจัย

ต่าง ๆ เข้าไปรวมกับกำไรในปัจจุบัน เพื่อพยากรณ์กำไรในอนาคตมีค่าความสัมพันธ์ที่ดีกว่าการใส่ค่ากำไรในปัจจุบันเพียงตัวเดียวเพื่อพยากรณ์

### ตารางที่ 2.1 สรุปแหล่งที่มาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

	Lev and Thiagarajan (1993)	Abarbanell and Bushee (1997)	Swanson Rees and Juarez-Valdes (2003)	Piotroski (2000)	Mohanram (2003)
1. อัตราการเปลี่ยนแปลง สินค้าคงเหลือ	/	/	/		
2. อัตราการเปลี่ยนแปลง ลูกหนี้การค้า	/	/	/		
3. อัตราการเปลี่ยนแปลง ต้นทุนขาย	/	/	/		
4. อัตราการเปลี่ยนแปลง ค่าใช้จ่ายในการขายและ บริหาร	/	/	/		
5. อัตราการเปลี่ยนแปลง รายจ่ายฝ่ายทุน	/				/
6. การเปลี่ยนแปลง อัตราส่วนผลตอบแทนต่อ สินทรัพย์				/	/
7. กระแสเงินสดจากการ ดำเนินงาน				/	/
8. การเปลี่ยนแปลง อัตราส่วนสินทรัพย์ต่อ หนี้สิน				/	/
9. การเปลี่ยนแปลง อัตราส่วนกำไรขั้นต้น				/	/
10. การเปลี่ยนแปลงอัตรา การหมุนเวียนของ สินทรัพย์				/	/

ตารางที่ 2.1 สรุปแหล่งที่มาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา (ต่อ)

	Lev and Thiagarajan (1993)	Abarbanell and Bushee (1997)	Swanson Rees and Juarez-Valdes (2003)	Piotroski (2000)	Mohanram (2003)
11.ผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม	/	/	/		
12.กำไรที่เปลี่ยนแปลงไปในอีก 1 ปีข้างหน้า		/	/		

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



## บทที่ 3

### ระเบียบวิธีวิจัย

#### 3.1 ประชากรและตัวอย่างในการวิจัย

##### 3.1.1 ประชากร

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย<sup>1</sup> ที่มีรอบระยะเวลาบัญชีตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม ถึงวันที่ 31 ธันวาคม ปี พ.ศ. 2541-2546

##### 3.1.2 กลุ่มตัวอย่าง

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีรอบระยะเวลาบัญชีตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม ถึงวันที่ 31 ธันวาคม ปี พ.ศ. 2541 – 2546 ที่อยู่ในขอบเขตกลุ่มเป้าหมายและมีข้อมูลที่ต้องการศึกษาทั้งหมด

##### 3.1.3 ขนาดตัวอย่าง

จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ต้องการศึกษาเท่ากับ 940 ตัวอย่าง แต่มีจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลครบถ้วนและตรงตามเงื่อนไขทั้งสิ้น 690 ตัวอย่าง และเพื่อให้การประมวลผลมีความถูกต้องตามหลักการทางสถิติจึงทำการตัดค่าที่ผิดปกติออกจากการทดสอบ โดยพิจารณาจากค่า Cook's distance และ Leverage value ทำให้จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการประมวลผลและวิเคราะห์ข้อมูลจำนวน 678 ตัวอย่าง

---

<sup>1</sup> รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี 2546 แสดงในภาคผนวก

### 3.1.4 การสุ่มตัวอย่าง

การวิจัยครั้งนี้ใช้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี 2541-2546 ที่อยู่ในขอบเขตกลุ่มเป้าหมายและมีข้อมูลที่ต้องการศึกษาทั้งหมดเป็นตัวอย่าง (Purposive Sampling)

### 3.1.5 ขอบเขตของกลุ่มเป้าหมาย

การวิจัยครั้งนี้ มีเป้าหมายที่จะศึกษาข้อมูลในงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกบริษัท ยกเว้น กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินและการบริการ อุตสาหกรรมทรัพยากร บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ บริษัทที่อยู่ในระหว่างการฟื้นฟู ทั้งนี้เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวข้างต้น เป็นกลุ่มบริษัทที่มีข้อบ่งชี้ในการจัดทำและนำเสนอของงบการเงินที่แตกต่างจากบริษัทอื่นๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือกิจกรรมทางการเงินและลักษณะการดำเนินงานแตกต่างไปจากบริษัททั่วไป จึงไม่นำมารวมในการศึกษานี้ ผลการศึกษาจะเริ่มต้นตั้งแต่ปี 2542 สำหรับปี 2541 นั้นจะนำข้อมูลมาใช้ในการคำนวณการเปลี่ยนแปลงเท่านั้น

## 3.2 การพัฒนาสมมติฐานและคำถามในการวิจัย

### 3.2.1 คำถามในการวิจัย

เมื่อนักลงทุน หรือผู้ใช้งบการเงินทั่วไปจะดูผลประกอบการของบริษัทนั้น ข้อมูลพื้นฐานตัวแรกที่จะช่วยให้ทราบถึงผลการดำเนินงานของบริษัทก็คือกำไรสุทธิของกิจการ กำไรสุทธินั้นจะเป็นข้อมูลที่บ่งบอกถึงผลประกอบการของกิจการได้ในเบื้องต้น ในขณะที่เดียวกัน การพิจารณาที่กำไรสุทธิของกิจการเพียงอย่างเดียวอาจจะไม่เพียงพอสำหรับการตัดสินใจเลือกลงทุนเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ในการลงทุนให้ได้ผลตอบแทนที่สูงที่สุดหรือเพื่อให้ได้ผลตอบแทนตามที่ต้องการ ซึ่งในกรณีนี้ข้อมูลกำไรสุทธิเพียงอย่างเดียวอาจจะไม่สะท้อนถึงผลการดำเนินงานได้อย่างครบถ้วน การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินจึงเป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่จะช่วยวิเคราะห์ผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้ เนื่องจากว่าการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินนั้นจะเป็นการใช้รายละเอียดของข้อมูลในงบการเงิน

ที่นอกเหนือจากกำไรสุทธิของกิจการในการวิเคราะห์ จึงทำให้การวิเคราะห์นั้นมีความละเอียด และมีความชัดเจนมากกว่าการใช้ตัววัดที่เป็นยอดสรุปมาแล้ว

งานวิจัยที่ผ่านมา ได้มีการทดสอบความสามารถในการทำนายการหาผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้าโดยใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินอย่างแพร่หลายงานวิจัยส่วนใหญ่จะใช้ปัจจัยพื้นฐานของ Lev and Thiagarajan(1993) ในการวิเคราะห์ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตว่า ถ้าเรานำปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเข้ามาประเมินร่วมกับกำไรจะช่วยให้สามารถประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตได้หรือไม่ ดังนั้นปัญหาในการวิจัยคือ

1. การใช้ปัจจัยพื้นฐานของข้อมูลในงบการเงินในการวิเคราะห์จะสามารถบ่งบอกถึงผลตอบแทนที่ผิดปกติ สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้หรือไม่

2. การใช้ปัจจัยพื้นฐานของข้อมูลในงบการเงินในการวิเคราะห์จะสามารถบ่งบอกถึงการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้า สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้หรือไม่

3. ปัจจัยพื้นฐานของข้อมูลในงบการเงินตัวใดบ้างที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ผิดปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้า

### 3.2.2 สมมติฐานการวิจัยและตัวแบบ

เพื่อตอบวัตถุประสงค์ของการวิจัยจึงมีการพัฒนาสมมติฐานและตัวแบบในการวิจัยเพื่อเป็นการหาคำตอบของปัญหาที่ว่าปัจจัยพื้นฐานทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าหรือไม่อย่างไร ในกระบวนการค้นหาคำตอบที่ต้องการจากปัญหาดังกล่าวจำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องมีการพัฒนาสมมติฐานและใช้ตัวแบบ (Model) การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression analysis) ในการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ผู้วิจัยได้พัฒนาตัวแบบในการวิจัยไว้ 2 ตัวแบบ คือ ตัวแบบที่ 1 ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ และตัวแบบที่ 2 ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทาง

การเงินกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้า สมมติฐานและตัวแบบในการวิจัยสามารถนำเสนอ ดังนี้

### 3.2.2.1 สมมติฐานและตัวแบบเกี่ยวกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับการประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติ โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในการประเมิน เช่น การศึกษาของ Lev and Thiagarajan (1993) ก็ได้เลือกปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่นักวิเคราะห์จำนวนมากเชื่อว่ามีประโยชน์ในการประเมินราคาหลักทรัพย์ มาศึกษาถึงความสามารถในการทำนายผลตอบแทนที่ไม่ปกติ จำนวน 12 ปัจจัย ผลการศึกษาพบว่าในหลาย ๆ ปีนั้น ระดับความสัมพันธ์ของสมการที่ใช้กำไรรวมกับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในการวิเคราะห์มากกว่าสมการที่ไม่รวมปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน และในปี 2003 ได้มีงานวิจัยของ Swanson Rees and Juarez-Valdes (2003) ที่ศึกษาเกี่ยวกับการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบมูลค่าของข้อมูลในงบการเงินหลังจากที่มีการลดค่าเงินบาทในปี ค.ศ.1994 ว่าจะช่วยสามารถประเมินผลตอบแทนที่ผิดปกติของบริษัทได้หรือไม่ โดยได้ใช้ปัจจัยพื้นฐานตามงานวิจัย Lev and Thiagarajan จำนวน 5 ปัจจัย และได้เพิ่มปัจจัยตามงานวิจัยของ Penman (2001) อีก 1 ปัจจัย ผลการศึกษาก็ยังคงสนับสนุนผลการศึกษาของ Lev and Thiagarajan ที่ว่าการนำปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเข้ามาวิเคราะห์พร้อมกับกำไรจะสามารถประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้ ในปี 2000 Piotroski ประยุกต์วิธีการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (fundamental analysis) ในการพัฒนากลยุทธ์การลงทุนในบริษัทที่มีอัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อราคาตลาด (book-to-market) สูง โดยได้นำปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน จำนวน 9 ปัจจัย มาใช้ในการวิเคราะห์กลุ่มบริษัทที่มี High B/M เพื่อแยกความแตกต่างของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานดี (winner) ออกจากบริษัทที่มีผลประกอบการที่ไม่ดี (loser) ผลการศึกษพบว่า การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานนั้นช่วยให้สามารถแยกบริษัทที่มีผลประกอบการที่ดีออกจากกลุ่มบริษัทที่มี High B/M ได้ ซึ่งการวิเคราะห์นี้จะช่วยให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนที่เพิ่มมากขึ้นจากการเลือกลงทุนในบริษัทที่เป็น Winner และต่อมาในปี 2003 Mohanram ได้ศึกษาโดยใช้การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเช่นเดียวกับ Piotroski แต่ต่างกันตรงที่ว่า Piotroski ใช้กลุ่มตัวอย่างที่เป็น High B/M ในขณะที่ Mohanram ใช้กลุ่มตัวอย่างที่เป็น High B/M อย่างไรก็ตาม ผลการวิจัยที่ได้สามารถสนับสนุนผลการวิจัยของ Piotroski ที่ว่าการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินนั้นสามารถแยกกลุ่มบริษัทที่มี Low B/M ออกเป็น Winner และ Loser ได้ ดังจะเห็นได้ว่าการนำปัจจัยพื้นฐาน

ทางการเงินเข้ามามีส่วนร่วมในการวิเคราะห์นั้นจะช่วยให้ประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้ ดังนั้นผู้วิจัยจึงคาดว่าปัจจัยพื้นฐานทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติและเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ จึงสามารถตั้งสมมติฐานการวิจัยที่ 1 ได้ดังนี้

H<sub>11</sub>: ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม

ตัวแบบที่ 1 ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม

$$CAR_{it} = a + b_1\Delta EPS_{it} + b_2\Delta Inv_{it} + b_3\Delta Acct.rec_{it} + b_4\Delta Cost_{it} + b_5\Delta S \& A_{it} + b_6\Delta CAPX_{it} + b_7\Delta ROA_{it} + b_8\Delta CFO_{it} + b_9\Delta LIGUID_{it} + b_{10}\Delta MARGIN_{it} + b_{11}\Delta TURN_{it} + \omega_{it}$$

### 3.2.2.2 สมมติฐานและตัวแบบเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า

จากการศึกษาวิจัยในอดีตมีการศึกษาเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคต โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในการประมาณ เช่น งานวิจัยของ Abarbanell and Bushee (1997) ที่ทำการทดสอบความสัมพันธ์ของปัจจัยพื้นฐานทางการเงินแต่ละตัวกับกำไรในอนาคต โดยใช้สมการถดถอยเพื่อพิจารณาว่าการเปลี่ยนแปลงกำไรในปัจจุบันและปัจจัยพื้นฐานทางการเงินมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในอนาคตและผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างไร ผลการศึกษาพบว่า การนำค่าสัญญาณต่างๆ เข้าไปรวมกับกำไรในปัจจุบันเพื่อพยากรณ์กำไรในอนาคตมีค่าความสัมพันธ์ที่ดีกว่าการใส่ค่ากำไรในปัจจุบันเพียงตัวเดียวเพื่อพยากรณ์และในงานวิจัย ของ Swanson Rees and Juarez-Valdes (2003) นอกจากจะศึกษาถึงผลตอบแทนที่ไม่ปกติดังที่กล่าวไว้ในส่วนแรกแล้ว ยังได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการใช้จ่ายพื้นฐานทางการเงินในการประมาณการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ผลการศึกษาไม่แตกต่างจากผลงานวิจัยของ Abarbanell และ Bushee นั่นคือ การนำค่าปัจจัยต่าง ๆ เข้าไปรวมกับกำไรในปัจจุบัน เพื่อพยากรณ์กำไรในอนาคตมีค่าความสัมพันธ์ที่ดีกว่าการ

ใส่ค่ากำไรในปัจจุบันเพียงตัวเดียวเพื่อพยากรณ์ ดังนั้นผู้วิจัยจึงคาดว่าปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน จะมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า และเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า จึงสามารถ ตั้งสมมติฐานการวิจัยที่ 2 ได้ดังนี้

H<sub>12</sub>: ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปี ข้างหน้า

ตัวแบบที่ 2 ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการ เปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า

$$\Delta E_{it+1} = a + b_1 \Delta EPS_{it} + b_2 \Delta Inv_{it} + b_3 \Delta Acct. Rec_{it} + b_4 \Delta Cost_{it} + b_5 \Delta S \& A_{it} + b_6 \Delta CAPX_{it} + b_7 \Delta ROA_{it} + b_8 \Delta CFO_{it} + b_9 \Delta LIQUID_{it} + b_{10} \Delta MARGIN_{it} + b_{11} \Delta TURN_{it} + \omega_{it}$$

### 3.3 คำอธิบายเกี่ยวกับตัวแปร

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษามี 2 ประเภท คือ

- (1) ตัวแปรอิสระ (Independent variables) คือตัวแปรที่สนใจศึกษาหรือ ตัวแปรอธิบาย (Explanatory variables) เป็นตัวแปรที่มีผลกระทบต่อตัวแปรตาม
- (2) ตัวแปรตาม (Dependent variables) เป็นตัวแปรที่ได้รับผลกระทบจากตัวแปรอิสระ

#### 3.3.1 ตัวแปรอิสระ

ในส่วนของตัวแปรอิสระหรือตัวแปรที่สนใจศึกษาทั้ง 2 ตัวแบบจะเหมือนกันซึ่งก็คือปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน ตัวแบบที่ 1 เป็นตัวแบบที่ใช้ประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติโดยใช้ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน ตัวแบบที่ 2 เป็นตัวแบบที่ใช้ประมาณการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปี ข้างหน้าโดยใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน แหล่งที่มาของตัวแปรได้มาจากการทบทวนวรรณกรรม

ตามที่ได้กล่าวไว้แล้วในบทที่ 2 สำหรับรายละเอียดทิศทางที่คาดหวังและวิธีการคำนวณของตัวแปรที่สนใจศึกษาสามารถอธิบายได้ดังนี้

### 1. อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ

การที่สินค้าคงเหลือเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับส่วนกับยอดขายนั้นอาจจะบ่งบอกถึงความลำบากในการขายทำให้การผลิตมีมากกว่าการขาย และมีความเสี่ยงที่สินค้าคงเหลือนั้นจะกลายเป็นสินค้าที่ล้าสมัย ที่สำคัญการที่บริษัทมีสินค้าคงเหลือมากขึ้นก็จะมีต้นทุนการเก็บรักษาเพิ่มมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้กำไรในอนาคตและผลตอบแทนที่ไม่ปกติลดลงได้ โดยเครื่องหมายของอัตราการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือ ( $\Delta Inv$ ) ถูกคาดหมายว่าเป็นลบ หรือแสดงความสัมพันธ์ที่เป็นไปในทิศทางตรงข้ามกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าและผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

### 2. อัตราการเปลี่ยนแปลงลูกหนี้การค้า

การเพิ่มขึ้นของลูกหนี้เมื่อเทียบกับส่วนกับยอดขายนั้นอาจจะชี้ให้เห็นถึงความต้องการในการเพิ่มยอดขายสินค้าของบริษัทโดยให้สินเชื่อเพิ่มมากขึ้น ในขณะที่เมื่อลูกหนี้เพิ่มสูงขึ้นก็จะมีค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้น เช่น หนี้สงสัยจะสูญ ค่าใช้จ่ายในการเก็บหนี้ และโอกาสที่จะเกิดหนี้สูญก็เพิ่มมากขึ้น ซึ่งอาจจะส่งผลให้กำไรในอนาคตและผลตอบแทนที่ไม่ปกติลดลง จึงคาดหมายว่าเครื่องหมายของอัตราการเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้า ( $\Delta Acct. Rec$ ) จะเป็นลบ หรือแสดงความสัมพันธ์ที่เป็นไปในทิศทางตรงข้ามกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปี ข้างหน้าและผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

### 3. อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย

การลดลงของกำไรขั้นต้นหรือการเพิ่มขึ้นของต้นทุนขาย มีสาเหตุมาจากราคาขายที่ลดลงหรือต้นทุนการผลิตเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งการลดลงของราคาขายนั้นอาจจะเป็นผลกระทบมาจากการแข่งขันในตลาดที่เพิ่มสูงขึ้น ในกรณีนี้อาจจะทำให้การเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตและผลตอบแทนที่ไม่ปกติมักจะลดลง ถ้าการลดลงของกำไรขั้นต้นไม่สมดุลกับการเพิ่มขึ้นของยอดขาย ดังนั้นจึงคาดหมายถึงเครื่องหมายของอัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย ( $\Delta Cost$ ) จะเป็นลบ หรือแสดงความสัมพันธ์ที่เป็นไปในทิศทางตรงข้ามกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปี ข้างหน้าและผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

#### 4. อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร

การเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเมื่อเทียบสัดส่วนกับยอดขายจะส่งผลกระทบต่อถึงการลดลงของกระแสเงินสดในอนาคต และกำไรในอนาคตของบริษัท และการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายในการขายนั้นยังชี้ให้เห็นถึงความพยายามในการเพิ่มความสามารถในการขายให้มากขึ้นกว่าเดิม อาจเนื่องมาจากการแข่งขันในธุรกิจที่เพิ่มมากขึ้น โดยเครื่องหมายของอัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ( $\Delta S\&A$ ) ถูกคาดหวังว่าเป็นลบ หรือแสดงความสัมพันธ์ที่เป็นไปในทิศทางตรงข้ามกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปี ข้างหน้าและผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

#### 5. อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน

การลดลงของรายจ่ายฝ่ายทุน ( $\Delta CAPX$ ) นั้น นักวิเคราะห์ให้สัญญาณเป็นเชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปี ข้างหน้าและผลตอบแทนที่ไม่ปกติ เนื่องจากการลดลงของรายจ่ายฝ่ายทุนนี้อาจจะชี้ให้เห็นถึงความกังวลใจของผู้จัดการเกี่ยวกับความเพียงพอของกระแสเงินสดปัจจุบันและในอนาคตสำหรับรายจ่ายที่จำเป็นของกิจการ อาทิ นำไปชำระคืนหนี้สินของกิจการ จึงจำเป็นต้องลดรายจ่ายฝ่ายทุนลงเพื่อให้มีกระแสเงินสดเพียงพอในการใช้จ่ายในกิจกรรมหลักของกิจการโดยไม่ต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากภายนอก การลดลงของรายจ่ายฝ่ายทุนจึงถือเป็นข่าวร้ายเพราะโครงการลงทุนต่าง ๆ อาจต้องชะงักลง ในขณะที่การเพิ่มขึ้นของรายจ่ายฝ่ายทุนนั้นเป็นข่าวดีสำหรับผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคต

#### 6. การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์

กำหนดให้การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (กำไรสุทธิก่อนหักรายการพิเศษหารสินทรัพย์รวม) คำนวณมาจาก อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในปี  $t$  ลบ อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในปี  $t-1$  และการที่อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีค่าเพิ่มขึ้น แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพของการนำเงินมาลงทุนในสินทรัพย์ว่าสินทรัพย์ดังกล่าวสามารถก่อให้เกิดผลกำไรและแสดงถึงการใช้จ่ายประโยชน์จากสินทรัพย์อย่างคุ้มค่าจึงคาดหวังเครื่องหมายว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ( $\Delta ROA$ ) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปี ข้างหน้าและผลตอบแทนที่ไม่ปกติ



## 7. กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

กำหนดให้กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน คำนวณมาจาก กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน หार สิ้นทรัพย์รวม การที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานลดลงนั้นแสดงให้เห็นว่ากิจการบริหารสินทรัพย์ทั้งหมดเพื่อก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานลดลง จึงคาดหมายว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงาน(CFO) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปี ข้างหน้าและผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

## 8. การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนสภาพคล่อง

การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนสภาพคล่อง (สินทรัพย์หมุนเวียน / หนี้สินหมุนเวียน) คำนวณมาจาก อัตราส่วนทุนหมุนเวียน ในปี  $t$  ลบ อัตราส่วนทุนหมุนเวียนในปีที่  $t-1$  การที่อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีค่าสูงนั้น ผู้บริหารกิจการอาจจะไม่พึงพอใจกับอัตราส่วนที่สูงดังกล่าว เนื่องจากแสดงถึงต้นทุนการเสียโอกาสที่สูงอันเนื่องมาจากการ “จม” ในสินทรัพย์ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (สันติ กิระนนท์, 2546:63) แทนที่จะได้ใช้เงินทุนที่มีอยู่เพื่อก่อให้เกิดรายได้ให้กับกิจการ หรืออีกนัยหนึ่งอาจจะชี้ให้เห็นว่า มีการดำรงสินค้างคลังมากเกินไปด้วยเหตุว่าสินค้างคลังเป็นรายการหนึ่งในสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีราคาค่อนข้างสูง การที่มีเงินทุนหมุนเวียนจมอยู่ในสินค้างคลังมาก ๆ อาจจะมีสาเหตุมาจากสินค้างของกิจการนั้นมีความล้าสมัยมากไม่เป็นที่ต้องการของตลาด จึงคาดหมายว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนสภาพคล่อง( $\Delta$ LIQUID) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปี ข้างหน้าและผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

## 9. การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น

การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น (กำไรขั้นต้น หาร ยอดขายรวม) คำนวณโดย อัตราส่วนกำไรขั้นต้นปี  $t$  หัก อัตราส่วนกำไรขั้นต้นปี  $t-1$  เมื่อการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น มีค่าเป็นบวกหรือเพิ่มขึ้นจะชี้ให้เห็นว่ากิจการมีประสิทธิภาพในการหำกำไรมากขึ้น และได้แสดงถึงความสามารถของฝ่ายจัดการว่ามีประสิทธิภาพ จึงคาดหมายว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น( $\Delta$ MARGIN) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปี ข้างหน้าและผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

#### 10. การเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์

การเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (ยอดขายรวมหาร สินทรัพย์รวม) คำนวณโดย อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ในปี  $t$  หัก อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ในปี  $t-1$  อัตราส่วนนี้แสดงความสามารถในการสร้างยอดขายจากการลงทุนระยะยาว จะวิเคราะห์ถึงการนำเงินไปลงทุนในสินทรัพย์ถาวร แล้วสามารถใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์เหล่านี้เพื่อก่อให้เกิดยอดขายเพิ่มมากขึ้นหรือไม่ ในอีกทางหนึ่ง ก็ต้องไม่ลืมว่าการเพิ่มขึ้นของอุปสงค์ของลูกค้าต่อสินค้าขององค์กรนั้น หากองค์กรมิได้มีการเตรียมตัวเพื่อขยายกำลังการผลิต เพื่อให้รองรับกับการขยายตัวในความต้องการนั้น อาจจะสร้างปัญหาต่อมาในอนาคต กล่าวคือ หากองค์กรตอบสนองความต้องการของลูกค้าไม่ได้ทันตามความต้องการ เนื่องจากการขยายกำลังการผลิต ต้องใช้ระยะเวลานานเมื่อเปรียบเทียบกับความต้องการของลูกค้าแล้ว ลูกค้าอาจจะโยกย้ายกำลังการซื้อไปยังสินค้าอื่นที่เป็นคู่แข่ง ทำให้เกิดการเสียโอกาสขึ้นในองค์กร (สันติ กิระนันท์, 2546: 75) จึงคาดหมายว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ( $\Delta$ TURN) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปี ข้างหน้าและผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

#### 3.3.2 ตัวแปรตาม

ตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ จะประกอบไปด้วยตัวแปร 2 ตัวแปร คือ การเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้า และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ดังรายละเอียดและวิธีการคำนวณที่จะกล่าวดังต่อไปนี้

##### 1. การเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า

การเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า สามารถคำนวณได้จาก กำไรต่อหุ้นในปี  $(t+1)$  หักด้วย กำไรต่อหุ้นในปี  $(t)$

##### 2. ผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return)

ผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมคำนวณมาจากผลรวมของผลตอบแทนที่ไม่ปกติ 12 เดือน โดยเริ่มจากเดือนเมษายน ปี  $t+1$

ผลตอบแทนที่ไม่ปกติจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (Abnormal Return) คำนวณจากผลต่างระหว่าง ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญบริษัทใดบริษัทหนึ่งกับผลตอบแทนที่คาดหวังของผู้ถือหุ้น ในขณะที่ผลตอบแทนที่คาดหวังของผู้ถือหุ้น ( $E(r_{it})$ ) สามารถคำนวณโดยใช้วิธี Market model ซึ่งเป็น model ที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของตลาดกับผลตอบแทนของหุ้นในรูปของสมการเส้นตรง ดังรายละเอียดที่จะกล่าวต่อไป

ผลตอบแทนที่ไม่ปกติ ( $AR_{it}$ ) สามารถคำนวณได้ดังนี้

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

โดย

$$AR_{it} = \text{ผลตอบแทนที่ไม่ปกติรายเดือนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ } i \text{ ณ เวลา } t$$

$$R_{it} = \text{ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ } i \text{ ณ เวลา } t$$

$$E(r_{it}) = \text{ผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ } i \text{ ณ เวลา } t$$

การคำนวณอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของบริษัท  $i$  เวลา  $t$  ( $R_{it}$ ) จะคำนวณจากสูตร ดังนี้

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) + \text{div}_{it} / P_{it-1}$$

โดย

$$R_{it} = \text{อัตราผลตอบแทนของบริษัท } i \text{ เวลา } t$$

$$P_{it}, (t-1) = \text{ราคาหลักทรัพย์ของบริษัท } i \text{ เวลา } t, ( \text{เวลา } t-1)$$

$$\text{div}_{it} = \text{เงินปันผลที่ได้รับระหว่างปี } t-1 \text{ และปี } t \text{ จากบริษัท } i$$

การคำนวณอัตราผลตอบแทนของตลาดในเวลา  $t$  ( $R_{mt}$ ) จะคำนวณจากสูตร ดังนี้

$$R_{mt} = (S_{it} - S_{it-1}) / S_{it-1}$$

โดย

$$R_{mt} = \text{อัตราผลตอบแทนโดยรวมของตลาดเวลา } t$$

$$S_{it} = \text{ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาด เวลา } t$$

$$S_{it-1} = \text{ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาด เวลา } t-1$$

รวมอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติรายเดือนของหลักทรัพย์ เพื่อหาอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (Cumulative abnormal return, CAR) คำนวณโดยใช้สูตร

$$CAR_{it+1} = \sum_{t=1}^k AR_t$$

โดย

$$CAR_{it+1} = \text{อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์ } i \text{ ในปี } t+1$$

$$AR_t = \text{อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติรายเดือนของหลักทรัพย์ } i$$

$$k = \text{จำนวนเดือน 12 เดือน เริ่มตั้งแต่เดือน เมษายน ปี } t+1$$

## ขั้นตอนการคำนวณผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

### 1.1 การคำนวณตัวแปร

1.1.1 อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์  $i$  ในเวลา  $t$  ( $R_{it}$ ) คำนวณโดยใช้ข้อมูลราคาหุ้นที่เกิดขึ้นจริงรายเดือนของหลักทรัพย์ตั้งแต่เดือน มกราคม 2539 – ธันวาคม 2546

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) + div_{it} / P_{it-1}$$

โดย

$$R_{it} = \text{อัตราผลตอบแทนของบริษัท } i \text{ เวลา } t$$

$$P_{it}, (t-1) = \text{ราคาหลักทรัพย์ของบริษัท } i \text{ เวลา } t, ( \text{เวลา } t-1)$$

$$div_{it} = \text{เงินปันผลที่ได้รับระหว่างปี } t-1 \text{ และปี } t \text{ จากบริษัท } i$$

1.1.2 อัตราผลตอบแทนของตลาดในเวลา  $t$  ( $R_{mt}$ ) คำนวณโดยใช้ข้อมูลดัชนีราคาหลักทรัพย์รายเดือนของตลาด ตั้งแต่เดือน มกราคม 2539 – ธันวาคม 2546

$$R_{mt} = (S_{it} - S_{it-1}) / S_{it-1}$$

โดย

$$R_{mt} = \text{อัตราผลตอบแทนโดยรวมของตลาดเวลา } t$$

$$S_{it} = \text{ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาด เวลา } t$$

$$S_{it-1} = \text{ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาด เวลา } t-1$$

## 1.2 วิธีการศึกษาเกี่ยวกับผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal return)

1.2.1 คำนวณหาอัตราผลตอบแทนรายเดือนของหลักทรัพย์แต่ละตัว (จากการคำนวณข้อ 1.1.1) และ

1.2.2 คำนวณหาอัตราผลตอบแทนรายเดือนของตลาด (จากการคำนวณข้อ 1.1.2)

1.2.3 คำนวณหาสมการความสัมพันธ์เชิงถดถอย (Regression) ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และผลตอบแทนของตลาด ตามตัวแบบตลาดทุน (Market model) นั่นคือ การหาค่าอัลฟา (Alpha) และเบต้า (Beta) โดยใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงรายเดือนของหลักทรัพย์แต่ละตัว และดัชนีราคาหลักทรัพย์รายเดือนของตลาด ย้อนหลังไป 36 เดือน (3 ปี) การคำนวณจะใช้ข้อมูลราคาหุ้นก่อน 6 เดือนของปีที่ใช้ในการคำนวณหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ การหาค่าอัลฟา (Alpha) และเบต้า จะใช้สูตร Market model ในการคำนวณดังนี้

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + \varepsilon_i$$

โดยที่

$$R_i = \text{อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ } i$$

$$\alpha_i = \text{ส่วนประกอบของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ } i \text{ ที่ไม่ขึ้นกับผลตอบแทนโดยรวมของตลาด (ค่าอัลฟา)}$$

$$\beta_i = \text{ค่าสัมประสิทธิ์ที่แสดงการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ } i \text{ เมื่อเทียบกับการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนโดยรวมของตลาดซึ่งถือเป็นค่าวัดความเสี่ยงที่เป็นระบบ (ค่าเบต้า)}$$

$$R_m = \text{อัตราผลตอบแทนโดยรวมของตลาด}$$

$$\varepsilon_i = \text{ส่วนประกอบของอัตราผลตอบแทนที่เหลือ}$$

1.2.4 คำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected return) รายเดือนของหลักทรัพย์แต่ละตัวจากตัวแบบตลาดทุน (ตามสมการในข้อ 1.2.3) โดยใช้อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงรายเดือนของหลักทรัพย์

1.2.5 การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ (Abnormal return) รายเดือนของหลักทรัพย์แต่ละตัว จากอัตราผลตอบแทนรายเดือนของหลักทรัพย์ (ขั้นที่1) หักด้วยอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังรายเดือนของหลักทรัพย์ (ขั้นที่ 4)

1.3 การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (Cumulative abnormal return) สำหรับปี t ของหลักทรัพย์ คำนวณโดยใช้ผลรวมของผลตอบแทนที่ไม่ปกติ จำนวน 12 เดือน เริ่มตั้งแต่ เดือนที่ 4 (เดือนเมษายน) ของปี t +1

ตารางที่ 3.1 สรุปการวัดค่าในการคำนวณผลตอบแทนที่ไม่ปกติ (Abnormal return)

สัญลักษณ์ที่ใช้	ความหมาย	การวัดค่า
$AR_{it}$	อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ	$R_{it} - E(r_{it})$
$R_{it}$	อัตราผลตอบแทนของบริษัท	$(P_{it} - P_{it-1}) + div_{it} / P_{it-1}$
$E(r_{it})$	ผลตอบแทนที่คาดหวังของผู้ถือหุ้น	$\alpha_i + \beta_i R_m + \varepsilon_i$
$R_{mt}$	อัตราผลตอบแทนของตลาด	$(S_{it} - S_{it-1}) / S_{it-1}$
$CAR_{it}$	อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม	$\sum_{t=1}^k AR_i$

ตารางที่ 3.2 สรุปการวัดค่า และทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวังของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม

	การวัดค่า	สัญลักษณ์และทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวัง (Coefficient)
<b>ตัวแปรอิสระ :</b> Fundamental signal อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ *	$\% \Delta \text{Inventory} - \% \Delta \text{Sales}$	$\Delta \text{Inv}(-)$
อัตราการเปลี่ยนแปลงลูกหนี้การค้า	$\% \Delta \text{Accounts Receivable} - \% \Delta \text{Sales}$	$\Delta \text{Acct.Rec}(-)$
อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย	$\% \Delta \text{Sales} - \% \Delta \text{Gross Margin}$	$\Delta \text{Cost}(-)$
อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	$\% \Delta \text{S\&A} - \% \Delta \text{Sales}$	$\Delta \text{S\&A}(-)$
รายจ่ายฝ่ายทุน	$\% \Delta \text{กระแสเงินสดจากการลงทุนของอุตสาหกรรม} - \% \Delta \text{กระแสเงินสดจากการลงทุนของบริษัท}$	$\Delta \text{CAPX}(-)$
การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ในปี(t) - อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ในปี(t-1)	$\Delta \text{ROA}(+)$
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน / สินทรัพย์รวม	$\text{CFO}(-)$
การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง	อัตราส่วนหมุนเวียนในปี (t) - อัตราส่วนหมุนเวียนในปี (t-1)	$\Delta \text{LIQUID}(-)$
การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น	อัตราส่วนกำไรขั้นต้นในปี (t) - อัตราส่วนกำไรขั้นต้นในปี (t-1)	$\Delta \text{MARGIN}(+)$
การเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์	อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ในปี (t) - อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ในปี (t-1)	$\Delta \text{TURN}(-)$
<b>ตัวแปรตาม</b>		
การเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า	กำไรต่อหุ้นในปี (t+1) - กำไรต่อหุ้นในปี (t)	$\Delta E_{t+1}$
ผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม	$\sum_{i=1}^k AR_i$	$\text{CAR}_{t+1}$

\* สินค้าคงเหลือ หมายถึง สินค้าสำเร็จรูป (Finished goods)

การทดสอบจะทดสอบรวมทุกบริษัทจดทะเบียนภายใต้ตลาดหลักทรัพย์ ยกเว้น กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินและการบริการ อุตสาหกรรมทรัพยากร บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ บริษัทที่อยู่ในระหว่างการฟื้นฟู รวม 690 ตัวอย่าง และแยกทดสอบเป็น กลุ่มอุตสาหกรรมรวม 4 กลุ่มอุตสาหกรรม มาจากการรวมอุตสาหกรรมที่มีความเกี่ยวข้องกัน และประกอบธุรกิจที่คล้ายคลึงกันเข้าเป็นอุตสาหกรรมใหญ่ ดังนี้

(1) เกษตรและผลิตภัณฑ์แปรรูปจากเกษตร ประกอบไปด้วย กลุ่มธุรกิจ การเกษตร กลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม กลุ่มสิ่งทอเครื่องนุ่มห่ม กลุ่มของใช้ในครัวเรือน มีตัวอย่าง จำนวน 305 ตัวอย่าง

(2) วัสดุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม ประกอบไปด้วย กลุ่มเคมีภัณฑ์และพลาสติก กลุ่มการพิมพ์และสิ่งพิมพ์ กลุ่มบรรจุภัณฑ์ กลุ่มยานพาหนะและอุปกรณ์ และกลุ่มพาณิชย์ มี ตัวอย่างจำนวน 210 ตัวอย่าง

(3) วัสดุก่อสร้างและเครื่องตกแต่ง มีตัวอย่างจำนวน 70 ตัวอย่าง

(4) สื่อสารและอิเล็กทรอนิกส์ ประกอบไปด้วย กลุ่มสื่อสาร กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ กลุ่มเครื่องใช้ไฟฟ้า มีตัวอย่างจำนวน 105 ตัวอย่าง

### 3.4 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแบบที่ใช้ในการวิเคราะห์และประมวลผล

ในการวิจัยนี้ได้ประยุกต์ตัวแบบการประเมินผลตอบแทนที่ไม่ปกติโดยใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน (ตัวแบบที่ 1) และการประมาณการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตโดยใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน (ตัวแบบที่ 2) มาจากตัวแบบของ Lev and Thiagarajan (1993) และได้เพิ่มปัจจัยของ Piotroski (2000) และ Mohanram (2003) เข้ามาร่วมวิเคราะห์ในสมการของ Lev and Thiagarajan(1993) โดยตัวแบบที่ใช้ในการประมวลผลการวิเคราะห์ข้อมูลของการวิจัยครั้งนี้เป็นดังนี้



## ตัวแบบที่ 1

$$\begin{aligned} CAR_{it+1} = & a + b_1\Delta EPS_{it} + b_2\Delta Inv_{it} + b_3\Delta Acct.Rec_{it} + b_4\Delta Cost_{it} + \\ & b_5\Delta S \& A_{it} + b_6CAPX + b_7\Delta ROA_{it} + b_8CFO_{it} + b_9\Delta LIGUID_{it} + \\ & b_{10}\Delta MARGIN_{it} + b_{11}\Delta TURN_{it} + \omega_{it} \end{aligned}$$

โดยที่

$$\begin{aligned} CAR_{it+1} &= \text{ผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม 12 เดือน}^2 \\ \Delta EPS &= \text{การเปลี่ยนแปลงกำไรต่อหุ้น}^3 \\ i &= \text{บริษัท} \\ t &= \text{ช่วงเวลา} \\ \omega &= \text{error term โดย สมมติว่า } N(0, \sigma^2) \end{aligned}$$

## ตัวแบบที่ 2

$$\begin{aligned} \Delta E_{it+1} = & a + b_1\Delta EPS_{it} + b_2\Delta Inv_{it} + b_3\Delta Acct.Rec_{it} + b_4\Delta Cost_{it} + b_5\Delta S \& A_{it} \\ & + b_6CAPX + b_7\Delta ROA_{it} + b_8CFO_{it} + b_9\Delta LIGUID_{it} + b_{10}\Delta MARGIN_{it} + \\ & b_{11}\Delta TURN_{it} + \omega_{it} \end{aligned}$$

โดยที่

$$\Delta E = \text{กำไรที่เปลี่ยนแปลงไปอีก 1 ปีข้างหน้า}$$

<sup>2</sup> ผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม 12 เดือน เริ่มจากเดือนที่ 4 (เดือนเมษายน) ของปี t+1 สำหรับค่าพารามิเตอร์ที่ใช้ในการคำนวณใน "market model" จะคำนวณจากอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงรายเดือน และดัชนีราคาหลักทรัพย์รายเดือนของตลาดย้อนหลังไป 36 เดือน (3 ปี) สิ้นสุดก่อน 6 เดือนของปีที่ใช้ในการวิเคราะห์ผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

<sup>3</sup> การเปลี่ยนแปลงกำไรต่อหุ้น สามารถคำนวณได้จาก กำไรต่อหุ้นปี t - กำไรต่อหุ้นปี t-1

เมื่อได้ตรวจสอบข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุว่า ความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามอยู่ในรูปเชิงเส้นหรือไม่และตรวจสอบว่ามีข้อมูล มีค่าผิดปกติหรือไม่ ซึ่งในที่นี้ได้ทำการตรวจสอบแบบพล็อตกราฟ หรือแผนภาพการกระจาย (Scatter plots) ซึ่งเป็นกราฟที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรเชิงปริมาณ 2 ตัว โดยการพล็อตค่าตัวแปรทั้ง 2 ในกราฟ จากการนำข้อมูลที่ได้เก็บรวบรวมทำการตรวจสอบแบบพล็อต กราฟหรือแผนภาพการกระจาย (Scatter plots) ผลการตรวจสอบพบว่า กราฟที่ได้แสดงความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามอยู่ในรูปเชิงเส้นมากกว่ารูปแบบอื่น จากนั้นจึงทำการตรวจสอบค่าที่ผิดปกติของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระซึ่งอาจจะแสดงค่าที่สูงมาก ๆ หรือต่ำมาก ๆ ทำให้มีผลต่อสมการความถดถอยเป็นอย่างมาก เช่น ทำให้สัมประสิทธิ์ความถดถอย เปลี่ยนไปมาก หรือทำให้ความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามไม่อยู่ในรูปเชิงเส้น ซึ่งในที่นี้จะทำการตรวจสอบโดยการพิจารณาค่า Cook's distance และ Leverage value ถ้าค่า Cook's distance ของ case ใดมีค่ามากกว่า 1 และ Leverage value ของ case ใดมีค่ามากกว่า  $2k/N$  ( $N$  = จำนวนข้อมูล,  $k$  = จำนวนตัวแปรอิสระ) แสดงว่า case นั้นมีค่าผิดปกติ หากพบว่า ข้อมูลของ case ใด ที่มีค่าผิดปกติ จะต้องตัดออกจากการวิเคราะห์ ซึ่งจากการตรวจสอบข้อมูล โดยการพิจารณาค่า Cook's distance กับ Leverage value พบว่า ในตัวแบบที่ 1 (ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ) มี case ที่มีค่าผิดปกติ จำนวน 8 case และในตัวแบบที่ 2 (ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า) พบค่าที่ผิดปกติจำนวน 4 case

หลังจากที่ได้ทำการตรวจสอบข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิง พหุแล้วจึงทำการตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุ พบว่าตัวแบบทั้งสองตัวแบบเกิดปัญหาตัวแปรอิสระสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) ซึ่งการแก้ปัญหาดังกล่าวสามารถทำได้โดยการตัดตัวแปรอิสระบางตัวที่มีความสัมพันธ์กันมากออกไป (กัลยา วานิชย์ บัญชา, 2543: 491) จึงตัด  $\Delta Acct. Rec_{it}$  และ  $ROA_{it}$  ออกจากทั้งสองตัวแบบ ทำให้ได้ตัวแบบที่จะใช้ในการทดสอบโดยเข้าเงื่อนไขทุกข้อของการวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุดังนี้

### ตัวแบบที่ 1

$$CAR_{it+1} = a + b_1 \Delta EPS_{it} + b_2 \Delta Inv_{it} + b_3 \Delta Cost_{it} + b_4 \Delta S \& A_{it} + b_5 CAPX + b_6 CFO_{it} + b_7 \Delta LIQUID_{it} + b_8 \Delta MARGIN_{it} + b_9 \Delta TURN_{it} + \omega_{it}$$

## ตัวแบบที่ 2

$$E_{it+1} = a + b_1\Delta EPS_{it} + b_2\Delta Inv_{it} + b_3\Delta Cost_{it} + b_4\Delta S \& A_{it} + b_5 CAPX + b_6 CFO_{it} + b_7\Delta LIGUID_{it} + b_8\Delta MARGIN_{it} + b_9\Delta TURN_{it} + \omega_{it}$$

### 3.5 การเก็บรวบรวมข้อมูล

แหล่งข้อมูลที่สำคัญสำหรับงานวิจัยฉบับนี้ส่วนใหญ่เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ได้แก่ หนังสือ บทความ วิทยานิพนธ์ งานวิจัยทั้งของไทยและต่างประเทศ จากห้องสมุดและเว็บไซต์ต่างๆ และงบการเงินจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ I-SIMS (Integrated-SET Information Management Systems)

### 3.6 การวิเคราะห์ข้อมูล

เมื่อเก็บข้อมูลที่ต้องการศึกษาได้ครบถ้วนแล้ว จึงทำการวิเคราะห์ข้อมูล ซึ่งมีแนวทางในการวิเคราะห์ข้อมูลดังนี้

- 1.) ตรวจสอบข้อมูลและแปลงข้อมูลเพื่อให้เป็นไปตามข้อกำหนดของการวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุ
- 2.) วิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นเพื่อให้ทราบถึงข้อมูลทั่วไป เช่น ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าความสัมพันธ์
- 3.) วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และตัวแปรตาม
- 4.) สรุปและแปลผลการวิเคราะห์ข้อมูล

### 3.7 การสรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูล

เพื่อนำเสนอผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษา จำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องใช้เทคนิคทางสถิติในการอธิบายและวิเคราะห์ข้อมูล que เก็บรวบรวมได้ แนวทางการวิเคราะห์ข้อมูลสำหรับการศึกษานี้จำแนกตามเทคนิคทางสถิติที่นำมาใช้ อันประกอบไปด้วย สถิติเชิง

พรรณนา และสถิติเชิงอนุมาน ความสำคัญของเทคนิคทางสถิติแต่ละชนิดสามารถสรุปพอสังเขปได้ดังนี้

### 3.7.1 สถิติเชิงพรรณนา

วิเคราะห์ข้อมูลออกมาในรูปของค่าสถิติพื้นฐาน เกี่ยวกับข้อมูลทั่วไปของกิจการ เพื่อเสนอข้อมูลเบื้องต้นเกี่ยวกับตัวแปรที่เก็บรวบรวมได้ สถิติเชิงพรรณนาที่ใช้ในการนำเสนอข้อมูลในการศึกษานี้ประกอบด้วย

- 1.) ค่าต่ำสุด (Minimum) เพื่อแสดงค่าต่ำสุดของตัวแปร
- 2.) ค่าสูงสุด (Maximum) เพื่อแสดงค่าสูงสุดของตัวแปร
- 3.) ค่าเฉลี่ย (Mean) เพื่อแสดงค่าเฉลี่ยของตัวแปร
- 4.) ค่ามัธยฐาน (Median) เพื่อแสดงค่ามัธยฐานของตัวแปร
- 4.) ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) เพื่อแสดง

ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปร

5.) ค่าความสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation) ค่าความสัมพันธ์เพียร์สันนี้ จะใช้เพื่ออธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรเชิงปริมาณที่มีการแจกแจงปกติ

### 3.7.2 สถิติเชิงอนุมาน

สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติอนุมานในงานวิจัยฉบับนี้ประกอบด้วยเทคนิคที่ให้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

สำหรับการศึกษาคั้งนี้นำเทคนิคนี้มาใช้เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม หรือเพื่อตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าในทิศทางใด ทั้งนี้พิจารณาจากทิศทางสัญลักษณ์ของค่าสหสัมพันธ์ที่ได้จากการทดสอบอาจเป็นบวกหรือลบ จะเห็นว่าเทคนิคดังกล่าวสามารถตอบวัตถุประสงค์และสมมติฐานของการวิจัยนี้ได้อย่างครบถ้วน สำหรับผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษาจะนำเสนอไว้ในบทที่ 4 เป็นลำดับถัดไป

## บทที่ 4

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

เมื่อได้รวบรวมข้อมูลในงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยครบถ้วนแล้ว จึงนำข้อมูลเหล่านั้นมาทำการประมวลผลด้วยวิธีการทางสถิติที่เหมาะสม เพื่อทำการทดสอบสมมติฐานและทำการวิเคราะห์ผลของข้อมูลที่ได้รับรวบรวมมา โดยจะแบ่งหัวข้อของการศึกษาออกเป็น 3 หัวข้อดังนี้

- 4.1 ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย
- 4.2 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า
- 4.3 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม
- 4.4 การวิเคราะห์ความอ่อนไหว(Sensitivity Analysis)

ก่อนที่จะทำการวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุ ผู้วิจัยได้ทำการตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุของทุกตัวแบบ นั่นคือการทดสอบว่าข้อมูลมีลักษณะที่ตรงตามเงื่อนไขการวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุดังนี้ (กัลยา วานิชย์บัญชา ,2544: 450)

- 1.) ค่าคลาดเคลื่อนเป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงปกติ
- 2.) ค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์
- 3.) ค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนคงที่ทุกค่าของ X
- 4.) ค่าคลาดเคลื่อนเป็นอิสระกัน
- 5.) ตัวแปรอิสระแต่ละตัวเป็นอิสระกัน

จากการตรวจสอบพบว่าตัวแบบที่นำมาใช้ทั้งสองตัวแบบเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุดังกล่าวข้างต้น โดยมีผลที่ได้จากการประมวลผลดังรายละเอียดที่จะกล่าวต่อไป

ก่อนที่จะนำเสนอผลการวิจัยผู้วิจัยขอสรุปถึงข้อตกลงเกี่ยวกับสัญลักษณ์ และความหมายของตัวแปรต่าง ๆ เป็นลำดับแรก เนื่องจากสัญลักษณ์และความหมายของตัวแปร ต้องใช้ในการวิเคราะห์และตีความหมายในเกือบทุกส่วนของการนำเสนอผลการวิจัย และเพื่อให้เกิดความเข้าใจในสัญลักษณ์และความหมายของตัวแปรต่าง ๆ ผู้วิจัยจึงขอแนะนำตารางที่ 4.1 ดังนี้

ตารางที่ 4.1 สรุปสัญลักษณ์และความหมายตัวแปร

สัญลักษณ์	ความหมาย
$\Delta Inv$	อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ (คำนวณจาก ผลต่างระหว่าง อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย)
$\Delta Acct. Rec$	อัตราการเปลี่ยนแปลงลูกหนี้การค้า (คำนวณจาก ผลต่างระหว่าง อัตราการเปลี่ยนแปลงลูกหนี้การค้า กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย)
$\Delta Cost$	อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย (คำนวณจาก ผลต่างระหว่าง อัตราการเปลี่ยนแปลงยอดขาย กับอัตราการเปลี่ยนแปลงกำไรขั้นต้น)
$\Delta S\&A$	อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (คำนวณจาก ผลต่างระหว่าง อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย)
$\Delta CAPX$	อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน (คำนวณจาก ผลต่างระหว่าง อัตราการเปลี่ยนแปลงกระแสเงินสดจากการลงทุนของอุตสาหกรรม กับอัตราการเปลี่ยนแปลงกระแสเงินสดจากการลงทุนของบริษัท)
$\Delta ROA$	การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (คำนวณจาก ผลต่างระหว่าง อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ในปี t กับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ในปี t-1)
CFO	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (คำนวณโดย กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน หารสินทรัพย์รวม)
$\Delta LIQUID$	การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง (คำนวณจาก ผลต่างระหว่าง อัตราส่วนทุนหมุนเวียนในปี t กับอัตราส่วนทุนหมุนเวียนในปี t-1)
$\Delta MARGIN$	การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น (คำนวณจาก ผลต่างระหว่าง อัตราส่วนกำไรขั้นต้นในปี t กับอัตราส่วนกำไรขั้นต้นในปี t-1)
$\Delta TURN$	การเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (คำนวณจาก ผลต่างระหว่าง อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ในปี t กับอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ในปี t-1)
$CAR_{it+1}$	ผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (คำนวณจาก ผลรวมของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติรายเดือนของหลักทรัพย์ 12 เดือน เริ่มจาก เดือนเมษายน ปี t+1 )
$\Delta E_{it+1}$	การเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า (คำนวณจาก ผลต่างระหว่างกำไรต่อหุ้นในปี t+1 กับ กำไรต่อหุ้นในปี t)

#### 4.1 ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย

ในส่วนนี้เป็นการนำเสนอข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรสามารถนำเสนอได้ตามลำดับดังนี้

#### ตารางที่ 4.2(ก) และ (ข) สรุปข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย

#### ตารางที่ 4.2(ก) ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

ตัวแปร	จำนวน ตัวอย่าง (N)	ค่า ต่ำสุด (Min)	ค่าสูงสุด (Max)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่ามัธยฐาน (Median)	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (Standard deviation)
<u>ตัวแปรอิสระ</u>						
$\Delta Eps$	678	-105	57.26	-0.5169	-0.7205	9.7680
$\Delta Inv$	678	-1.61	15.91	0.0843	-0.0015	0.9056
$\Delta Acct.Rec$	678	-1.49	19.90	0.1100	-0.0080	1.1727
$\Delta Cost$	678	-74.69	31.18	-0.1156	0.0142	3.2245
$\Delta S\&A$	678	-1.75	2.74	0.0121	0.0000	0.3538
$\Delta CAPX$	678	-41.05	31.45	0.2128	0.3176	4.2968
$\Delta ROA$	678	-25.70	12.15	0.4527	0.4976	8.6906
CFO	678	-0.80	8.94	-2.4689	-2.2615	1.0183
$\Delta LIQUID$	678	0.00	10.88	1.3106	1.1916	0.4906
$\Delta MARGIN$	678	-0.22	0.94	0.4588	0.4513	0.1271
$\Delta TURN$	678	0.00	4.55	1.0128	0.9899	0.2752
<u>ตัวแปรตาม</u>						
$CAR_{t+1}$	678	-5.69	1.60	-9.746	-0.7589	1.1708
$\Delta E_{t+1}$	678	-35.42	45.49	0.3817	0.3750	7.6097

ตารางที่ 4.2(ข) ค่าความสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร

	CAR <sub>it</sub>	ΔE <sub>it+1</sub>	ΔEps	ΔInv	ΔAcct.Rec	ΔCost	ΔS&A	ΔCAPX	ΔROA	CFO	ΔTURN	ΔLIQUID	ΔMARGIN
CAR <sub>it</sub>	1												
ΔE <sub>it+1</sub>		1											
ΔEps	** .157	** -.240	1										
ΔInv	-.078	-.036	-.044	1									
ΔAcct.Rec	-.073	.018	-.028	*-.096	1								
ΔCost	-.074	**-.124	-.038	-.020	.015	1							
ΔS&A	-** .161	-.030	**-.170	.069	-.024	.006	1						
ΔCAPX	-.023	.031	-.019	.006	-.037	-.005	.073	1					
ΔROA	** .261	*-.080	** .461	-.060	-.036	**-.108	**-.387	-.010	1				
CFO	.056	**-.128	.028	-.041	-.035	.008	-.040	-.066	.058	1			
ΔTURN	-.025	-.051	.053	-.066	.028	-.039	*-.085	-.029	.019	** .341	1		
ΔLIQUID	-.035	-.054	.018	-.038	.049	-.016	-.038	.044	-.029	** .206	** .193	1	
ΔMARGIN	.042	**-.115	.016	.068	*-.100	.049	.066	-.011	.028	** .109	**-.393	*.076	1

\* ระดับนัยสำคัญ 0.01 (2 ทาง)

\*\*ระดับนัยสำคัญ 0.05 (2 ทาง)



ตารางที่ 4.2 (ก) และ (ข) จะเป็นการแสดงข้อมูลเชิงสถิติเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย ดังรายละเอียดดังต่อไปนี้

#### 4.1.1 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐาน

##### ตัวแปรอิสระ

##### 1. อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ

จากจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 678 บริษัท สรุปได้ว่า การเพิ่มขึ้นของอัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือเมื่อเทียบสัดส่วนกับยอดขาย มีค่าต่ำสุด (Min) อยู่ที่ติดลบ 1.61% ค่าสูงสุด (Max) อยู่ที่ 15.91% ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 0.08% แสดงว่าโดยเฉลี่ยบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีจำนวนสินค้าคงเหลือที่เพิ่มขึ้น แต่การเพิ่มขึ้นของสินค้าเมื่อเทียบสัดส่วนกับยอดขายแล้วไม่ใช่สัญญาณที่ดีเสมอไป เนื่องจากการเพิ่มขึ้นดังกล่าวอาจจะทำให้เกิดความเสี่ยงที่สินค้าจะกลายมาเป็นสินค้าที่ล้าสมัย และที่สำคัญการที่บริษัทมีสินค้าคงเหลือมากขึ้นก็จะมีต้นทุนการจัดเก็บที่เพิ่มมากขึ้น อาจส่งผลให้กำไรในอนาคตและผลตอบแทนที่ไม่ปกติลดลงได้

##### 2. อัตราการเปลี่ยนแปลงลูกหนี้การค้า

จากจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 678 บริษัท สรุปได้ว่า การเพิ่มขึ้นของอัตราการเปลี่ยนแปลงลูกหนี้การค้าเมื่อเทียบสัดส่วนกับยอดขาย มีค่าต่ำสุด (Min) อยู่ที่ติดลบ 1.49% ค่าสูงสุด (Max) อยู่ที่ 19.90% ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 0.11% แสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยบริษัทมีลูกหนี้การค้าเพิ่มขึ้นมากกว่ายอดขายที่เพิ่มขึ้น อาจเป็นเพราะเปอร์เซ็นต์การเก็บหนี้ได้ในปัจจุบันลดลง หรืออาจจะเป็นเพราะการแข่งขันที่มากขึ้น บริษัทใช้นโยบายการให้สินเชื่อที่เพิ่มมากขึ้นจึงทำให้มียอดลูกหนี้เพิ่มขึ้นในสัดส่วนที่มากกว่ายอดขายที่เพิ่มขึ้น

##### 3. อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย

จากจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 678 บริษัท สรุปได้ว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขายหรืออัตราการเปลี่ยนแปลงกำไรขั้นต้นเมื่อเทียบสัดส่วนกับยอดขาย มีค่าต่ำสุด (Min) อยู่ที่ติดลบ 74.69% ค่าสูงสุด (Max) อยู่ที่ 31.81% ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ติดลบ 0.11% แสดงให้เห็นว่า โดยเฉลี่ยบริษัทมีอัตราส่วนกำไรขั้นต้นที่มีค่าลบ กล่าวได้ว่าบริษัทมีต้นทุนขายเพิ่มมากขึ้น

หรือมีกำไรขั้นต้นที่ลดลงเมื่อเทียบกับยอดขาย อาจเนื่องมาจากในปัจจุบันการแข่งขันในตลาดที่เพิ่มสูงขึ้นทุกขณะ จึงทำให้บริษัทอาจจะต้องลดราคาขายสินค้าลงเนื่องจากมีคู่แข่งทางการค้าที่มากขึ้น ถ้าตั้งราคาสูงอาจจะทำให้ขายสินค้าไม่ได้ เพราะผู้ซื้อมีทางเลือกในการซื้อสินค้ามากขึ้น ในขณะที่ราคาต้นทุนวัตถุดิบการผลิตที่สูงขึ้น กำไรขั้นต้นจึงลดลงเมื่อเทียบกับยอดขายหรือต้นทุนขายที่สูงขึ้น ด้วยเหตุดังกล่าวอาจจะส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า และผลตอบแทนที่ไม่ปกติลดลงด้วย

#### 4. อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร

จากจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 678 บริษัท สรุปได้ว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเมื่อเทียบกับสัดส่วนกับยอดขาย มีค่าต่ำสุด (Min) อยู่ที่ติดลบ 1.75% ค่าสูงสุด (Max) อยู่ที่ 2.74% ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 0.01% แสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยบริษัทมีการเพิ่มค่าใช้จ่ายในส่วนของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารมากกว่ายอดขายที่เพิ่มขึ้น นั่นคือบริษัทต้องเพิ่มศักยภาพในการขายสินค้าให้สามารถขายสินค้าเพิ่มมากขึ้น ภายใต้การเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารจะส่งผลกระทบต่อกำไรและกระแสเงินสดในอนาคต รวมถึงผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัทด้วย

#### 5. อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน

จากจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 678 บริษัท สรุปได้ว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุนของบริษัทเมื่อเทียบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุนของอุตสาหกรรมเดียวกัน มีค่าต่ำสุด (Min) อยู่ที่ติดลบ 41.05% ค่าสูงสุด (Max) อยู่ที่ 31.45% ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 21.28% แสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยบริษัทให้ความสำคัญกับกิจกรรมลงทุน สาเหตุที่บริษัทต้องให้ความสำคัญกับกิจกรรมลงทุนนั้นก็อาจเนื่องจากปัจจัยหลักทางเศรษฐกิจ ต้องเร่งเพิ่มศักยภาพในการแข่งขัน จึงทำให้ต้องมีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรมากยิ่งขึ้น อาทิ ต้องลงทุนในเครื่องจักรที่ใช้ในการผลิตเพื่อให้การผลิตมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น ลงทุนขยายโรงงานการผลิต เป็นต้น การเพิ่มขึ้นดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อกำไรในอนาคตและผลตอบแทนที่ไม่ปกติเนื่องจากค่าใช้จ่ายในส่วนของค่าเสื่อมราคาที่สูงขึ้นนั่นเอง

#### 6. การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์

จากจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 678 บริษัท สรุปได้ว่า การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ มีค่าต่ำสุด (Min) อยู่ที่ติดลบ 25.70% ค่าสูงสุด (Max) อยู่ที่ 12.15%

ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 0.45% จะเห็นได้ว่าโดยเฉลี่ยมีอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับปีก่อน แสดงให้เห็นว่าบริษัทสามารถใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดผลตอบแทนมากขึ้น และมีการใช้อย่างคุ้มค่า ทำให้บริษัทมีผลตอบแทนจากสินทรัพย์มากขึ้นจากปีก่อน ดังนั้นโอกาสที่กำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าและผลตอบแทนที่ไม่ปกติจะเพิ่มขึ้นจึงอยู่ในระดับสูง

#### 7. กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

จากจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 678 บริษัท สรุปได้ว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานเมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวม มีค่าต่ำสุด (Min) อยู่ที่ติดลบ 0.80 เท่า ค่าสูงสุด (Max) อยู่ที่ 8.94 เท่า ค่าเฉลี่ย (Mean) ติดลบอยู่ที่ 2.46 เท่า จะเห็นได้ว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานติดลบ แสดงให้เห็นว่าบริษัทไม่มีศักยภาพในการบริหารสินทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน เมื่อเป็นเช่นนี้อาจเป็นสาเหตุให้บริษัทเกิดปัญหาการขาดสภาพคล่องได้เนื่องจากไม่มีเงินสดเพียงพอในการใช้จ่ายสำหรับกิจกรรมดำเนินงาน จึงอาจส่งผลในเชิงลบต่อกำไรในอนาคตและผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้

#### 8. การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนสภาพคล่อง

จากจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 678 บริษัท สรุปได้ว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนสภาพคล่อง มีค่าต่ำสุด (Min) อยู่ที่ 0.00 เท่า ค่าสูงสุด (Max) อยู่ที่ 10.88 เท่า ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 1.31 เท่า แสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยบริษัทมีสินทรัพย์หมุนเวียนมากกว่าหนี้สินหมุนเวียน อาจจะเป็นไปได้ที่บริษัทในตลาดหลักทรัพย์มีสินค้าคงเหลือและลูกหนี้การค้าที่มากขึ้น ดูได้จากโดยเฉลี่ยแล้วสินค้าคงเหลือและลูกหนี้การค้าของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ถ้ามองในแง่ผู้บริหารแล้วการที่บริษัทมีสินค้าคงคลังมากเกินไปอาจจะไม่น่าพึงพอใจเนื่องจากสินค้าคงเหลือที่มีเพิ่มสูงขึ้นนั้นอาจมีความเสี่ยงที่สินค้าจะล้าสมัย และการที่ลูกหนี้การค้ามีมากแสดงถึงโอกาสที่จะเก็บหนี้ไม่ได้ และค่าใช้จ่ายในส่วนหนี้สงสัยจะสูญก็จะเพิ่มขึ้นด้วย จึงอาจจะส่งผลในเชิงลบต่อกำไรในอนาคตและผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้

#### 9. การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น

จากจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 678 บริษัท สรุปได้ว่า การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น มีค่าต่ำสุด (Min) อยู่ที่ติดลบ 0.22 เท่า ค่าสูงสุด (Max) อยู่ที่ 0.94 เท่า ค่าเฉลี่ย

(Mean) อยู่ที่ 0.45 เท่า แสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยบริษัทมีประสิทธิภาพในการหากำไรมากขึ้นจากปีก่อน ถือเป็นสัญญาณที่ดีสำหรับกำไรในอนาคตและผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

#### 10. การเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์

จากจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 678 บริษัท สรุปได้ว่า การเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ มีค่าต่ำสุด (Min) อยู่ที่ 0.00 เท่า ค่าสูงสุด (Max) อยู่ที่ 4.55 เท่า ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 1.01 เท่า จะเห็นได้ว่าโดยเฉลี่ยบริษัทมีอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์เพิ่มขึ้นจากปีก่อนถึง 1.01 เท่า แสดงถึงความสามารถในการสร้างยอดขายจากการลงทุนระยะยาว การที่บริษัทนำเงินไปลงทุนในสินทรัพย์ถาวรถือเป็นการลงทุนที่คุ้มค่าเพราะจะส่งผลให้ยอดขายเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ถาวรที่ได้ลงทุน

#### ตัวแปรตาม

##### 1. ผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม

จากจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 678 บริษัท สรุปได้ว่า ผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม มีค่าต่ำสุด (Min) อยู่ที่ติดลบ 5.69 ค่าสูงสุด (Max) อยู่ที่ 1.60 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ติดลบ 0.97 แสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีผลตอบแทนที่ต่ำกว่าปกติ 0.97 บางบริษัทนั้นสามารถได้ผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติสะสมได้ถึง 1.60 ในขณะที่บางบริษัทก็มีผลตอบแทนที่ต่ำกว่าปกติถึง 5.69 จะเห็นได้ว่าข้อมูลผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอยู่ในระดับต่ำกว่าปกติมีค่าสูงกว่าผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติ จึงส่งผลให้ค่าเฉลี่ยออกมามีค่าเป็นติดลบนั่นเอง

##### 2. การเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า

จากจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 678 บริษัท สรุปได้ว่า กำไรต่อหุ้นในอีก 1 ปีข้างหน้า มีค่าต่ำสุด (Min) อยู่ที่ติดลบ 35.42 ค่าสูงสุด (Max) อยู่ที่ 45.49 บาท ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 0.38 บาท แสดงให้เห็นว่าโดยรวมแล้วบริษัทดำเนินงานมีผลกำไรโดยเฉลี่ยต่อหุ้น 0.38 บาท บางบริษัทก็สามารถทำกำไรต่อหุ้นได้สูงถึง 45.49 บาท และก็จะเห็นได้ว่ามีบางบริษัทที่มีขาดทุนต่อหุ้นถึง 35.42 บาท แต่โดยเฉลี่ยแล้วผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็ถือว่าอยู่ในเกณฑ์ที่ดีสามารถให้ผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นได้

#### 4.1.2 ผลการวิเคราะห์ค่าความสัมพันธ์เพียร์สัน ( Pearson Corelation )

##### ของตัวแปร

สำหรับตารางที่ 4.1 (ข) จะแสดงค่า ความสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Corelation ) ของตัวแปรแต่ละคู่ ดังผลการวิเคราะห์ดังนี้คือ

##### 1). ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม

เมื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม พบว่า การเปลี่ยนแปลงกำไรต่อหุ้น( $\Delta Eps$ ) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์( $\Delta ROA$ ) และการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น( $\Delta MARGIN$ ) มีความสัมพันธ์เป็นไปตามที่คาดหวังไว้คือมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ ซึ่งให้เห็นว่าอัตราส่วนแสดงความสามารถในการดำเนินงาน( $\Delta MARGIN$ ) และอัตราส่วนความสามารถในการจัดการสินทรัพย์( $\Delta ROA$ ) นั้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ กล่าวคือเมื่อกิจการมีประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (ดูจากการเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนกำไรขั้นต้น) และสามารถใช้จ่ายสินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ (ดูจากการเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์) ก็จะส่งผลให้ผลตอบแทนที่ไม่ปกติสูงขึ้นเช่นเดียวกัน ในขณะที่อัตราส่วนการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ( $\Delta Inv$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงลูกหนี้การค้า( $\Delta Acct.Rec$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย( $\Delta Cost$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร( $\Delta S\&A$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน( $\Delta CAPX$ ) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง( $\Delta LIQUID$ ) และการเปลี่ยนแปลงอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์( $\Delta TURN$ ) มีความสัมพันธ์เป็นไปตามสัญลักษณะที่คาดไว้นั้นคือมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ ในทางตรงกันข้ามกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน(CFO) ความสัมพันธ์ที่ได้ไม่เป็นไปตามที่คาดไว้ นั่นคือมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม

## 2). ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน กับ การเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า

เมื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า พบว่าการเปลี่ยนแปลงกำไรต่อหุ้น( $\Delta EPS$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ ( $\Delta Inv$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย ( $\Delta Cost$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขาย( $\Delta S\&A$ ) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง ( $\Delta LIQUID$ ) และการเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ( $\Delta TURN$ ) มีความสัมพันธ์เป็นไปตามสัญลักษณ์ที่คาดไว้ นั่นคือมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า

ในทางตรงกันข้ามกลับได้พบลักษณะความสัมพันธ์ของอัตราการเปลี่ยนแปลงลูกหนี้การค้า( $\Delta Acct.rec$ ) และอัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน( $\Delta CAPX$ ) ไม่เป็นไปตามทิศทางที่คาดไว้ นั่นคือมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ซึ่งสัญลักษณ์ที่ไม่เป็นไปตามที่คาดหวังนั้นสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Abarbanell and Bushee (1997) ที่พบว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงลูกหนี้การค้า และอัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า เหตุที่เป็นเช่นนี้อาจชี้ให้เห็นว่า การเพิ่มขึ้นของรายจ่ายฝ่ายทุนนั้น ถือว่าเป็นข่าวร้ายกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า เนื่องจากการลงทุนในโครงการใหม่ ๆ นั้น ปกติแล้วจะไม่ส่งผลกระทบต่อกำไรโดยตรงแต่มีสัมพันธ์กับค่าเสื่อมราคาที่จะเพิ่มขึ้นในอนาคต ซึ่งจะส่งผลให้กำไรในอนาคตลดลง และการที่อัตราการเปลี่ยนแปลงลูกหนี้การค้ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า นั้น ชี้ให้เห็นว่าการดำเนินธุรกิจในปัจจุบันที่มีการแข่งขันสูง บริษัทจำเป็นต้องใช้นโยบายต่างๆ เพื่อความเพิ่มศักยภาพทางการแข่งขัน การเพิ่มยอดขายโดยขยายการให้สินเชื่อแก่ลูกค้าเพื่อก่อให้เกิดแรงจูงใจในการซื้อสินค้า ถือได้ว่าเป็นอีกวิธีที่ช่วยให้กิจการมีรายได้จากการขายเพิ่มมากขึ้นและผลที่ตามมาคือกำไรที่เพิ่มมากขึ้นนั่นเอง

ในทำนองเดียวกัน พบว่าความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์( $\Delta ROA$ ) และการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น ( $\Delta MARGIN$ ) ตรงข้ามกับทิศทางที่คาดหวัง คือมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ชี้ให้เห็นว่า การที่อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราส่วนกำไรขั้นต้นเพิ่มสูงขึ้นจากปีก่อน ไม่ได้ทำให้การเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าเพิ่มขึ้น อาจ

กล่าวได้ว่าอัตราส่วนทั้งสองนี้เป็นอัตราส่วนที่ใช้ในการวัดประสิทธิภาพการดำเนินงานและวัดความสามารถในการจัดการสินทรัพย์ของกิจการ เมื่ออัตราส่วนทั้งสองสูงขึ้นแสดงว่ากิจการมีประสิทธิภาพในการจัดการบริหารดังกล่าวข้างต้น แต่ไม่สามารถสรุปได้ว่าเมื่ออัตราส่วนทั้งสองนี้สูงขึ้น จะส่งผลให้กำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าสูงขึ้นไปด้วย เนื่องจากในสภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบันที่มีการแข่งขันในตลาดอย่างรุนแรงนั้นทำให้กิจการมีปัจจัยอีกมากมายที่จะส่งผลกระทบต่อกำไร เช่น การเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร การเพิ่มขึ้นของค่าเสื่อมราคา การเพิ่มขึ้นของหนี้สงสัยจะสูญ เป็นต้น

## 4.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าโดยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

### 4.2.1 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม

ในส่วนที่ 4.2.1 เป็นการนำเสนอผลการวิจัยเกี่ยวกับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ดังรายละเอียดที่ปรากฏในตารางที่ 4.3

จากตารางที่ 4.3 แสดงการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม สามารถอธิบายผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุตามตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้ดังนี้

**อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ( $\Delta Inv$ )** จากกรวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัมประสิทธิ์ความถดถอย (B) ของอัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ เท่ากับ -0.134 เมื่อพิจารณาค่าความสัมพันธ์ทางสถิติพบว่า t-value เท่ากับ -1.257 หรือ p-value เท่ากับ 0.210 ซึ่ง p-value มีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 นั่นคือ อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% สัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน(Beta) มีค่าเท่ากับ -0.064 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า เมื่อเทียบกับระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมด อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติเป็นอันดับ 4 และ

### ตารางที่ 4.3

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAR) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน(Fundamental signal) ประกอบไปด้วย อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ( $\Delta Inv$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย( $\Delta Cost$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร( $\Delta S\&A$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน( $\Delta CAPX$ ) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน(CFO) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง( $\Delta LIQUID$ ) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น( $\Delta MARGIN$ ) และการเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์( $\Delta TURN$ ) โดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุ

ตารางข้างล่างแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of correlation) และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มาตรฐาน (Beta) จากสมการถดถอย พร้อมทั้งแสดงค่า T-statistic (ค่าในวงเล็บ) ค่า P-value ค่า F-statistic และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ตัวกำหนดที่ปรับปรุงแล้ว (Adjusted R<sup>2</sup>) ของตัวแปรอิสระที่มีต่อผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAR<sub>it</sub>) โดยใช้ตัวแบบที่ 1 ดังนี้ :

$$CAR_{it+1} = a + b_1\Delta EPS_{it} + b_2\Delta Inv_{it} + b_3\Delta Cost_{it} + b_4\Delta S \& A_{it} + b_5\Delta CAPX_{it} + b_6\Delta CFO_{it} + b_7\Delta LIQUID_{it} + b_8\Delta MARGIN_{it} + b_9\Delta TURN_{it} + \omega_{it}$$

ทดสอบสมการถดถอยของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี 2542-2546

ตัวแปรตาม (Y <sub>it</sub> )		$\Delta Eps$	$\Delta Inv$	$\Delta Cost$	$\Delta S\&A$	$\Delta CAPX$	CFO	$\Delta LIQUID$	$\Delta MARGIN$	$\Delta TURN$
CAR <sub>it+1</sub>	Coefficieint(B)	0.015**	-0.134	-0.334**	-0.522**	-0.001	0.088	-0.121	0.062	-0.123
	Beta	0.104	-0.064	-0.107	-0.143	-0.005	0.070	-0.054	0.027	-0.027
	T-Stat	(2.020)	(-1.257)	(-2.072)	(-2.809)	(-0.096)	(1.241)	(-0.451)	(1.060)	(-0.477)
	P-Value	0.044	0.210	0.039	0.005	0.923	0.215	0.652	0.290	0.634

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

ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม

R<sup>2</sup> = 0.175 , Adjusted R<sup>2</sup> = 0.103 , Sig-F = 0.006

N = 678



ความสัมพันธ์อยู่ในทิศทางที่ตรงกันข้ามกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติตั้งที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น (ตารางที่ 4.2 (ข))

**อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย( $\Delta$ Cost)** จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัมประสิทธิ์ความถดถอย (B) ของอัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย เท่ากับ -0.334 นั่นคือ หากบริษัทมีอัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย เพิ่มขึ้น 1 หน่วย บริษัทจะมีผลตอบแทนที่ไม่ปกติลดลง 0.334 หน่วย ส่วนสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานมีค่า(Beta) เท่ากับ -0.107 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า เมื่อเทียบกับระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมด อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขายมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติเป็นอันดับ 2 และความสัมพันธ์อยู่ในทิศทางที่ตรงกันข้ามกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติตั้งที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น (ตารางที่ 4.2 (ข)) เมื่อพิจารณาค่าความสัมพันธ์ทางสถิติพบว่า t-value เท่ากับ -2.072 หรือ p-value เท่ากับ 0.039 ซึ่ง p-value มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 นั่นคือ อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขายมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

**อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร( $\Delta$ S&A)** จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัมประสิทธิ์ความถดถอย (B) ของอัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร เท่ากับ -0.522 นั่นคือ หากบริษัทมีอัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร เพิ่มขึ้น 1 หน่วย บริษัทจะมีผลตอบแทนที่ไม่ปกติลดลง 0.522 หน่วย ส่วนสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน(Beta) มีค่าเท่ากับ -0.143 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า เมื่อเทียบกับระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมด อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติเป็นอันดับที่ 1 และความสัมพันธ์อยู่ในทิศทางที่ตรงกันข้ามกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติตั้งที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น (ตารางที่ 4.2 (ข)) เมื่อพิจารณาค่าความสัมพันธ์ทางสถิติพบว่า t-value เท่ากับ -2.809 หรือ p-value เท่ากับ 0.005 ซึ่ง p-value มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 นั่นคือ อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

**อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน( $\Delta$ CAPX)** จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัมประสิทธิ์ความถดถอย (B) ของอัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน เท่ากับ -0.001 เมื่อพิจารณาค่าความสัมพันธ์ทางสถิติพบว่า t-value เท่ากับ -0.096 หรือ p-value เท่ากับ 0.923 ซึ่ง p-value มีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 นั่นคือ อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมี

นัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% สัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน(Beta) มีค่าเท่ากับ -0.005 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า เมื่อเทียบกับระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมด อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุนมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติเป็นอันดับที่ 7 คือมีความสัมพันธ์ในอันดับสุดท้าย และความสัมพันธ์อยู่ในทิศทางที่ตรงกันข้ามกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ ดังที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น (ตารางที่ 4.2 (ข))

**กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน(CFO)** จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่า สัมประสิทธิ์ความถดถอย (B) ของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเท่ากับ 0.088 เมื่อพิจารณาค่าความสัมพันธ์ทางสถิติพบว่า t-value เท่ากับ 1.241 หรือ p-value เท่ากับ 0.215 ซึ่ง p-value มีค่ามากกว่ากว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 นั่นคือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% สัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน(Beta) มีค่าเท่ากับ 0.070 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า เมื่อเทียบกับระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมด กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติเป็นอันดับที่ 3 และความสัมพันธ์อยู่ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ ดังที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น (ตารางที่ 4.2 (ข))

**การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง( $\Delta$ LIQUID)** จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัมประสิทธิ์ความถดถอย (B) ของการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่องเท่ากับ -0.121 เมื่อพิจารณาค่าความสัมพันธ์ทางสถิติพบว่า t-value เท่ากับ -0.451 หรือ p-value เท่ากับ 0.652 ซึ่ง p-value มีค่ามากกว่ากว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 นั่นคือ การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่องไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% สัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน(Beta) มีค่าเท่ากับ -0.054 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า เมื่อเทียบกับระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมด การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่องมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติเป็นอันดับที่ 5 และความสัมพันธ์อยู่ในทิศทางที่ตรงข้ามกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ ดังที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น (ตารางที่ 4.2 (ข))

**การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น( $\Delta$ MARGIN)** จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัมประสิทธิ์ความถดถอย (B) ของการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้นเท่ากับ 0.062 เมื่อพิจารณาค่าความสัมพันธ์ทางสถิติพบว่า t-value เท่ากับ 1.060 หรือ p-value เท่ากับ 0.290 ซึ่ง p-value มีค่ามากกว่ากว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 นั่นคือ การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้นไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ อย่างมีนัยสำคัญที่

ระดับความเชื่อมั่น 95% สัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน(Beta) มีค่าเท่ากับ 0.027 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า เมื่อเทียบกับระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมด การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้นมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติเป็นอันดับที่ 6 และความสัมพันธ์อยู่ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ ดังที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น (ตารางที่ 4.2 (ข))

**การเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์( $\Delta$ TURN)** จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัมประสิทธิ์ความถดถอย (B) ของการเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์เท่ากับ -0.123 เมื่อพิจารณาค่าความสัมพันธ์ทางสถิติพบว่า t-value เท่ากับ -0.477 หรือ p-value เท่ากับ 0.634 ซึ่ง p-value มีค่ามากกว่ากว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 นั่นคือ การเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% สัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน(Beta) มีค่าเท่ากับ -0.027 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า เมื่อเทียบกับระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมด การเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติในระดับเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น คือ เป็นอันดับที่ 6 และความสัมพันธ์อยู่ในทิศทางที่ตรงข้ามกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ ดังที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น (ตารางที่ 4.2 (ข))

จากผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ สามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 1 ได้ดังนี้

### ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 1

จากตารางที่ 4.3 สามารถใช้ทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 1 ที่ว่า

$H_{11}$ : ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม

ผลการทดสอบสมมติฐานพบว่า เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ คือ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญ (Sig-F < 0.05) ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ และจากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่า ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเหล่านี้สามารถอธิบายผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้ 17.5% หากพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ได้ปรับปรุง ( $R^2_{adj}$ ) แล้วพบว่า ตัวแปรที่ใช้ศึกษาสามารถ

อธิบายผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัท 10.30% ตัวแปรที่สามารถอธิบายผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญ คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย และอัตราการเปลี่ยนแปลงและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ซึ่งผลการวิจัยที่ได้สอดคล้องกับงานวิจัยในต่างประเทศ ทั้งนี้ตัวแปรที่มีนัยสำคัญอย่างมากต่อผลตอบแทนที่ไม่ปกติ คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร( $\Delta S\&A$ )

### ความเหมาะสมของตัวแบบที่ 1

ตัวแบบโดยรวมมีค่า Sig-F ที่ได้จากตัวแบบเท่ากับ 0.006 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ค่าสถิติดังกล่าวจะทำให้ตรวจสอบสมมติฐานการวิจัยที่ว่าตัวแบบนี้มีตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวแปร ในจำนวนตัวแปรอิสระ 8 ตัวแปร ที่สามารถอธิบายผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งก็คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย (T-Stat -2.072, P-Value 0.039) และอัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (T-Stat -2.809, P-Value 0.005) ผลการวิจัยที่ได้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Lev and Thiagarajan(1993), Swanson Rees and Juarez-Valdes(2003) และ Abarbanell and Bushee (1997) ที่ว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย และอัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ ( $R^2$ ) มีค่าเท่ากับ 0.175 หมายความว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ อัตราการเปลี่ยนแปลงกำไรขั้นต้น อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น และการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนหนี้สินของสินทรัพย์ สามารถอธิบายผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้ 0.175 หรือ 17.5%

**กล่าวโดยสรุป** จากตารางที่ 4.3 ผลการวิจัยแสดงให้เห็นถึงปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญคือ อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย( $\Delta Cost$ ) และอัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร( $\Delta S\&A$ ) ทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปตามที่คาดหวังคือความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ ผลการวิจัยที่ได้อาจถือเป็นสัญญาณให้ผู้ใช้งบการเงินต่างๆ นักลงทุนรวมถึงนักวิเคราะห์ นำปัจจัยดังกล่าวไปเป็นแนวทางในการพิจารณาผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ เมื่อพิจารณาสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน (Beta) จะเห็นว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร( $\Delta S\&A$ ) มีค่ามากที่สุดคือ 0.143 แสดงว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติมากกว่าตัวแปรอิสระตัวอื่น ๆ

#### 4.2.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า โดยการวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุของตัวแบบที่ 2

ในส่วนที่ 4.2.2 เป็นการนำเสนอผลการวิจัยเกี่ยวกับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ดังรายละเอียดที่ปรากฏในตารางที่ 4.4

จากตารางที่ 4.4 แสดงการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า สามารถอธิบายผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุตามตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้ดังนี้

**อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ( $\Delta Inv$ )** จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัมประสิทธิ์ความถดถอย (B) ของอัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ เท่ากับ -0.333 เมื่อพิจารณาค่าความสัมพันธ์ทางสถิติพบว่า t-value เท่ากับ -1.073 หรือ p-value เท่ากับ 0.284 ซึ่ง p-value มีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 นั่นคือ อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% สัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน(Beta) มีค่าเท่ากับ -0.044 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า เมื่อเทียบกับระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมด อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าเป็นอันดับ 6 และความสัมพันธ์อยู่ในทิศทางที่ตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ดังที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น (ตารางที่ 4.2 (ข))

**การเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย( $\Delta Cost$ )** จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัมประสิทธิ์ความถดถอย (B) ของอัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย เท่ากับ 0.264 นั่นคือหากบริษัทมีอัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย เพิ่มขึ้น 1 หน่วย บริษัทจะมีการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าลดลง 0.264 หน่วย ส่วนสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน(Beta) มีค่าเท่ากับ 0.126 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า เมื่อเทียบกับระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมด อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขายมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าเป็นอันดับ 3 และความสัมพันธ์อยู่ในทิศทางตรงข้ามกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ดังที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น (ตารางที่ 4.2 (ข)) เมื่อพิจารณาค่าความสัมพันธ์ทางสถิติพบว่า

ตารางที่ 4.4

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า( $\Delta E_{it+1}$ ) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน(Fundamental signal) ประกอบไปด้วย อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ( $\Delta Inv$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย( $\Delta Cost$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร( $\Delta S\&A$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน( $\Delta CAPX$ ) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน(CFO) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง( $\Delta LIQUID$ ) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น( $\Delta MARGIN$ ) และการเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์( $\Delta TURN$ ) โดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุ

ตารางข้างล่างแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of correlation) และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มาตรฐาน (Beta) จากสมการถดถอย พร้อมทั้งแสดงค่า T-statistic (ค่าในวงเล็บ) ค่า P-value ค่า F-statistic และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ตัวกำหนดที่ปรับปรุงแล้ว (Adjusted R<sup>2</sup>) ของตัวแปรอิสระที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า โดยใช้ตัวแบบที่ 2 ดังนี้ :

$$\Delta E_{it+1} = a + b_1 \Delta EPS_{it} + b_2 \Delta Inv_{it} + b_3 \Delta Cost_{it} + b_4 \Delta S \& A_{it} + b_5 \Delta CAPX + b_6 \Delta CFO_{it} + b_7 \Delta LIQUID_{it} + b_8 \Delta MARGIN_{it} + b_9 \Delta TURN_{it} + \omega_{it}$$

ทดสอบสมการถดถอยของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี 2542-2546

ตัวแปรตาม (Y <sub>it</sub> )		$\Delta Eps$	$\Delta Inv$	$\Delta Cost$	$\Delta S\&A$	$\Delta CAPX$	CFO	$\Delta LIQUID$	$\Delta MARGIN$	$\Delta TURN$	Y2542	Y2543	Y2545	Y2546
$\Delta E_{it+1}$	Coefficieint	-0.168**	-0.333	-0.264**	-1.701**	0.036	-0.466	-0.201	-8.751**	-3.715**	2.230**	0.619	0.367	-0.362
	Beta	-0.229	-0.044	-0.126	-0.085	0.018	-0.064	-0.014	-0.146	-0.134	0.120	0.034	0.020	-0.020
	T-stat	(-5.573)	(-1.073)	(-3.112)	(-2.076)	(0.443)	(-1.405)	(-0.334)	(-3.140)	(-2.741)	(2.319)	(0.661)	(0.396)	(-0.393)
	P-value	0.000	0.284	0.002	0.038	0.658	0.161	0.738	0.002	0.006	0.021	0.509	0.692	0.695

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

ตัวแปรตาม คือ การเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า

R<sup>2</sup> = 0.126, Adjusted R<sup>2</sup> = 0.105, Sig-F = 0.000

N=678

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

t-value เท่ากับ 3.112 หรือ p-value เท่ากับ 0.002 ซึ่ง p-value มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 นั่นคือ อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขายมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

**อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร( $\Delta S\&A$ )** จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัมประสิทธิ์ความถดถอย (B) ของอัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร เท่ากับ -1.701 นั่นคือ หากบริษัทมีอัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร เพิ่มขึ้น 1 หน่วย บริษัทจะมีการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าลดลง 1.701 หน่วย ส่วนสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน(Beta) มีค่าเท่ากับ -0.085 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเมื่อเทียบกับระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมด อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าเป็นอันดับที่ 4 และความสัมพันธ์อยู่ในทิศทางที่ตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ดังที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น (ตารางที่ 4.2 (ข)) เมื่อพิจารณาค่าความสัมพันธ์ทางสถิติพบว่า t-value เท่ากับ -2.076 หรือ p-value เท่ากับ 0.038 ซึ่ง p-value มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 นั่นคือ อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

**อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน( $\Delta CAPX$ )** จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัมประสิทธิ์ความถดถอย (B) ของอัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน เท่ากับ 0.036 เมื่อพิจารณาค่าความสัมพันธ์ทางสถิติพบว่า t-value เท่ากับ 0.443 หรือ p-value เท่ากับ 0.658 ซึ่ง p-value มีค่ามากกว่ากว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 นั่นคือ อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุนไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% สัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน(Beta) มีค่าเท่ากับ 0.018 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า เมื่อเทียบกับระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมด อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุนมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า เป็นอันดับที่ 7 และความสัมพันธ์อยู่ในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ดังที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น (ตารางที่ 4.2 (ข))

**กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน(CFO)** จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัมประสิทธิ์ความถดถอย (B) ของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเท่ากับ -0.466 เมื่อ

พิจารณาค่าความสัมพันธ์ทางสถิติพบว่า t-value เท่ากับ -1.405 หรือ p-value เท่ากับ 0.161 ซึ่ง p-value มีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 นั่นคือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% สัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน(Beta) มีค่าเท่ากับ -0.064 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า เมื่อเทียบกับระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมด กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า เป็นอันดับที่ 5 และความสัมพันธ์อยู่ในทิศทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ดังที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น (ตารางที่ 4.2 (ข))

**การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง( $\Delta$ LIQUID)** จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัมประสิทธิ์ความถดถอย (B) ของการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง เท่ากับ -0.201 เมื่อพิจารณาค่าความสัมพันธ์ทางสถิติพบว่า t-value เท่ากับ -0.334 หรือ p-value เท่ากับ 0.738 ซึ่ง p-value มีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 นั่นคือ การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่องไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% สัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน(Beta) มีค่าเท่ากับ -0.014 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า เมื่อเทียบกับระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมด การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่องมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า เป็นอันดับที่ 8 และความสัมพันธ์อยู่ในทิศทางที่ตรงข้ามกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ดังที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น (ตารางที่ 4.2 (ข))

**การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น( $\Delta$ MARGIN)** จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัมประสิทธิ์ความถดถอย (B) ของการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น เท่ากับ -8.751 นั่นคือ หากบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น 1 หน่วย บริษัทจะมีการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าลดลง 8.751 หน่วย ส่วนสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน(Beta) มีค่าเท่ากับ -0.146 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า เมื่อเทียบกับระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมด การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้นมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าเป็นอันดับที่ 1 และความสัมพันธ์อยู่ในทิศทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ดังที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น (ตารางที่ 4.2 (ข)) เมื่อพิจารณาค่าความสัมพันธ์ทางสถิติพบว่า t-value เท่ากับ -3.140 หรือ p-value เท่ากับ 0.002 ซึ่ง p-value มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 นั่นคือ การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไร



ขั้นต้นมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

**การเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ( $\Delta$ TURN)** จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัมประสิทธิ์ความถดถอย (B) ของการเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์เท่ากับ  $-3.715$  นั่นคือ หากบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์เพิ่มขึ้น 1 หน่วย บริษัทจะมีการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าลดลง  $3.715$  หน่วย ส่วนสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน (Beta) มีค่าเท่ากับ  $-0.134$  ซึ่งแสดงให้เห็นว่า เมื่อเทียบกับระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมด การเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า เป็นอันดับที่ 2 และความสัมพันธ์อยู่ในทิศทางที่ตรงข้ามกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ดังที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น (ตารางที่ 4.2 (ข)) เมื่อพิจารณาค่าความสัมพันธ์ทางสถิติพบว่า t-value เท่ากับ  $-2.741$  หรือ p-value เท่ากับ  $0.006$  ซึ่ง p-value มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ  $0.05$  นั่นคือ การเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

จากผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า สามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 2 ได้ดังนี้

### ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 2

จากตารางที่ 4.5 สามารถใช้ทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 2 ที่ว่า

$H_{12}$ : ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า

ผลการทดสอบสมมติฐานพบว่า เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ คือ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินสัมพันธ์กับกำไรที่เปลี่ยนแปลงไปในอีก 1 ปีข้างหน้า อย่างมีนัยสำคัญ ( $\text{Sig-F} < 0.05$ ) ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ และจากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่า ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเหล่านี้สามารถอธิบายกำไรที่เปลี่ยนแปลงไปในอีก 1 ปีข้างหน้า ได้  $12.6\%$  หากพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ได้ปรับปรุง ( $R^2_{\text{adj}}$ ) แล้วพบว่า ตัวแปรที่ใช้ศึกษาสามารถอธิบายผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัท

10.50% ตัวแปรที่สามารถอธิบายกำไรที่เปลี่ยนแปลงไปในอีก 1 ปีข้างหน้าอย่างมีนัยสำคัญ คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้นและการเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ทั้งนี้ ตัวแปรที่มีนัยสำคัญอย่างมากต่อการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าคือ การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น

## ความเหมาะสมของตัวแบบที่ 2

ตัวแบบโดยรวมมีค่า Sig F ที่ได้จากตัวแบบเท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ค่าสถิติดังกล่าวจะใช้ตรวจสอบสมมติฐานการวิจัยที่ว่าตัวแบบนี้มีตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวแปร ในจำนวนตัวแปรอิสระ 8 ตัวแปร ที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ได้อย่างมีนัยสำคัญซึ่งก็คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย(T-Stat 3.112, P-Value 0.002) อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร(T-Stat -2.076, P-Value 0.038) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น (T-Stat -3.164, P-Value 0.002) และการเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (T-Stat -2.741, P-Value 0.006) ส่วนค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ ( $R^2$ ) มีค่าเท่ากับ 0.126 หมายความว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น และการเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ สามารถอธิบายกำไรที่เปลี่ยนแปลงไปในอีก 1 ปีข้างหน้าได้ 0.126 หรือ 12.6%

**กล่าวโดยสรุป** จากตารางที่ 4.4 ผลการวิจัยแสดงให้เห็นถึงปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าอย่างมีนัยสำคัญ คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย( $\Delta$ Cost) อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร( $\Delta$ S&A) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น( $\Delta$ MARGIN) และการเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์( $\Delta$ TURN) และทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางที่คาดหวังคือ ความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ยกเว้น การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น( $\Delta$ MARGIN) ที่สัญลักษณ์ไม่เป็นไปตามที่คาดหวังคือความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า เมื่อพิจารณาสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน (Beta) จะเห็นว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น( $\Delta$ MARGIN) มีค่ามากที่สุดคือ 0.126

แสดงว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้นมีความสัมพันธ์กับกำไรที่เปลี่ยนแปลงไปในอีก 1 ปีข้างหน้า มากกว่าตัวแปรอิสระตัวอื่น ๆ

#### ตารางที่ 4.5 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน

สมมติฐาน	ผลการทดสอบ (Sig.< 0.05)
H <sub>11</sub> : ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม	ยอมรับ
H <sub>12</sub> : ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า	ยอมรับ

#### 4.3 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ไม่ปกติ และการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

ในส่วนนี้เป็นการวิเคราะห์การถดถอยถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ไม่ปกติ และการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน โดยจะแยกทดสอบเป็นรายอุตสาหกรรม เพื่อให้วิเคราะห์ถึงความสัมพันธ์ของปัจจัยพื้นฐานทางการเงินภายในอุตสาหกรรมนั้น ๆ ได้อย่างชัดเจน ผลการวิเคราะห์จากตารางที่ 4.6 เป็นการแยกทดสอบแต่ละอุตสาหกรรม รวม 4 อุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มเกษตรและผลิตภัณฑ์แปรรูปจากเกษตร กลุ่มวัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มก่อสร้างและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และภาคสื่อสารและอิเล็กทรอนิกส์ (รายละเอียดการจัดกลุ่มอุตสาหกรรมในบทที่ 3) ซึ่งผลการศึกษาเป็นไปในลักษณะเดียวกันกับผลการศึกษาจากตารางที่ 4.3 และ 4.4 คือ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ และการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า โดยผลการวิเคราะห์จากตารางที่ 4.6 มีดังนี้

จากตารางที่ 4.6 จะเห็นได้ว่า *กลุ่มเกษตรและผลิตภัณฑ์แปรรูปจากเกษตร* ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย (T-stat = -2.288, P-value = 0.025) อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (T-stat=1.844, P-value=0.082) อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน (T-stat = -2.410,

P-value = 0.018) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น (T-stat = 2.584, P-value = 0.012) และจะเห็นได้ว่ากลุ่มเกษตรและผลิตภัณฑ์แปรรูปจากเกษตร ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติมากที่สุด ก็คือ การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น (T-stat = 2.584, P-value = 0.012)

ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า พบปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าอย่างมีนัยสำคัญ คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (T-stat = -1.759, P-value = 0.092)

ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติของกลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม พบว่า ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย (T-stat = -2.291, P-value = 0.024) อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (T-stat = -1.817, P-value = 0.072) และการเปลี่ยนแปลงอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ (T-stat = -2.403, P-value = 0.018) และปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติมากที่สุดคือ การเปลี่ยนแปลงอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ (T-stat = -2.403, P-value = 0.018)

ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า พบปัจจัยที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน (T-stat = -1.852, P-value = 0.067) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น (T-stat = -3.149, P-value = 0.002) และการเปลี่ยนแปลงอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ (T-stat = -2.357, P-value = -0.020) ซึ่งปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้ามากที่สุดคือ การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น (T-stat = -3.149, P-value = 0.002)

กลุ่มวัสดุก่อสร้างและเครื่องตกแต่ง พบปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญ คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ (T-stat = -2.573, P-value = 0.014) อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (T-stat = 1.865, P-value = 0.069) และอัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน (T-stat = 2.070, P-value = 0.045) ซึ่งปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติมากที่สุดคือ อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ (T-stat = -2.573, P-value = 0.014)

ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าอย่างมีนัยสำคัญ คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (T-stat = -2.163, P-value = 0.035) และเป็นปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้ามากที่สุด (T-stat = -2.163, P-value = 0.035)

และกลุ่มสุดท้ายคือ *กลุ่มสื่อสารและอิเล็กทรอนิกส์* พบปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญ คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (T-stat = -1.803, P-value = 0.077) อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน (T-stat = 1.650, P-value = 0.058) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง (T-stat = -2.143, P-value = 0.037) ซึ่งปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติมากที่สุด คือ การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง (T-stat = -2.143, P-value = 0.037) ในขณะที่ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น (T-stat = 1.758, P-value = 0.089) และการเปลี่ยนแปลงอัตรากำไรสุทธิ (T-stat = -1.965, P-value = 0.062)

ตารางที่ 4.6

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAR<sub>it+1</sub>) และการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า (ΔE<sub>it+1</sub>) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน (Fundamental signal) ประกอบไปด้วย อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ(ΔInv) อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย(ΔCost) อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร(ΔS&A) อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน(ΔCAPX) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน(CFO) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง(ΔLIQUID) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น(ΔMARGIN) และการเปลี่ยนแปลงอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์(ΔTURN)) โดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุแยกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรม

ตารางข้างล่างแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of correlation) จากสมการถดถอย พร้อมทั้งแสดงค่า T-statistic (ค่าในวงเล็บ) และค่า P-value ของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม (Y<sub>it</sub>) ซึ่งประกอบไปด้วย ผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAR<sub>it+1</sub>) และการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า โดยใช้สมการดังนี้ :

$$CAR_{it+1} = a + b_1\Delta EPS_{it} + b_2\Delta Inv_{it} + b_3\Delta Cost_{it} + b_4\Delta S \& A_{it} + b_5CAPX + b_6CFO_{it} + b_7\Delta LIQUID_{it} + b_8\Delta MARGIN_{it} + b_9\Delta TURN_{it} + \omega_{it}$$

$$\Delta E_{it+1} = a + b_1\Delta EPS_{it} + b_2\Delta Inv_{it} + b_3\Delta Cost_{it} + b_4\Delta S \& A_{it} + b_5CAPX + b_6CFO_{it} + b_7\Delta LIQUID_{it} + b_8\Delta MARGIN_{it} + b_9\Delta TURN_{it} + \omega_{it}$$

ทดสอบสมการถดถอยของอุตสาหกรรมที่ 1 เกษตรและผลิตภัณฑ์แปรรูปจากการเกษตร ตั้งแต่ปี 2542-2546

ตัวแปรตาม (Y <sub>it</sub> )		ΔEps	ΔInv	ΔCost	ΔS&A	ΔCAPX	CFO	ΔLIQUID	ΔMARGIN	ΔTURN	Sig-F	Adjusted R <sup>2</sup>
CAR <sub>it+1</sub>	Coefficient(B)	0.020**	0.274	-0.403**	0.465*	-0.049**	-0.014	-0.048	1.368**	-0.070	0.000	0.272
	T-Stat	(2.300)	(1.310)	(-2.288)	(1.844)	(-2.410)	(-0.252)	(-1.137)	(2.584)	(-0.463)		
	P-Value	0.024	0.194	0.025	0.082	0.018	0.801	0.259	0.012	0.645		
ΔE <sub>it+1</sub>	Coefficient(B)	-0.093*	0.878	-0.253	-3.064*	0.031	-2.174	-0.442	0.679	-1.572	0.010	0.016
	T-Stat	(1.887)	(0.454)	(-0.158)	(-1.759)	(0.224)	(-0.418)	(-1.155)	(0.147)	(-1.254)		
	P-Value	0.078	0.651	0.875	0.092	0.823	0.677	0.251	0.883	0.213		

\*,\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%,95% ตามลำดับ

N = 305

ตารางที่ 4.6 (ต่อ)

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ( $CAR_{it+1}$ ) และการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ( $\Delta E_{it+1}$ ) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน (Fundamental signal) ประกอบไปด้วย อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ( $\Delta Inv$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย( $\Delta Cost$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร( $\Delta S\&A$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน( $\Delta CAPX$ ) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน(CFO) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง( $\Delta LIQUID$ ) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น( $\Delta MARGIN$ ) และการเปลี่ยนแปลงอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์( $\Delta TURN$ ) โดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุแยกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรม

ตารางข้างล่างแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of correlation) จากสมการถดถอย พร้อมทั้งแสดงค่า T-statistic (ค่าในวงเล็บ) และค่า P-value ของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม ( $Y_{it}$ ) ซึ่งประกอบไปด้วย ผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ( $CAR_{it+1}$ ) และการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า โดยใช้สมการดังนี้ :

$$CAR_{it+1} = a + b_1\Delta EPS_{it} + b_2\Delta Inv_{it} + b_3\Delta Cost_{it} + b_4\Delta S\&A_{it} + b_5CAPX + b_6CFO_{it} + b_7\Delta LIQUID_{it} + b_8\Delta MARGIN_{it} + b_9\Delta TURN_{it} + \omega_{it}$$

$$\Delta E_{it+1} = a + b_1\Delta EPS_{it} + b_2\Delta Inv_{it} + b_3\Delta Cost_{it} + b_4\Delta S\&A_{it} + b_5CAPX + b_6CFO_{it} + b_7\Delta LIQUID_{it} + b_8\Delta MARGIN_{it} + b_9\Delta TURN_{it} + \omega_{it}$$

ทดสอบสมการถดถอยของอุตสาหกรรมที่ 2 วัตถุประสงค์และสินค้าอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2542-2546

ตัวแปรตาม ( $Y_{it}$ )		$\Delta Eps$	$\Delta Inv$	$\Delta Cost$	$\Delta S\&A$	$\Delta CAPX$	CFO	$\Delta LIQUID$	$\Delta MARGIN$	$\Delta TURN$	Sig-F	Adjusted R <sup>2</sup>
$CAR_{it+1}$	Coefficient(B)	0.006	-0.182	-0.622**	-0.282*	0.007	-0.102	-0.157	-0.953	-0.857**	0.024	0.103
	T-Stat	(0.629)	(-1.162)	(-2.291)	(-1.817)	(0.356)	(-1.378)	(-1.255)	(-1.236)	(-2.403)		
	P-Value	0.531	0.248	0.024	0.072	0.723	0.171	0.212	0.219	0.018		
$\Delta E_{it+1}$	Coefficient(B)	-0.144**	-0.688	-2.185	-0.029	-0.257*	-0.520	-0.173	-7.017**	-3.005**	0.015	0.092
	T-Stat	(-2.077)	(-0.621)	(-1.138)	(-0.027)	(-1.852)	(-0.998)	(-0.623)	(-3.149)	(-2.357)		
	P-Value	0.040	0.536	0.258	0.979	0.067	0.320	0.535	0.002	-0.020		

\*,\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%,95% ตามลำดับ

N = 210

ตารางที่ 4.6 (ต่อ)

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ( $CAR_{it+1}$ ) และการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ( $\Delta E_{it+1}$ ) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน (Fundamental signal) ประกอบไปด้วย อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ( $\Delta Inv$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย( $\Delta Cost$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร( $\Delta S\&A$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน( $\Delta CAPX$ ) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน(CFO) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง( $\Delta LIQUID$ ) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น( $\Delta MARGIN$ ) และการเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์( $\Delta TURN$ ) โดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุแยกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรม

ตารางข้างล่างแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of correlation) จากสมการถดถอย พร้อมทั้งแสดงค่า T-statistic (ค่าในวงเล็บ) และค่า P-value ของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม ( $Y_{it}$ ) ซึ่งประกอบไปด้วย ผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ( $CAR_{it+1}$ ) และการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า โดยใช้สมการดังนี้ :

$$CAR_{it+1} = a + b_1\Delta EPS_{it} + b_2\Delta Inv_{it} + b_3\Delta Cost_{it} + b_4\Delta S\&A_{it} + b_5CAPX + b_6CFO_{it} + b_7\Delta LIQUID_{it} + b_8\Delta MARGIN_{it} + b_9\Delta TURN_{it} + \omega_{it}$$

$$\Delta E_{it+1} = a + b_1\Delta EPS_{it} + b_2\Delta Inv_{it} + b_3\Delta Cost_{it} + b_4\Delta S\&A_{it} + b_5CAPX + b_6CFO_{it} + b_7\Delta LIQUID_{it} + b_8\Delta MARGIN_{it} + b_9\Delta TURN_{it} + \omega_{it}$$

ทดสอบสมการถดถอยของอุตสาหกรรมที่ 3 วัสดุก่อสร้างและเครื่องตกแต่ง ตั้งตั้งแต่ปี 2542-2546

ตัวแปรตาม ( $Y_{it}$ )		$\Delta Eps$	$\Delta Inv$	$\Delta Cost$	$\Delta S\&A$	$\Delta CAPX$	CFO	$\Delta LIQUID$	$\Delta MARGIN$	$\Delta TURN$	Sig-F	Adjusted R <sup>2</sup>
$CAR_{it+1}$	Coefficient(B)	-0.005	-1.571**	-0.047	-0.670*	0.080**	-3.992	-0.003	0.470	0.667	0.034	0.032
	T-Stat	(-0.388)	(-2.573)	(-0.256)	(-1.865)	(2.070)	(-1.141)	(-0.026)	(0.223)	(0.861)		
	P-Value	0.700	0.014	0.799	0.069	0.045	0.260	0.979	0.824	0.394		
$\Delta E_{it+1}$	Coefficient(B)	0.265*	0.960	-2.653	-9.025**	0.817	-1.257	-2.720	-7.255	-9.032	0.041	0.101
	T-Stat	(1.840)	(0.285)	(-0.859)	(-2.163)	(1.213)	(-0.526)	(-0.660)	(-0.295)	(-0.910)		
	P-Value	0.072	0.777	0.395	0.035	0.231	0.601	0.512	0.769	0.367		

\*,\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%,95% ตามลำดับ

N = 70



ตารางที่ 4.6 (ต่อ)

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAR<sub>it+1</sub>) และการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า (ΔE<sub>it+1</sub>) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน (Fundamental signal) ประกอบไปด้วย อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ(ΔInv) อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย(ΔCost) อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร(ΔS&A) อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน(ΔCAPX) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน(CFO) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง(ΔLIQUID) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น(ΔMARGIN) และการเปลี่ยนแปลงอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์(ΔTURN) โดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุแยกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรม

ตารางข้างล่างแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of correlation) จากสมการถดถอย พร้อมทั้งแสดงค่า T-statistic (ค่าในวงเล็บ) และค่า P-value ของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม (Y<sub>it</sub>) ซึ่งประกอบไปด้วย ผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAR<sub>it+1</sub>) และการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า โดยใช้สมการดังนี้ :

$$CAR_{it+1} = a + b_1\Delta EPS_{it} + b_2\Delta Inv_{it} + b_3\Delta Cost_{it} + b_4\Delta S \& A_{it} + b_5CAPX + b_6CFO_{it} + b_7\Delta LIQUID_{it} + b_8\Delta MARGIN_{it} + b_9\Delta TURN_{it} + \omega_{it}$$

$$\Delta E_{it+1} = a + b_1\Delta EPS_{it} + b_2\Delta Inv_{it} + b_3\Delta Cost_{it} + b_4\Delta S \& A_{it} + b_5CAPX + b_6CFO_{it} + b_7\Delta LIQUID_{it} + b_8\Delta MARGIN_{it} + b_9\Delta TURN_{it} + \omega_{it}$$

ทดสอบสมการถดถอยของอุตสาหกรรมที่ 4 สื่อสารและอิเล็กทรอนิกส์ ตั้งแต่ปี 2542-2546

ตัวแปรตาม (Y <sub>it</sub> )		ΔEps	ΔInv	ΔCost	ΔS&A	ΔCAPX	CFO	ΔLIQUID	ΔMARGIN	ΔTURN	Sig-F	Adjusted R <sup>2</sup>
CAR <sub>it+1</sub>	Coefficient(B)	-0.100	-0.073	-0.136	-0.410*	0.078*	0.003	-0.233**	-0.049	0.179	0.023	0.086
	T-Stat	(-1.261)	(-0.738)	(-0.638)	(-1.803)	(1.650)	(0.028)	(-2.143)	(-0.058)	(0.683)		
	P-Value	0.213	0.464	0.526	0.077	0.058	0.980	0.037	0.954	0.498		
ΔE <sub>it+1</sub>	Coefficient(B)	-0.265**	1.220	-1.239	-2.278	0.217	9.759	-1.068	3.598*	-3.399*	0.025	0.146
	T-Stat	(-3.121)	(1.013)	(-0.510)	(-0.829)	(0.562)	(0.777)	(-0.891)	(1.758)	(-1.965)		
	P-Value	0.003	0.315	0.612	0.410	0.576	0.440	0.377	0.089	0.062		

\*,\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%,95% ตามลำดับ

N = 105

**สรุปผลโดยรวม** จากตารางที่ 4.6 พบว่าการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมนั้น ให้ผลการศึกษาเป็นไปในลักษณะเดียวกันกับผลการศึกษาโดยรวม กล่าวคือ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ และการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ซึ่งปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับทุกภาคอุตสาหกรรมได้แก่ อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร( $\Delta S\&A$ ) และปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าอย่างมีนัยสำคัญ จะแตกต่างกันไปตามอุตสาหกรรม ผลการศึกษาสอดคล้องกับผลการทดสอบในภาพรวม

#### 4.4 การวิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivity Analysis)

ภาวะวิกฤติเศรษฐกิจของประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ.2540 ส่งผลให้ราคาหุ้นของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกิดความผันผวนมาก ผู้วิจัยจึงได้ทำการทดสอบเพิ่มเติมว่าในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจดังกล่าวการนำราคาหุ้นเข้ามาใช้ในการคำนวณผลตอบแทนที่ไม่ปกติจะส่งผลกระทบต่อการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติหรือไม่ เนื่องจากว่าการคำนวณผลตอบแทนที่ไม่ปกติ(คำนวณโดยผลต่างระหว่างผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงกับผลตอบแทนที่คาดหวัง) แต่ละเดือนของหลักทรัพย์ผู้วิจัยได้ใช้ราคาหุ้นย้อนหลัง 36 เดือน (3 ปี) ซึ่งได้รวมราคาหุ้นที่อยู่ในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจในการคำนวณผลตอบแทนที่คาดหวังของนักลงทุนตามวิธี Market Model ดังนั้นการศึกษาเพิ่มเติมในส่วนนี้ ผู้วิจัยจึงทำการละเว้นกลุ่มตัวอย่างที่ต้องใช้ข้อมูลราคาหุ้นในช่วงปีที่เกิดภาวะวิกฤติเศรษฐกิจ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการทดสอบคือ บริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม ถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2545-2546 จำนวน 276 ตัวอย่าง ผู้วิจัยจึงทำการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุตามตัวแบบที่ 1 ดังนี้

ตัวแบบที่ 1

$$CAR_{it+1} = a + b_1\Delta EPS_{it} + b_2\Delta Inv_{it} + b_3\Delta Cost_{it} + b_4\Delta S \& A_{it} + b_5CAPX_{it} + b_6CFO_{it} + b_7\Delta LIQUID_{it} + b_8\Delta MARGIN_{it} + b_9\Delta TURN_{it} + \omega_{it}$$

#### ตารางที่ 4.7

ผลการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAR) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน(Fundamental signal) ประกอบไปด้วย อัตราการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ( $\Delta Inv$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย( $\Delta Cost$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ( $\Delta S\&A$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน( $\Delta CAPX$ ) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน(CFO) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง( $\Delta LIQUID$ ) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น( $\Delta MARGIN$ ) และการเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์( $\Delta TURN$ ) โดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุ

ตารางข้างล่างแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of correlation) และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มาตรฐาน (Beta) จากสมการถดถอย พร้อมทั้งแสดงค่า T-statistic (ค่าในวงเล็บ) ค่า P-value ค่า F-statistic และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ตัวกำหนดที่ปรับปรุงแล้ว (Adjusted R<sup>2</sup>) ของตัวแปรอิสระที่มีต่อผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAR<sub>it</sub>) โดยใช้ตัวแบบที่ 1 ดังนี้ :

$$CAR_{it+1} = a + b_1\Delta EPS_{it} + b_2\Delta Inv_{it} + b_3\Delta Cost_{it} + b_4\Delta S \& A_{it} + b_5\Delta CAPX_{it} + b_6CFO_{it} + b_7\Delta LIQUID_{it} + b_8\Delta MARGIN_{it} + b_9\Delta TURN_{it} + \omega_{it}$$

ทดสอบสมการถดถอยของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี 2545-2546

ตัวแปรตาม (Y <sub>it</sub> )		$\Delta Eps$	$\Delta Inv$	$\Delta Cost$	$\Delta S\&A$	$\Delta CAPX$	CFO	$\Delta LIQUID$	$\Delta MARGIN$	$\Delta TURN$
CAR <sub>it+1</sub>	Coefficieint(B)	0.003	-0.017	-0.268*	-0.254*	-0.005	0.033	0.024	0.531	-0.238
	Beta	0.050	-0.027	-0.118	-0.121	-0.077	0.049	0.065	0.106	-0.058
	T-Stat	(0.756)	(-0.407)	(-1.737)	(-1.829)	(-1.178)	(0.714)	(0.976)	(1.488)	(-0.959)
	P-Value	0.451	0.684	0.084	0.069	0.240	0.476	0.330	0.138	0.338

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

ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม

R<sup>2</sup> = 0.054 , Adjusted R<sup>2</sup> = 0.022 , Sig-F = 0.091

N = 276

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี 2545 – 2546 ดังรายละเอียดที่ปรากฏในตารางที่ 4.7 สามารถอธิบายผลได้ดังนี้คือ

ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินสามารถอธิบายผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมได้ 5.4% หากพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ปรับปรุง ( $R^2_{adj}$ ) แล้วพบว่า ตัวแปรที่ใช้ศึกษาสามารถอธิบายผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัท 2.22% ตัวแปรที่สามารถอธิบายผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 90% คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย และอัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร จากผลการทดสอบดังกล่าวพบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติไม่แตกต่างจากการทดสอบโดยรวม (ดังแสดงในตารางที่ 4.3) สาเหตุที่เป็นเช่นนี้อาจเนื่องมาจากการคำนวณผลตอบแทนที่ไม่ปกติรายเดือนของหลักทรัพย์นั้นมีการนำราคาหุ้นย้อนหลังจำนวน 36 เดือน (3 ปี) มาคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวัง ดังนั้นในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจปี 2540 ราคาหุ้นที่ผันผวนถูกนำมาเฉลี่ยกับปีอื่นที่ไม่ได้เกิดวิกฤติเศรษฐกิจ ผลการทดสอบที่ได้จึงสามารถสรุปได้ว่าการนำราคาหุ้นในช่วงปีที่เกิดภาวะวิกฤติเศรษฐกิจมาใช้ในการทดสอบไม่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

## สรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ

### 5.1 สรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้ากับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ.2541-2546 สำหรับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ นำมาจากผลงานวิจัยของ Lev and Thiagarajan(1993) ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ได้มาจากการสอบถามนักลงทุนและมีสมมติฐานในการกำหนดปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเหล่านี้ว่าเป็นปัจจัยที่นักลงทุนใช้ในการประเมินคุณภาพ และการเติบโตของกำไรในงบการเงินของบริษัท และผู้วิจัยได้เพิ่มปัจจัยพื้นฐานทางการเงินของ Piotroski (2000) และ Mohanram (2003) เข้ามาร่วมวิเคราะห์ในตัวแบบของ Lev and Thiagarajan(1993) โดยการศึกษาจะเริ่มจากการวิเคราะห์โดยการนำปัจจัยพื้นฐานทางการเงินของ Lev and Thiagarajan(1993), Piotroski (2000) และ Mohanram (2003) เข้ามาวิเคราะห์ร่วมกับกำไรว่าจะช่วยให้ไปถึงผลตอบแทนที่ไม่ปกติและกำไรที่เปลี่ยนแปลงไปในอีก 1 ปีข้างหน้าของบริษัทได้หรือไม่ และปัจจัยพื้นฐานตัวใดบ้างที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติและกำไรที่เปลี่ยนแปลงไปในอนาคต ดังนั้นการวิจัยครั้งนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อให้สามารถตอบคำถามการวิจัยที่ว่า การใช้ปัจจัยพื้นฐานของข้อมูลในงบการเงินในการวิเคราะห์จะสามารถบ่งบอกถึงผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้า สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้หรือไม่ และปัจจัยพื้นฐานของข้อมูลในงบการเงินตัวใดบ้างที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้า โดยใช้วิธีการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson correlation coefficient) การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุ การวิเคราะห์จะทำการทดสอบรวมทุกบริษัทและแยกทดสอบเป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งภายหลังจากที่เก็บรวบรวมข้อมูลในงบการเงินครบถ้วนแล้วจึงทำการประมวลผล โดยสามารถสรุปผลการวิเคราะห์ตามสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

**สมมติฐานการวิจัยที่ 1** ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ นั่นคือ มีปัจจัยพื้นฐานทางการเงินอย่างน้อย 1 ตัวที่สามารถอธิบายผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้อย่างมีนัยสำคัญ และจากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่า ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเหล่านี้สามารถอธิบายผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้ 17.5% หากพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ได้ปรับปรุง ( $R^2_{adj}$ ) แล้วพบว่า ตัวแปรที่ใช้ศึกษาสามารถอธิบายผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัท 10.30% ตัวแปรที่สามารถอธิบายผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญ คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย ( $\Delta Cost$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ( $\Delta S\&A$ ) และความสัมพันธ์ของอัตราการเปลี่ยนแปลงกำไรขั้นต้น และอัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเป็นไปตามทิศทางที่คาดไว้คือ มีความสัมพันธ์เชิงลบหรือมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ ผลการวิจัยที่ได้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Lev and Thiagarajan(1993), Swanson Rees and Juarez-Valdes(2003) และ Abarbanell and Bushee (1997) ที่ว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย และอัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นั่นคือเมื่อปัจจัยดังกล่าวเปลี่ยนแปลงไม่ว่าจะเพิ่มขึ้นหรือลดลงนั้น ถือเป็นสัญญาณที่จะบ่งชี้ถึงทิศทางของผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้อย่างมีนัยสำคัญ จึงถือได้ว่าเป็นสัญญาณที่ดีสำหรับผู้ใช้งบการเงิน นักลงทุน รวมถึงนักวิเคราะห์ ที่สามารถนำไปใช้เป็นแนวทางในการวิเคราะห์ผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ และจากผลการวิจัยดังกล่าวอาจชี้ให้เห็นว่าลักษณะของหลักทรัพย์และลักษณะของข้อมูลที่ได้จากงบการเงินของประเทศไทย มีความใกล้เคียงกับต่างประเทศ เนื่องจากผลงานวิจัยที่ได้มีความสอดคล้องกับงานวิจัยในต่างประเทศ และข้อมูลทางการบัญชีมีประโยชน์ในการใช้ประกอบการตัดสินใจ การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินจึงสามารถนำมาใช้ในการวิเคราะห์ผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้

อย่างไรก็ตามผลลัพธ์ที่ได้จากการทดสอบโดยใช้สมการถดถอย เมื่อแยกทดสอบเป็นอุตสาหกรรม ก็พบว่าให้ผลการศึกษาไม่ต่างไปจากการทดสอบโดยรวม นั่นคือ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ ซึ่งปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญสำหรับทุกอุตสาหกรรม คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ( $\Delta S\&A$ ) ผลการศึกษาสอดคล้องกับผลการทดสอบในภาพรวม สำหรับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินอื่นที่มีนัยสำคัญต่างกันไปตามแต่ละอุตสาหกรรมนั้น สาเหตุของผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นนั้นเกิดจากปัจจัยที่นักลงทุนใช้เป็นข้อมูลในการตัดสินใจลงทุน แตกต่างไปในแต่ละอุตสาหกรรม ดังนั้นการให้ความสำคัญกับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินจึงแตกต่างกันตามลักษณะของนักลงทุนในอุตสาหกรรมนั้น ๆ

**สมมติฐานการวิจัยที่ 2** ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า นั่นคือ มีปัจจัยพื้นฐานทางการเงินอย่างน้อย 1 ตัวที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าได้อย่างมีนัยสำคัญ และจากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่า ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเหล่านี้สามารถอธิบายกำไรที่เปลี่ยนแปลงไปในอีก 1 ปีข้างหน้า ได้ 12.6% หากพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ได้ปรับปรุง ( $R^2_{adj}$ ) แล้วพบว่า ตัวแปรที่ใช้ศึกษาสามารถอธิบายผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัท 10.50% ตัวแปรที่สามารถอธิบายกำไรที่เปลี่ยนแปลงไปในอีก 1 ปีข้างหน้าอย่างมีนัยสำคัญ คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย ( $\Delta Cost$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ( $\Delta S\&A$ ) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น ( $\Delta MARGIN$ ) และการเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ( $\Delta TURN$ ) และความสัมพันธ์ของอัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย ( $\Delta Cost$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขาย ( $\Delta S\&A$ ) และการเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ( $\Delta TURN$ ) เป็นไปตามที่คาดไว้คือ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ในขณะที่การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น ( $\Delta MARGIN$ ) ความสัมพันธ์ไม่เป็นไปตามที่คาดไว้คือมีความสัมพันธ์เป็นลบกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า แสดงให้เห็นว่า การที่อัตราส่วนกำไรขั้นต้น ( $MARGIN$ ) เพิ่มขึ้นนั้นไม่ได้ส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าเพิ่มขึ้นเสมอไป เพียงแต่เมื่ออัตราส่วนนี้เพิ่มขึ้นเป็นเพียงสัญญาณที่จะบอกได้ว่าในปีปัจจุบันนั้นกิจการมีประสิทธิภาพในการหำกำไรมากขึ้น แต่ไม่สามารถบอกได้ว่ากำไรในอนาคตจะเพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย

ผลลัพธ์ที่ได้จากการทดสอบโดยใช้สมการถดถอย เมื่อแยกทดสอบเป็นอุตสาหกรรม ก็พบว่าให้ผลการศึกษาไม่ต่างไปจากการทดสอบโดยรวมนั่นคือ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ซึ่งปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าอย่างมีนัยสำคัญจะแตกต่างกันไปตามกลุ่มอุตสาหกรรม สาเหตุของผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นนี้อาจเป็นเพราะกลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันย่อมมีกิจกรรมการดำเนินงานที่แตกต่างกันไป ดังนั้นปัจจัยที่จะส่งผลกระทบต่อกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า จึงแตกต่างกันไปตามสภาพแวดล้อมและลักษณะของกิจกรรมดำเนินงานของอุตสาหกรรมนั้นๆ ด้วย ยกตัวอย่างเช่น จากผลการศึกษาจะเห็นได้ว่ากลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม พบความสัมพันธ์ของอัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุนกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ กลุ่มเกษตรและผลิตภัณฑ์แปรรูปจากเกษตรพบว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายฝ่ายทุน ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า เหตุที่เป็นเช่นนี้อาจเนื่องมาจากในกลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรมนั้น ในการลงทุนแต่ละครั้งต้องใช้เงินทุนจำนวนสูงกว่าบริษัทในกลุ่มเกษตรและ

ผลิตภัณฑ์แปรรูปจากเกษตร รายจ่ายฝ่ายทุนจึงเป็นตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญในกลุ่ม วัตถุประสงค์และสินค้าอุตสาหกรรมมากกว่าในกลุ่มเกษตรและผลิตภัณฑ์แปรรูปจากเกษตร เป็นต้น

## 5.2 ข้อเสนอแนะงานวิจัย

1. ควรมีการศึกษาเพิ่มเติมว่า การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินสามารถนำไปใช้ในการวิเคราะห์ผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าของบริษัทที่อยู่นอกตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้หรือไม่

2. ควรมีการศึกษาเพิ่มเติมในอนาคต ด้วยการเพิ่มกลุ่มตัวอย่างโดยการเพิ่มช่วงเวลาที่ทำการทดสอบให้มีระยะเวลามากกว่านี้ และควรเพิ่มปัจจัยเชิงคุณภาพเข้าร่วมทดสอบด้วย เพื่อให้ผลลัพธ์ที่ได้มีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น

## 5.3 บทสรุป

การวิจัยครั้งนี้ต้องการศึกษาถึงความเป็นไปได้ในการใช้ปัจจัยพื้นฐานของข้อมูลในงบการเงินในการวิเคราะห์ถึงผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเพื่อให้ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานของข้อมูลในงบการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุพบว่า ตัวแบบที่รวมปัจจัยพื้นฐานทางการเงินและกำไรนั้นสามารถอธิบายถึงผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าได้อย่างมีนัยสำคัญ ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญได้แก่ อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย ( $\Delta Cost$ ) และอัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ( $\Delta S\&A$ ) ความสัมพันธ์เป็นไปตามทิศทางที่คาดไว้คือ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ และปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าอย่างมีนัยสำคัญได้แก่ อัตราการเปลี่ยนแปลงต้นทุนขาย ( $\Delta Cost$ ) อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ( $\Delta S\&A$ ) การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น ( $\Delta MARGIN$ ) และการเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ( $\Delta TURN$ ) ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นไปตามที่คาดไว้คือ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า ยกเว้น การเปลี่ยนแปลง



อัตราส่วนกำไรขั้นต้น( $\Delta$ MARGIN) ที่ความสัมพันธ์ไม่เป็นไปตามที่คาดไว้คือมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้า

ผลที่ได้จากการวิจัยครั้งนี้จึงเป็นการสนับสนุนว่า การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินสามารถอธิบายผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งจะช่วยให้เป็นแนวทางในการพิจารณาถึงปัจจัยที่จะส่งผลต่อการวิเคราะห์ถึงผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าได้ และที่สำคัญผลที่ได้จากการวิจัยครั้งนี้ชี้ให้เห็นว่าลักษณะของข้อมูลที่ได้จากงบการเงินของประเทศไทย มีความใกล้เคียงกับต่างประเทศและข้อมูลทางการบัญชีมีประโยชน์ในการใช้ประกอบการตัดสินใจ โดยที่สามารถนำองค์ประกอบของรายละเอียดในงบการเงินมาใช้ในการวิเคราะห์ถึงผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีก 1 ปีข้างหน้าได้



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## รายการอ้างอิง

### ภาษาไทย

กัลยา วานิชย์บัญชา. 2543. การใช้ SPSS for Windows ในการวิเคราะห์ข้อมูล. พิมพ์ครั้งที่ 2.

กรุงเทพฯ : โรงพิมพ์ ซี เค แอนด์ เอส โฟโต้สตูดิโอ.

กัลยา วานิชย์บัญชา. 2544. การใช้ SPSS for Windows ในการวิเคราะห์ข้อมูล. พิมพ์ครั้งที่ 4.

กรุงเทพฯ : โรงพิมพ์ ซี เค แอนด์ เอส โฟโต้สตูดิโอ.

ฉันทนา ศรีนวกุล. 2546. การเงินธุรกิจ. กรุงเทพฯ : สำนักพิมพ์พิสิทส์เซ็นเตอร์.

สุภาพนา ฉันทไพศาล. 2543. การเงินธุรกิจ. พิมพ์ครั้งที่ 10. กรุงเทพฯ : ธีระฟิล์มและไซเท็กซ์.

ธงชัย สันติวงษ์ และ ชัยยศ สันติวงษ์. 2532. การเงินธุรกิจ. พิมพ์ครั้งที่ 2. กรุงเทพฯ : โรงพิมพ์ไทย

วัฒนาพานิช.

ธงชัย สันติวงษ์ และ ชัยยศ สันติวงษ์. 2537. การวิเคราะห์งบการเงิน. พิมพ์ครั้งที่ 3. กรุงเทพฯ : โรง

พิมพ์ไทยวัฒนาพานิช.

สันติ กิระนันท์. 2546. ความรู้พื้นฐานทางการเงิน : หลักการเหตุผล แนวคิดและการวิเคราะห์.

พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพฯ : สำนักพิมพ์เฟื่องฟ้าพรินติ้ง.

ศุภชัย ศรีสุชาติ. 2547. ตลาดหุ้นในประเทศไทย. กรุงเทพฯ : บุญศิริการพิมพ์.

วิกรม เกษมวุฒิ. 2547. นักลงทุนผู้ชาญฉลาด. พิมพ์ครั้งที่ 8 กรุงเทพฯ : บุญศิริการพิมพ์.

วีร์ เวชวิมล. 2542. การวิเคราะห์งบการเงิน. กรุงเทพฯ : สำนักพิมพ์วังอักษร.

### ภาษาอังกฤษ

Abarbanell, J. S., and B. J. Bushee. 1997. Fundamental analysis, future earnings, and stock prices. Journal of Accounting Research 35 1 (Spring): 1-24.

Anderson, M. C., D. Banker, and S. Janakiraman. 2000. Are selling, general, and administrative costs sticky?. Journal of Accounting Research 41 (March): 47-63.

Edward P. Swanson, Lynn Rees and Juarez-Valdes. 2003. The Contribution of Fundamental Analysis after a Currency Devaluation. The Accounting Review, 38, 3 : 875-902

- Lev, B., and S. R. Thiagarajan. 1993. Fundamental information analysis. Journal of Accounting Research 31 2 (Autumn): 190-215.
- Ou., J. and S. Penman. 1989. Accounting Measures, Price-Earnings Ratio and the Information Content of Security Prices. Journal of Accounting Research 27 (Supplement) : 111-143.
- Partha S. Mohanram. 2003. Is Fundamental Analysis Effective for Growth Stocks. Review of Accounting Studies, 10.
- Penman, S. H. 2001. Financial Statement Analysis & Security Valuation. New York, NY : McGraw Hill / Irwin.
- Piotroski, J. 2000 Value Investing : The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers. Journal of Accounting Research, 38 (Supplement) : 1-41.
- Siriporn Boonyasurakul. 2004. The Use of Historical Financial Information to Separate Winners from Losers : Empirical Evidence in Thailand.



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

รายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ.2546  
จำนวนทั้งหมด 418<sup>1</sup> บริษัท

กลุ่มที่	หมวดธุรกิจ	จำนวนประชากร (บริษัท)	จำนวนตัวอย่าง (บริษัท)
1	ธุรกิจการเกษตร	21	18
2	อาหารและเครื่องดื่ม	23	17
3	ของใช้ในครัวเรือน	7	6
4	อัญมณีและเครื่องประดับ	2	-
5	เวชภัณฑ์และเครื่องสำอาง	3	-
6	สิ่งทอและเครื่องนุ่งห่ม	22	22
7	ธนาคาร	14	-
8	เงินทุนหลักทรัพย์	30	-
9	ประกันชีวิตและประกันภัย	20	-
10	เคมีภัณฑ์และพลาสติก	12	10
11	เครื่องมือและเครื่องจักร	2	-
12	บรรจุภัณฑ์	14	11
13	เยื่อกระดาษและกระดาษ	3	-
14	ยานพาหนะและอุปกรณ์	10	6
15	วัสดุก่อสร้างและตกแต่ง	23	14
16	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	38	-
17	พลังงาน	12	-
18	เหมืองแร่	1	-
19	พาณิชย์	15	11
20	บันเทิงและสันทนาการ	14	-
21	การแพทย์	12	-

<sup>1</sup> ยอดรวมบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากข้อมูลที่เปิดเผยในเว็บไซต์ [www.set.or.th](http://www.set.or.th) ณ วันที่ 15 พฤษภาคม 2547 (ไม่รวมบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ (Market Alternative Investment: MAI) และกองทุนรวม 9 บริษัท)

ตาราง 3.3 ประชากรในการศึกษา (ต่อ)

กลุ่มที่	หมวดธุรกิจ	จำนวนประชากร (บริษัท)	จำนวนตัวอย่าง (บริษัท)
22	โรงแรมและบริการท่องเที่ยว	11	-
23	การพิมพ์และสิ่งพิมพ์	8	5
24	บริการเฉพาะกิจ	2	-
25	ขนส่ง	8	-
26	คลังสินค้าและไซโล	5	-
27	สื่อสาร	16	9
28	เครื่องใช้ไฟฟ้าและคอมพิวเตอร์	13	7
29	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	10	5
30	อื่น	5	-
31	REHABCO	42	-
	รวม	418	138

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาวอาภรณ์ ชื่นชะง้อ เกิดวันที่ 14 สิงหาคม พ.ศ. 2523 ที่จังหวัดนครปฐม สำเร็จ การศึกษาระดับปริญญาตรี บริหารธุรกิจบัณฑิต สาขาการบัญชี กลุ่มบัญชีต้นทุน คณะ บริหารธุรกิจ สถาบันเทคโนโลยีราชมงคล วิทยาเขตพณิชยการพระนคร ในปีการศึกษา 2545 และ เข้าศึกษาต่อระดับปริญญาโท บัญชีมหาบัณฑิต สาขาการบัญชีบริหาร คณะพาณิชยศาสตร์และ การบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปีการศึกษา 2546 ในขณะที่ศึกษาระดับปริญญา มหาบัณฑิต ได้รับทุนในตำแหน่งผู้ช่วยสอน ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย