

ความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดในอนาคต
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



นางสาวศันสนีย์ สุริยเชิดชูสกุล

สถาบันวิทยบริการ

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชี ภาควิชาการบัญชี


คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2548

ISBN 974-17-6750-1

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

THE RELATIONSHIP BETWEEN GOODWILL AND FUTURE OPERATING PERFORMANCE AND
CASH FLOWS OF LISTED FIRMS IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND



Miss Sunsanee Suriyacherdchusakul

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 974-17-6750-1

คັນสนีย์ สุริยเชิดชูสกุล : ความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (THE RELATIONSHIP BETWEEN GOODWILL AND FUTURE OPERATING PERFORMANCE AND CASH FLOWS OF LISTED FIRMS IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND)
 อ. ที่ปรึกษา : อาจารย์ ดร. พงศ์พรต ฉัตรภรณ์ , 122 หน้า. ISBN 974-17-6750-1.

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดของกิจการในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภายใต้แนวคิดว่าการรวมธุรกิจจะก่อให้เกิดผลดีในรูปแบบต่าง ๆ แก่องค์กร โดยค่าความนิยมที่เกิดขึ้นนั้นเป็นการจ่ายไปเพื่อคาดหวังถึงกำไรส่วนเกินหรือผลประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต

จากการศึกษาและรวบรวมข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วง พ. ศ. 2543 - 2547 พบกลุ่มตัวอย่างจำนวน 76 บริษัท คิดเป็นข้อมูลในการศึกษา 224 ข้อมูล ยกเว้น กลุ่มธุรกิจการเงิน และบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ ซึ่งใช้วิธีการวิเคราะห์ทางสถิติออกเป็น 2 ประเภท คือ (1) สถิติเชิงพรรณนาเป็นการทดสอบข้อมูลให้อยู่ในรูปของการแจกแจงความถี่ ร้อยละ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (2) สถิติเชิงอนุมาน เป็นการทดสอบสมมติฐานด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% เพื่ออธิบายความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมกับ ผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดในอนาคต ซึ่งเป็นการวัดผลประโยชน์ที่องค์กรจะได้รับในรูปของเกณฑ์คงค้าง และเกณฑ์เงินสด ตามลำดับ โดยมีอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ และประเภทอุตสาหกรรม เป็นตัวแปรควบคุม

ผลการวิจัยพบว่าค่าความนิยมที่รับรู้และแสดงอยู่ในงบการเงิน ณ งวดปัจจุบัน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตทั้ง 3 ปี ซึ่งวัดโดยการเปลี่ยนแปลงของกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย แต่ค่าความนิยมจะไม่มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดในอนาคต ที่วัดด้วยการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานตลอด 3 ปี ดังนั้นค่าความนิยมที่เกิดขึ้นในวันรวมธุรกิจ ซึ่งทำการตัดจำหน่ายตามระยะเวลาของผลประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ ถือเป็นารับรู้ผลประโยชน์ที่มีได้แสดงไว้เป็นตัวเงินตามกระแสเงินสด เช่น การเพิ่มโอกาสทางการตลาด ศักยภาพในการผลิต เสริมสร้างกลยุทธ์ หรืออื่น ๆ โดยที่ผลประโยชน์เหล่านี้จะช่วยให้เกิดผลการดำเนินงานในภาพรวมผ่านรูปแบบของกำไรจากการดำเนินงานตามเกณฑ์คงค้าง

ภาควิชา.....การบัญชี.....ลายมือชื่อนิสิต.....คັນสนีย์ สุริยเชิดชูสกุล.....
 สาขาวิชา.....การบัญชี.....ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....พจนานันท์ ฉัตรภรณ์.....
 ปีการศึกษา.....2548.....

4682436126 : MAJOR ACCOUNTING

KEY WORDS : GOODWILL / INTANGIBLE ASSETS / BUSINESS COMBINATIONS /
OPERATING PERFORMANCE

SUNSANEE SURIYACHERDCHUSAKUL : THE RELATIONSHIP BETWEEN
GOODWILL AND FUTURE OPERATING PERFORMANCE AND CASH FLOWS OF
LISTED FIRMS IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND. THESIS ADVISOR :
PONGPROT CHATRAPHORN, Ph. D., 122 pp. ISBN 974-17-6750-1.

The purpose of this study is to investigate the relationship between goodwill from business combination activities and future operating performance and future cash flows of the listed firms in the Stock Exchange of Thailand. Based on the concept that the business combination activities could provide some advantages for the combined firms, goodwill is a form of rewards the acquirers paid in exchange for excess profits and future benefits.

The data were obtained from the secondary data sources in the period from 2000 to 2004. There were 224 firm-year observations collected from 76 listed firms, excluding firms in the financial sectors and the firms under the rehabilitation process. The statistical techniques used in this study consist of 1) the descriptive statistics--frequency, percent, minimum, maximum, mean, and standard deviation of the sample data, and 2) the inferential statistics--the multiple regression analysis at 95% confidence interval--for the hypothesis testing purpose, in order to explain the relationship between goodwill and future operating performance and future cash flows. The control variables are the market to book ratio, the leverage ratio, and the types of industry sectors.

The results indicate that the currently recognized goodwill presented in the financial statements is statistically related to the future operating performance, as measured by the change in the earnings before interest, tax, depreciation, and amortization expense, for the 1-year to 3-year period in the future. The results, however, suggest no significant relationship with the future cash flows, as measured by the change in the cash flows from operating activities. Goodwill from the business combination activities, therefore, bring in some forms of non-monetary benefits as the increased market share, the production efficiency, the strategic enhancement, etc.

Department Accounting Student's signature *Sunsanee S.*
Field of study Accounting Advisor's signature *Pongprot Chatphorn*
Academic year 2005

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จไปได้ด้วยความกรุณาจากอาจารย์ ดร. พงศ์พรต ฉัตรภรณ์ อาจารย์ที่ปรึกษา ซึ่งท่านได้ให้คำปรึกษา แนะนำ แก้ไข ตรวจสอบ ตลอดจนความช่วยเหลือในด้านต่าง ๆ เป็นอย่างดีต่อการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เสมอมา ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณในความกรุณาของท่านเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้ ขอกราบขอบพระคุณอาจารย์ณรงค์ฤทธิ์ อัครเรืองพิภพ อาจารย์ประจำภาควิชาสถิติ ที่ท่านกรุณาให้คำปรึกษาเกี่ยวกับสถิติในงานวิจัย ขอกราบขอบพระคุณผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. พิมพ์พนา ปิตธวัชชัย ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และคุณวิศิษฐ์ องค์กรพัฒนกุล กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ที่ท่านทั้งสองได้ให้คำแนะนำและความรู้ที่มีประโยชน์ซึ่งมีส่วนช่วยให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณคุณอาจารย์ตั้งแต่การศึกษาชั้นต้นจนถึงปัจจุบันทุกท่าน ที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ คุณธรรม จริยธรรม รวมถึงความอดทน โอกาสในการเรียนรู้สิ่งที่มีประโยชน์นอกตำราเรียนจากการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ซึ่งเป็นการเพิ่มพูนความรู้และประสบการณ์อันมีค่ายิ่งให้แก่ข้าพเจ้า

ประการสุดท้ายขอกราบขอบพระคุณ คุณพ่อสุวิทย์ คุณแม่เอี่ยมเดือน สุริยเชิดชูสกุล และสมาชิกในครอบครัวทุกท่าน สำหรับความรัก ความห่วงใย ที่มอบให้แก่ข้าพเจ้าเพื่อเสริมสร้างสุขภาพร่างกายและสุขภาพจิตใจที่ดีตลอดมา ขอขอบคุณรุ่นพี่และเพื่อน ๆ ที่ให้ความช่วยเหลือและเป็นกำลังใจตลอดเวลากการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ด้วยเช่นกัน

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ

หน้า

บทคัดย่อภาษาไทย	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	จ
กิตติกรรมประกาศ	ฉ
สารบัญ	ช
สารบัญตาราง	ณ
สารบัญภาพ	ญ
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย	3
1.3 สมมติฐานการวิจัย	3
1.4 ขอบเขตของการวิจัย	4
1.5 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย	6
1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	8
1.7 วิธีดำเนินการวิจัย	8
1.8 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย	9
บทที่ 2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	10
2.1 ทฤษฎีว่าด้วยการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ	11
2.2 การปฏิบัติทางบัญชีสำหรับการรวมธุรกิจ	15
2.3 ค่าความนิยม	18
2.3.1 นิยามและลักษณะของค่าความนิยม	18
2.3.2 การคำนวณค่าความนิยม	25
2.3.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับค่าความนิยม	28
2.4 ผลการดำเนินงานของกิจการ	31
2.4.1 กำไรทางบัญชี	32
2.4.2 กระแสเงินสด	33
2.4.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงาน	33

2.5 งานวิจัยอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง	37
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย	42
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	42
3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย	44
3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูล	45
3.4 กรอบแนวคิดในการวิจัย	49
3.5 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย	51
3.6 การวิเคราะห์ข้อมูล	58
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล	65
4.1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา	65
4.2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน	78
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ	99
5.1 สรุปผลการวิจัยและอภิปรายผล	100
5.2 ข้อจำกัดในการวิจัย	104
5.3 ข้อเสนอแนะและงานวิจัยในอนาคต	105
รายการอ้างอิง	107
ภาคผนวก	112
ภาคผนวก ก สถิติดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันสิ้นปี	113
ภาคผนวก ข บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ปรากฏรายการ ค่าความนิยมและนำมาเป็นกลุ่มตัวอย่างในการวิจัย	114
ภาคผนวก ค การแสดงการกระจายความถี่ของผลการดำเนินงานและกระแสเงินสด ในอนาคต	118
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์	122

สารบัญตาราง

หน้า

ตารางที่	1	17
	สรุปข้อแตกต่างการปฏิบัติทางบัญชีสำหรับวิธีซื้อและวิธีรวมส่วนได้เสีย ณ วันรวมกิจการในส่วนที่เกี่ยวข้องกับค่าความนิยม	
ตารางที่	2	44
	จำนวนข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่แสดง รายการค่าความนิยมไว้ในงบการเงิน	
ตารางที่	3	46
	สรุปแหล่งที่มาของตัวแปรจากการศึกษาในอดีต	
ตารางที่	4	57
	สรุปรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิดที่ใช้ในงานวิจัย	
ตารางที่	5	63
	จำนวนชุดข้อมูลที่นำมาประมวลผลในแต่ละครั้ง	
ตารางที่	6	66
	จำนวนประชากรและกลุ่มตัวอย่างจำแนกรายปี	
ตารางที่	7	67
	ชื่อบัญชีที่ทำการเปิดเผยรายการค่าความนิยม	
ตารางที่	8	68
	ลักษณะการเปิดเผยรายการค่าความนิยม	
ตารางที่	9	69
	จำนวนกลุ่มตัวอย่างตามกลุ่มและหมวดอุตสาหกรรมจำแนกรายปี	
ตารางที่	10	72
	สถิติเชิงพรรณนาของค่าความนิยมต่อสินทรัพย์รวมแต่ละอุตสาหกรรมจำแนก ตามปี	
ตารางที่	11	75
	สถิติเชิงพรรณนาของผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดของกิจการในอนาคต ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมจำแนกตามปี	
ตารางที่	12	79
	ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับผลการ ดำเนินงานในอนาคต	
ตารางที่	13	81
	ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับกระแสเงินสด ในอนาคต	
ตารางที่	14	84
	ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับ ผลการดำเนินงานในอนาคตปีที่ $t + 1$	
ตารางที่	15	87
	ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับ ผลการดำเนินงานในอนาคตปีที่ $t + 2$	
ตารางที่	16	90
	ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับ ผลการดำเนินงานในอนาคตปีที่ $t + 3$	
ตารางที่	17	93
	ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับ กระแสเงินสดในอนาคตปีที่ $t + 1$	

ตารางที่ 18	ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับ กระแสเงินสดในอนาคตปีที่ $t + 2$	95
ตารางที่ 19	ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับ กระแสเงินสดในอนาคตปีที่ $t + 3$	97
ตารางที่ ค 1	การทดสอบการแจกปกติตามค่าสถิติ Kolmogorov-Smirnov	121



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญภาพ

หน้า

ภาพที่ 1 แนวทางการปฏิบัติของสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนตามมาตรฐานการบัญชีที่รับรอง ทั่วไปของประเทศสหรัฐอเมริกา (SFAS)	21
ภาพที่ 2 กรอบแนวคิดในการวิจัย (Conceptual Framework)	49



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

จากภาวะวิกฤตเศรษฐกิจของประเทศไทยที่เกิดขึ้นในปี พ. ศ. 2540 นั้น ส่งผลให้องค์กรต่าง ๆ ได้หันมาให้ความสนใจกับการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะกลุ่มธุรกิจในตลาดทุนของประเทศไทยที่มีการเติบโตอย่างก้าวกระโดดหลังผ่านพ้นวิกฤตดังกล่าว ทำให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากภายหลังวิกฤตในปี พ.ศ. 2541 โดยมีดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันสิ้นปีอยู่ที่ 355.81 ปรับมาเป็น 668.10 ในปี พ.ศ. 2547 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, www.set.or.th)

ด้วยเหตุนี้จึงทำให้กิจการต้องดำรงอยู่ภายใต้ภาวะการแข่งขันที่รุนแรงของกลุ่มคู่แข่ง ทั้งกิจการระดับท้องถิ่น ระดับประเทศ หรือระดับข้ามชาติ ประกอบกับการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่เป็นไปอย่างรวดเร็ว ส่งผลกระทบให้กิจการต้องมีการปรับตัวในด้านต่าง ๆ เพื่อสามารถในการแข่งขันภายใต้สภาพแวดล้อมรูปแบบใหม่ เช่น การบริหารโครงสร้างของกิจการให้มีมูลค่าสูงสุดเพื่อหาทางออกอย่างมีประสิทธิภาพให้ธุรกิจอยู่รอด การปรับโครงสร้างหนี้ การเปลี่ยนแปลงนโยบายกลยุทธ์หรือคณะบริหารในการดำเนินงานเสียใหม่ ในบางแห่งเลือกที่จะควบรวมกิจการโดยทำการตัดสินใจลงทุนหรือเข้าซื้อเงินลงทุนของกิจการอื่น เพื่อที่จะช่วยพยุงฐานะของกิจการให้ดำเนินอยู่ต่อไปหรือเสริมสร้างประสิทธิภาพและความแข็งแกร่งทางธุรกิจ โดยทางเลือกต่าง ๆ ที่ได้นำเสนอมานั้นล้วนส่งผลที่ดีต่อองค์กรแตกต่างกันไป แต่วิธีที่มักประสบความสำเร็จและเป็นที่ยอมรับมากที่สุดก็คือการรวมกิจการ (Business Combinations) เนื่องจากช่วยลดต้นทุนในการดำเนินงาน สร้างความเติบโตและประสิทธิภาพในการจัดการ กระจายความเสี่ยงที่มีอยู่ ช่วยในการระดมทุน อำนาจทางการค้า หรือผลประโยชน์ในรูปแบบอื่น ๆ (อัญญา ชันทวิทย์, 2540; สมเดช โรจน์คุรีเสถียร, 2544) ได้มีการจัดทำสถิติการทำคำเสนอซื้อเพื่อครอบงำกิจการ (Tender Offer) ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พบสัดส่วนการทำคำเสนอซื้อกิจการตั้งแต่ 50% ขึ้นไปของจำนวนหุ้นทั้งหมด ของปี พ.ศ. 2543 - 2547 ทั้งสิ้น 57 กิจการ (คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, www.sec.co.th) เมื่อเป็นเช่นนี้แล้วกิจการที่ทำการรวมธุรกิจจะต้องปฏิบัติตามมาตรฐานการบัญชีของไทยฉบับที่ 43 เรื่อง การรวมธุรกิจ ภายในเนื้อหาที่กล่าวไว้ว่า การรวมธุรกิจที่ผู้ซื้อเข้าควบคุมสินทรัพย์สุทธิและการดำเนินงานของผู้ขายหรือผู้ถูกซื้อด้วยการโอนสินทรัพย์ การก่อหนี้หรือการออกหุ้นเพื่อเป็นการแลกเปลี่ยนโดยสามารถระบุได้ว่ากิจการใดเป็นผู้ซื้อ ให้แนววิธีการบันทึกบัญชี

แบบการซื้อธุรกิจ (Purchase Method) มาใช้ปฏิบัติ หากผู้ซื้อยอมจ่ายต้นทุนในการซื้อธุรกิจที่สูงกว่ามูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิ ณ วันซื้อ ส่วนต่างที่เกิดขึ้นถือเป็นค่าความนิยมที่เกิดจากการรวมธุรกิจ ซึ่งต้องรับรู้เป็นสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนและทำการตัดจำหน่ายสะสมหรือทดสอบการด้อยค่าอย่างมีระบบตลอดอายุการให้ประโยชน์ของค่าความนิยมนั้น

ค่าความนิยมจึงเป็นจำนวนเงินที่ผู้ซื้อธุรกิจยอมจ่ายออกไปเพื่อแลกกับผลประโยชน์เชิงเศรษฐกิจที่จะได้รับกลับคืนมาสู่กิจการในอนาคต เสมือนสิ่งบ่งชี้ว่ากิจการที่ได้ซื้อมานั้นมีศักยภาพในการดำเนินงาน โดยอาจเกิดจากปัจจัยต่าง ๆ ที่ไม่สามารถระบุได้อย่างเด่นชัด เช่น ชื่อเสียงที่มีมาช้านานของกิจการ ความสามารถของผู้บริหาร สิทธิพิเศษทางการค้า ฯลฯ (ชลธิชานาคาวิสุทธิ, 2547) ก่อให้เกิดประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ขึ้นตามมาภายหลัง ซึ่งในทฤษฎีทางการบัญชีได้ระบุถึงมูลค่าของค่าความนิยมไว้ว่าเป็นการจ่ายซื้อกำไรส่วนที่หวังไว้ว่าจะสูงกว่ากำไรตามปกติหรือกำไรส่วนเกิน (Excess Earnings) ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต (Expected Future Earnings) ของกิจการภายหลังการรวมธุรกิจ โดยผลกำไรนั้นจะต้องมากกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ (Rate of Return) หรือมากกว่ากำไรตามปกติ (Normal Earnings) ภายในอุตสาหกรรมเดียวกัน (เมธากุล เกียรติกระจาย และศิลปพร ศรีจันเพชร, 2544; Catlett และ Olson, 1968; Brockington, 1996; Beams, Brozovsky และ Shoulders, 2000; Baker, Lembke และ King, 2002; White, Sondhi และ Fried, 2003) และสามารถชี้คาดการณ์ถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ดีที่สุดอีกด้วยเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนประเภทอื่น ๆ (Mard et al., 2002) ต้นทุนที่จ่ายไปในส่วนที่เป็นค่าความนิยม ณ วันซื้อ จึงถือเป็นมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดหรือกำไรที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตทำการคิดลดกลับมาด้วยอัตราดอกเบี้ยจากภาวะเศรษฐกิจ (ธารินี พงศ์สุพัฒน์, 2543; Keiso, Weygandt และ Warfield, 2001; Fischer, Schipper และ Vincent, 2002)

หากค่าความนิยมสามารถสะท้อนถึงผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการตามแนวคิดข้างต้นได้จริง ซึ่งผลการดำเนินงานจากกำไรสุทธิดังกล่าวจะมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจในปัจจุบันของผู้ใช้งบการเงินอย่างยิ่ง (Dechow, 1994; Sloan, 1996) โดยเฉพาะนักลงทุนที่คาดหวังผลตอบแทนในอนาคตจากการตัดสินใจลงทุนปัจจุบัน ค่าความนิยมจึงเป็นสินทรัพย์อีกหนึ่งรายการที่ควรให้ความสำคัญนอกเหนือจากรายการอื่น ๆ ในงบการเงินด้วยเช่นกัน ด้วยเหตุนี้จึงเป็นที่มาของปัญหาในการวิจัยที่ผู้วิจัยต้องการศึกษาว่ามูลค่าของค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานในอนาคตและกระแสเงินสดในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่ามีความสัมพันธ์กันในเชิงประจักษ์หรือไม่

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1.2.1 ศึกษาสัดส่วนของค่าความนิยมที่เกิดจากวิธีซื้อธุรกิจในแต่ละอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.2.2 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานในอนาคตและกระแสเงินสดในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3 สมมติฐานการวิจัย

จากงานวิจัยในอดีตและการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง พบว่าค่าความนิยมที่เกิดขึ้นนั้นเป็นผลต่างระหว่างต้นทุนที่จ่ายไปในการซื้อธุรกิจกับมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกิจการที่ถูกซื้อ ตามการรวมธุรกิจด้วยวิธีซื้อ (Purchase Method) โดยผู้ซื้อคาดหวังถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ดีขึ้นและเกิดผลประโยชน์ตามมาในอนาคต เช่น กำไรส่วนเกินที่มากกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการภายในอุตสาหกรรมเดียวกัน (เมธากุล เกียรติกระจาย และศิลาพร ศรีจันเพชร, 2544; Catlett และ Olson, 1968; Brockington, 1996; Beams, Brozovsky และ Shoulders, 2000; White, Sondhi และ Fried, 2003) สามารถบ่งชี้ถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ดีกว่าเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ไม่มีตัวตนประเภทอื่น ๆ (Mard et al., 2002) นอกจากนี้ยังพบว่าค่าความนิยมมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Chauvin และ Hirschey 1994; McCarthy และ Schneider, 1995; Jennings et al., 1996; Henning, Lewis และ Shaw, 2000; Teitel, 2001) โดยสะท้อนถึงมูลค่าของกิจการได้ ซึ่งราคาหลักทรัพย์และผลตอบแทนในหลักทรัพย์ภายในตลาดทุนนี้มีผลกระทบมาจากกำไรสุทธิของกิจการที่เป็นข้อมูลสำคัญทางบัญชีซึ่งนักลงทุนให้ความสนใจมากที่สุด (Dechow, 1994; Sloan, 1996) อีกทั้งกำไรสุทธิและความสามารถในการทำกำไรของกิจการจึงก็มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของค่าความนิยมเช่นกัน (ศิริดา นวลประดิษฐ์, 2547; Chauvin และ Hirschey, 1994) แต่การวัดผลการดำเนินงานด้วยกำไรสุทธิของกิจการอย่างเดียวนั้นไม่สามารถบ่งบอกถึงผลการดำเนินงานขององค์กรที่แท้จริงและเพียงพอต่อผู้ใช้งบการเงินได้ เพราะกำไรสุทธิถูกจัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) ที่อาจแฝงด้วยการตกแต่งตัวเลขทางบัญชีให้บิดเบือนไปจากความจริงผ่านรายการทางบัญชีที่ขึ้นอยู่กับดุลพินิจของฝ่ายบริหารทำให้กำไรสุทธิแสดงไว้ไม่มีคุณภาพเพียงพอ (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2543; Dechow 1994; Sloan, 1996) ดังนั้นควรนำกำไรที่ได้จากการดำเนินงานหลักขององค์กรและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมาวัดผลการดำเนินงานแทนกำไรสุทธิเพื่อขจัดปัญหาดังกล่าว ทั้งนี้ผู้วิจัยได้ศึกษาถึงระดับการเปลี่ยนแปลงของตัววัดผลการดำเนินงานทั้งสอง โดยเป็นผลจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่าสินทรัพย์สุทธิที่ปรับจาก

ราคาทุน (Historical Cost) มาเป็นราคายุติธรรม (Fair Value) ณ วันซื้อกิจการที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของตัวเลขกำไรหรือผลประกอบการในอนาคต (Aboody, Barth และ Kasznik, 1999; Teitel, 2001) และค่าความนิยมที่รับรู้เป็นการจ่ายไปเพื่อกำไรส่วนเกิน (Excess Earnings) ตามทฤษฎีที่ได้กล่าวไว้ จึงนำเสนอให้อยู่ในรูปผลต่างของกำไรที่เกิดขึ้นจริง (Actual Earnings) ในปีปัจจุบัน กับกำไรในอนาคตที่คาดว่าจะดีขึ้นภายหลังจากการรวมธุรกิจแล้วซึ่งกำหนดเป็นกำไรที่คาดหวัง (Expected Earnings) จึงปรับการวัดผลการดำเนินงานที่มีอยู่ให้แสดงถึงระดับการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว

เพื่อทดสอบถึงหลักการผนวกกับการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีตข้างต้น จึงเป็นที่มาของการกำหนดสมมติฐานของงานวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 H_1 : *ค่าความนิยมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการในอนาคต*

สมมติฐานที่ 2 H_2 : *ค่าความนิยมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกระแสเงินสดของกิจการในอนาคต*

1.4 ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษาค่าความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดของกิจการในอนาคตของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้กำหนดขอบเขตในการวิจัยเพื่อให้กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาแสดงถึงตัวแทนที่ดีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนี้

1) กลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีรายการค่าความนิยมเปิดเผยไว้ในงบดุลหรือหมายเหตุประกอบงบการเงินในปี พ.ศ. 2543 - 2546 และมีผลประกอบการแสดงไว้ในปี พ.ศ. 2543 - 2547 โดยการศึกษาครั้งนี้จะไม่รวมถึงบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน (Financials) ซึ่งประกอบด้วย หมวดธนาคาร หมวดเงินทุนและหลักทรัพย์ หมวดประกันชีวิต และกลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ (Rehabilitation) เพื่อให้กลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษานั้นมีคุณสมบัติถึงการเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรมของข้อมูลจึงต้องยกเว้นกลุ่มบริษัทข้างต้นที่มีกิจกรรมในการดำเนินงาน กฎ ระเบียบและข้อบังคับในการจัดทำและนำเสนอของงบการเงินแตกต่างไปจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2) มีการรวมธุรกิจตามวิธีการซื้อธุรกิจ (Purchase Method) เท่านั้น เพราะวิธีดังกล่าวจะพบมูลค่าของค่าความนิยมแสดงไว้ในงบดุล หรือหมายเหตุประกอบงบการเงินของกิจการ โดยแตกต่างจากการรวมธุรกิจด้วยวิธีรวมส่วนได้เสีย (Pooling of Interests Method) ซึ่งเป็นวิธีรวมธุรกิจที่พบอยู่น้อยมากและยากที่จะเกิดขึ้นในประเทศไทย (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2547ข) โดยที่ไม่สามารถจะระบุได้ว่ากิจการใดเป็นผู้ซื้อและไม่มีรายการที่แสดงถึงมูลค่าของค่าความนิยมปรากฏไว้ในงบการเงินด้วย

3) กลุ่มตัวอย่างต้องมีรายการค่าความนิยมแสดงไว้ในงบดุลหรือหมายเหตุประกอบงบการเงินภายในปีที่ศึกษา เพื่อแสดงถึงการรวมธุรกิจที่เกิดขึ้นในอดีตหรือภายในงวดบัญชีนั้น ๆ โดยรายการค่าความนิยมนี้อาจจะแสดงไว้ในรายการซื้อ ส่วนเกินเงินลงทุนที่สูงกว่ามูลค่าตามบัญชี ส่วนเกินมูลค่าตามบัญชีของเงินลงทุนในบริษัทย่อย เงินลงทุนในบริษัทย่อยส่วนที่เกินมูลค่าสุทธิตามบัญชี หรือในชื่ออื่นที่มีความหมายในลักษณะเดียวกัน โดยกลุ่มตัวอย่างได้แสดงถึงรายการค่าความนิยมไว้ในส่วนต่าง ๆ ของงบการเงินได้ ดังนี้

3.1) แสดงรายการแยกเอาไว้ ภายใต้หัวข้อสินทรัพย์ไม่มีตัวตน

3.2) แสดงรายการแยกเอาไว้ ภายใต้หัวข้อสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน

3.4) แสดงรายการแยกเอาไว้ ภายใต้หัวข้อสินทรัพย์อื่น

3.3) แสดงรายการเป็นยอดรวมไว้กับสินทรัพย์ไม่มีตัวตนประเภทอื่น ๆ ภายใต้หัวข้อสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและทำการเปิดเผยรายละเอียดไว้ในหมายเหตุประกอบงบการเงิน

3.4) แสดงรายการเป็นยอดรวมไว้กับสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนประเภทอื่น ๆ ภายใต้หัวข้อสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนและทำการเปิดเผยรายละเอียดไว้ในหมายเหตุประกอบงบการเงิน

3.5) แสดงรายการเป็นยอดรวมไว้กับสินทรัพย์อื่นในงบดุลและทำการเปิดเผยรายละเอียดไว้ในหมายเหตุประกอบงบการเงิน

4) ผู้วิจัยทำการเก็บข้อมูลตั้งแต่ช่วงรอบระยะเวลาบัญชีในปี พ. ศ. 2543 - 2547 รวมเป็นเวลา 5 ปี เนื่องจาก

4.1) มาตรฐานการบัญชีของไทย ฉบับที่ 43 เรื่อง การรวมธุรกิจ ได้กำหนดแนวทางในการปฏิบัติเกี่ยวกับค่าความนิยม ซึ่งถือบังคับใช้กับงบการเงินสำหรับรอบระยะเวลาบัญชีตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ. ศ. 2543 เป็นต้นไป แทนมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 20 เรื่อง

การบัญชีสำหรับการรวมกิจการ ที่ได้ถูกยกเลิก ซึ่งระบุให้แสดงรายการค่าความนิยมโดยปรับปรุงหักจากส่วนของผู้ถือหุ้นทันที ณ วันรวมกิจการหรือให้แสดงเป็นสินทรัพย์อย่างหนึ่งและตัดจำหน่ายอย่างเป็นทางการเป็นระบบตลอดอายุการให้ประโยชน์ดังเช่นมาตรฐานการบัญชีฉบับปัจจุบัน กลุ่มตัวอย่างบางแห่งได้มีการรับรู้ค่าความนิยมดังกล่าวไว้ก่อนที่มาตรฐานการบัญชีฉบับปัจจุบันได้ประกาศใช้ ซึ่งถือว่าเป็นการรับรู้ถึงค่าความนิยมจากการรวมธุรกิจเช่นเดียวกันแม้จะแตกต่างที่การรับรู้และลักษณะของการเปิดเผยข้อมูลก็ตามแต่มีได้จัดว่าบริษัทดังกล่าวอยู่นอกเหนือจากกลุ่มตัวอย่างแต่อย่างใด เพื่อให้เป็นมาตรฐานเดียวกันในการวัดมูลค่าและนำเสนอของกลุ่มตัวอย่างตามมาตรฐานการบัญชีฉบับใหม่ ผู้วิจัยจึงศึกษาข้อมูลของค่าความนิยมตั้งแต่รอบระยะเวลาบัญชีของปี พ. ศ. 2543 เป็นต้นมา

4.2) การรวบรวมข้อมูลและประมวลผลในการทำวิจัยครั้งนี้ อยู่ในระหว่างปี พ. ศ. 2548 ซึ่งข้อมูลงบการเงินของกลุ่มตัวอย่างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะทำการเผยแพร่สู่สาธารณชนได้ภายหลังจากการปิดบัญชีประจำปีภายใน 2 - 3 เดือน ข้อมูลของงวดบัญชีในปี พ. ศ. 2547 ถือเป็นข้อมูลปัจจุบันที่สุดที่ผู้วิจัยสามารถรวบรวมได้ ดังนั้นข้อมูลค่าความนิยมและตัวแปรควบคุมที่เกี่ยวข้องจะถูกรวบรวมอยู่ในช่วงตั้งแต่ พ. ศ. 2543 - 2546 ส่วนข้อมูลผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่แสดงถึงระดับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นระหว่างปีตามตัวแบบที่ใช้ในการวิจัยจะทำการรวบรวมไว้ตั้งแต่ปี พ. ศ. 2543 - 2547

1.5 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

ประชากร หมายถึง บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน พ. ศ. 2543 - 2547 ทุกบริษัท ยกเว้น กลุ่มอุตสาหกรรมประเภทธุรกิจการเงิน (Financials) และบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน (Rehabilitation) จึงมีเพียง 7 กลุ่มอุตสาหกรรมที่จะทำการคัดเลือกเป็นกลุ่มตัวอย่าง ดังนี้

1) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Agro & Food Industry) ประกอบด้วย หมวดธุรกิจการเกษตร หมวดอาหารและเครื่องดื่ม

2) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products) ประกอบด้วย หมวดแฟชั่น หมวดของใช้ในครัวเรือน หมวดของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์

3) กลุ่มวัสดุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม (Industrials) ประกอบด้วย หมวดยานยนต์ หมวดเครื่องมือและเครื่องจักร หมวดกระดาษและวัสดุการพิมพ์ หมวดปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์ หมวดบรรจุภัณฑ์

4) *กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property & Construction)* ประกอบด้วย หมวดวัสดุก่อสร้าง หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

5) *กลุ่มทรัพยากร (Resources)* ประกอบด้วย หมวดพลังงานและ สาธารณูปโภค หมวดเหมืองแร่

6) *กลุ่มบริการ (Services)* ประกอบด้วย หมวดพาณิชย์ หมวดบันเทิงและ สันทนาการ หมวดการแพทย์ หมวดโรงแรมและบริการท่องเที่ยว หมวดการพิมพ์และสิ่งพิมพ์ หมวดบริการเฉพาะกิจ หมวดขนส่งและโลจิสติกส์

7) *กลุ่มเทคโนโลยี (Technology)* ประกอบด้วย หมวดสื่อสาร หมวด เครื่องใช้ไฟฟ้าและคอมพิวเตอร์ หมวดชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์

กลุ่มตัวอย่าง หมายถึง บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่คัดเลือก จากประชากรที่กำหนดเอาไว้และได้แสดงรายการที่บ่งบอกถึงมูลค่าของค่าความนิยมจากการรวม ธุรกิจตามวิธีการซื้อธุรกิจ (Purchase Method) ไว้ในงบดุลหรือหมายเหตุประกอบงบการเงินช่วงปี พ. ศ. 2543 - 2546 รวมถึงมีผลการดำเนินงานเปิดเผยไว้ในงบการเงิน ปี พ. ศ. 2543 - 2547

การรวมธุรกิจ หมายถึง การนำกิจการที่แยกต่างหากจากกันมารวมเป็นหน่วยงานทาง เศรษฐกิจเดียวกันโดยที่กิจการหนึ่งรวมกับอีกกิจการหนึ่ง หรือการที่กิจการหนึ่งเข้าควบคุม สินทรัพย์สุทธิและการดำเนินงานของกิจการหนึ่ง

การซื้อธุรกิจ หมายถึง การรวมธุรกิจที่ผู้ซื้อเข้าควบคุมสินทรัพย์สุทธิและการดำเนินงาน ของผู้ขายโดยการโอนสินทรัพย์ การก่อหนี้สิน หรือการออกหุ้นทุนเพื่อเป็นการแลกเปลี่ยน

ค่าความนิยม หมายถึง จำนวนต้นทุนการซื้อธุรกิจที่สูงกว่ามูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์ และหนี้สินที่ระบุได้เฉพาะส่วนที่เป็นของผู้ซื้อ ซึ่งมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์และหนี้สินที่ระบุได้ นั้นต้องเป็นมูลค่าที่วัดได้อย่างน่าเชื่อถือ ณ วันที่เกิดรายการแลกเปลี่ยน

ผลการดำเนินงาน หมายถึง กำไรหรือขาดทุนสุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อม ราคาค่าและค่าตัดจำหน่าย

กระแสเงินสด หมายถึง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ซึ่งเป็นกิจกรรมหลักที่ ก่อให้เกิดรายได้ขององค์กร

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.6.1 ทราบสัดส่วนของค่าความนิยมที่เกิดขึ้นในแต่ละอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.6.2 ทราบความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานในอนาคตและกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการ

1.6.3 เพื่อให้ผู้ใช้งบการเงินได้นำข้อมูลจากการวิจัยไปช่วยในการตัดสินใจคาดการณ์ถึงผลการดำเนินงานในอนาคต สภาพคล่องจากกระแสเงินสดของกิจกรรมดำเนินงานในกิจการที่แสดงมูลค่าค่าความนิยมเอาไว้เพราะข้อมูลที่ได้จะเป็นพื้นฐานในการตัดสินใจถึงผลตอบแทนที่จะได้รับในอนาคตได้ดี

1.7 วิธีดำเนินการวิจัย

สำหรับการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) ภายหลังจากเก็บข้อมูลจาก SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) ซึ่งเป็นฐานข้อมูลที่รวบรวมขึ้นโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แล้วจึงนำข้อมูลที่ได้มาวิเคราะห์ทางสถิติถึงความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดในอนาคต โดยได้จำแนกการศึกษาดังกล่าวออกเป็น 2 ประเภท คือ

1.7.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นการวิเคราะห์ค่าสถิติขั้นพื้นฐานของค่าความนิยมในกลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษา โดยแบ่งออกเป็นรายอุตสาหกรรม เพื่อวิเคราะห์การแจกแจงความถี่ ร้อยละ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

1.7.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระเบื้องต้นด้วยการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficients of Correlations) และทดสอบสมมติฐานตามที่กำหนดไว้ด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ถึงความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการในอนาคต ซึ่งวัดด้วยการเปลี่ยนแปลงของกำไร (ขาดทุน) สุทธิ ก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย และการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน โดยมีอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ และประเภทอุตสาหกรรม ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมในการวิจัยครั้งนี้

1.8 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ผู้วิจัยได้นำเสนอเนื้อหาโดยแบ่งออกเป็น 5 บท คือ

บทที่ 1 กล่าวถึง ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา วัตถุประสงค์ที่ศึกษา สมมติฐานการวิจัย ขอบเขตของการวิจัย คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับและวิธีดำเนินการวิจัยโดยสรุป

บทที่ 2 กล่าวถึง การรวบรวมแนวคิดและทฤษฎีต่าง ๆ รวมถึง ตำรา บทความวารสาร และผลงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาในครั้งนี้

บทที่ 3 กล่าวถึง การเลือกประชากรและกลุ่มตัวอย่าง เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย การเก็บรวบรวมข้อมูล กรอบแนวคิด ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย และการวิเคราะห์ข้อมูล

บทที่ 4 กล่าวถึง ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นในสถิติเชิงพรรณนาของค่าความนิยมและตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษา ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานด้วยการหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ และการทดสอบสมมติฐานของงานวิจัย

บทที่ 5 กล่าวถึง สรุปของผลการวิจัยและอภิปรายผล ข้อจำกัดในการวิจัย ข้อเสนอแนะและงานวิจัยที่สามารถศึกษาต่อไปในอนาคต

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ค่าความนิยมถือเป็นสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนที่ได้จากการรวมธุรกิจตามวิธีซื้อธุรกิจ (Purchase Method) ดังนั้นมูลค่าของค่าความนิยมที่ปรากฏอยู่ในงบการเงินจึงเป็นสิ่งที่ผู้ใช้งบการเงินควรให้ความสนใจไม่น้อยไปกว่าสินทรัพย์ประเภทอื่นของกิจการ เพราะต้นทุนที่จ่ายเกินไปจากมูลค่ายุติธรรมนั้นเป็นการคาดหวังถึงผลประโยชน์ในรูปแบบต่าง ๆ ที่จะเกิดขึ้นในอนาคตภายหลังจากการรวมธุรกิจไปแล้ว (Catlett และ Olson, 1968; Brockington, 1996; Healy, Palepu และ Ruback 1997; Beams, Brozovsky และ Shoulders, 2000; Baker, Lembke และ King, 2002; Mard et al., 2002) อีกทั้งยังเชื่อว่าส่งผลต่อการดำเนินงานให้มีประสิทธิภาพดียิ่งขึ้นในอนาคตด้วยเช่นกัน (อัญญา ชันธิวิทย์, 2540; สมเดช ใจจรรย์เสถียร, 2544; Healy, Palepu และ Ruback, 1997; Ghosh, 2001) ดังนั้นในการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยฉบับนี้ ผู้วิจัยได้ทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับค่าความนิยม ผลการดำเนินงานของกิจการ รวมถึงความสัมพันธ์หรือปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับค่าความนิยมและผลการดำเนินงานของกิจการ จากตำราวิชาการ เอกสาร วารสาร หรือฐานข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ต่าง ๆ ซึ่งประมวลความรู้ที่ได้รับจากการทบทวนวรรณกรรมในเรื่องดังกล่าวได้ตามลำดับดังต่อไปนี้

2.1 ทฤษฎีว่าด้วยการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ

2.2 การปฏิบัติทางบัญชีสำหรับการรวมธุรกิจ

2.3 ค่าความนิยม

2.3.1 นิยามและลักษณะของค่าความนิยม

2.3.2 การคำนวณค่าความนิยม

2.3.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับค่าความนิยม

2.4 ผลการดำเนินงานของกิจการ

2.4.1 กำไรทางบัญชี

2.4.2 กระแสเงินสด

2.4.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของกิจการ

2.5 งานวิจัยอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีว่าด้วยการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ

Weston, Chung และ Hoag (1990) ได้กล่าวถึงทฤษฎีว่าด้วยการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ (Efficiency Theories) เป็นทฤษฎีจากแนวคิดที่ว่าเมื่อบริษัทหนึ่งเข้าร่วมกับอีกบริษัทแล้วจะทำให้ประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทผู้ถูกรวมหรือของทั้งสองบริษัทดีขึ้น เมื่อตลาดทราบว่าประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทจะดีขึ้น ตลาดจะตอบสนองการรวมธุรกิจดังกล่าวผ่านราคาหุ้นของทั้งสองบริษัทให้สูงกว่าเดิมก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ โดยการพัฒนาประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทหลังการรวมกิจการนี้ได้มีที่มาจากหลายสาเหตุ ซึ่ง อัญญา ชันฉวี (2540) ได้สรุปถึงสาเหตุและข้อสังเกตต่าง ๆ เพื่อใช้อธิบายผลของการรวมกิจการ ได้ดังนี้

1) การที่บริษัทผู้เข้าร่วมกิจการได้ถ่ายทอดเทคโนโลยีในการบริหารงานที่ดีไปให้บริษัทผู้ถูกรวม (Differential Managerial Efficiency) แนวความคิดนี้เชื่อว่ากลุ่มผู้บริหารของกิจการต่าง ๆ มีความตั้งใจที่จะบริหารงานของบริษัทให้ดีที่สุดเท่าที่ความสามารถจะอำนวย แต่ตามปกติแล้วระดับความสามารถในการบริหารงานของผู้บริหารของแต่ละบริษัทจะแตกต่างกันไปและเชื่อว่าผู้บริหารสามารถถ่ายทอดเทคโนโลยีการบริหารงานบริษัทได้หลายบริษัทภายในเวลาเดียวกัน หากผู้บริหารของบริษัทหนึ่งบริหารงานได้ดีกว่าผู้บริหารของอีกบริษัทมากและยังสามารถบริหารงานได้หลาย ๆ บริษัทในเวลาเดียวกัน จึงเป็นเหตุให้ผลประกอบการของบริษัทแต่ละบริษัทแตกต่างกันไปตามความสามารถของผู้บริหารเหล่านี้ บริษัทที่มีความสามารถสูงก็อาจเข้าควบกิจการหรือเข้าครอบงำกิจการของอีกบริษัทหนึ่ง จากนั้นก็ถ่ายทอดเทคโนโลยีในการบริหารงานที่มีประสิทธิภาพนี้ให้แก่บริษัทผู้ถูกรวม ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทผู้ถูกรวมดีขึ้นและบริษัทผู้เข้าไปรวมก็ไม่ถูกลดประสิทธิภาพต่าง ๆ ลงไปด้วย ช่วยให้ผลการดำเนินงานของทั้งสองบริษัทดีขึ้นกว่าเดิมนั่นเอง เนื่องจากใช้กลุ่มผู้บริหารที่มีความสามารถร่วมกันได้ (Managerial Synergy)

แต่แนวความคิดนี้ได้มีข้อจำกัดอยู่บ้าง เพราะบริษัทที่มีประสิทธิภาพในการบริหารงานดีก็อาจจะเข้าควบรวมกิจการของบริษัทที่มีประสิทธิภาพในการบริหารงานที่ด้อยกว่าโดยอาศัยเทคโนโลยีและวิธีการบริหารของตนเพื่อนำไปใช้บริหารบริษัทผู้ถูกรวม ซึ่งในความเป็นจริงแล้วตามระบบเศรษฐกิจหนึ่ง ๆ ย่อมต้องมีบริษัทที่มีความสามารถในการบริหารงานที่มีประสิทธิภาพดีที่สุดในบริษัทเดียว หากปฏิบัติเช่นนี้เสียทั้งหมดบริษัทที่มีการบริหารงานที่มีประสิทธิภาพสูงสุดก็จะทำการรวมกิจการของทุกบริษัทในระบบเศรษฐกิจ แต่สิ่งที่พบกลับกลายเป็นว่าบริษัทที่เคยเข้าควบหรือซื้อกิจการหลาย ๆ ครั้ง ก็จะหยุดไม่เข้าร่วมบริษัทอื่น ๆ ต่อหลังจากได้เข้าร่วมบริษัทไว้ได้จำนวนหนึ่งแล้ว

2) การเข้าครอบงำกิจการเพื่อเปลี่ยนแทนผู้บริหารที่ไม่มีประสิทธิภาพ (Inefficient Management) แนวความคิดนี้มีความเชื่อว่ากลุ่มผู้บริหารของบริษัทต่าง ๆ ก็มีความสามารถบริหารงานได้ดีพอ ๆ กัน แต่การที่ผลการดำเนินงานของบริษัทหนึ่งออกมาดีกว่าของอีกบริษัทหนึ่งมากก็เพราะผู้บริหารของบริษัทนั้นตั้งใจทำงานเต็มที่ ในขณะที่ผู้บริหารของอีกบริษัทไม่ได้ใช้ความสามารถของตนบริหารอย่างเต็มที่กำลังหรือไม่ได้บริหารงานโดยเห็นประโยชน์ของบริษัทเป็นที่ตั้ง ในกรณีเช่นนี้บริษัทที่มีผู้บริหารที่ดีก็อาจเข้าครอบงำกิจการของบริษัทอื่น เมื่อเข้าครอบงำได้สำเร็จก็จะเปลี่ยนผู้บริหารเป็นกลุ่มใหม่ ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทหลังการถูกครอบงำดีขึ้นเพราะได้ผู้บริหารที่ดี แต่ในความเป็นจริงแล้วหลังการเข้าครอบงำกิจการผู้บริหารของบริษัทผู้ถูกครอบงำก็ไม่ได้ถูกเปลี่ยนแทนทุกคราวไป สืบให้เห็นว่าบริษัทผู้ถูกครอบงำหลาย ๆ แห่งมีผู้บริหารที่ดีอยู่แล้วแต่ไม่แสดงความสามารถที่มีอยู่อย่างเต็มที่ ดังนั้นการที่บริษัทถูกเข้าครอบงำอาจจะมาจากสาเหตุอื่นประกอบนอกเหนือจากการมีผู้บริหารที่ไม่ดี

3) การรวมตัวกันของบริษัทอาจทำให้ต้นทุนของการดำเนินงานลดลง (Operating Synergy) การรวมตัวกันของสองบริษัททำให้ขนาดของกิจการหลังการรวมตัวใหญ่ขึ้น การเพิ่มขึ้นของขนาดอาจทำให้ต้นทุนการดำเนินงานของบริษัทลดลงได้ ตามแนวความคิดที่คุ้นเคยกันในเรื่องการประหยัดจากขนาด (Economics of Scale) โดยเฉพาะการรวมตัวของบริษัทที่มักจะมีโครงสร้างองค์กรคล้าย ๆ กัน และยิ่งถ้าเป็นบริษัทที่ประกอบธุรกิจประเภทเดียวกันด้วยแล้ว การรวมตัวกันของบริษัทจะช่วยลดงานที่ซ้ำซ้อนกันลงไปได้มาก ถือเป็น การประหยัดต้นทุนได้อีกทางหนึ่ง การรวมตัวกันด้วยสาเหตุนี้สามารถพบได้อย่างเด่นชัดในกรณีที่มีต้นทุนคงที่¹ สูง และต้นทุนผันแปร² ต่ำ ช่วยให้ต้นทุนต่อหน่วยในการผลิตลดลงได้อย่างชัดเจน

4) การรวมตัวกันช่วยให้การกระจายธุรกรรมของบริษัทดีขึ้น (Pure Diversification) ทั้งในทางตรงและทางอ้อม เช่น การลดความเสี่ยงด้วยการกระจายตัวของบริษัทออกไปในธุรกิจอุตสาหกรรมประเภทต่าง ๆ ทำให้การเติบโตของบริษัทเป็นไปอย่างสม่ำเสมอตามแนวคิดของสมมติฐานวงจรชีวิต (Life Cycle Hypothesis) ที่ว่าวงจรชีวิตของธุรกิจช่วงแรกเป็นช่วงเริ่มต้น (Introduction) ช่วงนี้เป็นช่วงที่ธุรกิจมียอดขายไม่สูงนักจึงต้องการใช้เงินทุนมากเพื่อการพัฒนาทำให้มีกำไรน้อยหรืออาจขาดทุน เมื่อเข้าสู่ช่วงที่สองคือมีการเติบโต (Growth)

¹ ต้นทุนคงที่ หมายถึง ต้นทุนรวมที่มีได้เปลี่ยนแปลงไปตามระดับการผลิตในช่วงของการผลิตระดับหนึ่ง แต่ต้นทุนคงที่ต่อหน่วยจะเปลี่ยนแปลงไปในทางลดลงหากมีปริมาณการผลิตเพิ่มมากขึ้น

² ต้นทุนผันแปร หมายถึง ต้นทุนที่จะมีต้นทุนรวมเปลี่ยนแปลงไปตามสัดส่วนของการเปลี่ยนแปลงในระดับกิจกรรม หรือปริมาณการผลิต

ทั้งทางด้านยอดขายและกำไรที่ก่อตัว หลังจากนั้นก็จะทรงตัวและเติบโตเต็มที่ในช่วงที่สาม (Maturity) ซึ่งมีการแข่งขันสูงขึ้นและตลาดก็ไม่สามารถขยายตัวได้อีกต่อไป ทำให้ยอดขายของบริษัทเริ่มลดลงและสูญเสียส่วนแบ่งตลาดจนเคลื่อนเข้าสู่ช่วงเสื่อม (Decline) ขององค์กรที่ประสบแต่ภาวะขาดทุนอย่างย่ำแย่ เมื่อบริษัทได้เข้าใจถึงวงจรชีวิตของธุรกิจ ก็จะวางแผนกระจายตัวออกไปในธุรกิจหลาย ๆ ประเภท โดยคำนึงว่าหากธุรกิจประเภทใดประเภทหนึ่งของบริษัทเกิดการชะลอตัวหรือตกต่ำ บริษัทก็ยังมีกระแสเงินสดจากธุรกิจประเภทอื่นมาค้ำจุนหมวดธุรกิจที่ตกต่ำ ปรระคองให้พ้นช่วงวิกฤตไปได้

ส่วนในทางอ้อม คือ ช่วยในเรื่องขวัญและกำลังใจของพนักงานภายในองค์กรให้ดีขึ้น (Job Security) ตามแนวความคิดที่ว่า พนักงานของบริษัทได้ทุ่มทรัพยากรที่ตนมี (Human Resource) ให้แก่งานของบริษัท เพื่อแลกกับผลตอบแทนในรูปของ ค่าจ้าง เงินเดือนและโบนัส โดยทรัพยากรประเภทนี้ไม่สามารถแบ่งแยกไปใช้เพื่อให้เกิดรายได้จากแหล่งอื่นได้เพราะคนส่วนใหญ่ทำงานให้แก่บริษัทเพียงแห่งเดียวเท่านั้น ความเจริญรุ่งเรืองของชีวิตจึงขึ้นกับว่าบริษัทมีความมั่นคงและโอกาสเจริญเติบโตมากน้อยเพียงใด หากบริษัทมีการรวมตัวกันสร้างโอกาสในการดำเนินงานที่ดีขึ้น พนักงานทราบถึงการกระจายความเสี่ยงและผลที่จะตามมาดังกล่าวก็จะช่วยให้พวกเขามีขวัญและกำลังใจที่ดีต่อการทำงาน ส่งผลให้การดำเนินงานมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

5) การรวมตัวกันทำให้เกิดผลดีทางด้านการบริหารการเงินของบริษัท (Financial Synergy) ผลดีทางด้านการเงินนี้เป็นผลอย่างหนึ่งจากการรวมตัวกันแล้วมีการกระจายธุรกรรมในหัวข้อข้างต้น เมื่อบริษัทมีธุรกิจอยู่ในช่วงเสื่อม (Decline) จะมีอัตราการเติบโตของยอดขายที่ลดลงแต่มีเงินสดสะสมเหลืออยู่มาก เพราะผลจากกำไรที่ทำได้เมื่อธุรกิจอยู่ในช่วงกำลังเติบโต (Growth) และช่วงเติบโตเต็มที่ (Maturity) ดังนั้นบริษัทอาจต้องรวมกิจการกับบริษัทที่กำลังเติบโตเพื่อเพิ่มระดับการเติบโตของตนหรือความอยู่รอดของตน ประกอบกับการที่บริษัทมีเงินสดสะสมอยู่มากก็เป็นการแสดงให้เห็นว่าบริษัทขาดโครงการจ่ายลงทุนที่ให้อัตราผลตอบแทนในระดับที่น่าพอใจ ส่วนในแง่ของบริษัทที่อยู่ในช่วงกำลังเติบโตยังต้องการเงินลงทุนเป็นจำนวนมากเพื่อให้สินค้าของตนติดตลาด ถ้าเข้าร่วมกับบริษัทที่เคลื่อนตัวเข้าสู่ยุคเสื่อม (Decline) แล้วจะช่วยให้บริษัทสามารถจัดหาเงินทุนมาเพื่อการพัฒนาต่อไปโดยเสียต้นทุนเงินที่ต่ำกว่า อีกทั้งยังเพิ่มความสามารถในการก่อหนี้ (Increased Debt Capacity) ของบริษัทได้อีกด้วย กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีความเสี่ยงน้อยลง โอกาสล้มละลายได้ยากขึ้น เพราะมีการกระจายธุรกิจได้ดี เจ้าหนี้ก็ยินดีที่จะให้กู้ยืมมากขึ้น เพราะเชื่อว่าบริษัทจะสามารถชำระคืนได้ตรงเวลา ผนวกกับการประหยัดจากขนาด (Economics of Scale) ที่เกิดขึ้น ต้นทุนค่าใช้จ่ายต่าง ๆ โดยถัวเฉลี่ยแล้วจึงต่ำกว่าเดิม

6) การปรับกลยุทธ์ของบริษัทเพื่อให้เหมาะสมกับสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไป (Strategic Realignment to Changing Environments) เป็นแนวความคิดด้านการบริหารกลยุทธ์ (Strategic Management) เนื่องจากการควบคุมหรือเข้าครอบงำกิจการอาจเป็นการปรับแผนกลยุทธ์แบบหนึ่ง (Long-Range Strategic Plan) ที่กิจการนำมาใช้ปรับการบริหารงานเพื่อให้เหมาะสมกับสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งมีตัวแบบ Grand Strategy Selection Matrix ได้กล่าวถึงการเลือกกลยุทธ์หลัก (Grand Strategy) ของบริษัท ที่ให้คำนี้ถึงปัจจัย 2 ปัจจัย คือ

6.1) ปัจจัยที่เป็นวัตถุประสงค์ของการวางกลยุทธ์ว่าจะต้องการเสริมสร้างความแข็งแกร่งให้แก่บริษัทหรือต้องการจะแก้ไขข้อบกพร่อง

6.2) ปัจจัยทางเลือกของการแก้ปัญหาว่าจะทำโดยมุ่งเน้นแก้ไขปัญหาโดยเริ่มจากการพัฒนาปรับปรุงองค์ภายในหรือจะใช้วิธีไปรวมตัวกับธุรกิจอื่นภายนอก

หากบริษัทเลือกทางเลือกในปัจจัยที่สองโดยรวมตัวกับกิจการอื่นตามแนวนอน³ หรือแนวตั้ง⁴ ตามแต่จะเห็นว่าแบบใดเหมาะสม พิจารณาถึงความสามารถของการแข่งขันของบริษัทควบคู่ไปกับระดับการเติบโตของตลาด หากพิจารณาเลือกแบบกลยุทธ์ตามปัจจัยแรก เช่น บริษัทที่มีความสามารถในการแข่งขันสูง อาจต้องการรวมกิจการในลักษณะแนวตั้ง เพื่อให้มั่นใจว่าบริษัทจะมีวัตถุดิบเพียงพอในการผลิตและมีตลาดรองรับ สามารถกระจายธุรกิจออกไปสู่กิจการอื่นที่มีลักษณะใกล้เคียง มีการใช้เทคโนโลยีคล้าย ๆ กัน และร่วมกันขายในตลาดเดียวกันได้ เป็นการถ่ายทอดความแข็งแกร่งด้านเทคโนโลยีและการบริหารงานให้กับบริษัทที่ถูกรวมนั้น ในทางกลับกันบริษัทที่ไม่สามารถแข่งขันในตลาดได้ดีเท่าที่ควร การรวมตัวกับบริษัทอื่นตามแนวนอนอาจช่วยให้บริษัทมีความสามารถในการแข่งขันดีขึ้น

7) การปรับปรุงประสิทธิภาพการทำงานเพื่อลดปัญหากิจการที่มีมูลค่าต่ำกว่าระดับที่ควรจะเป็นจริง (Undervaluation) ในกรณีนี้สมมติตลาดมีการทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ

³ การรวมธุรกิจตามแนวนอน (Horizontal Expansion) หมายถึง การรวมธุรกิจที่ผลิตสินค้าหรือบริการที่มีลักษณะคล้ายคลึงกันเข้ากัน หรือ การรวมธุรกิจที่อยู่ในอุตสาหกรรมประเภทเดียวกันที่มีขนาดการดำเนินงานใกล้เคียงกัน การรวมธุรกิจแบบนี้จะทำให้การประกอบการเดิมที่มีอยู่แล้วมีขนาดใหญ่ขึ้น สามารถผลิตสินค้าหรือบริการได้ในปริมาณที่มากขึ้น

⁴ การรวมธุรกิจตามแนวตั้ง (Vertical Integration) หมายถึง การรวมธุรกิจที่ผลิตสินค้าหรือบริการที่อยู่ในลำดับที่แตกต่างกัน ไม่ว่าจะในด้านการผลิต การให้บริการ และการตลาด หากแต่มีการประกอบธุรกิจที่มีความเกี่ยวข้องกันเข้ากัน เพื่อขยายขอบเขตของการประกอบธุรกิจให้กว้างขวางยิ่งขึ้น สามารถใช้ทรัพยากรร่วมกันได้

ข่าวสารข้อมูลทั้งหมดเกี่ยวกับบริษัทจึงถูกสะท้อนไว้ในราคาหุ้นของบริษัทแล้วอย่างถูกต้อง การที่ราคาหุ้นจะสูงหรือต่ำจึงขึ้นกับผู้บริหารว่ามีความสามารถในการบริหารกิจการดีเพียงใด หากผู้บริหารทำงานไม่มีประสิทธิภาพ ราคาหุ้นจะปรับตัวลดลง หรือถูกแสดงราคาให้ต่ำกว่ามูลค่าที่เป็นจริง (Undervaluation) นั่นเอง การรวมกิจการหรือการเข้าครอบงำกิจการแล้วมีผลให้ประสิทธิภาพในการบริหารงานของบริษัทดีขึ้น ก็จะทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้น เป็นการแก้ปัญหาราคาหุ้นมีมูลค่าต่ำกว่าระดับที่ควรเป็น

ทฤษฎีดังกล่าวจึงเป็นการระบุถึงเหตุผล และมุมมองต่าง ๆ ในการควบรวม ครอบงำกิจการและซื้อกิจการ เพื่อให้เกิดประโยชน์ต่อทั้งฝ่ายผู้รวม (ผู้ซื้อ) และฝ่ายผู้ถูกรวม (ผู้ขาย) ทั้งในด้านโอกาสทางการค้า ช่วยลดต้นทุน การกระจายความเสี่ยง รวมถึงกลยุทธ์ทางการจัดการและบริหาร เพื่อให้เกิดประสิทธิภาพในการทำงานที่ดีขึ้นทั้งสองฝ่าย ภายใต้ข้อสมมติฐานว่าธุรกิจนั้นจะต้องมีการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องไปเรื่อย ๆ ไม่มีการกำหนดไว้ก่อนล่วงหน้าว่าจะเลิกธุรกิจหรือกิจกรรมอย่างใดอย่างหนึ่งเมื่อใด (On – Going Concern) ตามมีวิธีการปฏิบัติทางบัญชีเกี่ยวกับการรวมธุรกิจที่จะกล่าวในหัวข้อถัดไป

2.2 การปฏิบัติทางบัญชีสำหรับการรวมธุรกิจ

การรวมธุรกิจหรือซื้อธุรกิจ ไม่ว่าจะเป็นการซื้อสินทรัพย์ (Assets Acquisition) หรือการซื้อหุ้น (Stock Acquisition) ซึ่งจะเป็นในรูปแบบใดก็ตาม มาตรฐานการบัญชีของไทย (Thailand Accounting Standard: TAS) มาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (International Accounting Standards: IAS) หรือมาตรฐานการบัญชีที่รับรองทั่วไปของสหรัฐอเมริกา (Statement of Financial Accounting Standard: SFAS) ในเรื่องเกี่ยวกับการรวมธุรกิจ (Business Combinations) นั้น ได้กำหนดวิธีปฏิบัติทางบัญชีสำหรับการรวมธุรกิจ โดยแยกออกเป็น 2 ประเภท คือ

1) วิธีซื้อ (Purchase Method) หมายถึง การรวมธุรกิจที่ผู้ซื้อเข้าควบคุมสินทรัพย์สุทธิ และการดำเนินงานของผู้ขาย โดยการโอนสินทรัพย์ การก่อหนี้ หรือการออกหุ้นเพื่อเป็นการแลกเปลี่ยนสามารถระบุได้ว่าฝ่ายใดเป็นผู้ซื้อเพราะผลประโยชน์และความเสี่ยงจะตกอยู่กับผู้ซื้อทันที

2) วิธีรวมส่วนได้เสีย (Pooling of Interests Method) หมายถึง การรวมธุรกิจที่ผู้ถือหุ้นของกิจการแต่ละกิจการที่มารวมกัน ได้ร่วมควบคุมสินทรัพย์สุทธิและการดำเนินงานทั้งหมดหรือ

เกือบทั้งหมดของกิจการที่รวมแล้ว เพื่อร่วมรับความเสี่ยงและประโยชน์ที่จะเกิดจากกิจการที่รวมแล้วต่อไปโดยไม่สามารถระบุได้ว่าฝ่ายใดเป็นผู้ซื้อ

ความแตกต่างในการรวมธุรกิจทั้ง 2 ประเภท ไม่ใช่ทางเลือกให้ปฏิบัติ แต่จะมีเพียงวิธีเดียวที่เหมาะสมในสถานการณ์หนึ่ง ๆ ในการรวมธุรกิจครั้งนั้น หากสามารถระบุผู้ซื้อ กำหนดอำนาจในการควบคุมสินทรัพย์สุทธิและการดำเนินงานของกิจการที่ถูกรวมไว้แล้วได้ วิธีดังกล่าวจึงเป็นเพียงการปฏิบัติทางบัญชีเท่านั้น ซึ่งจะไม่กระทบต่อเงินสดของกิจการที่มาวมกัน แต่จะมีผลกระทบต่อกำไรและอัตราส่วนทางการเงิน เช่น กำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity) อัตราส่วนราคาตลาดของหุ้นต่อกำไรสุทธิ (P/E Ratio) ตลอดจนรายการอื่นซึ่งรวมถึงค่าความนิยมที่จะถูกบันทึกไว้ในงบการเงิน ณ วันที่รวมและผลกระทบในงวดอนาคตที่กิจการจะรายงานต่อผู้ถือหุ้นอีกด้วย (รัญลักษณ์ วิจิตรสารวงษ์, 2544; ดิซพงส์ พงศ์ภัทรชัย, 2546; วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2547; White et al, 2003) ทั้งนี้ได้แสดงถึงข้อแตกต่างระหว่างการปฏิบัติทางบัญชีของทั้งสองวิธีที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับค่าความนิยม ไว้ในตารางที่ 1

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 1 สรุปข้อแตกต่างการปฏิบัติทางบัญชีสำหรับวิธีซื้อและวิธีรวมส่วนได้เสีย ณ วันรวมกิจการในส่วนที่เกี่ยวข้องกับค่าความนิยม

รายการ	วิธีซื้อ (Purchase Method)	วิธีรวมส่วนได้เสีย (Pooling of Interests Method)
1. สินทรัพย์และหนี้สิน ที่ระบุได้ของธุรกิจที่ ซื้อมา	บันทึกโดยใช้ มูลค่ายุติธรรม ณ วันที่เกิดรายการแลกเปลี่ยน	บันทึกด้วยราคาตามบัญชีที่ได้ บันทึกมาไว้ก่อนหน้า โดยไม่ ต้องทำการปรับปรุงใด ๆ ทั้งสิ้น เว้นแต่จะเป็นการปรับปรุงเพื่อให้ นโยบายการบัญชีของแต่ละ กิจการที่มาวมกันเกิดความ สอดคล้องกันในทุกงวดบัญชีที่ นำเสนอ
2. ผลต่างระหว่างต้นทุน การซื้อกับมูลค่า ยุติธรรมของสินทรัพย์ และหนี้สินที่ระบุได้	บันทึกเป็นค่าความนิยมหรือ ค่าความนิยมติดลบ ⁵ และทำ การรับรู้เป็นสินทรัพย์	ไม่มีค่าความนิยมหรือค่าความ นิยมติดลบเกิดขึ้น เนื่องจากไม่มี การปรับปรุงให้เป็นมูลค่า ยุติธรรม หากมีผลต่างระหว่าง จำนวนที่บันทึกของหุ้นทุนที่ออก บวกกับสิ่งตอบแทนในรูปของ เงินสดหรือสินทรัพย์อื่นกับ จำนวนหุ้นที่ได้มา ให้นำผลต่าง ไปปรับปรุงกับส่วนของผู้ถือหุ้น
3. การตัดจำหน่าย ค่าความนิยม	ตัดจำหน่ายอย่างเป็นระบบ ตลอดอายุการให้ประโยชน์ของ ค่าความนิยมนั้น	ไม่มีการตัดจำหน่าย ส่งผลให้กำไรสุทธิตามวิธีนี้สูง กว่าวิธีซื้อในงวดที่มีการรวมธุรกิจ และงวดต่อ ๆ มา

⁵ ค่าความนิยมติดลบ (Negative Goodwill) หมายถึง จำนวนมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์และหนี้สิน
ที่ระบุได้เฉพาะส่วนที่เป็นของผู้ซื้อที่สูงกว่าต้นทุนการซื้อธุรกิจ โดยมูลค่าสินทรัพย์และหนี้สินดังกล่าวจะต้องระบุ
มูลค่า ณ วันที่เกิดรายการแลกเปลี่ยน

ในปัจจุบันวิธีรวมส่วนได้เสียมีการนำมาใช้น้อยมากในประเทศไทย เนื่องจากรวมธุรกิจเกือบทั้งหมดที่เกิดขึ้นเป็นการที่กิจการหนึ่งเข้าควบคุมอีกกิจการหนึ่ง ทำให้สามารถระบุได้ว่ากิจการใดเป็นผู้ซื้อ (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2547ข) อีกทั้งยังต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขการบันทึกบัญชีตามวิธีส่วนได้เสียที่ได้กำหนดไว้ในย่อหน้า 15 ของมาตรฐานการบัญชีของไทย ฉบับที่ 43 เรื่องการรวมธุรกิจ ทุกประการ แต่ถ้าไม่เข้าหลักเกณฑ์ข้อใดข้อหนึ่งแล้วจะต้องใช้วิธีซื้อในการบันทึกบัญชีแทนเสมอ

2.3 ค่าความนิยม

2.3.1 นิยามและลักษณะของค่าความนิยม

ได้มีหน่วยงานสถาบันทางวิชาชีพการบัญชีต่าง ๆ ตลอดจนจรรยาบรรณ บทความและเอกสารทางการบัญชี ได้ให้คำจำกัดความและลักษณะของค่าความนิยมไว้ ดังนี้

คณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (*International Accounting Standards Committee: IASC*) เป็นองค์กรซึ่งประกอบด้วยตัวแทนจากองค์กรทางวิชาชีพ โดยดำเนินงานในรูปของคณะกรรมการเพื่อกำหนดมาตรฐานการปฏิบัติการบัญชีเฉพาะเรื่อง ซึ่งเป็นที่ยอมรับกันในระดับโลก ได้ทำการออกมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ ฉบับที่ 22 เรื่องการรวมธุรกิจ (IAS No. 22, Business Combinations) ฉบับปรับปรุงปี ค.ศ. 1998 โดยมีสมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย [ส.บช] เป็นสถาบันวิชาชีพทางการบัญชีที่มีบทบาทสำคัญในการจัดทำมาตรฐานการบัญชีของไทย ได้อ้างอิงมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศฉบับที่ 22 (IAS No. 22) นี้ เพื่อใช้จัดทำมาตรฐานการบัญชีของไทย ฉบับที่ 43 เรื่องการรวมธุรกิจ ให้มีผลบังคับใช้ตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2543 เป็นต้นไป โดยมีเนื้อหาสาระสำคัญไม่แตกต่างกัน

มาตรฐานการบัญชีทั้ง 2 ฉบับได้กล่าวถึงลักษณะค่าความนิยมที่เกิดจากการซื้อธุรกิจว่าเป็นจำนวนต้นทุนการซื้อธุรกิจที่สูงกว่ามูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์และหนี้สินที่ระบุได้ สามารถวัดมูลค่าได้อย่างน่าเชื่อถือ ณ วันซื้อเฉพาะส่วนของผู้ซื้อ ซึ่งจำนวนเงินนี้ผู้ซื้อจ่ายเพื่อแลกกับประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในอนาคตที่คาดว่าจะได้รับจากผลนี้ของสินทรัพย์ที่ระบุได้หรือที่คาดว่าจะได้รับจากสินทรัพย์ที่ไม่เข้าเงื่อนไขการรับรู้ในงบดุล ผลนี้ของสินทรัพย์ที่ระบุได้เกิดขึ้นเมื่อสินทรัพย์ที่ระบุได้ต่าง ๆ ทำงานสัมพันธ์และสอดคล้องกันในลักษณะที่ทำให้ประโยชน์เชิงเศรษฐกิจโดยรวมที่ได้รับสูงกว่าผลรวมของประโยชน์เชิงเศรษฐกิจที่จะได้จากการทำงานของสินทรัพย์แต่ละรายการแยกจากกัน ต้องรับรู้ค่าความนิยมนี้เป็นสินทรัพย์และแสดงด้วยราคาทุนหักค่าตัดจำหน่ายสะสมตามวิธีเส้นตรงและค่าเผื่อการด้อยค่า (ถ้ามี) โดยค่าตัดจำหน่ายแสดงเป็น

ค่าใช้จ่ายประจำงวดอย่างเป็นระบบตลอดอายุการให้ประโยชน์ของค่าความนิยม กิจการต้องทำการประมาณระยะเวลาการตัดจำหน่ายที่ดีที่สุดที่ผู้ซื้อคาดว่าจะได้รับประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในอนาคตจากค่าความนิยม โดยให้สันนิษฐานไว้ก่อนว่าอายุการให้ประโยชน์ของค่าความนิยมจะไม่เกิน 20 ปี นับจากวันที่เริ่มรับรู้ค่าความนิยม เว้นแต่จะมีหลักฐานที่น่าเชื่อถือว่าการตัดจำหน่ายวิธีอื่นเหมาะสมกว่าภายใต้สถานการณ์ที่เป็นอยู่ จึงจะให้ใช้วิธีอื่นที่เหมาะสมกับรูปแบบของประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในอนาคตที่ผู้ซื้อคาดว่าจะได้รับจากค่าความนิยมนั้น

แม้ว่าค่าความนิยมที่ได้แสดงไว้ในงบการเงินได้ลดลงตามเวลาที่ผ่านไป เพื่อสะท้อนให้เห็นศักยภาพในการให้ประโยชน์ของค่าความนิยมนั้นลดลงตามเวลา แต่ในบางกรณีมูลค่าของค่าความนิยมอาจดูเหมือนไม่ลดลงตามเวลา เพราะศักยภาพในการให้ประโยชน์ได้มีการทดแทนขึ้นภายหลังจากวันที่ได้รับค่าความนิยมมา ซึ่งหมายถึง ค่าความนิยมที่ได้จากการซื้อหรือรวมธุรกิจนั้นถูกทดแทนด้วยค่าความนิยมที่สร้างขึ้นเองภายใน อย่างไรก็ตาม มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 51 เรื่อง สินทรัพย์ไม่มีตัวตน ไม่อนุญาตให้รับรู้ค่าความนิยมที่สร้างขึ้นเป็นการภายในเป็นสินทรัพย์ ดังนั้น ผู้ซื้อจึงต้องตัดจำหน่ายค่าความนิยมที่ซื้อมาอย่างเป็นระบบตลอดอายุการให้ประโยชน์ไม่เกิน 20 ปี อย่างสมเหตุสมผล

กิจการต้องแสดงรายการค่าความนิยมภายใต้หัวข้อสินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อจากรายการที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ในงบดุล ด้วยราคาทุนหักมูลค่าตัดจำหน่ายสะสมและค่าเผื่อการด้อยค่า (ถ้ามี) อีกทั้งจะต้องเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับค่าความนิยมไว้ในงบการเงินตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 43 เรื่อง การรวมธุรกิจ ดังต่อไปนี้

- 1) ระยะเวลาที่ใช้ในการตัดจำหน่าย
- 2) เหตุผลโต้แย้งกับข้อสมมติฐานในเรื่องอายุการให้ประโยชน์ของค่าความนิยม หากผู้ซื้อประมาณอายุการให้ประโยชน์ของค่าความนิยมเกินกว่า 20 ปี ซึ่งจะต้องเปิดเผยถึงปัจจัยสำคัญที่ใช้ในการกำหนดอายุการให้ประโยชน์ดังกล่าว
- 3) กรณีไม่ได้ตัดจำหน่ายโดยใช้วิธีเส้นตรง ผู้ซื้อจะต้องเปิดเผยวิธีที่ใช้และเหตุผลเพื่อสนับสนุนความเหมาะสมดังกล่าว
- 4) รายการแต่ละบรรทัดทุกรายการในงบกำไรขาดทุนที่รวมค่าตัดจำหน่ายของค่าความนิยม
- 5) รายการกระหนาบยอดของราคาตามบัญชีของค่าความนิยมระหว่างต้นงวดกับปลายงวดที่แสดงถึงรายการต่อไปนี้

- 5.1) จำนวนของค่าความนิยมก่อนหักค่าตัดจำหน่ายสะสมและค่าตัดจำหน่ายสะสม (ซึ่งรวมถึงค่าเผื่อการด้อยค่า) ณ วันต้นงวด
- 5.2) ค่าความนิยมที่รับรู้เพิ่มในระหว่างงวด
- 5.3) การปรับปรุงซึ่งเกิดจากสินทรัพย์และหนี้สินที่ระบุได้ซึ่งสามารถแยกรับรู้ได้ในภายหลัง หรือการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าของสินทรัพย์และหนี้สินที่ระบุได้
- 5.4) ค่าความนิยมที่ตัดบัญชีในระหว่างงวดซึ่งเกิดจากการยกเลิกธุรกิจทั้งหมดหรือบางส่วน
- 5.5) ค่าตัดจำหน่ายที่รับรู้ในระหว่างงวด
- 5.6) รายการขาดทุนจากการด้อยค่าที่รับรู้ในระหว่างงวดตามข้อกำหนดที่ระบุไว้ในมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 36 เรื่อง การด้อยค่าของสินทรัพย์
- 5.7) รายการขาดทุนจากการด้อยค่าที่กลับบัญชีในระหว่างงวดตามข้อกำหนดที่ระบุไว้ในมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 36 เรื่อง การด้อยค่าของสินทรัพย์
- 5.8) การเปลี่ยนแปลงของราคาตามบัญชีที่เกิดขึ้นในระหว่างงวด
- 5.9) จำนวนของค่าความนิยมก่อนหักค่าตัดจำหน่ายสะสมและค่าตัดจำหน่ายสะสม (ซึ่งรวมถึงค่าเผื่อการด้อยค่า) ณ วันสิ้นงวด

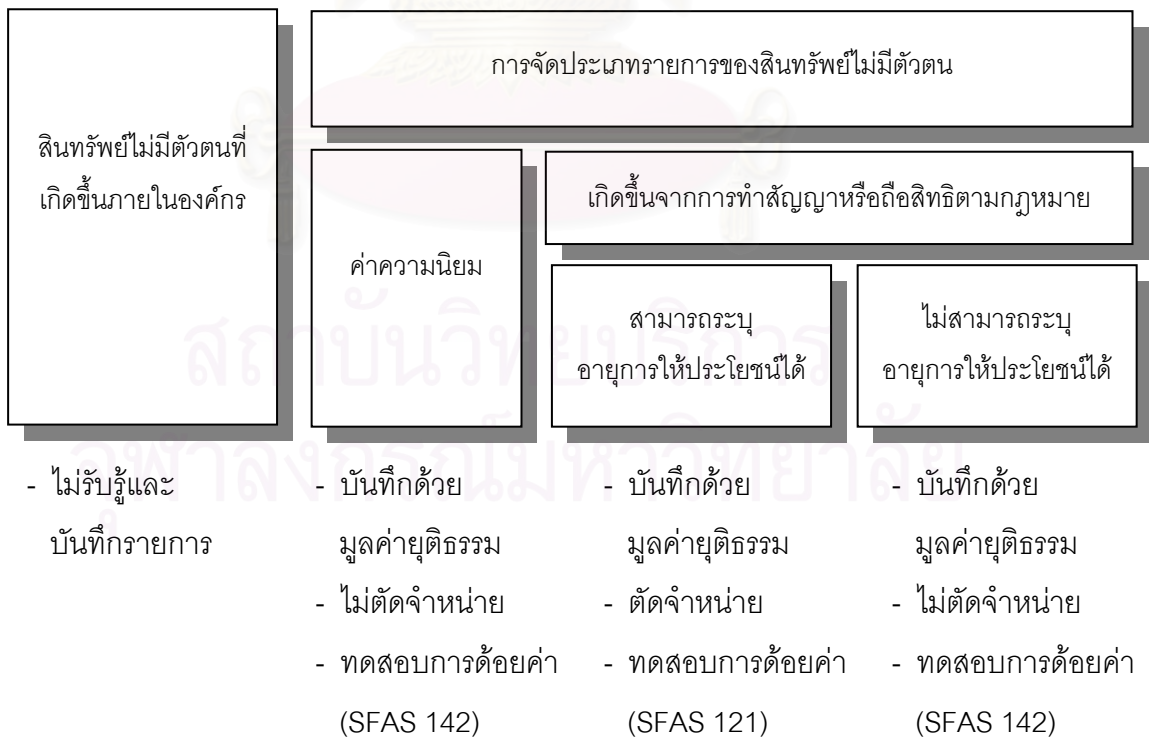
Financial Accounting Standards Board [FASB] เป็นหน่วยงานที่กำหนดหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป (Statement of Financial Accounting Standard: SFAS) ภายในประเทศสหรัฐอเมริกา ได้ออกมาตรฐานการบัญชีใหม่ที่เกี่ยวข้องกับค่าความนิยมมา 2 ฉบับ คือ ฉบับที่ 141 เรื่อง การรวมธุรกิจ (SFAS No.141, Business Combinations) มีผลบังคับใช้ตั้งแต่ 30 มิถุนายน ค. ศ. 2001 และ ฉบับที่ 142 เรื่อง ค่าความนิยมและสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (SFAS No. 142, Goodwill and Intangible Assets) มีผลบังคับใช้ตั้งแต่ 15 ธันวาคม ค. ศ. 2001 เป็นต้นไป

ตามมาตรฐานการบัญชีของสหรัฐอเมริกา (SFAS) ฉบับที่ 141 นั้น กำหนดให้มีการยกเลิกการรวมธุรกิจตามวิธีรวมส่วนได้เสีย (Pooling of Interests Method) ด้วยเหตุผลที่ว่าวิธีรวมส่วนได้เสียมิได้สะท้อนถึงมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์และหนี้สินที่ระบุได้ ณ วันที่ซื้อ เพราะไม่ต้องทำการปรับปรุงรายการบัญชีใด ๆ ก่อนที่จะรวมกิจการ มีผลให้ผู้ใช้งบการเงินไม่ทราบข้อมูลที่แท้จริงของสินทรัพย์ที่ระบุได้และสินทรัพย์ที่ระบุไม่ได้ เช่น ค่าความนิยมที่มีได้มีการบันทึกเอาไว้ อีกทั้งอัตราส่วนทางการเงินที่ได้ภายหลังจากการรวมกิจการจึงบิดเบือนจากความจริง ข้อมูลจึงเป็น

ประโยชน์ต่อการตัดสินใจของผู้ใช้งบการเงินน้อยกว่าวิธีซื้อ (Purchase Method) (รัญลักษณ์ วิจิตรสารวงค์, 2544; ดิซพงส์ พงศ์ภัทรชัย, 2546; วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2547ข; Mard et al., 2002) การยกเลิกดังกล่าวทำให้การรวมธุรกิจทุกประเภทต้องหันมาปฏิบัติตามวิธีซื้อทั้งหมด ซึ่งจะต้องรับรู้ถึงค่าความนิยมเป็นสินทรัพย์แยกต่างหากจากประเภทอื่น ๆ ไว้ในงบดุลรวมของกิจการหากต้นทุนการซื้อธุรกิจสูงกว่าสินทรัพย์และหนี้สินต่าง ๆ ที่ได้รับโอนมา

ในอดีตตามข้อตกลง ฉบับที่ 16 ของ Accounting Principles Board (APB Opinion No. 16) ได้กำหนดให้กิจการทำการตัดจำหน่ายค่าความนิยมอย่างเป็นระบบตลอดอายุของการให้ประโยชน์ของค่าความนิยมนั้นเป็นเวลาไม่เกิน 40 ปี แต่ SFAS ฉบับที่ 142 กำหนดให้ยกเลิกการตัดจำหน่ายดังกล่าวโดยใช้การทดสอบการด้อยค่า (Impairment) ในแต่ละปีแทน ด้วยเหตุผลว่าค่าความนิยมไม่ใช่สินทรัพย์ที่เสื่อมสภาพไปตามระยะเวลา (Wasting Asset) ถ้าหากกิจการที่มีการจัดการที่ดี เหมาะสม ค่าความนิยมจะเป็นสินทรัพย์ที่มีมูลค่าสูงขึ้น (Appreciating Asset) และการทดสอบการด้อยค่าส่งผลให้งบการเงินเกิดความโปร่งใส สะท้อนภาวะเชิงเศรษฐกิจเพิ่มประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงินยิ่งขึ้นในการคาดหวังถึงผลการลงทุนผ่านมูลค่าของค่าความนิยมที่แสดงเอาไว้ (รัญลักษณ์ วิจิตรสารวงค์, 2544)

จากมาตรฐานการบัญชีของสหรัฐอเมริกา (SFAS) ข้างต้นสามารถสรุปได้เป็นแนวทางในการปฏิบัติที่เกี่ยวข้องกับค่าความนิยมและสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่เกิดขึ้น ตามภาพที่ 1



ภาพที่ 1 แนวทางการปฏิบัติของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนตามมาตรฐานการบัญชีที่รับรองทั่วไปของประเทศสหรัฐอเมริกา (SFAS)

นอกจากนี้ยังระบุถึงองค์ประกอบของค่าความนิยม (Component Parts of Goodwill) ในภาคผนวก B102 (The Nature of Goodwill) ของ SFAS ฉบับที่ 141 ไว้ถึง 6 ประการ คือ

1) เป็นส่วนเกินของมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิกับราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิของกิจการที่ถูกซื้อ ณ วันซื้อกิจการ

2) มูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์อื่น ๆ ที่มีได้บันทึกโดยผู้ซื้อ ณ วันซื้อกิจการ เนื่องจากผู้ซื้อไม่สามารถหาหลักฐานมายืนยัน เพื่อวัดมูลค่าได้อย่างน่าเชื่อถือของสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นหรือห้ามรับรู้ถึงรายการดังกล่าว เช่น การซื้อกิจการที่เกิดการวิจัยและพัฒนา (R&D) ขึ้นในกระบวนการทำงาน

3) มูลค่ายุติธรรมของการดำเนินงานอย่างต่อเนื่อง (Going Concern) ถือเป็นส่วนประกอบในการดำรงอยู่ของกิจการที่ถูกซื้อ เพราะธุรกิจที่ถูกซื้อไม่สามารถดำรงอยู่ได้เพียงลำพังโดยใช้สินทรัพย์สุทธิที่มีอยู่สร้างกำไรให้มีค่าสูงกว่าอัตราผลตอบแทน (Rate of Return) ขององค์กร มีผลทำให้เกิดการรวมธุรกิจเพื่อสร้างผลเน็กของสินทรัพย์สุทธิหรืออาจเกิดจากปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับตลาดแข่งขันไม่สมบูรณ์ เช่น กำไรที่เกิดจากการผูกขาดทางการค้าหรือการกีดกันทางการค้าจากคู่แข่งที่มีความสามารถ

4) มูลค่ายุติธรรมของผลเน็กจากการรวมธุรกิจของผู้ซื้อและสินทรัพย์สุทธิของผู้ถูกซื้อ ผลเน็กที่เกิดขึ้นนั้นอาจมีมูลค่าที่แตกต่างกันไปในการรวมธุรกิจแต่ละกรณี กล่าวคือการรวมธุรกิจที่แตกต่างกันทำให้ผลเน็กและมูลค่าที่เกิดขึ้นแตกต่างกันไปด้วย

5) การประเมินมูลค่าที่สูงเกินไปในการซื้อธุรกิจของผู้ซื้อ อาจเกิดจากความผิดพลาดในการประเมินราคา เช่น มูลค่าของกิจการที่มีพื้นฐานมาจากราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายในตลาดปัจจุบัน ทำให้ราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นส่งผลกระทบต่อประเมินมูลค่าสินทรัพย์สุทธิในการซื้อธุรกิจ

6) การจ่ายเงินที่มีมูลค่าสูงหรือต่ำไปของผู้ซื้อ อาจเกิดจากราคาหลักทรัพย์การออกคำสั่งซื้อขาย ฯลฯ ที่มีความผันผวนในตลาดทุน

จากที่สถาบันทางวิชาชีพทางการบัญชีได้นิยามลักษณะ และวิธีปฏิบัติเกี่ยวกับค่าความนิยมที่เกิดจากการรวมกิจการแล้ว ยังมีตำราทางด้านบัญชี วารสาร และบทความต่าง ๆ ที่นำเสนอเกี่ยวกับค่าความนิยมไว้ดังนี้

เมธากุล เกียรติกระจาย และศิลปพร ศรีจันเพชร (2544) ได้กล่าวถึงค่าความนิยมไว้ว่าเป็นส่วนที่ทำให้กิจการสามารถหากำไรได้สูงกว่าระดับปกติสำหรับกิจการประเภทเดียวกัน ซึ่งอาจ

มีสาเหตุมาจาก ชื่อเสียงของกิจการ ทำให้ที่ตั้งของกิจการ ประสิทธิภาพในการผลิตและการบริหารงานหรือการผูกขาดในสินค้า กิจการอาจได้ค่าความนิยมมาจากการรวมธุรกิจ ซึ่งกิจการต้องกำหนดราคาทุนของค่าความนิยมขึ้นตามเกณฑ์มูลค่ายุติธรรม ณ วันซื้อธุรกิจ ส่วนค่าความนิยมที่เกิดขึ้นเองภายในกิจการ มาตรฐานการบัญชี เรื่อง สินทรัพย์ไม่มีตัวตน กำหนดว่ากิจการต้องไม่รับรู้ค่าความนิยมที่เกิดขึ้นภายในเป็นสินทรัพย์ เนื่องจากรายจ่ายที่กิจการจ่ายไปเพื่อก่อให้เกิดประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในอนาคตนั้นไม่ทำให้เกิดสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่เป็นไปตามเงื่อนไขในการรับรู้รายการตามมาตรฐานการบัญชี รายจ่ายที่เกิดขึ้นนี้ไม่ถือเป็นทรัพยากรภายใต้การควบคุมของกิจการที่สามารถระบุได้และค่าความนิยมนี้ก็ไม่สามารถวัดมูลค่าราคาทุนได้อย่างน่าเชื่อถือ

ชลธิชา นาคาวิสุทธิ์ (2547) ระบุถึงค่าความนิยมว่า เป็นส่วนต่างของเงินที่ผู้ซื้อจ่ายสูงกว่ามูลค่ายุติธรรมของกิจการที่ซื้อมา เนื่องจากแน่ใจในคุณภาพและชื่อเสียงของที่มีมาช้านานของกิจการที่ถูกซื้อ ในทางบัญชีถือเป็นสินทรัพย์ไม่มีตัวตนประเภทที่ไม่สามารถระบุได้ (Unidentifiable Intangible Assets) หมายถึง สินทรัพย์ที่กิจการไม่สามารถระบุแยกต่างหากออกจากสินทรัพย์อื่นได้ หรือไม่สามารถนำไปขายแยกต่างหากจากสินทรัพย์อื่นได้ ต้องขายไปพร้อมสินทรัพย์อื่นหรือขายไปพร้อมกิจการ ซึ่งค่าความนิยมอาจเกิดขึ้นได้ 2 ลักษณะด้วยกันคือ

1) ค่าความนิยมที่เกิดขึ้นจากภายในกิจการ (Internally Generated Goodwill)

ค่าความนิยมประเภทนี้ เกิดขึ้นจากการที่กิจการประสบความสำเร็จจากการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องเป็นระยะเวลานาน ผลการดำเนินงานอยู่ในระดับที่โดดเด่นกว่ากลุ่มธุรกิจในประเภทเดียวกัน ซึ่งมีสาเหตุได้จากหลายปัจจัย เช่น คุณภาพของสินค้าหรือการให้บริการยอดเยี่ยมเป็นที่ยอมรับในกลุ่มสินค้าหรือบริการประเภทเดียวกัน หรือมีทีมของผู้บริหารที่ดีเลิศทำให้การดำเนินงานบรรลุเป้าหมายว่ากลุ่มธุรกิจประเภทเดียวกัน สำหรับค่าความนิยมประเภทนี้ มาตรฐานการบัญชีของไทย ฉบับที่ 51 เรื่องสินทรัพย์ไม่มีตัวตน ได้ระบุไว้ในย่อหน้า 37 - 38 ว่ากิจการต้องไม่รับรู้ค่าความนิยมที่เกิดขึ้นภายในเป็นสินทรัพย์ เนื่องจากรายจ่ายที่เกิดขึ้นไม่ถือเป็นทรัพยากรที่สามารถระบุได้ภายใต้การควบคุมของกิจการและไม่สามารถวัดมูลค่าต้นทุนของค่าความนิยมดังกล่าวได้อย่างน่าเชื่อถือ ผลต่างระหว่างราคาตลาดของกิจการกับราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิที่สามารถระบุได้ ณ เวลาใดเวลาหนึ่งอาจสะท้อนให้เห็นถึงปัจจัยหลายประการที่มีผลกระทบต่อกิจการ ซึ่งผลต่างดังกล่าวไม่สามารถถือเป็นตัวแทนของราคาทุนของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่อยู่ภายใต้การควบคุมของกิจการ จึงไม่อนุญาตให้บันทึกค่าความนิยมประเภทนี้เป็นสินทรัพย์ในงบการเงิน

2) ค่าความนิยมที่เกิดจากการซื้อกิจการ (Goodwill Arising from Business Combinations) ค่าความนิยมประเภทนี้เกิดขึ้นจากการรวมธุรกิจโดยวิธีซื้อ (Purchase Method) โดยระบุไว้ในมาตรฐานการบัญชีของไทย ฉบับที่ 43 เรื่องการรวมธุรกิจ ว่ากรณีที่เกิดกิจการยอมจ่ายเงินซื้อกิจการอื่นมาในราคาที่สูงกว่ามูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิที่ระบุได้ ณ วันที่ซื้อกิจการ เนื่องจากคาดว่าจะได้รับประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในอนาคตคืนจากผลเนื่งของสินทรัพย์ที่ระบุได้ หรือสินทรัพย์แต่ละรายการที่ไม่เข้าเงื่อนไขการรับรู้ในงบดุล โดยที่ผลเนื่งของสินทรัพย์ที่ระบุได้จะเกิดขึ้นเมื่อสินทรัพย์ที่ระบุได้ต่าง ๆ ทำงานสอดคล้องสัมพันธ์กัน ทำให้ประโยชน์เชิงเศรษฐกิจที่ได้รับโดยรวมสูงกว่าผลรวมของประโยชน์เชิงเศรษฐกิจที่ได้รับจากการทำงานของสินทรัพย์แยกจากกัน ซึ่งค่าความนิยมจากการซื้อกิจการสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\text{ค่าความนิยม} = \text{ต้นทุนการซื้อกิจการ} - \text{มูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิที่ซื้อ}$$

$$\text{โดยที่} \quad \text{มูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิที่ซื้อ} = \text{มูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์ที่ระบุได้ที่ซื้อ} - \text{มูลค่ายุติธรรมของหนี้สินที่ระบุได้ที่ซื้อ}$$

ผู้แต่งตำราวิชาการทางด้านบัญชีหลายท่านยังได้ให้ความหมายของค่าความนิยมในลักษณะคล้ายกัน เช่น

ค่าความนิยมเป็นส่วนเกินในการลงทุนที่จ่ายสูงกว่ามูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิที่ได้รับ ตามทฤษฎีกล่าวว่าจะสามารถวัดได้โดยการหามูลค่าปัจจุบัน (Present Value) ของกำไรส่วนเกิน (Excess Earnings) กำไรเฉลี่ยเกินปกติในอนาคตที่มากกว่ากำไรปกติในอุตสาหกรรมเดียวกัน (Average Above-Normal Earnings) หรือการประมาณถึงผลประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต (Expected Future Benefit) ซึ่งเป็นองค์ประกอบของการรวมปัจจัยหลาย ๆ ประการจากการดำรงอยู่ต่อไป (Going Concern) จากการลงทุนร่วมกัน (Cattlett และ Olson, 1968; Brockington, 1996; Beams, Brozovsky และ Shoulders, 2000; Baker, Lembke และ King, 2002; White, Sondhi และ Fried, 2003) ทั้งนี้ Lewis และ Pendrill (2000) ได้ทำการแยกปัจจัยที่วัดถึงมูลค่าค่าความนิยมได้ 2 ลักษณะ คือ

1) ธุรกิจโดยทั่วไปไม่ได้มีเพียงสินทรัพย์ที่มีตัวตนที่แสดงในงบการเงินเท่านั้น แต่จะมีสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนรวมอยู่ด้วย เช่น ความสามารถในการบริหาร บุคคลกรที่มีประสิทธิภาพ อำนาจการผูกขาดทางการตลาด เป็นต้น โดยสิ่งเหล่านี้ล้วนสร้างคุณค่าให้กับองค์กรแต่ไม่แสดงไว้ในงบการเงิน

2) ตามหลักเศรษฐศาสตร์พบว่าการใช้สินทรัพย์ในการดำเนินงานร่วมกันจะเกิดประโยชน์มากกว่าการใช้ที่แยกออกจากกัน

ค่าความนิยมดังกล่าวถือเป็นส่วนเกินที่เหลือ (Residual Value) ของต้นทุนที่จ่ายสูงกว่ามูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิโดยได้รวมสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนประเภทอื่น ๆ เข้าไว้ด้วย เพราะค่าความนิยมนั้นเป็นสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนที่ไม่สามารถระบุลักษณะเฉพาะทางตามสัญญาหรือสิทธิตามกฎหมาย (Contractual or Legal Rights) เหมือนกับสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนประเภทอื่น ๆ เช่น สิทธิบัตร (Patent) ลิขสิทธิ์ (Copyright) ไลเซนส์ (License) เครื่องหมายทางการค้า (Trademark) ที่ไม่สามารถทำการซื้อขายถ่ายโอนกรรมสิทธิ์ได้นอกจากการซื้อธุรกิจกันเพียงเท่านั้น ค่าความนิยมที่รับรู้จึงเป็นการแสดงถึงผลประโยชน์ในอนาคตจากปัจจัยต่าง ๆ ภายหลังจากการรวมกิจการ เช่น ความสามารถในการทำกำไรส่วนเกิน การประหยัดต่อขนาดภายในองค์กร (Keiso, Weygandt และ Warfield, 2001; Fischer, Taylor และ Cheng, 2002; Mard et al., 2002)

2.3.2 การคำนวณค่าความนิยม

ในการประเมินราคาหรือต้นทุนที่จะซื้อกิจการ โดยมีผลต่อการวัดมูลค่าของค่าความนิยม (Valuing Goodwill) ในลำดับถัดไปนั้น ได้มีวิธีที่ยอมรับและใช้กันทั่วไปดังนี้ (ธารินี พงศ์สุพัฒน์, 2543; Keiso, Weygandt และ Warfield, 2001; Fischer, Taylor และ Cheng, 2002)

1) วิธีกำไรส่วนเกิน (Excess Earnings Approach)

วิธีนี้ผู้ซื้อต้องพยายามคาดคะเนกำไรในอนาคตของกิจการที่เข้าไปซื้อ เพื่อที่จะกำหนดราคาซื้อที่เหมาะสม ซึ่งเป็นต้นทุนในการซื้อนั่นเอง ค่าความนิยมจึงเป็นการจ่ายซื้อกำไรในส่วนที่คาดว่าจะสูงกว่ากำไรตามปกติ คำนวณได้จากผลต่างระหว่างกำไรของกิจการที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต (Expected Future Earnings) กับกำไรตามปกติ (Normal Earnings) ของอุตสาหกรรมเดียวกับกิจการนั้น ๆ

$$\begin{aligned} \text{กำไรตามปกติ} &= \text{มูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์ (ไม่หักหนี้สิน) ของกิจการที่ซื้อ} \times \\ (\text{Normal Earnings}) & \quad \text{อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของอุตสาหกรรม} \end{aligned}$$

สินทรัพย์ของกิจการที่ซื้อจะต้องรวมสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนประเภทอื่น ๆ ที่สามารถระบุตามสิทธิทางกฎหมาย เช่น สิทธิบัตร ลิขสิทธิ์ เครื่องหมายการค้า เป็นต้น แต่ไม่รวมค่าความนิยมเอาไว้

สามารถคำนวณกำไรที่คาดว่าจะสูงกว่าปกติ หรือกำไรส่วนเกิน (Excess Earnings) ได้ดังนี้

กำไรโดยเฉลี่ยในอนาคตที่คาดไว้	XXXX	} Expected Future Earnings
หัก ผลตอบแทนตามปกติของสินทรัพย์:		
มูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์ที่ระบุได้	XXXX	} Normal Earnings
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์โดยเฉลี่ย		
ของอุตสาหกรรม	XX%	
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์โดยเฉลี่ย	XXXX	
กำไรที่คาดว่าจะสูงกว่าปกติ	XXXX	} Excess Earnings

โดยจะนำกำไรที่คาดว่าจะสูงกว่าปกติซึ่งสมมติว่ามีค่าเท่ากับ 9,000 บาท ไปใช้ในการคำนวณค่าความนิยมได้ 2 แบบ คือ

1.1) กำไรส่วนเกินถือว่าเป็นเงินงวด ผู้ซื้อที่มองโลกในแง่ดี (Optimistic) อาจคาดคะเนว่ากำไรนี้จะเกิดขึ้นตลอดไป ($n = \infty$) ถ้าเป็นเช่นนั้น ผู้ซื้อจะตั้งกำไรส่วนเกินขึ้นเป็นทุน (Capitalize) ด้วยอัตราผลตอบแทนของอุตสาหกรรม ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{ค่าความนิยม} &= \frac{\text{กำไรส่วนที่เกินปกติต่อปี}}{\text{อัตราผลตอบแทนปกติของอุตสาหกรรม}} \\ &= 9,000 / 0.10 \\ &= 90,000 \text{ บาท} \end{aligned}$$

1.2) วิธีนี้ถือว่าปัจจัยที่ก่อให้เกิดกำไรส่วนเกินถูกจำกัดด้วยเวลา เช่น มีการกำหนดเวลาไว้ 10 ปี ($n = 10$) ค่าความนิยมที่คำนวณได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{ค่าความนิยม} &= \text{มูลค่าปัจจุบันของกำไรส่วนเกินต่อปี} \times \text{มูลค่าปัจจุบันของเงินงวดต่อปี ณ อัตราผลตอบแทนของช่วงเวลา } n \text{ ปี} \\ &= 9,000 \times \text{PVIFA}_{i=10\%, n=10} \\ &= 9,000 \times 6.145 \\ &= 55,305 \text{ บาท} \end{aligned}$$

เมื่อค่า Present Value Interest Factor Annuity: PVIFA คือ มูลค่าปัจจุบันของเงินงวดที่ได้รับเท่า ๆ กันในอนาคต

ในบางครั้งการกำหนดอัตราผลตอบแทน (Rate of Return) เพื่อหาค่าความนิยมนั้น อาจกำหนดให้มากกว่าอัตราที่จะนำมาคำนวณกำไรตามปกติ (Normal Rate) โดยยึดตามหลักความระมัดระวัง (Conservative) สืบเนื่องมาจากมูลค่าของกำไรส่วนเกิน (Excess Earnings) นั้น ไม่มีความแน่นอนในอนาคต (Keiso, Weygandt และ Warfield, 2001; Fischer, Taylor และ Cheng, 2002)

2) วิธีอื่น ๆ

นอกจากวิธีกำไรส่วนเกินที่นิยมกันแล้ว ผู้ซื้ออาจจะใช้วิธีอื่นในการคำนวณต้นทุนในการซื้อได้ เช่น

2.1) *Number of Years Method* เป็นการคำนวณมูลค่าตามจำนวนปีที่คาดว่าจะได้รับกำไรส่วนเกินนั้น โดยเทียบสัดส่วนกับอุตสาหกรรมที่มีลักษณะใกล้เคียงกัน วิธีนี้ใช้การคำนวณแบบไม่ละเอียดนัก เช่น ซื้อบริษัท ก ประกอบธุรกิจสายการบิน ได้กำไรเฉลี่ยต่อปี 50 ล้านบาท ในมูลค่า 250 ล้านบาท เมื่อมีผู้ซื้อจะมาซื้อบริษัท ข ซึ่งประกอบธุรกิจสายการบินเช่นเดียวกัน ซึ่งมีกำไรเฉลี่ยต่อปี 80 ล้านบาท ผู้ซื้อจะต้องจ่ายต้นทุนในการซื้อบริษัท ข ในมูลค่า 400 ล้านบาท ที่ได้จากการนำกำไรเฉลี่ยต่อปีของบริษัท ก มาเปรียบเทียบ เป็นต้น

2.2) *Discounted Free Cash Flow Method* วิธีนี้คล้ายกับวิธีกำไรส่วนเกิน (Excess Earnings Method) โดยจะต้องประมาณกระแสเงินสดที่ปลอดภาวะ (Free Cash Flows) ในระยะยาวข้างหน้า ประมาณ 10 - 20 ปี ของบริษัทที่ถูกซื้อ แล้วทำการคิดลดให้เป็นมูลค่าปัจจุบันซึ่งเป็นมูลค่าต้นทุนที่จะจ่ายสำหรับซื้อธุรกิจนั่นเอง

เมื่อผู้ซื้อคำนวณค่าความนิยมที่เหมาะสมโดยเลือกจากวิธีใดวิธีหนึ่งข้างต้น ราคาที่จ่ายซื้อจะนำค่าความนิยมที่คำนวณได้ไปบวกกับมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิ อย่างไรก็ตามราคาที่คำนวณได้อาจไม่ใช่ราคาที่จ่ายซื้อจริง เนื่องจากค่าความนิยมที่เกิดขึ้นอาจมีปัจจัยอื่น ๆ มากระทบหรือเกิดการต่อรองราคา (Negotiate) ระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายก่อนการตัดสินใจ

ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า ค่าความนิยมเป็นสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนที่รับรู้ได้จากการรวมธุรกิจ (Business Combinations) ตามวิธีซื้อ (Purchase Method) เท่านั้น โดยเป็นผลต่างระหว่างต้นทุนที่จ่ายไปกับมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์และหนี้สินที่สามารถวัดมูลค่าได้อย่างแน่นอน ณ วันซื้อ สามารถประมาณได้จากมูลค่าปัจจุบันของกำไรส่วนเกินหรือผลประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตที่เกิดขึ้นจากควมมีประสิทธิภาพภายหลังรวมธุรกิจกัน ซึ่งตามมาตราฐานการบัญชีไทย ยังคงกำหนดให้ประมาณอายุการให้ประโยชน์และทำการตัดจำหน่าย หรือประเมินการด้อยค่า (ถ้ามี) อย่างเป็นระบบไม่เกิน 20 ปี

2.3.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับค่าความนิยม

Duvall et al. (1992) ได้ศึกษาถึงการเปิดเผยค่าความนิยมจากการซื้อธุรกิจว่ามีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุนได้หรือไม่ ด้วยเหตุผลที่ว่าค่าความนิยมเป็นตัวสะท้อนถึงกำไรที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต อีกทั้งระยะเวลาในการตัดจำหน่ายค่าความนิยมที่หลากหลายจะมีผลต่อรายได้และกำไรสุทธิของบริษัทด้วยเช่นกัน จากกลุ่มตัวอย่างของบริษัทในตลาดหุ้นนิวยอร์กและสหรัฐอเมริกา (New York and American Stock Exchange) ในปี ค. ศ. 1988 จำนวน 621 บริษัท ผ่านการเก็บข้อมูลจากงบการเงินและรายงานประจำปี (Annual Report) ตามแบบ 10-K เพื่อสำรวจลักษณะรายการค่าความนิยมและการตัดจำหน่าย และรูปแบบการนำเสนอของกลุ่มตัวอย่างดังกล่าว จากผลการวิจัยพบว่า

1) 78% ของกลุ่มตัวอย่างมีรายการค่าความนิยมและหลักฐานแสดงถึงการได้มาของค่าความนิยมนั้น โดยเปิดเผยไว้ในงบดุลมากที่สุดคิดเป็น 64% รองลงมาคือการเปิดเผยในหมายเหตุประกอบงบการเงิน และรายงานประจำปี (แบบ 10-K) ตามลำดับ

2) ค่าเฉลี่ยของค่าความนิยมสุทธิต่อสินทรัพย์รวมมีอยู่ที่ 0.053 โดยมีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดในอัตราส่วนดังกล่าวอยู่ที่ 0.699 และ 0.000 (แสดงผลโดยปรับเศษทศนิยม) ตามลำดับ

3) มีการรูปแบบการเปิดเผยการตัดจำหน่ายค่าความนิยมของกลุ่มตัวอย่างเพียง 24% เท่านั้น โดยเปิดเผยถึงค่าความนิยมตัดจำหน่ายและเลือกการตัดจำหน่ายในระยะเวลา 40 ปีพอดีมากที่สุด คิดเป็น 54%

ภายหลังการวิจัย Duvall et al. ได้แนะนำถึงการกำหนดมาตรฐานและรูปแบบการเปิดเผยของค่าความนิยมให้ชัดเจน เช่น วันที่ทำการรวมธุรกิจ จำนวนค่าความนิยม ณ วันต้นงวดและวันสิ้นงวด รายการเปลี่ยนแปลงระหว่างปี มูลค่าและวิธีการตัดจำหน่าย เป็นต้น เพื่อให้ง่ายต่อการเข้าใจและนำไปใช้ประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุนมากยิ่งขึ้น

Chauvin และ Hirschey (1994) เป็นการศึกษาเชิงประจักษ์ถึงความสัมพันธ์ในมูลค่าของค่าความนิยมที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร (Profitability) และมูลค่าของกิจการ (The Market of the Firm) ซึ่งวัดด้วยมูลค่าหุ้นสามัญในตลาดหุ้น โดยศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างของฐานข้อมูล Compustat ในช่วงปี ค. ศ. 1989 - 1991 จำนวน 2,693 บริษัท งานวิจัยได้แสดงความสัมพันธ์ของทั้ง 3 ตัวแปร ประกอบด้วย ค่าความนิยม ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าของกิจการด้วยราคาหลักทรัพย์ที่มีบทบาทในการประเมินมูลค่ากิจการด้านเศรษฐศาสตร์จากการใช้ข้อมูลบัญชีเป็นอย่างมาก โดยระบุถึงสิ่งที่เป็นตัวกำหนดให้เกิดค่าความนิยมขึ้นภายใน

กิจการ คือ ค่าโฆษณา (Advertising) ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา (R & D) ส่วนแบ่งทางการตลาดของกิจการ (Market Share) และสินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ (Tangible & Intangible Assets) ที่ช่วยเสริมสร้างค่าความนิยมขึ้น ซึ่งค่าความนิยมที่เกิดขึ้นนี้จะมีอิทธิพลและความสัมพันธ์กับกำไรในงวดปัจจุบัน (Net Income) ที่ใช้วัดความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาดของกิจการอีกด้วย เพื่อให้ผลการวิจัยที่เกิดขึ้นสามารถเปรียบเทียบกันได้ระหว่างกลุ่มตัวอย่าง 2 กลุ่ม คือกลุ่มผลิต และกลุ่มบริการ จึงกำหนดอัตราการเจริญเติบโต (Growth) ค่าความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ (Beta) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Leverage) และกลุ่มอุตสาหกรรม (Industry Group) เป็นตัวแปรควบคุมเพื่อลดความผันผวนและความแตกต่างจากการดำเนินงานในแต่ละธุรกิจ

ผลการศึกษาโดยวิเคราะห์จากสมการถดถอยเชิงพหุพบว่าค่าความนิยมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าของกิจการเป็นอย่างดี โดยปัจจัยที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อค่าความนิยมมากที่สุด คือ จำนวนค่าโฆษณา และค่าใช้จ่ายในการวิจัยพัฒนา นอกจากนี้ความมีอิทธิพลของค่าความนิยมดังกล่าวไม่แตกต่างกันใน 2 กลุ่มอุตสาหกรรม

McCarthy และ Schneider (1995) ได้ศึกษาถึงการตอบสนองของตลาดต่อมูลค่าค่าความนิยมที่แสดงอยู่ในหมวดสินทรัพย์ของบุคคลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา ช่วงปี ค. ศ. 1988 - 1992 พบว่าค่าความนิยมที่แสดงในงบดุลมีสัดส่วนมากถึง 3 - 46 % ของสินทรัพย์รวม โดยมาตรฐานการบัญชีของสหรัฐอเมริกา (U. S. GAAP) จากมาตรฐานความคิดเห็นของคณะกรรมการฉบับที่ 16 - 17 (APB Opinions No. 16 - 17) ให้เปิดเผยมูลค่าและตัดจำหน่ายอย่างมีระบบเป็นเวลา 40 ปี และมีผลต่อกำไรและค่าใช้จ่ายที่จะเกิดขึ้นในอนาคตขององค์กร เกิดการตอบสนองต่อตลาดทุนและนักลงทุนจากมูลค่าของค่าความนิยมที่เกิดขึ้นดังกล่าว ซึ่งได้วิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยเชิงพหุผ่านตัวแบบของ Feltham และ Ohlson เพื่อหาความสัมพันธ์ของมูลค่าตลาดในส่วนของผู้ถือหุ้นกับมูลค่าสินทรัพย์รวมของกิจการ โดยแยกออกเป็น 2 ตัวแปรอิสระที่เป็นตัวแปรอธิบาย คือ สินทรัพย์ทั้งหมดที่ไม่รวมค่าความนิยมและค่าความนิยมของกิจการ ภายใต้สมมติฐาน 2 ข้อ คือ (1) ตลาดทุนจะให้ความสำคัญกับค่าความนิยมที่รายงานและมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการหรือไม่ และ (2) ค่าความนิยมนั้นจะมีนัยสำคัญต่อตลาดทุนที่ไม่แตกต่างจากสินทรัพย์ประเภทอื่น ๆ ของกิจการ

ผลการวิจัยพบว่า ค่าความนิยมความสัมพันธ์เชิงบวกตามนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่าของกิจการ ณ ช่วงเวลานั้น แต่ไม่ได้มีความสำคัญมากนักเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ประเภทอื่น ๆ ดังนั้น McCarthy และ Schneider จึงเสนอแนะต่อไปว่าตลาดทุนควรเล็งเห็นความสำคัญในมูลค่าของ

ค่าความนิยมที่นำมาแสดงไว้เช่นเดียวกับสินทรัพย์ตัวอื่น ๆ เพื่อนำค่าความนิยมดังกล่าวมาประเมินถึงมูลค่าตลาดของกิจการได้อย่างถูกต้องยิ่งขึ้น

Jennings et al. (1996) ได้ทำการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ของมูลค่าตามบัญชีของค่าความนิยมกับมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการที่เกิดจากการรวมธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงปี ค. ศ. 1982 - 1988 จำนวน 259 บริษัท โดยกล่าวถึงความสำคัญของค่าความนิยมว่าเป็นมูลค่าที่แสดงถึงผลประโยชน์ (กำไร) ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคตและควรนำเสนอไว้ในงบดุลด้วยมูลค่าที่เหมาะสม งานวิจัยของ Jennings et al. ครั้งนี้มีวัตถุประสงค์และลักษณะใกล้เคียงกับงานวิจัยของ McCarthy และ Schneider (1995) ข้างต้น ซึ่งทำการวิเคราะห์ผ่าน Market Model โดยแยกออกเป็น 2 วิธี ดังนี้

1) วิธีที่มีรากฐานมาจากงบดุล (*The Balance Sheet Issue*) ได้วิเคราะห์ถึงความมีนัยสำคัญของสินทรัพย์ที่ไม่รวมค่าความนิยมกับค่าความนิยมของกิจการว่ามีความสัมพันธ์กับมูลค่าหุ้นสามัญในตลาดหุ้นหรือไม่ โดยทำการควบคุมองค์ประกอบของสินทรัพย์สุทธิประเภทอื่น ๆ คือ ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น ในการวิเคราะห์ผ่านสมการถดถอยเชิงพหุ จากผลการวิจัยในวิธีนี้พบว่าค่าความนิยมกับส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญในตลาดหุ้นมีระดับความสัมพันธ์เชิงบวกกันอย่างมาก ซึ่งสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ตามมาตรฐานการบัญชีของสหรัฐอเมริกา (U.S. GAAP) ในขณะนั้น บ่งชี้ได้ว่านักลงทุนให้ความสำคัญต่อมูลค่าของค่าความนิยมที่นำเสนอ โดยเป็นสิ่งที่สะท้อนถึงผลประโยชน์เชิงเศรษฐกิจที่พวกเขาจะได้รับในอนาคต

2) วิธีที่มีรากฐานมาจากกำไรขาดทุน (*The Income Statement Issue*) เป็นการแยกการวิเคราะห์ขององค์ประกอบจากกำไรที่คาดหวังในอนาคต (*Expected Future Earnings*) ออกเป็น กำไรที่ไม่คาดหวังในอนาคตที่ไม่รวมส่วนของมูลค่าตัดจำหน่ายค่าความนิยมกับมูลค่าตัดจำหน่ายของค่าความนิยม (*Goodwill Amortization*) อีกทั้งยังระบุตัวแปรควบคุม คือ องค์ประกอบของกำไรทางบัญชีที่มีผลมาจากค่าเสื่อมราคาสินทรัพย์ถาวร (*Depreciation Expense*) ความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ (*Risk*) และการเติบโตขององค์ในอนาคต ซึ่งวัดได้จากการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนในส่วนของผู้ถือหุ้น (ΔROE) ผ่านการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุเช่นเดียวกัน ให้ผลการวิจัยว่ามูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญในตลาดไม่ความสัมพันธ์กับมูลค่าตัดจำหน่ายของค่าความนิยม เพราะมูลค่าตัดจำหน่ายของค่าความนิยมที่เกิดขึ้นในกลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่ไม่มีผลต่อมูลค่าของกิจการในตลาดหุ้น หากแต่มูลค่ากิจการดังกล่าวที่ลดลงนั้นเป็นผลมาจากการปรับลดของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (*Actual Rate*) มากกว่าอัตราที่กำหนดจำหน่ายของค่าความนิยมที่จะเกิดขึ้น ดังนั้นการเพิ่มหรือลดของมูลค่ากิจการ (*Equity Value*)

ส่วนหนึ่งมีผลมาจากความเชื่อมั่นของนักลงทุนจากความสามารถสร้างกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการและมูลค่าของค่าความนิยมซึ่งถือเป็นอีกหนึ่งทรัพยากรในมุมมองทางเศรษฐศาสตร์ก็ไม่ได้ลดลงไปตามมูลค่าที่ดัดจำหน่ายตามบัญชีออกไปในสายตาของนักลงทุน ณ เวลานั้น

2.4 ผลการดำเนินงานของกิจการ

วัตถุประสงค์หลักของในการดำเนินธุรกิจคือ การสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น (Stockholder Wealth Maximization) คือการพยายามสร้างกำไรสูงสุดภายใต้สภาพแวดล้อมในการดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ โดยรายงานผลการดำเนินงานผ่านงบการเงิน เพื่อให้ผู้ใช้งบการเงินนำข้อมูลที่ได้ไปใช้ในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจ เช่น ประกอบการลงทุน วิเคราะห์การให้สินเชื่อ ประเมินกระแสเงินสดในอนาคต ทราบฐานะทางการเงิน ผลการดำเนินงานของกิจการในรอบบัญชีที่ผ่านมา อีกทั้งยังสามารถประเมินการบริหารงานหรือความรับผิดชอบของผู้บริหารในการจัดสรรทรัพยากรของกิจการว่าเกิดประโยชน์อย่างคุ้มค่าหรือไม่

ในอดีตได้มีการศึกษาถึงเครื่องมือที่ใช้วัดผลการดำเนินงานอย่างหลากหลาย เพื่อใช้อธิบายถึงมูลค่าของกิจการ (Valuation of Firm) ผ่านการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการวัดผลการดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์ที่สามารถบ่งบอกถึงมูลค่าของกิจการได้ในตลาดทุน ซึ่งได้พบว่าข้อมูลกำไรสุทธิของกิจการเป็นข้อมูลทางบัญชีสำหรับวัดผลการดำเนินงานที่ผู้ใช้งบการเงินให้ความสำคัญมากที่สุดภายใต้เกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) ตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป มีการทดสอบว่ากำไรสุทธิในอดีตสามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรหรือกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตและสะท้อนมูลค่ากิจการผ่านราคาหลักทรัพย์ในตลาดทุนได้เป็นอย่างดี (Dechow, 1994; Sloan, 1996) ต่อมาได้มีการศึกษาถึงความมีคุณค่าของข้อมูลกำไร (Information Content of Earnings) และการวัดผลการดำเนินงานโดยแยกศึกษาตามองค์ประกอบของกำไรสุทธิ ซึ่งประกอบด้วยรายการคงค้าง (Accruals) และกระแสเงินสด (Cash Flows) กันอย่างแพร่หลาย

ต่อมาได้มีการศึกษาถึงคุณภาพของกำไรสุทธิ (Quality of Earnings) เพราะความไม่แน่ใจเกี่ยวกับความสามารถในสะท้อนกระแสเงินสดที่อยู่เบื้องหลังตัวเลขกำไร ที่มีผลจากรายการคงค้างที่ฝ่ายบริหารขององค์กรสามารถกำหนดนโยบาย หลักเกณฑ์ การประมาณการ ตามทางเลือกของมาตรฐานการบัญชี จึงส่งผลกระทบต่อกระแสเงินสดมีบทบาทเพิ่มขึ้นสำหรับการใช้วัดผลการดำเนินงาน (Sloan, 1996; Aboody, Barth และ Kasznik, 1999; Haw, Qi และ Wu, 2001; Teitel, 2001; Francis et al., 2003) เมื่อเป็นเช่นนี้ผู้วิจัยจึงขอเสนอการวัดผลการดำเนินงานทั้ง 2

ประเภทคือ กำไรทางบัญชีที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง และกระแสเงินสดที่เป็นตัววัดผลการดำเนินงานตามหลักเกณฑ์เงินสด ดังนี้

2.4.1 กำไรทางบัญชี

กำไรทางบัญชี หมายถึง ผลต่างระหว่างรายได้ที่เกิดขึ้นในงวดบัญชีกับต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้อง ซึ่งเป็นผลมาจาก (1) ข้อสมมติฐานมูลฐานทางการบัญชี ตามหลักการเกิดขึ้นของรายได้ หลักการราคาทุน หลักการจับคู่ค่าใช้จ่ายกับรายได้ และหลักกรอบเวลา (2) รายการและเหตุการณ์ทางบัญชีที่เกิดขึ้นแล้วในอดีต กำไรทางบัญชีจึงเกิดขึ้นจากเกณฑ์การจับคู่รายได้และค่าใช้จ่าย ซึ่งกำหนดให้กิจการรับรู้รายได้พร้อมกับค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากรายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีเดียวกัน (เมธากุล เกียรติกระจาย และศิลปพร ศรีจันเพชร, 2544) กำไรทางบัญชีดังกล่าวจึงเป็นการสรุปถึงผลการดำเนินงานในอดีตอีกประการหนึ่งตามเกณฑ์คงค้าง โดยกำไรสุทธิจะประกอบด้วย ผลรวมของกระแสเงินสดและการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิในงวดบัญชีนั้น ๆ ถือเป็นเครื่องชี้วัดที่ดีที่สุดขององค์กรต่อการกำหนดมูลค่ากิจการ ช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถประเมินผลการดำเนินงานของฝ่ายบริหาร (Value Relevant) ประมาณกระแสเงินสดหรือผลประโยชน์ที่จะได้รับในอนาคต ภายใต้ความไม่แน่นอนและความเสี่ยงที่องค์กรนั้น ๆ มีอยู่ แต่หากขาดความระมัดระวังในการเลือกจัดการกับหลักเกณฑ์การประมาณการตามรายการคงค้างต่าง ๆ ของฝ่ายบริหารแล้ว อาจส่งผลให้กำไรที่นำเสนออาจบิดเบือนไปจากความเป็นจริงหรือกำไรที่ได้ไม่มีคุณภาพเพียงพอ (สมพงษ์ พรอุปถัมภ์, 2547; Keiso, Weygandt และ Warfield, 2001; White, Sondhi และ Fried, 2003) เพราะตัวเลขกำไรใดก็ตามที่จำเป็นต้องอาศัยการประมาณที่ซับซ้อนกว่าจะได้มาซึ่งกระแสเงินสดจะถือว่ากำไรนั้นมีคุณภาพต่ำ (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2547ก)

งานวิจัยฉบับนี้ได้มุ่งเน้นที่จะศึกษาถึงกำไรที่ได้รับจากการดำเนินงานปกติอย่างแท้จริง กำไรทางบัญชีที่จะนำมาวิเคราะห์จึงไม่ควรรวมรายการที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน เช่น ดอกเบี้ยจ่าย เงินปันผล ภาษีอากร รวมถึงรายการปันส่วนต่าง ๆ จำพวกค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย ที่สามารถประมาณอายุการใช้งานหรือวิธีในการปันส่วน ได้ตามนโยบายการบัญชีที่ฝ่ายบริหารเป็นผู้กำหนด ผู้วิจัยจึงเลือกกำไรสุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization Expense: EBITDA) เพื่อใช้ในการวัดผลการดำเนินงานของกิจการตามงานวิจัยครั้งนี้

2.4.2 กระแสเงินสด

กระแสเงินสด หมายถึง การได้มาและใช้ไปของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด⁶ โดยกิจการจะจำแนกกระแสเงินสดที่เกิดขึ้นตามรอบระยะเวลาบัญชีออกเป็น 3 กิจกรรม คือ กิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงิน เพื่อนำมาจัดทำงบกระแสเงินสดตามมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 25 เรื่อง งบกระแสเงินสด และกำหนดให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต้องจัดทำ (นักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย, 2546) ซึ่งเป็นอีกหนึ่งเครื่องมือทางการเงิน ที่ผู้ใช้งบการเงินสามารถนำมาประเมินถึงสภาพคล่อง ความสามารถของกิจการในการก่อกระแสเงินสดสุทธิในอนาคต ความสามารถในการจ่ายเงินหนี้ เงินปันผล รวมถึงเหตุผลที่ทำให้กำไรสุทธิแตกต่างไปจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ฯลฯ ทำให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถเข้าใจถึงผลการดำเนินงานได้ในทันที (Understandability) เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ (Relevance) และยังให้ข้อมูลที่น่าเชื่อถือได้ (Reliability) ตามลักษณะเชิงคุณภาพของแม่บทการบัญชี ซึ่งแนวคิดนี้จะช่วยจัดปัญหาในการปันส่วนค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นกับการบัญชีตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) ที่อาจลาดเอียงไปตามดุลพินิจของฝ่ายบริหารในแต่ละกิจการ (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2543)

ในงานวิจัยฉบับนี้จะมุ่งเน้นศึกษาถึงกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Cash Flows from Operating Activities: CFO) เท่านั้น ซึ่งหมายถึง กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการ หรือจากกิจกรรมอื่นที่ไม่ใช่กิจกรรมลงทุนหรือกิจกรรมจัดหาเงิน มักเป็นผลมาจากรายการต่าง ๆ และเหตุการณ์อื่นที่เกิดขึ้นในการคำนวณกำไรสุทธิ เป็นเครื่องบ่งชี้ความสามารถของกิจการในการสร้างหรือบริหารกระแสเงินสดให้เพียงพอเพื่อจ่ายชำระเงินกู้ยืมในการดำเนินงานของกิจการ จ่ายปันผล หรือเพื่อการลงทุนใหม่ ๆ โดยไม่ต้องพึ่งพาการจัดหาแหล่งเงินภายนอกได้ กระแสเงินสดประเภทนี้จึงเปรียบได้กับกำไรสุทธิจากการดำเนินงานตามเกณฑ์คงค้าง (Accruals Basis) ปรับให้อยู่บนพื้นฐานของเกณฑ์เงินสด (Cash Basis) นั่นเอง (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2543)

2.4.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของกิจการ

Dechow (1994) ได้ทำการศึกษาถึงกำไรสุทธิทางบัญชีและกระแสเงินสด เพื่อใช้วัดผลการดำเนินงานของกิจการ ในบทบาทของการจัดทำบัญชีตามเกณฑ์คงค้าง (Accruals Basis)

⁶ รายการเทียบเท่าเงินสด หมายถึง เงินลงทุนระยะสั้นที่มีสภาพคล่องสูงซึ่งพร้อมที่จะเปลี่ยนเป็นเงินสดในจำนวนที่ทราบได้และมีความเสี่ยงต่อการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าน้อยหรือไม่มีนัยสำคัญ

โดยกล่าวว่ากำไรสุทธิเป็นข้อมูลทางบัญชีที่นักลงทุนให้ความสำคัญมากที่สุด แต่ด้วยข้อจำกัดตามหลักการรับรู้รายได้ (Revenue Recognition Principle) และหลักการจับคู่ความสัมพันธ์ของค่าใช้จ่าย (Matching Principle) ให้ตรงกับรายได้ที่รับรู้ในงวดบัญชีนั้น ๆ ส่งผลให้ข้อมูลของกำไรสุทธิไม่ทันต่อการตัดสินใจ (Timing Problems) ต่อนักลงทุน อีกทั้งความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetries) ระหว่างฝ่ายบริหารและผู้ใช้งบการเงิน รวมถึงนโยบายการบัญชีที่มาตรฐานการบัญชีกำหนดให้ฝ่ายบริหารสามารถเลือกใช้ได้ จึงเป็นช่องทางหนึ่งที่ทำให้ฝ่ายบริหารเลือกที่จะใช้นโยบายหรือข้อมูลที่เอื้อประโยชน์แก่ตนเองหรือองค์กรของตน ดังนั้นการวัดผลการดำเนินงานภายใต้กระแสเงินสดจึงเริ่มมีบทบาทมากขึ้น เพื่อถึงความเพียงพอของเงินสดว่าสามารถชดเชยภาระผูกพันของกิจการที่มีอยู่ได้หรือไม่ ด้วยเหตุนี้ Dechow จึงทำการศึกษากลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (NYSE) ช่วงปี ค.ศ. 1960 - 1989 ถึงตัววัดผลการดำเนินงานระหว่างกำไรสุทธิกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและกระแสเงินสดสุทธิ ว่าการวัดผลการดำเนินงานในลักษณะใดสามารถสะท้อนผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากัน ภายใต้กลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา แบ่งตามระยะเวลาในการสำรวจออกเป็น 3 กลุ่ม คือ สัปดาห์รายไตรมาส (Firm-Quarter) สัปดาห์รายปี (Firm-Year) และสำรวจรายสี่ปี (Firm-Four-Year)

จากผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและกระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในการประเมินผลระยะสั้น จึงควรนำกระแสเงินสดมาประเมินสภาพคล่องของการดำเนินงาน โดยถือเป็นอีกหนึ่งเครื่องมือของการวัดผลการดำเนินงานที่ผู้ใช้งบการเงินควรใส่ใจเพื่อใช้แก้ปัญหาของความทันต่อเวลาในการใช้ข้อมูลและการจับคู่ค่าใช้จ่ายกับรายได้ที่เกิดขึ้นในงวดบัญชี ส่วนกำไรสุทธิทางบัญชียังมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมากกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในระยะสั้นและระยะยาว โดยให้เหตุผลว่ากำไรสุทธิเป็นสิ่งที่สะท้อนถึงกิจกรรมการดำเนินงานในระยะยาวตามวงจรการดำเนินธุรกิจทั้งด้านความสามารถในการลงทุนต่อไปและจัดหาเงินเพื่อผลประโยชน์ที่ตามมาหรือการทำกำไรในอนาคตคืนสู่ผู้ลงทุน

Sloan (1996) ทำการศึกษาราคาหลักทรัพย์ที่มีผลกระทบมาจากรายการคงค้าง (Accruals) และกระแสเงินสด (Cash Flows) เพื่อใช้ในการพยากรณ์กำไรในอนาคต (Future Earnings) จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (NYSE) เช่นเดียวกัน จำนวน 40,679 บริษัท ในปี ค.ศ. 1993 ซึ่งนักลงทุนส่วนมากได้ดูเพียงตัวเลขกำไรสุทธิเพียงอย่างเดียวในการตัดสินใจ โดยไม่ได้คำนึงถึงองค์ประกอบของกำไรที่เกิดขึ้นจากระดับการเปลี่ยนแปลงรายการในเกณฑ์คงค้างและกระแสเงินสดที่มีผลทำให้เกิดความผิดพลาดต่อการลงทุนและผลตอบแทนที่คาดหวังไว้ Sloan จึงทำการพิสูจน์ภายใต้สมมติฐานว่าการใช้ข้อมูลจากผลการดำเนินงานด้วย

ตัวเลขกำไรสุทธิปัจจุบันจะส่งผลต่อราคาหุ้นในอนาคตหรือไม่ โดยแนะนำว่านักลงทุนควรลดระดับความสำคัญของเกณฑ์คงค้างและให้ความสำคัญกับกระแสเงินสดให้มากขึ้นผ่านการทดสอบและคำนึงถึงคุณภาพของกำไร (Quality of Earnings)

จากผลการวิจัยผ่านตัวแบบของ Sloan โดยควบคุมปัจจัยต่าง ๆ ที่จะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น ได้แก่ ขนาดองค์กร (Size) ค่าความเสี่ยง (Beta) อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book to Market Ratio) สินทรัพย์และหนี้สินหมุนเวียน (Current Assets and Current Liabilities) และค่าใช้จ่ายปันส่วนต่าง ๆ จากเกณฑ์คงค้าง (Depreciation and Amortization Expenses) ซึ่งพบว่า ราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตขององค์กร ผ่านรายการคงค้าง และกระแสเงินสดที่เป็นองค์ประกอบของกำไรในงวดปัจจุบัน แต่มิได้สะท้อนถึงการใช้อัตราส่วนจากองค์ประกอบทั้งสองประเภทอย่างเต็มที่ ถึงแม้ว่าตลาดหุ้นในสหรัฐอเมริกาเป็นตลาดหุ้นที่มีประสิทธิภาพ (Market Efficiency) ก็ตาม ผู้ใช้งบการเงินยังขาดความสนใจถึงแหล่งที่มาของตัวเลขกำไร ผลที่ตามมาจึงทำให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์เป็นไปอย่างไม่ถูกต้อง (Misprice Securities)

Aboudy, Barth และ Kasznik (1999) ได้ศึกษาถึงการประเมินมูลค่าของสินทรัพย์ถาวรใหม่ (Revaluation) กับผลการดำเนินงานที่จะเปลี่ยนแปลงไปของกิจการในอนาคต จากบริษัทในสหราชอาณาจักร ตั้งแต่ปี ค. ศ. 1983 - 1995 จำนวนตัวอย่าง 6,633 แห่ง ด้วยเหตุผลว่าสินทรัพย์ถาวรถูกบันทึกด้วยราคาทุนเดิม (Historical Cost) ในอดีต ซึ่งควรประเมินมูลค่าของสินทรัพย์ถาวรใหม่ให้มีราคาทุนเป็นมูลค่ายุติธรรม (Fair Cost) เพื่อให้สามารถสะท้อนถึงมูลค่าสินทรัพย์ที่แท้จริงซึ่งมีความสัมพันธ์กับมูลค่าหลักทรัพย์และผลตอบแทนของกิจการ ศึกษาผ่านตัวแบบ Market & Return ซึ่งการศึกษาคือความสัมพันธ์ดังกล่าวจะนำไปสู่การคาดการณ์ถึงผลตอบแทนของกิจการในอนาคตของนักลงทุนและการนำข้อมูลไปใช้ในการตัดสินใจทางการเงินของกิจการ ภายใต้สมมติฐานว่าการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าสินทรัพย์ถาวรนี้จะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงไปผลดำเนินงานของธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยผลการดำเนินงานของกิจการในอนาคตจะวัดด้วยการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย ($\Delta OPINC$) และการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (ΔCFO) เป็นระยะเวลา 3 ปี ภายหลังจากการประเมินมูลค่าหรือเปลี่ยนแปลงราคาสินทรัพย์ถาวรใหม่

จากผลการวิจัยผ่านสมการถดถอยเชิงพหุพบว่า การเปลี่ยนแปลงมูลค่าสินทรัพย์ถาวรนั้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าหลักทรัพย์ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานของกิจการในอนาคต ทั้งการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อม

ราคาและค่าตัดจำหน่าย และการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ตลอดทั้ง 3 ปี ภายหลังจากประเมินแบบตัดขวาง (Cross - Listed Firms) โดยมีการควบคุมตัวแปรที่จะส่งผลกระทบต่อการทำงานของกิจการ คือ ค่าความเสี่ยงของกิจการ (Risk) อัตราการเติบโต (Growth) และขนาดของกิจการ (Size)

Haw, Qi และ Wu (2001) ศึกษาถึงลักษณะข้อมูลจากเกณฑ์คงค้างและกระแสเงินสดที่เปิดเผยไว้ในตลาดทุนประเทศจีน ทดสอบถึงการมีคุณค่าส่วนเพิ่มของข้อมูล (Incremental Information Content) กำไร (Earnings) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Operating Cash Flows) และรายการคงค้าง (Accruals) ตามตัวแบบของ Jones ซึ่งกำหนดให้เป็นตัวแปรอิสระและทำการเปรียบเทียบคุณค่าของข้อมูลระหว่างกำไรและองค์ประกอบของกำไรดังกล่าวว่ามีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เป็นตัวแปรตามได้หรือไม่ ผ่านการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุภายหลังจากเก็บข้อมูลจำนวน 1,516 บริษัทจากตลาดทุนของประเทศจีน ช่วงปี ค. ศ. 1995 - 1998 โดย Haw et al. ต้องการสื่อให้เห็นถึงความแตกต่างจากงานวิจัยในอดีตที่มักศึกษาในประเทศที่มีการพัฒนาตลาดทุนอย่างสมบูรณ์อย่างในสหรัฐอเมริกาหรือสหราชอาณาจักร แต่ในด้านของลักษณะเฉพาะทางสภาพแวดล้อมของการริเริ่มพัฒนาตลาดทุนในประเทศจีนและมาตรฐานการบัญชีในประเทศจีนได้อ้างอิงตามมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (IAS) เป็นหลักแล้ว การแข่งขันทางธุรกิจและการใช้ประโยชน์จากข้อมูลของผู้ใช้งบการเงินที่ยังไม่สมบูรณ์เพียงพอ อาจมีผลที่ได้แตกต่างกัน

ผลการวิจัยพบว่า กำไรสุทธิ และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน สามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อปีได้ 5.8% และ 0.3% ตามลำดับ รายการคงค้างมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากกว่ากระแสเงินสด ดังนั้นกำไรสุทธิตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) นำไปใช้ในการพยากรณ์ผลตอบแทนในอนาคตได้ดีกว่ากระแสเงินสดสำหรับตลาดทุนที่กำลังพัฒนาอย่างประเทศจีน การลงทุนส่วนใหญ่มาจากนักลงทุนภายในประเทศ ภายใต้อะไรที่ระบียบข้อจำกัดที่เคร่งครัดและยังไม่มีทางเลือกให้ปฏิบัติมากนักภายใต้มาตรฐานการบัญชีของจีน (People's Republic of China Accounting Standard: PRC - GAAP) โอกาสที่บริษัทจะบริหารจัดการกับตัวเลขทางกำไร (Earnings Management) จึงมีน้อย นักลงทุนสามารถยึดกำไรสุทธิเป็นหลักในการคาดหวังผลตอบแทนจากการลงทุนได้

Francis, Schipper และ Vincent (2003) ทำการวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของการมีคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่มของกำไร (Incremental of Earnings) ประกอบด้วย กำไรสุทธิ (Earnings) กำไรสุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) และตัววัดผลการดำเนินงานอื่นที่นอกเหนือจากกำไร (Non-GAAP

Metrics) เช่น ต้นทุนต่อที่นั่งของผู้โดยสารของสายการบิน มูลค่าการสั่งซื้อสินค้าสำรองไว้ในคลังของบริษัทที่เทียบเท่ากับก่อสร้าง ฯลฯ กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Returns) จากบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกาจำนวน 16 อุตสาหกรรม คิดเป็น 6,099 ตัวอย่าง ระหว่างปี ค.ศ. 1990 - 2000

จากการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ พบว่าการวัดผลการดำเนินงานตามหลักการบัญชีที่รับรองโดยทั่วไป (GAAP) นั้นส่งผลดีต่อการตัดสินใจของนักลงทุนทั้งสิ้น ทั้งในภาพรวมของทุก ๆ อุตสาหกรรม กำไรสุทธิสามารถสะท้อนผลการดำเนินงานที่ดีกว่ากำไรสุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายสะสม (EBITDA) กระแสเงินสด (CFO) และตัววัดผลการดำเนินงานที่มีไม่กำไรสุทธิ (Non-GAAP Metrics) แต่ในบางอุตสาหกรรมอาจต้องพิจารณาและให้น้ำหนักหรือความสำคัญกับกระแสเงินสด และกำไรสุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายสะสมมากกว่ากำไรสุทธิเพราะมีนัยสำคัญทางสถิติตามผลการวิเคราะห์ที่มากกว่า ส่วนการจัดทำข้อมูลที่มีตัวเลขทางบัญชีเพื่อใช้วัดการดำเนินงานขององค์กรและประกอบการตัดสินใจให้นักลงทุนได้ทราบ ถือเป็นสิ่งที่ดียิ่งแต่องค์กรต้องพิจารณาถึงความเหมาะสมและต้นทุนในการจัดทำเพื่อนำเสนอข้อมูลที่ไม่ได้กำหนดไว้ตามหลักการบัญชีที่รับรองโดยทั่วไป (GAAP) นั้นด้วย

2.5 งานวิจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง

Henning, Lewis และ Shaw (2000) ได้ศึกษาถึงมูลค่าขององค์ประกอบของค่าความนิยมที่เกิดจากการซื้อธุรกิจกับความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์ (Market Price) และผลตอบแทน (Returns) จากกลุ่มตัวอย่างของฐานข้อมูล Compustat จำนวน 1,578 บริษัท ในระยะเวลาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1990 - 1994 ซึ่งองค์ประกอบของค่าความนิยมนั้นจะยึดตามมาตรฐานข้อตกลงของมาตรฐานความคิดเห็นฉบับที่ 16 (APB Opinion No. 16) ที่ได้ทำการแบ่งออกเป็น 6 องค์ประกอบ แต่ Henning ได้ทำการจัดกลุ่มองค์ประกอบของค่าความนิยมใหม่เพื่อสะดวกต่อการวิเคราะห์และคำนวณแยกเป็น 4 ตัวแปรอธิบาย ได้ดังนี้

- 1) ส่วนเกินที่ขึ้นระหว่างมูลค่ายุติธรรมกับมูลค่าตามบัญชีของกิจการของผู้ถูกซื้อ (Write-up of the target firm's assets)
- 2) มูลค่ากิจการของผู้ถูกซื้อเพื่อการดำเนินงานอย่างต่อเนื่อง (Going Concern)
- 3) อัตราผลตอบแทนเกินปกติของกิจการผู้ถูกซื้อก่อนวันรวมกิจการ (Synergy)
- 4) ส่วนที่เหลือจากมูลค่าค่าความนิยมที่เกิดขึ้นของกิจการผู้ถูกซื้อ (Residual)

รวมถึงได้กำหนด มูลค่าตามบัญชีของหุ้น มูลค่ายอดรวมของค่าความนิยมและหนี้สินรวมเป็นตัวแปรควบคุม เพื่อใช้จัดความแตกต่างของข้อมูลในแต่ละกิจการที่จะนำมาวิเคราะห์ให้ผลลัพธ์สามารถเปรียบเทียบกันได้

จากผลการวิจัยพบว่า องค์ประกอบของค่าความนิยม คือ มูลค่ากิจการผู้ถูกซื้อ (Going Concern) อัตราผลตอบแทนเกินปกติของผู้ถูกซื้อ (Synergy) ที่มีนัยสำคัญทางสถิติมากที่สุด โดยมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ และผลตอบแทนของกิจการภายหลังการรวมธุรกิจ แต่มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อส่วนที่เหลือจากมูลค่าของค่าความนิยมที่เกิดขึ้น (Residual) เนื่องจากนักลงทุนคาดการณ์ถึงผลตอบแทนส่วนเกินที่จะได้รับภายหลังจากการซื้อหรือรวมธุรกิจไปแล้ว มูลค่าของส่วนที่เหลือ (Residual) ในค่าความนิยมจึงไม่มีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุน

Ghosh (2001) ได้ศึกษาเรื่องการพัฒนาประสิทธิภาพในการดำเนินธุรกิจภายหลังจากการควบรวมกิจการ จากฐานข้อมูลรายชื่อบริษัทที่ทำการควบรวมและซื้อกิจการ (Mergers and Acquisitions Lists: M&A) ในปี ค.ศ.1981 - 1995 โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างจำนวน 315 กิจการออกเป็น 3 แบบ ดังนี้

1) แบ่งตามลักษณะการรวมธุรกิจ จัดได้ 3 กลุ่ม คือ การซื้อโดยใช้เงินสด (Cash Acquisition) การซื้อโดยใช้หุ้นทุน (Stock Acquisition) และการแบบผสมทั้งเงินสดและหุ้นทุน (Mixed Acquisition)

2) แบ่งตามลักษณะความยินยอมของผู้ถูกซื้อธุรกิจ ได้เป็น 2 กลุ่ม คือ การรวมแบบบังคับ (Opposed) และ การรวมแบบสมัครใจ (Friendly)

3) แบ่งตามความสัมพันธ์ระหว่างผู้ซื้อธุรกิจและผู้ถูกซื้อ ได้เป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มที่ความสัมพันธ์กับผู้ซื้อธุรกิจ (Related) และกลุ่มที่ไม่มีความสัมพันธ์ (Non-related)

การศึกษผ่านการแบ่งกลุ่มดังกล่าวทั้ง 3 แบบ โดยทำการวัดประสิทธิภาพของกิจการด้วยการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (ΔCFO) ซึ่งแยกส่วนประกอบออกเป็น การเติบโตของยอดขาย ($\Delta Sales Growth$) และการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน ($\Delta Expenses$) เปรียบเทียบระหว่างก่อนและหลังการรวมกิจการ ภายใต้สมมติฐานว่า ภายหลังการรวมกิจการนั้นจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของการดำเนินงาน โดยมีการเพิ่มกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้หรือไม่

ผลการวิจัยพบว่ากระแสเงินสดมีระดับการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในแต่ละอุตสาหกรรม ซึ่งบอกได้ถึงควมมีประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ภายหลังการรวมธุรกิจโดยการเพิ่มขึ้นของกระแสเงินสดเกิดจากการเติบโตของยอดขายมากกว่า

การลดต้นทุนในการดำเนินงาน และมีความสัมพันธ์กับการแบ่งตามลักษณะการซื้อธุรกิจแบบใช้เงินสด (Cash Acquisition) มากที่สุด แต่ในทางตรงกันข้ามกระแสเงินสดจะลดลงสำหรับการซื้อกิจการด้วยหุ้น (Stock Acquisition) การควบรวมแบบสมัครใจ (Friendly) เพราะเป็นการรวมเพื่อก่อให้เกิดผลประโยชน์ในด้านอื่น ๆ มากกว่า เช่น การรวมเพื่อพัฒนากลยุทธ์ในการบริหารจัดการ ขยายช่องทางทางการค้า นั้น นอกจากนี้ Ghosh ได้เสนอแนะว่ากิจการที่ถูกซื้อจะไม่น่าไปถึงกำไรที่ได้จากผลพหุ (Synergistic Gain) ของการรวมธุรกิจเท่าใดนัก เพราะปัจจุบันได้มีมาตรการในเรื่องบรรษัทภิบาล (Corporate Governance) มาช่วยในการประเมินและรักษาประสิทธิภาพของธุรกิจเอาไว้

Teitel (2001) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของส่วนเกินที่เกิดจากการรวมธุรกิจ (Acquisition Premium) กับมูลค่าตลาด (Market Value) และผลการดำเนินงานในอนาคต (Future Firm Performance) ของกลุ่มตัวอย่างที่มีการรวมธุรกิจในช่วงปี ค. ศ. 1987 - 1997 จำนวน 871 บริษัท การศึกษาจะเปรียบเทียบกันระหว่างกลุ่มตัวอย่างที่ใช้การซื้อธุรกิจแบบวิธีการซื้อธุรกิจ (Purchase Method) และวิธีรวมส่วนได้เสีย (Pooling of Interests Method) ภายใต้สมมติฐานว่า กลุ่มที่ใช้วิธีบันทึกบัญชีแบบการซื้อธุรกิจนั้นจะมีมูลค่าตลาดและผลการดำเนินงานในอนาคตดีกว่ากลุ่มที่ใช้วิธีการบันทึกบัญชีแบบรวมส่วนได้เสีย ส่วนเกินที่เกิดขึ้นจากการรวมธุรกิจซึ่งเป็นตัวแปรอิสระจะทำการแยกผ่านองค์ประกอบของค่าความนิยมที่ถือได้ว่าเป็นส่วนเกินที่เกิดขึ้นจากการรวมธุรกิจ เช่นเดียวกันตามมาตรฐานความคิดเห็นฉบับที่ 16 (APB Opinion No. 16) ที่ได้ประกาศเอาไว้ 6 องค์ประกอบ โดยจัดกลุ่มองค์ประกอบของค่าความนิยมขึ้นใหม่ เป็น 3 ตัวแปรอิสระ คือ

- 1) ส่วนเกินที่ขึ้นระหว่างมูลค่ายุติธรรมกับมูลค่าตามบัญชีของกิจการของผู้ถูกซื้อ (Write-up of target firm's assets and going concern)
- 2) อัตราผลตอบแทนเกินปกติของกิจการของผู้ถูกซื้อ (Synergy)
- 3) ส่วนที่เหลือจากมูลค่าของค่าความนิยมที่เกิดขึ้น ของกิจการผู้ถูกซื้อ (Residual)

การทดสอบผ่านการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ ซึ่งกำหนดตัวแปรควบคุมที่ประกอบด้วย อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Market per Book Ratio) มูลค่าตลาด ณ ปีที่ซื้อ (Market Value) ลักษณะอุตสาหกรรม (Type of Industry) และอัตราส่วนหนี้รวมสินต่อสินทรัพย์รวม (Leverage)

ผลการวิจัย คือ วิธีบันทึกบัญชีตามวิธีซื้อกิจการสามารถสะท้อนถึงราคาหุ้นและผลการดำเนินงานของกิจการในอนาคตซึ่งเป็นตัวแปรตามได้ดีกว่าการบันทึกบัญชีตามวิธีรวมส่วนได้เสีย

และอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของกิจการผู้ถูกซื้อ (Synergy) จากส่วนเกินจากการซื้อธุรกิจตาม การแบ่งผ่านองค์ประกอบของค่าความนิยมนั้น ได้มีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานในอนาคต และกระแสเงินสดในอนาคต

ศิริดา นวลประดิษฐ์ (2547) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมที่เกิดจากการ รวมธุรกิจและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ. ศ. 2543 - 2546 จากกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 208 ข้อมูล โดยแบ่งศึกษาออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มที่มีค่าความนิยมมาก และกลุ่มที่มีค่าความนิยมน้อย แล้วนำมาศึกษาเปรียบเทียบ ภายใต้สมมติฐานว่าบริษัทที่มีค่าความนิยมมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรและกำไรส่วนเกินของกิจการ โดยที่บริษัทที่มีค่าความนิยมเป็นจำนวนมากย่อมมีความสามารถในการ ทำกำไรและกำไรส่วนเกินที่มากและในทางกลับกันบริษัทที่มีค่าความนิยมน้อยจะมีความสามารถ ในการทำกำไรและกำไรส่วนเกินของกิจการได้น้อย ซึ่งทำการวัดความสามารถในการทำกำไรของ บริษัทจากการคำนวณอัตราส่วนทางการเงิน ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนกำไรขั้นต้น อัตรา ผลตอบแทนจากการดำเนินงาน อัตราผลตอบแทนจากกำไรก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้ อัตราผลตอบแทนจากกำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนจากการ ลงทุน อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และกำไรส่วนเกินของบริษัท

ผลการวิจัยภายใต้การวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยแบบสองประชากรและ วิเคราะห์ความสัมพันธ์แบบใช้พารามิเตอร์ตามวิธี T - test ควบคู่ไปกับการไม่ใช้พารามิเตอร์ตาม วิธี Mann - Whitney U test ซึ่งให้ผลในลักษณะเดียวกันพบว่า กลุ่มที่มีค่าความนิยมมากก็จะมี นัยสำคัญทางสถิติมากกว่าเมื่อเทียบกับกลุ่มที่มีค่าความนิยมน้อยและค่าความนิยมมี ความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับความสามารถในการทำกำไรที่เป็นการวัดผลการดำเนินงาน ตามปกติของกิจการ นั่นคือ อัตราผลตอบแทนกำไรขั้นต้น และอัตราผลตอบแทนจากการ ดำเนินงาน ส่วนความสามารถในการทำกำไรที่ได้จากอัตราส่วนทางการเงินซึ่งรวมถึงกิจกรรมอื่น ๆ นอกเหนือจากการดำเนินงานตามปกติ เช่น กำไร (ขาดทุน) จากการจำหน่ายสินทรัพย์ถาวร กำไร (ขาดทุน) จากการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ค่าตอบแทนกรรมการ ฯลฯ ไม่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับค่าความนิยม

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องดังกล่าว พบว่ามูลค่าของค่าความนิยมที่เกิดจาก การรวมกิจการนั้นเป็นส่วนต่างที่บริษัทผู้ซื้อยอมจ่ายเงินเพื่อให้ได้มาซึ่งการดำเนินงานที่มี ประสิทธิภาพจากการรวมธุรกิจตามทฤษฎีที่ว่าด้วยการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งการ ดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพนั้นจะส่งผลให้มูลค่าของกิจการดีขึ้นหลังจากการรวมกิจการ (อัญญา ชันธิวิทย์, 2540; Weston, Chung และ Hoag, 1990; Healy, Palepu และ Ruback, 1997;

Ghosh, 2001) เช่น การสะท้อนให้อยู่ในรูปของมูลค่าหลักทรัพย์ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Chauvin และ Hirschey, 1994; McCarthy และ Schneider, 1995; Jennings et al., 1996; Henning et al., 2000; Teital, 2001) การคาดการณ์ถึงผลประโยชน์ในอนาคตขององค์กรและ นักลงทุนที่จะได้รับภายหลังการรวมธุรกิจกัน อาจวัดอยู่ในรูปของ ความสามารถในการทำกำไร (ศิริดา นวลประดิษฐ์, 2547) กำไรหรือกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในอนาคต (Teital, 2001) โดยสิ่งเหล่านี้มีความสัมพันธ์กับมูลค่าค่าความนิยมในเชิงบวกทั้งสิ้น แต่ถึงอย่างไรก็ตาม งานวิจัยในอดีตเหล่านี้ยังไม่เป็นที่ประจักษ์ต่อกรณีศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึง เป็นประเด็นที่ควรศึกษาในครั้งนี้ถึงความสัมพันธ์ของค่าความนิยมที่สะท้อนผลประโยชน์ที่คาดว่าจะ ได้รับในอนาคตตามหลักทฤษฎีทางบัญชีที่ได้กล่าวเอาไว้ ซึ่งวัดให้อยู่ในรูปของการเปลี่ยนแปลง ของกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย และการ เปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่ถือว่าเป็นตัววัดผลการดำเนินงานที่ช่วยลดปัญหารายการคงค้างต่าง ๆ อันเกิดขึ้นจากดุลพินิจของฝ่ายบริหารและสามารถบ่งบอกได้ถึง สภาพคล่องขององค์กรได้อีกด้วย



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษถึงความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานและกระแสเงินสด ในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้มีซึ่งมีวิธีดำเนินการวิจัย โดยนำเสนอไว้ตามลำดับต่อไปนี้

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากร คือ บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ. ศ. 2543 - 2547 ทุกบริษัท ยกเว้น

- 1) กลุ่มธุรกิจการเงิน (Financials) ประกอบด้วย หมวดธนาคาร (Banking) หมวดเงินทุนและหลักทรัพย์ (Finance and Securities) และหมวดประกันชีวิต (Insurance)
- 2) บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ (Rehabilitation)

เนื่องจากกลุ่มบริษัทดังกล่าวมีข้อบ่งชี้ในการจัดทำและนำเสนองบการเงินที่แตกต่างไปจากบริษัทอื่น ๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือมีกิจกรรมทางการเงินและการดำเนินงานที่แตกต่างไปจากบริษัททั่วไป เพื่อให้กลุ่มตัวอย่างที่ถูกเลือกมาที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้สามารถสะท้อนคุณสมบัติความเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรมที่จะอ้างถึงประชากรในภาพรวมได้ ผู้วิจัยจึงไม่นำกลุ่มที่ทำการยกเว้นข้างต้นมารวมวิเคราะห์ ดังนั้นประชากรที่จะนำมาศึกษาจึงมีเพียง 7 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ

- 1) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Agro & Food Industry)
- 2) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products)
- 3) กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม (Industrials)
- 4) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property & Construction)
- 5) กลุ่มทรัพยากร (Resources)
- 6) กลุ่มบริการ (Services)
- 7) กลุ่มเทคโนโลยี (Technology)

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงปี พ. ศ. 2543 - 2547 จาก 7 กลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้น ซึ่งต้องมีเงื่อนไขดังนี้

1) มีการแสดงมูลค่าของค่าความนิยมที่ได้จากการรวมธุรกิจในอดีตหรืองวดปัจจุบันตามวิธีซื้อ (Purchase Method) โดยรายการค่าความนิยมนี้จะอาจจะแสดงไว้ในรายการซื้อ ส่วนเกินของเงินลงทุนที่สูงกว่ามูลค่าตามบัญชี ส่วนเกินมูลค่าตามบัญชีของเงินลงทุนในบริษัทย่อย ส่วนเกินของราคาหุ้นที่สูงกว่ามูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิ หรือในชื่ออื่นที่มีความหมายในลักษณะเดียวกัน และได้เปิดเผยไว้ในงบดุลหรือหมายเหตุประกอบงบการเงิน

2) ค่าความนิยมที่เกิดขึ้นจะต้องไม่เป็นค่าความนิยมติดลบ โดยค่าความนิยมที่ศึกษาจะต้องเป็นผลต่างของมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิที่ระบุได้ในส่วนที่เป็นของผู้ซื้อสูงกว่าต้นทุนการซื้อธุรกิจตามมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 43 เรื่อง การรวมธุรกิจเท่านั้น ได้ระบุไว้ว่าค่าความนิยมติดลบจากการรวมธุรกิจส่วนที่มีความสัมพันธ์กับผลขาดทุนและค่าใช้จ่ายในอนาคตจะเป็นผลขาดทุนและค่าใช้จ่ายที่ผู้ซื้อคาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคตโดยวัดมูลค่าได้อย่างน่าเชื่อถือและต้องระบุอยู่ในแผนการซื้อธุรกิจของผู้ซื้อ ซึ่งไม่ใช่หนี้สินที่สามารถระบุได้ ณ วันซื้อกิจการ เช่น การซื้อธุรกิจที่มีคดีผูกพันฟ้องร้องในศาล การถูกประเมินภาษีย้อนหลัง โดยรับรู้ค่าความนิยมติดลบนี้เป็นสินทรัพย์ด้านเครดิต หรือรายได้รอตัดบัญชี (Deferred Credit) และตัดจำหน่ายเป็นรายได้ ณ งวดที่เกิดผลขาดทุนหรือค่าใช้จ่ายดังกล่าวขึ้น (อัญญา ชันธวิทย์, 2540; สุวิมล เหลืองประเสริฐ, 2544) ค่าความนิยมติดลบที่เกิดขึ้นถือเป็นการยอมรับความเสี่ยงของผลขาดทุนหรือค่าใช้จ่ายในอนาคตของกิจการที่ซื้อมาไว้ล่วงหน้า ซึ่งสิ่งเหล่านี้มิได้เกิดขึ้นจากการดำเนินงานตามกิจกรรมหลักของการดำเนินงานในทุก ๆ งวดบัญชี จึงไม่น่ามารวมเป็นกลุ่มตัวอย่างเพื่อใช้ในการศึกษา

ผู้วิจัยได้ตรวจสอบข้อมูลเบื้องต้นของประชากรที่จะใช้ในการศึกษาและทำการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างตามเงื่อนไขดังกล่าว โดยมีจำนวนตามที่แสดงไว้ในตารางที่ 2

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 2 จำนวนข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่แสดงรายการค่าความนิยมไว้ในงบการเงิน

ปีของข้อมูลค่าความนิยมที่ใช้ศึกษา	จำนวนกลุ่มตัวอย่าง (ข้อมูล)
ปี 2543	55
ปี 2544	52
ปี 2545	55
ปี 2546	62
รวม	224

รายชื่อของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ปรากฏมูลค่าของค่าความนิยมไว้ในงบการเงินและเลือกมาใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยฉบับนี้ได้นำเสนอไว้ในภาคผนวก ข

3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

การวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น ได้รวบรวมข้อมูลค่าความนิยม (Goodwill) ข้อมูลทางการเงินที่เกี่ยวข้อง เช่น มูลค่าสินทรัพย์รวม (Total Assets) มูลค่าหนี้สินรวม (Total Liabilities) มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Book Value Per Share) ตลอดจนผลการดำเนินงานที่อยู่ในรูปของกำไร (ขาดทุน) สุทธิ ก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization Expense: EBITDA) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Cash Flows from Operating Activities: CFO) เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บข้อมูลเหล่านี้คืองบการเงินที่ถูกจัดทำและนำเสนอต่อสาธารณชนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนราคาหลักทรัพย์ต่อหุ้น (Market Value Per Share) ประเภทและหมวดอุตสาหกรรม (Types of Industry) เก็บจากฐานข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นอกจากการรวบรวมข้อมูลดังกล่าวเพื่อใช้ในการประมวลผลแล้ว ผู้วิจัยยังได้ทบทวนวารสาร งานวิจัยในอดีต ตำราทางวิชาการ บทความจากสื่ออิเล็กทรอนิกส์ เพื่อเพิ่มเติมงานวิจัยให้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยฉบับนี้ได้รวบรวมข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ (Secondary Data) ส่วนใหญ่ คือ ข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในรูปแบบของสื่ออิเล็กทรอนิกส์จาก SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) โดยเก็บข้อมูลที่จำเป็นต้องศึกษาจากงบการเงิน (Financial Statements) และข้อมูล Highlight ของบริษัทที่แสดงถึงราคาหลักทรัพย์ของแต่ละบริษัท ณ วันสิ้นงวดบัญชีในปีนั้น ๆ ส่วนรายละเอียดอื่นที่ใช้ประกอบงานวิจัยให้สมบูรณ์ยิ่งขึ้น เช่น หลักการและทฤษฎี งานวิจัยในอดีต บทความที่เกี่ยวข้องกับค่าความนิยม และผลการดำเนินงาน ฯลฯ ได้เก็บรวบรวมจาก ตำราทางวิชาการ บทความ วารสาร รวมทั้งสื่อต่าง ๆ ทางอิเล็กทรอนิกส์

ส่วนต่อไปจะนำเสนอถึงที่มาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาจากการทบทวนงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้อง โดยแสดงไว้ในตารางที่ 3 ดังนี้



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 3 สรุปแหล่งที่มาของตัวแปรจากการศึกษาในอดีต

ผู้วิจัยในอดีต (ชื่องานวิจัย)	ตัวแปรที่ใช้จากงานวิจัยอดีต									
	GW	MKT/ BOOK	LEVER	INDUS	SIZE	NI	EBITDA	Δ EBITDA	CFO	Δ CFO
Chauvin และ Hirschey (1994) (Goodwill, Profitability, and the Market Value of the Firm)	✓*		✓*	✓*	✓*	✓**				
Dechow (1994) (Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals)						✓*			✓*	
McCarthy และ Schneider (1995) (Market Perception of Goodwill: Some Empirical Evidence)	✓*			✓*		✓**				
Jennings et al. (1996) (The Relation Between Accounting Goodwill Numbers and Equity Values)	✓*				✓*					

โดยที่ * คือ มีบทบาทเป็นตัวแปรอิสระ (X) ** คือ มีบทบาทเป็นตัวแปรตาม (Y) และช่องว่างคือ ตัวแปรที่นำมาศึกษาในครั้งนี้

ตัวแปร: GW = ค่าความนิยมสุทธิ MKT/BOOK = อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี

LEVER = อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ INDUS = ประเภทอุตสาหกรรม

SIZE = ขนาดของกิจการ NI = กำไรสุทธิ

(Δ)EBITDA = (การเปลี่ยนแปลง) กำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย

(Δ)CFO = (การเปลี่ยนแปลง) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

ตารางที่ 3 (ต่อ) สรุปแหล่งที่มาของตัวแปรจากการศึกษาในอดีต

ผู้วิจัยในอดีต (ชื่องานวิจัย)	ตัวแปรที่ใช้จากงานวิจัยอดีต									
	GW	MKT/ BOOK	LEVER	INDUS	SIZE	NI	EBITDA	Δ EBITDA	CFO	Δ CFO
Sloan (1996) (Do Stock Price Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?)			✓*		✓*	✓*			✓*	
Aboody, Barth และ Kasznik (1999) (Revaluations of Fixed Assets and Future Firm Performance: Evidence from the UK)		✓*	✓*	✓*	✓*	✓**	✓**	✓**	✓**	✓**
Henning, Lewis และ Shaw (2000) (Valuation of the Components of Purchased Goodwill)	✓*				✓*					
Ghosh (2001) (Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions?)									✓*	✓**

โดยที่ * คือมีบทบาทเป็นตัวแปรอิสระ (X) ** คือ มีบทบาทเป็นตัวแปรตาม (Y) และช่องว่างคือ ตัวแปรที่นำมาศึกษาในครั้งนี้

ตัวแปร: GW = ค่าความนิยมสุทธิ MKT/BOOK = อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี
 LEVER = อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ INDUS = ประเภทอุตสาหกรรม
 SIZE = ขนาดของกิจการ NI = กำไรสุทธิ
 (Δ) EBITDA = (การเปลี่ยนแปลง) กำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย
 (Δ) CFO = (การเปลี่ยนแปลง) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

ตารางที่ 3 (ต่อ) สรุปแหล่งที่มาของตัวแปรจากการศึกษาในอดีต

ผู้วิจัยในอดีต (ชื่องานวิจัย)	ตัวแปรที่ใช้จากงานวิจัยอดีต									
	GW	MKT/ BOOK	LEVER	INDUS	SIZE	NI	EBITDA	Δ EBITDA	CFO	Δ CFO
Haw, Qi and Wu (2001) (The Nature of Information in Accruals and Cash Flows in an Emerging Capital Market: The Case of China)						✓*			✓*	
Teitel (2001) (The Association of Acquisition Premium with Market Value and Future Firm Operating Performance)	✓*	✓*	✓*	✓*	✓*		✓**	✓**	✓**	✓**
Francis, Schipper และ Vincent (2003) (The Relative and Incremental Explanatory Power of Earnings and Alternative (to Earnings) Performance Measures for Returns)						✓*	✓*	✓*	✓*	✓*
ศิริดา นวลประดิษฐ์ (2547) (ความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมที่เกิดจากการรวมธุรกิจและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดฯ ประเทศไทย)	✓*									

โดยที่ * คือ มีบทบาทเป็นตัวแปรอิสระ (X) ** คือ มีบทบาทเป็นตัวแปรตาม (Y) และช่องว่างคือ ตัวแปรที่นำมาศึกษาในครั้งนี้

ตัวแปร: GW = ค่าความนิยมสุทธิ

MKT/BOOK = อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี

LEVER = อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้

INDUS = ประเภทอุตสาหกรรม

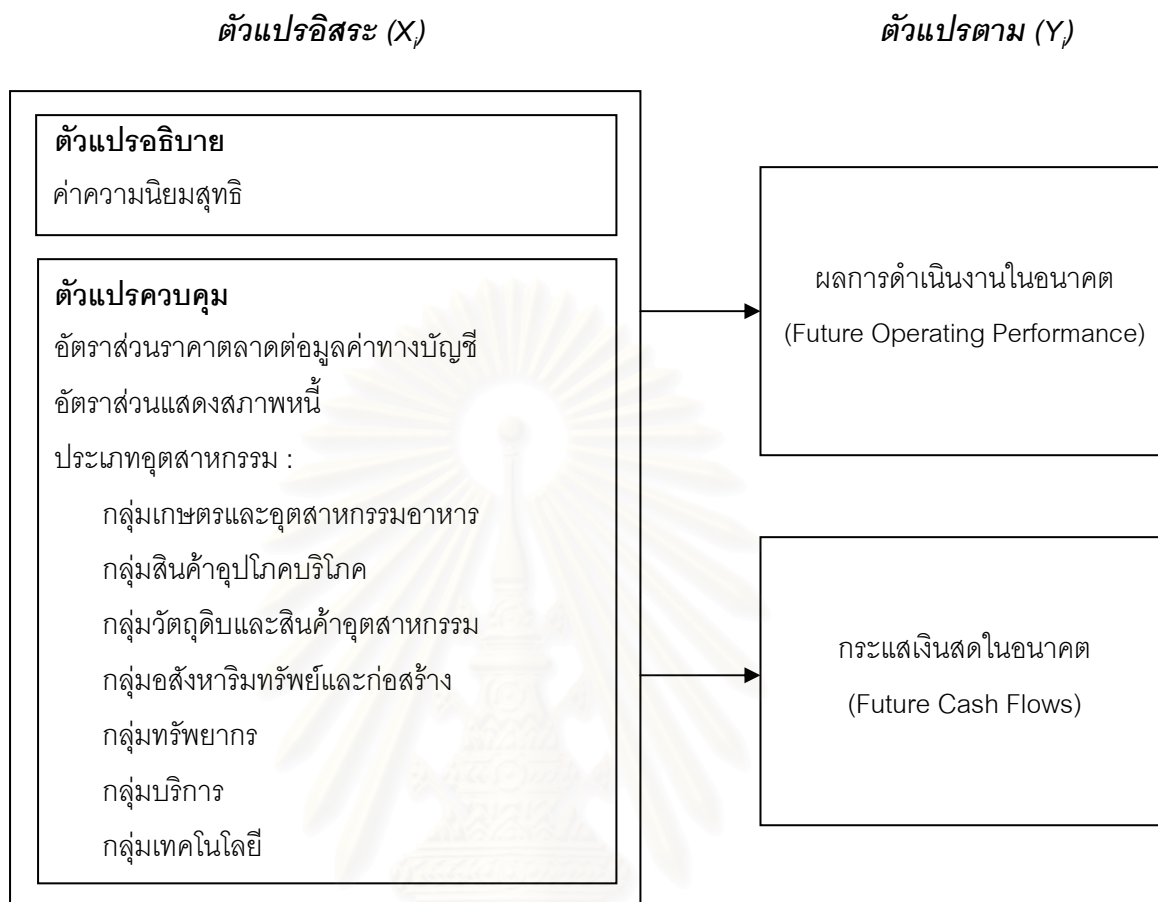
SIZE = ขนาดของกิจการ

NI = กำไรสุทธิ

Δ EBITDA = (การเปลี่ยนแปลง) กำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย

Δ CFO = (การเปลี่ยนแปลง) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

3.4 กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 2 กรอบแนวคิดในการวิจัย (Conceptual Framework)

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เกิดขึ้นจากการทบทวนวรรณกรรมจากตำราวิชาการ บทความในอดีตและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในตารางที่ 3 ของค่าความนิยมและรูปแบบการวัดผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งพบว่าค่าความนิยมที่เกิดขึ้น ณ วันซื้อธุรกิจ เกิดจากต้นทุนที่จ่ายไปมากกว่าสินทรัพย์สุทธิที่ได้ เนื่องจากผู้ซื้อคาดหวังถึงผลประโยชน์เชิงเศรษฐกิจที่จะได้รับในอนาคต อาจวัดอยู่ในรูปของ ราคาหลักทรัพย์ และผลตอบแทนหลักทรัพย์ (McCarthy และ Schnerider, 1995; Jennings et al., 1996; Henning, Lewis และ Shaw, 2000; Teitel, 2001) กำไรสุทธิ (Chauvin และ Hirschey, 1994) ความสามารถในการทำกำไรหรือกำไรเกินปกติเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรมเดียวกัน (ศิริดา นวลประดิษฐ์, 2547) การเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดภายหลังจากการรวมกิจการ (Ghosh, 2001; Teitel, 2001) โดยสิ่งเหล่านี้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าความนิยมและสามารถสะท้อนถึงมูลค่าองค์กรที่จะเกิดขึ้นภายในอนาคตได้อีกด้วย จึงกำหนดค่าความนิยมเป็นตัวแปรอิสระเพื่อใช้อธิบายถึงผลการดำเนินงานของกิจการในอนาคต

ผู้วิจัยได้กำหนดตัวแปรควบคุมซึ่งถือได้ว่าเป็นอีกหนึ่งตัวแปรอิสระที่อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการเช่นกัน ประกอบด้วย อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Market to Book Ratio: MKT/BOOK) อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ (Leverage Ratio: LEVER) และประเภทอุตสาหกรรม (Types of Industry: INDUS) ได้มีความแตกต่างกันในแต่ละกิจการที่เลือกมาเป็นกลุ่มตัวอย่างแต่ไม่เป็นประเด็นหลักในการวิจัยครั้งนี้ เพื่อให้ข้อมูลจากการประเมินผลสามารถเปรียบเทียบกันได้ในระหว่างกิจการหรืออุตสาหกรรมที่แตกต่างกันไปจึงต้องนำตัวแปรควบคุมดังกล่าวไปรวมในการวิเคราะห์ด้วย

สำหรับตัวแปรตามในงานวิจัยอดีตได้ใช้กำไรสุทธิเป็นการวัดถึงผลการดำเนินงานของกิจการเพราะเป็นข้อมูลทางบัญชีผู้ซึ่งการเงินให้ความสนใจเพื่อใช้ในการตัดสินใจ แต่กำไรสุทธิที่ได้นั้นถูกจัดทำภายใต้เกณฑ์คงค้างทางบัญชีที่อาจมีการตกแต่งบัญชี หรือบิดเบือนตัวเลขไปด้วยรายการทางบัญชีที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร สำหรับเงื่อนไขให้กับองค์กรหรือสร้างผลตอบแทนส่วนตัวของผู้บริหารเอง เช่น การตั้งสำรองค่าเผื่อต่าง ๆ ความสามารถในการเลือกปฏิบัตินโยบายบัญชีตามมาตรฐานการบัญชีที่ระบุไว้ให้ การขาดความระมัดระวังในการรับรู้รายได้และค่าใช้จ่ายอย่างสมเหตุสมผล เป็นต้น ทำให้กำไรที่ได้ไม่มีคุณภาพเพียงพอ (Dechow, 1994; Sloan, 1996) เพื่อป้องกันปัญหาดังกล่าวในงานวิจัยฉบับนี้จึงนำผลการดำเนินงานที่แสดงอยู่ในรูปของกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ซึ่งถือว่าเป็นผลจากการดำเนินงานจากกิจกรรมหลักขององค์กรตามเกณฑ์ คงค้าง (Accrual Basis) มาใช้เป็นตัวแปรตามในตัวแบบวิเคราะห์ที่ 1 และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) ที่สามารถบ่งบอกถึงสภาพคล่องได้และถือว่าเป็นกำไรจากการดำเนินงานที่ปรับให้อยู่ในรูปของเกณฑ์เงินสด (Cash Basis) (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2543) ให้เป็นตัวแปรตามในตัวแบบวิเคราะห์ที่ 2 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยอดีตในระยะหลัง ๆ ที่ได้นำตัวแปรดังกล่าวมาใช้สำหรับการวัดผลการดำเนินงานด้วยเช่นกัน (Aboody, Barth และ Kasznik 1999; Ghosh, 2001; Haw, Qi และ Wu, 2001; Teitel, 2001) โดยจัดให้อยู่ในรูปของการเปลี่ยนแปลงของกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Δ EBITDA) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Δ CFO) ซึ่งจะนำเสนอและอธิบายไว้ในลำดับถัดไป

ด้วยเหตุนี้จึงเป็นที่มาของกรอบแนวคิดในงานวิจัยที่ระบุถึงความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดในอนาคต โดยคาดว่าจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกตามสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้ กล่าวคือหากค่าความนิยมมีจำนวนมากก็จะสร้างผลการดำเนินงานที่ดีและสร้างกระแสเงินสดที่เพิ่มขึ้นให้กับกิจการเช่นเดียวกัน บ่งบอกถึงมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้นในอนาคต

ซึ่งผู้ซื้อยอมจ่ายเงินสูงกว่ามูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิโดยแสดงรายการไว้เป็นค่าความนิยม ณ วันซื้อกิจการนั่นเอง

3.5 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

3.5.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variables): Y_i

จากการทบทวนงานวรรณกรรมในอดีตพบว่า กำไรสุทธิเป็นข้อมูลทางบัญชีที่ผู้ใช้งบการเงินให้ความสำคัญมากที่สุดในการตัดสินใจ แต่ด้วยปัญหาของรายการคงค้าง (Accruals) ที่ขึ้นอยู่กับดุลพินิจของผู้บริหารทำให้สามารถปรับแต่งข้อมูลดังกล่าวเพื่อเอื้อประโยชน์ต่อองค์กรหรือตนเองได้ ดังนั้นข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสดของกิจการจึงเพิ่มบทบาทในการวัดผลการดำเนินงานมากยิ่งขึ้น (Dechow, 1994; Sloan, 1996) ในการวิจัยครั้งนี้จึงนำตัววัดผลการดำเนินงานที่เป็นกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization Expense: EBITDA) ซึ่งถือว่าเป็นกำไรที่เกิดจากการดำเนินงานตามปกติตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Cash Flows from Operating Activities: CFO) ซึ่งถือว่าเป็นการวัดผลการดำเนินงานตามเกณฑ์เงินสด (Cash Basis) แสดงให้อยู่ในรูปของ

Δ EBITDA คือ การเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานในอนาคตวัดโดยกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย ซึ่งคำนวณได้จากสมการดังนี้

$$\Delta \text{EBITDA}_{t+\tau} = \text{EBITDA}_{t+\tau} - \text{EBITDA}_t \quad (1)$$

Δ CFO คือ การเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมดำเนินงาน ซึ่งคำนวณได้จากสมการดังนี้

$$\Delta \text{CFO}_{t+\tau} = \text{CFO}_{t+\tau} - \text{CFO}_t \quad (2)$$

ผู้วิจัยได้ใช้ระดับการเปลี่ยนแปลง ณ ช่วงเวลาสั้นงวดบัญชีในปีที่ $t + \tau$ เมื่อ $\tau = 1, 2, 3$ กับช่วงเวลา t คือปี พ.ศ. 2543 - 2546 ภายใต้ขอบเขตของของการศึกษาที่กำหนดภายในปี พ.ศ. 2543 - 2547 เท่านั้น มาเป็นตัววัดค่าในตัวแปรตาม เพราะต้องการสะท้อนให้เห็นถึงกำไรส่วนเกินที่จะได้รับในอนาคต (Excess Earnings) ซึ่งเกิดจากผลต่างของผลการดำเนินงาน (กำไร) ที่เกิดขึ้นจริง (Actual Earnings) ในปัจจุบัน กับผลการดำเนินงานในปีอนาคตซึ่งเป็นกำไรที่คาดหวัง (Expected Earnings) โดยหวังไว้ว่ากำไรในอนาคตที่กิจการจะได้รับภายหลังจากการ

รวมธุรกิจแล้วนั้นจะต้องสูงขึ้นไปกว่าปีปัจจุบัน จึงต้องปรับตัวแปรตามคือการวัดผลการดำเนินงานที่มีอยู่ให้แสดงถึงระดับการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว

เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดของกิจการในอนาคตในแต่ละบริษัทของกลุ่มตัวอย่างที่ได้นำมาศึกษามีขนาดของกิจการแตกต่างกันไป ดังนั้นผู้วิจัยจึงปรับข้อมูลให้อยู่บนฐานสินทรัพย์รวมที่ใช้วัดขนาดของกิจการนั้น ๆ เพื่อให้ข้อมูลอยู่บนฐานเดียวกัน สามารถเปรียบเทียบกันได้และลดความแปรปรวน (Variance) ของข้อมูลที่น่าไปประมวผล ทำให้ได้ตัวแปรตามที่ใช้วัดผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดในอนาคตจากการศึกษาตามตัวแบบที่ 1 และตัวแบบที่ 2 ดังนี้

$$\text{ตัวแปรตามในตัวแบบที่ 1} = \frac{\Delta \text{EBITDA}_{t+\tau}}{\text{TA}_t} \quad (3)$$

$$\text{ตัวแปรตามในตัวแบบที่ 2} = \frac{\Delta \text{CFO}_{t+\tau}}{\text{TA}_t} \quad (4)$$

กำหนดให้ $\Delta \text{EBITDA}_{t+\tau}$ คือ การเปลี่ยนแปลงของกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ $t + \tau$ ($\tau = 1, 2, 3$)

$\Delta \text{CFO}_{t+\tau}$ คือ การเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ $t + \tau$ ($\tau = 1, 2, 3$)

TA_t คือ สินทรัพย์รวม (Total Assets) ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t

t คือ ปีที่ใช้ศึกษาในช่วง พ.ศ. 2543 - 2546 ภายใต้ขอบเขตงานวิจัยที่กำหนดไว้ตั้งแต่ปี พ. ศ. 2543 - 2547

3.5.2 ตัวแปรอิสระ (X_i) : ตัวแปรอธิบาย (Explanatory Variable)

ค่าความนิยมสุทธิ (Net Goodwill : GW) เป็นค่าความนิยมของกิจการหลังจากหักมูลค่าตัดจำหน่ายและค่าเผื่อการด้อยค่าออกไปแล้ว พร้อมทั้งได้เปิดเผยไว้ในงบดุลหรือหมายเหตุประกอบงบการเงินของกิจการ โดยค่าความนิยมนี้เกิดจากส่วนเกินของต้นทุนที่ยอมจ่ายไปมากกว่ามูลค่าสินทรัพย์สุทธิที่ได้รับ ณ วันซื้อกิจการ จากการศึกษาในอดีตพบว่าค่าความนิยมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลประโยชน์ในอนาคตที่วัดให้อยู่ในรูปของของราคาหลักทรัพย์

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กำไรสุทธิ กระแสเงินสด (Chauvin และ Hirschey, 1994; McCarthy และ Schneider, 1995; Jennings et al., 1996; Henning, Lewis และ Shaw, 2000; Teitel, 2001) ความสามารถในการทำกำไร (ศิริดา นวลประดิษฐ์, 2547) เป็นต้น ภายใต้หลักการที่ทฤษฎีที่กล่าวว่าจำนวนค่าความนิยมที่รับรู้ ณ วันซื้อกิจการสามารถสะท้อนผลประโยชน์หรือกระแสเงินสดที่จะได้รับกลับมาในอนาคต จึงกำหนดทิศทางที่คาดหวังในความสัมพันธ์กับตัวแปรตามไว้ในเชิงบวก

ทั้งนี้ได้ปรับข้อมูลค่าความนิยมให้รูปสัดส่วนค่าความนิยมต่อสินทรัพย์รวมตามที่แสดงไว้ในสมการที่ 5 เนื่องจากค่าความนิยมที่รวบรวมได้นั้นมีแหล่งที่มาจากบริษัทที่มีความแตกต่างกันในด้านขนาดของกิจการ เพื่อให้ข้อมูลที่น่าเสนอสามารถเปรียบเทียบกันได้ (ศิริดา นวลประดิษฐ์, 2547; Durall et al., 1992) และช่วยลดความแปรปรวน (Variance) ในการประมวลผล

$$\text{ค่าความนิยมต่อสินทรัพย์รวม} = \frac{GW_t}{TA_t} \quad (5)$$

กำหนดให้ GW_t คือ ค่าความนิยมสุทธิ ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
 TA_t คือ สินทรัพย์รวม (Total Assets) ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
 t คือ ปีที่ใช้ศึกษาในช่วง พ.ศ. 2543 - 2546

3.5.3 ตัวแปรอิสระ (X) : ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

เพื่อควบคุมความแตกต่างของแต่ละกิจการหรืออุตสาหกรรมในการประมวลผลโดยอาจมีปัจจัยในด้านอื่น ๆ ที่จะกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานของกิจการหรือกระแสเงินสดในอนาคตนอกเหนือจากค่าความนิยมที่เป็นตัวแปรอธิบายที่สนใจศึกษา จึงกำหนดตัวแปรควบคุมที่ใช้ในงานวิจัยฉบับนี้ ประกอบด้วย

1) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Market to Book Ratio: *MKT/BOOK*) เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ 1 หุ้น แสดงถึงราคาหุ้นที่นักลงทุนยอมจ่าย ณ ขณะนั้นว่าเป็นกี่เท่าของมูลค่าตามบัญชี เพราะราคาหุ้นตามบัญชีนั้นมิได้แสดงไว้ตามมูลค่ายุติธรรมที่สามารถสะท้อนถึงภาวะเงินเฟ้อตามเศรษฐกิจ หรือแม้ค่าความนิยมที่เกิดขึ้นภายในแต่ห้ามรับรู้ เพื่อเป็นการควบคุมถึงผลกระทบในด้านความเสี่ยงและระดับการเติบโตในแต่ละอุตสาหกรรมดังกล่าว (Sloan, 1996; Aboody, Barth และ Kasznik, 1999; Teitel, 2001) จากการวิเคราะห์ข้อมูลของธุรกิจที่แตกต่างกันก็ย่อม

มีลักษณะการดำเนินงานที่ต่างกันไปด้วย ความเสี่ยงและระดับการเติบโตของกิจการที่ได้รับจึงขึ้นอยู่กับลักษณะการดำเนินงานที่ปฏิบัติและวัฏจักรที่เป็นอยู่ของธุรกิจประเภทนั้น ๆ ซึ่งกระทบต่อการผลการดำเนินงานของกิจการด้วยเช่นกัน การที่นักลงทุนยอมจ่ายเงินซื้อหลักทรัพย์ในราคาที่สูงกว่ามูลค่าทางบัญชีนั้น ย่อมแสดงว่านักลงทุนได้คาดหวังต่อผลประโยชน์ข้างหน้าที่จะได้รับจากผลการดำเนินงานหรือผลตอบแทนในหลักทรัพย์ของบริษัทที่ตนได้ซื้อ และจากการศึกษาเพิ่มเติมในงานวิจัยของ Fama และ French (1992) พบว่า อัตราส่วนดังกล่าวเป็นดัชนีชี้วัดที่ดีที่สุดตามหลักเศรษฐศาสตร์ในการประเมินผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ดังนั้นงานวิจัยฉบับนี้จึงกำหนดทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงบวกของอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางกับผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดในอนาคต สามารถคำนวณได้ตามสมการที่ 6 ดังนี้

$$\text{MKT/BOOK}_t = \frac{\text{MV}_t}{\text{BV}_t} \quad (6)$$

กำหนดให้	MKT/BOOK_t	คือ	อัตราราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
	MV_t	คือ	มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ 1 หุ้น (Market Value Per Share) ณ สิ้นงวดบัญชี ณ ปีที่ t
	BV_t	คือ	มูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ 1 หุ้น (Book Value Per Share) ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
	t	คือ	ปีที่ใช้ศึกษาในช่วง พ.ศ. 2543 - 2546

2) อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ (*Leverage Ratio : LEVER*) เพื่อควบคุมถึงความสามารถในการก่อหนี้และความเสี่ยงที่มีอยู่ของแต่ละกิจการที่แตกต่างกันไป จากงานวิจัยในอดีตได้มีการวัดความสามารถในก่อหนี้หรือความเสี่ยงจากยอดหนี้สินรวม (Total Liabilities) ที่มีอยู่ของกิจการ (McCarthy และ Schneider, 1995; Jennings et al., 1996; Henning, Lewis และ Shaw, 2000) หรือวัดให้อยู่ในรูปของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมหรืออัตราส่วนหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Sloan, 1996; Aboody, Barth และ Kasznik, 1999; Teitel, 2001) ซึ่งจากการศึกษาของ Sloan (1996) พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอนาคต ส่วน Aboody et al. (1999) พบว่ากิจการที่มีอัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ที่มีมากความสามารถในการหาเงินทุน โอกาสที่จะขอกู้ หรือทำธุรกรรมด้านเครดิตก็จะน้อยลง ทำให้องค์กรเกิดแรงจูงใจหรือแนวโน้มที่จะบริหารจัดการรายการทางบัญชีในงวด

ปัจจุบัน มีกระทบในเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน ราคาหลักทรัพย์ และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในอนาคต ดังนั้นอัตราส่วนแสดงสภาพหนี้จึงมีความสัมพันธ์เชิงผกผันกับผลการดำเนินงานในอนาคตด้วยเช่นกัน ถึงแม้ว่าการเลือกใช้เกณฑ์ในวัดสภาพหนี้จากงานวิจัยในอดีตจะแตกต่างกันไป แต่ผู้วิจัยจะเลือกใช้อัตราส่วนในรูปของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม โดยเป็นการแสดงสภาพหนี้ทั้งหมดขององค์กรว่ามีมากน้อยเพียงใดเมื่อเทียบกับยอดสินทรัพย์รวม สามารถคำนวณได้จากสมการที่ 7 ดังนี้

$$\text{LEVER}_t = \frac{\text{TL}_t}{\text{TA}_t} \quad (7)$$

กำหนดให้	LEVER_t	คือ	อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
	TL_t	คือ	หนี้สินรวม (Total Liabilities) ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
	TA_t	คือ	สินทรัพย์รวม (Total Assets) ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
	t	คือ	ปีที่ใช้ศึกษาในช่วง พ.ศ. 2543 - 2546

3) ประเภทอุตสาหกรรม (Types of Industry : INDUS) เพื่อควบคุมถึงความแตกต่างในธุรกิจและนโยบายด้านการบัญชีที่แต่ละกิจการสามารถเลือกใช้แตกต่างกันไป (Chauvin และ Hirschey, 1994; Aboody, Barth และ Kasznik, 1999; Teitel, 2001) โดยในงานวิจัยฉบับนี้จะแบ่งประเภทอุตสาหกรรมตามสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) กำหนดไว้ตามกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาออกเป็น 7 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ 1) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 2) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค 3) กลุ่มวัสดุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม 4) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ 5) กลุ่มทรัพยากร 6) กลุ่มบริการ และ 7) กลุ่มเทคโนโลยี โดยได้แปลงข้อมูลประเภทอุตสาหกรรมให้แสดงไว้เป็นตัวแปรเชิงคุณภาพ (Qualitative Variables) หรือตัวแปรเทียม (Dummy Variables) ซึ่งไม่สามารถวัดค่าออกมาได้ว่ามากหรือน้อย จึงกำหนดทิศทางคาดหวังต่อผลการดำเนินงานซึ่งเป็นตัวแปรตามไม่ได้ แต่ได้นำมารวมในการศึกษาครั้งนี้ด้วย เพราะประเภทอุตสาหกรรมและนโยบายทางการบัญชีที่ต่างกันจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานที่ได้แตกต่างกันออกไปเช่นกัน สามารถแสดงข้อมูลเกี่ยวกับประเภทอุตสาหกรรมที่จะศึกษาได้ดังนี้

ประเภทอุตสาหกรรม	จำนวนตัวแปรเทียม					
	INDUS1	INDUS2	INDUS3	INDUS4	INDUS5	INDUS6
- กลุ่มเกษตรและ อุตสาหกรรมอาหาร	1	0	0	0	0	0
- กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	0	1	0	0	0	0
- กลุ่มวัสดุก่อสร้างและ สินค้าอุตสาหกรรม	0	0	1	0	0	0
- กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และ ก่อสร้าง	0	0	0	1	0	0
- กลุ่มทรัพยากร	0	0	0	0	1	0
- กลุ่มบริการ	0	0	0	0	0	1
- กลุ่มเทคโนโลยี	0	0	0	0	0	0

เมื่อตัวแปรเชิงคุณภาพมีค่า k ค่า จะต้องกำหนดตัวแปรเทียม (Dummy Variables) จำนวน $k - 1$ ตัว ดังนั้นประเภทอุตสาหกรรมตามกลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษา มีทั้งหมด 7 กลุ่ม จึงกำหนดตัวแปรเทียมได้ 6 ตัว

โดยที่ INDUS1 หากมีค่าเท่ากับ 1 จะแสดงถึงประเภทอุตสาหกรรมในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร แต่ถ้าไม่ใช่ประเภทอุตสาหกรรมดังกล่าว จะกำหนดค่าให้เท่ากับ 0

INDUS2 หากมีค่าเท่ากับ 1 จะแสดงถึงประเภทอุตสาหกรรมในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค แต่ถ้าไม่ใช่ประเภทอุตสาหกรรมดังกล่าว จะกำหนดค่าให้เท่ากับ 0

INDUS3 หากมีค่าเท่ากับ 1 จะแสดงถึงประเภทอุตสาหกรรมในกลุ่มวัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม แต่ถ้าไม่ใช่ประเภทอุตสาหกรรมดังกล่าว จะกำหนดค่าให้เท่ากับ 0

INDUS4 หากมีค่าเท่ากับ 1 จะแสดงถึงประเภทอุตสาหกรรมในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง แต่ถ้าไม่ใช่ประเภทอุตสาหกรรมดังกล่าว จะกำหนดค่าให้เท่ากับ 0

INDUS5 หากมีค่าเท่ากับ 1 จะแสดงถึงประเภทอุตสาหกรรมในกลุ่มทรัพยากร แต่ถ้าไม่ใช่ประเภทอุตสาหกรรมดังกล่าว จะกำหนดค่าให้เท่ากับ 0

INDUS6 หากมีค่าเท่ากับ 1 จะแสดงถึงประเภทอุตสาหกรรมในกลุ่มบริการ แต่ถ้าไม่ใช่ประเภทอุตสาหกรรมดังกล่าว จะกำหนดค่าให้เท่ากับ 0

สำหรับข้อมูลประเภทอุตสาหกรรมในกลุ่มเทคโนโลยีนั้น จะมีค่าเท่ากับ 0 ทั้งหมด เพราะถือว่าไม่ใช่ประเภทอุตสาหกรรมในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (INDUS1) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (INDUS2) กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS3) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (INDUS4) กลุ่มทรัพยากร (INDUS5) และกลุ่มบริการ (INDUS6)

รายละเอียดของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมด ตลอดจนความสัมพันธ์ที่คาดหวังระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามได้สรุปไว้ในตารางที่ 4 ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4 สรุปรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิดที่ใช้ในงานวิจัย

บทบาทของตัวแปร	ตัวย่อ	คำจำกัดความ	ประเภทตัวแปร	สัญลักษณ์ที่คาดหวัง*
ตัวแปรตาม	$\Delta EBITDA_{t+\tau}/TA_t$	การเปลี่ยนแปลงของกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และ ค่าตัดจำหน่าย ในวันสิ้นงวดบัญชีของปีที่ $t + \tau$ ($\tau = 1, 2, 3$) ภายใตฐานสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นงวดบัญชีของปีที่ t	Continuous	
ตัวแปรตาม	$\Delta CFO_{t+\tau}/TA_t$	การเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสด จากกิจกรรมดำเนินงานในวันสิ้นงวดบัญชีของปีที่ $t + \tau$ ($\tau = 1, 2, 3$) ภายใตฐานสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นงวดบัญชีของปีที่ t	Continuous	
ตัวแปรอธิบาย	GW/TA_t	ค่าความนิยมสุทธิ ที่เปิดเผยไว้ในงบดุลหรือหมายเหตุประกอบงบการเงินของวันสิ้นงวดบัญชีปีที่ $t + \tau$ ($\tau = 1, 2, 3$) ภายใตฐานสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นงวดบัญชีของปีที่ t	Continuous	+
ตัวแปรควบคุม	$MKT/BOOK_t$	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีในวันสิ้นงวดบัญชีของปีที่ t	Continuous	+
ตัวแปรควบคุม	$LEVER_t$	อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ในวันสิ้นงวดบัญชีของปีที่ t	Continuous	-

* สัญลักษณ์ที่คาดหวังของตัวแปรควบคุมได้กำหนดขึ้นจากงานวิจัยในอดีต ซึ่งไม่เป็นประเด็นในการศึกษาถึงสัญลักษณ์ที่เกิดขึ้นจริงจากผลการทดสอบของตัวแปรควบคุมดังกล่าวตามงานวิจัยฉบับนี้

ตารางที่ 4 (ต่อ) สรุปรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิดที่ใช้ในงานวิจัย

บทบาทของตัวแปร	ตัวย่อ	คำจำกัดความ	ประเภทตัวแปร	สัญลักษณ์ที่คาดหวัง*
ตัวแปรควบคุม		ประเภทอุตสาหกรรมของกลุ่มตัวอย่างตามสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) กำหนดไว้ แบ่งได้เป็น 7 อุตสาหกรรม	Dummy (0, 1)	N/A
	INDUS1 _{<i>t</i>}	1 = กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 0 = กรณีอื่น ๆ		
	INDUS2 _{<i>t</i>}	1 = กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค 0 = กรณีอื่น ๆ		
	INDUS3 _{<i>t</i>}	1 = กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม 0 = กรณีอื่น ๆ		
	INDUS4 _{<i>t</i>}	1 = กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 0 = กรณีอื่น ๆ		
	INDUS5 _{<i>t</i>}	1 = กลุ่มทรัพยากร 0 = กรณีอื่น ๆ		
	INDUS6 _{<i>t</i>}	1 = กลุ่มบริการ 0 = กรณีอื่น ๆ		

* สัญลักษณ์ที่คาดหวังของตัวแปรควบคุมได้กำหนดขึ้นจากงานวิจัยในอดีต ซึ่งไม่เป็นประเด็นในการศึกษาถึงสัญลักษณ์ที่เกิดขึ้นจริง หรือผลการทดสอบของตัวแปรควบคุมดังกล่าวตามงานวิจัยฉบับนี้

3.6 การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดของของกิจการในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อพิสูจน์ถึงมูลค่าของค่าความนิยมที่แสดงในรายงานประจำปีหรืองบการเงินของกิจการจากความแตกต่างของมูลค่าต้นทุนที่ซื้อกิจการกับมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิ ณ วันซื้อ กับการเปลี่ยนแปลงในกำไร (ขาดทุน) สุทธิจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา

และค่าตัดจำหน่าย ($\Delta EBIDA$) และการเปลี่ยนแปลงในกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (ΔCFO) ซึ่งถือได้ว่าเป็นตัววัดผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดของกิจการในอนาคตว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ เพื่อสรุปผลการวิจัยในเรื่องดังกล่าวผู้วิจัยจึงใช้โปรแกรมสำเร็จรูป Microsoft Excel 2003 และ SPSS for Windows Version 12 (Statistical Package for Social Science for Windows) ในการรวบรวมและประมวลผลทางสถิติของข้อมูลที่ศึกษา โดยจำแนกแนวทางการวิเคราะห์ได้ออกเป็น 2 ประเภท คือ

3.6.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

วิเคราะห์ข้อมูลออกมาในรูปแบบของค่าสถิติพื้นฐานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นกลุ่มตัวอย่างโดยจำแนกตามรายอุตสาหกรรม เพื่อให้ง่ายต่อการเข้าใจและสามารถเปรียบเทียบกันได้ ได้แก่ ข้อมูลค่าความนิยม (GW) ผลการดำเนินงานในอนาคต (Future Operating Performance) กระแสเงินสดในอนาคต (Future Cash Flows) ให้แสดงผลในรูปแบบของการแจกแจงความถี่ (Frequency) ร้อยละ (Percent) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

3.6.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

ผู้วิจัยได้นำเทคนิคการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlations of Coefficients) และความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) มาใช้ประมวลผลเพื่อหาความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ศึกษาและทดสอบสมมติฐาน ดังนั้นการวิเคราะห์และนำเสนอผลทางสถิติเชิงอนุมานจึงแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ

ส่วนที่ 1 การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlations of Coefficients)

เป็นการหาความสัมพันธ์เบื้องต้นของตัวแปรเชิงปริมาณ 2 ตัว คือ ตัวแปรอิสระ (X) กับตัวแปรตาม (Y) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของพีเพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) ว่ามีความสัมพันธ์กันมากน้อยเพียงใด โดยไม่คำนึงถึงหน่วยวัดของตัวแปรที่แตกต่างกันและกำหนดให้ตัวแปรที่นำมาวิเคราะห์นั้นเป็นตัวแปรสุ่ม ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จะกำหนดให้เป็นค่า r ที่มีค่าสูงสุดเป็น 1 และต่ำสุดเป็น -1 ($-1 < r < 1$) โดยค่า r สามารถเป็นไปได้ตามกรณีดังนี้

กรณีที่ 1 r เข้าใกล้ 1 แสดงว่า X และ Y มีความสัมพันธ์กันมากในเชิงบวก

กรณีที่ 2 r เข้าใกล้ -1 แสดงว่า X และ Y มีความสัมพันธ์กันมากในเชิงลบ

กรณีที่ 3 $r = 0$ แสดงว่า X และ Y ไม่มีความสัมพันธ์กันเลย

ส่วนที่ 2 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

เป็นเทคนิคที่ใช้ในการหาความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระมากกว่า 1 ตัวขึ้นไปว่ามีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามที่ต้องการศึกษาหรือไม่ ในรูปของตัวแบบ (Model) ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ k ตัว (X_1, X_2, \dots, X_k) ที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม (Y) โดยมีสมการโครงสร้าง คือ

$$Y = \gamma_0 + \gamma_1 X_1 + \gamma_2 X_2 + \dots + \gamma_k X_k + \xi \quad (8)$$

โดยที่ Y คือ ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

X คือ ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

ξ คือ ความคาดเคลื่อนอย่างสุ่ม (Random Error)

γ_0 คือ ส่วนตัวตัดแกน Y เมื่อกำหนดให้ $X_1 = X_2 = \dots = X_k = 0$

$\gamma_1, \gamma_2, \dots, \gamma_k$ เป็นสัมประสิทธิ์ความถดถอยเชิงส่วน (Partial Regression Coefficient) โดยที่ค่า γ_i แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม (Y) เมื่อตัวแปรอิสระ (X_i) เปลี่ยนไป 1 หน่วย โดยที่ตัวแปรอิสระตัวอื่น ๆ มีค่าคงที่ โดยค่า γ_i อาจเป็นได้ตามกรณีต่อไปนี้

กรณีที่ 1 $\gamma_i > 0$ แสดงว่า X_i และ Y มีความสัมพันธ์เชิงบวก

กรณีที่ 2 $\gamma_i < 0$ แสดงว่า X_i และ Y มีความสัมพันธ์เชิงลบ

กรณีที่ 3 $\gamma_i = 0$ แสดงว่า X_i และ Y ไม่มีความสัมพันธ์กันเลย

ภายใต้สมมติฐานการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ดังนี้

1) ค่าความคาดเคลื่อน e เป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ

2) ค่าคาดหวังของความคาดเคลื่อนเป็นศูนย์ นั่นคือ $E(e_i) = 0$

3) ค่าความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ $\text{Var}(e_i) = \sigma_e^2$

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

5) ตัวแปรอิสระแต่ละตัวต้องไม่มีความสัมพันธ์กันที่จะก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity

ด้วยเหตุนี้การนำตัวแบบและเทคนิคการวิเคราะห์ข้างต้นมาใช้ในการหาความสัมพันธ์ของค่าความนิยมและตัวแปรควบคุมต่าง ๆ ที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ กับผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดของกิจการ ซึ่งวัดโดยการเปลี่ยนแปลงกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหัก ดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Δ EBITDA) และการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Δ CFO) ตามลำดับ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ (Significance Level) ที่ 0.05 สามารถกำหนดตัวแบบในการศึกษาได้ 2 ตัวแบบ เมื่อแทนค่าตัวแปรลงไปในสมการโครงสร้างแล้วจะได้เป็นสมการที่ 9 และ 10 ดังนี้



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตัวแบบที่ 1
$$\Delta\text{EBITDA}_{t+\tau} / \text{TA}_t = \alpha_0 + \alpha_1(\text{GW}_t/\text{TA}_t) + \alpha_2(\text{MKT}/\text{BOOK})_t$$

$$+ \alpha_3\text{LEVER}_t + \alpha_4\text{INDUS1}_t + \alpha_5\text{INDUS2}_t$$

$$+ \alpha_6\text{INDUS3}_t + \alpha_7\text{INDUS4}_t + \alpha_8\text{INDUS5}_t$$

$$+ \alpha_9\text{INDUS6}_t + \eta_t \quad (9)$$

ตัวแบบที่ 2
$$\Delta\text{CFO}_{t+\tau} / \text{TA}_t = \beta_0 + \beta_1(\text{GW}_t/\text{TA}_t) + \beta_2(\text{MKT}/\text{BOOK})_t$$

$$+ \beta_3\text{LEVER}_t + \beta_4\text{INDUS1}_t + \beta_5\text{INDUS2}_t$$

$$+ \beta_6\text{INDUS3}_t + \beta_7\text{INDUS4}_t + \beta_8\text{INDUS5}_t$$

$$+ \beta_9\text{INDUS6}_t + \varepsilon_t \quad (10)$$

เมื่อ τ มีค่าเป็น 1, 2, 3 และ $t =$ ปี พ. ศ. 2543 - 2546 ภายใต้ขอบเขตของการวิจัย 5 ปี ตั้งแต่ปี พ. ศ. 2543 - 2547 เท่านั้น โดยกำหนดให้

$\Delta\text{EBITDA}_{t+\tau}$ คือ การเปลี่ยนแปลงของกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหัก ดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย ณ วันสิ้นงวดบัญชีของปีที่ $t + \tau$

$\Delta\text{CFO}_{t+\tau}$ คือ การเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ณ วันสิ้นงวดบัญชีของปีที่ $t + \tau$

TA_t คือ สินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นงวดบัญชีของปีที่ t

GW_t คือ ค่าความนิยมสุทธิ ณ วันสิ้นงวดบัญชีของปีที่ t

MKT/BOOK_t คือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ณ วันสิ้นงวดบัญชีของปีที่ t

LEVER_t คือ อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ ณ วันสิ้นงวดบัญชีในปีที่ t

INDUS1_t คือ ประเภทอุตสาหกรรมกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

INDUS2_t คือ ประเภทอุตสาหกรรมกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค

INDUS3_t คือ ประเภทอุตสาหกรรมกลุ่มวัสดุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม

INDUS4_t คือ ประเภทอุตสาหกรรมกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

INDUS5_t คือ ประเภทอุตสาหกรรมกลุ่มทรัพยากร

INDUS6_t คือ ประเภทอุตสาหกรรมกลุ่มบริการ

เนื่องจากข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างในแต่ละปีมีจำนวนน้อย ทำให้การวิเคราะห์ที่ต้องการดูถึงผลการดำเนินงานในอนาคตผ่านการเปลี่ยนแปลงของกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย และกระแสเงินสดในอนาคต วัดโดยการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน โดยแยกออกเป็นปี ๆ จำนวน 3 ปี ($t + \tau$ เมื่อ $\tau = 1, 2, 3$) ว่ามีความสัมพันธ์กับค่าความนิยมในปีปัจจุบัน (t) หรือไม่ ดังนั้นการประมวลผลแต่ละครั้งจึงมีข้อมูลไม่เท่ากัน ตามจำนวนกลุ่มตัวอย่างและขอบเขตในการเก็บข้อมูลช่วงปี พ. ศ. 2543 - 2547 เท่านั้น โดยปีที่ $t + 1$ จะมีชุดข้อมูลทั้งสิ้น 224 ข้อมูล ปีที่ $t + 2$ มี 162 ข้อมูล และปีที่ $t + 3$ มี 107 ข้อมูล ตามที่แสดงไว้ในตารางที่ 5

ตารางที่ 5 จำนวนข้อมูลที่นำมาประมวลผลในแต่ละครั้ง

ตัวแปร อิสระ (X)	จำนวนข้อมูลที่ศึกษาตามการประมวลผลแต่ละครั้ง					
	t + 1	n	t + 2	n	t + 3	n
GW ปี 43	Δ EBITDA ปี 44	55	Δ EBITDA ปี 45	55	Δ EBITDA ปี 46	55
	Δ CFO ปี 44		Δ CFO ปี 45		Δ CFO ปี 46	
GW ปี 44	Δ EBITDA ปี 45	52	Δ EBITDA ปี 46	52	Δ EBITDA ปี 47	52
	Δ CFO ปี 45		Δ CFO ปี 46		Δ CFO ปี 47	
GW ปี 45	Δ EBITDA ปี 46	55	Δ EBITDA ปี 47	55	-	-
	Δ CFO ปี 46		Δ CFO ปี 47			
GW ปี 46	Δ EBITDA ปี 47	62	-	-	-	-
	Δ CFO ปี 47					
รวม		224		162		107

โดยที่ n = จำนวนข้อมูล

GW = ค่าความนิยมสุทธิ

Δ EBITDA = การเปลี่ยนแปลงของกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย

Δ CFO = การเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

นำชุดข้อมูลที่ได้มาวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ผ่านโปรแกรม SPSS for Windows จากการแทนค่าในตัวแบบทั้ง 2 ข้างต้น ตามขั้นตอนดังนี้

1) ตรวจสอบค่าผิดปกติ (Outliers) ของข้อมูลที่จะนำมาศึกษาก่อนการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ ซึ่งมักเป็นค่าผิดปกติของตัวแปรตามที่แสดงไว้สูงมาก ๆ หรือ ต่ำมาก ๆ ของข้อมูลทั้งหมดที่นำมาวิเคราะห์ในแต่ละครั้ง เพื่อป้องกันมิให้ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยเชิงพหุเปลี่ยนไปมากหรือความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามไม่อยู่ในรูปเชิงเส้น จึงทำการเรียงข้อมูลจากน้อยไปหามากตามตัวแปรตาม (Y) และทำการตัดข้อมูลที่ผิดปกติตามค่าตัวแปรตามที่แสดงไว้สูงมาก ๆ หรือต่ำมาก ๆ อย่างละ 5% ของข้อมูล (Swanson, Rees และ Juarez-Valdes, 2003)

2) ประมาณค่าสัมประสิทธิ์จากสมการความถดถอยเชิงพหุ ซึ่งก็คือ $\alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_9$ ในตัวแบบที่ 1 และ $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_9$ ในตัวแบบที่ 2 เพื่อให้ผลบวกของค่าความคลาดเคลื่อนยกกำลังสองมีค่าต่ำสุด โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Least Square Method) กล่าวคือการหาค่าสัมประสิทธิ์ดังกล่าวที่ทำให้ $\sum e_i = 0$ หรือ $E(\varepsilon_i) = 0$ นั่นเอง

3) ทดสอบสมมติฐานของงานวิจัยที่ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ถ้าทดสอบแล้วพบว่ามีความสำคัญทางสถิติ (Significance Level) ที่ 0.05 คือค่า t-statistic ของตัวแปรอิสระมีค่าน้อยกว่า 0.05 จะปฏิเสธสมมติฐานหลัก ($H_0: \alpha_i = 0$ และ $H_0: \beta_i = 0$) แสดงว่าค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระนั้นไม่เท่ากับศูนย์ ดังนั้นตัวแปรอิสระดังกล่าวจึงมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดของกิจการในอนาคต

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ภายหลังจากรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งประกอบด้วย ค่าความนิยม (GW) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (MKT/BOOK) อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ (LEVER) ประเภทอุตสาหกรรม (INDUS) เป็นตัวแปรอิสระ ส่วนผลการดำเนินงานวัดโดยการเปลี่ยนแปลงของกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ยภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (Δ EBITDA) และกระแสเงินสดวัดโดยการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Δ CFO) เป็นตัวแปรตาม โดยในบทนี้จะกล่าวถึงผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นและการประมวลผลเพื่อหาความสัมพันธ์ดังกล่าวผ่านโปรแกรม SPSS for Windows Version 12 สามารถจำแนกแนวทางการวิเคราะห์และประมวลผลข้อมูลออกเป็น 2 ประเภท คือ

1) สถิติเชิงพรรณนา นำเสนอในเรื่องของการแจกแจงความถี่ ร้อยละ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนของ ข้อมูลของค่าความนิยมที่เป็นตัวแปรอธิบาย รวมถึงการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย และการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ซึ่งเป็นตัวแปรตาม

2) สถิติเชิงอนุมาน เป็นการศึกษาความสัมพันธ์เบื้องต้นของตัวแปรอิสระด้วยการทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficients of Correlations) และเทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อให้ทดสอบสมมติฐานตามที่ตั้งไว้ว่าค่าความนิยมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดของกิจการในอนาคตหรือไม่

ผู้วิจัยได้นำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติทั้ง 2 ประเภทข้างต้น ตามลำดับดังนี้

4.1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

การรวบรวมข้อมูลค่าความนิยมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ พ. ศ. 2543 - 2546 ในตารางที่ 6 แสดงถึงจำนวนประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัยฉบับนี้ ซึ่งผู้วิจัยได้คัดเลือกจากประชากรที่เป็นจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนหุ้นสามัญของตลาดหลักทรัพย์ฯ ในช่วงปีดังกล่าว จำนวน 1,559 ข้อมูล โดยยกเว้นบริษัทกลุ่มธุรกิจการเงิน (Financials) จำนวน 242 ข้อมูล และบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ (Rehabilitation) จำนวน

189 ข้อมูล คิดเป็นร้อยละ 15.52 และ 12.12 ของข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามลำดับ เพราะมีระเบียบข้อบังคับ กิจกรรมทางการเงิน กิจกรรมการค้าเงินงาน รวมถึงรูปแบบการนำเสนอของบการเงินที่แตกต่างไปจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ ทำให้กลุ่มดังกล่าวขาดความเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรมที่จะใช้เป็นตัวอย่งในการศึกษา

ตารางที่ 6 จำนวนประชากรและกลุ่มตัวอย่างจำแนกรายปี

รายการ	ปี				รวม	
	2543	2544	2545	2546	จำนวน	%
บริษัทที่จดทะเบียนหุ้นสามัญ	381	382	389	407	1,559	100.00
หัก บริษัทกลุ่มธุรกิจการเงิน	57	59	62	64	242	15.52
บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ	45	51	51	42	189	12.12
บริษัทที่เป็นกลุ่มประชากร	279	272	276	301	1,128	72.35
บริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่าง	55	52	55	62	224	14.37

เพราะฉะนั้นบริษัทที่เป็นประชากรในการศึกษาทั้งสิ้นจำนวน 1,128 ข้อมูล คิดเป็นร้อยละ 72.35 ของข้อมูลบริษัทจดทะเบียนฯ โดยพบบริษัทที่มีการเปิดเผยรายการค่าความนิยมจากการรวมธุรกิจในงบการเงินเพื่อเลือกเป็นกลุ่มตัวอย่างจำนวน 76 บริษัท ตามที่แสดงไว้ในภาคผนวก ข คิดเป็น 224 ข้อมูล หรือร้อยละ 14.37 ของจำนวนข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในหุ้นสามัญทั้งหมด

บริษัทที่ปรากฏรายการค่าความนิยมนี้จะมีจำนวนที่ใกล้เคียงกันตลอดช่วงปีที่ได้ศึกษา คือในปี พ. ศ. 2543 มีจำนวน 55 บริษัท ปี พ. ศ. 2544 มีจำนวน 52 บริษัท ทั้งนี้ได้มีจำนวน 49 บริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างเดิมจากปี พ. ศ. 2543 และมีบริษัทที่เกิดค่าความนิยมขึ้นใหม่อีก 3 บริษัท ต่อมาในปี พ. ศ. 2545 มีจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 55 บริษัท โดยในทีนี้มี 48 กิจการที่เป็นกลุ่มตัวอย่างเดิมจากปี พ. ศ. 2544 เป็นบริษัทจดทะเบียนเข้ามาใหม่ 2 บริษัท เกิดค่าความนิยมใหม่ 4 บริษัทและออกจากกลุ่มฟื้นฟูกิจการอีก 1 บริษัท สุดท้ายคือปี พ. ศ. 2546 เกิดรายการค่าความนิยมทั้งสิ้น 62 บริษัท เป็นกลุ่มตัวอย่างเดิมในปี 2545 จำนวน 51 บริษัท จดทะเบียนเข้ามาใหม่ 1 บริษัท มีค่าความนิยมเกิดขึ้นใหม่ 8 บริษัท และออกจากกลุ่มฟื้นฟูกิจการ 2 บริษัท

ข้อมูลค่าความนิยมจำนวน 224 ข้อมูลนี้ ได้เกิดขึ้นจากการนำเสนอข้อมูลค่าความนิยมของบริษัทจดทะเบียนจำนวน 76 บริษัท ตามที่แสดงไว้ในภาคผนวก ข โดยบริษัทเหล่านี้ได้แสดง

รายการค่าความนิยมที่เกิดจากการรวมธุรกิจในอดีตหรือที่เกิดขึ้นใหม่ ณ ปีนั้น พึ่งได้ออกจากกลุ่ม ฟันฟูกิจการ หรือจดทะเบียนเข้ามาใหม่เป็นปีแรก ของบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่าง โดยมีข้อบัญญัติที่ บ่งบอกถึงมูลค่าหรือรายการค่าความนิยมที่นำเสนอได้แตกต่างกันไป สามารถสรุปไว้ในตารางที่ 7 ดังนี้

ตารางที่ 7 ข้อบัญญัติที่ทำการเปิดเผยรายการค่าความนิยม

ข้อบัญญัติ	จำนวนบริษัท	%
ค่าความนิยม	54	71.05
ส่วนเกินเงินลงทุนที่สูงกว่ามูลค่าตามบัญชี	14	18.42
ส่วนเกินมูลค่าตามบัญชีของเงินลงทุนในบริษัทย่อย	4	5.26
เงินลงทุนในบริษัทย่อยส่วนที่เกินมูลค่าสุทธิตามบัญชี	3	3.95
ส่วนเกินของราคาทุนที่สูงกว่ามูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิ	1	1.32
รวม	76	100.00

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนใหญ่แสดงรายการค่าความนิยมไว้ในข้อบัญญัติค่าความนิยม จำนวน 54 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 71.05 ของบริษัทที่มีการนำเสนอรายการค่าความนิยมและเลือกมาใช้เป็นกลุ่มตัวอย่าง นอกจากนี้ยังพบข้อบัญญัติที่มีความหมายเช่นเดียวกับค่าความนิยมในชื่อ ส่วนเกินเงินลงทุนที่สูงกว่ามูลค่าตามบัญชี ที่กลุ่มตัวอย่างได้เปิดเผยไว้ภายใต้ข้อบัญญัตินี้เป็นอันดับรองลงมาจำนวน 14 บริษัทหรือร้อยละ 18.42 ของจำนวนบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่าง ส่วน 8 บริษัทที่เหลือได้ใช้ข้อบัญญัติในรูปแบบอื่น ๆ เช่น เงินลงทุนในบริษัทย่อยส่วนที่เกินมูลค่าสุทธิตามบัญชี ส่วนเกินมูลค่าตามบัญชีของเงินลงทุนในบริษัทย่อย และส่วนเกินของราคาทุนที่สูงกว่ามูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิ เป็นต้น

นอกจากนี้ลักษณะการเปิดเผยมูลค่าของค่าความนิมนั้นก็มีความแตกต่างกันไปด้วยเช่นกัน โดยมีรูปแบบการเปิดเผยตามที่แสดงไว้ในตารางที่ 8 คือ

ตารางที่ 8 ลักษณะการเปิดเผยรายการค่าความนิยม

หัวข้อ	งบการเงิน					
	งบดุล		หมายเหตุประกอบงบการเงิน		รวม	
	จำนวน	%	จำนวน	%	จำนวน	%
สินทรัพย์ไม่มีตัวตน	21	27.63	30	39.48	51	67.11
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	5	6.58	14	18.42	19	25.00
สินทรัพย์อื่น	2	2.63	4	5.26	6	7.89
รวม	28	36.84	48	63.16	76	100.00

ค่าความนิยมส่วนใหญ่จะเปิดเผยภายใต้หัวข้อสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (Intangible Assets) จำนวน 51 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 67.11 ของบริษัทกลุ่มตัวอย่าง สามารถแยกได้เป็นการนำเสนอในงบดุลจำนวน 21 บริษัท และนำเสนอเป็นยอดรวมของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนพร้อมเปิดเผยรายละเอียดของค่าความนิยมไว้ในหมายเหตุประกอบงบการเงินอีก 30 บริษัท รองลงมาคือการเปิดเผยภายใต้หัวข้อสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน (Non-Current Assets) จำนวน 19 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 25 ของกลุ่มบริษัทตัวอย่าง โดยนำเสนอไว้ในงบดุลหรือแสดงเป็นยอดรวมเอาไว้และเปิดเผยรายละเอียดในหมายเหตุประกอบงบการเงิน จำนวน 5 และ 14 บริษัท ตามลำดับ ส่วนอันดับสุดท้ายคือเปิดเผยไว้ภายใต้หัวข้อสินทรัพย์อื่น (Other Assets) จำนวน 6 บริษัท นำเสนอไว้ในงบดุล 2 บริษัท และแสดงเป็นยอดรวมพร้อมเปิดเผยรายละเอียดค่าความนิยมไว้ในหมายเหตุประกอบงบการเงินอีก 4 บริษัท

ผู้วิจัยได้การแจกแจงกลุ่มตัวอย่างออกเป็นกลุ่มและหมวดอุตสาหกรรมตามสำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้กำหนดเอาไว้ โดยจำแนกตามปีที่ศึกษาตามที่แสดงไว้ในตารางที่ 9 ดังนี้

ตารางที่ 9 จำนวนกลุ่มตัวอย่างตามกลุ่มและหมวดอุตสาหกรรมจำแนกรายปี

กลุ่มและหมวดอุตสาหกรรม	ปี				รวม
	2543	2544	2545	2546	
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร					
1.1 หมวดธุรกิจการเกษตร	4	4	4	4	16
1.2 หมวดอาหารและเครื่องดื่ม	8	8	7	6	29
รวม	12	12	11	10	45
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค					
2.1 หมวดแฟชั่น	3	3	3	2	11
2.2 หมวดของใช้ในครัวเรือน	1	1	1	2	5
2.3 หมวดของใช้ส่วนตัวและ เวชภัณฑ์	2	2	2	2	8
รวม	6	6	6	6	24
3. กลุ่มวัสดุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม					
3.1 หมวดยานยนต์	-	-	-	1	1
3.2 หมวดเครื่องมือและเครื่องจักร	-	-	-	-	-
3.3 หมวดกระดาษและ วัสดุการพิมพ์	-	-	-	-	-
3.4 หมวดปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	3	3	3	3	12
3.5 หมวดบรรจุภัณฑ์	3	2	1	1	7
รวม	6	5	4	5	20
4. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง					
4.1 หมวดวัสดุก่อสร้าง	2	1	1	2	6
4.2 หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์	3	2	3	4	12
รวม	5	3	4	6	18
5. กลุ่มทรัพยากร					
5.1 หมวดพลังงานและ สาธารณูปโภค	4	4	4	5	17
5.2 หมวดเหมืองแร่	-	-	-	-	-
รวม	4	4	4	5	17

ตารางที่ 9 (ต่อ) จำนวนกลุ่มตัวอย่างตามกลุ่มและหมวดอุตสาหกรรมจำแนกรายปี

กลุ่มและหมวดอุตสาหกรรม	ปี				รวม
	2543	2544	2545	2546	
6. กลุ่มบริการ					
6.1 หมวดพาณิชย์	3	3	4	5	15
6.2 หมวดบันเทิงและสันทนาการ	3	3	5	6	17
6.3 หมวดการแพทย์	-	-	-	1	1
6.4 หมวดโรงแรมและบริการ					
การท่องเที่ยว	3	4	5	5	17
6.5 หมวดการพิมพ์และสิ่งพิมพ์	2	3	2	2	9
6.6 หมวดบริการเฉพาะกิจ	1	1	1	1	4
6.7 หมวดขนส่งและโลจิสติกส์	2	1	1	1	5
รวม	14	15	18	21	68
7. กลุ่มเทคโนโลยี					
7.1 หมวดสื่อสาร	5	5	6	7	23
7.2 หมวดเครื่องใช้ไฟฟ้าและ					
คอมพิวเตอร์	1	-	-	-	1
7.3 หมวดชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	2	2	2	2	8
รวม	8	7	8	9	32
รวมกลุ่มตัวอย่างจาก 7 อุตสาหกรรม	55	52	55	62	224

เมื่อจำแนกข้อมูลออกตามกลุ่มและหมวดอุตสาหกรรมช่วงปี พ. ศ. 2543 - 2546 ในภาพรวมพบว่ากลุ่มบริการมีจำนวนข้อมูลค่าความนิยมมากที่สุดคือ 68 ข้อมูล เนื่องจากมีหมวดย่อยภายในกลุ่มนี้ทั้งสิ้น 7 หมวดจึงทำให้มีบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมประเภทนี้มีอยู่จำนวนมากเมื่อเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ รองลงมาคือกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารและกลุ่มเทคโนโลยี โดยมีข้อมูลทั้งสิ้น 45 ข้อมูล และ 32 ข้อมูล ตามลำดับ

หากพิจารณาตามหมวดอุตสาหกรรมของกลุ่มตัวอย่างแล้ว พบว่าในหมวดอาหารและเครื่องดื่มมีจำนวนข้อมูลค่าความนิยมมากที่สุด จำนวน 29 ข้อมูล ถัดมาคือหมวดสื่อสาร

จำนวน 23 ข้อมูล ส่วนอันดับที่สามคือหมวดพลังงานและสาธารณูปโภค หมวดบันเทิงและ
สันทนาการ หมวดโรงแรมและบริการการท่องเที่ยว ที่มีข้อมูลเท่ากันคือ 17 ข้อมูล

นอกจากนี้ยังพบว่าในหมวดเครื่องมือและเครื่องจักร หมวดกระดาษและวัสดุการพิมพ์
และหมวดเหมืองแร่ ไม่พบรายการค่าความนิยมแสดงเอาไว้ในงบการเงินของกิจการ ระหว่างปีที่
ศึกษา

ในตารางที่ 10 เป็นการสรุปสถิติเชิงพรรณนาของค่าความนิยม เพื่อศึกษาถึงสัดส่วนค่า
ความนิยมที่แสดงไว้เป็นหนึ่งบัญชีในยอดสินทรัพย์รวม โดยต้องการให้ข้อมูลสามารถเปรียบเทียบ
กันได้ระหว่างอุตสาหกรรมมากกว่าการนำเสนอด้วยจำนวนค่าความนิยมสุทธิทั้งจำนวน (ศิริดา
นวลประดิษฐ์, 2547; Durall et al., 1992) ดังนั้นผู้วิจัยจึงปรับข้อมูลให้อยู่ในรูปสัดส่วนร้อยละ
ของค่าความนิยมเมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวม โดยแสดงค่าต่ำสุด (Min) ค่าสูงสุด (Max) ค่าเฉลี่ย
(Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) ในแต่ละปีที่ทำการศึกษา ดังนี้



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 10 สถิติเชิงพรรณนาของค่าความนิยมต่อสินทรัพย์รวมแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมจำแนกตามปี

หน่วย : %

กลุ่มอุตสาหกรรม	ปี 2543 (n = 55)				ปี 2544 (n = 52)				ปี 2545 (n = 55)				ปี 2546 (n = 62)			
	Min	Max	Mean	S.D.	Min	Max	Mean	S.D.	Min	Max	Mean	S.D.	Min	Max	Mean	S.D.
1. เกษตรและ อุตสาหกรรมอาหาร	0.074	6.130	1.278	1.727	0.056	6.422	1.116	1.769	0.044	6.642	1.046	1.914	0.018	6.213	1.478	2.290
2. สินค้าอุปโภค บริโภค	0.071	4.781	1.441	1.766	0.049	3.937	1.033	1.506	0.004	2.571	0.701	1.002	0.002	1.209	0.552	0.527
3. วัสดุดิบและ สินค้าอุตสาหกรรม	0.093	2.546	1.428	0.873	0.954	2.030	1.427	0.462	0.671	1.622	1.028	0.431	0.394	8.410	2.189	3.492
4. อสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง	0.005	9.099	1.996	3.985	0.666	6.404	2.634	3.266	0.003	4.377	1.379	2.018	0.000*	25.915	7.122	10.465
5. ทรัพยากร	0.029	5.504	2.664	2.342	1.919	4.690	3.388	1.161	0.618	5.097	2.807	1.889	0.356	21.497	6.300	8.613
6. บริการ	0.011	30.046	5.328	9.919	0.007	29.882	5.334	9.404	0.001	27.656	4.704	8.461	0.010	23.910	4.133	6.942
7. เทคโนโลยี	0.036	5.744	1.234	2.000	0.125	12.281	3.097	4.538	0.096	9.918	2.056	3.361	0.004	9.378	2.876	3.739
รวม	0.005	30.046	2.503	5.438	0.007	29.882	2.882	5.590	0.001	27.656	2.503	5.283	0.000*	25.915	3.483	6.072

* เกิดจากการบิดเบือนความนิยมของ 0.0004

โดยที่ n = จำนวนชุดข้อมูล

Min = ค่าต่ำสุด

Max = ค่าสูงสุด

Mean = ค่าเฉลี่ย

S.D. = ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

จากการแจกแจงสัดส่วนค่าความนิยมต่อสินทรัพย์รวมในตารางที่ 10 พบค่าความนิยมที่มีความหลากหลายในแต่ละอุตสาหกรรมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยอยู่ระหว่าง 0.0004 - 30.046% ของยอดสินทรัพย์รวมในช่วงปี พ. ศ. 2543 - 2546 มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.0004% ของสินทรัพย์รวม ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างปี 2546 ส่วนค่าสูงสุด (Maximum) จะอยู่ในกลุ่มบริการปี พ. ศ. 2543 ซึ่งเท่ากับ 30.046% ของสินทรัพย์รวม ซึ่งเป็นผลสืบเนื่องจากการเปลี่ยนแปลงมาตรฐานการบัญชีที่เกี่ยวข้องกับค่าความนิยมจากฉบับที่ 20 มาเป็นฉบับที่ 43 ในปี พ. ศ. 2543 โดยให้เปลี่ยนจากการรับรู้ค่าความนิยมโดยการปรับปรุงไว้ในส่วนของผู้ถือหุ้นมาบันทึกเป็นสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและตัดจำหน่ายตามวิธีเส้นตรง

แนวโน้มของสัดส่วนร้อยละค่าความนิยมต่อสินทรัพย์รวมตามกลุ่มอุตสาหกรรมในแต่ละปี พบว่ากลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มวัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนดังกล่าวในช่วง 4 ปี เปลี่ยนแปลงไม่มากนัก จากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ในช่วง 0.43 - 3.49 ที่แสดงไว้ เนื่องจาก 3 กลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีขนาดตัวอย่างค่อนข้างคงที่ การเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนค่าความนิยมจึงเกิดจากการตัดจำหน่ายค่าความนิยมนั้นตามอายุการให้ประโยชน์ที่ได้กำหนดไว้

ในส่วนของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มเทคโนโลยีนั้น สัดส่วนค่าความนิยมต่อสินทรัพย์รวมมีแนวโน้มค่อนข้างเพิ่มขึ้นในช่วงปีที่ศึกษา เนื่องจาก 3 กลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าว มียอดค่าความนิยมใหม่เกิดขึ้นจากการรวมธุรกิจในช่วงปี พ. ศ. 2545 - 2546 หลายแห่งประกอบกับการออกจากกลุ่มฟื้นฟูกิจการของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่เป็นผลมาจากภาวะวิกฤตเศรษฐกิจในช่วงปี พ. ศ. 2540

สุดท้ายคือกลุ่มบริการ ได้พบว่าสัดส่วนค่าความนิยมต่อสินทรัพย์รวมมีความแตกต่างกันอย่างมาก สังเกตได้จากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่สูงอยู่เสมอในทุก ๆ ปี แต่ค่าเฉลี่ยในภาพรวมทั้ง 4 ปีค่อนข้างคงที่ เพราะกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวมีหลายหมวดอุตสาหกรรม ตัวอย่างที่รวบรวมได้ในอุตสาหกรรมนี้จึงมีมากที่สุด อีกทั้งในปี พ. ศ. 2545 - 2546 ได้มีบริษัทจดทะเบียนเข้ามาใหม่พร้อมกับมีค่าความนิยมเปิดเผยไว้ในงบการเงินหลายแห่งในกลุ่มนี้ อัตราส่วนค่าความนิยมต่อสินทรัพย์รวมจึงเพิ่มมากขึ้นด้วยเช่นกัน และค่าสูงสุดของสัดส่วนดังกล่าวที่แสดงไว้มักปรากฏอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้

ตารางที่ 11 เป็นการสรุปสถิติเชิงพรรณนาของการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ ก่อนหัก ดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (Δ EBITDA) การเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Δ CFO) ซึ่งเป็นตัวแปรตามที่ใช้วัดผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดของกิจการในอนาคตตามลำดับ เพื่อต้องการทราบถึงปริมาณ ทิศทางการเปลี่ยนแปลงของ ตัวแปรตามใน 2 ตัวแบบการวิจัย ซึ่งแสดงรายละเอียดไว้ในรูปของค่าต่ำสุด (Min) ค่าสูงสุด (Max) ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.)



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 11 สถิติเชิงพรรณนาของผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดของกิจการในขนาดในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมจำแนกตามปี

หน่วย : ล้านบาท

กลุ่ม อุตสาหกรรม	ปี 2544 (n = 55)				ปี 2545 (n = 52)				ปี 2546 (n = 55)				ปี 2547 (n = 62)			
	Min	Max	Mean	S.D.	Min	Max	Mean	S.D.	Min	Max	Mean	S.D.	Min	Max	Mean	S.D.
1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร																
Δ EBITDA	-262.6	872.6	159.6	339.1	-1157.9	272.7	-105.2	367.5	-1472.0	728.6	-27.2	493.6	-772.8	605.5	-115.3	367.4
Δ CFO	-1890.1	4463.7	286.9	1466.9	-1621.1	3024.0	174.1	1014.9	-3762.7	142.6	-391.9	1067.4	-2118.7	4471.9	-10.4	1488.6
2. สินค้าอุปโภคบริโภค																
Δ EBITDA	-49.6	585.8	101.2	226.8	-2353.1	370.7	-278.5	928.2	-368.1	149.0	4.1	172.8	-14.0	1036.1	206.1	371.7
Δ CFO	-41.6	356.8	121.0	165.6	-266.2	256.9	60.6	165.2	-321.2	94.8	-63.1	152.7	-543.5	292.7	-35.6	261.2
3. วัสดุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม																
Δ EBITDA	-24.1	436.9	142.7	178.1	-81.0	1258.9	210.2	471.9	-9.9	328.0	100.2	120.7	-130.6	1776.4	327.3	690.9
Δ CFO	-748.7	166.3	-107.7	302.8	21.8	611.6	279.7	229.7	-145.9	461.6	119.4	250.9	-214.9	625.7	120.0	414.2
4. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง																
Δ EBITDA	234.1	1402.9	699.7	520.0	-12318.2	4636.8	-784.4	4920.0	-198.5	12228.0	2640.8	4391.9	-56.2	19575.0	2718.6	6825.3
Δ CFO	-606.9	3288.5	339.8	1217.1	-2767.0	3691.6	120.2	1775.3	-1892.4	4284.5	754.4	1933.6	-1624.5	15030.3	2005.4	5366.0

โดยที่ n = จำนวนข้อมูล

Min = ค่าต่ำสุด

Max = ค่าสูงสุด

Mean = ค่าเฉลี่ย

S.D. = ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

Δ EBITDA = การเปลี่ยนแปลงของกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย

Δ CFO = การเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

ตารางที่ 11 (ต่อ) สถิติเชิงพรรณนาของผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดของกิจการในภาคในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมจำแนกตามปี

หน่วย : ล้านบาท

กลุ่ม อุตสาหกรรม	ปี 2544 (n = 55)				ปี 2545 (n = 52)				ปี 2546 (n = 55)				ปี 2547 (n = 62)			
	Min	Max	Mean	S.D.	Min	Max	Mean	S.D.	Min	Max	Mean	S.D.	Min	Max	Mean	S.D.
5. ทรัพยากร																
Δ EBITDA	51.1	10849.5	2773.6	4600.0	-985.9	50000.4	8172.4	20497.7	-59.9	17094.0	3562.5	6847.2	-2147.4	32206.6	5116.8	13303.8
Δ CFO	-113.6	17244.4	3135.7	6937.9	-766.2	12790.5	2224.7	5197.9	-63.7	23044.5	4857.4	10177.8	75.73	4756.0	1276.8	2007.4
6. บริการ																
Δ EBITDA	-1332.6	4855.4	255.7	1066.6	-435.4	1740.9	267.2	502.6	-543.4	3326.3	259.8	698.6	-288.5	4345.8	439.8	1038.7
Δ CFO	-1054.0	629.0	-39.7	314.2	-357.4	1904.9	181.6	529.0	-1102.5	3226.9	288.4	811.1	-1682.3	3856.6	519.5	1115.5
7. เทคโนโลยี																
Δ EBITDA	-1825.1	3258.0	403.6	1451.4	-2543.7	2007.9	-205.7	1393.3	-1203.2	6420.9	1436.8	2284.8	-555.6	4333.3	1027.9	1643.3
Δ CFO	-2346.6	5405.0	482.4	2068.6	-6391.4	10434.4	171.8	4107.4	-499.7	18340.2	2405.4	5666.9	-2626.9	679.0	-349.7	1012.1
รวม																
Δ EBITDA	-1825.1	10849.5	446.1	1523.9	-12318.2	50000.4	608.6	6021.1	-1472.0	17094.0	838.7	2663.9	-2147.4	32206.6	999.5	4356.6
Δ CFO	-2346.6	17244.4	384.0	2223.5	-6391.4	12790.5	331.8	2166.7	-3762.7	23044.5	758.5	3489.3	-2627.0	15030.3	431.7	2077.0

โดยที่ n = จำนวนข้อมูล

Min = ค่าต่ำสุด

Max = ค่าสูงสุด

Mean = ค่าเฉลี่ย

S.D. = ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

Δ EBITDA = การเปลี่ยนแปลงของกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย

Δ CFO = การเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

การเปลี่ยนแปลงของกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Δ EBITDA) ในภาพรวมของกลุ่มตัวอย่าง โดยเฉลี่ยทั้ง 4 ปี มีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยมีระดับการเปลี่ยนแปลงโดยเฉลี่ยประมาณ 400 - 1,000 ล้านบาท มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -12,318.2 ล้านบาท ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างปี 2545 และค่าสูงสุดที่มีมากถึง 50,000.4 ล้านบาท ของกลุ่มทรัพยากรในปีเดียวกัน ส่งผลทำให้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่ามากตามไปด้วย

หากพิจารณาแยกตามรายอุตสาหกรรมพบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่มีการเปลี่ยนแปลงของกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Δ EBITDA) โดยเฉลี่ยประมาณ 4 - 440 ล้านบาท มีทิศทางการเปลี่ยนแปลงมีทั้งเพิ่มขึ้นและลดลงสลับกันไป ยกเว้นกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มเทคโนโลยีที่มีการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายอยู่ในปริมาณค่อนข้างสูง โดยเฉลี่ยประมาณ 700 - 8,000 ล้านบาท เนื่องจากค่าสูงสุดในกลุ่มอุตสาหกรรมทั้ง 3 เพิ่มขึ้นอย่างมาก จากการออกจากกลุ่มฟื้นฟูกิจการหลายบริษัทตามมาตรการการฟื้นฟูธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ของรัฐบาลหลังวิกฤตเศรษฐกิจในปี พ. ศ. 2540 ผสมกับการเพิ่มขึ้นของอุปสงค์ในปริมาณการซื้อที่อยู่อาศัยของผู้บริโภคระดับกลางของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ ทำให้การเติบโตมีค่อนข้างมาก ส่วนอุตสาหกรรมทรัพยากรเกิดจากการจดทะเบียนเข้ามาใหม่ของบริษัทขนาดใหญ่ในหมวดพลังงานและสาธารณูปโภคในปลายปี พ. ศ. 2544 ส่วนกลุ่มเทคโนโลยีที่มีการเติบโตอย่างต่อเนื่องค่อนข้างสูงจากหมวดสื่อสารโดยเฉพาะในปี พ. ศ. 2546 เนื่องจากการขยายตัวของภาวะเศรษฐกิจทำให้ผู้บริโภคมีกำลังซื้อเพิ่มมากขึ้น (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2547; มารวย ผดุงสิทธิ์, 2548) ด้วยเหตุนี้ทำให้ค่าเฉลี่ยของทั้ง 3 อุตสาหกรรมดังกล่าวเกิดการเปลี่ยนแปลงมากตามไปด้วยเช่นกัน

ปริมาณการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Δ CFO) มีความหลากหลายกันไปในแต่ละอุตสาหกรรม สามารถแยกออกได้เป็น 3 ประเภท คือ ประเภทแรกมีปริมาณการเปลี่ยนแปลงน้อยโดยเฉลี่ยอยู่ในช่วง 36 - 280 ล้านบาท ได้แก่ กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มวัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม ประเภทที่ 2 มีระดับการเปลี่ยนแปลงปานกลางในช่วง 280 - 2,000 ล้านบาท ประกอบด้วย กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มบริการ ส่วนประเภทสุดท้ายคือมีระดับการเปลี่ยนแปลงค่อนข้างมาก คือตั้งแต่ 2,000 ล้านบาทขึ้นไป คือ กลุ่มทรัพยากรและกลุ่มเทคโนโลยี

การเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่มีความหลากหลายไปนั้น ขึ้นอยู่กับลักษณะการดำเนินงานในแต่ละอุตสาหกรรมที่ต้องดำรงสภาพคล่องในการดำเนินงานแตกต่างกันไป ทำให้ค่าการเปลี่ยนแปลงที่ได้มีความแตกต่างกันอย่างมาก โดยค่าต่ำสุดของการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานคือ -6,391.4 ล้านบาท อยู่ในกลุ่มเทคโนโลยี ปี พ. ศ. 2545 และค่าสูงสุดอยู่ที่ 23,044.5 ล้านบาท ในกลุ่มทรัพยากรของปี พ. ศ. 2546

4.2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน

ผู้วิจัยได้แบ่งผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานออกเป็น 2 ส่วน คือ

ส่วนที่ 1 การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficients of Correlations)

การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) เพื่อตรวจสอบทิศทางและระดับความสัมพันธ์เบื้องต้นระหว่างตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษาคั้งนี้ ประกอบด้วย การเปลี่ยนแปลงของกำไร (ขาดทุน) ก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย ($\Delta EBITDA$) การเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (ΔCFO) ค่าความนิยม (GW) ซึ่ง 3 ตัวแปรดังกล่าวได้ปรับให้อยู่ภายใต้ฐานสินทรัพย์รวมของกิจการเพื่อลดความแตกต่างระหว่างขนาดและค่าความแปรปรวนของข้อมูล ให้เป็นการเปลี่ยนแปลงของกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อสินทรัพย์รวม ($\Delta EBITDA_{t+T}/TA_t$) การเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม ($\Delta CFO_{t+T}/TA_t$) และค่าความนิยมต่อสินทรัพย์รวม (GW_t/TA_t) ตามลำดับ พร้อมทั้งตัวแปรควบคุมอื่น ๆ ที่นำมาร่วมวิเคราะห์ คือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (MKT/BOOK_t) อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ (LEVER_t) และประเภทอุตสาหกรรม (INDUS_t)

ผู้วิจัยได้นำเสนอผลการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ตามค่าของตัวแปรตาม คือ ผลการดำเนินงานในอนาคตซึ่งวัดด้วยการเปลี่ยนแปลงของกำไร (ขาดทุน) ก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย ($\Delta EBITDA$) และกระแสเงินสดในอนาคตวัดด้วยการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (ΔCFO) ในตารางที่ 12 และ 13 ตามลำดับ ดังนี้

ตารางที่ 12 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับผลการดำเนินงานในอนาคต*

Pearson's Correlation Coefficient (p-value)				
ปีที่ t + 1 (n = 200)				
Variables	$\Delta\text{EBITDA}_{t+1}/\text{TA}_t$	GW_t/TA_t	MKT/BOOK_t	LEVER_t
$\Delta\text{EBITDA}_{t+1}/\text{TA}_t$	1.000	.	.	.
GW_t/TA_t	0.161 (0.023)	1.000	.	.
MKT/BOOK_t	0.170 (0.016)	0.245 (0.000)	1.000	.
LEVER_t	0.236 (0.001)	-0.105 (0.137)	0.204 (0.004)	1.000
ปีที่ t + 2 (n = 144)				
Variables	$\Delta\text{EBITDA}_{t+2}/\text{TA}_t$	GW_t/TA_t	MKT/BOOK_t	LEVER_t
$\Delta\text{EBITDA}_{t+2}/\text{TA}_t$	1.000	.	.	.
GW_t/TA_t	0.261 (0.002)	1.000	.	.
MKT/BOOK_t	0.043 (0.612)	0.218 (0.009)	1.000	.
LEVER_t	0.166 (0.047)	-0.115 (0.169)	0.050 (0.549)	1.000
ปีที่ t + 3 (n = 92)				
Variables	$\Delta\text{EBITDA}_{t+3}/\text{TA}_t$	GW_t/TA_t	MKT/BOOK_t	LEVER_t
$\Delta\text{EBITDA}_{t+3}/\text{TA}_t$	1.000	.	.	.
GW_t/TA_t	0.197 (0.060)	1.000	.	.
MKT/BOOK_t	0.223 (0.032)	0.094 (0.374)	1.000	.
LEVER_t	0.101 (0.337)	-0.124 (0.240)	0.053 (0.616)	1.000

ตารางที่ 12 (ต่อ) ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับผลการดำเนินงานในอนาคต*

* การประมวลผลได้นำตัวแปรประเภทอุตสาหกรรม (INDUS) ซึ่งเป็นตัวแปรเทียม (Dummy Variables) ร่วมในการวิเคราะห์ แต่มิได้นำเสนอและรายงานผลของตัวแปรดังกล่าว เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เป็นการตรวจสอบความสัมพันธ์เบื้องต้นของตัวแปรเชิงปริมาณเท่านั้น

โดยที่ n = จำนวนข้อมูล ภายหลังจากตัดจุดข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์และค่าผิดปกติ (Outliers) 5% ตามวิธีของ Swanson, Rees และ Juarez-Valdes (2003)

ตัวแปรประกอบด้วย :

$\Delta EBITDA_{t,\tau}/TA_t$	คือ	การเปลี่ยนแปลงของกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย ณ วันสิ้นงวดบัญชีของปีที่ $t + \tau$ ($\tau = 1, 2, 3$) ต่อสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
GW/TA_t	คือ	ค่าความนิยมต่อสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
$MKT/BOOK_t$	คือ	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ณ วันสิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
$LEVER_t$	คือ	อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ ณ วันสิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
t	คือ	ปีที่ใช้ศึกษาในช่วง พ. ศ. 2543 - 2546 ภายใต้อบรมเขตงานวิจัยในปี พ.ศ. 2543 - 2547

จากตารางที่ 12 พบว่าค่าความนิยมเป็นตัวแปรอธิบายที่สนใจศึกษาครั้งนี้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตที่เป็นตัวแปรตามของงานวิจัยในครั้งนี้ซึ่งวัดด้วยการเปลี่ยนแปลงของกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย ตลอดทั้ง 3 ปี ซึ่งมีระดับความสัมพันธ์ 0.161 ในปีที่ $t + 1$ 0.261 และ 0.197 ในปีที่ $t + 2$ และ $t + 3$ ตามลำดับ

ในส่วนของตัวแปรอิสระถึงแม้จะพบความสัมพันธ์ระหว่างกันอย่างมีนัยสำคัญจากค่าสถิติที่ทดสอบแบบ 2 ทาง (2-tailed) ที่น้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดไว้ (Significant Level) คือ 0.05 แต่ระดับความสัมพันธ์หรือค่า r ของตัวแปรอิสระดังกล่าวนั้นไม่มากพอที่จะก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity ขึ้น (ค่า r ไม่เข้าใกล้ 1 เมื่อ $-1 < r < 1$)

ตารางที่ 13 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับกระแสเงินสดในอนาคต*

Pearson's Correlation Coefficient (p-value)				
ปีที่ t + 1 (n = 200)				
Variables	$\Delta\text{CFO}_{t+1}/\text{TA}_t$	GW_t/TA_t	MKT/BOOK_t	LEVER_t
$\Delta\text{CFO}_{t+1}/\text{TA}_t$	1.000	.	.	.
GW_t/TA_t	-0.022 (0.761)	1.000	.	.
MKT/BOOK_t	0.086 (0.224)	0.248 (0.000)	1.000	.
LEVER_t	0.089 (0.208)	-0.108 (0.128)	0.170 (0.016)	1.000
ปีที่ t + 2 (n = 144)				
Variables	$\Delta\text{CFO}_{t+2}/\text{TA}_t$	GW_t/TA_t	MKT/BOOK_t	LEVER_t
$\Delta\text{CFO}_{t+2}/\text{TA}_t$	1.000	.	.	.
GW_t/TA_t	0.014 (0.871)	1.000	.	.
MKT/BOOK_t	0.111 (0.187)	0.208 (0.012)	1.000	.
LEVER_t	0.040 (0.636)	-0.132 (0.115)	0.169 (0.042)	1.000
ปีที่ t + 3 (n = 92)				
Variables	$\Delta\text{CFO}_{t+3}/\text{TA}_t$	GW_t/TA_t	MKT/BOOK_t	LEVER_t
$\Delta\text{CFO}_{t+3}/\text{TA}_t$	1.000	.	.	.
GW_t/TA_t	0.103 (0.327)	1.000	.	.
MKT/BOOK_t	0.063 (0.550)	0.149 (0.156)	1.000	.
LEVER_t	0.093 (0.376)	-0.158 (0.132)	0.192 (0.067)	1.000

ตารางที่ 13 (ต่อ) ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับกระแสเงินสดในอนาคต*

* การประมวลผลได้นำตัวแปรประเภทอุตสาหกรรม (INDUS) ซึ่งเป็นตัวแปรเทียม (Dummy Variables) ร่วมในการวิเคราะห์ แต่มิได้นำเสนอและรายงานผลของตัวแปรดังกล่าว เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เป็นการตรวจสอบความสัมพันธ์เบื้องต้นของตัวแปรเชิงปริมาณเท่านั้น

โดยที่ n = จำนวนข้อมูล ภายหลังจากตัดจุดข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์และค่าผิดปกติ (Outliers) 5% ตามวิธีของ Swanson, Rees และ Juarez-Valdes (2003)

ตัวแปรประกอบด้วย :

$\Delta CFO_{t+\tau}/TA_t$	คือ	การเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ณ วันสิ้นงวดบัญชีในปีที่ $t + \tau$ ($\tau = 1, 2, 3$) ต่อสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
GW_t/TA_t	คือ	ค่าความนิยมต่อสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
$MKT/BOOK_t$	คือ	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ณ วันสิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
$LEVER_t$	คือ	อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ ณ วันสิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
t	คือ	ปีที่ใช้ศึกษาในช่วง พ. ศ. 2543 - 2546 ภายใต้ออบเขตงานวิจัยของปี พ.ศ. 2543 - 2547

จากตารางที่ 13 พบว่าค่าความนิยมเป็นตัวแปรอธิบายที่สนใจศึกษาครั้งนี้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกระแสเงินสดในอนาคตที่เป็นตัวแปรตามของงานวิจัยในครั้งนี้ซึ่งวัดด้วยการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เฉพาะปีที่ $t + 2$ และ $t + 3$ แต่มีความสัมพันธ์เชิงลบในปีที่ $t + 1$ โดยมีระดับความสัมพันธ์ -0.022 ในปีที่ $t + 1$ 0.014 และ 0.103 ในปีที่ $t + 2$ และ $t + 3$ ตามลำดับ

ในส่วนของตัวแปรอิสระ ถึงแม้จะพบความสัมพันธ์ระหว่างกันอย่างมีนัยสำคัญจากค่าสถิติที่ทดสอบแบบ 2 ทาง (2-tailed) ที่น้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดไว้ (Significant Level) คือ 0.05 แต่ระดับความสัมพันธ์หรือค่า r ของตัวแปรอิสระดังกล่าวนี้ไม่มีมากพอที่จะก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity ขึ้น (ค่า r ไม่เข้าใกล้ 1 เมื่อ $-1 < r < 1$)

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์นี้ เป็นเพียงการทดสอบถึงทิศทางและความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามในเบื้องต้นรวมถึงการตรวจสอบความเป็นอิสระของตัวแปรที่ใช้เท่านั้น กอนำไปวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุเพื่อทดสอบสมมติฐานในส่วนที่ 2 ต่อไป

ส่วนที่ 2 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

เป็นการทดสอบถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระตั้งแต่ 2 ตัวขึ้นไปกับตัวแปรตาม เพื่อทดสอบสมมติฐานของการวิจัยที่ได้กำหนดไว้ คือ

ทดสอบสมมติฐานที่ 1 H_1 : ค่าความนิยมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการในอนาคต

ทดสอบสมมติฐานที่ 2 H_2 : ค่าความนิยมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกระแสเงินสดของกิจการในอนาคต

1. ทดสอบความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานของกิจการในอนาคต

การทดสอบสมมติฐานที่ 1 ตามสมการที่ 9 นั้นได้แบ่งการวิเคราะห์ค่าความนิยมอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ และประเภทอุตสาหกรรมกับผลการดำเนินงานของกิจการในอนาคตข้างหน้า 3 ปี โดยนำเสนอแบบจำแนกตามปี ได้ดังนี้

1.1 ความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานของกิจการในอนาคตปีที่ $t + 1$

ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานของกิจการในอนาคตปีที่ $t + 1$ นั้นได้มีการตัดชุดข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outliers) ของตัวแปรตามออกก่อน 5% เพื่อให้ความสัมพันธ์ของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระอยู่ในรูปเชิงเส้น และเป็นวิธีการที่ใช้โดย Swanson, Rees และ Juarez-Valdes (2003) ก่อนการหาค่าสัมประสิทธิ์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์โดยจากจำนวนข้อมูลที่น่ามาวิเคราะห์ 224 ข้อมูล พบค่าผิดปกติและทำการตัดออกจำนวน 24 ข้อมูล คือสูงผิดปกติ 12 ข้อมูล และต่ำผิดปกติอีก 12 ข้อมูล จึงเหลือข้อมูลสำหรับการวิเคราะห์จำนวน 200 ข้อมูล ซึ่งได้ผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 14 ดังนี้

ตารางที่ 14 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานในขนาดปีที่ t + 1

$$\begin{aligned} \text{ตัวแบบที่ 1.1} \quad \Delta \text{EBITDA}_{t+1} / \text{TA}_t &= \alpha_0 + \alpha_1 (\text{GW}_t / \text{TA}_t) + \alpha_2 (\text{MKT} / \text{BOOK})_t \\ &+ \alpha_3 \text{LEVER}_t + \alpha_4 \text{INDUS1}_t + \alpha_5 \text{INDUS2}_t \\ &+ \alpha_6 \text{INDUS3}_t + \alpha_7 \text{INDUS4}_t + \alpha_8 \text{INDUS5}_t \\ &+ \alpha_9 \text{INDUS6}_t + \eta_t \end{aligned}$$

Variables	Coefficients (α)	t-statistic	p-value
(Constant)	-0.023	-1.772	0.078
$\text{GW}_t / \text{TA}_t$	0.126	1.998	0.047
$\text{MKT} / \text{BOOK}_t$	0.002	1.191	0.235
LEVER_t	0.049	3.399	0.001
INDUS1_t	-0.003	-0.250	0.803
INDUS2_t	0.019	1.430	0.154
INDUS3_t	0.017	1.292	0.198
INDUS4_t	0.034	2.366	0.019
INDUS5_t	0.008	0.577	0.565
INDUS6_t	0.012	1.190	0.235

$R^2 \text{adj} = 0.105$

F-statistic = 3.589

p-value < 0.001

โดยที่ n = 200 ข้อมูล หลังตัดค่าผิดปกติออก 5% จากค่าต่ำสุดและค่าสูงสุดของ 224 ข้อมูล

ตัวแปรอิสระประกอบด้วย :

$\text{GW}_t / \text{TA}_t$	คือ	ค่าความนิยมสุทธิต่อสินทรัพย์รวม ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
$\text{MKT} / \text{BOOK}_t$	คือ	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
LEVER_t	คือ	อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
INDUS1_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
INDUS2_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค
INDUS3_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มวัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม
INDUS4_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
INDUS5_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร
INDUS6_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มบริการ
t	คือ	ปีที่ใช้ศึกษาในช่วง พ. ศ. 2543 - 2546 ภายใต้ขอบเขตงานวิจัยในปี พ. ศ. 2543 - 2547

จากตารางที่ 14 ทดสอบถึงความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับผลการดำเนินงาน ในอนาคตของปีที่ $t + 1$ ในภาพรวมของตัวแบบพบค่า F-statistic ที่มีค่านัยสำคัญของการทดสอบน้อยกว่า 0.001 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดไว้คือ 0.05 แสดงว่าผลการดำเนินงานในอนาคตของปีที่ $t + 1$ นั้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวแปร และตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาตามตัวแบบนี้สามารถอธิบายผลการดำเนินงานในปีที่ $t + 1$ ได้ 10.5%

ผลการทดสอบในแต่ละตัวแปรอิสระพบว่า ค่าความนิยม (GW_i/TA_i) และอัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ (LEVER_i) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายในปีที่ $t + 1$ ($\Delta EBITDA_{t+1}/TA_t$) โดยมีค่า t-statistic เท่ากับ 1.998 และ 3.399 หรือนัยสำคัญจากการทดสอบสถิติเท่ากับ 0.047 และ 0.001 ตามลำดับ ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดเอาไว้คือ 0.05 แต่ในส่วนของอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (MKT/BOOK_i) และประเภทของอุตสาหกรรม (INDUS_i) นั้น ไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายในปีที่ $t + 1$ ($\Delta EBITDA_{t+1}/TA_t$) ด้วยค่านัยสำคัญจากการทดสอบสถิติที่มีมากกว่า 0.05 ทั้งสิ้น

เพราะฉะนั้นค่าความนิยมและอัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตของปีที่ $t + 1$ แต่ในส่วนของอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของปีดังกล่าว ซึ่งระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรเหล่านี้ไม่มีความแตกต่างกันในแต่ละประเภทอุตสาหกรรมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95%

1.2 ความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานของกิจการในอนาคตปีที่ $t + 2$

ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานของกิจการในอนาคตปีที่ $t + 2$ จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 162 ข้อมูล ได้พบข้อมูลจำนวน 2 ข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์ในส่วนของการดำเนินงานซึ่งเป็นตัวแปรตาม เนื่องจากการถูกจัดเข้ากลุ่มฟื้นฟูกิจการและถูกเพิกถอนหลักทรัพย์ จึงได้ตัดข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์ดังกล่าวออก รวมถึงตัดค่าผิดปกติ (Outliers) ของตัวแปรตามออกอีก 5% เพื่อให้ความสัมพันธ์ของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระอยู่ในรูปเชิงเส้น ซึ่งเป็นวิธีที่ใช้โดย Swanson, Rees และ Juarez-Valdes (2003) ก่อนการหาค่าสัมประสิทธิ์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรจากจำนวนข้อมูลที่สมบูรณ์ 160 ข้อมูล พบค่าผิดปกติและทำ

การตัดออกจำนวน 16 ข้อมูล คือสูงผิดปกติ 8 ข้อมูล และต่ำผิดปกติ 8 ข้อมูล จึงเหลือข้อมูลที่
สมบูรณ์สำหรับการวิเคราะห์จำนวน 144 ข้อมูล ได้ผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 15 ดังนี้



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 15 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานในขนาดปีที่ t + 2

$$\begin{aligned} \text{ตัวแบบที่ 1.2} \quad \Delta \text{EBITDA}_{t+2}/\text{TA}_t &= \alpha_0 + \alpha_1 (\text{GW}_t/\text{TA}_t) + \alpha_2 (\text{MKT}/\text{BOOK})_t \\ &+ \alpha_3 \text{LEVER}_t + \alpha_4 \text{INDUS1}_t + \alpha_5 \text{INDUS2}_t \\ &+ \alpha_6 \text{INDUS3}_t + \alpha_7 \text{INDUS4}_t + \alpha_8 \text{INDUS5}_t \\ &+ \alpha_9 \text{INDUS6}_t + \eta_t \end{aligned}$$

Variables	Coefficients (α)	t-statistic	p-value
(Constant)	0.002	0.120	0.905
GW_t/TA_t	0.252	3.260	0.001
MKT/BOOK_t	-0.002	-0.562	0.575
LEVER_t	0.039	2.226	0.028
INDUS1_t	-0.023	-1.645	0.102
INDUS2_t	0.007	0.399	0.691
INDUS3_t	-0.007	-0.410	0.682
INDUS4_t	0.028	1.445	0.151
INDUS5_t	0.000	-0.004	0.996
INDUS6_t	-0.002	-0.138	0.891

$R^2_{\text{adj}} = 0.116$

F-statistic = 3.093

p-value = 0.002

โดยที่ n = 144 ข้อมูล หลังตัดค่าผิดปกติออก 5% จากค่าต่ำสุดและค่าสูงสุดของ 160 ข้อมูล

ตัวแปรอิสระประกอบด้วย :

GW_t/TA_t	คือ	ค่าความนิยมสุทธิต่อสินทรัพย์รวม ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
MKT/BOOK_t	คือ	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
LEVER_t	คือ	อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
INDUS1_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
INDUS2_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค
INDUS3_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มวัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม
INDUS4_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
INDUS5_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร
INDUS6_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มบริการ
t	คือ	ปีที่ใช้ศึกษาในช่วง พ. ศ. 2543 - 2546 ภายใต้ขอบเขตงานวิจัยในปี พ. ศ. 2543 - 2547

จากตารางที่ 15 ทดสอบถึงความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับผลการดำเนินงาน ในอนาคตของปีที่ $t + 2$ ในภาพรวมของตัวแบบพบค่า F-statistic มีค่านัยสำคัญของการทดสอบ เท่ากับ 0.002 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดไว้คือ 0.05 แสดงว่าผลการดำเนินงานในอนาคตของปีที่ $t + 2$ นั้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวแปร และตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาตามตัวแบบนี้สามารถอธิบายผลการดำเนินงานในปีที่ $t + 2$ ได้ 11.60%

ผลการทดสอบในแต่ละตัวแปรอิสระพบว่า ค่าความนิยม (GW/TA_t) และ อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ (LEVER_t) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายในปีที่ $t + 2$ ($\Delta EBITDA_{t+2}/TA_t$) โดยมีค่า t-statistic เท่ากับ 3.260 และ 2.226 หรือนัยสำคัญจากการทดสอบสถิติเท่ากับ 0.001 และ 0.028 ตามลำดับ ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดเอาไว้คือ 0.05 แต่ในส่วนของอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (MKT/BOOK_t) และประเภทของอุตสาหกรรม (INDUS_t) นั้น ไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายในปีที่ $t + 2$ ($\Delta EBITDA_{t+2}/TA_t$) ด้วยค่านัยสำคัญจากการทดสอบสถิติที่มีมากกว่า 0.05 ทั้งสิ้น

เพราะฉะนั้นค่าความนิยมและอัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตของปีที่ $t + 2$ แต่อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีนั้น ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของปีดังกล่าว ซึ่งระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรเหล่านี้ไม่มีความแตกต่างกันในแต่ละประเภทอุตสาหกรรมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95%

1.3 ความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานของกิจการในอนาคตปีที่ $t + 3$

ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานของกิจการในอนาคตปีที่ $t + 3$ จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 107 ข้อมูล พบข้อมูลจำนวน 3 ข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์ในส่วนของผลการดำเนินงานที่เป็นตัวแปรตาม เนื่องจากถูกจัดให้เข้าไปอยู่ในกลุ่มพื้นที่ปฏิบัติการและถูกเพิกถอนหลักทรัพย์ จึงทำการตัดข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์ดังกล่าวออก รวมถึงข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outliers) ของตัวแปรตามออกอีก 5% เพื่อให้ความสัมพันธ์ของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระอยู่ในรูปเชิงเส้นซึ่งเป็นวิธีการที่ใช้โดย Swanson, Rees และ Juarez-Valdes (2003) ก่อนการหาค่าสัมประสิทธิ์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปร จากจำนวนข้อมูลที่สมบูรณ์ 104 ข้อมูล พบค่าผิดปกติและทำการตัดออกจำนวน 12 ข้อมูล คือสูงผิดปกติ 6 ข้อมูล และต่ำผิดปกติอีก 6 ข้อมูล

จึงเหลือข้อมูลที่สมบูรณ์สำหรับการวิเคราะห์จำนวน 92 ข้อมูล โดยได้ผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 16 ดังนี้



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 16 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานในขนาดปีที่ t + 3

$$\begin{aligned} \text{ตัวแบบที่ 1.3 } \Delta \text{EBITDA}_{t+3}/\text{TA}_t &= \alpha_0 + \alpha_1 (\text{GW}_t/\text{TA}_t) + \alpha_2 (\text{MKT}/\text{BOOK})_t \\ &+ \alpha_3 \text{LEVER}_t + \alpha_4 \text{INDUS1}_t + \alpha_5 \text{INDUS2}_t \\ &+ \alpha_6 \text{INDUS3}_t + \alpha_7 \text{INDUS4}_t + \alpha_8 \text{INDUS5}_t \\ &+ \alpha_9 \text{INDUS6}_t + \eta_t \end{aligned}$$

Variables	Coefficients (α)	t-statistic	p-value
(Constant)	0.010	0.519	0.605
GW_t/TA_t	0.170	1.993	0.050
MKT/BOOK_t	0.006	1.819	0.073
LEVER_t	0.019	0.944	0.348
INDUS1_t	-0.018	-1.066	0.289
INDUS2_t	0.007	0.386	0.700
INDUS3_t	-0.003	-0.161	0.873
INDUS4_t	0.017	0.806	0.423
INDUS5_t	0.009	0.415	0.679
INDUS6_t	-0.013	-0.853	0.396

$R^2_{\text{adj}} = 0.061$

F-statistic = 1.660

p-value = 0.112

โดยที่ n = 92 ข้อมูล หลังตัดค่าผิดปกติออก 5% จากค่าต่ำสุดและค่าสูงสุดของ 104 ข้อมูล

ตัวแปรอิสระประกอบด้วย :

GW_t/TA_t	คือ	สัดส่วนค่าความนิยมสุทธิต่อสินทรัพย์รวม ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
MKT/BOOK_t	คือ	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
LEVER_t	คือ	อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
INDUS1_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
INDUS2_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค
INDUS3_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มวัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม
INDUS4_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
INDUS5_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร
INDUS6_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มบริการ
t	คือ	ปีที่ใช้ศึกษาในช่วง พ.ศ. 2543 - 2546 ภายใต้ขอบเขตงานวิจัยในปี พ.ศ. 2543 - 2547

จากตารางที่ 16 ทดสอบถึงความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับผลการดำเนินงาน ในอนาคตของปีที่ $t + 3$ ในภาพรวมของตัวแบบพบค่า F-statistic มีค่านัยสำคัญของการทดสอบ เท่ากับ 0.112 และตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาตามตัวแบบนี้สามารถอธิบายผลการดำเนินงาน ในปีที่ $t + 3$ ได้เพียง 6.10% เท่านั้น

ผลการทดสอบได้พบว่า ค่าความนิยม (GW_i/TA_i) มีค่า t-statistic เท่ากับ 1.993 หรือนัยสำคัญจากการทดสอบสถิติเท่ากับ 0.050 ซึ่งเท่ากับระดับนัยสำคัญที่กำหนดเอาไว้ที่ 0.05 แสดงว่าค่าความนิยมมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงกำไร (ขาดทุน) สุทธิ ก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายในปีที่ $t + 3$ ($\Delta EBITDA_{t+3}/TA_t$) ใน ส่วนของตัวแปรอิสระอื่น ๆ ตามตัวแบบนี้ ประกอบด้วย อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ($MKT/BOOK_t$) อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ ($LEVER_t$) และประเภทอุตสาหกรรม ($INDUS_t$) นั้น ไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายในปีที่ $t + 3$ ($\Delta EBITDA_{t+3}/TA_t$) ด้วยค่านัยสำคัญจากการทดสอบสถิติที่มี มากกว่า 0.05 ทั้งสิ้น

เพราะฉะนั้นค่าความนิยม มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานใน อนาคตของปีที่ $t + 3$ แต่ในส่วนของอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และอัตราส่วนแสดง สภาพหนี้ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของปีดังกล่าว โดยระดับความสัมพันธ์ ของตัวแปรเหล่านี้ไม่มีความแตกต่างกันในแต่ละประเภทอุตสาหกรรมของบริษัทที่จดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95%

จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุถึงความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับผลการ ดำเนินงานของกิจการในอนาคตทั้ง 3 ปีข้างหน้า พบว่าค่าความนิยมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผล การดำเนินงานของกิจการในอนาคตตลอดทั้ง 3 ปี เพราะมีค่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ทดสอบ น้อยกว่าหรือเท่ากับระดับนัยสำคัญที่กำหนดไว้คือ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก ($H_0: \alpha_1 \leq 0$) และทำการยอมรับสมมติฐานรอง ($H_1: \alpha_1 > 0$) พร้อมทั้งมีทิศทางที่ได้จากการทดสอบของค่า สัมประสิทธิ์ (Coefficients) เป็นบวกเช่นเดียวกับสัญลักษณ์ที่คาดหวังและตรงตามสมมติฐานที่ 1 ของงานวิจัย

ส่วนถัดไปเป็นการทดสอบตามสมมติฐานที่ 2 ในเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยม กับกระแสเงินสดของกิจการในอนาคต ซึ่งวัดโดยการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรม ดำเนินงานว่าจะมีความสัมพันธ์กันหรือไม่และในทิศทางใด ดังต่อไปนี้

2. ทดสอบความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับกระแสเงินสดของกิจการในอนาคต

การทดสอบสมมติฐานที่ 2 ตามสมการที่ 10 โดยที่ผู้วิจัยได้แบ่งการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยม อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ และประเภทอุตสาหกรรม กับกระแสเงินสดของกิจการในอนาคตข้างหน้า 3 ปี โดยผลการวิเคราะห์จะนำเสนอจำแนกตามปีได้ดังนี้

2.1 ความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับกระแสเงินสดของกิจการในอนาคตปีที่ $t + 1$

ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับกระแสเงินสดของกิจการในอนาคตปีที่ $t + 1$ นั้นได้มีการตัดชุดข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outliers) ของตัวแปรตามออกก่อน 5% เพื่อให้ความสัมพันธ์ของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระอยู่ในรูปเชิงเส้น ซึ่งเป็นวิธีการที่ใช้โดย Swanson, Rees และ Juarez-Valdes (2003) ก่อนการหาค่าสัมประสิทธิ์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปร จากจำนวนข้อมูลนำมาวิเคราะห์ 224 ข้อมูล พบค่าผิดปกติและทำการตัดออกจำนวน 24 ข้อมูล คือสูงผิดปกติ 12 ข้อมูล และต่ำผิดปกติอีก 12 ข้อมูล จึงเหลือข้อมูลสำหรับการวิเคราะห์จำนวน 200 ข้อมูล ซึ่งได้ผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 17 ดังนี้

ตารางที่ 17 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับกระแสเงินสดในอนาคตปีที่ t + 1

$$\begin{aligned} \text{ตัวแบบที่ 2.1 } \Delta\text{CFO}_{t+1}/\text{TA}_t &= \beta_0 + \beta_1 (\text{GW}_t/\text{TA}_t) + \beta_2 (\text{MKT}/\text{BOOK})_t \\ &+ \beta_3 \text{LEVER}_t + \beta_4 \text{INDUS1}_t + \beta_5 \text{INDUS2}_t \\ &+ \beta_6 \text{INDUS3}_t + \beta_7 \text{INDUS4}_t + \beta_8 \text{INDUS5}_t \\ &+ \beta_9 \text{INDUS6}_t + \varepsilon_t \end{aligned}$$

Variables	Coefficients (β)	t-statistic	p-value
(Constant)	-0.023	-1.239	0.217
GW_t/TA_t	-0.068	-0.830	0.408
MKT/BOOK_t	0.003	1.234	0.219
LEVER_t	0.023	1.194	0.234
INDUS1_t	0.002	0.113	0.910
INDUS2_t	0.025	1.329	0.185
INDUS3_t	0.016	0.839	0.402
INDUS4_t	0.040	1.921	0.056
INDUS5_t	0.026	1.332	0.184
INDUS6_t	0.022	1.464	0.145

$R^2_{\text{adj}} = 0.004$

F-statistic = 1.080

p-value = 0.379

โดยที่ n = 200 ข้อมูล หลังตัดค่าผิดปกติออก 5% จากค่าต่ำสุดและค่าสูงสุดของ 224 ข้อมูล

ตัวแปรอิสระประกอบด้วย :

GW_t/TA_t	คือ	ค่าความนิยมสุทธิต่อสินทรัพย์รวม ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
MKT/BOOK_t	คือ	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
LEVER_t	คือ	อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
INDUS1_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
INDUS2_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค
INDUS3_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มวัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม
INDUS4_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
INDUS5_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร
INDUS6_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มบริการ
t	คือ	ปีที่ใช้ศึกษาในช่วง พ. ศ. 2543 - 2546 ภายใต้ขอบเขตงานวิจัยในปี พ. ศ. 2543 - 2547

จากตารางที่ 17 ได้ทดสอบถึงความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับกระแสเงินสดใน อนาคตของปีที่ $t + 1$ ในภาพรวมของตัวแบบพบค่า F-statistic ที่มีนัยสำคัญของการทดสอบ เท่ากับ 0.379 ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดไว้คือ 0.05 แสดงว่ากระแสเงินสดใน อนาคตของปีที่ $t + 1$ นั้นไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระที่กำหนดไว้และตัวแบบนี้สามารถ อธิบายถึงกระแสเงินสดในอนาคตของปีที่ $t + 1$ ได้เพียง 0.4% เท่านั้น

ผลการทดสอบในแต่ละตัวแปรอิสระพบว่า ค่าความนิยม (GW/TA_t) อัตราส่วน ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ($MKT/BOOK_t$) อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ ($LEVER_t$) และประเภท ของอุตสาหกรรม ($INDUS_t$) ไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรม ดำเนินงานในปีที่ $t + 1$ ($\Delta CFO_{t+1}/TA_t$) ด้วยค่านัยสำคัญจากการทดสอบสถิติที่มีมากกว่าระดับ นัยสำคัญที่กำหนดไว้คือ 0.05 ทั้งสิ้น

เพราะฉะนั้นค่าความนิยม อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และ อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ ไม่มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดในอนาคตของปีที่ $t + 1$ รวมถึงไม่มี ความแตกต่างกันในแต่ละประเภทอุตสาหกรรมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95%

2.2 ความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับกระแสเงินสดของกิจการในอนาคต ปีที่ $t + 2$

ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับกระแสเงินสดของกิจการใน อนาคตปีที่ $t + 2$ จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 162 ข้อมูล ได้มีข้อมูลจำนวน 2 ข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์ใน ส่วนของผลการดำเนินงานที่เป็นตัวแปรตาม เนื่องจากจัดเข้าในกลุ่มฟื้นฟูกิจการและถูกเพิกถอน หลักทรัพย์ จึงต้องตัดข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์ดังกล่าวออก รวมถึงค่าผิดปกติ (Outliers) ของตัวแปร ตามอีก 5% เพื่อให้ความสัมพันธ์ของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระอยู่ในรูปเชิงเส้น ซึ่งเป็นวิธีการที่ ใช้โดย Swanson, Rees และ Juarez-Valdes (2003) ก่อนการหาค่าสัมประสิทธิ์เพื่อทดสอบ ความสัมพันธ์ของตัวแปร จากจำนวนข้อมูลที่สมบูรณ์ 160 ข้อมูล พบค่าผิดปกติและทำการตัด ออกจำนวน 16 ข้อมูล คือสูงผิดปกติ 8 ข้อมูล และต่ำผิดปกติอีก 8 ข้อมูล จึงเหลือข้อมูลที่สมบูรณ์ สำหรับการวิเคราะห์จำนวน 144 ข้อมูล ได้ผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 18 ดังนี้

ตารางที่ 18 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับกระแสเงินสดในอนาคตปีที่ t + 2

$$\begin{aligned} \text{ตัวแปรที่ 2.2 } \Delta\text{CFO}_{t+2}/\text{TA}_t &= \beta_0 + \beta_1 (\text{GW}_t/\text{TA}_t) + \beta_2 (\text{MKT}/\text{BOOK})_t \\ &+ \beta_3 \text{LEVER}_t + \beta_4 \text{INDUS1}_t + \beta_5 \text{INDUS2}_t \\ &+ \beta_6 \text{INDUS3}_t + \beta_7 \text{INDUS4}_t + \beta_8 \text{INDUS5}_t \\ &+ \beta_9 \text{INDUS6}_t + \varepsilon_t \end{aligned}$$

Variables	Coefficients (β)	t-statistic	p-value
(Constant)	-0.002	-0.094	0.925
GW_t/TA_t	-0.061	-0.539	0.591
MKT/BOOK_t	0.006	1.236	0.219
LEVER_t	-0.001	-0.054	0.957
INDUS1_t	-0.019	-0.892	0.374
INDUS2_t	-0.001	-0.037	0.970
INDUS3_t	0.008	0.319	0.750
INDUS4_t	0.040	1.410	0.161
INDUS5_t	0.010	0.385	0.701
INDUS6_t	0.014	0.690	0.492

$R^2_{\text{adj}} = -0.006$ F-statistic = 0.903 p-value = 0.525

โดยที่ n = 144 ข้อมูล หลังตัดค่าผิดปกติออก 5% จากค่าต่ำสุดและค่าสูงสุดของ 160 ข้อมูล

ตัวแปรอิสระประกอบด้วย :

GW_t/TA_t	คือ	ค่าความนิยมสุทธิต่อสินทรัพย์รวม ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
MKT/BOOK_t	คือ	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
LEVER_t	คือ	อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
INDUS1_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
INDUS2_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค
INDUS3_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มวัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม
INDUS4_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
INDUS5_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร
INDUS6_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มบริการ
t	คือ	ปีที่ใช้ศึกษาในช่วง พ. ศ. 2543 - 2546 ภายใต้ขอบเขตงานวิจัยในปี พ. ศ. 2543 - 2547

จากตารางที่ 18 ทดสอบถึงความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับกระแสเงินสดใน อนาคตปีที่ $t + 2$ ในภาพรวมของตัวแบบพบค่า F-statistic ที่มีนัยสำคัญของการทดสอบที่เท่ากับ 0.525 ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดไว้คือ 0.05 แสดงว่ากระแสเงินสดในอนาคตของปีที่ $t + 2$ นั้นไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระที่กำหนดไว้ อีกทั้งตัวแบบนี้ยังไม่สามารถอธิบายถึง กระแสเงินสดในอนาคตของปีที่ $t + 2$ ได้ด้วยค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจปรับปรุง (R^2_{adj}) ที่มีค่า เพียง -0.6% เท่านั้น

ผลการทดสอบในแต่ละตัวแปรอิสระพบว่า ค่าความนิยม (GW/TA_t) อัตราส่วน ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ($MKT/BOOK_t$) อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ ($LEVER_t$) และประเภท อุตสาหกรรม ($INDUS_t$) ไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรม ดำเนินงานในปีที่ $t + 2$ ($\Delta CFO_{t+2}/TA_t$) ด้วยค่านัยสำคัญจากการทดสอบสถิติที่มีมากกว่าระดับ นัยสำคัญที่กำหนดไว้คือ 0.05 ทั้งสิ้น

เพราะฉะนั้นค่าความนิยม อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และ อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ ไม่มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดในอนาคตของปีที่ $t + 2$ รวมถึงไม่มีความแตกต่างกันในแต่ละประเภทอุตสาหกรรมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95%

2.3 ความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับกระแสเงินสดของกิจการในอนาคต ปีที่ $t + 3$

ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับกระแสเงินสดของกิจการใน อนาคตปีที่ $t + 3$ จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 107 ข้อมูล ได้มีข้อมูลจำนวน 3 ข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์ใน ส่วนของผลการดำเนินงานที่เป็นตัวแปรตาม เนื่องจากถูกจัดเข้าไปอยู่ในกลุ่มพื้นฟูกิจการและถูก เพิกถอนหลักทรัพย์ จึงต้องตัดข้อมูลที่ไม่มีความสมบูรณ์ดังกล่าวออก รวมถึงข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outliers) ของตัวแปรตามด้วยอีก 5% เพื่อให้ความสัมพันธ์ของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระอยู่ ในรูปเชิงเส้น ซึ่งเป็นวิธีการที่ใช้โดย Swanson, Rees และ Juarez-Valdes (2003) ก่อนการหาค่า สัมประสิทธิ์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปร จากจำนวนข้อมูลที่สมบูรณ์ 104 ข้อมูล พบค่า ผิดปกติและทำการตัดออกจำนวน 12 ข้อมูล คือสูงผิดปกติ 6 ข้อมูล และต่ำผิดปกติอีก 6 ข้อมูล จึงเหลือข้อมูลที่สมบูรณ์สำหรับการวิเคราะห์จำนวน 92 ข้อมูล ได้ผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 19 ดังนี้

ตารางที่ 19 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับกระแสเงินสดในอนาคตปีที่ t + 3

$$\begin{aligned} \text{ตัวแบบที่ 2.3 } \Delta\text{CFO}_{t+3}/\text{TA}_t &= \beta_0 + \beta_1 (\text{GW}_t/\text{TA}_t) + \beta_2 (\text{MKT}/\text{BOOK})_t \\ &+ \beta_3 \text{LEVER}_t + \beta_4 \text{INDUS1}_t + \beta_5 \text{INDUS2}_t \\ &+ \beta_6 \text{INDUS3}_t + \beta_7 \text{INDUS4}_t + \beta_8 \text{INDUS5}_t \\ &+ \beta_9 \text{INDUS6}_t + \varepsilon_t \end{aligned}$$

Variables	Coefficients (β)	t-statistic	p-value
(Constant)	-0.020	-0.711	0.479
GW_t/TA_t	0.025	0.196	0.845
MKT/BOOK_t	0.004	0.690	0.492
LEVER_t	0.014	0.470	0.640
INDUS1_t	-0.016	-0.647	0.520
INDUS2_t	-0.001	-0.053	0.958
INDUS3_t	-0.017	-0.637	0.526
INDUS4_t	0.047	1.335	0.185
INDUS5_t	0.036	1.096	0.276
INDUS6_t	0.024	0.988	0.326

$R^2_{\text{adj}} = 0.015$

F-statistic = 1.155

p-value = 0.335

โดยที่ n = 92 ข้อมูล หลังตัดค่าผิดปกติออก 5% จากค่าต่ำสุดและค่าสูงสุดของ 104 ข้อมูล

ตัวแปรอิสระประกอบด้วย :

GW_t/TA_t	คือ	ค่าความนิยมสุทธิต่อสินทรัพย์รวม ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
MKT/BOOK_t	คือ	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
LEVER_t	คือ	อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ ณ สิ้นงวดบัญชีของปีที่ t
INDUS1_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
INDUS2_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค
INDUS3_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มวัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม
INDUS4_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
INDUS5_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร
INDUS6_t	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม กลุ่มบริการ
t	คือ	ปีที่ใช้ศึกษาในช่วง พ. ศ. 2543 - 2546 ภายใต้ขอบเขตงานวิจัยในปี พ. ศ. 2543 - 2547

จากตารางที่ 19 ทดสอบถึงความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับกระแสเงินสดใน อนาคตปีที่ $t + 3$ ในภาพรวมของตัวแบบพบค่า F-statistic ที่มีค่านัยสำคัญของการทดสอบ เท่ากับ 0.335 ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดไว้คือ 0.05 แสดงว่ากระแสเงินสดใน อนาคตของปีที่ $t + 3$ นั้นไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระที่กำหนดไว้และตัวแบบนี้สามารถ อธิบายกระแสเงินสดในอนาคตของปีที่ $t + 3$ ได้เพียง 0.15% เท่านั้น

ผลการทดสอบในแต่ละตัวแปรอิสระพบว่า ค่าความนิยม (GW/TA_t) อัตราส่วน ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ($MKT/BOOK_t$) อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ ($LEVER_t$) และประเภท อุตสาหกรรม ($INDUS_t$) ไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรม ดำเนินงานในปีที่ $t + 3$ ($\Delta CFO_{t+3}/TA_t$) ด้วยค่านัยสำคัญจากการทดสอบสถิติที่มีมากกว่าระดับ นัยสำคัญที่กำหนดไว้คือ 0.05 ทั้งสิ้น

เพราะฉะนั้นค่าความนิยม อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และ อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ ไม่มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดในอนาคตของปีที่ $t + 3$ รวมถึงไม่มี ความแตกต่างกันในแต่ละประเภทอุตสาหกรรมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95%

จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุถึงความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับกระแส เงินสดของกิจการในอนาคตทั้ง 3 ปี พบว่าค่าความนิยมไม่มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดของกิจการ ในอนาคตเพราะมีค่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ทดสอบได้มากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดไว้คือ 0.05 จึงยอมรับสมมติฐานหลัก ($H_0: \beta_1 \leq 0$) และปฏิเสธสมมติฐานรอง ($H_0: \beta_1 > 0$) ดังนั้นค่า ความนิยมดังกล่าวจึงไม่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างค่าความนิยมกับกระแสเงินสดใน อนาคตของกิจการและไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 2 ของงานวิจัยที่ได้ระบุไว้

บทต่อไปจะเป็นการสรุปและอภิปรายผลจากการวิจัยในครั้งนี้ รวมถึงข้อเสนอแนะต่าง ๆ เพื่อใช้เป็นแนวทางในการศึกษาเกี่ยวกับค่าความนิยมต่อไปในอนาคต

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

งานวิจัยฉบับนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมกับผลการดำเนินงาน และกระแสเงินสดในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) ศึกษาถึงสัดส่วนของค่าความนิยมในแต่ละอุตสาหกรรม และ (2) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานของกิจการและกระแสเงินสดในอนาคตของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยมีแนวคิดว่าการรวมธุรกิจ (Business Combinations) จะก่อให้เกิดประโยชน์ต่อองค์กร เช่น ช่วยในการลดต้นทุน กระจายความเสี่ยง เสริมสร้างสภาพคล่อง เพิ่มช่องทางการจัดจำหน่ายสินค้า สิทธิพิเศษทางการค้าหรือผลประโยชน์ในรูปแบบอื่น ๆ ซึ่งช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการ เพื่อให้ได้รับผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นกว่าเดิม โดยจำนวนเงินที่ผู้รวมธุรกิจหรือผู้ซื้อยอมจ่ายไปเกินกว่ามูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิที่ระบุได้ของผู้ถูกรวมหรือผู้ขาย ณ วันซื้อกิจการ ภายใต้การรวมธุรกิจด้วยวิธีซื้อ (Purchase Method) นั้น ส่วนเกินที่เกิดขึ้นต้องรับรู้เป็นค่าความนิยม โดยแสดงไว้ภายใต้หัวข้อสินทรัพย์ไม่มีตัวตนในงบดุลและตัดจำหน่ายอย่างเป็นระบบไม่เกิน 20 ปีตามมาตรฐานการบัญชีของไทยฉบับที่ 43 เรื่องการรวมธุรกิจที่ได้กำหนดไว้ ในทางทฤษฎีบัญชียังได้ระบุว่ามูลค่าของค่าความนิยมที่ผู้ซื้อยอมจ่ายไปนั้นเป็นการคาดหวังถึงกำไรส่วนเกิน (Excess Earnings) หรือผลประโยชน์ที่จะได้รับในอนาคต (Expected Future Benefit) เพื่อต้องการการทดสอบแนวคิดและทฤษฎีดังกล่าวจึงกำหนดสมมติฐานว่าค่าความนิยมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการ ซึ่งเป็นการวัดผลประโยชน์จากการดำเนินในอนาคตตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) และเกณฑ์เงินสด (Cash Basis) ตามลำดับ

สำหรับการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้น กลุ่มธุรกิจการเงินและบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ เนื่องจากกลุ่มบริษัทเหล่านี้มีลักษณะเฉพาะในการดำเนินงานรวมถึงกฎระเบียบข้อบังคับแตกต่างไปจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ ทั่วไป เพื่อต้องการให้กลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษาแสดงถึงความเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรมที่ดีของประชากรทั้งหมด ผู้วิจัยได้ศึกษาและรวบรวมข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ โดยพบกลุ่มตัวอย่างจากประชากรที่ต้องการศึกษาซึ่งมีการเปิดเผยมูลค่าความนิยมไว้ในงบการเงินในช่วงปี พ. ศ. 2543 - 2546 และมีผลการดำเนินงานในช่วงปี พ. ศ. 2543 - 2547 จำนวนทั้งสิ้น 76 บริษัท คิดเป็น 224 ข้อมูล ทั้งนี้ได้แบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 2 ตัวแบบหลัก โดยมีค่าความนิยม (GW) เป็นตัวแปรอธิบายที่สนใจศึกษา ที่ได้ปรับให้อยู่ภายใต้ฐาน

สินทรัพย์รวมของกิจการ เพื่อลดความแตกต่างและความแปรปรวนในด้านขนาดของแต่ละกิจการ ส่วนตัวแปรตามในตัวแบบแรกคือผลการดำเนินงานวัดโดยการเปลี่ยนแปลงของกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Δ EBITDA) และตัวแปรตามในตัวแบบที่ 2 คือ กระแสเงินสดในขนาดตัววัดโดยการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Δ CFO) เป็นการแสดงถึงกำไรส่วนเกินที่เป็นผลการดำเนินงานตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) และเกณฑ์เงินสด (Cash Basis) ตามลำดับ ซึ่งคาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคตจากการรับรู้ค่าความนิยมตามระยะเวลาประมาณการให้ผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นของกิจการ โดยที่ตัวแปรตามทั้ง 2 ตัวแบบได้ปรับข้อมูลให้อยู่ภายใต้ฐานสินทรัพย์รวมของกิจการ เพื่อลดความแตกต่างและความแปรปรวนในด้านขนาดของแต่ละกิจการเช่นเดียวกับค่าความนิยม

นอกจากนี้ยังกำหนดตัวแปรควบคุมเพื่อลดความแตกต่างระหว่างข้อมูลหรืออุตสาหกรรมที่จะนำมาศึกษา ประกอบด้วย อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (MKT/BOOK) อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ (LEVER) และประเภทอุตสาหกรรม (INDUS)

การวิเคราะห์ผลทางสถิติ จำแนกออกเป็น 2 ประเภท คือ (1) สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) แสดงผลในรูปของการแจกแจงความถี่ (Frequency) ร้อยละ (Percent) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าต่ำสุด (Minimum: Min) ค่าสูงสุด (Maximum: Max) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation: S.D.) และ (2) สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ได้แก่ ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficients of Correlations) ในการหาทิศทางและความสัมพันธ์เบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ศึกษา รวมถึงการป้องกันปัญหาความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinerity) ก่อนการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อใช้ทดสอบสมมติฐานของงานวิจัยในลำดับต่อไป

5.1 สรุปผลการวิจัยและอภิปรายผล

จากการรวบรวมข้อมูลค่าความนิยมและตัวแปรควบคุมอื่น ๆ ในช่วงปี พ.ศ. 2543 - 2546 รวมถึงผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดในปี พ.ศ. 2543 - 2547 พบกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ทั้งสิ้น 224 ข้อมูลตัวอย่าง จาก 76 บริษัท โดยการเปิดเผยค่าความนิยมนั้นได้แสดงไว้ภายใต้ชื่อบัญชีที่หลากหลายกันไปที่มีความหมายเช่นเดียวกับชื่อบัญชีค่าความนิยม เช่น ส่วนเกินเงินลงทุนที่สูงกว่ามูลค่าตามบัญชี ส่วนเกินมูลค่าตามบัญชีของเงินลงทุนในบริษัทย่อย เงินลงทุนในบริษัทย่อยส่วนที่เกินมูลค่าสุทธิตามบัญชี ส่วนเกินของราคาทุนที่สูงกว่ามูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิ เป็นต้น แต่กลุ่มตัวอย่างจำนวน 71.05% จะแสดงไว้ในชื่อบัญชีค่าความนิยมภายใต้หัวข้อสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (Intangible Assets) มากที่สุด โดยนิยมแสดงรายการ

ค่าความนิยมไว้เป็นยอดรวมกับสินทรัพย์ที่ไม่มีต้นตนประเภทอื่น ๆ และเปิดเผยรายละเอียดแยกไว้ในหมายเหตุประกอบงบการเงินหรือแสดงเป็นหนึ่งรายการไว้ในงบดุล ตามลำดับ ซึ่งจากการวิจัยในอดีตของ Duvall et al. (1992) พบว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาส่วนใหญ่นิยมแสดงรายการและมูลค่าของค่าความนิยมไว้ในงบดุลมากกว่าการเปิดเผยรายละเอียดไว้ในหมายเหตุประกอบงบการเงินหรือรายงานประจำปีตามแบบ 10-K

จำนวนข้อมูลค่าความนิยมของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษามีปริมาณใกล้เคียงกันในแต่ละปี การเปลี่ยนแปลงของจำนวนข้อมูลค่าความนิยมเกิดจากการจดทะเบียนเข้ามาใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือเกิดการรวมธุรกิจขึ้นในปีนั้น ๆ หรือการเข้าออกของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มฟื้นฟูการดำเนินงาน (Rehabilitation) โดยปริมาณข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างพบได้มากในอุตสาหกรรมกลุ่มบริการ เนื่องจากมีหมวดอุตสาหกรรมย่อย ๆ ที่อยู่ในกลุ่มนี้มากที่สุดเมื่อเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมประเภทอื่น รองลงมาคือกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มเทคโนโลยี ตามลำดับ

การทดสอบสถิติเชิงพรรณนาของค่าความนิยมได้แสดงให้เห็นอยู่ในรูปของอัตราส่วนค่าความนิยมต่อสินทรัพย์รวม เพื่อต้องการแสดงถึงสัดส่วนของค่าความนิยมจากยอดสินทรัพย์รวมและให้ข้อมูลที่แสดงสามารถเปรียบเทียบกันได้ในแต่ละอุตสาหกรรมของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษา โดยมีค่าความนิยมคิดเป็นสัดส่วนตั้งแต่ 0.0004 - 30.046% ของสินทรัพย์รวม มีค่าเฉลี่ยโดยประมาณ 2.50 - 3.50% ของสินทรัพย์รวม หากเทียบกับงานวิจัยในอดีตซึ่งทำการศึกษถึงสัดส่วนดังกล่าวของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกาของ Duvall et al. (1992) ได้มีสัดส่วนค่าความนิยมโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 5.3% ของสินทรัพย์รวมหรืองานวิจัยของ McCarthy และ Schneider (1995) ที่มีค่าอยู่ระหว่าง 3 - 46% ของสินทรัพย์รวม จะเห็นได้ว่าปริมาณค่าความนิยมของกลุ่มบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกามีจำนวนมากและค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับประเทศไทย เนื่องจากสภาพแวดล้อมทางสังคมและความแข็งแกร่งทางเศรษฐกิจซึ่งส่งผลต่อตลาดทุนในแต่ละประเทศให้มีความแตกต่างกันไป อีกทั้งมาตรฐานการบัญชีของไทย (TAS) ที่ยึดมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (IAS) ยังได้มีแนวทางปฏิบัติในการกำหนดระยะเวลาตัดจำหน่ายค่าความนิยมที่แตกต่างจากมาตรฐานการบัญชีของสหรัฐอเมริกาในฉบับเดิม (APB) เรื่อง การรวมธุรกิจ (Business Combinations) ที่ให้ตัดจำหน่ายค่าความนิยมได้ภายใน 40 ปี แต่มาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (IAS) กำหนดให้ตัดจำหน่ายได้เพียง 20 ปีเท่านั้น

นอกจากนี้ยังพบกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีสัดส่วนค่าความนิยมต่อสินทรัพย์รวมในปริมาณสูง อยู่เสมอในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ โดยเฉพาะในปี พ. ศ. 2543 ซึ่งเป็นผลสืบเนื่องมาจากการ

ประกาศใช้มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 43 เรื่อง การรวมธุรกิจ ที่ให้แนวทางในการรับรู้ค่าความนิยมเป็นสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและตัดจำหน่ายอย่างเป็นระบบแทนการปรับปรุงโดยหักจากส่วนของผู้ถือหุ้นตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 20 เรื่อง การบัญชีสำหรับการรวมกิจการ ที่ได้ถูกยกเลิกไป รวมถึงกลุ่มบริการยังมีหมวดอุตสาหกรรมย่อยและกลุ่มตัวอย่างอยู่ในอุตสาหกรรมนี้มากที่สุด

ผลการทดสอบสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรตาม พบว่าระดับการเปลี่ยนแปลงในภาพรวมของกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Δ EBITDA) มีปริมาณการเปลี่ยนแปลงที่เพิ่มขึ้นสม่ำเสมอจากปีก่อนในอดีต ยกเว้นกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มเทคโนโลยี ที่มีการเปลี่ยนแปลงค่อนข้างสูง เนื่องจากการฟื้นตัวตามมาตรการการฟื้นฟูอสังหาริมทรัพย์ภายหลังวิกฤตเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 การจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ฯ มาใหม่ของบริษัทขนาดใหญ่ในหมวดพลังงานและสาธารณูปโภค ช่วงปลายปี พ.ศ. 2544 ในกลุ่มทรัพยากร และการเติบโตในของกลุ่มเทคโนโลยี ที่มาจากความต้องการและกำลังซื้อที่เพิ่มขึ้นของผู้บริโภคในหมวดสื่อสาร ผสมกับภาวะเศรษฐกิจของประเทศดีขึ้นอย่างต่อเนื่องและเติบโตอย่างมากในปี พ.ศ. 2546 จากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในวันสิ้นปี (ภาคผนวก ก) ส่งผลให้กลุ่มอุตสาหกรรมเหล่านี้มีการเติบโตอย่างมากเมื่อเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมประเภทอื่น ๆ ค่าสูงสุดของการเปลี่ยนแปลงค่อนข้างสูง ทำให้ผลการเปลี่ยนแปลงโดยเฉลี่ยปรับขึ้นสูงไปด้วยเช่นกัน ในส่วนของการเปลี่ยนแปลงกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความหลากหลายในแต่ละอุตสาหกรรม เนื่องจากการดำรงสภาพคล่องที่ใช้ในการดำเนินธุรกิจของแต่ละอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกัน

ในส่วนของสถิติเชิงอนุมานเพื่อทดสอบสมมติฐานโดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) โดยศึกษาว่าค่าความนิยมที่รับรู้อยู่ในงบการเงินนั้นมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดในอนาคตข้างหน้าทั้ง 3 ปีหรือไม่ ซึ่งได้แบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 2 ตัวแบบตามสมมติฐานที่กำหนดไว้ ดังนี้

ตัวแบบที่ 1 ใช้ทดสอบสมมติฐานที่ 1 ซึ่งกำหนดว่าค่าความนิยมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการในอนาคต โดยวิเคราะห์จากการเปลี่ยนแปลงของกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย เป็นการวัดผลการดำเนินงานตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) ภายหลังจากทดสอบพบว่าความนิยมในปีปัจจุบัน (t) มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตข้างหน้าทั้ง 3 ปี ($t + \tau$ เมื่อ $\tau = 1, 2, 3$) โดยมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตข้างหน้าทั้ง 3 ปี ($t + \tau$ เมื่อ $\tau = 1, 2, 3$) โดยมีความสำคัญทางสถิติที่ทดสอบได้น้อยกว่าหรือเท่ากับนัยสำคัญทางสถิติที่กำหนด ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% รวมถึงสัญลักษณ์ที่ได้จากการทดสอบคือบวกตรงตามที่คาดหวัง ดังนั้นผลการวิจัย

ที่ได้จึงตรงตามสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้ว่าค่าความนิยมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน
ในอนาคต

ความสัมพันธ์ตามสมมติฐานที่ 1 ข้างต้นนั้นถือเป็นการวัดผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นตาม
เกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) จากกิจกรรมหลักในการดำเนินงานขององค์กร ซึ่งสอดคล้องกับ
งานวิจัยในอดีตของ ศิริดา นวลประดิษฐ์ (2547) ว่าความนิยมมีความสัมพันธ์กับความสามารถ
ในการทำกำไรที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงานตามปกติหรือกิจกรรมหลัก และ Teital (2001) ที่พบว่า
องค์ประกอบของค่าความนิยมมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตด้วยเช่นกัน

ส่วนตัวแบบที่ 2 ใช้ทดสอบสมมติฐานที่ 2 ซึ่งกำหนดว่าค่าความนิยมมีความสัมพันธ์เชิง
บวกกับกระแสเงินสดของกิจการในอนาคต โดยวิเคราะห์จากการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสด
จากกิจกรรมดำเนินงานโดยถือเป็นการวัดผลการดำเนินงานหลักตามเกณฑ์เงินสด (Cash Basis)
ซึ่งผลการทดสอบพบว่าค่าความนิยมในปีปัจจุบัน (t) ไม่มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดใน
อนาคตทั้ง 3 ปี ($t + \tau$ เมื่อ $\tau = 1, 2, 3$) เพราะค่านัยสำคัญทางสถิติที่ทดสอบได้มีมากกว่า
นัยสำคัญทางสถิติที่กำหนด ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 2 ของงานวิจัย
ทำให้ค่าความนิยมไม่มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการ

จากผลการวิจัยตามสมมติฐานที่ 2 ได้ขัดแย้งกับงานวิจัยของ Teital (2001) ที่พบว่า
องค์ประกอบของค่าความนิยมในส่วนที่เป็นผลตอบแทนเกินปกติ (Synergy) ของกิจการผู้ขาย
(Target's Firms) มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในอนาคตเท่า นั้น ซึ่ง
การศึกษาโดยใช้กลุ่มตัวอย่างในประเทศไทยครั้งนี้ได้วิเคราะห์จากมูลค่ารวมของค่าความนิยมทั้ง
จำนวนและไม่สามารถแยกองค์ประกอบของค่าความนิยมได้เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Teital
อีกทั้งองค์ประกอบของค่าความนิยมในส่วนอื่น ๆ ที่ไม่มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดในอนาคต
อาจส่งผลให้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์จากยอดรวมของค่าความนิยมไม่มีความสัมพันธ์กับ
กระแสเงินสดในอนาคตตามที่ได้ทดสอบมา

ด้วยเหตุนี้ค่าความนิยมที่เกิดขึ้นจากการรวมกิจการโดยที่ผู้ซื้อยอมจ่ายต้นทุนในการซื้อ
มากกว่าสินทรัพย์สุทธิของกิจการผู้ขายนั้น จึงเป็นการคาดหวังผลประโยชน์ในรูปแบบอื่น ๆ ที่มีใช้
ตัวเงิน (Non-Monetary Benefits) ภายหลังจากการรวมธุรกิจไปแล้ว เช่น การเพิ่มหรือขยาย
โอกาสทางการตลาด ศักยภาพในการผลิต เสริมสร้างแผนกลยุทธ์ การแลกเปลี่ยนความรู้
ความสามารถและทรัพยากรในด้านบริหารจัดการ ฯลฯ เพื่อให้กิจการดำรงอยู่ต่อไปได้และเกิด
ความสามารถในการสร้างกำไรส่วนเกินในอนาคตจากการลงทุนร่วมกัน ตามที่ Catlett และ Olson
(1968) Brockington (1996) Healy, Palepu และ Ruback (1997) Beams, Brozovsky และ

Shoulders (2000) Lewis และ Pendrill (2000) Keiso, Weygandt และ Warfield (2001) Baker, Lembke และ King (2002) ได้กล่าวไว้ประกอบกับปัจจัยในการดำเนินงานของกิจการมิได้มีเพียงสินทรัพย์ที่มีตัวตนเท่านั้น หากแต่ค่าความนิยมที่เกิดขึ้นภายในหลังจากรวมกิจการไปแล้วไม่สามารถรับรู้ได้ตามข้อกำหนดของมาตรฐานการบัญชีของไทย ฉบับที่ 51 เรื่อง สินทรัพย์ไม่มีตัวตน

การเกิดผลประโยชน์จากการรวมธุรกิจมาจากการใช้สินทรัพย์ในการดำเนินงานร่วมกันที่จะก่อให้เกิดประโยชน์ที่มากกว่าการแยกกันดำเนินงานตามทฤษฎีว่าด้วยการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ (Weston, Chung และ Hoag, 1990) ซึ่งจะช่วยเสริมสร้างปัจจัยหรือสภาพแวดล้อมต่าง ๆ ในการดำเนินธุรกิจเพื่อเอื้อประโยชน์ในการสร้างกำไรในภาพรวมของกิจการได้มากกว่าผลประโยชน์ที่อยู่ในรูปตัวเงิน เพราะฉะนั้นค่าความนิยมที่เกิดขึ้น ณ วันรวมธุรกิจ ซึ่งทำการตัดจำหน่ายตามระยะเวลาของผลประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับถือเป็นการรับรู้ถึงผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นในอนาคตด้วยรูปแบบของกำไรจากการดำเนินงานตามเกณฑ์คงค้างเท่านั้น

ดังนั้นสามารถสรุปผลการวิจัยได้คือ

- 1) ค่าความนิยมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตขององค์กร ด้วยการวัดผลการดำเนินงานตามเกณฑ์คงค้าง
- 2) ค่าความนิยมไม่มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดในอนาคตขององค์กร ด้วยการวัดผลการดำเนินงานตามเกณฑ์เงินสด

5.2 ข้อจำกัดในการวิจัย

5.2.1 ผู้วิจัยมิได้ปรับแต่งข้อมูลที่รวบรวมจากงบการเงิน (Restatement) โดยถือว่าข้อมูลที่เปิดเผยเหล่านั้นถูกต้องและมีประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงิน ณ ช่วงเวลานั้น ๆ แล้ว

5.2.2 อัตราส่วนหรือรายการต่าง ๆ ที่นำมาวิเคราะห์เกิดจากการคำนวณของผู้วิจัย โดยมิได้ยึดถือตามที่กลุ่มตัวอย่างได้รายงานไว้ในรายงานประจำปี (Annual Report) เพื่อให้เกิดความเสมอภาคในรูปแบบการคำนวณให้เหมือนกันในแต่ละกลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษา

5.2.3 การรวมธุรกิจที่เกิดค่าความนิยมขึ้นนั้น อาจมีการซื้อมากกว่า 1 กิจการหรือมากกว่า 1 ครั้งภายในปีที่ศึกษา ยอดค่าความนิยมที่ปรากฏในงบการเงินจึงเป็นยอดรวมจากการซื้อธุรกิจดังกล่าวอีกทั้งไม่มีข้อมูลเปิดเผยว่าค่าความนิยมที่เกิดขึ้นเป็นผลจากการซื้อธุรกิจใดครั้งใด จึงไม่สามารถแยกมูลค่าของค่าความนิยมจากการซื้อธุรกิจในแต่ละครั้งที่มีผลต่อการวิเคราะห์ถึงความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดในอนาคตได้

5.2.4 เนื่องจากค่าความนิยมที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นผลต่างที่เกิดขึ้นจากต้นทุนในการซื้อกิจการที่มากกว่ามูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิ ณ วันที่ซื้อ โดยแต่ละกิจการอาจมีความสามารถในการต่อรองราคา (Negotiation) ของต้นทุนการซื้อและวิธีการตีราคาสินทรัพย์สุทธิที่อาจแตกต่างกันไป โดยผู้วิจัยไม่สามารถทราบถึงต้นทุนการซื้อกิจการและมูลค่าสินทรัพย์สุทธิอย่างแท้จริงได้ ดังนั้นงานวิจัยฉบับนี้จึงกำหนดข้อสมมติว่าการต่อรองราคาและการประเมินมูลค่าสินทรัพย์สุทธิดังกล่าวได้เป็นไปตามมูลค่ายุติธรรม (Fair Value) ณ วันที่ซื้อกิจการแล้วทั้งสิ้น

5.2.5 ผลการศึกษาและข้อสรุปที่ได้จากงานวิจัยฉบับนี้เป็นการอ้างอิงจากค่าความนิยมที่เปิดเผยไว้เฉพาะส่วนที่เป็นบวก (Positive Goodwill) ซึ่งเป็นผลจากจำนวนต้นทุนการซื้อธุรกิจที่สูงกว่ามูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิ ณ วันที่ซื้อกิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น แต่ถ้าจะวิเคราะห์ถึงกิจการที่มีค่าความนิยมติดลบ (Negative Goodwill) หรือในกลุ่มของกิจการที่นอกเหนือจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาจได้ผลลัพธ์ที่แตกต่างกันไป

5.3 ข้อเสนอแนะและงานวิจัยในอนาคต

จากการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมกับผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยครั้งนี้ ช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินได้มองเห็นถึงความสำคัญของค่าความนิยมสำหรับนำไปวิเคราะห์ หรือใช้ตัดสินใจในด้านต่าง ๆ นอกเหนือจากสินทรัพย์ประเภทอื่นที่ปรากฏไว้ในงบดุล เพราะค่าความนิยมมิได้เป็นเพียงผลต่างระหว่างต้นทุนที่จ่ายไปกับมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิ ณ วันที่ซื้อกิจการเท่านั้น แต่ยังสามารถแสดงถึงผลกำไรในอนาคตกลับคืนสู่องค์กรตามทฤษฎีทางบัญชีหรืองานวิจัยในอดีตที่ได้กล่าวไว้ด้วย

ผู้วิจัยได้ศึกษาเพียงมุมมองด้านความสัมพันธ์ของค่าความนิยมกับส่วนของกำไรสุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เท่านั้น แต่ยังมีผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดให้อยู่รูปแบบอื่น ๆ ที่ควรศึกษาในขั้นต่อไปว่ามีความสัมพันธ์กับค่าความนิยมที่แสดงไว้ในกลุ่มกิจการของประเทศไทยหรือไม่ เช่น กำไรสุทธิ อัตราส่วนทางการเงิน ราคาหลักทรัพย์ ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ เป็นต้น หรือศึกษาถึงค่าความนิยมติดลบ (Negative Goodwill) กับผลการดำเนินงานของกิจการว่ามีทิศทางความสัมพันธ์เช่นเดียวกับค่าความนิยมที่เป็นบวกตามงานวิจัยฉบับนี้หรือไม่

นอกจากนี้ยังมีแนวทางการปฏิบัติของค่าความนิยมที่ระบุไว้ในมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 43 ในเรื่องการตัดจำหน่ายหรือทดสอบการด้อยค่าของค่าความนิยม หลังจากที่มีการออกมาตรฐานการบัญชีของสหรัฐอเมริกา ฉบับที่ 142 (SFAS No. 142) เรื่อง สินทรัพย์ไม่มีตัวตน โดยให้ยกเลิกระบบการตัดจำหน่ายค่าความนิยมและให้ทำการทดสอบการด้อยค่าแทนในทุก ๆ ปี ซึ่งในตอนนี้อนุกรานการบัญชีระหว่างประเทศ (IAS) กำลังอยู่ในขั้นพิจารณาและมีแนวโน้มว่าจะปรับใช้ให้อยู่ในลักษณะเดียวกัน (ธัญลักษณ์ วิจิตรสารวงษ์, 2544; ดิซพงษ์ พงศ์ภักตร์ชัย, 2546) และจะมีผลต่อแนวทางการปฏิบัติของมาตรฐานการบัญชีของไทยที่ยึดถือตามมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศอย่างแน่นอน แม้ว่ามูลค่าของค่าความนิยมที่เกิดขึ้นในประเทศไทยจะมีสัดส่วนน้อยเมื่อเทียบกับค่าความนิยมที่เกิดขึ้นในธุรกิจของประเทศสหรัฐอเมริกา แต่การยกเลิกการตัดจำหน่ายดังกล่าวอาจมีผลต่อกำไรสุทธิที่ได้หักค่าเผื่อการด้อยค่าจากวิธีการประเมินที่แตกต่างกันไปในแต่ละกิจการรวมถึงโอกาสในการบริหารจัดการกำไร (Earnings Management) อาจมีมากขึ้น ซึ่งข้อมูลกำไรสุทธิดังกล่าวมีความสำคัญต่อผู้ใช้งบการเงินอย่างยิ่ง จึงเป็นสิ่งที่น่าสนใจและควรศึกษาต่อไปในอนาคต

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

- กัลยา วานิชย์บัญชา. การวิเคราะห์สถิติเพื่อธุรกิจ: สถิติเพื่อการตัดสินใจทางธุรกิจ. พิมพ์ครั้งที่ 7. กรุงเทพมหานคร: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2546.
- กัลยา วานิชย์บัญชา. การใช้ SPSS for Windows ในการวิเคราะห์ข้อมูล. พิมพ์ครั้งที่ 7. กรุงเทพมหานคร: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2548.
- คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, สำนักงาน. สถิติการทำคำขอเสนอซื้อหลักทรัพย์เพื่อครบงำกิจการ. แหล่งที่มา:
<http://www.sec.or.th/th/infocenter/stat/take/tender.shtml> [26 กรกฎาคม 2548]
- ชลธิชา นาคาวิสุทธิ์. ค่าความนิยม. วารสารนักบริหาร 24, 3 (กรกฎาคม - กันยายน 2547): 94-97.
- ดิชพงศ์ พงศ์ภักษ์ชัย. การบัญชีสำหรับการรวมธุรกิจ : การเปลี่ยนแปลงที่น่าจับตามอง. วารสารบริหารธุรกิจ 100, (ตุลาคม – ธันวาคม 2546): 11-23.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ข้อมูลสถิติสำคัญในรอบ 30 ปี ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย - SET Statistic. แหล่งที่มา:
http://www.set.or.th/static/market/files/SET30year_Stat.XLS [26 กรกฎาคม 2548]
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. รายงานเศรษฐกิจและการเงินปี 2547. แหล่งที่มา:
http://www.bot.or.th/BOTHomepage/DataBank/Econcond/econreport/annual/index_th_i.asp [11 มีนาคม 2549]
- ธัญลักษณ์ วิจิตรสรวะวงศ์. ควรยกเลิกการตัดจำหน่ายค่าความนิยมที่เกิดจากการซื้อธุรกิจหรือไม่. วารสารจุฬาลงกรณ์ปริทัศน์ 23, 90 (ธันวาคม 2544): 11-22.
- ธาริณี พงศ์สุพัฒน์. การบัญชีขั้นสูง. กรุงเทพมหานคร: เท็กซ์ แอนด์ เจอร์นัล, 2543.
- นักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย, สมาคม. มาตรฐานการบัญชีรวมเล่ม (ฉบับที่ 1-28). กรุงเทพมหานคร: พี. เอ. ลีฟวิง, 2537.
- นักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย, สมาคม. มาตรฐานการบัญชีของไทย ฉบับรวมเล่ม (พ.ศ. 2544) เล่ม 2. กรุงเทพมหานคร: พี. เอ. ลีฟวิง, 2544.

- นักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย, สมาคม. มาตรฐานการบัญชีของไทย ฉบับรวมเล่ม (ปรับปรุง พ.ศ. 2546) เล่ม 1. กรุงเทพมหานคร: พี. เอ. ลีฟวิง, 2546.
- มารวย ผดุงสิทธิ์. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อดีต ปัจจุบัน และอนาคต. พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพมหานคร: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง, 2548.
- เมธากุล เกียรติกระจาย และศิลปพร ศรีจันเพชร. ทฤษฎีการบัญชี. พิมพ์ครั้งที่ 9. กรุงเทพมหานคร: เท็กซ์ แอนด์ เจอนัล พับลิคเคชั่น, 2544.
- วรศักดิ์ ทูมมานนท์. คุณรู้จัก Creative Accounting และคุณภาพกำไร แล้วหรือยัง?. พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพมหานคร: ไอออนิค อินเทอร์เน็ต, 2543.
- วรศักดิ์ ทูมมานนท์. มิติใหม่ของงบการเงิน และภาวะวิเคราะห์. พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพมหานคร: ธรรมนิติเพรส, 2547ก.
- วรศักดิ์ ทูมมานนท์. งบการเงินรวมและปัญหาการจัดทำงบการเงินรวม. พิมพ์ครั้งที่ 2. กรุงเทพมหานคร: ธรรมนิติเพรส, 2547ข.
- ศิริดา นวลประดิษฐ์. ความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมที่เกิดจากการรวมธุรกิจและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาามหาบัณฑิต, ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2547.
- สมพงษ์ พรอุปถัมภ์. Episode I : กำไรขาดทุนนั้นสำคัญไฉน. วารสารจุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์ 99 (มกราคม-มีนาคม 2547): 14-18.
- สมเดช วจน์คูรีเสถียร. การรวมกิจการ: Business Combinations. เอกสารภาษีอากร 20, 239 (สิงหาคม 2544): 42-52.
- สุวิมล เหลืองประเสริฐ. ค่าความนิยมติดลบ. วารสาร ภาษี บัญชี และกฎหมายธุรกิจ 7, 77 (กุมภาพันธ์ 2544): 79-81.
- อัญญา ชันฉวีทย์. การควบกิจการและการควบงำกิจการ. พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2540.

ภาษาอังกฤษ

- Aboody, D., Barth, M. E., and Kasznik, R. Revaluations of Fixed Assets and Future Firm Performance: Evidence from the UK. Journal of Accounting and Economics 26 (1999): 49-178.
- Baker, R. E., Lembke, C. V., and King, E. T. Advanced Financial Accounting. 5 th ed. New York: McGraw-Hill, 2002.
- Beam, F. A., Brozovsky, J. A., and Shoulders, C. D. Advanced Accounting. 7 th ed. New Jersey: Prentice Hall, 2000.
- Brockington, R. Accounting for Intangible Assets: A New Perspective on the True and Fair View. Britain: Addison-Wesley, 1996.
- Catlett, G. R., and Olson, N. O. Accounting for Goodwill. New York: American Institute of Certified Public Accountant, 1968.
- Chauvin, K. W., and Hirschey, M. Goodwill, Profitability, and the Market Value of the Firm. Journal of Accounting and Public Policy 13 (1994): 159-180.
- Dechow, P. M. Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals. Journal of Accounting and Economics (July 1994): 3-42.
- Duvall, L., Jennings, R., Robinson, J., and Thompson II, R. B. Can Investors Unravel the Effects of Goodwill Accounting?. Accounting Horizon 6 (June 1992): 1-14.
- Fama E. F., and French K. R. The Cross-Section of Expected Stock Returns. Journal of Finance 47 (June 1992): 427-465.
- Financial Accounting Standards Board. Statement of Financial Standards No. 141: Business Combinations [Online]. 2001. Available from: <http://www.fasb.org/st/status/statpg141.shtml> [January 14, 2006]
- Financial Accounting Standards Board. Statement of Financial Standards No. 142: Goodwill and Other Intangible Assets [Online]. 2001. Available from: <http://www.fasb.org/st/status/statpg142.shtml> [January 14, 2006]

- Fischer, P. M., Taylor, W. J., and Cheng, R. H. Advanced Accounting. 8 th ed. Ohio: South-Western, 2002.
- Francis, J., Schipper, K., and Vincent, L. The Relative and Incremental Explanatory Power of Earnings and Alternative (to Earnings) Performance Measures for Returns. Contemporary Accounting Research 20, 1 (Spring 2003): 121-164.
- Ghosh, A. Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions?. Journal of Corporate Finance 7 (2001): 151-178.
- Haw, I. M., Qi, D., and Wu, W. The Nature of Information in Accruals and Cash Flows in an Emerging Capital Market: The Case of China. The International Journal of Accounting 36 (2001): 391-406.
- Healy P. M., Palepu K. G., and Ruback R. S. Which Takeovers are Profitable? Strategic of Financial?. Sloan Management Review 38 (Summer 1997): 45-57.
- Henning, S. T., Lewis, B. L., and Shaw, W. H. Valuation of the Components of Purchased Goodwill. Journal of Accounting Research 38, 2 (Autumn 2000): 375-386.
- Jennings, R., Robinson, J., Thompson, R. B., and Duvall, L. The Relation Between Accounting Goodwill Numbers and Equity Values. Journal of Business Finance & Accounting 23, 4 (June 1996): 513-533.
- Keiso, D. E., Weygandt, J. J. , and Warfield, T. D. Intermediated Accounting. 10 th ed. New York: John Wiley & Sons, 2001.
- Mard, M. J., Hitchner, J. R., Hyden, S. D., and Zyla, M. L. Valuation for Financial Reporting: Intangible Assets, Goodwill, and Impairment Analysis, SFAS 141 and 142. New York: John Wiley & Sons, 2002.
- McCarthy, M. G., and Schneider, D. K. Market Perception of Goodwill : Some Empirical Evidence. Accounting and Business Research 26 (Winter 1995): 69-81.
- Sloan, R. G. Do Stock Price Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?. The Accounting Review (July 1996): 289-361.

Swanson, E. P., Rees, L., and Juarez-Valdes, L. F. The Contribution of Fundamental Analysis after a Currency Devaluation. The Accounting Review 78 (2003): 875-902.

Teital, K. The Association of Acquisition Premium with Market Value and Future Firm Operating Performance. Working Paper. 2002 Northeast Region AAA Meeting, 2001.

Weston, J., F., Chung, K. S., and Hoag, S. E. Mergers Restructuring, and Corporate Control. New Jersey: Prentice Hall, 1990.

White, G. I., Sondhi, A. C., and Fried, D. The Analysis and Use of Financial Statements. 3rd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2003.



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

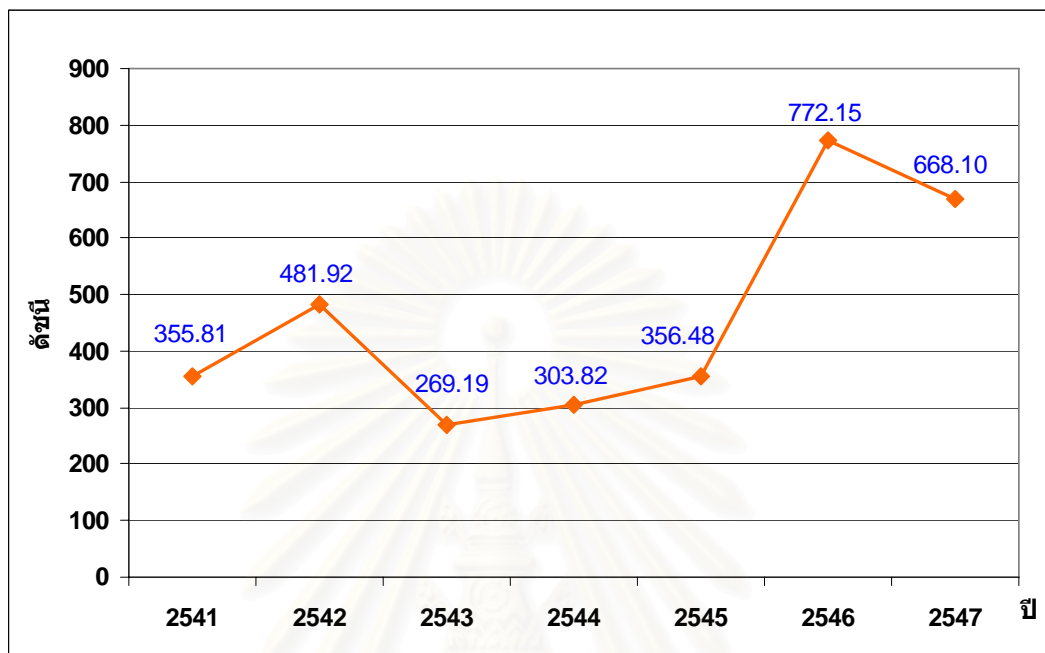


ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาคผนวก ก

สถิติดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันสิ้นปี



กราฟแสดงสถิติดัชนีราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันสิ้นปี ภายหลังจากวิกฤตเศรษฐกิจในปี พ. ศ. 2540 ซึ่งแสดงถึงการเติบโตของตลาดทุนและบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ. ศ. 2541 - 2547 มีดัชนีการปิดตลาดหลักทรัพย์ ณ วันสิ้นปี ดังนี้

ปี	มูลค่าดัชนีปิด ณ วันสิ้นปี
2541	355.81
2542	481.92
2543	269.19
2544	303.82
2545	356.48
2546	772.15
2547	668.10

ภาคผนวก ข

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ปรากฏรายการค่าความนิยม
และนำมาเป็นกลุ่มตัวอย่างในการวิจัย

ลำดับ	ชื่อย่อ หลักทรัพย์	รายชื่อบริษัทมหาชนจำกัด	ปี			
			2543	2544	2545	2546
<i>กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร</i>						
1.	CPF	เจริญโภคภัณฑ์อาหาร	✓	✓	✓	✓
2.	GFPT	จีเอฟพีที	✓	✓	✓	✓
3.	STA	ศรีตรังแอโกรอินดัสทรี	✓	✓	✓	✓
4.	UPOIC	สหอุตสาหกรรมน้ำมันปาล์ม	✓	✓	✓	✓
5.	LST	ลำสูง	-	-	-	✓
6.	MALEE	มาลีสามพราน	✓	✓	-	-
7.	MFG	เดอะไมเนอร์ ฟู้ด กรุ๊ป	✓	✓	✓	✓
8.	PR	เพรซิเดนทรีไรซ์โปรดักส์	✓	✓	✓	✓
9.	S&P	เอส แอนด์ พี ซินดิเคท	✓	✓	✓	-
10.	TC	ทรอปิคอล แคนนิ่ง	✓	✓	✓	-
11.	TF	ไทยเพรซิเดนทรีฟู้ดส์	✓	✓	✓	✓
12.	TIPCO	ทิปโก้ฟู้ดส์ (ประเทศไทย)	✓	✓	✓	✓
13.	TUF	ไทยยูเนียน โพรเซ่น โปรดักส์	✓	✓	✓	✓
<i>กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค</i>						
14.	BRC	บางกอกรับเบอร์	✓	✓	✓	-
15.	TPCORP	เท็กซัสไทลเพรสทีจ	✓	✓	✓	✓
16.	TTI	โรงงานผ้าไทย	✓	✓	✓	✓
17.	MODERN	โมเดิร์นฟาร์มกรุ๊ป	✓	✓	✓	✓
18.	SITHAI	ศรีไทยซูเปอร์แวร์	-	-	-	✓
19.	JCT	แจ็กเจียอุตสาหกรรม (ไทย)	✓	✓	✓	✓
20.	S&J	เอส แอนด์ เจ อินเตอร์เนชั่นแนล เอนเตอร์ไพรส์	✓	✓	✓	✓

ลำดับ	ชื่อย่อ หลักทรัพย์	รายชื่อบริษัทมหาชนจำกัด	ปี			
			2543	2544	2545	2546
กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม						
21.	AH	อาปิโก ไฮเทค	-	-	-	✓
22.	TCCC	ไทยเซ็นทรัลเคมี	✓	✓	✓	✓
23.	TPC	ไทยพลาสติกและเคมีภัณฑ์	✓	✓	✓	✓
24.	UV	ยูนิ เวนเจอร์	✓	✓	✓	✓
25.	APSP	แอลแคนแพ็คเกจจิ้ง สตรองแพ็ค	✓	✓	✓	✓
26.	CSC	ฝ้ายีบ	✓	-	-	-
27.	TMD	อุตสาหกรรมถังโลหะไทย	✓	✓	-	-
กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง						
28.	MS	มิลเลนเนียม สตีล	-	-	-	✓
29.	SCC	ปูนซิเมนต์ไทย	✓	✓	✓	✓
30.	STPI	เอสทีพี แอนด์ ไอ	✓	-	-	-
31.	AP	เอเชียนพร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	✓	✓	✓	✓
32.	GOLD	แผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	✓	✓	✓	✓
33.	HEMRAJ	เหมราชพัฒนาที่ดิน	✓	-	-	-
34.	N-PARK	แนเชอรัล พาร์ค	-	-	-	✓
35.	PLE	เพาเวอร์ไลน์ เอนจิเนียริง	-	-	✓	✓
กลุ่มทรัพยากร						
36.	BAFS	บริการเชื้อเพลิงการบินกรุงเทพฯ	-	-	-	✓
37.	EASTW	จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำ ภาคตะวันออก	✓	✓	✓	✓
38.	EGCOMP	ผลิตไฟฟ้า	✓	✓	✓	✓
39.	LANNA	ลานนา รีซอร์สเซส	✓	✓	✓	✓
40.	PTT	ปตท.	-	-	✓	✓
41.	TIG	ไทยอินดัสเตรียลแก๊ส	✓	✓	-	-

ลำดับ	ชื่อย่อ หลักทรัพย์	รายชื่อบริษัทมหาชนจำกัด	ปี			
			2543	2544	2545	2546
กลุ่มบริการ						
42.	BIGC	บีจีซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์	✓	✓	✓	✓
43.	CP7-11	ซี.พี. เซเวนอิลเฟเว่น	-	-	-	✓
44.	LOXLEY	ล็อกซเลย์	✓	✓	✓	✓
45.	MINOR	ไมเนอร์ คอร์ปอเรชั่น	✓	✓	✓	✓
46.	ROBINS	ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน	-	-	✓	✓
47.	BEC	บีอีซี เวิลด์	✓	✓	✓	-
48.	CVD	ซีวีดี เอนเตอร์เทนเมนท์	✓	✓	✓	✓
49.	EGV	อีจีวี เอนเตอร์เทนเมนท์	-	-	-	✓
50.	MAJOR	เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป	-	-	✓	✓
51.	RS	อาร์.เอส. โปรโมชัน	-	-	-	✓
52.	TRAF	ทราฟฟิคคอร์ปอเรชันโฮลดิ้งส์	-	-	✓	✓
53.	UBC	ยูไนเต็ด บรอดคาสติ้ง คอร์ปอเรชั่น	✓	✓	✓	✓
54.	BGH	กรุงเทพฯดุสิตเวชการ	-	-	-	✓
55.	ASIA	เอเชียไฮเทล	✓	-	-	-
56.	CENTEL	โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา	-	✓	✓	✓
57.	DTC	ดุสิตธานี	✓	✓	✓	✓
58.	ERAWAN	ดิ เอราวัณ กรุ๊ป	-	-	✓	✓
59.	LRH	ลากูน่า รีสอร์ท แอนด์ โฮเทล	-	✓	✓	✓
60.	MINT	ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล	✓	✓	✓	✓
61.	MATI	มติชน	✓	✓	✓	✓
62.	NMG	เนชั่น มัลติมีเดีย กรุ๊ป	✓	✓	✓	✓
63.	TONHUA	ตงฮัว คอมมูนิเคชั่นส์	-	✓	-	-
64.	P-FCB	ประกิต โฮลดิ้ง	✓	✓	✓	✓
65.	PSL	พีรียีส ชิปปิ้ง	✓	✓	✓	✓
66.	RCL	อาร์ ซี แอล	✓	-	-	-

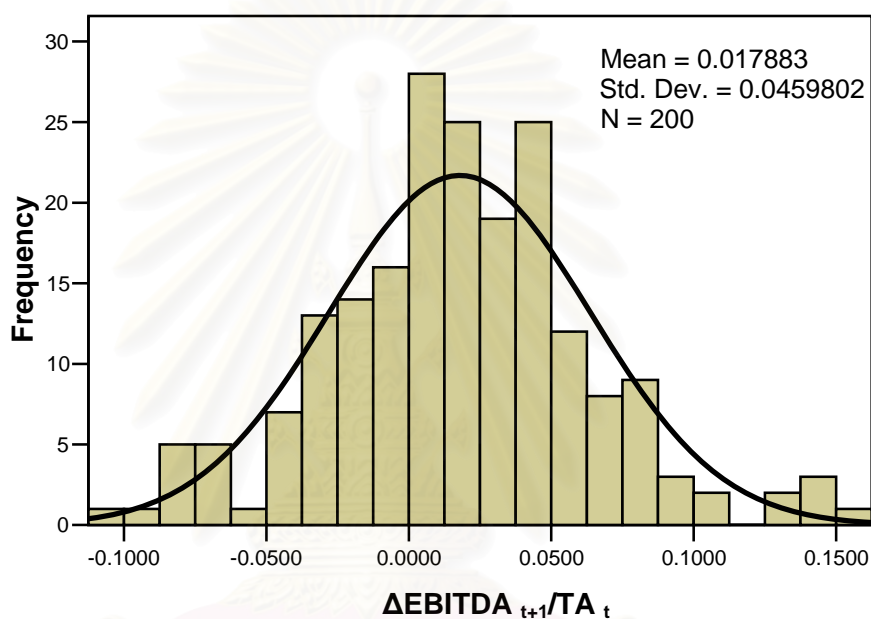
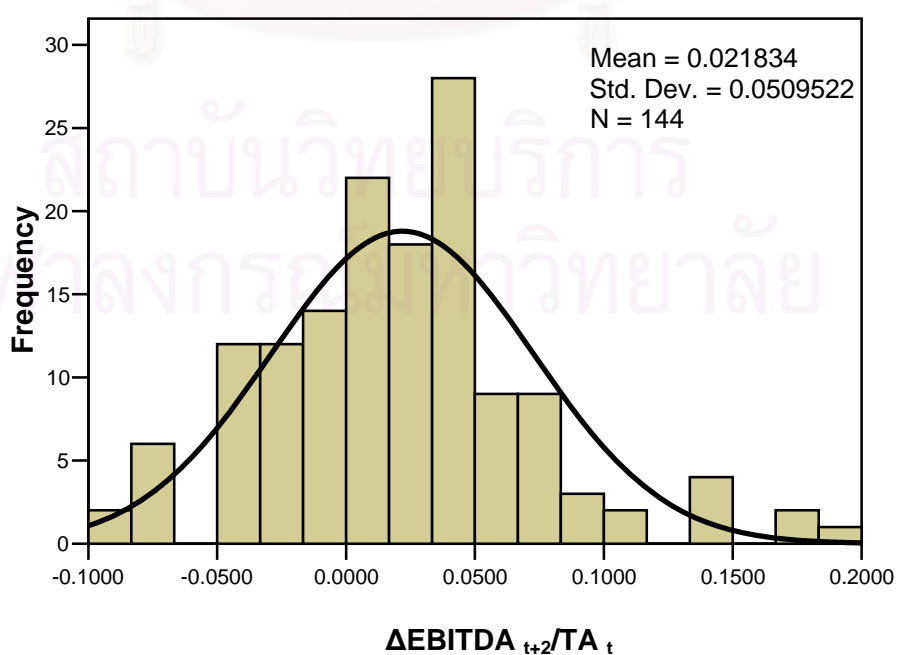
ลำดับ	ชื่อย่อ หลักทรัพย์	รายชื่อบริษัทมหาชนจำกัด	ปี			
			2543	2544	2545	2546
<i>กลุ่มเทคโนโลยี</i>						
67.	ADVANCE	แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส	✓	✓	✓	✓
68.	JAS	จัสมิน อินเตอร์เนชั่นแนล	✓	✓	✓	✓
69.	SAMART	สามารถคอร์ปอเรชั่น	✓	✓	✓	✓
70.	SATTEL	ซินแซทเทลไลท์	-	-	-	✓
71.	SHIN	ชิน คอร์ปอเรชั่นส์	✓	✓	✓	✓
72.	UCOM	ยูไนเต็ดคอมมูนิเคชั่น อินดัสตรี	✓	✓	✓	✓
73.	TRUE	ทรู คอร์ปอเรชั่น	-	-	✓	✓
74.	SUE	ชั้นโย ยูนิเวอร์แซล อิเล็กทริก	✓	-	-	-
75.	DELTA	เดลต้า อีเลคโทรนิคส์ (ประเทศไทย)	✓	✓	✓	✓
76.	KCE	เคซีอี อีเลคโทรนิคส์	✓	✓	✓	✓
รวมจำนวนกลุ่มตัวอย่าง			55	52	55	62

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

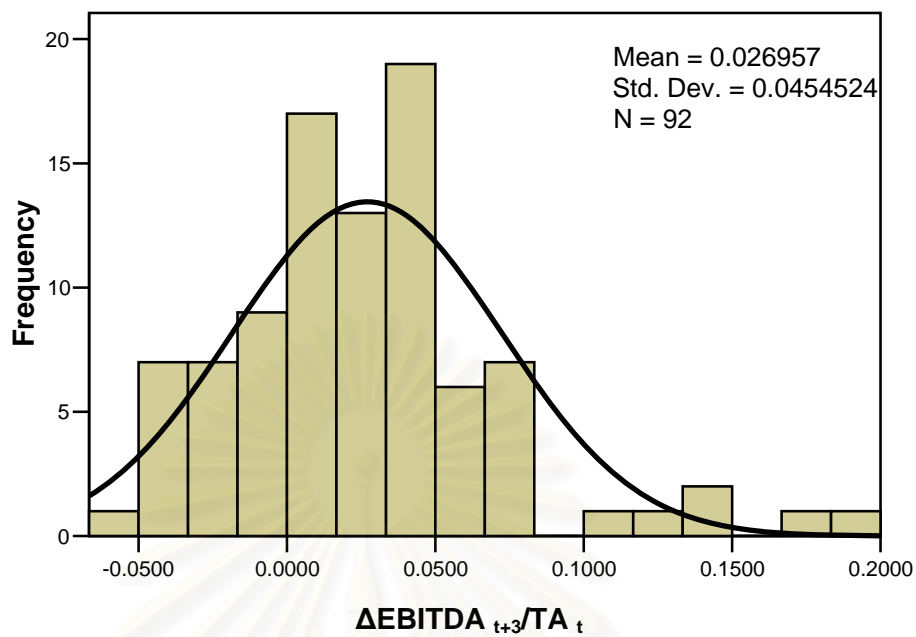
ภาคผนวก ค

การแสดงผลการกระจายความถี่ของของผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดในอนาคต

1. ผลการดำเนินงานในอนาคต วัดโดยเปลี่ยนแปลงของกำไร (ขาดทุน) สุทธิก่อนหัก ดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย ($\Delta EBITDA_{t+T}$) หลังจากปรับให้อยู่ภายใต้ฐานสินทรัพย์รวม (TA_t)

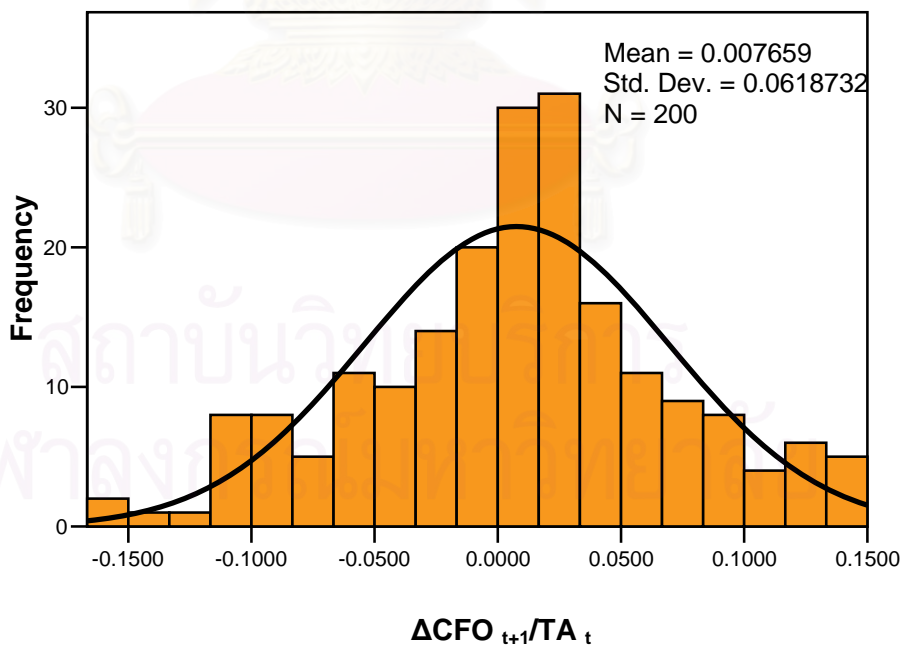
1.1 ผลการดำเนินงานในอนาคตปีที่ $t + 1$ 1.2 ผลการดำเนินงานในอนาคตปีที่ $t + 2$ 

1.3 ผลการดำเนินงานในขนาดปีที่ $t + 3$

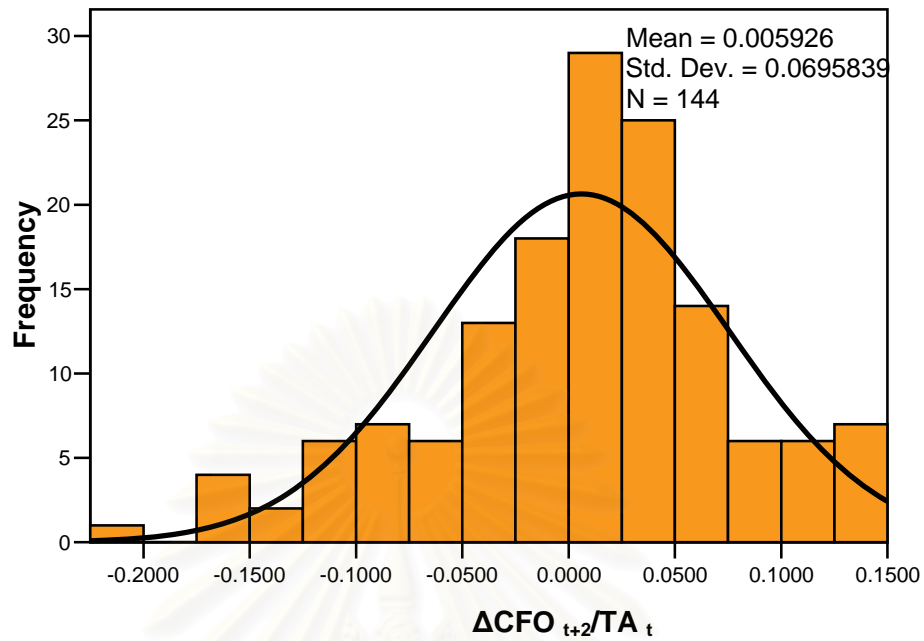


2. กระแสเงินสดในอนาคต วัดโดยเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (ΔCFO_{t+T}) หลังจากปรับให้อยู่ภายใต้ฐานสินทรัพย์รวม (TA_t)

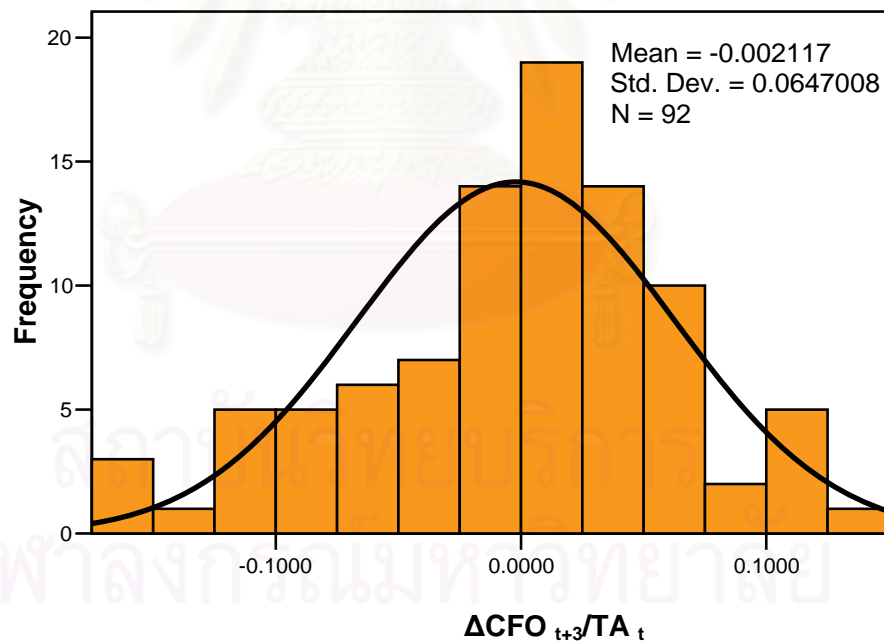
2.1 กระแสเงินสดในอนาคตปีที่ $t + 1$



2.2 กระแสเงินสดในอนาคตปีที่ $t + 2$



2.3 กระแสเงินสดในอนาคตปีที่ $t + 3$



จากภาพที่นำเสนอการแจกแจงความถี่ของข้อมูลตัวแปรตามข้างต้นจะพิจารณาควบคู่ไป
กับค่า Kolmogorov-Smirnov เพื่อทดสอบว่าข้อมูลดังกล่าวมีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่ ดังนี้

ตารางที่ ค 1 การทดสอบการแจกปกติตามค่าสถิติ Kolmogorov-Smirnov

ตัวแปรตาม (Y_i)	Kolmogorov-Smirnov	
	Statistic	p-value
1.1 ผลการดำเนินงานในขนาดปีที่ $t + 1$	0.053	0.200
1.2 ผลการดำเนินงานในขนาดปีที่ $t + 2$	0.090	0.006
1.3 ผลการดำเนินงานในขนาดปีที่ $t + 3$	0.114	0.005
2.1 กระแสเงินสดในขนาดปีที่ $t + 1$	0.061	0.064
2.2 กระแสเงินสดในขนาดปีที่ $t + 2$	0.079	0.029
2.3 กระแสเงินสดในขนาดปีที่ $t + 3$	0.085	0.095

การทดสอบการแจกแจงปกติ (Normality Test) พบค่า Kolmogorov-Smirnov ที่มีมากกว่า 0.05 ตามนัยสำคัญทางสถิติที่กำหนดไว้ จึงจะยอมรับสมมติฐานหลัก (H_0 : กลุ่มตัวอย่างมีการแจกแจงแบบปกติ) ซึ่งในที่นี้มีเพียงผลการดำเนินงานในขนาดปีที่ $t + 1$ กระแสเงินสดในขนาดปีที่ $t + 1$ และปีที่ $t + 3$ เท่านั้นที่ข้อมูลมีการแจกแจงแบบปกติ แต่จากจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ประมวลผลในการวิจัยครั้งนี้มีขนาดใหญ่ ($n > 30$) หรือมีค่ามากกว่า 3 ถึง 4 เท่าของจำนวน Parameters ที่ใช้ทดสอบสมการความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ดังนั้นสามารถประมาณได้ว่าข้อมูลมีการแจกแจงใกล้เคียงแบบปกติทั้ง 2 ตัวแปรที่ทดสอบตลอดทั้ง 3 ปี

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาวศันสนีย์ สุริยเชิดชูสกุล เกิดวันที่ 5 พฤศจิกายน พ. ศ. 2524 ที่กรุงเทพมหานคร สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาบริหารธุรกิจบัณฑิต เกียรตินิยมอันดับ 1 สาขาวิชาการบัญชีต้นทุน คณะบริหารธุรกิจ จากสถาบันเทคโนโลยีราชมงคล วิทยาเขตพณิชยการพระนคร ในปีการศึกษา พ. ศ. 2545 และเข้าศึกษาต่อในหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี คณะพณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปี พ. ศ. 2546 โดยระหว่างศึกษา ได้รับทุนอุดหนุนการศึกษา (ทุนผู้ช่วยสอน) ของภาควิชาการบัญชีเป็นเวลา 1 ปีการศึกษา



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย