

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

ในการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ของกำไรที่ไม่คาดหวังและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวัง กับ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นผลจากปัจจุบันตลาดทุนในประเทศไทยเริ่มเข้าสู่ความเป็นตลาดสากลมากขึ้น บริษัทต่าง ๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการออกงบการเงินเพื่อเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนใช้เป็นข้อมูลเพื่อนำไปใช้ในการตัดสินใจลงทุนต่อไป เมื่อผู้ลงทุนในปัจจุบันมีความรู้มากขึ้นจึงมีความต้องการข้อมูลอื่น ๆ นอกเหนือจากข้อมูลในงบการเงินเพื่อให้การวิเคราะห์ข้อมูลมีประสิทธิภาพและแม่นยำมากขึ้น จึงมีการพิจารณาถึงข้อบ่งชี้หรือแนวโน้มโดยใช้การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานมากขึ้น ดังนั้นในการวิจัยครั้งนี้จึงมีจุดมุ่งหมายเพื่อที่จะตอบปัญหาการวิจัยดังนี้

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของความเสถียรภาพของกำไร การเติบโตของกำไร และขนาดของกิจการต่อกำไรและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังในการนำไปใช้ในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์

2. เพื่อศึกษาทิศทางความสัมพันธ์ของความเสถียรภาพของกำไร การเติบโตของกำไร และขนาดของกิจการต่อกำไรและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังในการนำไปใช้ในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์

จากวัตถุประสงค์ข้างต้นสามารถอภิปรายผลการศึกษาดังนี้

จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับปัจจัยที่ทำการศึกษา สามารถอภิปรายผลการศึกษาแยกเป็นแต่ละปัจจัย กล่าวคือ

ด้านความเสถียรภาพของกำไร (Earnings Stability)

ผลกระทบจากความไม่เสถียรภาพของกำไรเป็นปัจจัยหนึ่งที่ทำให้กำไรในปัจจุบันไม่สามารถคาดการณ์อนาคตได้ และไม่มีมีความเกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของกิจการในอนาคตทั้งหมดนี้มีอิทธิพลต่อกำไรในงวดปัจจุบัน ซึ่งไม่เสถียรภาพของกำไรนี้เกิดจากหลาย ๆ ปัจจัย เช่น การขายสินทรัพย์ของกิจการที่ขาดทุน แรงกระตุ้นของช่วงเวลาในการเปิดเผยข่าวร้ายและข่าวดีทำให้กำไรเกิดการเบี่ยงเบนและห่างจากกำไรที่แท้จริง นอกจากนี้ในงานวิจัยของประเทศสหรัฐ

อเมริกาโดย Cheng et.al (1996) และอังกฤษโดย Charitou et.al. (2001) ก็ให้ความสำคัญกับปัจจัยด้านความเสถียรภาพของกำไรเช่นกัน งานวิจัยนี้ที่ศึกษาปัจจัยด้านความเสถียรภาพของกำไรโดยใช้ข้อมูลของประเทศไทยสามารถสรุปและเปรียบเทียบได้ดังนี้

จากตารางที่ 4.3 และตารางที่ 4.4 ในส่วนของการวิเคราะห์ผลสรุปคือ โดยเมื่อกำไรไม่เสถียรภาพ ความสามารถของข้อมูลกำไรในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์มีหลักฐานที่ตรงกันกับงานวิจัยนี้ว่า ข้อมูลกำไรจะมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์น้อยลง แต่ในส่วนของข้อมูลกระแสเงินสดพบหลักฐานที่ไม่ตรงกันดังนี้ การวิจัยนี้และการวิจัยที่ใช้ข้อมูลของประเทศอังกฤษพบว่าในสถานการณ์ปกติ กำไรที่ไม่คาดหวังมีความสามารถของข้อมูลในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้มากกว่ากระแสเงินสดที่ไม่คาดหวัง และเมื่อกำไรไม่เสถียรภาพ กระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ยังมีความสามารถของข้อมูลในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้น้อยกว่ากำไรที่ไม่คาดหวังเช่นเดิม แต่สำหรับในประเทศสหรัฐอเมริกาพบว่าเมื่อกำไรไม่เสถียรภาพกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังจะมีความสามารถของข้อมูลในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์มากขึ้น

ด้านการเติบโตของกำไร (Earnings Growth)

ปัจจัยด้านการเติบโตของกำไรเป็นปัจจัยหนึ่งที่ผู้วิจัยนำมาใช้เป็นปัจจัยในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ จากการทบทวนวรรณกรรมของงานวิจัยในต่างประเทศ พบว่า กิจกรรมที่มีการเติบโตของกำไรในงวดปัจจุบันจะส่งผลให้กำไรที่ไม่คาดหวังในอนาคตอาจมีความต่อเนื่องในลักษณะเดียวกัน นอกจากนั้นหากกิจการมีการเติบโตของกำไรอาจมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น และถ้ามีการเปลี่ยนแปลงเกี่ยวกับความคาดหวังของการเติบโตของกำไรจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกำไรที่ไม่คาดหวัง (เช่น คาดหวังว่าการเติบโตของกำไรสูง กำไรที่ไม่คาดหวังจะสูงตาม) ดังนั้นงานวิจัยนี้ที่ศึกษาปัจจัยด้านการเติบโตของกำไรโดยใช้ข้อมูลของประเทศไทยสามารถสรุปได้

จากตารางที่ 4.3 และตารางที่ 4.5 ในส่วนของการวิเคราะห์ให้ผลตรงกับงานวิจัยต่างประเทศดังนี้ งานวิจัยนี้พบว่า เมื่อกำไรมีการเติบโต ผลตอบแทนที่เกิดจากกำไรที่ไม่คาดหวังจะสูงขึ้น แต่กระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังจะลดลง และในงานวิจัยของต่างประเทศโดย Charitou et. al. (2001) พบว่า การเติบโตของกำไรที่สูงขึ้น กำไรที่ไม่คาดหวังจะสูงตาม แต่ในส่วนของกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังยังมีเพียงบางหลักฐานที่แสดงว่าเมื่อการเติบโตของกำไรสูงขึ้น กระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังจะสูงตาม

ขนาดของกิจการ (Firm Size)

ปัจจัยด้านขนาดของกิจการเป็นปัจจัยที่กล่าวถึงข้อมูลต่าง ๆ ที่สนับสนุนผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่อาจมีความแตกต่างกันระหว่างกิจการขนาดเล็กและขนาดใหญ่ ซึ่งเป็นผลมาจากต้นทุนในการหาข้อมูลของผู้ลงทุน โดยกิจการขนาดใหญ่ นั้น ผู้ลงทุนจะมีต้นทุนในการหาข้อมูลน้อยกว่ากิจการขนาดเล็กเพราะความความสนใจในการเปิดเผยข้อมูลของกิจการขนาดใหญ่เกี่ยวกับโครงสร้างของกิจการ บริษัทในเครือและการดำเนินงานที่ต่างกัน เป็นต้น จึงสามารถสรุปได้ว่าความแตกต่างกันของขนาดของกิจการกระทบต่อต้นทุนในการหาข้อมูลของนักลงทุนนั่นเอง

งานวิจัยนี้ที่ศึกษาปัจจัยด้านขนาดของกิจการโดยใช้ข้อมูลของประเทศไทย สามารถสรุปได้จากตารางที่ 4.3 และตารางที่ 4.6 ในส่วนของการวิเคราะห์ผลมีความแตกต่างกับงานวิจัยต่างประเทศดังนี้ หากกิจการจะมีขนาดใหญ่ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกิดจากกำไรและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังจะน้อยลง แต่ในงานวิจัยของต่างประเทศโดย Charitou et. al. (2001) พบว่ามีบางหลักฐานที่พบว่ากรณีที่กิจการมีขนาดใหญ่ กำไรที่ไม่คาดหวังจะมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ลดลง และไม่มีหลักฐานว่ากระแสเงินสดจะมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ลดลงในกรณีเดียวกัน

5.2 ข้อเสนอแนะ

จากการทบทวนวรรณกรรมและการศึกษาปัจจัยต่าง ๆ สามารถสรุปข้อเสนอแนะได้ดังนี้

1. จากการศึกษาโดยใช้ข้อมูลของประเทศไทย พบว่าข้อมูลกำไรใช้เป็นข้อมูลในการวิเคราะห์หลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลกระแสเงินสด (ตารางที่ 4.3) และในขณะที่กำไรไม่เสถียรภาพ แม้ว่าข้อมูลกำไรจะมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้น้อยลง แต่ข้อมูลกระแสเงินสดก็ยังสามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้น้อยกว่าข้อมูลกำไรเช่นเดิม (ตารางที่ 4.4)

ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาพบว่า นักลงทุนในประเทศไทยนิยมใช้ข้อมูลกำไรในการนำไปใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลกระแสเงินสดไม่ว่าข้อมูลกำไรจะมีความเสถียรภาพหรือไม่ก็ตาม ส่วนหนึ่งอาจเนื่องจากข้อมูลกำไรเป็นข้อมูลที่สะท้อนถึงมูลค่าของกิจการมากกว่าข้อมูลกระแสเงินสด จากเหตุผลที่ว่านักลงทุนมองว่างบกระแสเงินสดให้ข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสดในอดีตมากกว่าเป็นการให้ข้อมูลกระแสเงินสดในอนาคต และข้อมูลกระแสเงินสดยังเป็นข้อมูลที่ทำความเข้าใจได้ยากกว่าข้อมูลกำไร ถึงแม้ว่าข้อมูลในงบกำไรขาดทุนเป็นตัวสะท้อนมูลค่าของกิจการได้ดีและยังสามารถสะท้อนข้อมูลกระแสเงินสดในปัจจุบันและอนาคตได้ แต่อย่างไรก็ตาม ในการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อที่จะพยากรณ์เหตุการณ์ในอนาคตเรายังจำเป็นต้องข้อมูลกระแสเงินสดในอดีตเป็นส่วนหนึ่งในการวิเคราะห์ด้วย เพื่อให้ทราบถึงแนวโน้มของกระแสเงินสดในอนาคต ดังนั้นในการพิจารณาของงบกระแสเงินสดควบคู่ไปกับงบกำไรขาดทุนก็น่าจะทำให้ผู้ลงทุนหรือนักวิเคราะห์หลักทรัพย์มีความแม่นยำมากขึ้นในการพยากรณ์ประสิทธิภาพในการสร้างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ต้องการลงทุน นอกจากนี้การจัดทำงบกระแสเงินสดในปัจจุบันนั้นนิยมใช้วิธีทางอ้อม (Indirect Method) มากกว่าทางตรง (Direct Method) กล่าวคือเป็นวิธีที่อ้างอิงจากกำไรขาดทุนและทำการปรับด้วยผลกระทบของรายการคงค้างและรายการที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานยังอาจทำให้นักวิเคราะห์สามารถทราบถึงเหตุผลว่าทำไมกำไรทางบัญชีจึงแตกต่างจากกำไรที่เป็นกระแสเงินสด ซึ่งผลต่างดังกล่าวอาจมีสาเหตุมาจากการดำเนินงาน การลงทุนและการจัดหาเงินของกิจการนั่นเอง ส่งผลให้เข้าใจถึงองค์ประกอบของกำไรมากกว่าการมองเพียงกำไรเพียงอย่างเดียวจึงทำให้นักวิเคราะห์เห็นมูลค่าของกิจการได้ในมุมมองที่กว้างและยาวขึ้น

2. การศึกษาด้านการเติบโตของกำไร พบว่าการเติบโตของกำไรมีความสัมพันธ์กับการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ (ตารางที่ 4.3) โดยผลการวิจัยยังพบว่า เมื่อกำไรมีการเติบโตสูงขึ้น ความสามารถของกำไรที่ไม่คาดหวังในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นแต่กระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังที่ลดลง (ตารางที่ 4.5)

ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาพบว่า ทำให้ทราบว่าเมื่อมีการเติบโตของกำไรโตของกิจการสูง นักลงทุนควรมีการพิจารณาข้อมูลกำไรและข้อมูลกระแสเงินสดที่มากขึ้น เนื่องจากผลการวิจัยพบว่า ในกิจการที่มีการเติบโตของกำไรที่สูง กระแสเงินสดจากการดำเนินงานจะสามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์มากกว่ากำไร

3. จากการศึกษาด้านขนาดของกิจการ พบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ต่อการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตารางที่ 4.3) และยังพบว่ากิจการที่มีขนาดใหญ่ กำไรและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังจะน้อยลง(ตารางที่ 4.6)

ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาพบว่า ในกิจการที่มีขนาดใหญ่ ส่วนของกำไรและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้น้อย ถ้านักลงทุนมีการคาดการณ์ผลตอบแทนที่คาดหวังโดยอาศัยข้อมูลในงวดก่อน สามารถกล่าวได้ว่ากำไรในงวดก่อนของบริษัทขนาดใหญ่สามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรในงวดก่อนของบริษัทขนาดเล็ก

5.3 ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1. จากการศึกษาปัจจัยด้านความเสถียรภาพของกำไร พบว่าในปัจจุบันข้อมูลกำไรมีประโยชน์ในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลกระแสเงินสดไม่ว่ากำไรจะเสถียรภาพหรือไม่ก็ตาม ซึ่งอาจเนื่องจากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ยังคงสนใจที่จะดูข้อมูลที่อยู่ในงบกำไรขาดทุนเช่น กำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share : EPS) เป็นหลัก เนื่องจากข้อมูลกำไรจะบ่งบอกถึงมูลค่าของกิจการ (Value of Firm) ได้ในระดับหนึ่ง และในวิเคราะห์ข้อมูลกำไรยังมีความเข้าใจง่ายกว่าการวิเคราะห์ข้อมูลในงบกระแสเงินสด จึงควรมีการศึกษาต่อไปในอนาคตด้วยว่าข้อมูลกำไรยังคงเป็นข้อมูลที่ง่ายต่อการวิเคราะห์มากกว่าข้อมูลกระแสเงินสดจริงหรือไม่ และข้อมูลกำไรเป็นข้อมูลที่สะท้อนต่อกระแสเงินสดปัจจุบันและกระแสเงินสดในอนาคตจริงหรือไม่

2. เนื่องจากในการวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยที่ทำซ้ำกับงานวิจัยของต่างประเทศเพื่อให้สามารถเปรียบเทียบผลการวิจัยจึงทำการศึกษปัจจัยเดียวกับงานวิจัยของต่างประเทศที่ต้องการเปรียบเทียบ แต่อย่างไรก็ตามยังมีปัจจัยอื่น ๆ อีกที่มีความสัมพันธ์ต่อการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ รวมทั้งในอนาคตเมื่อผู้ลงทุนมีความรู้มากขึ้นก็น่าจะมีการใช้ปัจจัยอื่น ๆ ในการวิเคราะห์ข้อมูลมากขึ้น แต่เนื่องจากข้อจำกัดทางด้านเวลาที่ทำการศึกษาและเป็นการวิจัยที่ทำเพื่อต้องการเปรียบเทียบกับงานวิจัยที่เคยทำไว้ในต่างประเทศจึงทำให้ผู้วิจัยไม่สามารถนำปัจจัยอื่น ๆ มาพิจารณาพร้อมด้วย ดังนั้นในการศึกษาในอนาคตควรมีการเพิ่มปัจจัยอื่น ๆ เช่น ปัจจัยด้านสารสนเทศ เทคโนโลยีที่ใช้ในกิจการที่อาจมีผลในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในอนาคต เป็นต้น

3. ในการวิจัยครั้งนี้มีการกำหนดลักษณะการดำเนินงานของบริษัทที่มีการรับรู้กำไรและกระแสเงินสดค่อนข้างพร้อมกัน ดังนั้นการวิจัยในอนาคตอาจทำการศึกษาโดยพิจารณาลักษณะของบริษัทในด้านอื่น ๆ เพื่อให้เกิดองค์ความรู้เพิ่มเติมเกี่ยวกับลักษณะของบริษัทที่มีผลในการอธิบายราคาหลักทรัพย์

4. ในการวิจัยครั้งนี้ได้ทำการศึกษาโดยใช้ระยะเวลา 5 ปี เนื่องจากมีข้อจำกัดในด้านเวลาที่ทำการศึกษา ดังนั้นการวิจัยในอนาคตอาจมีการขยายระยะเวลาที่ใช้ในการวิจัยเพื่อให้สามารถดูแนวโน้มได้มากขึ้น