

## บทที่ 4



### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

การนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลจะแบ่งออกเป็น 6 ส่วน ดังต่อไปนี้

4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

4.1.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นโดยใช้สถิติขั้นพื้นฐานเพื่อตรวจสอบลักษณะขนาด และการกระจายข้อมูลของตัวแปรอย่างคร่าว ๆ

4.1.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นโดยใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพื่อตรวจสอบระดับความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลบัญชีกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

4.2 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุด้วยตัวแบบที่ 1 เพื่อทดสอบความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

4.2.1 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุด้วยตัวแบบที่ 1 ในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

4.2.2 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุด้วยตัวแบบที่ 1 ในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

4.3 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุด้วยตัวแบบที่ 2 เพื่อทดสอบผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

4.3.1 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุด้วยตัวแบบที่ 2 ในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

4.3.2 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุด้วยตัวแบบที่ 2 ในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

4.4 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุด้วยตัวแบบที่ 3 เพื่อเปรียบเทียบระหว่างความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

4.5 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุด้วยตัวแบบที่ 3 เพื่อเปรียบเทียบระหว่างผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

#### 4.6 การทดสอบสมมติฐานการวิจัย

4.6.1 ผลการทดสอบสมมติฐานความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

4.6.2 ผลการทดสอบสมมติฐานผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

4.6.3 ผลการทดสอบสมมติฐานเปรียบเทียบระหว่างความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

4.6.4 ผลการทดสอบสมมติฐานเปรียบเทียบระหว่างผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

ในการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นและวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุจะรายงานผลการวิเคราะห์แบบ year-by-year และแบบ pooled-across-years (ต่อไปจะเรียกว่า แบบ pooled) แต่ในการสรุปผลการวิจัยจะใช้ผลการวิเคราะห์แบบ pooled-across-years เนื่องจากจะให้ผลการทดสอบที่เป็นภาพรวมทั้งหมดในช่วงระยะเวลาที่ศึกษา

#### 4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นจะใช้สถิติขั้นพื้นฐานและการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ในการทดสอบ ซึ่งเครื่องมือสถิติขั้นพื้นฐาน ได้แก่ ค่าเฉลี่ยเลขคณิต ค่ามัธยฐาน ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าความแปรปรวน เพื่อตรวจสอบลักษณะ ขนาดและความแปรปรวนของข้อมูลอย่างคร่าว ๆ ส่วนการวิเคราะห์สหสัมพันธ์มีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอย่างคร่าว ๆ ก่อนการทดสอบสมมติฐานด้วยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

##### 4.1.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นโดยใช้สถิติขั้นพื้นฐานเพื่อตรวจสอบลักษณะขนาด และความแปรปรวนข้อมูลของตัวแปรอย่างคร่าว ๆ

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นโดยใช้สถิติขั้นพื้นฐานในช่วงก่อนวิกฤตและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ได้แสดงไว้ในภาคผนวก ข ตารางที่ 1 และภาคผนวก ข ตารางที่ 2 ตามลำดับ ซึ่งจะขอกล่าวเป็นรายตัวแปร ดังต่อไปนี้

### ผลตอบแทนหลักทรัพย์

ผลการวิเคราะห์แบบ pooled (ภาคผนวก ข ตารางที่ 1) พบว่า การลงทุนในกลุ่ม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยภาพรวม ในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์เฉลี่ยเท่ากับ -43.19% สำหรับการลงทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจโดยภาพรวม ให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์เฉลี่ยเท่ากับ 56.03% ผลดังกล่าวสะท้อนถึงความแตกต่างของสภาวะการลงทุนในแต่ละช่วงเวลา โดยในช่วงก่อนวิกฤต สภาวะการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เริ่มถดถอยและมีแนวโน้มลดลงเรื่อยๆ ในขณะที่ช่วงหลังวิกฤต สภาวะการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เริ่มฟื้นตัวขึ้น (ภาคผนวก ค ภาพที่ 1) นอกจากนี้ ยังพบว่า ผลตอบแทนหลักทรัพย์จากการลงทุนในช่วงหลังวิกฤต มีความแปรปรวนมากกว่าผลตอบแทนหลักทรัพย์ในช่วงก่อนวิกฤต (ภาคผนวก ค ภาพที่ 2) ผลดังกล่าวสะท้อนความเสี่ยงจากการลงทุนในช่วงหลังวิกฤตที่เพิ่มขึ้นกว่าในช่วงก่อนวิกฤต

### การเปลี่ยนแปลงของกำไรทางบัญชีและการเปลี่ยนแปลงกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

ผลการวิเคราะห์แบบ pooled (ภาคผนวก ค ภาพที่ 2) พบว่า ในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจโดยภาพรวม ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของการเปลี่ยนแปลงกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (0.2836) จะมากกว่าค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของการเปลี่ยนแปลงกำไรทางบัญชี (0.2275) ผลดังกล่าวสันนิษฐานได้ว่า ผู้บริหารอาจใช้รายการพึงรับพึงจ่ายเพื่อลดความผันผวนของกระแสเงินสดที่แตกต่างกันในแต่ละช่วงเวลาของกิจการ

### ระดับกำไรทางบัญชีและระดับกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

วรรณกรรมและตำราทางบัญชีจำนวนมากได้กล่าวไว้ว่า กำไรทางบัญชีประกอบไปด้วยรายการพึงรับพึงจ่าย (ที่ไม่ใช่ตัวเงิน) และรายการกระแสเงินสด ผลการวิจัยในอดีตพบว่า ผู้บริหารมักตกแต่งตัวเลขกำไรทางบัญชี โดยใช้รายการพึงรับพึงจ่ายที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร ได้แก่ รายการตัดจำหน่ายและค่าเสื่อมราคา ฉะนั้น การทราบขนาดของรายการดังกล่าวว่ามีมากหรือน้อยเพียงใดเมื่อเทียบกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานจะช่วยให้หลักฐานสนับสนุนการวิเคราะห์ข้อมูลได้ชัดเจนขึ้น ซึ่งแสดงไว้ในภาคผนวก ข ตารางที่ 3

ผลการวิเคราะห์แบบ pooled (ภาคผนวก ข ตารางที่ 3) พบว่า ค่าเฉลี่ยของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และค่าเฉลี่ยของกำไรทางบัญชีในช่วงก่อนวิกฤต (หลังวิกฤต) เท่ากับ -0.0520 (-0.2102) และ -0.0237 (-0.5665) ตามลำดับ สังเกตว่า ความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน คือ รายการพึงรับพึงจ่ายที่ไม่ใช่ตัวเงิน ซึ่งเป็นรายการที่มีผลกระทบต่อการขึ้นลงของกำไรทางบัญชี แต่จะไม่มีผลกระทบต่อ

กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน โดยในช่วงก่อนวิกฤต รายการพึงรับพึงจ่ายที่ไม่ใช้ตัวเงิน เป็นจำนวนที่เพิ่มขึ้นเฉลี่ยเท่ากับ 0.0283 แต่ในช่วงหลังวิกฤต รายการพึงรับพึงจ่ายที่ไม่ใช้ตัวเงินเป็นจำนวนที่ลดลงเฉลี่ยเท่ากับ -0.3563

ผลการวิเคราะห์แบบ year-by-year พบว่า ปี 2537 2538 และ 2544 เป็นปีที่มีรายการพึงรับพึงจ่ายที่ไม่ใช้ตัวเงินมากกว่ารายการกระแสเงินสด สำหรับปี 2539 2543 และ 2545 เป็นปีที่รายการพึงรับพึงจ่ายที่ไม่ใช้ตัวเงินน้อยกว่ารายการกระแสเงินสด เป็นที่น่าสังเกตว่า แนวโน้มของรายการพึงรับพึงจ่ายมีความไม่สม่ำเสมอ บางปีเป็นลบ บางปีเป็นบวก (ภาคผนวก ค ภาพที่ 3) หากปีใดที่มีรายการพึงรับพึงจ่ายเพิ่มขึ้น ปีนั้นกำไรทางบัญชีจะเพิ่มขึ้น และปีใดที่มีรายการพึงรับพึงจ่ายลดลง ปีนั้นกำไรทางบัญชีจะลดลงด้วย ผลจากความไม่สม่ำเสมอของรายการพึงรับพึงจ่ายจะนำไปสู่ความไม่เสถียรภาพของกำไร ซึ่งทำให้กำไรทางบัญชีเพียงตัวเดียว อาจไม่เป็นเครื่องมือที่ดีในการประเมินผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่นักลงทุนคาดหวังจะได้รับในอนาคต

#### 4.1.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นโดยใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพื่อตรวจสอบระดับความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลบัญชีกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ เพื่อตรวจสอบระดับความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลบัญชี (ตัวแปรอิสระ) กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ (ตัวแปรตาม) ว่ามีมากน้อยเพียงใด โดยไม่สนใจระดับนัยสำคัญทางสถิติ ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นโดยใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ในช่วงก่อนวิกฤต หลังวิกฤต และตลอดช่วงระยะเวลาที่ศึกษา ได้แสดงไว้ในภาคผนวก ข ตารางที่ 4

ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (ภาคผนวก ข ตารางที่ 4) พบว่า ในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ผลตอบแทนหลักทรัพย์กับการเปลี่ยนแปลงของกำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์กันสูงที่สุด โดยทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปในทางเดียวกัน รองลงมาเป็นความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหลักทรัพย์กับระดับกำไรทางบัญชี ยกเว้น ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหลักทรัพย์กับการเปลี่ยนแปลงในกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปในทางตรงกันข้าม ผลดังกล่าวสะท้อนว่า ในช่วงก่อนวิกฤต กำไรทางบัญชีเป็นตัวชี้วัดสำคัญในการประเมินมูลค่าของบริษัท แต่ในช่วงหลังวิกฤต ผลตอบแทนหลักทรัพย์กับระดับกำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์กันสูงที่สุด โดยทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปในทางตรงกันข้าม รองลงมาเป็นความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหลักทรัพย์กับระดับกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ซึ่งมีทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปในทางเดียวกัน ผลดังกล่าวสะท้อนว่า ในช่วงหลังวิกฤต กระแสเงินสดจากการดำเนินงานกลับมีประโยชน์ต่อนักลงทุนในการประเมินมูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น ขณะที่กำไรทางบัญชีเป็นประโยชน์ต่อการประเมินมูลค่ากิจการลดลง อย่างไรก็ตาม ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ตลอดช่วงระยะเวลาที่ศึกษายังพบว่า ระดับกำไรทางบัญชียังคงมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก โดยมีทิศทางความสัมพันธ์

เป็นไปในทางตรงกันข้าม รองลงมาเป็นความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหลักทรัพย์กับการเปลี่ยนแปลงของกำไรทางบัญชี ซึ่งมีทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปในทางเดียวกัน

## 4.2 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุด้วยตัวแบบที่ 1 เพื่อทดสอบความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

การทดสอบความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจนั้น จะใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุตามตัวแบบที่ 1 ซึ่งมีสมการ ดังนี้

$$R_{jt} = b_{0t} + b_{1t}\Delta E_{jt} + b_{2t}\Delta CFO_{jt} + b_{3t}E_{jt} + b_{4t}CFO_{jt} + e_{jt}$$

จากตัวแบบที่ 1 ข้างต้น ผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกำไรทางบัญชีที่ไม่คาดหวัง ( $b_{1t} + b_{3t}$ ) จะเป็นตัวบ่งชี้ความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ และผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวัง ( $b_{2t} + b_{4t}$ ) จะเป็นตัวบ่งชี้ความสามารถของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์

ในการทดสอบความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ จะใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุโดยแยกทดสอบเป็น 2 ช่วงเวลา ได้แก่ การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ซึ่งผลการวิเคราะห์ความถดถอยดังกล่าว ได้แสดงไว้ในภาคผนวก ข ตารางที่ 5 และภาคผนวก ข ตารางที่ 6 ตามลำดับ

### 4.2.1 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุด้วยตัวแบบที่ 1 ในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบ pooled ในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจด้วยตัวแบบที่ 1 (ภาคผนวก ค ตารางที่ 5) พบว่า adjusted  $R^2$  มีค่าเท่ากับ 1.10% ซึ่งเป็นข้อบ่งชี้ว่า 1.10% ของการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนหลักทรัพย์เป็นผลจากข้อมูลบัญชีที่ไม่คาดหวัง ส่วนที่เหลือ 98.90% ของการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนหลักทรัพย์เป็นผลจากข้อมูลข่าวสารอื่น ทั้งนี้ adjusted  $R^2$  ในปี 2537 2538 และ 2539 มีค่าเท่ากับ 17.40% 28.20% และ 6.10% ตามลำดับ โดยจะเห็นว่า ความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ในปี 2538 เพิ่มขึ้นจากปี 2537 แต่กลับลดลงเป็นอย่างมากในปี 2539 สันนิษฐานว่า อาจเป็นเพราะในช่วงปี 2539 ได้เกิดข่าวด้านลบเกี่ยวกับกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

จึงทำให้นักลงทุนทั้งชาวไทยและชาวต่างชาติ เกิดความตระหนกและเทขายหลักทรัพย์โดยไม่พิจารณาปัจจัยพื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับการใช้ข้อมูลบัญชีเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน

ภายใต้ adjusted  $R^2$  ที่ 1.10% ผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกำไรทางบัญชีที่ไม่คาดหวังเท่ากับ 0.525 (t-value = 2.240) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 และผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวังเท่ากับ 0.229 (t-value = 0.879) อย่างไม่มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

ผลดังกล่าวชี้ว่า ในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจโดยภาพรวม กำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเกินกว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ แต่ในขณะเดียวกัน กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเกินกว่ากำไรทางบัญชีอย่างไม่ถึงขั้นมีนัยสำคัญ ยกเว้นปี 2538 ทั้งกำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่างมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเกินกว่าซึ่งกันและกันอย่างมีนัยสำคัญ

#### 4.2.2 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุด้วยตัวแบบที่ 1 ในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบ pooled ในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจด้วยตัวแบบที่ 1 (ภาคผนวก ค ตารางที่ 6) พบว่า adjusted  $R^2$  มีค่าเท่ากับ 10.80% ผลดังกล่าวชี้ว่า 10.80% ของการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนหลักทรัพย์เป็นผลจากข้อมูลบัญชีที่ไม่คาดหวัง ส่วนที่เหลือ 89.20% ของการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนหลักทรัพย์เป็นผลจากข้อมูลข่าวสารอื่น ทั้งนี้ adjusted  $R^2$  ในปี 2543 2544 และ 2545 มีค่าเท่ากับ 59% 0.10% และ 74.50% ตามลำดับ โดยจะสังเกตเห็นว่า ความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ในปี 2544 ลดลงเป็นอย่างมากเมื่อเทียบกับปีอื่น ๆ สันนิฐานว่า อาจเป็นเพราะในช่วงปี 2544 ได้เกิดเหตุการณ์ก่อวินาศกรรมในสหรัฐอเมริกาประกอบกับภาวะการขาดแคลนน้ำมัน จึงทำให้ภาวะเศรษฐกิจของโลกมีความถดถอยอย่างรุนแรง ส่งผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง ฉะนั้น นักลงทุนทั้งชาวไทยและชาวต่างชาติจึงให้ความสนใจกับข้อมูลข่าวสารอื่นมากกว่าข้อมูลบัญชี

ภายใต้ adjusted  $R^2$  ที่ 10.80% ผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกำไรทางบัญชีที่ไม่คาดหวังเท่ากับ -0.067 (t-value = -3.694) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 และผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวังเท่ากับ 0.048 (t-value = 1.583) อย่างไม่มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

ผลดังกล่าวชี้ว่า ในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจโดยภาพรวม กำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ลดลงกว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ แต่ในขณะเดียวกัน กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเกินกว่ากำไรทางบัญชีอย่างไม่มีนัยสำคัญ

### 4.3 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุด้วยตัวแบบที่ 2 เพื่อทดสอบผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

การทดสอบผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจนั้น จะใช้ตัวแบบที่ 2 ซึ่งมีสมการ ดังนี้

$$R_{jt} = b_{0t} + b_{1t}\Delta E_{jt} + b_{2t}\Delta CFO_{jt} + b_{3t}E_{jt} + b_{4t}CFO_{jt} + b_{5t}\Delta E_{jt} \times D^{HE} + b_{6t}\Delta CFO_{jt} \times D^{HE} + b_{7t}E_{jt} \times D^{HE} + b_{8t}CFO_{jt} \times D^{HE} + e_{jt}$$

จากตัวแบบที่ 2 ข้างต้น เมื่อเสถียรภาพของกำไรสูง ( $D^{HE} = 0$ ) ผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกำไรทางบัญชีที่ไม่คาดหวัง ( $b_{1t} + b_{3t}$ ) และผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวัง ( $b_{2t} + b_{4t}$ ) จะเป็นค่าที่ใช้ในการประเมินความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ และเมื่อเสถียรภาพของกำไรต่ำ ( $D^{HE} = 1$ ) การเปลี่ยนแปลงในผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกำไรทางบัญชีที่ไม่คาดหวังและต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวัง จะสังเกตได้จาก ( $b_{5t} + b_{7t}$ ) และ ( $b_{6t} + b_{8t}$ ) ตามลำดับ ซึ่งเป็นค่าที่ใช้ในการประเมินการเปลี่ยนแปลงในความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์

ในการทดสอบผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ จะใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ โดยแยกทดสอบเป็น 2 ช่วงเวลา ได้แก่ การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ซึ่งผลการวิเคราะห์ความถดถอยดังกล่าว ได้แสดงไว้ในภาคผนวก ข ตารางที่ 7 และ ภาคผนวก ข ตารางที่ 8 ตามลำดับ

### 4.3.1 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุด้วยตัวแบบที่ 2 ในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบ pooled ในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจด้วยตัวแบบที่ 2 (ภาคผนวก ข ตารางที่ 7) พบว่า adjusted  $R^2$  มีค่าเท่ากับ 4.60% ซึ่งสูงกว่า 1.10% (ในตัวแบบที่ 1) ผลดังกล่าวชี้ว่า เสถียรภาพของข้อมูลบัญชีมีอิทธิพลต่อการนำข้อมูลบัญชีไปอธิบายการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้เพิ่มขึ้นเป็น 4.60% ส่วนที่เหลือ 95.40% เป็นส่วนที่การเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับอิทธิพลของปัจจัยอื่น ทั้งนี้ adjusted  $R^2$  ในปี 2537 2538 และ 2539 มีค่าเท่ากับ 23.80% 37% และ 16.80% ตามลำดับ

ภายใต้ adjusted  $R^2$  ที่ 4.60% ผลกระทบจากกำไรที่มีเสถียรภาพต่ำ ทำให้ผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกำไรทางบัญชีที่ไม่คาดหวังลดลง 6.095 (t-value = -2.119) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 และทำให้ผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวังลดลง 0.196 (t-value = -0.369) อย่างไม่ถึงขั้นมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

สำหรับผลกระทบจากกำไรที่มีเสถียรภาพสูง ทำให้ผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกำไรทางบัญชีที่ไม่คาดหวังเพิ่มขึ้น 6.613 (t-value = 2.321) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 และทำให้ผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวังเพิ่มขึ้น 0.424 (t-value = 0.625) อย่างไม่ถึงขั้นมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

ผลดังกล่าวชี้ว่า ในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจโดยภาพรวม เมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ (สูง) ความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์จะลดลง (เพิ่มขึ้น) อย่างมีนัยสำคัญ แต่ในขณะเดียวกัน ความสามารถของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้น (ลดลง) อย่างไม่ถึงขั้นมีนัยสำคัญ ยกเว้นในปี 2539 ซึ่งเป็นปีก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่เสถียรภาพของกำไรมีอิทธิพลต่อการนำข้อมูลบัญชีไปอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างไม่ถึงขั้นมีนัยสำคัญ สันนิษฐานได้ด้วยเหตุผลเช่นเดียวกันกับการทดสอบในตัวแบบที่ 1 ว่า อาจเป็นเพราะในช่วงปี 2539 นักลงทุนให้ความสนใจต่อข้อมูลข่าวสารอื่น โดยไม่พิจารณาปัจจัยพื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับการใช้ข้อมูลบัญชีเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน



### 4.3.2 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุด้วยตัวแบบที่ 2 ในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบ pooled ในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจด้วยตัวแบบที่ 2 (ภาคผนวก ข ตารางที่ 8) พบว่า adjusted  $R^2$  มีค่าเท่ากับ 16.20% ซึ่งสูงกว่า 10.80% (ในตัวแบบที่ 1) ผลดังกล่าวชี้ว่า เสถียรภาพของข้อมูลบัญชีมีอิทธิพลต่อการนำข้อมูลบัญชีไปอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้เพิ่มขึ้นเป็น 16.20% ส่วนที่เหลือ 83.80% เป็นส่วนที่การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับอิทธิพลของปัจจัยอื่น ทั้งนี้ adjusted  $R^2$  ในปี 2543 2544 และ 2545 มีค่าเท่ากับ 55.70% 15.20% และ 77.70% ตามลำดับ

ภายใต้ adjusted  $R^2$  ที่ 16.20% ผลกระทบจากกำไรที่มีเสถียรภาพต่ำ ทำให้ผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกำไรทางบัญชีที่ไม่คาดหวังลดลง 4.660 (t-value = -3.077) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 และทำให้ผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวังลดลง 0.246 (t-value = -0.435) อย่างไม่มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

สำหรับผลกระทบจากกำไรที่มีเสถียรภาพสูง ทำให้ผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกำไรทางบัญชีที่ไม่คาดหวังเพิ่มขึ้น 4.585 (t-value = 3.032) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 และทำให้ผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวังเพิ่มขึ้น 0.295 (t-value = 0.523) อย่างไม่มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

ผลดังกล่าวชี้ว่า ในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจโดยภาพรวม เมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ (สูง) ความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์จะลดลง (เพิ่มขึ้น) อย่างมีนัยสำคัญ แต่ในขณะเดียวกัน ความสามารถของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้น (ลดลง) อย่างไม่มีนัยสำคัญ ยกเว้นในปี 2543 และ 2545 เสถียรภาพของกำไรมีอิทธิพลต่อการนำข้อมูลบัญชีไปอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างไม่มีนัยสำคัญ

#### 4.4 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุด้วยตัวแบบที่ 3 เพื่อเปรียบเทียบระหว่างความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

การเปรียบเทียบระหว่างความสามารถของข้อมูลบัญชีในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจนั้น จะใช้ตัวแบบที่ 3 ซึ่งมีสมการ ดังนี้

$$R_{jt} = b_{0t} + b_{1t} \Delta E_{jt} + b_{2t} \Delta CFO_{jt} + b_{3t} E_{jt} + b_{4t} CFO_{jt} + b_{5t} \Delta E_{jt} \times D^A + b_{6t} \Delta CFO_{jt} \times D^A + b_{7t} E_{jt} \times D^A + b_{8t} CFO_{jt} \times D^A + e_{jt}$$

จากตัวแบบที่ 3 ข้างต้น ความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ( $D^A = 0$ ) จะสังเกตได้จากผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกำไรทางบัญชีที่ไม่คาดหวัง ( $b_{1t} + b_{3t}$ ) และผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวัง ( $b_{2t} + b_{4t}$ ) สำหรับในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ( $D^A = 1$ ) การเปลี่ยนแปลงในความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ จะสังเกตได้จากผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกำไรทางบัญชี ( $b_{5t} + b_{7t}$ ) และผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ( $b_{6t} + b_{8t}$ )

ในการเปรียบเทียบระหว่างความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจจะใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ซึ่งผลการวิเคราะห์ความถดถอยดังกล่าว ได้แสดงไว้ในภาคผนวก ข ตารางที่ 9

#### ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุเปรียบเทียบในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจด้วยตัวแบบที่ 3

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุเปรียบเทียบในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจด้วยตัวแบบที่ 3 (ภาคผนวก ข ตารางที่ 9) พบว่า adjusted  $R^2$  เท่ากับ 19.30% ผลดังกล่าวสะท้อนว่า ช่วงระยะเวลาก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจมีอิทธิพลต่อการนำข้อมูลบัญชีไปอธิบายการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ 19.30% ส่วนที่เหลืออีก 80.70% เป็นส่วนที่การเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับอิทธิพลของปัจจัยอื่น

ภายใต้ adjusted  $R^2$  ที่ 19.30% การเปลี่ยนแปลงในช่วงระยะเวลาทำให้ผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกำไรทางบัญชีที่ไม่คาดหวังเท่ากับ -0.999 (t-value = -2.711) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 และทำให้ผลรวมค่า

สัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวังเท่ากับ  $-0.426$  ( $t\text{-value} = -1.021$ ) อย่างไม่มีถึงขั้นมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ  $0.05$

ผลดังกล่าวชี้ว่า ช่วงระยะเวลาก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อการนำกำไรทางบัญชีไปอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงหลังวิกฤตลดลงกว่าช่วงก่อนวิกฤต แต่ในขณะเดียวกัน ช่วงระยะเวลาก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ มีอิทธิพลอย่างไม่มีถึงขั้นมีนัยสำคัญต่อการนำกระแสเงินสดจากการดำเนินงานไปอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์

#### 4.5 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุด้วยตัวแบบที่ 3 เพื่อเปรียบเทียบระหว่างผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

การเปรียบเทียบระหว่างผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจนั้น จะใช้ตัวแบบที่ 3 เช่นเดียวกันกับการวิเคราะห์ในหัวข้อ 4.4 ซึ่งมีสมการ ดังนี้

$$R_{jt} = b_{0t} + b_{1t} \Delta E_{jt} + b_{2t} \Delta CFO_{jt} + b_{3t} E_{jt} + b_{4t} CFO_{jt} + b_{5t} \Delta E_{jt} \times D^A + b_{6t} \Delta CFO_{jt} \times D^A + b_{7t} E_{jt} \times D^A + b_{8t} CFO_{jt} \times D^A + e_{jt}$$

จากตัวแบบที่ 3 ข้างต้น เมื่อกำไรมีเสถียรภาพสูง ความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ( $D^A = 0$ ) จะสังเกตได้จากผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกำไรทางบัญชีที่ไม่คาดหวัง ( $b_{1t} + b_{3t}$ ) และผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวัง ( $b_{2t} + b_{4t}$ ) สำหรับการเปลี่ยนแปลงในความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ( $D^A = 1$ ) จะสังเกตได้จากผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกำไรทางบัญชีที่ไม่คาดหวัง ( $b_{5t} + b_{7t}$ ) และผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวัง ( $b_{6t} + b_{8t}$ )

อย่างไรก็ดี เมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ ความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ( $D^A = 0$ ) จะสังเกตได้จากผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกำไรทางบัญชีที่ไม่คาดหวัง ( $b_{1t} + b_{3t}$ ) และผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวัง ( $b_{2t} + b_{4t}$ ) สำหรับการเปลี่ยนแปลงในความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

( $D^A = 1$ ) จะสังเกตได้จากผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกำไรทางบัญชีที่ไม่คาดหวัง ( $b_{5i} + b_{7i}$ ) และผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวัง ( $b_{6i} + b_{8i}$ )

ในการเปรียบเทียบระหว่างผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ จะใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ซึ่งผลการวิเคราะห์ความถดถอยในกลุ่มบริษัทที่มีกำไรเสถียรภาพสูง ได้แสดงไว้ในภาคผนวก ข ตารางที่ 10 และผลการวิเคราะห์ความถดถอยในกลุ่มบริษัทที่มีกำไรเสถียรภาพต่ำ ได้แสดงไว้ในภาคผนวก ข ตารางที่ 11

### ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุเปรียบเทียบในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจด้วยตัวแบบที่ 3 ของกลุ่มบริษัทที่มีกำไรเสถียรภาพสูง

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุเปรียบเทียบในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจด้วยตัวแบบที่ 3 ของกลุ่มบริษัทที่มีกำไรเสถียรภาพสูง (ภาคผนวก ข ตารางที่ 10) พบว่า adjusted  $R^2$  เท่ากับ 51.80% ผลดังกล่าวสะท้อนว่า ในกลุ่มบริษัทที่มีกำไรเสถียรภาพสูงนั้น ช่วงระยะเวลาก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจมีอิทธิพลต่อการนำข้อมูลบัญชีไปอธิบายการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ 51.80% ส่วนที่เหลืออีก 48.20% เป็นส่วนที่การเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนหลักทรัพย์ของกลุ่มบริษัทที่มีกำไรเสถียรภาพสูงขึ้นอยู่กับอิทธิพลของปัจจัยอื่น

ภายใต้ adjusted  $R^2$  ที่ 51.80% กลุ่มบริษัทที่มีกำไรเสถียรภาพสูง การเปลี่ยนแปลงในช่วงระยะเวลา ทำให้ผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกำไรทางบัญชีที่ไม่คาดหวังเท่ากับ 0.670 (t-value = 0.254) อย่างไม่มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 และทำให้ผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวังเท่ากับ -0.010 (t-value = -0.023) อย่างไม่มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

ผลดังกล่าวชี้ว่า กลุ่มบริษัทที่มีกำไรเสถียรภาพสูง ความสามารถของกำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงหลังวิกฤตแตกต่างจากช่วงก่อนวิกฤตอย่างไม่ถึงขั้นนัยสำคัญ

### ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุเปรียบเทียบในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจด้วยตัวแบบที่ 3 ของกลุ่มบริษัทที่มีกำไรเสถียรภาพต่ำ

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุเปรียบเทียบในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจด้วยตัวแบบที่ 3 ของกลุ่มบริษัทที่มีกำไรเสถียรภาพต่ำ (ภาคผนวก ข ตารางที่ 11) พบว่า adjusted  $R^2$  เท่ากับ 20.40% ผลดังกล่าวสะท้อนว่า ในกลุ่มบริษัทที่มีกำไรเสถียรภาพต่ำ

นั้น ช่วงระยะเวลาก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจมีอิทธิพลต่อการนำข้อมูลบัญชีไปอธิบายการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ 20.40% ส่วนที่เหลืออีก 79.60% เป็นส่วนที่การเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนหลักทรัพย์ของกลุ่มบริษัทที่มีกำไรเสถียรภาพต่ำขึ้นอยู่กับอิทธิพลของปัจจัยอื่น

ภายใต้ adjusted  $R^2$  ที่ 20.40% กลุ่มบริษัทที่มีกำไรเสถียรภาพต่ำ การเปลี่ยนแปลงในช่วงระยะเวลา ทำให้ผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกำไรทางบัญชีที่ไม่คาดหวังเท่ากับ -0.933 (t-value = -2.038) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 และทำให้ผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวังเท่ากับ -0.403 (t-value = -0.573) อย่างไม่มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

ผลดังกล่าวชี้ว่า กลุ่มบริษัทที่มีกำไรเสถียรภาพต่ำ กำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงหลังวิกฤตแตกต่างจากช่วงก่อนวิกฤตอย่างมีนัยสำคัญ โดยความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงหลังวิกฤตลดลงกว่าช่วงก่อนวิกฤต แต่ในขณะเดียวกัน ความสามารถของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงหลังวิกฤตแตกต่างจากช่วงก่อนวิกฤตอย่างไม่มีนัยสำคัญ

#### 4.6 การทดสอบสมมติฐานการวิจัย

##### 4.6.1 ผลการทดสอบสมมติฐานความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

สมมติฐานที่ใช้ทดสอบความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ มีดังนี้

**สมมติฐาน 1** กำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่างมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในหัวข้อ 4.2 สามารถสรุปผลการวิเคราะห์ความถดถอยด้วยตัวแบบที่ 1 ได้ดังนี้

ตารางที่ 4.1 สรุปผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุด้วยตัวแบบที่ 1

ตัวแปร	ผลที่คาดหวัง	ผลการทดสอบ		t-value	
		ก่อนวิกฤต	หลังวิกฤต	ก่อนวิกฤต	หลังวิกฤต
$\sum(\Delta E, E)$	$(b_{1t}+b_{3t}) > 0$	$(b_{1t}+b_{3t}) > 0$	$(b_{1t}+b_{3t}) < 0$	2.240*	-3.694*
$\sum(\Delta CFO, CFO)$	$(b_{2t}+b_{4t}) > 0$	$(b_{2t}+b_{4t}) > 0$	$(b_{2t}+b_{4t}) > 0$	0.879	1.583

\* คือ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบ pooled ด้วยตัวแบบที่ 1 ในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ให้หลักฐานไม่เพียงพอที่จะสรุปว่า กำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่างมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากผลการทดสอบได้ให้หลักฐานว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นอย่างไม่มีนัยสำคัญ แม้ว่ากำไรทางบัญชีจะมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญก็ตาม ผลดังกล่าวสะท้อนว่า ในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ กำไรทางบัญชีเป็นตัวชี้วัดที่นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในขณะเดียวกัน นักลงทุนให้ความสำคัญกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการใช้ประเมินมูลค่ากิจการไม่มากนัก สันนิษฐานว่า อาจเป็นเพราะนักลงทุนมองว่า การจัดทำและนำเสนอกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นช่วงเริ่มแรกของการประกาศใช้งบกระแสเงินสดนั้น ยังคงมีการจัดทำและนำเสนออย่างไม่ค่อยถูกต้องนัก อีกทั้งนักลงทุนยังคงมีความเชื่อมั่นในกำไรทางบัญชีว่า มีความสามารถในการสะท้อนกระแสเงินสดส่วนเกินในอนาคตได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้ ผลการศึกษาดังกล่าว ได้ให้หลักฐานไม่สอดคล้องกับผลงานวิจัยของกนกพร นาคทับที่ (2543) อาจเป็นเพราะงานวิจัยฉบับนี้ได้ทำการศึกษาเฉพาะบริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ผลงานวิจัยของกนกพร นาคทับที่ ได้ทำการศึกษาบริษัททั้งหมดที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผลงานวิจัยของกนกพร นาคทับที่ พบว่า กำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเกินกว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานทุกปี (ตั้งแต่ปี 2538-2540) ในขณะเดียวกัน กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเกินกว่ากำไรทางบัญชีเฉพาะในปี 2539 ซึ่งเป็นปีก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบ pooled ด้วยตัวแบบที่ 1 ในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ให้หลักฐานไม่เพียงพอที่จะสรุปว่า กำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่างมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นอย่างไม่ถึงขั้นมีนัยสำคัญ ในขณะที่เดียวกัน กำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ผลดังกล่าวสะท้อนว่า ในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ นักลงทุนให้ความสำคัญกับกำไรทางบัญชีลดลง สันนิษฐานว่าอาจเป็นเพราะนักลงทุนมองว่า กำไรทางบัญชีในช่วงหลังวิกฤต ประกอบไปด้วยรายการที่เกิดขึ้นเพียงชั่วคราวเป็นจำนวนมาก กล่าวคือ การเพิ่มขึ้นของกำไรเกิดจากปัจจัยบางอย่างซึ่งใกล้จะหมดไปอย่างเช่น ขาดทุนจากการต่อคำของสินทรัพย์ที่กำลังจะถูกตัดจำหน่าย การชำระดอกเบี้ยลดน้อยลง เป็นต้น จึงเป็นเหตุให้กำไรที่เพิ่มขึ้นไม่สามารถดำรงต่อไปในอนาคต โดยกำไรจะลดลงสู่อัตราปกติในเวลาถัดไป ฉะนั้น นักลงทุนที่กังวลกับการที่ราคาหลักทรัพย์จะลดลงในอนาคต ซึ่งเป็นผลจากการลดลงของกำไรในอนาคต จึงเริ่มทยอยขายหลักทรัพย์ออกมาก่อน ทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงทั้งที่บริษัทยังคงมีกำไรเพิ่มขึ้น

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบ pooled ด้วยตัวแบบที่ 1 เพื่อทดสอบความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ซึ่งสามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

#### ตารางที่ 4.2 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยตามสมมติฐาน 1

สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย	
	ก่อนวิกฤต	หลังวิกฤต
สมมติฐาน 1 : กำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่างมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น	ไม่มีหลักฐานเพียงพอในการยอมรับสมมติฐาน 1	ไม่มีหลักฐานเพียงพอในการยอมรับสมมติฐาน 1

#### 4.6.2 ผลการทดสอบสมมติฐานผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

สมมติฐานที่ใช้ทดสอบผลกระทบจากเสถียรภาพของกำไรที่มีต่อความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ มีดังนี้

**สมมติฐาน 2** เมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ (สูง) กำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ลดลง (เพิ่มขึ้น) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น (ลดลง)

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในหัวข้อ 4.3 สามารถสรุปผลการวิเคราะห์ความถดถอยด้วยตัวแบบที่ 2 ได้ดังนี้

ตารางที่ 4.3 สรุปผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุด้วยตัวแบบที่ 2

ตัวแปร	ผลที่คาดหวัง	ผลการทดสอบ		t-value	
		ก่อนวิกฤต	หลังวิกฤต	ก่อนวิกฤต	หลังวิกฤต
$\sum(\Delta E, E)$	$(b_{1t} + b_{3t}) > 0$	$(b_{1t} + b_{3t}) > 0$	$(b_{1t} + b_{3t}) > 0$	2.321*	3.032*
$\sum(\Delta CFO, CFO)$	$(b_{2t} + b_{4t}) < 0$	$(b_{2t} + b_{4t}) > 0$	$(b_{2t} + b_{4t}) > 0$	0.625	0.523
$\sum(\Delta ExD^{HE}, ExD^{HE})$	$(b_{5t} + b_{7t}) < 0$	$(b_{5t} + b_{7t}) < 0$	$(b_{5t} + b_{7t}) < 0$	-2.119*	-3.077*
$\sum(\Delta CFOxD^{HE}, CFOxD^{HE})$	$(b_{6t} + b_{8t}) > 0$	$(b_{6t} + b_{8t}) < 0$	$(b_{6t} + b_{8t}) < 0$	-0.369	-0.435

\* คือ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบ pooled ด้วยตัวแบบที่ 2 ในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ให้หลักฐานเหมือนกันว่า มีหลักฐานไม่เพียงพอที่จะสรุปว่า เมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ (สูง) กำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ลดลง (เพิ่มขึ้น) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) เนื่องจากผลการทดสอบได้ให้หลักฐานว่า เมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ (สูง) กำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ลดลง (เพิ่มขึ้น) อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่เดียวกัน ความสามารถของกระแสเงินสดจากการ



ดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) อย่างไม่ถึงขั้นมีนัยสำคัญ ผลดังกล่าวสะท้อนว่า เมื่อกำไรมีเสถียรภาพสูง นักลงทุนจะให้ความสำคัญกับกำไรทางบัญชีในฐานะที่เป็นตัวสะท้อนผลการดำเนินงานที่สัมพันธ์เชิงเศรษฐกิจมากกว่ากำไรที่มีเสถียรภาพต่ำ แต่เมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ นักลงทุนก็จะให้ความสำคัญกับกำไรทางบัญชีลดลงในการใช้ประเมินมูลค่ากิจการ และไม่ได้ให้ความสำคัญกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้นในการใช้เป็นตัววัดเสริมจากกำไรทางบัญชี ผลดังกล่าวสอดคล้องกับผลงานวิจัยในตลาดทุนอังกฤษ (Charitou et al., 2001) และสอดคล้องกับผลงานวิจัยในตลาดทุนไทย (กนกพร นาคทับที, 2543; จุลสุชาติ ศิริสม, 2546) ที่ว่า ความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์จะลดลงก็ต่อเมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ แต่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานไม่มีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบ Pooled ด้วยตัวแบบที่ 2 เพื่อทดสอบผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ซึ่งสามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

#### ตารางที่ 4.4 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยตามสมมติฐาน 2

สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย	
	ก่อนวิกฤต	หลังวิกฤต
สมมติฐาน 2 : เมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ (สูง) กำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ลดลง (เพิ่มขึ้น) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น (ลดลง)	ไม่มีหลักฐานในการยอมรับสมมติฐาน 2	ไม่มีหลักฐานในการยอมรับสมมติฐาน 2

#### 4.6.3 ผลการทดสอบสมมติฐานเปรียบเทียบระหว่างความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

สมมติฐานที่ใช้เปรียบเทียบระหว่างความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ มีดังนี้

**สมมติฐาน 3** กำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงหลังวิกฤตแตกต่างจากช่วงก่อนวิกฤต

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในหัวข้อ 4.4 สามารถสรุปผลการวิเคราะห์ความถดถอยด้วยตัวแบบที่ 3 ได้ดังนี้

#### ตารางที่ 4.5 สรุปผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุด้วยตัวแบบที่ 3 กรณีกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด

ตัวแปร	ผลที่คาดหวัง	ผลจากการทดสอบ	t-value
$\sum(\Delta ExD^A, ExD^A)$	$(b_{5t} + b_{7t}) \neq 0$	$(b_{5t} + b_{7t}) \neq 0$	-2.711*
$\sum(\Delta CFOxD^A, CFOxD^A)$	$(b_{6t} + b_{8t}) \neq 0$	$(b_{6t} + b_{8t}) \neq 0$	-1.021

\* คือ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุเปรียบเทียบระหว่างช่วงก่อนกับหลังวิกฤตด้วยตัวแบบที่ 3 ได้ให้หลักฐานไม่เพียงพอที่จะสรุปว่า กำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงหลังวิกฤตแตกต่างจากช่วงก่อนวิกฤต เนื่องจากผลการทดสอบได้ให้หลักฐานว่า กำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงหลังวิกฤตแตกต่างจากช่วงก่อนวิกฤตอย่างมีนัยสำคัญ โดยความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ในช่วงหลังวิกฤตลดลงกว่าช่วงก่อนวิกฤต แต่ความสามารถของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ในช่วงหลังวิกฤตแตกต่างจากช่วงก่อนวิกฤตอย่างไม่มีนัยสำคัญ ผลดังกล่าวสันนิษฐานว่า อาจเป็นเพราะในช่วงก่อนวิกฤต ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนหลายแห่งประสบปัญหาทางการเงิน จึงอาศัยช่องโหว่ของมาตรฐานการบัญชีเป็นเครื่องมือในการตกแต่งตัวเลขกำไร ส่งผลให้กำไรทางบัญชีไม่ส่งสัญญาณเตือนนักลงทุนล่วงหน้าเกี่ยวกับปัญหา

ทางการเงินของกิจการ และยังมีต้นทุนความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่มีต่อการนำกำไรทางบัญชีไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในช่วงหลังวิกฤตอีกด้วย

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบ Pooled ด้วยตัวแบบที่ 3 เพื่อเปรียบเทียบระหว่างความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ซึ่งสามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

#### ตารางที่ 4.6 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยตามสมมติฐาน 3

สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย
สมมติฐาน 3 : กำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงหลังวิกฤตแตกต่างจากช่วงก่อนวิกฤต	มีหลักฐานไม่เพียงพอในการยอมรับสมมติฐาน 3

4.6.4 ผลการทดสอบสมมติฐานเปรียบเทียบระหว่างผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

สมมติฐานที่ใช้เปรียบเทียบระหว่างผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ มีดังนี้

**สมมติฐาน 4** เมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ (สูง) ความสามารถของกำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงหลังวิกฤตแตกต่างจากช่วงก่อนวิกฤต

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในหัวข้อ 4.5 สามารถสรุปผลการวิเคราะห์ความถดถอยด้วยตัวแบบที่ 3 ได้ดังนี้

ตารางที่ 4.7 สรุปผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุด้วยตัวแบบที่ 3  
กรณีแบ่งกลุ่มตัวอย่างตามเสถียรภาพของกำไร

ตัวแปร	ผลที่คาดหวัง	ผลการทดสอบ	t-value
กลุ่มบริษัทที่มีกำไรเสถียรภาพสูง $\sum(\Delta ExD^A, ExD^A)$	$(b_{5t} + b_{7t}) \neq 0$	$(b_{5t} + b_{7t}) \neq 0$	0.254
$\sum(\Delta CFOxD^A, CFOxD^A)$	$(b_{6t} + b_{8t}) \neq 0$	$(b_{6t} + b_{8t}) \neq 0$	-0.023
กลุ่มบริษัทที่มีกำไรเสถียรภาพต่ำ $\sum(\Delta ExD^A, ExD^A)$	$(b_{5t} + b_{7t}) \neq 0$	$(b_{5t} + b_{7t}) \neq 0$	-2.038*
$\sum(\Delta CFOxD^A, CFOxD^A)$	$(b_{6t} + b_{8t}) \neq 0$	$(b_{6t} + b_{8t}) \neq 0$	-0.573

\* คือ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุเปรียบเทียบระหว่างผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจด้วยตัวแบบที่ 3 ให้หลักฐานฐานไม่เพียงพอที่จะสรุปว่า เมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ (สูง) ความสามารถของกำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงหลังวิกฤตแตกต่างจากช่วงก่อนวิกฤต เนื่องจากผลการทดสอบได้ให้หลักฐานว่า กลุ่มบริษัทที่มีกำไรเสถียรภาพสูง กำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงหลังวิกฤตแตกต่างจากช่วงก่อนวิกฤตอย่างไม่ถึงขั้นมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม สำหรับกลุ่มบริษัทที่มีกำไรเสถียรภาพต่ำ กำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงหลังวิกฤตแตกต่างจากช่วงก่อนวิกฤตอย่างมีนัยสำคัญ แต่ความสามารถของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงหลังวิกฤตแตกต่างจากช่วงก่อนวิกฤตอย่างไม่ถึงขั้นมีนัยสำคัญ ผลดังกล่าวสันนิษฐานว่า อาจเป็นเพราะนักลงทุนมองว่า เมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ กำไรทางบัญชีในช่วงหลังวิกฤต ประกอบไปด้วยรายการที่เกิดขึ้นเพียงชั่วคราวเป็นจำนวนมาก อันเป็นผลพวงจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ซึ่งส่งผลทำให้กำไรในช่วงหลังวิกฤตมีเสถียรภาพต่ำกว่ากำไรในช่วงก่อนวิกฤต

ฉะนั้น นักลงทุนจึงตอบสนองต่อกำไรที่มีเสถียรภาพต่ำในช่วงหลังวิกฤตลดลงกว่าช่วงก่อนวิกฤต แต่เมื่อกำไรมีเสถียรภาพสูง นักลงทุนกลับมองว่า กำไรทางบัญชีในช่วงก่อนและหลังวิกฤตไม่แตกต่างกันมากนัก ฉะนั้น นักลงทุนจึงตอบสนองต่อกำไรที่มีเสถียรภาพสูงในช่วงหลังวิกฤตไม่แตกต่างจากช่วงก่อนวิกฤต

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบ Pooled ด้วยตัวแบบที่ 3 เพื่อเปรียบเทียบระหว่างผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ซึ่งสามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

#### ตารางที่ 4.8 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยตามสมมติฐาน 4

สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย
สมมติฐาน 4 : เมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ (สูง) ความสามารถของกำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงหลังวิกฤตแตกต่างจากช่วงก่อนวิกฤต	มีหลักฐานไม่เพียงพอที่จะยอมรับสมมติฐาน 4