



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

กำไรทางบัญชีของแต่ละกิจการนั้นสามารถสะท้อนถึงมูลค่าของกิจการได้ ซึ่งกิจการที่มีกำไรทางบัญชีแตกต่างกันจะมีมูลค่าของกิจการแตกต่างกันด้วย จึงเป็นการบ่งบอกถึงความสำคัญของกำไรทางบัญชีในด้านความเกี่ยวข้องกับมูลค่าของกิจการ (Value Relevant) โดยกำไรหรือขาดทุนสุทธิในงบการเงินเป็นข้อมูลที่ใช้สรุปผลการดำเนินงานของกิจการในรอบเวลาหนึ่ง ๆ ที่ช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถประเมินถึงผลการดำเนินงานของฝ่ายบริหาร และกระแสเงินสดในอนาคตได้ ซึ่งจากการทบทวนการวิจัยที่ผ่านมาพบว่ากำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นข้อมูลทางบัญชีที่ผู้ลงทุนให้ความสำคัญมากที่สุด โดยมีแนวคิดว่าราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับกระแสเงินสดหรือเงินปันผลในอนาคตที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับ ซึ่งกำไรสุทธิสามารถใช้พยากรณ์กระแสเงินสดอนาคตได้ เนื่องจากแบบทการบัญชีได้นำเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) เป็นข้อสมมติในการจัดทำและนำเสนอข้อมูลทางบัญชี จึงทำให้สามารถประมาณกำไรสุทธิ และลดความผันผวนของกระแสเงินสดที่แตกต่างกันในแต่ละช่วงเวลาของกิจการได้ (Dechow, 1994) ส่งผลให้งานวิจัยทางบัญชีส่วนใหญ่ให้ความสนใจวิจัยคุณค่าข้อมูลของกำไรทางบัญชี (The Information Content of Earnings) ที่มีต่อตลาดทุน โดยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ เพื่อยืนยันว่าข้อมูลกำไรที่จัดทำตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป เป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของผู้ใช้งบการเงินในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ของกิจการ

ทั้งนี้ จากผลการวิจัยของ Lev (1989) ที่เก็บข้อมูลจากบริษัทต่าง ๆ ในแต่ละกลุ่มธุรกิจ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ผลการวิจัยในภาพรวมพบว่า กำไรทางบัญชีสามารถใช้อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ แต่ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจมีแนวโน้มที่น้อยลง แสดงให้เห็นว่า ข้อมูลกำไรทางบัญชีมีประโยชน์ในการตัดสินใจที่น้อยลง ประกอบกับสมาคมอสังหาริมทรัพย์นานาชาติ (The National Association of Real Estate Investment Trusts) (ต่อไปใช้ตัวย่อ NAREIT) ได้ออกมาวิจารณ์เกี่ยวกับข้อมูลทางบัญชีว่า กำไรสุทธิไม่สามารถสะท้อนผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ได้ และแนะนำให้บริษัทในกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ใช้เงินทุนจากการดำเนินงาน (Funds From Operations) (ต่อไปใช้ตัวย่อ FFO) เป็นเกณฑ์วัดผลการดำเนินงานของบริษัทแทนกำไรทางบัญชี

ที่จัดทำขึ้นตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป โดยระบุว่าเงินทุนจากการดำเนินงานมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจ และเหมาะสมที่จะใช้เป็นเกณฑ์วัดผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มากกว่ากำไรทางบัญชี ทั้งนี้เงินทุนจากการดำเนินงาน คือ กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษบวกกลับด้วยค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ (The National Association of Real Estate Investment Trusts [NAREIT], 1999) โดยสมาคม NAREIT ให้เหตุผลว่ากำไรสุทธิในงบการเงินเป็นข้อมูลที่จัดทำตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป ไม่สามารถสะท้อนมูลค่าของบริษัทที่เปลี่ยนแปลงไปในกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ได้ เพราะปัญหาจากการใช้ราคาทุนเดิม (Historical Cost)¹ เป็นเกณฑ์ในการบันทึกมูลค่าสินทรัพย์และคิดค่าเสื่อมราคา โดยราคาทุนเดิมนั้นมีสมมติฐานที่ว่า มูลค่าของเงินมีอำนาจซื้อคงที่ไม่เปลี่ยนแปลง (Constant Purchasing Power) ในขณะที่ความเป็นจริง ราคาทุนปัจจุบัน (Current Cost)² ของสินทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป ทำให้การใช้ราคาทุนเดิมเป็นเกณฑ์ในการบันทึกมูลค่าสินทรัพย์เกิดข้อจำกัด คือไม่สามารถสะท้อนถึงมูลค่าของสินทรัพย์ที่แท้จริงในปัจจุบันได้ นอกจากนี้ยังไม่ได้คำนึงถึงกำไร (ขาดทุน) ที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่าสินทรัพย์ คือ ไม่มีการรับรู้มูลค่าสินทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไปเป็นกำไร (ขาดทุน) ณ วันที่มีการเปลี่ยนแปลงมูลค่าสินทรัพย์เกิดขึ้นจริง แต่จะรับรู้การเปลี่ยนแปลงมูลค่าสินทรัพย์เป็นกำไร (ขาดทุน) ณ วันที่มีการจำหน่ายสินทรัพย์ชนิดนั้นแทน ทำให้กำไรสุทธิที่จัดทำขึ้นตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปไม่สามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของกิจการได้

แต่อย่างไรก็ตาม แม้ว่าแนวคิดในการจัดทำและนำเสนองบการเงินของแม่บทการบัญชีในปัจจุบันใช้แนวคิดการรักษาระดับทุน ซึ่งมุ่งเน้นการจัดทำงบดุลเป็นหลัก (Balance Sheet Approach) แทนแนวคิดเดิมที่มุ่งเน้นการจัดทำงบกำไรขาดทุนเป็นหลัก (Profit and Loss Approach) ที่ใช้หลักของการจับคู่ระหว่างรายได้และค่าใช้จ่าย (Matching Concept) โดยแนวคิดการจัดทำงบดุลเป็นหลัก จะเน้นการรายงานมูลค่าสินทรัพย์และหนี้สิน ส่วนการรายงานผลของกำไรขาดทุนเกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์สุทธิที่กิจการทำมาหาได้ในรอบบัญชีหนึ่ง ๆ โดยลดความสำคัญหลักการจับคู่ระหว่างรายได้และค่าใช้จ่าย และการใช้ราคาทุนเดิมเป็นเกณฑ์ในการบันทึกมูลค่าสินทรัพย์ลง ซึ่งมาตรฐานการบัญชีไทย ฉบับที่ 32 เรื่องที่ดิน อาคารและ

¹ ราคาทุนเดิม หมายถึง การบันทึกทรัพย์สินด้วยจำนวนเงินหรือรายการเทียบเท่าเงินสดหรือบันทึกด้วยมูลค่ายุติธรรมของสิ่งที่นำไปแลกสินทรัพย์มา ณ เวลาที่ได้มาซึ่งสินทรัพย์นั้น และการบันทึกหนี้สินด้วยจำนวนเงินที่ได้รับจากการก่อภาระผูกพันหรือบันทึกด้วยจำนวนเงิน หรือรายงานเทียบเท่าเงินสดที่คาดว่าจะต้องจ่ายเพื่อชำระหนี้สินที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการ

² ราคาทุนปัจจุบัน หมายถึง การแสดงสินทรัพย์ด้วยจำนวนเงินสดหรือรายการเทียบเท่าเงินสดที่ต้องจ่ายในขณะนั้น เพื่อให้ได้มาซึ่งสินทรัพย์ชนิดเดียวกันหรือสินทรัพย์ที่เท่าเทียมกัน และการแสดงหนี้สินด้วยจำนวนเงินสดหรือรายการเทียบเท่าเงินสดที่ต้องใช้ชำระภาระผูกพันในขณะนั้น

อุปกรณ์ ก็ได้มีการปรับปรุงให้เหมาะสมตามแนวโน้ม คือ เน้นการบันทึกมูลค่าและรายงานสินทรัพย์ ด้วยมูลค่าที่คาดว่าจะได้รับคืนของสินทรัพย์ (Net Realizable Value)¹ โดยกำหนดแนวทางที่อาจเลือกปฏิบัติที่ระบุว่า รายการที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์หลังจากที่รับรู้เป็นสินทรัพย์เมื่อเริ่มแรกอาจแสดงด้วยราคาที่ดีใหม่ (Revalued Amount)² (สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย, 2547) โดยมีจุดมุ่งหมายเพื่อให้บริการเงินของกิจการแสดงมูลค่าของที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ที่สอดคล้องกับความเป็นจริงหรือราคาตลาดในขณะนั้น ซึ่งในทางปฏิบัติผู้บริหารในบริษัทต่าง ๆ มักไม่ได้พิจารณาถึงจุดมุ่งหมายที่แท้จริงของการตีราคาใหม่นี้ แต่อาจใช้แนวทางที่อาจเลือกปฏิบัตินี้เป็นช่องทาง เพื่อบิดเบือนฐานะการเงินของกิจการตามที่ผู้บริหารต้องการใช้เป็นตามสถานการณ์ที่ผู้บริหารกำลังเผชิญอยู่ (นิตยา เศรษฐโชติรส, 2541: 36 - 37) ซึ่งการวัดผลการดำเนินงานจากเงินทุนจากการดำเนินงานจะสามารถตัดผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากวิธีการบันทึกมูลค่าสินทรัพย์ได้ และสามารถวัดผลการดำเนินงานที่เกิดจากการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการ เพราะผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะเลือกวิธีการบันทึกมูลค่าสินทรัพย์ โดยรายงานข้อมูลของกิจการเพื่อให้ส่วนของผู้ถือหุ้นแสดงผลที่ดี และพยายามชักชวนการดำเนินงานที่ผิดพลาดไว้แต่อย่างไรก็ตาม การประเมินราคาที่ดีใหม่ยังคงมีประเด็นปัญหา เนื่องจากยากที่จะพิสูจน์ถึงความถูกต้องในการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ เพราะไม่มีหลักฐานชัดเจนและอาจเป็นช่องทางให้ผู้บริหารบิดเบือนข้อเท็จจริง โดยหากข้อมูลที่ดินที่เป็นข้อมูลที่ไม่ถูกต้องก็จะยิ่งทำให้งบการเงินไม่แสดงมูลค่าที่แท้จริง นอกจากนี้ ค่าใช้จ่ายที่ใช้ในการประเมินมูลค่าทรัพย์สินยังมีจำนวนค่อนข้างสูงซึ่งอาจไม่คุ้มกับประโยชน์ที่ได้รับ จากปัญหาข้างต้นในการประเมินราคาที่ดีใหม่จึงทำให้ข้อมูลทางบัญชีที่เกิดจากหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปยังคงใช้ราคาทุนเดิมเป็นเกณฑ์ในการวัดมูลค่า

สำหรับกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งประกอบด้วย กลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และกลุ่มธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว ถือเป็นกลุ่มธุรกิจที่ได้รับผลกระทบจากการบันทึกมูลค่าสินทรัพย์มากกว่ากลุ่มธุรกิจประเภทอื่น เนื่องจากลักษณะเฉพาะของธุรกิจประเภทนี้ คือมีการถือครองสินทรัพย์ประเภทอสังหาริมทรัพย์จำนวนมากเมื่อเทียบกับธุรกิจประเภทอื่น จึงทำให้ผลกระทบที่เกิดขึ้นมีปริมาณมาก นอกจากนี้แล้วสินทรัพย์ประเภทอสังหาริมทรัพย์ยังมีลักษณะพิเศษหลายประการที่แตกต่างจากสินทรัพย์ประเภทอื่น ๆ เช่น การมี

¹ มูลค่าที่คาดว่าจะได้รับคืน หมายถึง การแสดงสินทรัพย์ด้วยจำนวนเงินสดหรือรายการเทียบเท่าเงินสดที่อาจได้มาในขณะนั้นหากกิจการขายสินทรัพย์โดยมิใช่การบังคับขาย และการแสดงหนี้สินด้วยมูลค่าที่ต้องจ่ายคืนหรือด้วยจำนวนเงินสดหรือรายการเทียบเท่าเงินสดที่คาดว่าจะต้องจ่าย เพื่อชำระหนี้สินที่เกิดจากการดำเนินงานตามปกติ

² ราคาที่ดีใหม่ หมายถึง มูลค่ายุติธรรม ณ วันที่มีการตีราคาใหม่นักด้วยค่าเสื่อมราคาสะสมที่คำนวณจากมูลค่ายุติธรรมนั้น และค่าเผื่อการด้อยค่าของสินทรัพย์

ที่ตั้งเฉพาะ การใช้เวลาค่อนข้างนานในการก่อสร้าง ราคาซื้อขายขึ้นกับการเจรจาต่อรองของผู้ซื้อ ผู้ขาย ผู้ซื้อส่วนใหญ่ต้องอาศัยการกู้เงินธนาคาร และการขายออกในระยะเวลาสั้น ๆ ทำได้ยาก ด้วยเหตุนี้จึงทำให้ราคาอสังหาริมทรัพย์ผันผวนไปตามสถานการณ์ทางการตลาดทั้งด้านอุปสงค์ และอุปทาน อัตราดอกเบี้ย และภาวะทางเศรษฐกิจอื่น ๆ การบันทึกมูลค่าสินทรัพย์ด้วยราคาทุนเดิมจึงอาจไม่เหมาะสม เพราะใช้มูลค่า ณ เวลาที่ได้มาซึ่งสินทรัพย์มาบันทึกเป็นมูลค่าสินทรัพย์ ซึ่งเป็นมูลค่าของสินทรัพย์ในอดีตไม่สามารถสะท้อนให้เห็นมูลค่าที่เปลี่ยนแปลงไปของสินทรัพย์ได้ ดังนั้น ตัววัดผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจากผลต่างของรายได้ที่เกิดขึ้นในระหว่างงวดบัญชีกับค่าใช้จ่ายที่วัดมูลค่าด้วยราคาทุนเดิมจึงอาจไม่เหมาะสม

การศึกษาคุณค่าข้อมูลของตัววัดผลการดำเนินงานต่าง ๆ จะทำให้ทราบตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่มีความเหมาะสมนอกเหนือจากการปฏิบัติตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป เพื่อให้ได้ตัววัดผลการดำเนินงานที่เหมาะสมสำหรับเป็นตัวชี้วัดความสำเร็จขององค์กรในการสร้างความมูลค่าสูงสุดให้กับเจ้าของกิจการ ซึ่งก็คือการสร้างราคาตลาดของหุ้นสามัญให้สูงที่สุด โดยข้อมูลที่ได้รับจากการศึกษาจะทำให้ผู้ช่วยข้อมูลทุกฝ่ายได้ทราบถึงควมมีคุณค่าของข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจ งานวิจัยฉบับนี้จึงทดสอบความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงาน 6 ตัววัด คือ กำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภัย และเงินทุนจากการดำเนินงาน รวมทั้งส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน ซึ่งประกอบด้วย ค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตัววัดผลการดำเนินงานในรูปแบบกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภัย และเงินทุนจากการดำเนินงาน

2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน ซึ่งประกอบด้วย ค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์

3. เพื่อศึกษาความมีคุณค่าข้อมูลโดยเปรียบเทียบของตัววัดผลการดำเนินงาน ในรูปแบบกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลดภาระ และเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3 สมมติฐานของการวิจัย

1. สมมติฐานเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงาน

การวิจัยนี้จะทดสอบความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงาน 6 ตัววัด ซึ่งประกอบด้วย กำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลดภาระ และเงินทุนจากการดำเนินงาน จึงตั้งสมมติฐานของการวิจัยดังนี้

H1_{1,1}: กำไรก่อนรายการพิเศษมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

H1_{2,1}: กำไรก่อนรายการพิเศษมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

H1_{1,2}: กำไรเบ็ดเสร็จมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

H1_{2,2}: กำไรเบ็ดเสร็จมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

H1_{1,3}: กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

H1_{2,3}: กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

H1_{1,4}: กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

H1_{2,4}: กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

H1_{1,5}: กระแสเงินสดปลดภาระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

H1_{2,5}: กระแสเงินสดปลดภาระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

H1_{1,6}: เงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

H1_{2,6}: เงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

2. สมมติฐานเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์กับค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์

สมาคม NAREIT ได้แนะนำให้บริษัทในกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ใช้แนวคิดเงินทุนจากการดำเนินงานแทนกำไรสุทธิ เพื่อใช้วัดผลการดำเนินงานของกิจการ เนื่องจากเห็นว่าการบันทึกมูลค่าสินทรัพย์ด้วยราคาทุนเดิมตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป อาจทำให้ความมีคุณค่าของข้อมูลลดลง คือไม่สามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงในสถานะปัจจุบันของกิจการได้ ซึ่งมูลค่าสินทรัพย์นี้จะป็นฐานในการคำนวณค่าเสื่อมราคาประจำปี และคิดกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์เมื่อขายสินทรัพย์ นอกจากนี้แล้ว กำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ยังถือว่าเป็นรายการที่ไม่ได้เกิดขึ้นประจำ (Nonrecurring Item) โดยแนวคิดการวัดผลการดำเนินงานด้วยเงินทุนจากการดำเนินงาน จะเป็นแนวคิดที่เกิดจากรายการที่เกิดขึ้นเป็นประจำ (Recurring Item) และยังคงตัดผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากวิธีการวัดมูลค่าสินทรัพย์ออก ทำให้ทราบผลการดำเนินงานที่เกิดจากการดำเนินธุรกิจที่แท้จริงของกิจการได้ (NAREIT, 1999) ทั้งนี้เพื่อทดสอบว่าค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ ซึ่งเป็นส่วนประกอบที่ใช้คำนวณเงินทุนจากการดำเนินงานนั้น เป็นข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจหรือไม่ จึงตั้งสมมติฐานของการวิจัยดังนี้

H2_{1,1}: ค่าเสื่อมราคาไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

H2_{2,1}: ค่าเสื่อมราคาไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

H2_{1,2}: กำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

H2_{2,2}: กำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

3. สมมติฐานเกี่ยวกับความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบ (Relative Information Content)

เนื่องจากกำไรทางบัญชีเป็นสิ่งที่สะท้อนถึงผลการดำเนินงานของแต่ละบริษัท และยังเป็นสิ่งที่ผู้กำกับดูแลให้ความสำคัญ เพื่อพิจารณาความสามารถในการทำกำไรและความสำเร็จขององค์กรในการสร้างมูลค่าสูงสุดให้เจ้าของกิจการ แต่เนื่องจากลักษณะการดำเนินธุรกิจในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์มีลักษณะเฉพาะแตกต่างจากธุรกิจประเภทอื่น ประกอบกับข้อแนะนำของสมาคม NAREIT ที่ต้องการให้บริษัทในกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ใช้เงินทุนจากการดำเนินงานเป็นตัววัดผลการดำเนินงานแทนกำไรทางบัญชี ดังนั้น จึงตั้งสมมติฐานของการวิจัยเพื่อศึกษาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบของตัววัดผลการดำเนินงาน 6 ตัววัด คือ กำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภัย และเงินทุนจากการดำเนินงานในการอธิบายราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ดังนี้

- H3_{1,1}: เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรก่อนรายการพิเศษ
- H3_{2,1}: เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรก่อนรายการพิเศษ
- H3_{1,2}: เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรเบ็ดเสร็จ
- H3_{2,2}: เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรเบ็ดเสร็จ
- H3_{1,3}: เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย
- H3_{2,3}: เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย
- H3_{1,4}: เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน
- H3_{2,4}: เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน
- H3_{1,5}: เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดปลอดภัย
- H3_{2,5}: เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดปลอดภัย

1.4 ขอบเขตการวิจัย

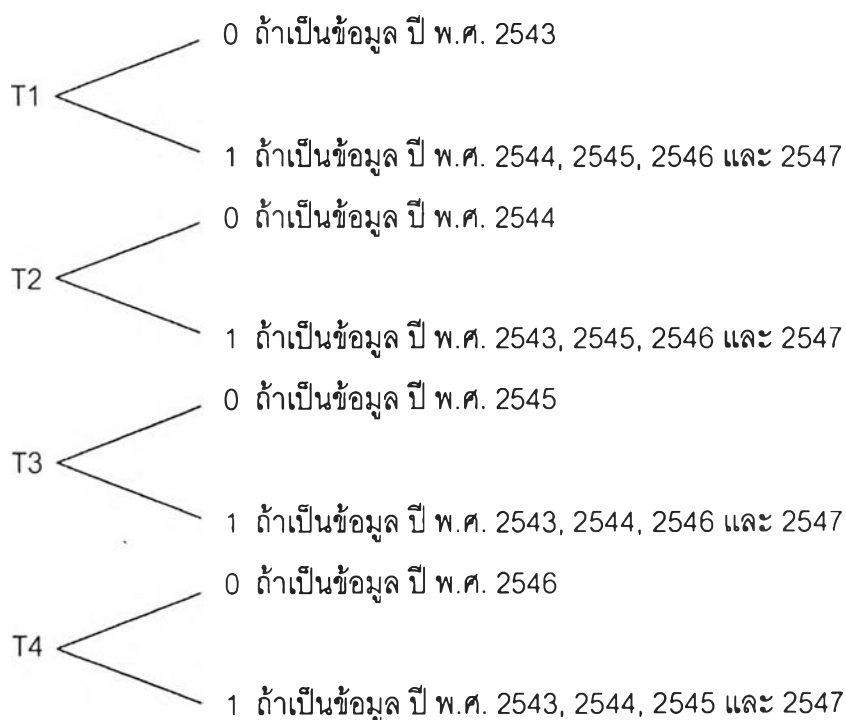
การศึกษาวินิจฉัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) เพื่อกำหนดและเปรียบเทียบตัววัดผลการดำเนินงานในรูปแบบของกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภัย และเงินทุนจากการดำเนินงาน ที่เหมาะสมของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

การเก็บข้อมูลจะเก็บจากข้อมูลในงบการเงินรวม และงบการเงินเฉพาะในกรณีไม่มีบริษัทย่อย ในระหว่างปี พ.ศ. 2543 – 2547 รวมทั้งสิ้น 5 ปี จากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับที่อยู่อาศัย อาคารสำนักงาน ศูนย์การค้า

โรงแรม/รีสอร์ท โรงงานอุตสาหกรรม สนามกอล์ฟ และที่ดินเปล่า ตามการจัดประเภท อสังหาริมทรัพย์ของศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้แบ่งเป็น 2 หมวดธุรกิจ คือ บริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 27 บริษัท และ บริษัทในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว จำนวน 9 บริษัท รวมทั้งสิ้น 36 บริษัท

1.5 ข้อจำกัดของการวิจัย

เนื่องจากการศึกษาวิจัยครั้งนี้มีข้อจำกัดในเรื่องขนาดของกลุ่มตัวอย่างที่มีขนาดเล็ก จึงเพิ่มขนาดกลุ่มตัวอย่างโดยเน้นศึกษากลุ่มตัวอย่างตามระยะเวลา (Longitudinal Study) ในลักษณะการรวมข้อมูลเป็นหน่วยวิเคราะห์ (จำนวนบริษัท x จำนวนปีที่ศึกษา) (Ely และ Waymire (1999) โดยการแปลงข้อมูลเกี่ยวกับปีที่ศึกษาเป็นตัวแปรเทียม (Dummy Variables) เพื่อนำไปใช้ประมวลผลข้อมูลรวมกับตัวแปรอิสระอื่นที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ได้ดังนี้



T1 คือคำถามเพื่อกำหนดตัวแปรเทียมว่าข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2543 หรือไม่ ซึ่งถ้าใช่ (ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2543) กำหนดคำตอบให้เป็น 0 แต่ถ้าไม่ใช่ (ข้อมูลที่ศึกษาไม่เป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2543) กำหนดคำตอบให้เป็น 1

T2 คือคำถามเพื่อกำหนดตัวแปรเทียบว่าข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2544 หรือไม่ ซึ่งถ้าใช่ (ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2544) กำหนดคำตอบให้เป็น 0 แต่ถ้าไม่ใช่ (ข้อมูลที่ศึกษาไม่เป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2544) กำหนดคำตอบให้เป็น 1

T3 คือคำถามเพื่อกำหนดตัวแปรเทียบว่าข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 หรือไม่ ซึ่งถ้าใช่ (ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2545) กำหนดคำตอบให้เป็น 0 แต่ถ้าไม่ใช่ (ข้อมูลที่ศึกษาไม่เป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2545) กำหนดคำตอบให้เป็น 1

T4 คือคำถามเพื่อกำหนดตัวแปรเทียบว่าข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2546 หรือไม่ ซึ่งถ้าใช่ (ข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2546) กำหนดคำตอบให้เป็น 0 แต่ถ้าไม่ใช่ (ข้อมูลที่ศึกษาไม่เป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2546) กำหนดคำตอบให้เป็น 1

สำหรับปี พ.ศ. 2547 กำหนดให้ตัวแปรนี้มีค่าเป็น 1 ทุกคำถาม เพราะข้อมูลที่ศึกษาไม่ใช่เป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2543 – 2546 แต่เป็นข้อมูลที่ศึกษาปี พ.ศ. 2547

โดยสรุปตัวแปรเทียบที่เกี่ยวกับปีของข้อมูลที่ศึกษา สามารถแสดงได้ดังนี้

	<u>T1</u>	<u>T2</u>	<u>T3</u>	<u>T4</u>
ข้อมูลที่ศึกษาเป็นปี พ.ศ. 2543	0	1	1	1
ข้อมูลที่ศึกษาเป็นปี พ.ศ. 2544	1	0	1	1
ข้อมูลที่ศึกษาเป็นปี พ.ศ. 2545	1	1	0	1
ข้อมูลที่ศึกษาเป็นปี พ.ศ. 2546	1	1	1	0
ข้อมูลที่ศึกษาเป็นปี พ.ศ. 2547	1	1	1	1

1.6 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

1. ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ตามความหมายของศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์แห่งประเทศไทย หมายถึง ธุรกิจที่ดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับที่อยู่อาศัย อาคารสำนักงาน ศูนย์การค้า โรงแรม/รีสอร์ท โรงงานอุตสาหกรรม สนามกอล์ฟ และที่ดินเปล่า ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดหมวดธุรกิจแยกเป็น 2 หมวดธุรกิจ คือ ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว ดังนั้น ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์จึงหมายถึง หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และหมวดธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว

2. งบการเงิน หมายถึง รายงานผลการดำเนินงาน ฐานะการเงิน หรือการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงินของกิจการ ไม่ว่าจะรายงานโดยบุคคล งบกำไรขาดทุน งบกำไร

สะสม งบกระแสเงินสด งบแสดงการเปลี่ยนแปลงส่วนของผู้ถือหุ้น งบประกอบหรือหมายเหตุประกอบงบการเงิน หรือคำอธิบายอื่นซึ่งระบุได้ว่าเป็นส่วนหนึ่งของงบการเงิน

3. กำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ หมายถึง การเปลี่ยนแปลงในส่วนของผู้ถือหุ้น หรือการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์สุทธิของกิจการ แต่ไม่รวมถึงการลงทุนโดยเจ้าของ และการจ่ายคืนให้เจ้าของ

4. กระแสเงินสดปลอดภัย หมายถึง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่เหลืออยู่ ที่กิจการจะสามารถนำไปใช้จ่ายตามดุลยพินิจของฝ่ายบริหารภายหลังจากหักรายจ่ายที่จำเป็นทั้งหมดที่เป็นตัวเงิน

5. เงินทุนจากการดำเนินงาน หมายถึง กำไร (ขาดทุน) สุทธิที่คำนวณตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปในงวดปัจจุบัน ก่อนรายการกำไร (ขาดทุน) จากการปรับโครงสร้างหนี้ที่ตัดผลกระทบจากการใช้ราคาทุนเดิม คือ บวกกลับด้วยค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์

1.7 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ผลการวิจัยสามารถนำมาประยุกต์ใช้เพื่อกำหนดตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวที่เหมาะสม

2. ผู้ใช้ข้อมูลทางการเงินภายในและภายนอกสามารถใช้ผลที่ได้จากการวิจัยเป็นแนวทางในการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของบริษัท

3. ผลที่ได้จากการวิจัยนี้จะเป็นแนวทางให้แก่หน่วยงานของรัฐ ในการออกกฎเกณฑ์หรือข้อบังคับในการรายงานและเปิดเผยข้อมูลในงบการเงิน

4. ข้อมูลที่ได้จากการวิจัยสามารถใช้ประโยชน์ในการศึกษาค้นคว้า และเป็นแนวทางในการวิจัยเกี่ยวกับความมีคุณค่าของข้อมูลหรืองานวิจัยอื่นที่มีระเบียบวิธีวิจัยคล้ายคลึงกัน

1.8 วิธีดำเนินการวิจัย

สำหรับวิธีการดำเนินการวิจัยจะเป็นไปตามขั้นตอนการวิจัยเชิงประจักษ์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของกำไร กระแสเงินสด เงินทุนจากการดำเนินงาน ราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวที่จดทะเบียนใน

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณเป็นตัวแบบในการทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าว โดยมีวิธีการดำเนินการวิจัยพอสังเขปดังนี้

1. ทำการศึกษาลักษณะทั่วไปของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว เพื่อให้เกิดความรู้ ความเข้าใจเบื้องต้นเกี่ยวกับกลุ่มธุรกิจเหล่านี้
2. เก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยจากงบการเงินรวม และงบการเงินย่อยในกรณีไม่มีบริษัทย่อยของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว ในระหว่างปี พ.ศ. 2543 – 2547 รวมทั้งสิ้น 5 ปี
3. นำข้อมูลจากบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวมาประมวลผลด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ เพื่อทดสอบสมมติฐานของการวิจัย

1.9 ลำดับขั้นในการเสนอผลการวิจัย

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ได้นำเสนอผลการวิจัย โดยแบ่งออกเป็น 5 บท ดังต่อไปนี้

บทที่ 1 บทนำ กล่าวถึง ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา วัตถุประสงค์ของการวิจัย สมมติฐานของการวิจัย ขอบเขตของการวิจัย ข้อจำกัดของการวิจัย คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ และวิธีการดำเนินการวิจัย

บทที่ 2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง กล่าวถึง การรวบรวมแนวคิด ทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษาที่ผ่านมาและที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ รวมถึงเอกสารและงานวิจัยต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาครั้งนี้

บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย กล่าวถึง ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา กรอบแนวคิด การประมวลผลข้อมูล และการวิเคราะห์ข้อมูล

บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล กล่าวถึง ผลการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ และการทดสอบสมมติฐานของการวิจัยในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และกลุ่มธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว โดยจะนำเสนอผลการวิเคราะห์ในแต่ละกลุ่มธุรกิจและในภาพรวม

บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ กล่าวถึง บทสรุปของการศึกษาที่สำคัญ อภิปรายผลการศึกษา ข้อจำกัดในการวิจัย และข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป