

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการวิจัย

การศึกษาคือความสัมพันธ์ของกำไร กระแสเงินสด เงินทุนจากการดำเนินงาน ราคา และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในครั้งนี้ สามารถสรุปผลการวิจัยและการทดสอบสมมติฐานของการวิจัยได้ดังนี้

##### 5.1.1 การศึกษาคือความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงาน

การศึกษาคือข้อมูลในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวนี้ ได้ทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัท 6 ตัววัด ได้แก่ กำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภัย และเงินทุนจากการดำเนินงาน โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ ซึ่งผลการศึกษาจากตัวแบบราคาที่พบในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว พบว่า ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้แล้ว ผลการศึกษาที่พบในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวยังพบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลกระแสเงินสดปลอดภัยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ สำหรับผลการศึกษาจากตัวแบบผลตอบแทนพบว่า ผลการศึกษาที่พบในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ตามตารางที่ 20

ตารางที่ 20 สรุปผลการวิเคราะห์และทิศทางความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแบบราคา : $P_t = \alpha + \beta_1 X_t + e_t$				ตัวแบบผลตอบแทน : $P_t/P_{t-1} = \alpha + \beta_1 X_t/P_{t-1} + e_t$			
ตัวแปร	PD <sup>1</sup>	HT <sup>2</sup>	ภาพรวม	ตัวแปร	PD	HT	ภาพรวม
NI	+	+	+	NIP	NA	NA	NA
CI	+	+	+	CIP	NA	NA	NA
EBITDA	+	+	+	EBITDAP	NA	NA	NA
CFO	+	+	+	CFOP	NA	+	NA
FCF	NA	+	+	FCFP	NA	NA	NA
FFO	+	+	+	FFOP	NA	+	NA
Depr	+	+	+	DeprP	NA	NA	NA
Gain	-	-	-	GainP	NA	NA	NA
ตัวแปรตาม คือ ราคาหุ้นสามัญของบริษัท				ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัท			
กำหนดให้	+	= ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์ในเชิงบวก					
	-	= ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์ในเชิงลบ					
	NA	= ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์					
	<sup>1</sup> PD	= ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์					
	<sup>2</sup> HT	= ธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว					
	NI	= กำไรก่อนรายการพิเศษต่อหุ้น					
	CI	= กำไรเบ็ดเสร็จต่อหุ้น					
	EBITDA	= กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อหุ้น					
	CFO	= กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น					
	FCF	= กระแสเงินสดปลดภาระต่อหุ้น					
	FFO	= เงินทุนจากการดำเนินงานต่อหุ้น					
	Depr	= ค่าเสื่อมราคาต่อหุ้น					
	Gain	= กำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ต่อหุ้น					
	$X_t/P_{t-1}$	= ตัววัดผลการดำเนินงาน/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด					

จากผลการศึกษาข้างต้น พบว่าผลการศึกษาจากตัวแบบราคาและผลการศึกษาจากตัวแบบผลตอบแทนให้ผลการศึกษาที่ไม่สอดคล้องกัน ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต เช่น Chen, M. และ Chen, G. (2004) Graham และ Knight (2000) ที่พบว่า ผลการศึกษาจากตัวแบบราคาและตัวแบบผลตอบแทนให้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกันคือ ข้อมูลกำไรทางบัญชี และ

เงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้สาเหตุที่ทำให้ผลการศึกษาจากตัวแบบราคาและผลการศึกษาจากตัวแบบผลตอบแทนในครั้งนี้ ให้ผลการศึกษาที่ไม่สอดคล้องกัน เนื่องจากในช่วงเวลาที่ศึกษา คือ ระหว่างปี พ.ศ. 2543 – 2547 สภาพเศรษฐกิจอยู่ในช่วงฟื้นตัวแต่ยังมีความผันผวนอยู่ ประกอบกับปัญหาการเกิดวินาศกรรมในสหรัฐอเมริกาในปี พ.ศ. 2544 ทำให้สภาพเศรษฐกิจโลกตกต่ำลง และด้วยลักษณะการดำเนินธุรกิจที่เป็นแบบ Cyclical Company ภาวะเช่นนี้จึงส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทและพฤติกรรมของการลงทุนของนักลงทุน กล่าวคือ นักลงทุนจะมีพฤติกรรมการลงทุนในระยะสั้นมากขึ้นไม่กล้าลงทุนในระยะยาว โดยนักลงทุนที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยงจะให้ความสำคัญกับข้อมูลหรือผลประกอบการในปัจจุบันมาก และทำการปรับจำนวนกระแสเงินสดในอนาคตที่คาดว่าจะได้รับให้ลดลง (นิมมวล เขียวรัตน์, 2539: 113) เนื่องจากสภาวะเศรษฐกิจยังผันผวนและมีความไม่แน่นอนสูง ทำให้นักลงทุนต้องแบกรับความเสี่ยงมากขึ้น หากต้องลงทุนในระยะยาว แม้ว่าภาครัฐจะมีมาตรการต่าง ๆ เพื่อฟื้นฟูธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ แต่ยังไม่สามารถสร้างความมั่นใจในระยะยาวของนักลงทุนได้ เนื่องจากมาตรการเพื่อฟื้นฟูธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ของภาครัฐส่วนหนึ่งจะสิ้นสุดในปี พ.ศ. 2546 เท่านั้น ทั้งนี้ในสภาวะที่เศรษฐกิจมีความผันผวนควมมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีจะลดลง กล่าวคือ งบการเงินไม่สามารถสะท้อนผลตอบแทนจากการลงทุน หรือมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทได้ เนื่องจากมีปัจจัยภายนอกอื่นที่อาจมีอิทธิพลมากกว่า จึงทำให้ผลการศึกษาจากตัวแบบราคาไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาจากตัวแบบผลตอบแทน แสดงให้เห็นว่า พฤติกรรมการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนในประเทศไทยส่วนใหญ่เป็นการลงทุนในระยะสั้นมากกว่าการลงทุนในระยะยาว

ดังนั้นจึงสรุปว่า ในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงาน เป็นข้อมูลที่มีคุณค่าต่อการตัดสินใจสามารถใช้เป็นตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทได้ และในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภัย และเงินทุนจากการดำเนินงานเป็นข้อมูลที่มีคุณค่าต่อการตัดสินใจ สามารถใช้เป็นตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทได้ และเวลาที่เปลี่ยนแปลงไป ไม่มีผลกระทบต่อความสามารถในการใช้อธิบายราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยข้อมูลเหล่านี้ถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์และความเสี่ยงจากการลงทุน คือ หากบริษัทมีผลการดำเนินงานดี โอกาสที่ราคาหลักทรัพย์จะเคลื่อนไหวเพิ่มขึ้นจะมีโอกาสมาก นักลงทุนสามารถนำข้อมูลเหล่านี้เป็นข้อมูลหนึ่งในการวิเคราะห์ข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างมีเหตุผล

### 5.1.2 ศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับ ส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน

การศึกษาข้อมูลในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวนี้ ได้ทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับ ส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน ซึ่งประกอบด้วย ค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ ซึ่งผลการศึกษาที่พบใน ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว พบว่า ข้อมูลค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ โดยข้อมูลค่าเสื่อม ราคามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ และข้อมูลกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์มี ความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ แต่ทั้งนี้ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลค่าเสื่อมราคาและ กำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ตามตารางที่ 20 หน้า 101 แสดงว่า ข้อมูลค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ไม่สามารถใช้ ประเมินผลตอบแทนจากการลงทุนในอนาคตของบริษัทได้อย่างน่าเชื่อถือ

เนื่องจากผลการศึกษาที่พบในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจโรงแรมและ บริการท่องเที่ยวพบหลักฐานที่แสดงว่าข้อมูลค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขาย สินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าแนวคิด การวัดมูลค่าด้วยราคาทุนเดิมยังเป็นเกณฑ์ที่น่าเชื่อถือในการวัดมูลค่าสินทรัพย์ และวัดผล การดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากมีหลักฐานที่ชัดเจน สามารถตรวจสอบได้

ดังนั้นจึงสรุปว่า ในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการ ท่องเที่ยว ข้อมูลค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ถือเป็นรายการที่เกี่ยวข้อง กับการตัดสินใจ กล่าวคือ ช่วยให้ข้อมูลตัวเลขในงบการเงินมีความถูกต้องตามควร ซึ่งจะทำให้ ข้อมูลที่ได้รับมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจตามวัตถุประสงค์ของแม่บทการบัญชี (สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย, 2547) โดยสามารถใช้เป็นข้อมูล หนึ่งในการกำหนดและคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงจาก การลงทุน โดยเวลาที่เปลี่ยนแปลงไป ไม่มีผลกระทบต่อความสามารถในการใช้อธิบายราคา หลักทรัพย์ ทั้งนี้ ราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวอยู่โดยตลอดตามปัจจัยแวดล้อมต่าง ๆ ที่ส่ง ผลกระทบ เช่น ปัจจัยด้านภาวะเศรษฐกิจและการเมือง ปัจจัยด้านภาวะอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง และปัจจัยที่เกี่ยวกับผลการดำเนินงาน รวมทั้งฐานะทางการเงินของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ เป็น ต้น ทำให้การคาดการณ์ของนักลงทุนทำได้ยาก เพราะต้องคำนึงถึงปัจจัยดังกล่าวด้วย

### 5.1.3 การศึกษาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบของตัววัดผลการดำเนินงาน

ผลการศึกษาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบด้วยตัวแบบราคา พบว่า ผลการศึกษาที่พบในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ข้อมูลเงินทุนจากการดำเนินงานมีระดับความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลอื่น ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาที่พบในภาพรวม ส่วนผลการศึกษาที่พบในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว พบว่า ข้อมูลกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย มีระดับความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลอื่น ตามตารางที่ 21 แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนหรือผู้ใช้ข้อมูลในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ สามารถนำข้อมูลเงินทุนจากการดำเนินงานมาใช้วัดผลการดำเนินงานได้อย่างน่าเชื่อถือ ส่วนนักลงทุนหรือผู้ใช้ข้อมูลในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวสามารถนำข้อมูลกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมาใช้วัดผลการดำเนินงานอย่างน่าเชื่อถือ กล่าวคือ ข้อมูลเหล่านี้สามารถสะท้อนความสามารถในการทำกำไรของบริษัทได้ดี ซึ่งการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญต่อการกำหนดและคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ และความเสี่ยงจากการลงทุน โดยนักลงทุนหรือผู้ใช้ข้อมูลในแต่ละกลุ่มธุรกิจสามารถใช้เป็นข้อมูลเหล่านี้ประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างมีเหตุผล และลดความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ให้มันน้อยที่สุด

สำหรับผลการศึกษาการทดสอบความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบด้วยตัวแบบผลตอบแทน ผลการศึกษาที่พบในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภาวะ และเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาที่พบในภาพรวม จึงไม่สามารถพิจารณาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบของตัววัดผลการดำเนินงานจากตัวแบบผลตอบแทนได้ แต่อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาที่พบในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว พบว่า ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีระดับความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลอื่น ตามตารางที่ 21 แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนหรือผู้ใช้ข้อมูลในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวสามารถนำข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมาใช้วัดผลการดำเนินงานได้อย่างน่าเชื่อถือ กล่าวคือ ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสามารถสะท้อนความสามารถในการทำกำไรของบริษัทได้ดี ซึ่งการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญต่อการคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ และความเสี่ยงจากการลงทุน ทั้งในรูปของเงินปันผล และกำไรจากการขายหลักทรัพย์ โดยนักลงทุนหรือผู้ใช้ข้อมูลในแต่ละกลุ่มธุรกิจสามารถใช้เป็นข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรม

ดำเนินงานประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างมีเหตุผล และลดความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ให้มึ้น้อยที่สุด

ตารางที่ 21 สรุปอันดับความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบของตัววัดผลการดำเนินงานที่ใช้ศึกษา

ตัวแบบราคา $P_t = \alpha + \beta_1 X_t + e_t$				ตัวแบบผลตอบแทน $P_t/P_{t-1} = \alpha + \beta_1 X_t/P_{t-1} + e_t$			
ตัวแปร	PD <sup>1</sup>	HT <sup>2</sup>	ภาพรวม	ตัวแปร	PD	HT	ภาพรวม
NI	2	-	2	NIP	-	-	-
CI	-	3	-	CIP	-	-	-
EBITDA	-	1	5	EBITDAP	-	-	-
CFO	-	-	3	CFOP	-	1	-
FCF	-	2	4	FCFP	-	-	-
FFO	1	-	1	FFOP	-	2	-

ตัวแปรตาม คือ ราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์หุ้นสามัญของบริษัท

กำหนดให้

- <sup>1</sup> PD = ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์
- <sup>2</sup> HT = ธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว
- NI = กำไรก่อนรายการพิเศษต่อหุ้น
- CI = กำไรเบ็ดเสร็จต่อหุ้น
- EBITDA = กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อหุ้น
- CFO = กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น
- FCF = กระแสเงินสดปลดภาระต่อหุ้น
- FFO = เงินทุนจากการดำเนินงานต่อหุ้น
- $X_t/P_{t-1}$  = ตัววัดผลการดำเนินงาน/ราคาหุ้นสามัญ ณ วันต้นงวด

## 5.2 อภิปรายผลการวิจัย

### 5.2.1 การศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัววัดผลการดำเนินงาน

ผลการศึกษาพบว่า ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้แล้ว ผลการศึกษายังพบว่า

ในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว ข้อมูลกระแสเงินสดปลอดภาษีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ และข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ผลการศึกษาที่พบในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ คือ พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งผลการศึกษานี้ทำให้สามารถยอมรับสมมติฐานของการวิจัยข้อ H1<sub>1</sub> ที่ระบุว่า "กำไรก่อนรายการพิเศษมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" ข้อ H1<sub>2</sub> ที่ระบุว่า "กำไรเบ็ดเสร็จมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" ข้อ H1<sub>3</sub> ที่ระบุว่า "กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" ข้อ H1<sub>4</sub> ที่ระบุว่า "กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" และข้อ H1<sub>6</sub> ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" ตามลำดับ และสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต เช่น Chen, M. และ Chen, G. (2004) Ball, Bobin และ Wu (2001) Graham และ Knight (2000) Hirst และ Hopkins (1998) Biddle, Seow และ Siegel (1995) เป็นต้น สำหรับข้อมูลกระแสเงินสดปลอดภาษีนั้น ผลการศึกษาที่พบในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลกระแสเงินสดปลอดภาษีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการศึกษานี้ทำให้สามารถปฏิเสธสมมติฐานของการวิจัยข้อ H1<sub>5</sub> ที่ระบุว่า "กระแสเงินสดปลอดภาษีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" สาเหตุที่ทำให้ผลการศึกษานี้ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นเพราะ ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ต้องการเงินทุนจำนวนมากในการลงทุน เพื่อรองรับการเติบโตในอนาคต โดยอาศัยแหล่งเงินทุนจากภายนอกเป็นสำคัญ แต่ในระยะสั้นนั้นสินทรัพย์ถาวรที่ลงทุนไปยังไม่สามารถสร้างรายได้กลับมาในรูปของกระแสเงินสดเข้าส่งผลให้กระแสเงินสดปลอดภาษี ซึ่งหมายความว่า เงินสดจากการดำเนินงานที่เหลือสำหรับการขยายการดำเนินงาน จ่ายชำระคืนหนี้ และจ่ายเงินปันผลน้อยลง ในขณะที่ดัชนีราคาหุ้นและมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์กลับมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนใช้ข้อมูลอื่นในการตัดสินใจลงทุน

สำหรับผลการศึกษาที่พบในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว คือ พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการศึกษานี้ทำให้สามารถ

ยอมรับสมมติฐานของการวิจัยข้อ H1<sub>1,1</sub> ที่ระบุว่า "กำไรก่อนรายการพิเศษมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" ข้อ H1<sub>1,2</sub> ที่ระบุว่า "กำไรเบ็ดเสร็จมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" ข้อ H1<sub>1,3</sub> ที่ระบุว่า "กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" ข้อ H1<sub>1,4</sub> ที่ระบุว่า "กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" ข้อ H1<sub>1,5</sub> ที่ระบุว่า "กระแสเงินสดปลอดภาษีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" และข้อ H1<sub>1,6</sub> ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์" ตามลำดับ และสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต เช่น Chen, M. และ Chen, G. (2004) Phillips (2003) Ball, Bobin และ Wu (2001) Graham และ Knight (2000) Hirst และ Hopkins (1998) Biddle, Seow และ Siegel (1995) เป็นต้น นอกจากนี้ ผลการศึกษาที่พบในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวยังพบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้สามารถยอมรับสมมติฐานของการวิจัยข้อ H1<sub>2,4</sub> ที่ระบุว่า "กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" และข้อ H1<sub>2,6</sub> ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" และสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต เช่น Chen, M. และ Chen, G. (2004) Francis, Schipper และ Vincent (2003) Graham และ Knight (2000) Vincent (1999) Dechow (1994) เป็นต้น

สำหรับข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภาษี และเงินทุนจากการดำเนินงานที่ผลการศึกษาที่พบในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลเหล่านี้มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย และกระแสเงินสดปลอดภาษีที่ผลการศึกษาที่พบในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวไม่พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลเหล่านี้มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการศึกษาเหล่านี้ ทำให้สามารถปฏิเสธสมมติฐานของการวิจัยข้อ H1<sub>2,1</sub> ที่ระบุว่า "กำไรก่อนรายการพิเศษมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" ข้อ H1<sub>2,2</sub> ที่ระบุว่า "กำไรเบ็ดเสร็จมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" ข้อ H1<sub>2,3</sub> ที่ระบุว่า "กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" ข้อ H1<sub>2,4</sub> ที่ระบุว่า "กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" ข้อ H1<sub>2,5</sub> ที่ระบุว่า "กระแสเงินสดปลอดภาษีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" และข้อ H1<sub>2,6</sub> ที่



ระบุว่า “เงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์” ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต เช่น Chen, M. และ Chen, G. (2004) Francis, Schipper และ Vincent (2003) Dhaliwal, Subramanyam และ Trezevant (1999) Vincent (1999) Gore และ Stott (1998) Hirst และ Hopkins (1998) เป็นต้น ทั้งนี้เกิดจากความไม่แน่นอนของภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบันและภาวะเศรษฐกิจที่คาดไว้ ทำให้นักลงทุนขาดความมั่นใจต่อพื้นฐานเศรษฐกิจโดยรวม และแนวโน้มภาวะตลาดหลักทรัพย์ ส่งผลให้มีการชะลอการลงทุน และนักลงทุนต้องแบกรับความเสี่ยงมากขึ้นหากต้องลงทุนในระยะยาว เนื่องจากมีความเสี่ยงจากการลงทุนสูง เพราะปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดราคาหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงจากการลงทุนมีการเปลี่ยนแปลงอยู่โดยตลอด เช่น ปัจจัยด้านเศรษฐกิจและการเมือง ปัจจัยด้านภาวะอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง และปัจจัยที่เกี่ยวกับผลการดำเนินงาน รวมทั้งฐานะทางการเงินของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ซึ่งส่งผลกระทบต่อภาวะตลาดหลักทรัพย์ ภาวะอุตสาหกรรม และส่งผลต่อผลการดำเนินงานและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ ทำให้การคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์และผลตอบแทนในอนาคตทำได้ยาก นอกจากนี้ นักลงทุนมีพฤติกรรมการลงทุนที่เปลี่ยนแปลงไป (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546: 9) กล่าวคือ นักลงทุนที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยงจะให้ความสำคัญกับข้อมูลหรือผลประกอบการในปัจจุบันมาก และทำการปรับจำนวนกระแสเงินสดในอนาคตที่คาดว่าจะได้รับให้ลดลง (นิมนวล เขียวรัตน์, 2539: 113) โดยเน้นการลงทุนในระยะสั้นเพื่อให้ผลตอบแทนในรูปของกำไรจากการขายสินทรัพย์มากขึ้น

## 5.2.2 ศึกษาความสัมพันธ์ของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบของเงินทุนจากการดำเนินงาน

ผลการศึกษาที่พบในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว พบว่า ข้อมูลค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ โดยข้อมูลค่าเสื่อมราคามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ และข้อมูลกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ แต่ทั้งนี้ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลค่าเสื่อมราคาและกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

สำหรับค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ที่ผลการศึกษาที่พบในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวไม่พบหลักฐานที่แสดงว่ามีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการศึกษานี้ทำให้สามารถยอมรับสมมติฐานของการวิจัยข้อ H<sub>2</sub>, ที่ระบุว่า “ค่าเสื่อมราคาไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์” และข้อ H<sub>2.2</sub> ที่ระบุว่า “กำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ไม่มี

ความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์" ตามลำดับ และสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต เช่น Chen, M. และ Chen, G. (2004) Yungmann, G. และ Taube, D. (2001) NAREIT (1999) เป็นต้น

แต่อย่างไรก็ตาม เมื่อใช้ตัวแบบราคาเป็นตัวแบบในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ ผลการศึกษาที่พบทั้งในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว กลับพบหลักฐานที่แสดงว่า ค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งผลการศึกษาทำให้สามารถปฏิเสธสมมติฐานของการวิจัยข้อ H<sub>2,1</sub> ที่ระบุว่า "ค่าเสื่อมราคาไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์" และข้อ H<sub>2,2</sub> ที่ระบุว่า "กำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์" ตามลำดับ และไม่สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต เช่น Yungmann, G. และ Taube, D. (2001) NAREIT (1999) ที่ระบุว่า ค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ไม่สามารถสะท้อนมูลค่าของกิจการได้ เนื่องจากการใช้ราคาทุนเดิมเป็นเกณฑ์ในการบันทึกมูลค่าสินทรัพย์ ทำให้เกิดข้อจำกัดในวัดมูลค่าที่เปลี่ยนแปลงไปของสินทรัพย์ในปัจจุบัน และอาจเกิดขึ้นจากการบริหารตัวเลขของผู้บริหาร จึงทำให้รายการดังกล่าวไม่สามารถสะท้อนมูลค่าของกิจการได้

จากผลการศึกษาที่พบในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวครั้งนี้ที่ปฏิเสธสมมติฐานของการวิจัยที่กำหนดไว้ และไม่สอดคล้องกับผลงานวิจัยในอดีต เช่น Yungmann, G. และ Taube, D. (2001) NAREIT (1999) เป็นต้น เป็นไปได้ว่าสาเหตุที่ทำให้ผลการศึกษาในครั้งนี้ของค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลเหล่านี้มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากแนวคิดการวัดมูลค่าด้วยราคาทุนเดิมยังเป็นเกณฑ์ที่น่าเชื่อถือ เนื่องจากมีหลักฐานในการบันทึกบัญชีที่ชัดเจน และแนวคิดเกี่ยวกับการคิดค่าเสื่อมราคายังเป็นแนวคิดที่สอดคล้องกับการวัดผลการดำเนินงานของกิจการ โดยกิจการต้องปันส่วนมูลค่าเสื่อมสภาพของอาคารและอุปกรณ์เป็นค่าเสื่อมราคาอย่างมีระบบตลอดอายุการใช้งานของสินทรัพย์ ซึ่งจะช่วยให้การแสดงผลมูลค่าตัวในงบการเงินมีความถูกต้องตามควร และงบการเงินมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจแต่ผู้ที่เกี่ยวข้องทุก ๆ ฝ่าย นอกจากนี้ การเกิดขึ้นของกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์อาจบ่งบอกถึง การตัดสินใจลงทุนที่ผิดพลาดของผู้บริหาร จนทำให้ต้องนำสินทรัพย์ที่บริษัทเคยมีไว้เพื่อสร้างรายได้มาขาย ซึ่งนักลงทุนตระหนักถึงความผิดพลาดดังกล่าว

### 5.2.3 การศึกษาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบของตัววัดผลการดำเนินงาน

ผลการศึกษาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบด้วยตัวแบบราคา พบว่า ในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ข้อมูลเงินทุนจากการดำเนินงานมีระดับความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลอื่น ส่วนธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว พบว่า ข้อมูลกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดมีระดับความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลอื่น

ผลการศึกษาจากตัวแบบราคาที่พบในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์นี้ ทำให้สามารถยอมรับสมมติฐานของการวิจัยข้อ H<sub>3,1</sub> ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรก่อนรายการพิเศษ" ข้อ H<sub>3,2</sub> ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรเบ็ดเสร็จ" ข้อ H<sub>3,3</sub> ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย" ข้อ H<sub>3,4</sub> ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน" และข้อ H<sub>3,5</sub> ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดปลดภาระ" ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต เช่น Yungmann, G. และ Taube, D. (2001) NAREIT (1999) Gore และ Stott (1998) เป็นต้น แต่ผลการศึกษาจากตัวแบบราคาที่พบในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวนี้ ทำให้สามารถปฏิเสธสมมติฐานของการวิจัยข้อ H<sub>3,1</sub> - H<sub>3,5</sub> ตามกล่าวข้างต้น เนื่องจากไม่พบหลักฐานที่แสดงว่าข้อมูลเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับผลการศึกษาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบด้วยตัวแบบผลตอบแทน พบว่า ผลการศึกษาที่พบในธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว พบว่า ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีระดับความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลอื่น ส่วนผลการศึกษาที่พบในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่า ข้อมูลกำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลดภาระ และเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงไม่สามารถพิจารณาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบของตัววัดผลการดำเนินงานได้

ผลการศึกษาจากตัวแบบผลตอบแทนที่พบในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวนี้ ทำให้สามารถปฏิเสธสมมติฐานของการวิจัยข้อ H<sub>3,2</sub> ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรก่อนรายการ

พิเศษ" ข้อ H3<sub>22</sub> ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรเบ็ดเสร็จ" ข้อ H3<sub>23</sub> ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย" ข้อ H3<sub>24</sub> ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน" และข้อ H3<sub>25</sub> ที่ระบุว่า "เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดตลอดภาระ" และไม่สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต เช่น Yungmann, G. และ Taube, D. (2001) NAREIT (1999) Gore และ Stott (1998) เป็นต้น แต่อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษานี้ก็สอดคล้องกับงานวิจัยของ Chen, M. และ Chen, G. (2004) ที่พบหลักฐานว่าข้อมูลเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่จากการเก็บข้อมูลไม่พบหลักฐานที่ระบุว่า ข้อมูลเงินทุนจากการดำเนินงานมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบดีกว่ากำไรทางบัญชี

### 5.3 ข้อจำกัดในการวิจัย

ข้อจำกัดในการศึกษาความสัมพันธ์ของกำไร กระแสเงินสด เงินทุนจากการดำเนินงาน ราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีประเด็นดังนี้

1) ผู้วิจัยไม่ได้ทำการปรับงบการเงินของบริษัทในแต่ละกลุ่มธุรกิจให้มีวิธีปฏิบัติทางการบัญชีเดียวกัน เนื่องจากมีข้อจำกัดในเรื่องข้อมูล จึงอาจทำให้เกิดความแตกต่างในการบันทึกบัญชีของบริษัทในแต่ละกลุ่มธุรกิจ โดยความแตกต่างกันในวิธีปฏิบัติทางการบัญชีดังกล่าวอาจมีกระทบต่อตัววัดผลการดำเนินงานในรูปแบบต่าง ๆ ที่ใช้ในการวิจัยให้มีความแตกต่างกันได้

2) การศึกษาที่ใช้ข้อมูลทางการเงินที่เปิดเผยต่อสาธารณชนเป็นข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ จึงถือเสมือนว่าข้อมูลทางการเงินที่บริษัทเปิดเผยต่อสาธารณชนเหล่านั้นเป็นข้อมูลที่ถูกต้องตามควร

3) จากการตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณเกี่ยวกับค่าความคลาดเคลื่อน (Error or Residual) จำนวน 5 ข้อ ที่กำหนดให้ 1) ค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อนเท่ากับศูนย์ 2) ค่าแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนต้องเป็นอิสระกัน 3) ค่าแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนต้องคงที่ 4) ค่าความคลาดเคลื่อนต้องมีการแจกแจงแบบปกติ 5) ตัวแปรอิสระแต่ละตัวแปรต้องเป็นอิสระจากกันนั้น พบว่าค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนไม่คงที่ (Heteroskedasticity) และตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัยมี

ความสัมพันธ์กันเอง เกิดปัญหา Multicollinearity จึงอาจมีข้อจำกัดในการนำไปใช้ โดยผู้ใช้ต้องมีความระมัดระวังและใช้วิจารณญาณในการตีความผลการวิเคราะห์จากตัวแบบราคาและตัวแบบผลตอบแทน

4) การศึกษาความสัมพันธ์ของกำไร กระแสเงินสด เงินทุนจากการดำเนินงาน ราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ใช้แนวคิดในการเลือกตัวแปรที่นำมาศึกษา โดยพิจารณาตัวแปรที่มีผลงานวิจัยในอดีตที่ศึกษามา ดังนั้นจึงอาจมีตัวแปรหรือปัจจัยที่เกี่ยวข้องอื่นที่ไม่ได้นำมาศึกษาแต่มีความสัมพันธ์กับราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์

5) ขนาดกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยที่มีขนาดเล็ก เนื่องจากการศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาเฉพาะกลุ่มธุรกิจ ประกอบกับจำเป็นต้องคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างตามเกณฑ์ที่กำหนด และมีข้อมูลที่ครบถ้วน จึงทำให้มีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยมีจำนวน 36 บริษัท คือ ในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จำนวน 27 บริษัท และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวจำนวน 9 บริษัท ผู้วิจัยจึงเพิ่มขนาดกลุ่มตัวอย่างโดยเน้นการศึกษากลุ่มตัวอย่างตามระยะเวลา (Longitudinal Study) เป็นเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543 – 2547 ซึ่งถือเป็นช่วงเวลาที่เหมาะสม คือเป็นช่วงที่สภาวะเศรษฐกิจยังผันผวนอยู่ แต่ไม่มากเมื่อเปรียบเทียบกับช่วงเวลาอื่น ดังนั้นจึงเป็นไปได้ที่ผลการวิเคราะห์ในอนาคตอาจเปลี่ยนแปลงไปถ้าสามารถเพิ่มขนาดตัวอย่าง และระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาให้เพิ่มขึ้น

#### 5.4 ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

การวิจัยเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของกำไร กระแสเงินสด เงินทุนจากการดำเนินงาน ราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น ช่วยให้ผู้ใช้ข้อมูลได้ทราบถึงตัววัดผลการดำเนินงานที่เหมาะสม และควมมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชี

ผู้วิจัยได้ศึกษาเฉพาะข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวเท่านั้น มิได้นำกลุ่มธุรกิจอื่นมาศึกษา ซึ่งการวิจัยครั้งต่อไปในอนาคตควรมีการขยายประชากรเป้าหมายและกลุ่มตัวอย่างในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวให้กว้างขึ้น โดยการศึกษาข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI (Market for Alternative Investment) หรือศึกษาข้อมูลของบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มเติม และนำกลุ่มธุรกิจอื่น ๆ มาศึกษา เพื่อหาตัววัดผลการดำเนินงานที่เหมาะสมในแต่ละกลุ่ม

ธุรกิจ โดยนำแนวคิดของเงินทุนจากการดำเนินงานและแนวคิดของกระแสเงินสดปลดภาระไปประยุกต์ เนื่องจากการวัดผลการดำเนินงานของธุรกิจในปัจจุบันนั้น เริ่มให้ความสำคัญเกี่ยวกับความมีสภาพคล่อง และเสถียรภาพทางการเงินที่ดี และเพิ่มตัวแปรอิสระเชิงคุณภาพในงานวิจัยให้มากขึ้น เนื่องจากตัวแปรอิสระที่เป็นข้อมูลเชิงปริมาณจากข้อมูลทางการเงินที่เปิดเผยต่อสาธารณชนอาจเป็นข้อมูลที่มีการตกแต่งตัวเลขทางบัญชีหรือมีความผิดพลาด

นอกจากนี้ ควรมีการปรับงบการเงินของบริษัทในแต่ละกลุ่มธุรกิจให้มีวิธีปฏิบัติทางการบัญชีเดียวกัน เพื่อลดความแตกต่างในการบันทึกบัญชี และช่วยให้การเปรียบเทียบข้อมูลระหว่างบริษัท หรือระหว่างกลุ่มธุรกิจดีขึ้น