

ความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นางสาวอุษา วงศ์สอนธรรม

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชี ภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2549

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

THE RELATIONSHIP BETWEEN VARIOUS FINANCIAL EFFICIENCY MEASURES
AND STOCK RETURNS IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND



Miss AUSA Wongsorntham

สถาบันวิทยบริการ

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Accountancy Program in Accounting

Department of Accountancy

Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic Year 2006

Copyright of Chulalongkorn University

หัวข้อวิทยานิพนธ์

ความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินกับผลตอบแทน
ของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทย

โดย

นางสาวอุษา วงศ์สอนธรรม

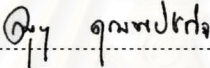
สาขาวิชา

การบัญชี

อาจารย์ที่ปรึกษา

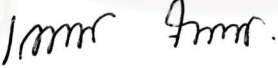
อาจารย์ ดร. เอมอร ใจเก่งกิจ

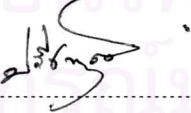
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้บัณฑิต
ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญามหาบัณฑิต

 คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
(รองศาสตราจารย์ ดร. ดนุชา คุณพนิชกิจ)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

 ประธานกรรมการ
(อาจารย์ ดร. วรศักดิ์ ทุมมานนท์)

 อาจารย์ที่ปรึกษา
(อาจารย์ ดร. เอมอร ใจเก่งกิจ)

 กรรมการ
(นายปรีชาวุฒิ ชุมทรัพย์)

อุษา วงศ์สอนธรรม : ความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินกับผลตอบแทนของ
หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (THE RELATIONSHIP
BETWEEN VARIOUS FINANCIAL EFFICIENCY MEASURES AND STOCK RETURNS IN
THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND) อ. ที่ปรึกษา : อ.ดร. เอมอร ใจเก่งกิจ, 99 หน้า.

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงิน
ประกอบด้วย กำไรสุทธิ กำไรจากการดำเนินงาน รายการพิเศษ มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด กระแสเงินสด
จากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กับ
ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ รวมทั้งทำการเปรียบเทียบความสามารถของตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินใน
การอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยศึกษาจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทย ในช่วงเวลา พ.ศ.2545 – 2548 จำนวน 131 บริษัท จาก 21 หมวด ใน 6 กลุ่มอุตสาหกรรม

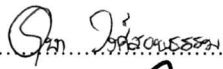
วิธีการศึกษาใช้การวิเคราะห์ความถดถอยแบบง่าย (Simple Regression) และการวิเคราะห์ความ
ถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่อยู่ในแต่ละตัวแบบกับ
ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และใช้ค่า Vuong (1989) Z-statistic เพื่อเปรียบเทียบความสามารถของตัววัด
ประสิทธิภาพทางการเงินในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ระหว่างตัวแบบ

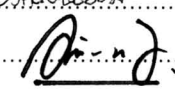
ผลการศึกษา พบว่า ตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์
ของกิจการ และจากการเปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ พบว่า ในการ
วิเคราะห์ข้อมูลแบบรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม กำไรจากการดำเนินงานสามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับ
ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่ากำไรสุทธิและมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด ส่วนมูลค่าเพิ่มเชิง
กระแสเงินสดและประสิทธิภาพของกระแสเงินสดสามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของ
หลักทรัพย์ของกิจการได้ไม่แตกต่างกัน อย่างไรก็ตาม เมื่อวิเคราะห์ข้อมูลแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า
กำไรจากการดำเนินงานสามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่า
มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่ม
วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม ส่วนมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดสามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับ
ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่ากำไรจากการดำเนินงานในกลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี

ภาควิชาการบัญชี.....

สาขาวิชาการบัญชี.....

ปีการศึกษา2549.....

ลายมือชื่อนิสิต.....

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....

4782482026 : MAJOR ACCOUNTING

KEY WORD: FINANCIAL EFFICIENCY / CASH VALUE ADDED / NET PROFIT / OPERATING PROFIT / CASH FLOW / STOCK RETURNS

AUSA WONGSORNTHAM : THE RELATIONSHIP BETWEEN VARIOUS FINANCIAL EFFICIENCY MEASURES AND STOCK RETURNS IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND. THESIS ADVISOR : AIM-ORN JAIKENGKIT, Ph.D. 99 pp.

The objectives of this study are to study the relation of various financial efficiency measures which consist of net profit, operating profit, extraordinary items, cash value added, cash flow from operating activities, cash flow from investing activities, and cash flow from financing activities with stock returns and to compare the ability of various financial efficiency measures in explaining stock returns by using available data of 131 listed companies from 21 sectors that are in 6 industry groups in the Stock Exchange of Thailand during the period of the years 2002 to 2005.

Simple regression analysis method and multiple regression analysis method are used in this study to test the relation between variables in each model and stock returns and Vuong (1989) Z-statistic is used to compare the ability of various financial efficiency measures in explaining stock returns among models.

The results of this study indicates that various financial efficiency measures are related to stock returns of the companies. Furthermore, the results reveal that operating profit has more ability in explaining stock returns than net profit and cash value added have for the pooled industry groups data. Ability of cash value added and cash flow in explaining stock returns are not difference. However, when analyzed by industry group operating profit has more ability in explaining stock returns than cash value added for agro & food industry, consumer products and industrials groups. Cash value added has more ability in explaining stock returns than operating profit for services and technology groups.

DepartmentAccountancy.....

Student's signature..... Ausa Wongsorntham

Field of study.....Accounting.....

Advisor's signature..... AIM-ORN JAIKENGKIT

Academic year2006.....

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดีนั้น ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณ คณะอาจารย์ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย และสถาบันการศึกษาที่ข้าพเจ้าได้สำเร็จการศึกษาในระดับต่างๆ ที่ช่วยประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้แก่ข้าพเจ้า ทำให้ข้าพเจ้าประสบความสำเร็จในด้านการเรียนและทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดี โดยเฉพาะอย่างยิ่งข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณ อาจารย์ ดร. เอมอร ใจเก่งกิจ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ที่ท่านได้เสียสละเวลาอันมีค่าในการให้คำปรึกษา ตรวจสอบ และแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ จนวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เสร็จสมบูรณ์ได้ ขอกราบขอบพระคุณ อาจารย์ ดร.วรศักดิ์ ทุมมานนท์ ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ที่ได้กรุณาให้คำแนะนำที่เป็นประโยชน์ในการปรับปรุงวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ให้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ขอกราบขอบพระคุณคุณปรีชาวุฒิ ชุมทรัพย์ ที่ได้สละเวลาอันมีค่าให้แก่ข้าพเจ้าในการเป็นกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

สุดท้ายนี้ ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณ คุณพ่อและคุณแม่ ที่ได้มอบโอกาสสำคัญทางการศึกษา คอยสั่งสอนให้ลูกเป็นคนมีความมานะ อดทน เป็นแบบอย่างที่ดีให้ลูกสามารถดำเนินชีวิตในสังคมได้อย่างเหมาะสม และให้กำลังใจในการต่อสู้กับอุปสรรคต่างๆ ซึ่งเป็นสิ่งสำคัญที่ทำให้ลูกประสบความสำเร็จในครั้งนี้ รวมทั้งพี่สาวและพี่ชายของข้าพเจ้าที่คอยให้คำปรึกษา ความช่วยเหลือต่างๆ และคอยเป็นกำลังใจให้เสมอมา ตลอดจน พี่ๆ เพื่อนๆ น้องๆ และเจ้าหน้าที่ทุกคนที่ให้ความช่วยเหลือในด้านต่างๆ และเป็นกำลังใจที่ดีตลอดการทำวิทยานิพนธ์ ข้าพเจ้าขอขอบพระคุณทุกท่านเป็นอย่างสูงมา ณ โอกาสนี้

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ญ
สารบัญภาพ.....	ฐ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 ปัญหาของการวิจัย.....	4
1.3 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	5
1.4 ขอบเขตของการวิจัย.....	5
1.5 กรอบแนวคิดของการวิจัย.....	5
1.6 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย.....	8
1.7 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	9
1.8 วิธีดำเนินการวิจัย.....	9
1.9 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย.....	10
บทที่ 2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	11
2.1 แนวคิดและทฤษฎี.....	11
2.1.1 ผลตอบแทนของหลักทรัพย์.....	11
2.1.2 ประสิทธิภาพของตลาด.....	13
2.1.3 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกำไร.....	15
2.1.4 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด.....	20
2.1.5 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกระแสเงินสด.....	23
2.2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	28
2.2.1 งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกำไร ข้อมูลกระแสเงินสด และมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์.....	28
2.2.2 งานวิจัยอื่นๆที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา.....	31

2.3	การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย.....	34
2.3.1	ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพในการทำกำไรกับผลตอบแทนของ หลักทรัพย์.....	34
2.3.2	ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่มกับผลตอบแทนของ หลักทรัพย์.....	35
2.3.3	ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพของกระแสเงินสดกับผลตอบแทนของ หลักทรัพย์.....	36
2.3.4	การเปรียบเทียบความสามารถของตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินในการ อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์.....	37
บทที่ 3	ระเบียบวิธีวิจัย.....	38
3.1	ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย.....	38
3.2	การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	40
3.3	ตัวแบบและตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย.....	40
3.4	การวิเคราะห์ข้อมูล.....	45
3.4.1	สถิติเชิงพรรณนา.....	46
3.4.2	สถิติเชิงอนุมาน.....	46
3.4.3	การเปรียบเทียบความสามารถระหว่างกำไรจากการดำเนินงานกับกำไร สุทธิในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์.....	47
3.4.4	การเปรียบเทียบความสามารถระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดกับ กำไรจากการดำเนินงานในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของ หลักทรัพย์.....	48
3.4.5	การเปรียบเทียบความสามารถระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดกับ ประสิทธิภาพของกระแสเงินสดในการอธิบายความสัมพันธ์กับ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์.....	49
3.4.6	สรุปผลการวิจัย.....	49
บทที่ 4	ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	50
4.1	การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น.....	50
4.1.1	จำนวนตัวอย่าง.....	50
4.1.2	การวิเคราะห์เชิงพรรณนา.....	51
4.2	การวิเคราะห์ความถดถอย.....	55

4.2.1	ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพในการทำกำไรกับผลตอบแทนของ หลักทรัพย์.....	55
4.2.2	ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่มกับผลตอบแทนของ หลักทรัพย์.....	59
4.2.3	ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพของกระแสเงินสดกับผลตอบแทนของ หลักทรัพย์.....	61
4.3	การเปรียบเทียบความสามารถของตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินในการอธิบาย ความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์.....	63
4.3.1	การเปรียบเทียบความสามารถระหว่างกำไรจากการดำเนินงานกับกำไร สุทธิในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์.....	64
4.3.2	การเปรียบเทียบความสามารถระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดกับ กำไรจากการดำเนินงานในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของ หลักทรัพย์.....	66
4.3.3	การเปรียบเทียบความสามารถระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดกับ ประสิทธิภาพของกระแสเงินสดในการอธิบายความสัมพันธ์กับ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์.....	68
4.4	การวิเคราะห์เพิ่มเติม.....	71
4.5	สรุป.....	73
บทที่ 5	สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ.....	74
5.1	สรุปผลการวิจัย.....	74
5.1.1	ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินกับ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์.....	74
5.1.2	ผลการวิเคราะห์การเปรียบเทียบความสามารถของตัววัดประสิทธิภาพ ทางการเงินในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของ หลักทรัพย์.....	77
5.2	ประโยชน์ของผลการวิจัย.....	79
5.3	ข้อจำกัดในการวิจัย.....	79
5.4	ข้อเสนอแนะการวิจัยในอนาคต.....	80
	รายการอ้างอิง.....	82
	ภาคผนวก.....	85

ภาคผนวก ก	
รายชื่อของบริษัท.....	86
ภาคผนวก ข	
การตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอย.....	93
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	99



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
2.1	สรุปวรรณกรรมความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินกับผลตอบแทนของ หลักทรัพย์.....32
3.1	สรุปจำนวนบริษัท แบ่งตามหมวดของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม.....39
3.2	สรุปบทบาทและการวัดค่าของตัวแปร.....45
4.1	จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล.....50
4.2	สถิติเชิงพรรณนา แบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....51
4.3	ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร.....52
4.4	ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค.....53
4.5	ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม.....53
4.6	ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร กลุ่มทรัพยากร.....53
4.7	ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร กลุ่มบริการ.....54
4.8	ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร กลุ่มเทคโนโลยี.....54
4.9	ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร รวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม.....54
4.10	ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์.....57
4.11	ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรจากการดำเนินงานและรายการพิเศษกับผลตอบแทนของ หลักทรัพย์.....58
4.12	ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์.....60
4.13	ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพของกระแสเงินสดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์.....62
4.14	ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจของการเปรียบเทียบความสามารถระหว่างกำไรจากการ ดำเนินงานกับกำไรสุทธิในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์.....65
4.15	ค่า Vuong Z-statistic ของการเปรียบเทียบความสามารถระหว่างกำไรจากการ ดำเนินงานกับกำไรสุทธิในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์.....65
4.16	ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจของการเปรียบเทียบความสามารถระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิง กระแสเงินสดกับกำไรจากการดำเนินงานในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของ หลักทรัพย์.....67

ตาราง	หน้า
4.17 ค่า Vuong Z-statistic ของการเปรียบเทียบความสามารถระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดกับกำไรจากการดำเนินงานในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์.....	67
4.18 ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจของการเปรียบเทียบความสามารถระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดกับประสิทธิภาพของกระแสเงินสดในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์.....	69
4.19 ค่า Vuong Z-statistic ของการเปรียบเทียบความสามารถระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดกับประสิทธิภาพของกระแสเงินสดในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์.....	70
4.20 ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์.....	72
๗-1 Durbin-Watson.....	96
๗-2 Kolmogorov - Smirnor Test.....	97
๗-3 Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF).....	98

สารบัญภาพ

ภาพ	หน้า
1.1 กรอบแนวคิดของการวิจัย.....	6
1.2 ตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินของตัวแปรอิสระในการวิจัย.....	7
2.1 กลไกความมีประสิทธิภาพของตลาด.....	13



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

สิ่งหนึ่งที่มีบทบาทสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งประเทศกำลังพัฒนา ก็คือ ตลาดทุน เนื่องจากตลาดทุนเป็นแหล่งจัดหาเงินทุนให้แก่ธุรกิจ ดังนั้นรัฐบาลจึงเห็นความสำคัญของการพัฒนาตลาดทุน ประเทศไทยจึงได้จัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand : SET) ขึ้นเป็นศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ เมื่อ พ.ศ.2517 โดยเริ่มทำการซื้อขายครั้งแรก พ.ศ.2518 นับเป็นเวลากว่า 30 ปีมาแล้วที่นักลงทุนทั้งในและนอกประเทศไทยได้ทำการลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ในประเทศไทย ซึ่งนับวันจะยิ่งมีผู้สนใจในการลงทุนกันมากขึ้น โดยเมื่อพิจารณาถึงจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละปีตั้งแต่ก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นโดยตลอด แสดงให้เห็นว่าประชาชนมีทางเลือกในการลงทุนเพิ่มมากขึ้น

สิ่งสำคัญอย่างหนึ่งที่จูงใจให้มีการลงทุนในหลักทรัพย์ คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Stock returns) ซึ่งก็คือ ผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์และผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล โดยปกติแล้ว ราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา ทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงด้วย โดยนักลงทุนแต่ละประเภทจะหวังผลตอบแทนในรูปแบบที่แตกต่างกัน สำหรับนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถแบ่งออกเป็น 2 กลุ่มใหญ่ๆ โดยแบ่งตามวิธีคิดและวิธีการลงทุน ได้แก่ นักลงทุนระยะยาว (Value Investor) ซึ่งมีประมาณ 30% นักลงทุนประเภทนี้จะลงทุนเพื่อหวังผลตอบแทนในรูปเงินปันผล (Dividend) ไม่ค่อยให้ความสำคัญกับราคาหุ้นที่ขึ้นลงในแต่ละวันเท่าไรนัก ส่วนนักลงทุนอีกประเภทหนึ่ง คือ นักลงทุนระยะสั้นถึงกลาง (Technical Investors) มีประมาณ 70% เป็นนักลงทุนที่หวังผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (Price Change) นักลงทุนประเภทนี้จะให้ความสำคัญกับราคาหลักทรัพย์มากกว่าเงินปันผล จะเห็นได้ว่า นักลงทุนส่วนใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นนักลงทุนระยะสั้นถึงระยะกลาง

ในการพัฒนาตลาดทุนให้เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพจะต้องชี้ให้นักลงทุนเห็นว่าการตัดสินใจลงทุนด้วยการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของบริษัท จะช่วยให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์เป็นไปอย่างเหมาะสมหรือสอดคล้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ที่แท้จริง ซึ่งในทางทฤษฎีการเงินกล่าวว่ามูลค่าของหลักทรัพย์เป็นตัวแปรที่สำคัญประการหนึ่งในการตัดสินใจลงทุนของผู้ซื้อ ทั้งนี้ผู้ซื้ออาจคำนวณมูลค่าของหลักทรัพย์โดยการประเมินวิเคราะห์จากฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของธุรกิจนั้น ซึ่งปรากฏอยู่ในรายงานทางการเงินที่เผยแพร่ต่อสาธารณชน มูลค่าของหลักทรัพย์จะสะท้อนอยู่ในราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายกันโดยทั่วไป การเปลี่ยนแปลงของราคาจึงเป็นไปตามระดับความต้องการจะซื้อและปริมาณหลักทรัพย์ที่มีผู้ต้องการจะขาย โดยที่ปริมาณหลักทรัพย์ที่ซื้อขายนั้นจะขึ้นอยู่กับ ความมั่งคั่งทางเศรษฐกิจของผู้ลงทุน ความคาดหวังในผลตอบแทนที่จะได้รับในอนาคต และทัศนคติที่มีต่อความเสี่ยงของผู้ลงทุน

นักลงทุนหรือนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ รวมทั้งบุคคลอื่นๆที่มีความเกี่ยวข้องในตลาดหุ้นต่างให้ความสำคัญกับตัวเลขกำไรของกิจการ จะเห็นได้จากการแถลงถึงตัวเลขการคาดการณ์ของกิจการ และการวิเคราะห์คาดการณ์ผลประกอบการของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ซึ่งมีผู้ให้ความสนใจอย่างใกล้ชิด ในขณะเดียวกันผู้บริหารกิจการก็ให้ความสนใจในกำไรของกิจการ เพราะค่าตอบแทนของผู้บริหารนั้นขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของกิจการ อย่างไรก็ตาม การให้ความสนใจในตัวเลขกำไรอย่างเดียวในการวัดผลการดำเนินงานของกิจการ อาจเป็นความคิดที่ไม่ถูกต้องมากนัก เพราะกิจการอาจมีการตกแต่งตัวเลขกำไรผ่านทางรายการต่างๆ และอีกเหตุผลหนึ่งก็คือ ผลกำไรที่แสดงในงบการเงินไม่ได้สะท้อนสภาพคล่องของธุรกิจอย่างแท้จริง เพราะการจัดทำงบกำไรขาดทุน นักบัญชีต้องอาศัยข้อมูลจากรายการค้าที่บันทึกบัญชีตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป ดังนั้นตัวเลขผลกำไรในงบกำไรขาดทุนจึงเป็นเพียงผลกำไรที่กิจการทำได้และมีสิทธิจะได้รับ แต่ไม่ได้แสดงว่าจะได้รับเมื่อใดและครบถ้วนหรือไม่ อย่างเช่นในบางครั้ง กิจการดำเนินงานมีผลกำไร แต่ขาดความคล่องตัวในการชำระหนี้สินที่ถึงกำหนดหรือไม่สามารถจ่ายค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นได้ และที่สำคัญคือเกณฑ์วัดผลทางบัญชีได้มองข้ามการพิจารณาถึงต้นทุนเงินทุนทั้งหมดของบริษัท ซึ่งความเป็นจริงในแต่ละหน่วยธุรกิจต่างมีต้นทุนของเงินทุนที่แตกต่างกัน ดังนั้นผู้ที่นำข้อมูลไปใช้จึงควรให้ความสนใจต้นทุนเงินทุนของบริษัทด้วย

ในปัจจุบันนี้การวัดผลการดำเนินงานที่แท้จริงของธุรกิจถือเป็นองค์ประกอบสำคัญอย่างหนึ่งที่จะทำให้การดำเนินธุรกิจประสบผลสำเร็จ โดยมีแนวคิดที่เกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงานใหม่ๆเกิดขึ้นอย่างมากมาย เพื่อให้รับกับสภาวะเศรษฐกิจและกลยุทธ์ในการ

ดำเนินงานธุรกิจที่เปลี่ยนแปลงไป ไม่ว่าจะเป็นแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ หรือ EVA และแนวคิดการวัดผลการดำเนินงานใหม่ล่าสุดที่พบ คือ แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด หรือ Cash Value Added (CVA) (Ottosson and Weissenrider, 1996) โดยจุดประสงค์ของมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดที่พัฒนามาจากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มี 2 ข้อ คือ เพื่อประเมินหน้าที่ของฝ่ายบริหารในการสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นและเพื่อแสดงข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในการตัดสินใจ (ดูถึงโอกาสของนักลงทุน โดยให้ความสนใจถึงต้นทุนเงินทุนของรายการเงินสด) อย่างไรก็ตาม แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด อาจจะไม่เป็นที่แพร่หลายในกลุ่มนักลงทุน เนื่องจากเป็นแนวคิดใหม่ที่พบและนักลงทุนโดยส่วนใหญ่ให้ความสำคัญกับตัวเลขกำไรที่ปรากฏอยู่ในงบการเงิน

จากงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา ผู้วิจัยได้นำข้อมูลทางการบัญชีมาใช้ในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์กันอย่างกว้างขวาง (Heidari, 2005; Watson and Wells, 2005; Peixoto, 2000; Tracey and Worthington, 2000; Biddle, Bowen and Wallace, 1997; Cheng, Liu and Schaefer, 1996; Ali, 1994; Livnat and Zarowin, 1990) โดยข้อมูลที่นำมาใช้ส่วนใหญ่จะเป็นข้อมูลกำไร ข้อมูลกระแสเงินสด และอัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งผลการวิจัยส่วนใหญ่ พบว่าข้อมูลทางการบัญชีมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยงานวิจัยของ Watson and Wells (2005) ได้ให้ผลสรุปว่าข้อมูลกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลกระแสเงินสด งานวิจัยของ Tracey and Worthington (2000) ได้ให้ผลสรุปว่าข้อมูลกำไรจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน งานวิจัยของ Biddle, Bowen and Wallace (1997) ได้ให้ผลสรุปว่ากำไรจากการดำเนินงาน อธิบายความเกี่ยวข้องกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้มากกว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

สำหรับงานวิจัยในประเทศไทย พบว่ามีการศึกษาถึงความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ โดยงานวิจัยของ ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์ (2545) ได้ศึกษาความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ โดยกำไรทางบัญชีคือกำไรสุทธิต่อหุ้น ได้ให้ผลสรุปว่ากำไรทางบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ามูลค่าตามบัญชี ซึ่งกำไรที่มีอัตราการเติบโต และระดับกำไรที่มีเสถียรภาพ (Permanent Earnings) เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบทำให้กำไรทางบัญชี สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ามูลค่าตามบัญชี แต่รายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำ ขาดทุนจากการดำเนินงานหลัก ขนาด

ของกิจการ(กิจการขนาดเล็ก) รายการตีราคาสินทรัพย์ใหม่ ผลต่างจากอัตราแลกเปลี่ยนเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบทำให้มูลค่าตามบัญชี สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไรทางบัญชี นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยของ จุลสุขดา ศิริสม (2546) ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลทำให้ข้อมูลกระแสเงินสดมีประโยชน์มากกว่าข้อมูลกำไรในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ได้ให้ผลสรุปว่าข้อมูลกระแสเงินสดมีประโยชน์มากกว่าข้อมูลกำไรในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ กำไรที่มีลักษณะชั่วคราวทำให้ประโยชน์ของข้อมูลกำไรลดลง แต่ประโยชน์ของข้อมูลกระแสเงินสดที่เกินกว่าข้อมูลกำไรก็ไม่ได้มีมากขึ้น

จากผลการวิจัยดังกล่าว จะเห็นได้ว่าข้อสรุปยังไม่เป็นที่ชัดเจนว่า ปัจจัยใดที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด และจากปัจจุบันได้มีแนวคิดการวัดผลการดำเนินงานใหม่ล่าสุดที่พบ คือ แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด หรือ Cash Value Added (CVA) ทำให้มีงานวิจัยในต่างประเทศได้นำมาทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยงานวิจัยของ Heidari (2005) ได้ให้ผลสรุปว่ามูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญมากกว่าข้อมูลกำไรจากการดำเนินงานและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

ดังนั้น ในการวิจัยในครั้งนี้จึงมีความสนใจในการทำการศึกษาว่าตัววัดประสิทธิภาพทางการเงิน ไม่ว่าจะเป็น กำไรสุทธิ กำไรจากการดำเนินงาน รายการพิเศษ มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ และมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่าข้อมูลทางการเงินอื่นๆหรือไม่

1.2 ปัญหาของการวิจัย

1. ประสิทธิภาพในการทำกำไร ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม และประสิทธิภาพของกระแสเงินสด มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์หรือไม่ และแตกต่างกันอย่างไรในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

2. ประสิทธิภาพในการทำกำไร ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม และประสิทธิภาพของกระแสเงินสดใดสามารถใช้อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด

1.3 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพในการทำกำไร ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม และประสิทธิภาพของกระแสเงินสดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์
2. เพื่อเปรียบเทียบความสามารถของประสิทธิภาพในการทำกำไร ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม และประสิทธิภาพของกระแสเงินสดในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด

1.4 ขอบเขตของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้จะศึกษาข้อมูลในงบการเงินรายปีในช่วงระยะเวลา 4 ปีที่ผ่านมา (พ.ศ.2545-2548) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้น บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ได้แก่ บริษัทที่อยู่ในหมวดเงินทุนและหลักทรัพย์ (Finance and Securities) หมวดธนาคาร (Banking) และหมวดประกันชีวิตและประกันภัย (Insurance) บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ได้แก่ หมวดวัสดุ ก่อสร้างและเครื่องตกแต่ง และหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากโครงสร้างการเงินและแนวปฏิบัติทางบัญชีของกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวต่างกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ

1.5 กรอบแนวคิดของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงิน ไม่ว่าจะเป็น กำไรสุทธิ กำไรจากการดำเนินงาน รายการพิเศษ มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งมีกรอบแนวคิดของการวิจัย ดังแสดงในภาพที่ 1.1 และ 1.2

ภาพที่ 1.1 กรอบแนวคิดของการวิจัย

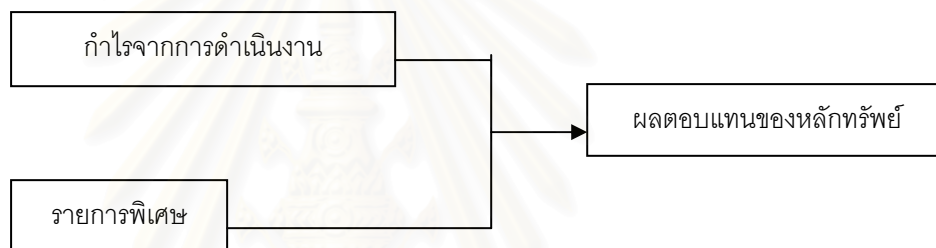
ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)

ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

ตัวแบบที่ 1



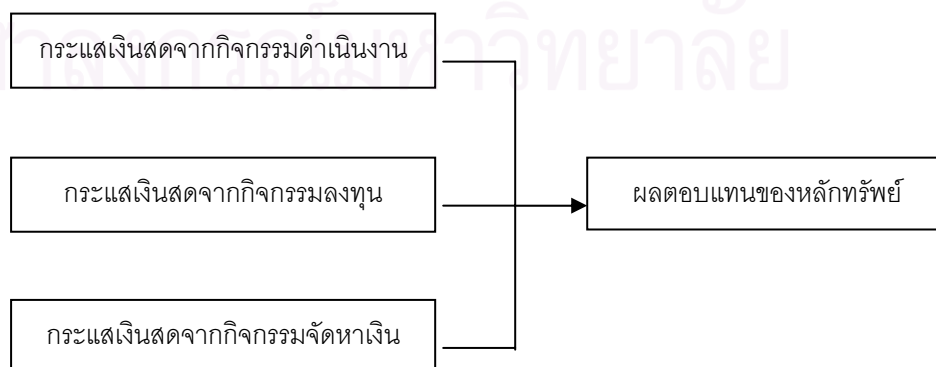
ตัวแบบที่ 2



ตัวแบบที่ 3

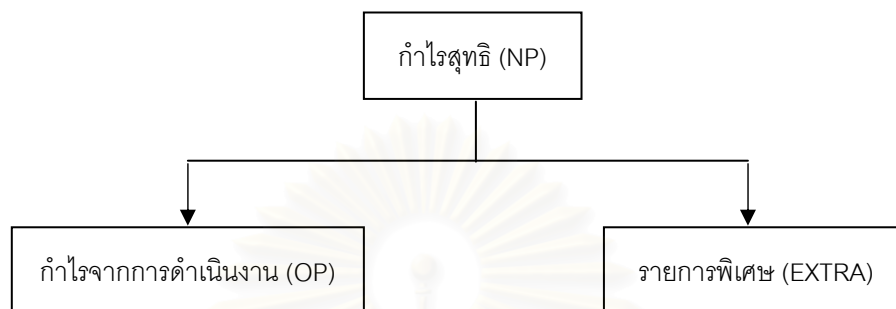


ตัวแบบที่ 4



ภาพที่ 1.2 ตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินของตัวแปรอิสระในการวิจัย

ตัวแบบที่ 1-2

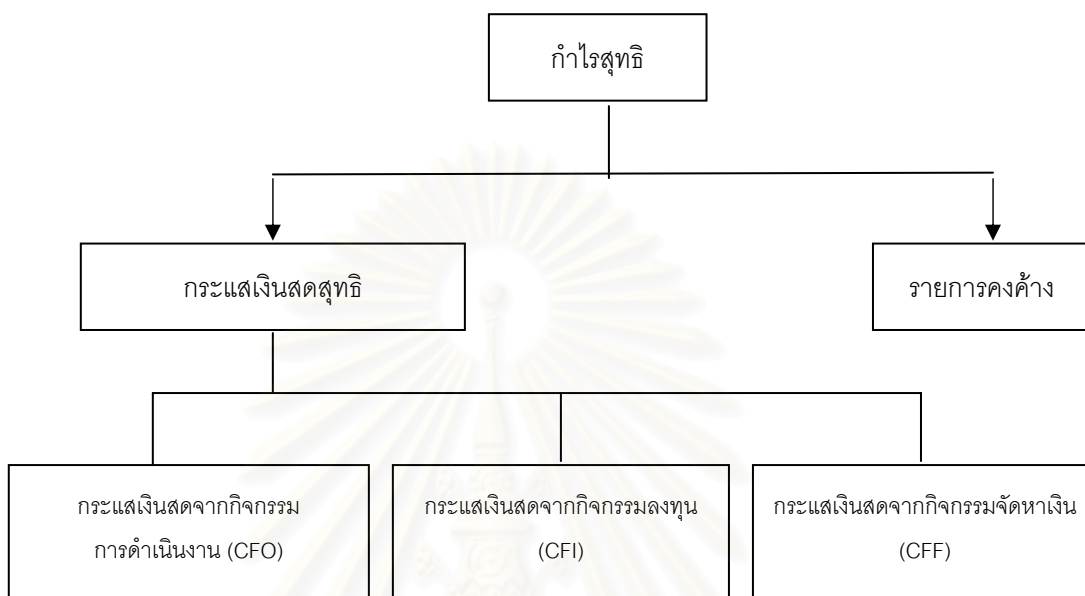


ตัวแบบที่ 3



ภาพที่ 1.2 (ต่อ) ตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินของตัวแปรอิสระในการวิจัย

ตัวแบบที่ 4



1.6 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

ตลาดหลักทรัพย์ฯ หมายถึง ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ราคาปิด (Closing Price) หมายถึง ราคาของหลักทรัพย์ใดๆที่เกิดจากการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ

ตัววัดประสิทธิภาพทางการเงิน ประกอบด้วย ประสิทธิภาพในการทำกำไร ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม และประสิทธิภาพของกระแสเงินสด

ประสิทธิภาพในการทำกำไร หมายถึง กำไรสุทธิและกำไรจากการดำเนินงานกับรายการพิเศษ

ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม หมายถึง มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด

ประสิทธิภาพของกระแสเงินสด หมายถึง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน

1.7 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เพื่อให้ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพในการทำกำไร ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม และประสิทธิภาพของกระแสเงินสด กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ของกิจการ ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อนักวิเคราะห์ นักลงทุน ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ที่จะสามารถ วิเคราะห์แนวโน้มของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ และนำผลที่ได้จากการวิจัยไปใช้ ประกอบการตัดสินใจในการลงทุนเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนของหลักทรัพย์สูงสุด

2. หน่วยงานกำกับดูแลที่เกี่ยวข้อง เช่น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ สภาวิชาชีพบัญชี สามารถนำผลการวิจัยที่ได้มาช่วยใช้ในการกำหนด กฎเกณฑ์หรือข้อบังคับในการรายงานและเปิดเผยข้อมูลในงบการเงิน

1.8 วิธีดำเนินการวิจัย

งานวิจัยในครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) โดย ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงิน กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการศึกษาได้แบ่งออกเป็น 3 ส่วน ดังนี้

1. การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive Analysis) เป็นการรวบรวมข้อมูล งบการเงินจากกลุ่มตัวอย่างที่เป็นไปตามเกณฑ์ที่กำหนดไว้ เพื่อสรุปถึงข้อมูลเบื้องต้นของกลุ่ม ตัวอย่างที่นำมาศึกษา โดยวิเคราะห์จาก ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และ ค่าความสัมพันธ์

2. การวิเคราะห์เชิงอนุมาน (Inferential Analysis) เป็นการนำข้อมูลที่ได้เก็บ รวบรวมมาทำการวิเคราะห์ความถดถอยแบบง่าย (Simple Regression) และการวิเคราะห์ความ ถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่อยู่ในแต่ละ ตัวแบบกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

3. เปรียบเทียบความสามารถของตัวแปรอิสระระหว่างตัวแบบในการอธิบาย ความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยใช้ค่าสถิติของ Vuong (1989)

1.9 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

รายงานผลการวิจัยฉบับนี้มีลำดับขั้นตอนในการนำเสนอ ดังนี้

บทที่ 1 บทนำ กล่าวถึง ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา ปัญหาของการวิจัย วัตถุประสงค์ของการวิจัย ขอบเขตของการวิจัย กรอบแนวคิดของการวิจัย คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ และวิธีดำเนินการวิจัย

บทที่ 2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง กล่าวถึง แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ประสิทธิภาพของตลาด แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกำไร แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกระแสเงินสด เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง และการพัฒนาสมมติฐานการวิจัย

บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย กล่าวถึง ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย การเก็บรวบรวมข้อมูล ตัวแบบและตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย และการวิเคราะห์ข้อมูล

บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล กล่าวถึง การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ผลการเปรียบเทียบความสามารถของตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การวิเคราะห์เพิ่มเติมและสรุป

บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ กล่าวถึง สรุปผลการวิจัย ประโยชน์ของผลการวิจัย ข้อจำกัดในการวิจัย และข้อเสนอแนะการวิจัยในอนาคต

บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎี

แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยนี้ แบ่งได้เป็น 5 ส่วน คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ประสิทธิภาพของตลาด แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกำไร แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกระแสเงินสด

2.1.1 ผลตอบแทนของหลักทรัพย์

2.1.1.1 คำนิยามของผลตอบแทนของหลักทรัพย์

จิรรัตน์ สังข์แก้ว (2543) กล่าวว่า ราคาตลาดของหลักทรัพย์ หมายถึง ราคาที่ตกลงซื้อขายหลักทรัพย์กัน ราคาตลาดของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงขึ้นลงตามความต้องการซื้อและเสนอขาย ความต้องการดังกล่าวขึ้นอยู่กับภาวะการดำเนินงานของบริษัท

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์เป็นสิ่งที่นักลงทุน มุ่งหวังที่จะได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ ผลตอบแทนนั้น หมายถึง ผลตอบแทนในรูปของตัวเงิน 2 ลักษณะ คือ ผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล(Yield) (เงินสดที่ได้รับจากความเป็นเจ้าของ) และผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (Price change)

$$\text{Yield} = \text{กระแสเงินสดหรือรายได้ที่ผู้ลงทุนได้รับระหว่างช่วงระยะเวลาลงทุน คือ เงินสดปันผลที่บริษัทผู้ออกหุ้นจ่ายให้แก่ผู้ถือ}$$

$$\text{Capital gain (loss)} = \text{กำไร(ขาดทุน)จากการขายหลักทรัพย์ได้ในราคาที่สูงขึ้น(หรือต่ำลง)กว่าราคาที่ซื้อไว้ หรือเรียกว่าเป็น การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (Price change)}$$

$$\text{ผลตอบแทนของหลักทรัพย์} = \frac{\text{เงินปันผล} + \text{การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์}}{\text{ราคาหลักทรัพย์ต้นงวด}}$$

โดย เงินปันผล อาจมีค่าเป็น 0 หรือ +

การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ อาจมีค่าเป็น 0 หรือ + หรือ -

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เป็นบวก เกิดจาก การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นระหว่างงวด ซึ่งการเพิ่มขึ้นนี้เป็นผลมาจากการคาดการณ์แนวโน้มผลการดำเนินงานของบริษัทจะดีและสามารถก่อให้เกิดกระแสเงินสดแก่ผู้ถือหุ้นคํมกับผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ ซึ่งจะทำให้ความต้องการซื้อหุ้นของบริษัทนั้นมาก ราคาหุ้นจะสูงขึ้น

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เป็นลบ เกิดจาก การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่ลดลงระหว่างงวด ซึ่งการลดลงนี้เป็นผลมาจากการคาดการณ์แนวโน้มผลการดำเนินงานของบริษัทจะลดลงและกระแสเงินสดที่จะให้แก่ผู้ถือหุ้นไม่คํมกับผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ ซึ่งจะทำให้ความต้องการซื้อหุ้นของบริษัทจะน้อยและการเสนอขายหุ้นจะมาก ราคาหุ้นจะต่ำลง

นักลงทุนจะให้ความสำคัญกับตัวเลขในรายงานทางการเงิน เพื่อใช้ในการตัดสินใจในการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลกำไร ข้อมูลกระแสเงินสด และข้อมูลอื่นๆ นอกจากนี้ ในปัจจุบันการวัดผลการดำเนินงานที่แท้จริงของธุรกิจถือเป็นองค์ประกอบสำคัญอย่างหนึ่งที่จะทำให้การดำเนินธุรกิจประสบผลสำเร็จ โดยมีแนวคิดที่เกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงานใหม่ๆเกิดขึ้นอย่างมากมาย เพื่อใหัรับกับสภาวะเศรษฐกิจและกลยุทธ์ในการดำเนินงานธุรกิจที่เปลี่ยนแปลงไป ไม่ว่าจะเป็น แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ หรือ EVA และแนวคิดการวัดผลการดำเนินงานใหม่ล่าสุดที่พบ คือ แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด หรือ Cash Value Added (CVA)

ดังนั้น ตัววัดประสิทธิภาพทางการเงิน ไม่ว่าจะเป็น กำไรสุทธิ กำไรจากการดำเนินงาน รายการพิเศษ มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์น่าจะมีการสัมพันธ์กัน เนื่องจาก นักลงทุนได้ใช้ข้อมูลตัวเลขในรายงานทางการเงินมาพิจารณาตัดสินใจเพื่อซื้อหรือขายหลักทรัพย์

2.1.2 ประสิทธิภาพของตลาด

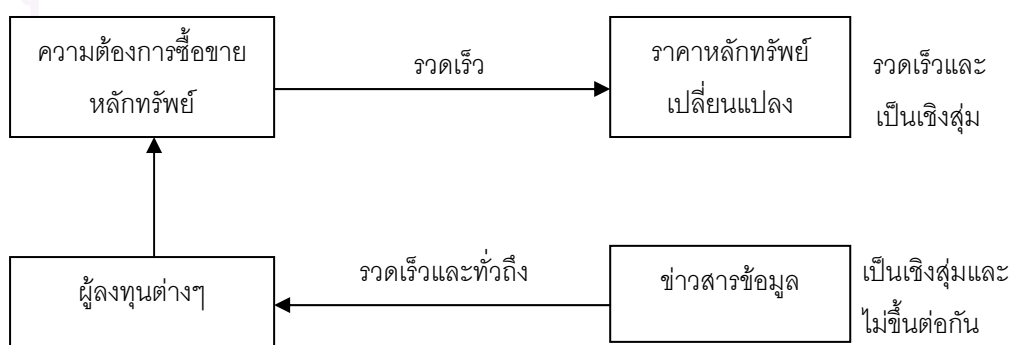
นักลงทุนประเมินราคาหลักทรัพย์บนฐานของกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับจากหลักทรัพย์ และความเสี่ยงที่จะต้องเผชิญ นักลงทุนจะใช้ข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่หรือที่สามารถหามาได้อย่างสมเหตุสมผลเพื่อประเมินคุณค่าของหลักทรัพย์ ดังนั้นข้อสมมติฐานของแนวคิดความมีประสิทธิภาพของตลาดมีความสำคัญ ในการวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ พบว่า ตลาดที่มีประสิทธิภาพ ราคาของหลักทรัพย์ที่มีอยู่ในตลาดจะสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องไว้หมดแล้วทั้งข้อมูลในอดีต ข้อมูลปัจจุบัน และข้อมูลที่เกิดจากการคาดการณ์ในอนาคตด้วย

2.1.2.1 ข้อสมมติฐานของแนวคิดความมีประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis หรือ EMH) (จิรรัตน์ สังข์แก้ว, 2543)

ประสิทธิภาพของตลาดจะเกิดขึ้นได้ ภายใต้เงื่อนไขต่อไปนี้

1. ในตลาดมีนักลงทุนเป็นจำนวนมาก โดยเป็นนักลงทุนที่มีเหตุมีผลและต้องการทำกำไรสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง นักลงทุนเหล่านี้เข้าร่วมในตลาดโดยการวิเคราะห์ประเมินและซื้อขายหลักทรัพย์ ทั้งนี้การตัดสินใจของนักลงทุนเพียงรายเดียวไม่สามารถก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาได้
2. ไม่มีต้นทุนในการได้มาซึ่งข่าวสารข้อมูลและนักลงทุนแต่ละรายได้รับข่าวสารข้อมูลในเวลาไล่เลี่ยกัน
3. ข่าวสารข้อมูลเกิดขึ้นในเชิงสุ่มและข้อมูลแต่ละชิ้นไม่ขึ้นต่อกัน
4. นักลงทุนสนองตอบต่อข่าวสารข้อมูลใหม่อย่างรวดเร็วและเต็มที่ เป็นเหตุให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงตามข่าวสารข้อมูลอย่างรวดเร็ว

ภาพที่ 2.1 กลไกความมีประสิทธิภาพของตลาด



ข่าวสารข้อมูลที่แพร่ไปยังนักลงทุน สามารถจำแนกได้ออกเป็น 3 ระดับ คือ

1. ข้อมูลตลาด (Market Information) หมายถึง ข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์ในอดีต

2. ข้อมูลสาธารณะทั่วไป (Public Information) หมายถึง ข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานของบริษัท เช่น ข้อมูลกำไร เงินปันผล การแตกหุ้น การรวมกิจการ คุณภาพผู้บริหาร เป็นต้น

3. ข้อมูลทุกประเภท (All Information) หมายถึง ข้อมูลทั้งหมดที่เกิดขึ้น ทั้งข้อมูลสาธารณะและข้อมูลภายใน

การจำแนกประเภทความมีประสิทธิภาพของตลาดตามระดับของข่าวสารข้อมูลที่สะท้อนอยู่ในราคาหลักทรัพย์ แบ่งออกเป็น 3 ระดับ คือ

1. ประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak-Form Efficiency) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารในอดีตที่เกิดขึ้นแล้ว ซึ่งสามารถเรียกข้อมูลในอดีตนั้นว่าเป็นข้อมูลตลาด คือ ข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายในอดีต ดังนั้น ถ้านักลงทุนเชื่อว่าตลาดมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ การพยายามวิเคราะห์การลงทุนจากการใช้ข้อมูลตลาดมาเพื่อพยากรณ์ราคาของหลักทรัพย์ในอนาคต จึงไม่สามารถก่อให้เกิดกำไรที่เกินปกติ (Abnormal Return) ได้ โดยการวิเคราะห์การลงทุนจากข้อมูลตลาด ได้แก่ การวิเคราะห์เชิงเทคนิค

2. ประสิทธิภาพในระดับกลาง (Semi Strong-Form Efficiency) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้อง โดยข้อมูลหมายถึงทั้งข้อมูลตลาด และข้อมูลสาธารณะที่เกี่ยวข้องไม่ว่าจะเป็น ข้อมูลในงบการเงิน ข้อมูลปัจจัยทางเศรษฐกิจ โดยหมายรวมถึง ข้อมูลที่เกิดขึ้นแล้ว ข้อมูลในปัจจุบัน รวมถึงการคาดการณ์ที่เกิดขึ้นด้วย ดังนั้น เมื่อนักลงทุนใช้การวิเคราะห์ขั้นพื้นฐาน (Fundamental Analysis) เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนแล้ว นักลงทุนสามารถหากำไรที่เกินปกติได้ แสดงว่าตลาดยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง

3. ประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong-Form Efficiency) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลทุกประเภทไว้หมดแล้ว โดยข้อมูลดังกล่าวหมายถึง ข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลสาธารณะด้วย อาทิเช่นข้อมูลภายใน (Insider Information) ดังนั้น ถ้าตลาดมีประสิทธิภาพในระดับสูงแล้ว นักลงทุนทุกคนในตลาดจะไม่สามารถหากำไรที่เกินกว่าปกติได้เลย

2.1.3 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกำไร

กำไรสุทธิ ถือเป็นตัวเลखที่มีความสำคัญต่อการตัดสินใจทางการเงินเป็นอย่างมาก ทั้งด้านการลงทุนในหุ้นสามัญ หรือการตัดสินใจปล่อยสินเชื่อ ซึ่งนักลงทุนส่วนใหญ่มักใช้กำไรสุทธิหรือข้อมูลเกี่ยวกับกำไรเป็นเกณฑ์ในการวัดผลการดำเนินงาน

กำไรสุทธิ คือ กำไรจากการดำเนินงานตามปกติ บวกหรือหักด้วยรายการพิเศษ

มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 39 เรื่อง กำไรหรือขาดทุนสุทธิสำหรับงวดข้อผิดพลาดที่สำคัญและการเปลี่ยนแปลงทางบัญชี ของสมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย (ซึ่งเป็นไปตามเกณฑ์ที่กำหนดขึ้นโดยมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ ฉบับที่ 8) ได้ให้แนวทางปฏิบัติทางบัญชีของรายการในงบกำไรขาดทุน โดยมาตรฐานการบัญชีฉบับดังกล่าวกำหนดว่า กำไรหรือขาดทุนสุทธิสำหรับงวดที่แสดงในงบกำไรขาดทุนประกอบด้วยส่วนประกอบต่อไปนี้

1. กำไรหรือขาดทุนจากการดำเนินงานตามปกติ

การดำเนินงานตามปกติ หมายถึง กิจกรรมซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของการประกอบธุรกิจหรือเกิดขึ้นจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการ รวมทั้งกิจกรรมอื่น ซึ่งเกี่ยวเนื่องกับการประกอบธุรกิจหรือการดำเนินงานดังกล่าว

การดำเนินงานตามปกติ รวมถึงรายได้และค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการดำเนินธุรกิจหลัก (เช่น การซื้อขายสินค้าและการให้บริการ) รายได้และค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการเก็งกำไรหรือการเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์ (เช่น การซื้อขายเงินลงทุน ราคาที่ลดลงของสินค้าคงเหลือ และ

การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน) ไปจนถึงรายได้และค่าใช้จ่ายที่ไม่ได้เกิดจากการดำเนินงานโดยตรง แต่เกิดขึ้นเกี่ยวเนื่องกับการดำเนินงาน (เช่น ดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้)

สรุปว่า “กำไรจากการดำเนินงานตามปกติ” จะประกอบด้วย รายได้ ค่าใช้จ่าย และกำไรขาดทุนทุกอย่างที่เกิดขึ้นเนื่องจากหรือเกี่ยวเนื่องกับการดำเนินงานตามปกติ แต่จะไม่รวมรายได้หรือค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นเป็นครั้งคราวจากเหตุการณ์พิเศษที่ไม่เกี่ยวกับการดำเนินธุรกิจตามปกติ

2. รายการพิเศษ (Extraordinary Items)

มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 39 เรื่อง กำไรหรือขาดทุนสุทธิสำหรับงวด ข้อผิดพลาดที่สำคัญและการเปลี่ยนแปลงทางบัญชี ได้ให้นิยามของรายการพิเศษไว้ดังนี้

รายการพิเศษ หมายถึง รายได้หรือค่าใช้จ่ายที่เกิดจากรายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีที่ต้องเข้าลักษณะครบทั้งสองประการดังนี้

2.1 มีความแตกต่างอย่างชัดเจนจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการ (ไม่ได้เกิดจากการดำเนินงานตามปกติ)

ในการพิจารณารายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีที่มีความแตกต่างอย่างชัดเจนจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการหรือไม่นั้น กิจการต้องคำนึงถึงลักษณะของการประกอบธุรกิจหรือการดำเนินงานตามปกติของกิจการเป็นสำคัญ ด้วยเหตุนี้รายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีที่ถือเป็นรายการพิเศษของกิจการหนึ่งอาจไม่ถือเป็นรายการพิเศษของอีกกิจการหนึ่ง เนื่องจากกิจการทั้งสองมีการดำเนินงานตามปกติที่แตกต่างกัน

2.2 ไม่คาดว่าจะเกิดขึ้นเป็นประจำหรือเกิดขึ้นไม่บ่อย

รายการพิเศษต้องเป็นรายการที่ไม่คาดว่าจะเกิดขึ้นเป็นประจำหรือเกิดขึ้นไม่บ่อย ซึ่งต้องคำนึงถึงสภาพแวดล้อมที่กิจการดำเนินอยู่และโอกาสที่รายการหรือเหตุการณ์นั้นจะเกิดขึ้น การที่เหตุการณ์ของกิจการหนึ่งได้เกิดขึ้นมาแล้วในอดีตอาจเป็น

พยานหลักฐานที่ใช้ประเมินความเป็นไปได้ที่เหตุการณ์นั้นจะเกิดขึ้นอีกในอนาคตอันใกล้ ตัวอย่างของรายการหรือเหตุการณ์ที่กิจการโดยทั่วไปถือเป็นรายการพิเศษได้แก่ การถูกยึดหรือถูกเวนคืนสินทรัพย์ รายการขาดทุนจากภัยธรรมชาติต่างๆ ซึ่งต้องมีลักษณะของรายการพิเศษครบทั้งสองประการ มาตรฐานการบัญชีฉบับดังกล่าวกำหนดให้กิจการต้องนำรายการพิเศษมารวมคำนวณเพื่อกำไรหรือขาดทุนสำหรับงวดนั้น กิจการต้องแสดงรายการพิเศษในงบกำไรขาดทุนเป็นรายการแยกต่างหากถัดจากกำไรหรือขาดทุนจากการดำเนินงานตามปกติและรายการพิเศษต้องแสดงสุทธิจากภาษีเงินได้

รายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีที่มีลักษณะของรายการพิเศษไม่ครบทั้งสองประการถือเป็นรายการไม่ปกติ (Unusual Items) กิจการต้องนำรายการที่ไม่ปกติมารวมในการคำนวณกำไรหรือขาดทุนจากการดำเนินงานตามปกติ โดยกิจการสามารถแสดงรายการที่ไม่ปกติเป็นรายการแยกต่างหากในงบกำไรขาดทุน แต่ต้องไม่แสดงรายการดังกล่าวสุทธิจากภาษีเงินได้หรือแสดงต่อกำไรหรือขาดทุนจากการดำเนินงานตามปกติ

รายได้และค่าใช้จ่ายบางรายการไม่ถือเป็นรายการพิเศษ เนื่องจากรายการนั้นไม่เป็นไปตามคำนิยามของรายการพิเศษ ตัวอย่างเช่น

- การตัดบัญชีลูกหนี้เป็นสูญ หรือการลดมูลค่าสินค้าคงเหลือ
- รายการกำไรหรือรายการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ
- การยกเลิกการดำเนินงานบางส่วน
- รายการกำไรหรือรายการขาดทุนจากการขายหรือยกเลิกการใช้ประโยชน์ของที่ดิน อาคารและอุปกรณ์

โดยสรุป หากบริษัทมีกำไรสุทธิ แสดงว่าบริษัทมีผลการดำเนินงานดี (รายได้ > ค่าใช้จ่าย)

หากบริษัทมีขาดทุนสุทธิ แสดงว่าบริษัทมีผลการดำเนินงานไม่ดี (รายได้ < ค่าใช้จ่าย)

2.1.3.1 แนวคิดในการวัดผลกำไรทางบัญชี

1.การวัดผลกำไรจากรายการและเหตุการณ์ทางบัญชี (Transaction Approach)

การวัดผลกำไรตามแนวคิดนี้อาจเป็นรายการและเหตุการณ์ทางบัญชีที่เกิดขึ้นกับภายนอกกิจการ เช่น การกู้ยืม การขายสินค้า เป็นต้น หรือ อาจเป็นรายการและเหตุการณ์ทางบัญชีที่เกิดขึ้นภายในกิจการ เช่น การโอนวัตถุดิบทางตรงเพื่อใช้ในการผลิต การใช้แรงงานทางตรง หรือการปันส่วนค่าใช้จ่ายการผลิต เป็นต้น แนวคิดนี้ทำให้กิจการบันทึกรายการและเหตุการณ์ทางบัญชีที่เกิดขึ้นในรอบระยะเวลาบัญชี ข้อดีของแนวคิดนี้ ได้แก่ กิจการสามารถแสดงกำไรตามสาเหตุการเกิดของกำไร เช่น กำไรจากการดำเนินงาน กำไรจากการลงทุน กำไรจากการขายสินค้า เป็นต้น โดยสรุปแล้วกำไรตามแนวคิดนี้มีลักษณะ 5 ประการ ดังนี้ (วรรณสุพัชรตระกูล และ สมศักดิ์ ประถมศรีเมฆ, 2546)

1.1 กำไรเป็นผลมาจากเหตุการณ์หรือรายการจริงที่เกิดขึ้นแล้ว (Actual Transaction) โดยเป็นผลมาจากเหตุการณ์หรือรายการที่เกิดขึ้นทั้งจากภายในและภายนอกกิจการ เช่น การขายสินค้าและบริการให้แก่บุคคลภายนอกถือว่าเกิดจากรายการภายนอกกิจการ ส่วนเหตุการณ์ภายในกิจการ ได้แก่ การใช้หรือการปันส่วนสินทรัพย์ภายในองค์กร ซึ่งเหตุการณ์ภายนอกดูจะมีความน่าเชื่อถือมากกว่า เพราะมีเอกสารหลักฐานจากบุคคลภายนอกมาประกอบ

1.2 กำไรทางบัญชีเป็นการวัดผลทางการเงินของกิจการภายในช่วงเวลาที่กำหนด จึงมีการแบ่งรอบระยะเวลาบัญชีออกเป็นงวด ๆ

1.3 กำไรทางบัญชีตั้งอยู่บนพื้นฐานของหลักรายได้ที่นำมาใช้

1.4 กำไรทางบัญชีเป็นการวัดค่าใช้จ่ายโดยใช้ราคาทุนเดิม

1.5 กำไรทางบัญชีใช้หลักจับคู่รายได้ที่เกิดขึ้นกับรายจ่ายที่เกี่ยวข้องกับรายได้นั้น ดังนั้นต้นทุนบางอย่างที่เกิดขึ้นในระหว่างงวดจึงมาจากการปันส่วน เพื่อให้สอดคล้องกับรายได้ ส่วนที่เหลือจึงแสดงในรูปสินทรัพย์ยกไปงวดต่อไป

2. การวัดผลกำไรจากกิจกรรม (Activity Approach)

แนวคิดนี้กิจการจะวัดผลกำไรโดยพิจารณาจากกิจกรรมในการดำเนินธุรกิจ เช่น การผลิต การขาย จนถึงการเก็บเงินค่าขาย ดังนั้น กำไรจึงเกิดขึ้นจากการรายงานผลของความสำเร็จ ซึ่งไม่ใช่รายงานการคาดคะเนถึงความสำเร็จที่อาจเกิดขึ้น กิจการจึงให้ความสนใจในกิจกรรมที่เกิดขึ้นโดยไม่สนใจการเปลี่ยนแปลงในมูลค่า แนวคิดนี้มีข้อดี คือ กิจการสามารถวัดผลกำไรตามวัตถุประสงค์ของการดำเนินงาน และผู้บริหารของกิจการ สามารถวัดประสิทธิภาพในการดำเนินงานของแต่ละกิจกรรมได้ (วิธีนี้ทางบัญชีจะไม่นิยมใช้)

3. การวัดผลกำไรโดยคำนึงถึงการรักษาระดับทุน (Capital Maintenance Approach)

ตามแนวคิดการวัดผลกำไรโดยคำนึงถึงการรักษาระดับทุนนี้ ผลกำไรจะเท่ากับผลต่างระหว่างสินทรัพย์สุทธิ(สินทรัพย์ลบด้วยหนี้สิน) ณ ต้นงวดกับสินทรัพย์สุทธิ ณ ปลายงวด โดยไม่รวมการรับหรือแบ่งปันส่วนทุนให้กับผู้มีส่วนร่วมของเจ้าของ ซึ่งกำไรภายใต้แนวคิดการรักษาระดับทุนนั้นจะรวมผลทุกอย่างที่ทำให้มูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นเปลี่ยนแปลงไปเข้าเป็นผลกำไรสุทธิ ไม่ว่าผลของการเปลี่ยนแปลงนั้นๆ จะเกิดจากรายการค้าโดยปกติ หรือเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าสินทรัพย์สุทธิโดยไม่คาดหมายก็ตาม

Beaver (1998) ได้กล่าวว่ากำไรทางบัญชีเป็นแหล่งข้อมูลที่ผู้ลงทุนใช้ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ และอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีและราคาหลักทรัพย์ โดยเชื่อมโยงระหว่างกำไรทางบัญชี เงินปันผล และราคาหลักทรัพย์ได้ดังนี้

1. กำไรในงวดปัจจุบันสามารถให้ข้อมูลเพื่อนำมาพยากรณ์กำไรที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคตได้

2. กำไรที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคตสามารถให้ข้อมูลเพื่อนำมาพยากรณ์เงินปันผลที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคตได้

3. เงินปันผลที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคตสามารถกำหนดราคาหลักทรัพย์ได้ โดยราคาหลักทรัพย์มีค่าเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต

Easton (1996) ได้ชี้ให้เห็นถึงความสามารถในการจัดการเกี่ยวกับกำไรตามเกณฑ์คงค้างที่อยู่ภายใต้การตัดสินใจของผู้จัดการว่าเป็นเหมือนดาบสองคมที่ผู้จัดการอาจทำการบริหารจัดการสัญญาณต่างๆ เพื่อเปิดเผยข้อมูลให้มีลักษณะเป็นไปตามที่ต้นตอการเพื่อวัตถุประสงค์อย่างใดอย่างหนึ่ง ประเด็นที่มีการโต้เถียงเกี่ยวกับกำไรในการวิจัยสามารถสรุปได้ดังนี้

1. การเปรียบเทียบกันได้ของกำไรระหว่างบริษัทมีน้อย เนื่องจากความแตกต่างกันของนโยบายบัญชี

2. ความสามารถของผู้จัดการในการจัดการเกี่ยวกับกำไรตามเกณฑ์คงค้าง

3. กำไรทางบัญชีเกี่ยวกับการตัดสินใจในการลงทุนที่มีความบกพร่องเนื่องมาจากประเด็นข้อ 1 และ 2

2.1.4 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด

การที่เป้าหมายหลักของการดำเนินธุรกิจของกิจการ จะมุ่งสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น (Shareholder) ที่มีส่วนร่วมในการลงทุนกับธุรกิจ โดยคาดหวังที่จะได้ผลตอบแทนที่สูงกว่าต้นทุนเงินทุน (Cost of Capital) แต่ปัญหาอยู่ที่ว่าองค์กรจะมีแนวทางดำเนินการอย่างไรเพื่อสร้างการเติบโตทางรายได้สูงสุด (Earning growth) ให้กับผู้ถือหุ้น ปัจจุบันได้มีเครื่องมือสนับสนุนการติดตามการสร้างมูลค่าและผลกำไรให้กับธุรกิจ นั่นคือ การบริหารตามฐานมูลค่า (Value based management) หรือ VBM ซึ่งถูกนำมาใช้เป็นแนวทางสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นอย่างเป็นระบบ ดังนั้น VBM จึงมุ่งสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น (Maximizing shareholder wealth) โดยมีเม็ดเงินนำต้นทุนของเงินทุนมาใช้ในการคำนวณ

สำหรับแนวคิด VBM จะประกอบด้วยองค์ประกอบหลัก ดังนี้

1. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added หรือ EVA)

2. มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด (Cash Value Added หรือ CVA)
3. ผลตอบแทนทางกระแสเงินสด
4. การวิเคราะห์มูลค่าผู้ถือหุ้น

ภายใต้แนวคิด VBM นอกจากจะใช้แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added หรือ EVA) เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานแล้วได้มีการพัฒนาแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด (Cash Value Added หรือ CVA) ขึ้นเป็นเครื่องมือในการวัดผลการปฏิบัติงาน (Ottoosson and Weissenrider, 1996) โดย CVA ถูกมองว่าวัดเกี่ยวกับมูลค่าของกิจการได้ตรงกว่า เนื่องจากการวัดมูลค่ากิจการนั้นจะมาจากมูลค่าปัจจุบันของการคิดลดกระแสเงินสดในอนาคต (Present Value of Future Cash Flow) มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นและลดลงจะสัมพันธ์กับกระแสเงินสดโดยตรงมากกว่ามูลค่าทางเศรษฐกิจ

จุดประสงค์ของมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดที่พัฒนามาจากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มี 2 ข้อ ดังนี้

1. เพื่อประเมินหน้าที่ของฝ่ายบริหารในการสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น
2. เพื่อแสดงข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในการตัดสินใจ

2.1.4.1 คำนิยามและรูปแบบของมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด

มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด (CVA) คือ ตัววัดผลการดำเนินงานของกิจการเฉพาะรายการที่เกี่ยวข้องกับเงินสด ซึ่งรูปแบบในการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดสามารถคำนวณได้จากสมการ ดังนี้

$$\text{Cash value added (CVA)} = \text{Operating Cash Flow} - \text{Operating Cash Flow Demand}$$

โดยที่

$$\text{Cash value added (CVA)} = \text{มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด}$$

$$\text{Operating Cash Flow (OCF)} = \text{กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน}$$

คำนวณได้จาก กำไรจากการดำเนินงาน

+/- รายการที่ไม่กระทบต่อเงินสด (Non-cash charges)

+/- การเปลี่ยนแปลงจากเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Movement)

- รายจ่ายลงทุนทั่วไปที่ไม่เกี่ยวกับกลยุทธ์ธุรกิจ (Non-strategic investment) ซึ่งก็คือ รายจ่ายเพื่อการเปลี่ยนทดแทนกำลังการผลิต (Replacement)

Operating Cash Flow Demand (OCFD) = กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่จำเป็นต้องมี เพื่อคงไว้ซึ่งกำลังการผลิตและการให้ผลตอบแทนไปยังผู้ถือหุ้น

การหา OCFD มีขั้นตอนการคำนวณ 3 ขั้นตอน คือ

1. ระบุรายจ่ายการลงทุนขั้นต้นที่จำเป็นในการดำเนินกลยุทธ์ธุรกิจของหน่วยนั้นๆ (a strategic business unit)
2. ประมาณอายุการใช้งานเชิงเศรษฐกิจ (Strategic investment's economic life)
3. คำนวณหากระแสเงินสดที่หน่วยกลยุทธ์ธุรกิจต้องการในแต่ละงวด โดยผลรวมของมูลค่าปัจจุบันกระแสเงินสดที่ต้องการ จะเท่ากับ รายจ่ายลงทุนขั้นต้นที่จะใช้ในการดำเนินกลยุทธ์ธุรกิจของหน่วยนั้นๆ (อัตราคิดลดที่ใช้ คือ ต้นทุนหรือผลตอบแทนที่ต้องการ) หรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง กระแสเงินสดในอนาคตที่ทำให้ผลมูลค่าปัจจุบันเท่ากับเงินลงทุน หรืออาจหมายถึง Capital cost หรือ Cost of cash capital (ต้นทุนเงินทุน) ซึ่งก็คือ ดอกเบี้ยจ่าย (Paid interest) และเงินปันผลจ่าย (Cash dividend)

หรือ อาจเขียนได้ในอีกรูปแบบหนึ่ง ดังนี้

$$CVA = \text{Operating net cash profit} - \text{Cost of cash capital}$$

หากมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดมีค่าเป็นบวกหรืออยู่ในระดับสูง แสดงว่า บริษัทจะมีการลงทุนมากและมีการเจริญเติบโตอย่างต่อเนื่อง ในทางกลับกันหากมูลค่าเพิ่มเชิง

กระแสเงินสดมีค่าเป็นลบหรืออยู่ในระดับต่ำ แสดงว่าบริษัทอาจไม่มีเงินสดในการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งอาจจะมีปัญหาการดำเนินงานตามมา (Going Concern) นอกจากนี้ยังมีความสำคัญในการวัดความล้มละลายทางการเงินและการประสบความสำเร็จของกิจการ

2.1.5 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกระแสเงินสด

ข้อมูลกระแสเงินสดมีความสำคัญ เนื่องจาก ข้อมูลกระแสเงินสดให้ข้อมูลที่นอกเหนือไปจากข้อมูลที่มีอยู่ในตัวเลขกำไรและข้อมูลทางการเงินอื่นๆ เพราะกระแสเงินสดเป็นสิ่งจำเป็นต่อการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องของธุรกิจและยังช่วยให้นักวิเคราะห์สามารถประเมินรายละเอียด ดังนี้

1. สภาพคล่องทางการเงิน ซึ่งเป็นตัวสะท้อนว่า สินทรัพย์และหนี้สินที่กิจการมีอยู่เปลี่ยนแปลงไปเป็นเงินสดได้มากน้อยเพียงใด
2. ความสามารถในการชำระหนี้ ซึ่งเป็นตัวสะท้อนความสามารถของกิจการในการจ่ายชำระหนี้สินเมื่อครบกำหนด
3. ความยืดหยุ่นทางการเงิน ซึ่งเป็นตัวสะท้อนความสามารถของกิจการในการตอบสนองและปรับตัวให้เข้ากับโอกาสและอุปสรรคต่างๆ

2.1.5.1 การจัดทำและนำเสนองบกระแสเงินสด

สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย ได้มีการประกาศใช้มาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 25 เรื่องงบกระแสเงินสด ซึ่งกำหนดให้กิจการต้องมีการจัดทำงบกระแสเงินสดตามมาตรฐานการบัญชีดังกล่าวนับแต่ปี 2537 เป็นต้นมา

งบกระแสเงินสด (Cash Flow Statement) มีวัตถุประสงค์เพื่อแสดงข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสดของกิจการ ซึ่งผู้ใช้งบการเงินใช้ข้อมูลดังกล่าวเป็นเกณฑ์ในการพิจารณาความสามารถของกิจการที่จะได้รับกระแสเงินสดหรือรายการเทียบเท่ากระแสเงินสด รวมทั้งความจำเป็นในการใช้กระแสดังกล่าวนั้น

ความหมายและการแสดงงบกระแสเงินสด

มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 25 เรื่อง งบกระแสเงินสดได้กำหนดความหมายของ เงินสด รายการเทียบเท่าเงินสด และกระแสเงินสดไว้ดังนี้

เงินสด หมายถึง เงินสดในมือและเงินฝากธนาคารทุกประเภทแต่ไม่รวมเงินฝากประเภทที่ต้องจ่ายคืนเมื่อสิ้นระยะเวลาที่กำหนดไว้

รายการเทียบเท่าเงินสด หมายถึง เงินลงทุนระยะสั้นที่มีสภาพคล่องสูงซึ่งพร้อมที่จะเป็นเงินสดในจำนวนที่ทราบได้ และมีความเสี่ยงต่อการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าน้อยหรือไม่มีนัยสำคัญ

กระแสเงินสด หมายถึง การได้มาและการใช้ไปของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด

งบกระแสเงินสดเป็นงบการเงินที่แสดงการได้มาและการใช้ไปของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด โดยทั่วไป การเพิ่มขึ้นหรือลดลงของกระแสเงินสดมีสาเหตุมาจาก 3 กิจกรรม ดังต่อไปนี้

1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Cash Flow from Operating Activities)

กิจกรรมดำเนินงาน หมายถึง กิจกรรมที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการ (กำไรสุทธิ) และกิจกรรมอื่นที่ไม่ใช่กิจกรรมลงทุนหรือกิจกรรมจัดหาเงิน ดังนั้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน จึงหมายถึง เงินสดรับและจ่ายจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการดำเนินงานของกิจการในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอ เพื่อยำระเงินกู้ยืม เพื่อดำเนินงานของกิจการ เพื่อยจ่ายเงินปันผลและเพื่อการลงทุนใหม่ ๆ โดยไม่ต้องพึ่งพาการจัดหาเงินจากแหล่งภายนอก โดยทั่วไปกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานจะเกิดจากกิจกรรมที่ก่อให้เกิดรายได้หลักของกิจการ ตัวอย่างของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีดังนี้

- แหล่งที่มาของเงินสด ได้แก่ เงินสดจากการขายสินค้าและการให้บริการ
เงินสดรับจากรายได้ค่าสิทธิ ค่าธรรมเนียม ดอกเบี้ยรับ เป็นต้น

- แหล่งใช้ไปของเงินสด ได้แก่ เงินสดจ่ายเพื่อซื้อสินค้าและบริการ
ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน เป็นต้น

หากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีค่าเป็นบวก แสดงว่า บริษัท
มีความสามารถในการดำเนินงานในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอ (บริษัทมีเงินสดที่ได้มา
จากการดำเนินงานมาก) และสามารถบริหารเงินทุนหมุนเวียนได้อย่างมีประสิทธิภาพ (บริษัทมี
เงินสดเหลือ เพื่อไปจ่ายดอกเบี้ย เงินปันผล หรือลงทุนเพื่อขยายกิจการต่อไป)

หากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีค่าเป็นลบ แสดงว่า บริษัทมี
เงินสดที่ใช้ไปในการดำเนินงานมาก โดยถ้ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมียอดเป็นลบ
ติดต่อกันหลายงวด อาจส่งผลกระทบต่อกิจการ

2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (Cash Flow from Investing Activities)

กิจกรรมลงทุน หมายถึง กิจกรรมเกี่ยวกับการซื้อและจำหน่ายสินทรัพย์
ไม่หมุนเวียนรวมถึงเงินลงทุน ดังนั้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน จึงหมายถึง เงินสดรับและ
จ่ายจากการซื้อสินทรัพย์อื่นที่มีใช้สินค้า กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนแสดงให้เห็นถึงรายการจ่ายที่
กิจการจ่ายไป เพื่อซื้อทรัพยากรต่างๆ ที่จะก่อให้เกิดรายได้และกระแสเงินสดรับในอนาคต
โดยทั่วไปกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนจะใช้ข้อมูลจากงบดุลในส่วนของสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน
ซึ่งประกอบด้วย ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ รวมถึงสินทรัพย์อื่นๆ ด้วย ตัวอย่างของกระแสเงินสด
จากกิจกรรมลงทุน มีดังนี้

- แหล่งที่มาของเงินสด ได้แก่ เงินสดรับจากการขายที่ดิน อาคาร และ
อุปกรณ์ สินทรัพย์ไม่มีตัวตนและสินทรัพย์ระยะยาวอื่น เป็นต้น มีผลทำให้สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน
ลดลง และทำให้เงินสดเพิ่มขึ้น

- แหล่งใช้ไปของเงินสด ได้แก่ เงินสดจ่ายเพื่อซื้อที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สินทรัพย์ไม่มีตัวตนและสินทรัพย์ระยะยาวอื่น เป็นต้น มีผลทำให้สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนเพิ่มขึ้น และทำให้เงินสดลดลงด้วย แสดงโดยการใส่เครื่องหมายวงเล็บ

สำหรับกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน มีค่าเป็นบวกหรือลบนั้น ต้องพิจารณาแหล่งที่มาและใช้ไปในรายละเอียดว่าเป็นเรื่องดีหรือไม่ดี เช่น กระแสเงินสดมีค่าเป็นลบเนื่องจากบริษัทจ่ายเงินซื้อเครื่องจักรหรืออุปกรณ์ใหม่ในการขยายโรงงาน อาจถือเป็นเรื่องดีที่นักลงทุนพอใจ เนื่องจากเป็นการเพิ่มศักยภาพในการผลิตให้แก่บริษัท แต่เงินสดที่ได้มาจากการที่ธนาคารยึดทรัพย์ของบริษัทไปขายทอดตลาดแล้วมีเงินเหลือจึงส่งคืนให้กับบริษัท แม้ว่ากระแสเงินสดมีค่าเป็นบวก แต่ก็ไม่ใช่เป็นเรื่องที่ดีนัก

3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (Cash Flow from Financing Activities)

กิจกรรมจัดหาเงิน หมายถึง กิจกรรมเกี่ยวกับโครงสร้างทุน (Capital Structure) ซึ่งประกอบด้วย หนี้สินไม่หมุนเวียน และส่วนของผู้ถือหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการกู้ยืมเงินระยะยาว การจ่ายชำระหนี้สินระยะยาว การออกจำหน่ายหุ้นทุน การจ่ายเงินปันผล เป็นต้น ดังนั้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน จึงหมายถึง เงินสดรับและจ่ายจากผู้ให้เงินกู้ยืมและจากเจ้าของกิจการ กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินแสดงให้เห็นถึงประโยชน์ในการคาดคะเนสิทธิเรียกร้องในกระแสเงินสดในอนาคตจากผู้ให้เงินทุนแก่กิจการ ตัวอย่างของกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน มีดังนี้

- แหล่งที่มาของเงินสด ได้แก่ เงินสดที่รับจากการออกหุ้นทุน หุ้นกู้เงินกู้ยืมระยะสั้นหรือระยะยาว การลงทุนเพิ่มของผู้ถือหุ้นกิจการในกรณีที่กิจการเป็นเจ้าของคนเดียว และกิจการห้างหุ้นส่วน เป็นต้น มีผลทำให้หนี้สินระยะยาว หนี้สินอื่นและส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น และทำให้เงินสดเพิ่มขึ้นด้วย

- แหล่งใช้ไปของเงินสด ได้แก่ เงินสดที่จ่ายให้แก่เจ้าของเพื่อเป็นการไถ่คืน การไถ่ถอนหุ้นกู้ การจ่ายผลตอบแทนหรือเงินปันผลให้แก่เจ้าของ การจ่ายคืนทุนให้แก่เจ้าของ

กิจการ การลดหนี้สัญญาเช่าการเงิน เป็นต้น มีผลทำให้หนี้สินระยะยาว หนี้สินอื่นและส่วนของผู้เจ้าของลดลง และทำให้เงินสดลดลงด้วย แสดงโดยการใส่เครื่องหมายวงเล็บ

สำหรับกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน มีค่าเป็นบวกหรือลบนั้น อาจถือเป็นเรื่องดีหรือไม่ดีต้องพิจารณาข้อมูลเพิ่มเติม เช่น การที่กระแสเงินสดมีค่าเป็นบวก เนื่องจากบริษัทกู้ยืมเงินเพิ่มเติม อาจไม่ถือเป็นเรื่องดีหรือไม่ดี เพราะข้อมูลดังกล่าวเพียงแต่บอกให้เราทราบว่าบริษัทได้รับเงินสดมาจากการกู้ยืม แต่การที่บริษัทจะนำเงินไปทำอะไรแล้วจะมีผลดีต่อบริษัทหรือไม่ เป็นเรื่องที่จะต้องพิจารณาจากข้อมูลอื่นต่อไป

2.1.5.2 ประโยชน์ของงบกระแสเงินสด

1. งบกระแสเงินสดให้ข้อมูลเพื่อช่วยในการประเมินการเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์สุทธิของกิจการ การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างทางการเงิน ซึ่งรวมถึงความสามารถในการชำระหนี้สินของกิจการ ตลอดจนความสามารถในการจัดการเกี่ยวกับจำนวนเงินและจังหวะเวลาของกระแสเงินสด
2. งบกระแสเงินสดให้ข้อมูลที่ช่วยในการประเมินความสามารถของกิจการในการที่จะได้รับเงินสดหรือรายการเทียบเท่าเงินสด ซึ่งให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถใช้ข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสดในการเปรียบเทียบกับกิจการอื่นได้
3. งบกระแสเงินสดให้ข้อมูลกระแสเงินสดซึ่งเป็นตัวชี้ถึงจำนวนเงิน จังหวะเวลาและความแน่นอนของกระแสเงินสดในอนาคต อีกทั้งยังให้ประโยชน์ในการใช้ตรวจสอบความถูกต้องของการประเมินผลของกระแสเงินสดในอนาคตที่ได้จัดทำในอดีต ตลอดจนใช้ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดสุทธิและผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงระดับราคา

2.2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การทบทวนวรรณกรรมจากเอกสารและงานวิจัย อันได้แก่ วิทยานิพนธ์ งานวิจัย วารสาร บทความทางทฤษฎีและการเงิน ตลอดจนตำราเรียนทั้งในและต่างประเทศที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกำไร ข้อมูลกระแสเงินสด และมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้น พบว่าได้มีผู้ทำการศึกษาเป็นจำนวนมาก

2.2.1 งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกำไร ข้อมูลกระแสเงินสด และมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

Livnat and Zarowin (1990) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกระแสเงินสดแยกแต่ละกิจกรรม (ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน) กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งทำการศึกษาในช่วงปี ค.ศ.1974-1986 เป็นจำนวน 4,805 ตัวอย่าง โดยใช้วิธีวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) ผลการศึกษา พบว่า ข้อมูลกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยเงินสดรับของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เงินสดจ่ายของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การกู้ยืมเงิน การเพิ่มทุนและการจ่ายเงินปันผล มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าข้อมูลกระแสเงินสดให้ข้อมูลที่เป็นข้อมูลเพิ่มเติมเกี่ยวกับการประเมินความเกี่ยวข้องกันของเหตุการณ์ต่างๆ มากกว่าการดูข้อมูลกำไรเพียงอย่างเดียว อย่างไรก็ตาม ยังมีประเด็นโต้แย้งข้อมูลกำไรในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ว่าน้อยกว่าข้อมูลกระแสเงินสด เนื่องจากข้อมูลที่ข้อมูลกำไรจัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง

Ali (1994) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรก่อนรายการพิเศษ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงานกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งทำการศึกษาในช่วงเวลาปี ค.ศ.1974-1988 เป็นจำนวน 8,820 ตัวอย่าง โดยใช้วิธีวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) ผลการศึกษาพบว่า ทั้งข้อมูลกำไร กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและเงินทุนจากการดำเนินงาน สามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้

Cheng, Liu and Schaefer (1996) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรก่อนรายการพิเศษและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งทำการศึกษาในช่วงเวลาปี ค.ศ.1988-1992 เป็นจำนวน 5,120 ตัวอย่าง โดยใช้วิธีวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) ผลการศึกษาพบว่า ทั้งข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน สามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้

Biddle, Bowen and Wallace (1997) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) กำไรส่วนที่เหลือ (RI) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) และกำไรจากการดำเนินงาน (OP) กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งทำการศึกษาในช่วงเวลาปี ค.ศ. 1984-1993 เป็นจำนวน 6,174 ตัวอย่าง จาก 773 บริษัท โดยแยกแต่ละอุตสาหกรรม ผลการศึกษาพบว่า โดยส่วนใหญ่ กำไรจากการดำเนินงาน อธิบาย ความเกี่ยวข้องกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด (13%) รองลงมา คือ กำไรส่วนที่เหลือ (7%) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (6.5%) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (2.8%) ตามลำดับ

Tracey and Worthington (2000) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลที่เป็นประโยชน์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยเปรียบเทียบระหว่าง มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) กำไรจากการดำเนินงาน (OP) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) ผลการศึกษาพบว่า กำไรจากการดำเนินงาน อธิบาย ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด (23.67%) รองลงมา คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (18.10%) และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (14.29%) ตามลำดับ

Peixoto (2000) ได้ศึกษาเปรียบเทียบข้อมูลระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) กำไรจากการดำเนินงาน (OP) และกำไรสุทธิ (NP) กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การศึกษาใช้กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่ใช่ธุรกิจการเงิน (Non-financial Portuguese companies listed on the Lisbon Stock Exchange) ซึ่งทำการศึกษาในช่วงเวลาปี ค.ศ.1995-1998 เป็นจำนวน 156 ตัวอย่าง จาก 39 บริษัท โดยใช้วิธีวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) ผลการศึกษาพบว่า กำไรสุทธิ อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด (53.86%) รองลงมา คือ กำไรจากการดำเนินงาน (51.35%) และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (51.22%) ตามลำดับ

Watson and Wells (2005) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกำไรต่างๆ ไม่ว่าจะเป็น EBITDA (Earnings before interest, tax, depreciation and amortization) EBIT (Earnings before interest and tax) NPATABS (Net profit after tax excluding abnormal items) NPAT (Net profit after tax) และ COMPINC (Comprehensive income) และข้อมูลกระแสเงินสดต่างๆ ไม่ว่าจะเป็น OPCF (Operating cash flow) INVCF (Investing cash flow) FINCF (Financing cash flow) NCF (Net cash flow) FCF (Free cash flow) และ OPCFDA (Operating cash flow adjusted for depreciation and amortization) กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การศึกษาใช้กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Australian Stock Exchange) ทั้งหมด โดยใช้ข้อมูลระหว่างปี ค.ศ.1992-2003 ซึ่งได้แบ่งกลุ่มตัวอย่างในการวิเคราะห์เป็นทุกบริษัท เฉพาะบริษัทที่มีกำไร และเฉพาะบริษัทที่มีผลขาดทุน โดยใช้วิธีวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) ผลการศึกษาพบว่า โดยส่วนใหญ่ ข้อมูลกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลกระแสเงินสด

ในปัจจุบันได้มีการพัฒนาแนวคิดการวัดผลดำเนินงานใหม่ล่าสุดที่พบ คือ แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด (Ottosson and Weissenrider, 1996) โดยจุดประสงค์ของมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดที่พัฒนามาจากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มี 2 ข้อ คือ เพื่อประเมินหน้าที่ของฝ่ายบริหารในการสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นและเพื่อแสดงข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในการตัดสินใจ ทำให้มีผู้วิจัยได้นำแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดมาทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยงานวิจัยของ Heidari (2005) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด (CVA) กำไรจากการดำเนินงาน (OP) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การศึกษาใช้กลุ่มตัวอย่าง 4 กลุ่มอุตสาหกรรม โดยใช้วิธี cluster ในการพิจารณาเลือกประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม คือ กลุ่มสิ่งทอ (food stuffs) กลุ่มอุปกรณ์การแพทย์ (drugs & flaunt materials) กลุ่มขนส่ง (transportation means) และกลุ่มเหมืองแร่ (nonmetallic minerals) โดยใช้ข้อมูล 5 ปี ระหว่างปี ค.ศ.1999-2003 จากนั้นได้ทำการวิเคราะห์โดยใช้สมการความถดถอย (Regression Analysis) ผลการศึกษาพบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด อธิบาย ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด รองลงมา คือ กำไรจากการดำเนินงาน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ตามลำดับ โดยยกเว้นกลุ่มอุปกรณ์การแพทย์ พบว่ากำไรจากการดำเนินงาน อธิบาย ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด

2.2.2 งานวิจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา

Collin, Maydew and Weiss (1997) ได้ศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยศึกษาข้อมูลงบการเงินและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลระหว่างปี ค.ศ.1953-1993 โดยให้เหตุผลว่า จำนวนธุรกิจขนาดเล็กที่เพิ่มขึ้นในตลาดทุน เป็นปัจจัยทำให้มูลค่าตามบัญชีมีประโยชน์ในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไรทางบัญชี เนื่องจาก ธุรกิจขนาดเล็กอาจมีความสามารถในการดำเนินงานน้อยกว่าและประสบผลขาดทุนได้ง่ายกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ หรือกำไรของธุรกิจขนาดเล็กผันผวนมากกว่า การใช้กำไรทางบัญชีของธุรกิจขนาดเล็กในการวัดมูลค่าของธุรกิจจึงทำได้ยากกว่า ดังนั้น เมื่อมีธุรกิจขนาดเล็กเพิ่มขึ้นในตลาดทุน จึงทำให้กำไรทางบัญชีลดความสำคัญในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ลง และมูลค่าตามบัญชีสามารถใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้เพิ่มขึ้น

สำหรับงานวิจัยในประเทศไทย พบว่ามีการศึกษาถึงความสามารถของข้อมูลกำไร ข้อมูลกระแสเงินสดกับราคาหลักทรัพย์ โดย ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์ (2545) ได้ศึกษาความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ โดยกำไรทางบัญชีคือกำไรสุทธิต่อหุ้น โดยศึกษาข้อมูลงบการเงินและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ.2527-2542 ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้น กลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ และกลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย ผลการศึกษาพบว่า ความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีร่วมกันในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ลดลงตามระยะเวลา โดยกำไรทางบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ามูลค่าตามบัญชี ซึ่งกำไรที่มีอัตราการเติบโต และระดับกำไรที่มีเสถียรภาพ (Permanent Earnings) เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบทำให้กำไรทางบัญชี สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ามูลค่าตามบัญชี แต่รายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำ ขาดทุนจากการดำเนินงานหลัก ขนาดของกิจการ(กิจการขนาดเล็ก) รายการตีราคาสินทรัพย์ใหม่ ผลต่างจากอัตราแลกเปลี่ยน เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบทำให้มูลค่าตามบัญชี สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไรทางบัญชี

จุลสุขดา ศิริสม (2546) ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลทำให้ข้อมูลกระแสเงินสดมีประโยชน์มากกว่าข้อมูลกำไรในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ โดยศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งคุณลักษณะเฉพาะของบริษัทที่พิจารณาในการศึกษาประกอบด้วย

กำไรที่มีลักษณะชั่วคราว ประเภทของบริษัท (เติบโตและไม่เติบโต) และอัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนต่อกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน ในการศึกษาวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ เพื่อตรวจสอบประโยชน์ของข้อมูลกระแสเงินสดที่เกินกว่าข้อมูลกำไร ทั้งนี้บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมประกันภัยและการเงินไม่รวมอยู่ในขอบเขตของการศึกษา ผลการศึกษาพบว่า ข้อมูลกระแสเงินสดมีประโยชน์มากกว่าข้อมูลกำไรในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ กำไรที่มีลักษณะชั่วคราวทำให้ประโยชน์ของข้อมูลกำไรลดลง แต่ประโยชน์ของข้อมูลกระแสเงินสดที่เกินกว่าข้อมูลกำไรก็ไม่ได้มีมากขึ้น และผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าประเภทของหุ้นไม่มีผลกระทบต่อประโยชน์ของข้อมูลกระแสเงินสดที่เกินกว่าข้อมูลกำไร ในขณะที่อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนต่อกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีผลกระทบ

สามารถสรุปวรรณกรรมความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ได้ดังตารางที่ 2.1

ตารางที่ 2.1 สรุปวรรณกรรมความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ผู้วิจัย (ประเด็นที่ศึกษา)	ระเบียบวิธีวิจัย (ตัวแปรที่ใช้)	ผลการวิจัย
Livnat and Zarowin (1990) (ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกระแสเงินสดแยกแต่ละกิจกรรมกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์)	Regression Model (CFO, CFI, CFF)	ข้อมูลกระแสเงินสด สามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้
Ali (1994) (ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรก่อนรายการพิเศษ (OP) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) และเงินทุนจากการดำเนินงาน (WCFO) กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์)	Regression Model (OP, CFO, WCFO)	ข้อมูลกำไร กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและเงินทุนจากการดำเนินงาน สามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้

ตารางที่ 2.1 (ต่อ) สรุปวรรณกรรมความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ผู้วิจัย (ประเด็นที่ศึกษา)	ระเบียบวิธีวิจัย (ตัวแปรที่ใช้)	ผลการวิจัย
Cheng, Liu and Schaefer (1996) (ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรก่อนรายการพิเศษ (OP) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) ในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์)	Regression Model (OP,CFO)	ข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน สามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้
Biddle, Bowen and Wallace (1997) (ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) กำไรส่วนที่เหลือ (RI) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) และกำไรจากการดำเนินงาน (OP) กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์)	Regression Model (EVA,RI,CFO, OP)	กำไรจากการดำเนินงาน อธิบาย ความเกี่ยวข้องกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ได้ดีที่สุด รองลงมา คือ กำไรส่วนที่เหลือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ตามลำดับ
Tracey and Worthington (2000) (ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลที่เป็นประโยชน์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์)	Regression Model (EVA,OP,CFO)	กำไรจากการดำเนินงาน อธิบาย ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ได้ดีที่สุด รองลงมา คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
Peixoto (2000) (ศึกษาเปรียบเทียบ ข้อมูลระหว่าง มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) กำไรจากการดำเนินงาน(OP) และกำไรสุทธิ (NP)กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์)	Regression Model (EVA,OP,NP)	กำไรสุทธิ อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ได้ดีที่สุด รองลงมา คือ กำไรจากการดำเนินงาน และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

ตารางที่ 2.1 (ต่อ) สรุปวรรณกรรมความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ผู้วิจัย (ประเด็นที่ศึกษา)	ระเบียบวิธีวิจัย (ตัวแปรที่ใช้)	ผลการวิจัย
Watson and Wells (2005) (ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกำไร และข้อมูลกระแสเงินสด กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์)	Regression Model (EBITDA, EBIT, NPATABS, NPAT, COMPINC, OPCF, INVCF, FINCF, NCF, FCF, OPCFDA)	โดยส่วนใหญ่ ข้อมูลกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลกระแสเงินสด
Heidari (2005) (ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด (CVA) กำไรจากการดำเนินงาน (OP) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์)	Regression Model (CVA, OP, CFO)	มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด รองลงมา คือ กำไรจากการดำเนินงาน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

2.3 การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย

2.3.1 ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพในการทำกำไรกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

กำไรทางบัญชีเป็นข้อมูลทางบัญชีรายการหนึ่งที่แสดงถึงผลการดำเนินงานของกิจการและถือเป็นตัวเลขที่มีความสำคัญต่อการตัดสินใจทางการเงินเป็นอย่างมาก ซึ่งนักลงทุนโดยส่วนใหญ่มักใช้กำไรทางบัญชีเป็นเกณฑ์ในการวัดผลการดำเนินงาน

ตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 39 ได้กำหนดว่า กำไรสุทธิในงบกำไรขาดทุนประกอบไปด้วย 2 ส่วน คือ ส่วนที่เป็นกำไรหรือขาดทุนจากการดำเนินงานตามปกติและส่วนที่เป็นรายการพิเศษ โดยส่วนที่เป็นกำไรหรือขาดทุนจากการดำเนินงานตามปกติ จะให้ข้อมูลเกี่ยวกับ

รายได้และค่าใช้จ่ายที่เป็นส่วนหนึ่งของการประกอบธุรกิจหรือเกิดขึ้นจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการ ส่วนรายการพิเศษ จะให้ข้อมูลรายได้หรือค่าใช้จ่ายที่เกิดจากรายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีที่มีความแตกต่างอย่างชัดเจนจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการและไม่คาดว่าจะเกิดขึ้นเป็นประจำหรือเกิดขึ้นไม่บ่อย และจากงานวิจัยของ Watson and Wells (2005) พบว่าข้อมูลกำไร ไม่ว่าจะเป็น EBITDA (Earnings before interest, tax, depreciation and amortization) EBIT (Earnings before interest and tax) NPATABS (Net profit after tax excluding abnormal items) NPAT (Net profit after tax) และ COMPINC (Comprehensive income) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ จึงเชื่อว่าการที่บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทสูงขึ้น ดังนั้น กำไรสุทธิและกำไรจากการดำเนินงาน น่าจะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ดังนั้นสมมติฐานการวิจัย คือ

H₁ ประสิทธิภาพในการทำกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ

2.3.2 ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่มกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

แนวคิดการวัดผลการดำเนินงานใหม่ล่าสุดที่พบ คือ แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด หรือ Cash Value Added (CVA) (Ottosson and Weissenrider, 1996) ซึ่งถือว่าพัฒนามาจากแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added หรือ EVA) โดย CVA ถูกมองว่าวัดเกี่ยวกับมูลค่าของกิจการได้ตรงกว่า เนื่องจากการวัดมูลค่ากิจการนั้นจะมาจากมูลค่าปัจจุบันของการคิดลดกระแสเงินสดในอนาคต (Present Value of Future Cash Flow) มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นและลดลงจะสัมพันธ์กับกระแสเงินสดโดยตรงมากกว่ามูลค่าทางเศรษฐกิจ นอกจากนี้ ในโลกความเป็นจริงทางธุรกิจและการลงทุนการเงิน การเข้าใจในแง่ของกระแสเงินสดจะสอดคล้องกับความเป็นจริงมากกว่า จึงเชื่อว่ามูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด จะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ดังนั้นสมมติฐานการวิจัย คือ

H₂ ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่มมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ

2.3.3 ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพของกระแสเงินสดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ข้อมูลกระแสเงินสดถือได้ว่าเป็นข้อมูลที่มีความสำคัญอย่างยิ่ง เนื่องจากให้ข้อมูลที่นอกเหนือไปจากข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในงบการเงินอื่นๆ กล่าวคือ งบกระแสเงินสดนอกจากจะรายงานข้อมูลที่ทำให้ทราบถึงเงินสดที่กิจการมีอยู่แล้ว ยังได้แสดงถึงแหล่งที่มาและใช้ไปของเงินสดจากกิจกรรมต่างๆ อีกด้วย และสามารถช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถวิเคราะห์ถึงสภาพคล่องของกิจการ ซึ่งสภาพคล่องนี้เป็นตัวสะท้อนว่า สินทรัพย์และหนี้สินที่กิจการมีอยู่เปลี่ยนแปลงไปเป็นเงินสดได้มากน้อยเพียงใด วิเคราะห์ถึงความสามารถในการชำระหนี้ เพื่อประเมินถึงความสามารถของกิจการในการจ่ายชำระหนี้สินเมื่อครบกำหนดและทราบถึงความยืดหยุ่นทางการเงิน ซึ่งเป็นสิ่งที่สะท้อนถึงความสามารถของกิจการในการตอบสนองและปรับตัวให้เข้ากับโอกาสและอุปสรรคต่างๆ นอกจากนี้ เงินสดยังเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้ธุรกิจดำเนินต่อไปได้อย่างสะดวกและราบรื่น

จากงานวิจัยของ Watson and Wells (2005) พบว่า ข้อมูลกระแสเงินสด ไม่ว่าจะเป็น OPCF (Operating cash flow) INVCF (Investing cash flow) FINCF (Financing cash flow) NCF (Net cash flow) FCF (Free cash flow) และ OPCFDA (Operating cash flow adjusted for depreciation and amortization) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และงานวิจัยของ Livnat and Zarowin (1990) ได้ทำการศึกษาความสามารถของข้อมูลกระแสเงินสดแยกแต่ละกิจกรรม พบว่า ข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมอื่น และข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานให้ข้อมูลที่เป็นข้อมูลเพิ่มเติมเกี่ยวกับการประเมินความเสี่ยงของกันของเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจมากกว่าการดูข้อมูลกำไรเพียงอย่างเดียว ดังนั้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนและกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน น่าจะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ดังนั้นสมมติฐานการวิจัย คือ

H₃ ประสิทธิภาพของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ

2.3.4 การเปรียบเทียบความสามารถของตัววัดประสิทธิภาพทางการเงิน ไม่ว่าจะเป็นประสิทธิภาพในการทำกำไร ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม และประสิทธิภาพของกระแสเงินสด ในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ในปัจจุบันนี้การวัดผลการดำเนินงานที่แท้จริงของธุรกิจถือเป็นองค์ประกอบสำคัญอย่างหนึ่งที่จะทำให้การดำเนินธุรกิจประสบผลสำเร็จ และที่สำคัญคือเกณฑ์วัดผลทางบัญชีได้มองข้ามการพิจารณาถึงต้นทุนเงินทุนทั้งหมดของบริษัท ซึ่งความเป็นจริงในแต่ละหน่วยธุรกิจต่างมีต้นทุนของเงินทุนที่แตกต่างกัน ดังนั้นผู้ที่นำข้อมูลไปใช้จึงควรให้ความสนใจต้นทุนเงินทุนของกิจการ โดยแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด หรือ Cash Value Added (CVA) (Ottosson and Weissenrider, 1996) เป็นตัววัดผลการดำเนินงานใหม่ล่าสุดที่พบ และจากงานวิจัยของ Heidari (2005) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด (CVA) กำไรจากการดำเนินงาน (OP) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด ดังนั้นสมมติฐานการวิจัยคือ

H₄ ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม สามารถใช้อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่าประสิทธิภาพในการทำกำไรและประสิทธิภาพของกระแสเงินสด

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 3

ระเบียบวิธีวิจัย

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2545-2548 โดยมีหลักเกณฑ์ในการคัดกลุ่มตัวอย่าง ดังต่อไปนี้

1.บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ได้แก่ บริษัทที่อยู่ในหมวดเงินทุน และหลักทรัพย์ (Finance and Securities) หมวดธนาคาร (Banking) และหมวดประกันชีวิตและประกันภัย (Insurance) บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ได้แก่ หมวดวัสดุก่อสร้างและเครื่องตกแต่ง และหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากกลุ่มบริษัทที่ได้กล่าวข้างต้นเป็นกลุ่มบริษัทที่มีข้อบังคับในการจัดทำและนำเสนองบการเงิน มีโครงสร้างทางการเงินและกระแสเงินสด หรือมีกิจกรรมทางการเงินและการดำเนินงานเป็นธุรกิจเฉพาะที่แตกต่างไปจากกลุ่มบริษัทอื่นๆทั่วไปที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

2.บริษัทที่มีการจัดทำภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี (Deferred Tax) เนื่องจากต้องการให้บริษัทจัดทำภาษีเงินได้อยู่ภายใต้มาตรฐานเดียวกัน

3.บริษัทที่อยู่ในหมวดบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ (Company Under Rehabilitation)

4.บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ (Market for Alternative Investment : MAI)

5.บริษัทที่มีการหยุดการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราว (SP:Suspend) ในช่วงปี 2544-2548

6.บริษัทที่ไม่มีผลการดำเนินงานตลอดเวลาที่ทำการศึกษาตั้งแต่ปี 2544-2548

กลุ่มบริษัทที่ได้ทำการคัดเลือกแล้ว มีจำนวนทั้งสิ้น รวม 131 บริษัท จาก 21 หมวดใน 6 กลุ่มอุตสาหกรรม แสดงได้ดังตารางที่ 3.1

ตารางที่ 3.1 สรุปจำนวนบริษัท แบ่งตามหมวดของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดอุตสาหกรรม	จำนวน
1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	1.1 ธุรกิจการเกษตร	15
	1.2 อาหารและเครื่องดื่ม	14
2. สินค้าอุปโภคบริโภค	2.1 แฟชั่น	16
	2.2 ของใช้ในครัวเรือน	5
	2.3 ของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์	-
3. วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม	3.1 เครื่องมือและเครื่องจักร	1
	3.2 กระดาษและวัสดุการพิมพ์	1
	3.3 บรรจุภัณฑ์	8
	3.4 ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	7
	3.5 ยานยนต์	5
4. ทรัพยากร	4.1 เหมืองแร่	1
	4.2 พลังงานและสาธารณูปโภค	4
5. บริการ	5.1 การท่องเที่ยวและสันทนาการ	8
	5.2 การแพทย์	3
	5.3 สื่อและสิ่งพิมพ์	7
	5.4 ขนส่งและโลจิสติกส์	9
	5.5 บริการเฉพาะกิจ	1
	5.6 พาณิชยกรรม	4
6. เทคโนโลยี	6.1 เครื่องใช้ไฟฟ้าและคอมพิวเตอร์	7
	6.2 ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	6
	6.3 สื่อสาร	9
	รวม	131

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ จะใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งแบ่งเป็น

3.2.1 ข้อมูลทั่วไปที่ใช้ในการวิจัย

การเก็บรวบรวมข้อมูลทั่วไปที่ใช้ในการวิจัย เพื่อทำความเข้าใจเกี่ยวกับตัวแบบที่นำมาศึกษา โดยเก็บข้อมูลจากหลายแหล่ง ได้แก่ หนังสือ บทความ วารสาร วิทยานิพนธ์ งานวิจัยทั้งในและต่างประเทศ จากห้องสมุดและเว็บไซต์ต่างๆ

3.2.2 ข้อมูลทางการเงิน

ข้อมูลจากระบบบริการข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ โปรแกรมเพื่อรายงานและนำเสนอข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนและข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ ที่เรียกว่า “ระบบ SETSMART” (SET Market Analysis and Reporting Tool) ของตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยให้บริการผ่านเครือข่ายอินเทอร์เน็ต www.setsmart.com และเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ www.set.or.th ซึ่งเป็นข้อมูลทุติยภูมิที่สำคัญและจำเป็นต้องใช้ในการศึกษา

1. ข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์รายเดือนและข้อมูลการจ่ายเงินปันผลประจำปีของแต่ละบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับปี 2544-2548 เพื่อคำนวณหาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (RET_{it}) ของแต่ละปี

2. ข้อมูลงบการเงินและข้อมูลอื่นๆที่เกี่ยวข้องของแต่ละบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับปี 2544-2548

3.3 ตัวแบบและตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพในการทำกำไร ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม และประสิทธิภาพของกระแสเงินสด กับ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยตัวแบบที่ใช้ในการประมวลและวิเคราะห์ข้อมูลของการวิจัยครั้งนี้ มีลักษณะดังนี้

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 NP_{it} + e_{it} \quad (\text{ตัวแบบที่ 1})$$

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 OP_{it} + \beta_2 EXTRA_{it} + e_{it} \quad (\text{ตัวแบบที่ 2})$$

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 CVA_{it} + e_{it} \quad (\text{ตัวแบบที่ 3})$$

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it} + \beta_2 CFI_{it} + \beta_3 CFF_{it} + e_{it} \quad (\text{ตัวแบบที่ 4})$$

โดยที่

RET_{it} = ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Stock Returns)

NP_{it} = กำไรสุทธิ (Net Profit)

OP_{it} = กำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit)

$EXTRA_{it}$ = รายการพิเศษ (Extraordinary Items)

CVA_{it} = มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด (Cash Value Added)

CFO_{it} = กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Cash Flow from Operating Activities)

CFI_{it} = กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (Cash Flow from Investing Activities)

CFF_{it} = กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (Cash Flow from Financing Activities)

β_0 = ค่า Intercept

β_{1-3} = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ

e_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อน

จากตัวแบบข้างต้น สามารถอธิบายตัวแบบได้ดังนี้

ตัวแบบที่ 1 เป็นตัวแบบที่นำกำไรสุทธิมาใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ตัวแบบที่ 2 เป็นตัวแบบที่นำกำไรจากการดำเนินงานและรายการพิเศษมาใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ตัวแบบที่ 3 เป็นตัวแบบที่นำมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดมาใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ตัวแบบที่ 4 เป็นตัวแบบที่นำประสิทธิภาพของกระแสเงินสดมาใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

3.3.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)¹

RET_{it} คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Stock Returns) สำหรับหุ้น i ในช่วงเวลา t ซึ่งคำนวณได้จาก

$$RET_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1} + DIV_{it}}{P_{it-1}}$$

โดยที่

P_{it} = ราคาปิดของหลักทรัพย์ของกิจการ i สำหรับปี t

P_{it-1} = ราคาปิดของหลักทรัพย์ของกิจการ i สำหรับปี $t-1$

DIV_{it} = เงินปันผลต่อหุ้นของกิจการ i สำหรับปี t

โดยราคาปิดจะใช้ ณ วันสิ้นเดือนของแต่ละเดือน จากนั้นจึงนำราคาปิดแต่ละเดือนมาบวกกันและหารด้วย 12 ซึ่งจะได้ราคาปิดของหลักทรัพย์ถัวเฉลี่ยสำหรับปี t

3.3.2 ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) : ตัวแปรอธิบาย (Explanatory Variable)²

งานวิจัยในครั้งนี้ ตัวแปรอิสระที่ใช้เป็นตัวอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ประกอบด้วย

ประสิทธิภาพในการทำกำไร

1. NP_{it} คือ กำไรสุทธิ (Net Profit) ของกิจการ i ในปี t

2. OP_{it} คือ กำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit) ของกิจการ i ในปี t ซึ่งคำนวณได้จาก กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้

3. $EXTRA_{it}$ คือ รายการพิเศษ (Extraordinary Items) ของกิจการ i ในปี t ซึ่งคำนวณได้จากรายการพิเศษตามคำนิยามของมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 39 และรายการพิเศษตามคำนิยามของนักวิเคราะห์ (Analyst) ซึ่งครอบคลุมถึงรายการที่เกิดขึ้นไม่บ่อยครั้ง (One time gain/loss)

¹ ตัวแปรตาม (Dependent Variable) หมายถึง ตัวแปรที่ได้รับผลกระทบจากตัวแปรอธิบาย

² ตัวแปรอธิบาย (Explanatory Variable) หมายถึง ตัวแปรที่มีผลกระทบต่อตัวแปรตาม

ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม

1. CVA_t คือ มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด (Cash Value Added) ของกิจการ i ในปี t ซึ่งคำนวณได้จาก

$$\text{Cash value added (CVA)} = \text{Operating Cash Flow} - \text{Operating Cash Flow Demand}$$

โดยที่

$$\text{Operating Cash Flow (OCF)} = \text{กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน}$$

คำนวณได้จาก กำไรจากการดำเนินงาน
 +/- รายการที่ไม่กระทบต่อเงินสด
 +/- การเปลี่ยนแปลงจากเงินทุนหมุนเวียน
 - รายการลงทุนทั่วไปที่ไม่เกี่ยวกับกลยุทธ์ธุรกิจ

โดย รายการลงทุนทั่วไปที่ไม่เกี่ยวกับกลยุทธ์ธุรกิจ คือ รายการเพื่อการเปลี่ยนทดแทนกำลังการผลิต (Replacement) แต่อย่างไรก็ตาม รายการเพื่อการขยายกิจการ กับ รายการเพื่อการเปลี่ยนทดแทนในงบการเงิน จะไม่สามารถแยกได้ออกระหว่าง 2 รายการข้างต้นนี้ ดังนั้น ในการวิจัยครั้งนี้ ตัวแทนที่ดีที่สุดของรายการเพื่อการเปลี่ยนทดแทน คือ ค่าเสื่อมราคา (Depreciation) เนื่องจาก รายการเพื่อการเปลี่ยนทดแทน ก็คือ การสำรองในรูปค่าเสื่อมราคานั้นเอง

$$\text{Operating Cash Flow Demand (OCFD)} = \text{กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่จำเป็นต้องมีเพื่อคงไว้ซึ่งกำลังการผลิตและการให้ผลตอบแทนไปยังผู้ถือหุ้น}$$

คำนวณได้จาก ผลรวมของมูลค่าปัจจุบันกระแสเงินสดที่ต้องการ ซึ่งเท่ากับ รายการลงทุนขั้นต้นที่จะใช้ในการดำเนินกลยุทธ์ธุรกิจ หรืออาจหมายถึง Capital cost หรือ Cost of cash capital (ต้นทุนเงินทุน) ซึ่งก็คือ ดอกเบี้ยจ่าย (Paid interest) และเงินปันผลจ่าย (Cash dividend) โดยส่วนใหญ่ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในงบการเงินจะหักดอกเบี้ยจ่าย

แล้ว เพื่อขจัดปัญหาการหักรายการดอกเบี้ยจ่ายซ้ำซ้อน ดังนั้น ในการวิจัยครั้งนี้จึงใช้เฉพาะเงินปันผลจ่ายอย่างเดียว

ดังนั้น มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด = (กำไรจากการดำเนินงาน +/- รายการที่ไม่กระทบต่อเงินสด +/- การเปลี่ยนแปลงเงินทุนหมุนเวียน - ค่าเสื่อมราคา) - เงินปันผลจ่าย

ซึ่งก็คือ มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด = CFO - ค่าเสื่อมราคา - เงินปันผลจ่าย

ประสิทธิภาพของกระแสเงินสด

1. CFO_{it} คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Cash Flow from Operating Activities) ของกิจการ i ในปี t

2. CFI_{it} คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (Cash Flow from Investing Activities) ของกิจการ i ในปี t

3. CFF_{it} คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (Cash Flow from Financing Activities) ของกิจการ i ในปี t

โดยตัวแปรทุกตัวที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้จะให้อยู่ในรูปฐานเดียวกัน คือ หารด้วยจำนวนหุ้นสามัญที่เรียกชำระแล้ว

3.3.3 ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) : ตัวแปรควบคุม (Control Variable)³

1. $TYPE_{it}$ คือ ประเภทของอุตสาหกรรม ของกิจการ i ในปี t ซึ่งกำหนดประเภทของอุตสาหกรรม จากการจัดกลุ่มอุตสาหกรรมตามกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ฯ เนื่องจากแต่ละ

³ ตัวแปรควบคุม (Control Variable) หมายถึง ตัวแปรที่อาจจะมีผลกระทบต่อตัวแปรตามนอกเหนือจากตัวแปรอธิบาย

กิจการมีลักษณะกิจกรรมของการดำเนินงานแตกต่างกัน ดังนั้นผู้วิจัยจึงให้ความสำคัญกับประเภทอุตสาหกรรมด้วย เพื่อทดสอบถึงความแตกต่างกันระหว่างประเภทของธุรกิจ

ตารางที่ 3.2 สรุปบทบาทและการวัดค่าของตัวแปร

บทบาท ของตัวแปร	ตัวย่อ	คำอธิบาย	Hypothesis	สัญลักษณ์ที่ คาดหวัง
ตัวแปรตาม	RET _{it}	ผลตอบแทนของหลักทรัพย์		
ประสิทธิภาพในการทำกำไร				
ตัวแปรอิสระ	NP _{it}	กำไรสุทธิ	H1	+
ตัวแปรอิสระ	OP _{it}	กำไรจากการดำเนินงาน		+
ตัวแปรอิสระ	EXTRA _{it}	รายการพิเศษ		+
ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม				
ตัวแปรอิสระ	CVA _{it}	มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด	H2	+
ประสิทธิภาพของกระแสเงินสด				
ตัวแปรอิสระ	CFO _{it}	กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน	H3	+
ตัวแปรอิสระ	CFI _{it}	กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน		+ / -
ตัวแปรอิสระ	CFF _{it}	กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน		+ / -

3.4 การวิเคราะห์ข้อมูล

เนื่องจากประเภทของอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันมีปัจจัยแวดล้อมที่แตกต่างกันในการนำไปใช้ในการวิเคราะห์ของแต่ละอุตสาหกรรม จึงต้องมีการควบคุมประเภทของอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันไว้ โดยจะทำการวิเคราะห์ข้อมูล แบ่งออกเป็น

- 1.วิเคราะห์ข้อมูลแบบภาพรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม
- 2.วิเคราะห์ข้อมูลแยกตามกลุ่มของอุตสาหกรรม ซึ่งมี 6 กลุ่มอุตสาหกรรม

การทำวิจัยครั้งนี้ เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ มีแนวทางในการวิเคราะห์ ดังนี้

3.4.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

วิเคราะห์ข้อมูลออกมาในรูปค่าสถิติพื้นฐาน โดยแสดงผลในรูป

1. ค่าเฉลี่ย (Mean) เพื่อแสดงค่าเฉลี่ยของตัวแปร
2. ค่ามัธยฐาน (Median) เพื่อแสดงค่ามัธยฐานของตัวแปร
3. ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)
4. ค่าความสัมพันธ์ (Correlations) เพื่ออธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปร

3.4.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

1. ใช้การวิเคราะห์ความถดถอยแบบง่าย (Simple Regression) และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression analysis) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระของแต่ละตัวแบบ ในการทดสอบจะใช้สถิติทดสอบมาใช้ในการสรุปผล โดยจะพิจารณาจากค่าสถิติทดสอบว่ามีความสำคัญหรือไม่ ถ้าระดับนัยสำคัญของแต่ละตัวแปรอิสระมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด จะสรุปว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวของตัวแบบนั้นมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยกำหนดค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

2. ใช้ค่า Vuong (1989) Z-statistic เพื่อเปรียบเทียบตัวแบบต่างๆ

Vuong (1989) Z-statistic เป็นเทคนิคทางสถิติที่นำมาใช้ในการเปรียบเทียบตัวแบบที่เป็น Non-nested Model คือ ตัวแปรอิสระทุกตัวของตัวแบบหนึ่งไม่ได้เป็นส่วนหนึ่งของอีกตัวแบบหนึ่งนำมาเปรียบเทียบ โดยค่า Vuong Z-statistic นี้จะสามารถทดสอบสมมติฐานที่ว่าตัวแบบที่นำมาเปรียบเทียบกันนั้น ตัวแบบหนึ่งดีกว่าตัวแบบหนึ่งอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่

ในการพิจารณา Vuong Z-statistic จะมีเกณฑ์ในการพิจารณาคือ ถ้าค่า Vuong Z-statistic ที่ได้เป็นบวกและมีนัยสำคัญ (ค่า Vuong Z-statistic เท่ากับหรือเกินกว่าค่า Z_{crit} ระดับนัยสำคัญที่กำหนดจะถือว่ามีความสำคัญ) แสดงว่าตัวแบบที่เป็นตัวตั้งจะดีกว่าตัวแบบที่นำมาเปรียบเทียบอย่างมีนัยสำคัญ ในทางตรงกันข้าม ถ้าค่า Vuong Z-statistic ที่ได้เป็นลบและมีนัยสำคัญ แสดงว่าตัวแบบที่นำมาเปรียบเทียบดีกว่าตัวแบบที่เป็นตัวตั้งอย่างมีนัยสำคัญ และ

ถ้าค่า Vuong Z-statistic ที่ได้อยู่ในช่วงที่ไม่มีนัยสำคัญ แสดงว่าตัวแบบที่นำมาเปรียบเทียบไม่ดีกว่ากันอย่างมีนัยสำคัญ

3.4.3 การเปรียบเทียบความสามารถระหว่างกำไรจากการดำเนินงานกับกำไรสุทธิในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

การเปรียบเทียบความสามารถระหว่างกำไรจากการดำเนินงาน (ตัวแบบที่ 2) กับกำไรสุทธิ (ตัวแบบที่ 1) ในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ การทดสอบจะพิจารณาจากค่า Vuong Z-statistic

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 NP_{it} + e_{it} \quad (\text{ตัวแบบที่ 1})$$

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 OP_{it} + e_{it} \quad (\text{ตัวแบบที่ 2})$$

การวิจัยในครั้งนี้ได้กำหนดค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ซึ่งเกณฑ์การพิจารณาเพื่อใช้ในการเปรียบเทียบตัวแบบ มีดังนี้

หากค่า Vuong Z-statistic ที่ได้เป็นบวกและมีนัยสำคัญ (ค่า Z มากกว่าหรือเท่ากับ 1.645) หมายความว่า ตัวแบบที่ 2 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่าตัวแบบที่ 1 อย่างมีนัยสำคัญ

หากค่า Vuong Z-statistic ที่ได้เป็นลบและมีนัยสำคัญ (ค่า Z เท่ากับหรือน้อยกว่า -1.645) หมายความว่า ตัวแบบที่ 1 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่าตัวแบบที่ 2 อย่างมีนัยสำคัญ

หากค่า Vuong Z-statistic ที่ได้อยู่ในช่วงที่ไม่มีนัยสำคัญ หมายความว่า ตัวแบบที่ 2 กับตัวแบบที่ 1 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการไม่แตกต่างกัน

3.4.4 การเปรียบเทียบความสามารถระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดกับกำไรจากการดำเนินงานในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

การเปรียบเทียบความสามารถระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด (ตัวแบบที่ 3) กับกำไรจากการดำเนินงาน (ตัวแบบที่ 2) ในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ การทดสอบจะพิจารณาจากค่า Vuong Z-statistic

$H_{4(a)}$ มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด สามารถใช้อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่ากำไรจากการดำเนินงาน

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 OP_{it} + e_{it} \quad (\text{ตัวแบบที่ 2})$$

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 CVA_{it} + e_{it} \quad (\text{ตัวแบบที่ 3})$$

การวิจัยในครั้งนี้ได้กำหนดค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ซึ่งเกณฑ์การพิจารณาเพื่อใช้ในการเปรียบเทียบตัวแบบ มีดังนี้

หากค่า Vuong Z-statistic ที่ได้เป็นบวกและมีนัยสำคัญ (ค่า Z มากกว่าหรือเท่ากับ 1.645) หมายความว่า ตัวแบบที่ 3 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่าตัวแบบที่ 2 อย่างมีนัยสำคัญ

หากค่า Vuong Z-statistic ที่ได้เป็นลบและมีนัยสำคัญ (ค่า Z เท่ากับหรือน้อยกว่า -1.645) หมายความว่า ตัวแบบที่ 2 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่าตัวแบบที่ 3 อย่างมีนัยสำคัญ

หากค่า Vuong Z-statistic ที่ได้อยู่ในช่วงที่ไม่มีนัยสำคัญ หมายความว่า ตัวแบบที่ 3 กับตัวแบบที่ 2 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการไม่แตกต่างกัน

3.4.5 การเปรียบเทียบความสามารถระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดกับประสิทธิภาพของกระแสเงินสดในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

การเปรียบเทียบความสามารถระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด (ตัวแบบที่ 3) กับประสิทธิภาพของกระแสเงินสด (ตัวแบบที่ 4) ในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ การทดสอบจะพิจารณาจากค่า Vuong Z-statistic

$H_{4(b)}$ มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด สามารถใช้อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่าประสิทธิภาพของกระแสเงินสด

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 CVA_{it} + e_{it} \quad (\text{ตัวแบบที่ 3})$$

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it} + \beta_2 CFI_{it} + \beta_3 CFF_{it} + e_{it} \quad (\text{ตัวแบบที่ 4})$$

การวิจัยในครั้งนี้ได้กำหนดค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ซึ่งเกณฑ์การพิจารณาเพื่อใช้ในการเปรียบเทียบตัวแบบ มีดังนี้

หากค่า Vuong Z-statistic ที่ได้เป็นบวกและมีนัยสำคัญ (ค่า Z มากกว่าหรือเท่ากับ 1.645) หมายความว่า ตัวแบบที่ 3 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่าตัวแบบที่ 4 อย่างมีนัยสำคัญ

หากค่า Vuong Z-statistic ที่ได้เป็นลบและมีนัยสำคัญ (ค่า Z เท่ากับหรือน้อยกว่า -1.645) หมายความว่า ตัวแบบที่ 4 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่าตัวแบบที่ 3 อย่างมีนัยสำคัญ

หากค่า Vuong Z-statistic ที่ได้อยู่ในช่วงที่ไม่มีนัยสำคัญ หมายความว่า ตัวแบบที่ 3 กับตัวแบบที่ 4 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการไม่แตกต่างกัน

3.4.6 สรุปผลการวิจัย

นำผลการวิเคราะห์ที่ได้จากวิธีการข้างต้นมาสรุปผลการวิจัย

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

เนื้อหาในบทนี้ จะนำเสนอผลการศึกษาตามระเบียบวิธีที่ได้อธิบายไว้ในบทที่ 3 ประกอบด้วย การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และผลการเปรียบเทียบความสามารถของตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยจะทำการศึกษาแบบภาพรวมและแบบแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น

4.1.1 จำนวนตัวอย่าง

การวิจัยครั้งนี้ใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2545-2548 โดยมีหลักเกณฑ์ในการตัดกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งกลุ่มบริษัทที่ได้ทำการคัดเลือกแล้ว มีจำนวนทั้งสิ้น รวม 131 บริษัท จาก 6 กลุ่มอุตสาหกรรม

ตารางที่ 4.1 จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนตัวอย่าง (บริษัท)
กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (กลุ่ม 1)	29
กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (กลุ่ม 2)	21
กลุ่มวัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม (กลุ่ม 3)	22
กลุ่มทรัพยากร (กลุ่ม 4)	5
กลุ่มบริการ (กลุ่ม 5)	32
กลุ่มเทคโนโลยี (กลุ่ม 6)	22
รวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม	131

4.1.2 การวิเคราะห์เชิงพรรณนา

ตารางที่ 4.2 สถิติเชิงพรรณนา แบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่ม อุตสาหกรรม	ค่าสถิติ	ตัวแปร							
		RET	NP	OP	EXTRA	CVA	CFO	CFI	CFF
กลุ่ม 1 (116 ตัวอย่าง)	ค่าเฉลี่ย	-.6231	3.7828	4.4750	.2985	.4313	4.4980	-3.4619	-.5838
	ค่ามัธยฐาน	.0050	1.4350	1.7000	.0250	.1800	2.1750	-1.5050	-.4550
	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	2.6416	6.5385	7.4844	.9652	6.2145	8.9714	6.2147	6.8262
กลุ่ม 2 (84 ตัวอย่าง)	ค่าเฉลี่ย	-.0524	3.9532	5.3105	1.3968	1.2980	5.1325	-3.4356	-1.9405
	ค่ามัธยฐาน	.0550	2.1350	2.5100	.1200	.4150	2.1450	-.9100	-.9850
	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	.5123	7.3055	9.2241	2.6473	4.9260	8.3033	8.9109	6.1874
กลุ่ม 3 (88 ตัวอย่าง)	ค่าเฉลี่ย	.0382	2.8234	3.6131	.1830	1.2493	3.3063	-1.6911	-1.1466
	ค่ามัธยฐาน	.1800	1.5200	1.9200	.0200	.8800	1.7550	-1.1100	-.6950
	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	.5892	3.5525	4.1876	.4153	2.4729	3.9446	2.4477	3.2978
กลุ่ม 4 (20 ตัวอย่าง)	ค่าเฉลี่ย	-.0100	3.2445	3.7910	.0343	1.7480	3.4770	-1.8336	-1.5125
	ค่ามัธยฐาน	.1300	3.2600	3.5100	.0000	1.5450	3.3850	-1.5600	-1.3000
	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	.5370	3.2684	3.5693	.1356	2.0804	2.9958	1.7251	1.8836
กลุ่ม 5 (128 ตัวอย่าง)	ค่าเฉลี่ย	-.0043	2.7291	3.5100	.6425	.9441	3.3897	-1.7286	-1.4662
	ค่ามัธยฐาน	.1200	1.9600	2.6650	.1200	.5300	2.5650	-.7600	-1.3650
	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	.6228	2.9921	3.3721	.9400	2.1596	3.6306	3.3611	3.0903
กลุ่ม 6 (88 ตัวอย่าง)	ค่าเฉลี่ย	-.1324	1.7523	2.4887	.2861	1.0295	3.3925	-2.3209	-1.2619
	ค่ามัธยฐาน	.0500	1.1850	1.4050	.0300	.5800	1.8900	-.8100	-.6650
	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	.7103	2.8643	3.4641	.5054	2.3264	4.7545	3.5659	3.8435
รวมทุกกลุ่ม (524 ตัวอย่าง)	ค่าเฉลี่ย	-.1636	3.0300	3.8688	.5497	.9836	3.9042	-2.4831	-1.2607
	ค่ามัธยฐาน	.1000	1.6750	2.0800	.0400	.4750	2.2000	-1.0700	-.8900
	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	1.3731	4.9462	5.8937	1.3997	3.9584	6.2483	5.2613	4.8194

โดยที่ RET คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ NP คือ กำไรสุทธิ
 OP คือ กำไรจากการดำเนินงาน EXTRA คือ รายการพิเศษ
 CVA คือ มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด CFO คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน
 CFI คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน CFF คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน

จากตารางที่ 4.2 เป็นการแสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของแต่ละตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา โดยแบ่งออกเป็นแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมและรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งค่าสถิติ ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) พบว่า ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีทั้งค่าที่เป็นบวกและลบ แสดงว่า ราคาของ

หลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงทั้งสูงขึ้นและต่ำลงในแต่ละปี เนื่องจากมีปัจจัยต่างๆที่ส่งผลกระทบต่อและกดดันต่อภาวะการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เช่น การปรับตัวสูงขึ้นของราคาน้ำมันในตลาดโลก แนวโน้มการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยโลก การแพร่ระบาดของโรคโควิด-19 ปัญหาความไม่สงบในพื้นที่ 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้ เป็นต้น ส่วนค่าเฉลี่ยของกำไรสุทธิ กำไรจากการดำเนินงาน รายการพิเศษ มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีค่าเป็นบวก แสดงว่า บริษัทโดยส่วนใหญ่มีผลการดำเนินงานปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง แม้ว่าระยะหลังในปี 2548 บางบริษัทจะมีผลการดำเนินงานที่ชะลอตัวลง ส่วนค่าเฉลี่ยของกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน มีค่าเป็นลบนั้น อาจจะต้องพิจารณาแหล่งที่มาและใช้ไปในรายละเอียดของแต่ละกิจการว่ามีค่าเป็นลบ อาจเนื่องมาจาก กิจการจ่ายเงินเพื่อลงทุนในการซื้อเครื่องจักร/อุปกรณ์ใหม่ในการขยายกิจการให้มีขนาดใหญ่ขึ้น เพื่อต้องการส่วนแบ่งทางการตลาดที่มากขึ้น ซึ่งถ้าเป็นเช่นนั้น อาจถือเป็นเรื่องที่ดีที่นักลงทุนน่าจะพอใจ เนื่องจากเป็นการเพิ่มศักยภาพในการผลิตให้แก่กิจการ หรือกิจการอาจมีการจัดหาเงินโดยการก่อหนี้หรือการเพิ่มทุนให้แก่กิจการ

ตารางที่ 4.3 ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (กลุ่ม 1)

	RET	NP	OP	EXTRA	CVA	CFO	CFI	CFF
RET	1							
NP	.177	1						
OP	.344**	.910**	1					
EXTRA	.095	.414**	-.002	1				
CVA	.251**	.477**	.551**	.942**	1			
CFO	.263**	.812**	.828**	.912**	.845**	1		
CFI	-.207*	-.488**	-.308**	-.353	-.183*	-.423**	1	
CFF	.110	-.453**	-.520**	-.781**	-.784**	-.750**	-.061	1

**(*) ระดับนัยสำคัญ 0.01(0.05) (2 ทาง)

ตารางที่ 4.4 ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (กลุ่ม 2)

	RET	NP	OP	EXTRA	CVA	CF0	CFI	CFF
RET	1							
NP	.329**	1						
OP	.319**	.992**	1					
EXTRA	.064	.048	-.012	1				
CVA	.243*	.802**	.800**	-.334	1			
CFO	.324**	.796**	.808**	-.279	.853**	1		
CFI	-.196	-.597**	-.618**	.593**	-.481**	-.682**	1	
CFF	-.212	-.413**	-.400**	-.294	-.418**	-.359**	-.289**	1

**(*) ระดับนัยสำคัญ 0.01(0.05) (2 ทาง)

ตารางที่ 4.5 ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม (กลุ่ม 3)

	RET	NP	OP	EXTRA	CVA	CF0	CFI	CFF
RET	1							
NP	.327**	1						
OP	.342**	.986**	1					
EXTRA	.135	.201	-.010	1				
CVA	.238*	.441**	.456**	-.143	1			
CFO	.323**	.782**	.797**	-.138	.806**	1		
CFI	-.201	-.453**	-.480**	.339	-.301**	-.519**	1	
CFF	-.269*	-.555**	-.559**	-.232	-.496**	-.646**	-.008	1

**(*) ระดับนัยสำคัญ 0.01(0.05) (2 ทาง)

ตารางที่ 4.6 ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร กลุ่มทรัพยากร (กลุ่ม 4)

	RET	NP	OP	EXTRA	CVA	CF0	CFI	CFF
RET	1							
NP	.438	1						
OP	.443	.948**	1					
EXTRA	.064	-.489	-.578	1				
CVA	.375	.921**	.867**	-.424	1			
CFO	.459*	.920**	.923**	-.685	.966**	1		
CFI	-.385	-.575**	-.755**	.737	-.551*	-.692**	1	
CFF	-.387	-.816**	-.695**	.219	-.757**	-.729**	.185	1

**(*) ระดับนัยสำคัญ 0.01(0.05) (2 ทาง)

ตารางที่ 4.7 ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร กลุ่มบริการ (กลุ่ม 5)

	RET	NP	OP	EXTRA	CVA	CF0	CFI	CFF
RET	1							
NP	.280**	1						
OP	.328**	.972**	1					
EXTRA	.105	.060	.090	1				
CVA	.276**	.499**	.527**	.371	1			
CFO	.366**	.734**	.788**	.376*	.775**	1		
CFI	-.215*	-.387**	-.446**	.680**	-.309**	-.486**	1	
CFF	-.165	-.444**	-.439**	-.665**	-.468**	-.588**	-.219*	1

**(*) ระดับนัยสำคัญ 0.01(0.05) (2 ทาง)

ตารางที่ 4.8 ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร กลุ่มเทคโนโลยี (กลุ่ม 6)

	RET	NP	OP	EXTRA	CVA	CF0	CFI	CFF
RET	1							
NP	.385**	1						
OP	.366**	.960**	1					
EXTRA	.380	-.093	-.335	1				
CVA	.351**	.437**	.512**	-.179	1			
CFO	.306**	.678**	.747**	-.088	.590**	1		
CFI	-.114	-.450**	-.485**	-.342	-.259*	-.632**	1	
CFF	-.276**	-.509**	-.571**	.246	-.383**	-.699**	-.028	1

**(*) ระดับนัยสำคัญ 0.01(0.05) (2 ทาง)

ตารางที่ 4.9 ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปร รวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

	RET	NP	OP	EXTRA	CVA	CF0	CFI	CFF
RET	1							
NP	.026	1						
OP	.018	.987**	1					
EXTRA	.051	.204*	.152	1				
CVA	.086*	.565**	.562**	.063	1			
CFO	.086*	.782**	.791**	.071	.813**	1		
CFI	-.133**	-.521**	-.552**	-.391**	-.291**	-.549**	1	
CFF	-.006	-.436**	-.426**	-.428**	-.615**	-.604**	-.147**	1

**(*) ระดับนัยสำคัญ 0.01(0.05) (2 ทาง)

จากตารางที่ 4.3 - 4.9 เป็นการแสดงค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation) พบว่า ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มวัตถุดิบและสินค้า อุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ กลุ่มเทคโนโลยี และรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ตัวแปร ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (RET) มีความสัมพันธ์กับตัวแปรกำไรสุทธิ กำไรจากการดำเนินงาน รายการพิเศษ มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในทิศทาง เดียวกัน นอกจากนี้ยังพบว่าตัวแปรผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับตัวแปรกระแส เงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินในทิศทางตรงกันข้ามกัน ซึ่ง ผู้วิจัยสันนิษฐานเบื้องต้นว่า การที่กิจการมีผลการดำเนินงานปรับตัวสูงขึ้น ส่งผลให้ผลตอบแทน ของหลักทรัพย์สูงขึ้นนั้น กระแสเงินสดของกิจการอาจจะไม่ได้สูงขึ้นด้วย เนื่องจากกิจการอาจ ตัดสินใจในการลงทุนซื้อสินทรัพย์ใหม่ๆในการขยายกิจการ เพื่อเพิ่มศักยภาพในการผลิตให้แก่ กิจการ ซึ่งทำให้กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน มีค่าในทิศทางตรงข้ามกับผลตอบแทนของ หลักทรัพย์ หรืออาจเนื่องมาจาก กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดี ทำให้กิจการอาจมีการจัดหาเงิน โดยการก่อหนี้(หมายความว่าผู้บริหารมีความมั่นใจที่จะสามารถจ่ายชำระดอกเบี้ยได้ตามกำหนด โดยที่กิจการมีความสามารถในการดำเนินงานที่ได้รับผลตอบแทนสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้)หรือ การเพิ่มทุนเพื่อประโยชน์ของกระแสเงินสดในอนาคตของผู้ให้เงินทุนแก่กิจการ ซึ่งอาจทำให้กระแส เงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน มีค่าในทิศทางตรงข้ามกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม อาจจะต้องพิจารณาแหล่งที่มาและใช้ไปของกระแสเงินสดจากกิจกรรมต่างๆในรายละเอียดของ แต่ละกิจการว่าเป็นเรื่องดีหรือไม่ดี

4.2 การวิเคราะห์ความถดถอย (Regression Analysis)

4.2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพในการทำกำไรกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

จากสมมติฐานที่ 1 ที่กล่าวว่า ประสิทธิภาพในการทำกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทน ของหลักทรัพย์ของกิจการ

ตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ คือ

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 NP_{it} + e_{it} \quad (\text{ตัวแบบที่ 1})$$

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 OP_{it} + \beta_2 EXTRA_{it} + e_{it} \quad (\text{ตัวแบบที่ 2})$$

การทดสอบสมมติฐานดังกล่าว จะพิจารณาจากค่าสถิติทดสอบว่ามีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ ถ้าระดับนัยสำคัญของแต่ละตัวแปรอิสระมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด ($P\text{-value} < 0.05$) จะสรุปว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวของตัวแบบนั้นมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยกำหนดค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.10 เป็นการแสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ พบว่า กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มวัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ กลุ่มเทคโนโลยี และรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ค่าสถิติทดสอบ t และค่า $P\text{-value}$ ของกำไรสุทธิที่ได้จากตัวแบบมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ซึ่งสรุปได้ว่ากำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ส่วนค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ ($\text{Adjusted } R^2$) รวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม มีค่าเท่ากับ 6.1% หมายความว่า กำไรสุทธิ สามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ 6.1%

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.10 ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

กลุ่มอุตสาหกรรม	Constant	NP	Adj. R ² (%)
1	-0.353 ^a (-1.258) ^b 0.211 ^c	0.071 (2.078) 0.040	4.5
2	-0.144 (-2.376) 0.020	0.023 (3.157) 0.002	10.8
3	-0.115 (-1.506) 0.136	0.054 (3.213) 0.002	10.7
4	-0.243 (-1.537) 0.142	0.072 (2.697) 0.030	19.2
5	-0.163 (-2.270) 0.025	0.058 (3.273) 0.001	7.8
6	-0.300 (-3.633) 0.000	0.096 (3.871) 0.000	14.9
รวมทุกกลุ่ม (Pooled)	-0.144 (-2.039) 0.042	0.007 (2.002) 0.048	6.1

^aค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย

^bค่า t-statistics

^cค่า P-value

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.11 ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรจากการดำเนินงานและรายการพิเศษกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

กลุ่มอุตสาหกรรม	Constant	OP	EXTRA	Adj. R ² (%)
1	-0.445 ^a (-1.747) ^b 0.083 ^c	0.152 (4.117) 0.000	0.319 (3.940) 0.000	22.5
2	-0.124 (-2.114) 0.038	0.025 (2.440) 0.017	0.016 (0.821) 0.414	14.4
3	-0.116 (-1.513) 0.134	0.062 (2.894) 0.005	0.030 (0.676) 0.501	13.8
4	-0.268 (-1.569) 0.135	0.095 (3.993) 0.000	0.032 (0.658) 0.546	16.1
5	-0.253 (-3.211) 0.002	0.079 (4.125) 0.000	0.038 (1.901) 0.060	13.1
6	-0.287 (-3.400) 0.001	0.077 (2.179) 0.032	0.114 (3.231) 0.002	15.8
รวมทุกกลุ่ม (Pooled)	-0.155 (-2.271) 0.024	0.058 (4.094) 0.000	0.006 (0.163) 0.871	14.4

^aค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย

^bค่า t-statistics

^cค่า P-value

จากตารางที่ 4.11 เป็นการแสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรจากการดำเนินงานและรายการพิเศษกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ พบว่า กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ กลุ่มเทคโนโลยี และรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ค่าสถิติทดสอบ t และค่า P-value ของกำไรจากการดำเนินงานที่ได้จากตัวแบบมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ซึ่งสรุปได้ว่ากำไรจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ นอกจากนี้ พบว่า กลุ่มเกษตรและ

อุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มเทคโนโลยี ค่าสถิติทดสอบ t และค่า P-value ของรายการพิเศษที่ได้จากตัวแบบมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ซึ่งสรุปได้ว่ารายการพิเศษมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แต่อย่างไรก็ตาม กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ และรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ค่าสถิติทดสอบ t และค่า P-value ของรายการพิเศษที่ได้จากตัวแบบมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ซึ่งสรุปได้ว่ารายการพิเศษไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แสดงว่า การที่บริษัทมีรายการพิเศษนั้น ไม่ได้เป็นปัจจัยที่ใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ อาจเนื่องมาจากรายการพิเศษเป็นรายการซึ่งไม่ได้เกิดขึ้นจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการ และเป็นรายการที่ไม่คาดว่าจะเกิดขึ้นบ่อยในกิจการที่ดำเนินอยู่ แต่อย่างไรก็ตาม รายการพิเศษเป็นรายการหนึ่งที่อยู่ในการเงินที่สามารถดูถึงเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในกิจการได้

ส่วนค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R^2) รวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม มีค่าเท่ากับ 14.4% หมายความว่า ถ้าไรจากการดำเนินงานและรายการพิเศษ สามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ 14.4%

4.2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่มกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

จากสมมติฐานที่ 2 ที่กล่าวว่า ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่มมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ

ตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบ คือ

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 CVA_{it} + e_{it} \quad (\text{ตัวแบบที่ 3})$$

การทดสอบสมมติฐานดังกล่าว จะพิจารณาจากค่าสถิติทดสอบว่ามีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ ถ้าระดับนัยสำคัญของแต่ละตัวแปรอิสระมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด ($P\text{-value} < 0.05$) จะสรุปว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวของตัวแบบนั้นมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยกำหนดค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 4.12 ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

กลุ่มอุตสาหกรรม	Constant	CVA	Adj. R ² (%)
1	-0.577 ^a (-2.414) ^b 0.017 ^c	0.107 (2.768) 0.007	9.3
2	-0.085 (-1.511) 0.135	0.025 (2.273) 0.026	8.9
3	-0.033 (-0.474) 0.637	0.057 (2.270) 0.026	8.7
4	-0.179 (-1.187) 0.251	0.072 (2.065) 0.054	17.1
5	-0.079 (-1.370) 0.173	0.080 (3.425) 0.001	12.6
6	-0.243 (-3.108) 0.003	0.107 (3.474) 0.001	14.4
รวมทุกกลุ่ม (Pooled)	-0.134 (-2.171) 0.030	0.030 (2.004) 0.046	7.8

^aค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย

^bค่า t-statistics

^cค่า P-value

จากตารางที่ 4.12 เป็นการแสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ พบว่า กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มวัสดุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มบริการ กลุ่มเทคโนโลยี และรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ค่าสถิติทดสอบ t และค่า P-value ของมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดที่ได้จากตัวแบบมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ซึ่งสรุปได้ว่ามูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ส่วนกลุ่มทรัพยากร ค่าสถิติทดสอบ t และค่า P-value ของมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดที่ได้จากตัวแบบมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 อาจเนื่องมาจาก กิจกรรมมี

ผลการดำเนินงานที่ดี จึงทำให้กิจการอาจมีการลงทุนอย่างต่อเนื่อง เพื่อเพิ่มศักยภาพในการผลิต จึงทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดไม่สัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ นอกจากนี้ จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการทดสอบของกลุ่มนี้อาจมีจำนวนน้อยเกินไปจึงทำให้ผลการทดสอบอาจยังไม่ชัดเจน

ส่วนค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R^2) รวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม มีค่าเท่ากับ 7.8% หมายความว่า มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด สามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ 7.8%

4.2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพของกระแสเงินสดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

จากสมมติฐานที่ 3 ที่กล่าวว่า ประสิทธิภาพของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ

ตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบ คือ

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it} + \beta_2 CFI_{it} + \beta_3 CFF_{it} + e_{it} \quad (\text{ตัวแบบที่ 4})$$

การทดสอบสมมติฐานดังกล่าว จะพิจารณาจากค่าสถิติทดสอบว่ามีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ ถ้าระดับนัยสำคัญของแต่ละตัวแปรอิสระมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด ($P\text{-value} < 0.05$) จะสรุปว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวของตัวแบบนั้นมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยกำหนดค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.13 เป็นการแสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพของกระแสเงินสดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ พบว่า กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ค่าสถิติทดสอบ t และค่า $P\text{-value}$ ของประสิทธิภาพของกระแสเงินสดที่ได้จากตัวแบบมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ซึ่งสรุปได้ว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ นอกจากนี้ พบว่า กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มเทคโนโลยี ค่าสถิติทดสอบ t และค่า $P\text{-value}$ ของประสิทธิภาพของกระแสเงินสดที่ได้จากตัวแบบมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05

แสดงว่า การที่กิจการมีกระแสเงินสดน้อย อาจไม่ได้ส่งผลให้กิจการมีผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่ดีเสมอไป เนื่องจาก กิจการอาจมีการลงทุนในการซื้อสินทรัพย์ในการขยายกิจการ เพื่อให้กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดี ทำให้นักลงทุนคาดว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะดี ดังนั้น นักลงทุนอาจจะต้องพิจารณาจากแหล่งที่มาและใช้ไปในกระแสเงินสดแต่ละกิจกรรม เพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุน

ตารางที่ 4.13 ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพของกระแสเงินสดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

กลุ่มอุตสาหกรรม	Constant	CFO	CFI	CFF	Adj. R ² (%)
1	-0.323 ^a (-1.384) ^b 0.169 ^c	-0.371 (-8.039) 0.000	-0.338 (-7.636) 0.000	-0.342 (-6.203) 0.000	38.3
2	-0.162 (-2.563) 0.012	0.008 (0.573) 0.568	-0.009 (-0.715) 0.477	-0.018 (-1.171) 0.245	10.5
3	-0.121 (-1.493) 0.139	0.021 (0.751) 0.455	-0.032 (-0.932) 0.354	-0.032 (-1.150) 0.254	12.0
4	-0.335 (-1.835) 0.085	-0.004 (-0.039) 0.969	-0.105 (-0.860) 0.403	-0.097 (-0.823) 0.423	17.7
5	-0.220 (-3.101) 0.002	0.071 (2.502) 0.014	0.000 (0.007) 0.994	0.015 (0.520) 0.604	12.7
6	-0.269 (-2.930) 0.004	0.059 (1.128) 0.262	0.027 (0.543) 0.589	0.001 (0.018) 0.986	10.4
รวมทุกกลุ่ม (Pooled)	-0.114 (-1.743) 0.082	-0.179 (-9.431) 0.000	-0.174 (-9.632) 0.000	-0.172 (-8.249) 0.000	10.7

^aค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย

^bค่า t-statistics

^cค่า P-value

ส่วนค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R^2) รวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม มีค่าเท่ากับ 10.7% หมายความว่า ประสิทธิภาพของกระแสเงินสดสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ 10.7%

จากผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ พบว่า ประสิทธิภาพในการทำกำไร ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม และประสิทธิภาพของกระแสเงินสด ต่างก็มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ แต่ความสามารถในการอธิบายความสัมพันธ์จะมีมาน้อยแตกต่างกัน ซึ่งพิจารณาได้จากค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R^2)

4.3 การเปรียบเทียบความสามารถของตัววัดประสิทธิภาพทางการเงิน ไม่ว่าจะเป็นประสิทธิภาพในการทำกำไร ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม และประสิทธิภาพของกระแสเงินสด ในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ในการเปรียบเทียบตัวแบบต่าง ๆ นั้น จะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R^2) โดยตัวแบบที่สามารถอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่าจะมีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจสูงกว่าตัวแบบอื่นที่นำมาเปรียบเทียบ อย่างไรก็ตามค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจนั้นไม่สามารถอธิบายได้ว่าตัวแบบที่นำมาเปรียบเทียบกันนั้นแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ ผู้วิจัยจึงได้พิจารณาจากค่า Vuong (1989) Z-statistic

Vuong (1989) Z-statistic เป็นเทคนิคทางสถิติที่นำมาใช้ในการเปรียบเทียบ ตัวแบบที่เป็น Non-nested Model คือ ตัวแปรอิสระทุกตัวของตัวแบบหนึ่งไม่ได้เป็นส่วนหนึ่งของอีกตัวแบบหนึ่ง ที่นำมาเปรียบเทียบ โดยค่า Vuong Z-statistic นี้จะสามารถทดสอบสมมติฐานที่ว่า ตัวแบบที่นำมาเปรียบเทียบกันนั้น ตัวแบบหนึ่งดีกว่าตัวแบบหนึ่งอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่

ในการพิจารณาVuong Z-statisticจะมีเกณฑ์ในการพิจารณาคือ ถ้าค่าVuong Z-statistic ที่ได้เป็นบวกและมีนัยสำคัญ (ค่า Vuong Z-statistic เท่ากับหรือเกินกว่าค่า Z ณ ระดับนัยสำคัญที่กำหนดจะถือว่ามีนัยสำคัญ) แสดงว่าตัวแบบที่เป็นตัวตั้งจะดีกว่าตัวแบบที่นำมาเปรียบเทียบอย่างมีนัยสำคัญ ในทางตรงกันข้าม ถ้าค่า Vuong Z-statistic ที่ได้เป็นลบและมีนัยสำคัญ แสดงว่าตัวแบบที่นำมาเปรียบเทียบดีกว่าตัวแบบที่เป็นตัวตั้งอย่างมีนัยสำคัญ และถ้าค่า Vuong

Z-statistic ที่ได้อยู่ในช่วงที่ไม่มีนัยสำคัญ แสดงว่าตัวแบบที่นำมาเปรียบเทียบไม่ดีกว่ากันอย่างมีนัยสำคัญ

จากสมมติฐานที่ 4 ที่กล่าวว่า ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม สามารถใช้อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่าประสิทธิภาพในการทำกำไรและประสิทธิภาพของกระแสเงินสด

4.3.1 การเปรียบเทียบความสามารถระหว่างกำไรจากการดำเนินงานกับกำไรสุทธิในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

การเปรียบเทียบความสามารถระหว่างกำไรจากการดำเนินงาน(ตัวแบบที่ 2) กับกำไรสุทธิ (ตัวแบบที่ 1) ในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ ตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบ คือ

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 NP_{it} + e_{it} \quad (\text{ตัวแบบที่ 1})$$

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 OP_{it} + e_{it} \quad (\text{ตัวแบบที่ 2})$$

การทดสอบจะพิจารณาจากค่า Vuong Z-statistic หากค่า Vuong Z-statistic ที่ได้เป็นบวกและมีนัยสำคัญ แสดงว่า ตัวแบบที่ 2 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่า และหากค่า Vuong Z-statistic ที่ได้เป็นลบและมีนัยสำคัญ แสดงว่า ตัวแบบที่ 1 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่า โดยการวิจัยในครั้งนี้ได้กำหนดค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.15 ผลการทดสอบพบว่า ค่า Vuong Z-statistic มีค่า 2.318 0.889 0.917 0.308 2.938 -2.948 และ 1.722 ตามลำดับ แสดงว่า ตัวแบบที่ 2 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่าตัวแบบที่ 1 อย่างมีนัยสำคัญ ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มบริการ และรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ส่วนตัวแบบที่ 1 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่าตัวแบบที่ 2 อย่างมีนัยสำคัญ ในกลุ่มเทคโนโลยี ส่วนกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มวัสดุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มทรัพยากร พบว่าตัวแบบที่ 2 กับตัวแบบที่ 1 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการไม่แตกต่างกัน

ตารางที่ 4.14 ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจของการเปรียบเทียบความสามารถระหว่างกำไรจากการดำเนินงานกับกำไรสุทธิในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

กลุ่มอุตสาหกรรม	ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjust R ²)	
	ตัวแบบที่ 1	ตัวแบบที่ 2
1	4.5	11.8
2	10.8	10.2
3	10.7	11.7
4	19.2	18.4
5	7.8	11.2
6	14.9	12.4
รวมทุกกลุ่ม (Pooled)	6.1	8.6

ตารางที่ 4.15 ค่า Vuong Z-statistic ของการเปรียบเทียบความสามารถระหว่างกำไรจากการดำเนินงานกับกำไรสุทธิในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

กลุ่มอุตสาหกรรม	ค่า Vuong Z-statistic
1	2.318
2	0.889
3	0.917
4	0.308
5	2.938
6	-2.948
รวมทุกกลุ่ม (Pooled)	1.722

* ระดับนัยสำคัญ 0.05 (ทางเดียว)

สรุปได้ว่า ในการวิเคราะห์ข้อมูลแบบรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม กำไรจากการดำเนินงาน สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่ากำไรสุทธิ แสดงว่า กำไรจากการดำเนินงานเป็นตัวชี้วัดที่ดีในการสะท้อนให้เห็นผลการดำเนินงานของแต่ละกิจการได้อย่างชัดเจนกว่ากำไรสุทธิ อาจเนื่องมาจากกำไรจากการดำเนินงานเป็นกำไรจากการดำเนินงานที่ยังไม่ได้คำนึงถึงดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้ ซึ่งดอกเบี้ยจ่ายของแต่ละกิจการจะมากหรือน้อย ย่อมขึ้นอยู่กับภาระกู้ยืมเงิน ส่วนภาษีเงินได้ เป็นสิ่งที่ทุกกิจการต้องจ่ายตามกฎหมาย และหลีกเลี่ยงไม่ได้ ดังนั้น จำนวนเงินของรายการทั้งดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้ ไม่น่าจะมีผลต่อการวัดผลการดำเนินงานของแต่ละกิจการ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงนำกำไรจากการดำเนินงานมาเปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด

4.3.2 การเปรียบเทียบความสามารถระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดกับกำไรจากการดำเนินงานในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

จากสมมติฐานที่ 4(a) ที่กล่าวว่า มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด สามารถใช้อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่ากำไรจากการดำเนินงาน ตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบ คือ

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 OP_{it} + e_{it} \quad (\text{ตัวแบบที่ 2})$$

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 CVA_{it} + e_{it} \quad (\text{ตัวแบบที่ 3})$$

การทดสอบจะพิจารณาจากค่า Vuong Z-statistic หากค่า Vuong Z-statistic ที่ได้เป็นบวกและมีนัยสำคัญ แสดงว่า ตัวแบบที่ 3 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่า และหากค่า Vuong Z-statistic ที่ได้เป็นลบและมีนัยสำคัญ แสดงว่า ตัวแบบที่ 2 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่า โดยการวิจัยในครั้งนี้ได้กำหนดค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 4.16 ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจของการเปรียบเทียบความสามารถระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดกับกำไรจากการดำเนินงานในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

กลุ่มอุตสาหกรรม	ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjust R ²)	
	ตัวแบบที่ 2	ตัวแบบที่ 3
1	11.8	9.3
2	10.2	8.9
3	11.7	8.7
4	18.4	17.1
5	11.2	12.6
6	12.4	14.4
รวมทุกกลุ่ม (Pooled)	8.6	7.8

ตารางที่ 4.17 ค่า Vuong Z-statistic ของการเปรียบเทียบความสามารถระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดกับกำไรจากการดำเนินงานในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

กลุ่มอุตสาหกรรม	ค่า Vuong Z-statistic
1	-1.934
2	-3.753
3	-2.219
4	0.509
5	2.782
6	2.686
รวมทุกกลุ่ม (Pooled)	-2.932

* ระดับนัยสำคัญ 0.05 (ทางเดียว)

จากตารางที่ 4.17 ผลการทดสอบพบว่า ค่า Vuong Z-statistic มีค่า -1.934 -3.753 -2.219 0.509 2.782 2.686 และ -2.932 ตามลำดับ แสดงว่า ตัวแบบที่ 3 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่าตัวแบบที่ 2 อย่างมีนัยสำคัญ ในกลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี ส่วนตัวแบบที่ 2 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่าตัวแบบที่ 3 อย่างมีนัยสำคัญ ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม และรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ส่วนกลุ่มทรัพยากร พบว่า ตัวแบบที่ 3 กับตัวแบบที่ 2 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการไม่แตกต่างกัน

สรุปได้ว่า ในการวิเคราะห์ข้อมูลแบบรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม กำไรจากการดำเนินงานสามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด แต่อย่างไรก็ตาม เมื่อวิเคราะห์ข้อมูลแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม จะเห็นได้ว่า กำไรจากการดำเนินงานสามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม ส่วนมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดสามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่ากำไรจากการดำเนินงานในกลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี แสดงว่า กำไรในเกณฑ์เงินสด สามารถสะท้อนให้เห็นผลการดำเนินงานของกิจการที่ดีกว่ากำไรเกณฑ์คงค้าง อาจเนื่องจาก สามารถสะท้อนให้เห็นถึงเงินสดที่กิจการมีอยู่จริง แต่อย่างไรก็ตาม ทั้งกำไรจากการดำเนินงานและมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดสามารถใช้อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้

4.3.3 การเปรียบเทียบความสามารถระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดกับประสิทธิภาพของกระแสเงินสดในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

จากสมมติฐานที่ 4(b) ที่กล่าวว่า มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด สามารถใช้อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่าประสิทธิภาพของกระแสเงินสด ตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบ คือ

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 CVA_{it} + e_{it} \quad (\text{ตัวแบบที่ 3})$$

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it} + \beta_2 CFI_{it} + \beta_3 CFF_{it} + e_{it} \quad (\text{ตัวแบบที่ 4})$$

การทดสอบจะพิจารณาจากค่า Vuong Z-statistic หากค่า Vuong Z-statistic ที่ได้เป็นบวกและมีนัยสำคัญ แสดงว่า ตัวแบบที่ 3 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่า และหากค่า Vuong Z-statistic ที่ได้เป็นลบและมีนัยสำคัญ แสดงว่า ตัวแบบที่ 4 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่า โดยการวิจัยในครั้งนี้ได้กำหนดค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 4.18 ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจของการเปรียบเทียบความสามารถระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดกับประสิทธิภาพของกระแสเงินสดในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

กลุ่มอุตสาหกรรม	ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjust R ²)	
	ตัวแบบที่ 3	ตัวแบบที่ 4
1	9.3	38.3
2	8.9	10.5
3	8.7	12.0
4	17.1	17.7
5	12.6	12.7
6	14.4	10.4
รวมทุกกลุ่ม (Pooled)	7.8	10.7

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.19 ค่า Vuong Z-statistic ของการเปรียบเทียบความสามารถระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดกับประสิทธิภาพของกระแสเงินสดในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

กลุ่มอุตสาหกรรม	ค่า Vuong Z-statistic
1	0.597
2	0.465
3	-4.793
4	0.367
5	0.503
6	2.574
รวมทุกกลุ่ม (Pooled)	0.300

* ระดับนัยสำคัญ 0.05 (ทางเดียว)

จากตารางที่ 4.19 ผลการทดสอบพบว่า ค่า Vuong Z-statistic มีค่า 0.597 0.465 -4.793 0.367 0.503 2.574 และ 0.300 ตามลำดับ แสดงว่า ตัวแบบที่ 3 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่าตัวแบบที่ 4 อย่างมีนัยสำคัญในกลุ่มเทคโนโลยี ส่วนตัวแบบที่ 4 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่าตัวแบบที่ 3 อย่างมีนัยสำคัญ ในกลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม ส่วนกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ และรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า ตัวแบบที่ 3 กับตัวแบบที่ 4 สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการไม่แตกต่างกัน

สรุปได้ว่า ในการวิเคราะห์ข้อมูลแบบรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดและประสิทธิภาพของกระแสเงินสด สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ไม่แตกต่างกัน อาจเนื่องมาจากเป็นข้อมูลจากงบกระแสเงินสดเหมือนกัน ทำให้ความสามารถในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไม่ได้แตกต่างกันอย่างชัดเจน แต่อย่างไรก็ตาม มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด น่าจะเป็นอีกแนวคิดหนึ่งในการวัดผลการดำเนินงานที่นักลงทุนกำลังให้ความสนใจ

4.4 การวิเคราะห์เพิ่มเติม

เนื่องจาก มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดนั้น คำนวณได้จาก

$$\text{มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด} = \text{CFO} - \text{ค่าเสื่อมราคา} - \text{เงินปันผลจ่าย}$$

ผู้วิจัยจึงทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์เพื่อให้มีความชัดเจนมากขึ้นในการวัดผลการดำเนินงานของกิจการ แต่อย่างไรก็ตาม ในการพิจารณาข้อมูลงบกระแสเงินสดนั้น ควรพิจารณาจากทั้ง 3 กิจกรรมว่ามีแหล่งที่มาและใช้ไปในแต่ละกิจกรรมอย่างไร เพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุน

ตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบ คือ

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it} + e_{it}$$

การทดสอบสมมติฐานดังกล่าว จะพิจารณาจากค่าสถิติทดสอบว่ามีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ ถ้าระดับนัยสำคัญของแต่ละตัวแปรอิสระมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด ($P\text{-value} < 0.05$) จะสรุปว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวของตัวแบบนั้นมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยกำหนดค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.20 เป็นการแสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ พบว่า กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มวัสดุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี ค่าสถิติทดสอบ t และค่า $P\text{-value}$ ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่ได้จากตัวแบบมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ซึ่งสรุปได้ว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ส่วนกลุ่มทรัพยากร ค่าสถิติทดสอบ t และค่า $P\text{-value}$ ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่ได้จากตัวแบบมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05

ส่วนค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ ($\text{Adjusted } R^2$) รวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม มีค่าเท่ากับ 5.7% หมายความว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ 5.7%

ตารางที่ 4.20 ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

กลุ่มอุตสาหกรรม	Constant	CFO	Adj. R ² (%)
1	-0.275 (-1.034) 0.303	0.077 (2.910) 0.004	9.9
2	-0.155 (-2.473) 0.015	0.020 (3.099) 0.003	9.5
3	-0.121 (-1.554) 0.124	0.048 (3.168) 0.002	9.4
4	-0.296 (-1.738) 0.099	0.082 (1.832) 0.068	15.7
5	-0.217 (-3.077) 0.003	0.063 (4.410) 0.000	12.7
6	-0.288 (-3.223) 0.002	0.046 (2.984) 0.004	9.4
รวมทุกกลุ่ม (Pooled)	-0.092 (-1.308) 0.191	0.018 (1.904) 0.057	5.7

^a ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย

^b ค่า t-statistics

^c ค่า P-value

4.5 สรุป

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงิน ไม่ว่าจะเป็นประสิทธิภาพในการทำกำไร ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม และประสิทธิภาพของกระแสเงินสดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ พบว่า ทั้งสี่ตัวแบบสามารถอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ กล่าวคือ โดยส่วนใหญ่ กำไรสุทธิ กำไรจากการดำเนินงาน รายการพิเศษ มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน สามารถอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ และเมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ ($\text{Adjusted } R^2$) ซึ่งเป็นค่าที่บ่งบอกถึงความสามารถของตัวแปรอิสระในการอธิบายตัวแปรตาม ซึ่งในที่นี้ ก็คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ ($\text{Adjusted } R^2$) อยู่ในระดับพอใช้ได้ อาจเนื่องจากปัจจัยที่สามารถอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้น ไม่ได้มาจากข้อมูลในงบการเงินอย่างเดียว ยังมีปัจจัยอื่นๆอีกในการพิจารณา เช่น การไหลของกระแสเงินทุนจากต่างประเทศ (Fund Flow) การเข้าแทรกแซงของธนาคารแห่งประเทศไทย สัดส่วนของการลงทุนของผู้ถือหุ้น (Free Float) ประเด็นทางการเมือง เป็นต้น นอกจากนี้ เมื่อเปรียบเทียบความสามารถของประสิทธิภาพในการทำกำไร ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม และประสิทธิภาพของกระแสเงินสดในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ พบว่า ในการวิเคราะห์ข้อมูลแบบรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม กำไรจากการดำเนินงานสามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่ากำไรสุทธิและมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด ส่วนมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดและประสิทธิภาพของกระแสเงินสดสามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ไม่แตกต่างกัน แต่เมื่อวิเคราะห์ข้อมูลแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม จะเห็นได้ว่า กำไรจากการดำเนินงานสามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม ส่วนมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดสามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่ากำไรจากการดำเนินงานในกลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่อง “ความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” โดยตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินที่ศึกษา ประกอบด้วย 1)กำไรสุทธิ 2)กำไรจากการดำเนินงาน 3)รายการพิเศษ 4)มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด 5)กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน 6)กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และ 7)กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน

สำหรับรูปแบบการวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นไปตามเกณฑ์ที่กำหนดไว้ เมื่อพิจารณาจำนวนกลุ่มตัวอย่าง พบว่ามีจำนวน 131 บริษัท

ในส่วนการวิเคราะห์ข้อมูลจะใช้โปรแกรม SPSS for window 13.0 ในการวิเคราะห์เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่อยู่ในแต่ละตัวแบบกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และใช้ค่า Vuong (1989) Z-statistic ในการเปรียบเทียบความสามารถของตัวแปรอิสระระหว่างตัวแบบในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

5.1 สรุปผลการวิจัย

ในส่วนของสรุปผลการวิจัย ผู้วิจัยจะแบ่งประเด็นการนำเสนอ ออกเป็น 2 ส่วน คือ ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และผลการวิเคราะห์การเปรียบเทียบความสามารถของตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

5.1.1 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

สมมติฐานการวิจัยที่ 1

ผู้วิจัยต้องการตรวจสอบว่า ประสิทธิภาพในการทำกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการหรือไม่ และเพื่อเป็นการตอบปัญหาดังกล่าว ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานการวิจัยไว้ว่า “ประสิทธิภาพในการทำกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ”

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยในตัวแบบที่ 1 และตัวแบบที่ 2 เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 1 พบว่าเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ กล่าวคือ กำไรสุทธิ และกำไรจากการดำเนินงาน มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ($P\text{-value} < 0.05$) ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ไม่ว่าจะเป็น กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ กลุ่มเทคโนโลยี และรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

สรุปได้ว่า ประสิทธิภาพในการทำกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ กล่าวคือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ จะเป็นไปในทิศทางใดจะสูงขึ้นหรือต่ำลงอย่างไร สามารถพิจารณาได้จากข้อมูลกำไรที่ปรากฏอยู่ในงบการเงิน ซึ่งก็คือการที่บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี จะส่งผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการสูงขึ้น ดังนั้น ผู้ใช้งบการเงินจะสามารถนำข้อมูลกำไรต่างๆไปใช้ในการอธิบายหรือคาดการณ์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เพื่อให้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุนได้ เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนของหลักทรัพย์สูงสุด

สมมติฐานการวิจัยที่ 2

ผู้วิจัยต้องการตรวจสอบว่า ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่มมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการหรือไม่ และเพื่อเป็นการตอบปัญหาดังกล่าว ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานการวิจัยไว้ว่า “ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่มมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ”

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยในตัวแบบที่ 3 เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 2 พบว่าเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ กล่าวคือ มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ($P\text{-value} < 0.05$) ในการวิเคราะห์แบบรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม และเมื่อวิเคราะห์ข้อมูลแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี ส่วนกลุ่มทรัพยากรนั้นค่า $P\text{-value}$ ที่ได้มากกว่าระดับนัยสำคัญ

สรุปได้ว่า โดยส่วนใหญ่ ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่มมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ กล่าวคือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ จะเป็นไปในทิศทางใดจะสูงขึ้นหรือต่ำลงอย่างไร สามารถพิจารณาได้จากมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด ซึ่งก็คือ การที่บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี จะส่งผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการสูงขึ้น ดังนั้น ผู้ใช้บการเงินจะสามารถนำมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดไปใช้ในการอธิบายหรือคาดการณ์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุนได้ เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนของหลักทรัพย์สูงสุด

สมมติฐานการวิจัยที่ 3

ผู้วิจัยต้องการตรวจสอบว่า ประสิทธิภาพของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการหรือไม่ และเพื่อเป็นการตอบปัญหาดังกล่าว ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานการวิจัยไว้ว่า “ประสิทธิภาพของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ”

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยในตัวแบบที่ 4 เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 3 พบว่าเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ กล่าวคือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ($P\text{-value} < 0.05$) ในการวิเคราะห์แบบรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรมและเมื่อวิเคราะห์ข้อมูลแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

ส่วนกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มเทคโนโลยีนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ ($P\text{-value} > 0.05$)

เมื่อพิจารณาเพิ่มเติมเกี่ยวกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการหรือไม่ พบว่าเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ กล่าวคือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ($P\text{-value} < 0.05$) ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี

สรุปได้ว่า ประสิทธิภาพของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ แต่ไม่ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม อาจเนื่องมาจาก การที่กิจการมีกระแสเงินสดเยอะ ไม่ได้ส่งผลให้กิจการมีผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ดีเสมอไป ดังนั้น ผู้ใช้งบการเงินควรจะพิจารณาแหล่งที่มาและใช้ไปของแต่ละกิจกรรม เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุน

5.1.2 ผลการวิเคราะห์การเปรียบเทียบความสามารถของตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

สมมติฐานการวิจัยที่ 4

ผู้วิจัยต้องการตรวจสอบว่า ประสิทธิภาพในการทำกำไร ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม และประสิทธิภาพของกระแสเงินสดใดสามารถใช้ในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด และเพื่อเป็นการตอบปัญหาดังกล่าว ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานการวิจัยไว้ว่า “ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม สามารถใช้อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่า ประสิทธิภาพในการทำกำไรและประสิทธิภาพของกระแสเงินสด”

จากผลการเปรียบเทียบตัวแบบที่ 1 และตัวแบบที่ 2 พบว่า ในการวิเคราะห์ข้อมูลแบบรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม กำไรจากการดำเนินงานสามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่ากำไรสุทธิ ผลการเปรียบเทียบตัวแบบที่ 2 และตัวแบบที่ 3 พบว่า ในการวิเคราะห์ข้อมูลแบบรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม กำไรจากการดำเนินงานสามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่ามูลค่าเพิ่มเชิง

กระแสเงินสด แต่อย่างไรก็ตาม เมื่อวิเคราะห์ข้อมูลแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดสามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่ากำไรจากการดำเนินงานในกลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี ส่วนผลการเปรียบเทียบตัวแบบที่ 3 และตัวแบบที่ 4 พบว่า ในการวิเคราะห์ข้อมูลแบบรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดและประสิทธิภาพของกระแสเงินสดสามารถใช้ในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ไม่แตกต่างกัน

ผลการศึกษาทั้งหมด ได้แสดงให้เห็นว่า ประสิทธิภาพในการทำกำไร ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม และประสิทธิภาพของกระแสเงินสด ต่างก็มีประโยชน์ในการใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ แต่ความสามารถในการอธิบายมีความแตกต่างกันในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

ดังนั้น การพิจารณาทุกข้อมูล ไม่ว่าจะเป็น ข้อมูลกำไร ข้อมูลกระแสเงินสด และมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด ในการอธิบายหรือคาดการณ์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นดีกว่าการพิจารณาเพียงข้อมูลเดียว แต่อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบันการคาดการณ์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้น ไม่ได้ขึ้นอยู่กับข้อมูลในงบการเงินเพียงอย่างเดียว ยังขึ้นอยู่กับปัจจัยต่างๆ ไม่ว่าจะเป็น การไหลของกระแสเงินทุนจากต่างประเทศ (Fund Flow) การเข้าแทรกแซงของธนาคารแห่งประเทศไทย สัดส่วนของการลงทุนของผู้ถือหุ้น (Free Float) ประเด็นทางการเมือง เป็นต้น

นอกจากนี้ ในปัจจุบันมีทฤษฎีที่กำลังได้รับความสนใจ คือ Chaos theory “ทฤษฎีความโกลาหล”(แบบไม่เป็นเชิงเส้น) เนื่องจาก เชื่อว่าตลาดมีประสิทธิภาพ(Efficient Market Hypothesis) ดังนั้น ข้อมูลต่างๆจะสามารถสะท้อนออกมาในราคาของหลักทรัพย์ได้ทั้งหมด ซึ่งเป็นผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ในตลาดจะแกว่งขึ้นลงแบบสุ่ม (Random Walk)ไม่เป็นที่แน่นอน จะเห็นได้จากกราฟราคาของหลักทรัพย์ที่ขึ้นลงอย่างไม่เป็นแบบแผน แต่อย่างไรก็ตาม ยังมีผู้ที่ไม่เชื่อว่าตลาดมีประสิทธิภาพ เนื่องจากแม้เราจะไม่สามารถทำนายอนาคตระยะไกลได้ แต่เราก็ยังสามารถที่จะทำนายอนาคตระยะใกล้ได้อย่างไม่คลาดเคลื่อนนัก อย่างไรก็ตาม จนถึงปัจจุบันนี้ ยังไม่มีผลการวิจัยที่ตัดสินอะไรเด็ดขาดออกมาเลยว่าตลาดหลักทรัพย์เป็นหรือไม่เป็นระบบโกลาหล

5.2 ประโยชน์ของผลการวิจัย

1. ทำให้ทราบว่าตัววัดประสิทธิภาพทางการเงิน ไม่ว่าจะเป็น กำไรสุทธิ กำไรจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน และมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดซึ่งเป็นตัววัดผลการดำเนินงานใหม่ล่าสุดที่พบ สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงินเพื่อใช้เป็นส่วนหนึ่งในการประกอบการตัดสินใจในการลงทุน เช่น

ผู้บริหารของกิจการ เพื่อใช้ประโยชน์ในการวางแผน ควบคุมและตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจ

ผู้ลงทุน เพื่อประเมินความเสี่ยง และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ก่อนตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์

ผู้ให้สินเชื่อ เพื่อทราบถึงความมั่นคงทางการเงิน สภาพคล่อง และความสามารถของกิจการในการชำระหนี้ ก่อนทำการอนุมัติสินเชื่อ

2. หน่วยงานกำกับดูแลที่เกี่ยวข้อง สามารถนำผลการวิจัยที่ได้มาช่วยในการกำหนดกฎเกณฑ์หรือข้อบังคับในการรายงานและเปิดเผยข้อมูลในงบการเงิน

5.3 ข้อจำกัดในการวิจัย

1. การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิเคราะห์โดยใช้ข้อมูลเชิงปริมาณตามตัวแบบที่ใช้ในการวิจัยเพียงอย่างเดียว ไม่ได้คำนึงถึงข้อมูลเชิงคุณภาพหรือปัจจัยอื่นๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เช่น การไหลของกระแสเงินทุนจากต่างประเทศ (Fund Flow) การเข้าแทรกแซงของธนาคารแห่งประเทศไทย สัดส่วนของการลงทุนของผู้ถือหุ้น (Free Float) เป็นต้น

2. การวิจัยครั้งนี้ไม่ได้รวมบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เนื่องจากกลุ่มบริษัทมีข้อบังคับในการจัดทำและนำเสนองบการเงิน มีโครงสร้างทางการเงินและกระแสเงินสด หรือมีกิจกรรมทางการเงินและการดำเนินงานเป็นธุรกิจเฉพาะที่แตกต่างไปจากกลุ่มบริษัทอื่นๆทั่วไปที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ รวมทั้ง ไม่ได้รวมบริษัทที่มีการจัดทำภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี (Deferred Tax) เนื่องจากต้องการให้บริษัทจัดทำภาษีเงินได้อยู่ภายใต้มาตรฐานเดียวกัน

3. การวิจัยครั้งนี้ สมมติว่าตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis หรือ EMH) คือ ข้อมูลทางการเงินบัญชีและข้อมูลอื่น สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ แต่อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบันการวิเคราะห์ความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ยังมีปัจจัยอื่นๆเข้ามาเกี่ยวข้องด้วย

4. การวิจัยครั้งนี้ ค่าเสื่อมราคาที่ใช้ สมมติว่า บริษัทไม่มีการขยายกิจการ โดยถือว่าเป็นค่าเสื่อมราคาของสินทรัพย์ที่มีไว้เพื่อรักษาระดับกำลังการผลิตเดิมที่มีอยู่ เนื่องจากไม่สามารถทราบข้อเท็จจริงในรายละเอียดที่ชัดเจนว่าเป็นค่าเสื่อมราคาของสินทรัพย์ที่มีอยู่เดิมหรือเป็นสินทรัพย์เพื่อขยายกิจการใหม่

5.4 ข้อเสนอแนะการวิจัยในอนาคต

1. ควรมีการศึกษาเพิ่มเติมว่าตัวแปรอื่นใดจะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ เช่น การไหลของกระแสเงินทุนจากต่างประเทศ (Fund Flow) การเข้าแทรกแซงของธนาคารแห่งประเทศไทย สัดส่วนของการลงทุนของผู้ถือหุ้น (Free Float) ขนาดของกิจการ มูลค่าตลาดของกิจการ รายการคงค้าง เป็นต้น

2. ควรมีการศึกษาเพิ่มเติมถึงความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพในการทำกำไร ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม และประสิทธิภาพของกระแสเงินสดกับราคาหลักทรัพย์

3. ในการวิจัยครั้งนี้ ไม่ได้รวมบริษัทที่มีการจัดทำภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี (Deferred Tax) ซึ่งอาจทำให้ตัดบริษัทที่มีส่วนแบ่งทางการตลาด (Market Capitalization) ที่สำคัญในตลาดหลักทรัพย์ออกไป ดังนั้นการวิจัยในอนาคต อาจปรับฐานภาษีเงินได้ให้อยู่ในฐานเดียวกันก่อน เพื่อจะได้นำบริษัทเหล่านั้นมาใช้ในการวิจัยได้ เพื่อให้ผลการวิจัยที่ได้ดียิ่งขึ้น

4. ในการวิจัยครั้งนี้ ราคาปิดของหลักทรัพย์ของกิจการใช้ราคาปิด ณ วันสิ้นเดือนของแต่ละเดือน ทำให้อาจไม่ได้เป็นตัวแทนที่ดีนัก เนื่องจากกิจการอาจพยายามทำราคาหลักทรัพย์ให้สูงขึ้นในช่วงสิ้นเดือน เพื่อให้ราคาปิดของหลักทรัพย์ของกิจการดูดี ดังนั้นการวิจัยในอนาคต อาจใช้ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ สิ้นวัน เพื่อให้ผลการวิจัยที่ได้ดียิ่งขึ้น

5. ในการวิจัยครั้งนี้ กำไรจากการดำเนินงานใช้กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้ ถือว่าเป็นตัววัดผลการดำเนินงานของกิจการที่ดีตัวหนึ่ง อย่างไรก็ตามในมุมมองของนักลงทุน โดยส่วนใหญ่จะนิยมใช้กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ในการวิเคราะห์ เนื่องจากการตัดค่าเสื่อมราคาของแต่ละกิจการมีการคำนวณที่แตกต่างกันตามนโยบายบัญชีของกิจการ ดังนั้น การวิจัยในอนาคต อาจใช้กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) เพื่อให้ผลการวิจัยที่ได้ดียิ่งขึ้น

6. ในการวิจัยครั้งนี้ ได้ทำการศึกษา โดยใช้ระยะเวลา 4 ปี เนื่องจากมีข้อจำกัดในด้านเวลาที่ทำการศึกษา ดังนั้น การวิจัยในอนาคต อาจขยายระยะเวลาที่ใช้ในการวิจัย และอาจมีการพิจารณาดูแนวโน้มของแต่ละปีด้วย เพื่อให้ผลการวิจัยที่ได้ดียิ่งขึ้น

7. ควรมีการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับ กลยุทธ์การใช้ Arbitrage Pricing Theory ซึ่งเป็นกลยุทธ์ที่กำลังได้รับความนิยมของนักลงทุนสถาบัน โดยกลยุทธ์ดังกล่าว เป็นกลยุทธ์เกี่ยวกับการทำกำไรที่มีความเสี่ยงน้อยสุด หรือไม่มีความเสี่ยงเลย ซึ่งสามารถทำได้โดยใช้กลยุทธ์ที่แสวงหาส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์ที่อาจจะเกิดจากความไม่มีประสิทธิภาพของตลาด สำหรับผู้ที่ศึกษาเรื่อง Arbitrage Pricing Theory จะสามารถทำกำไรได้อย่างง่ายและเป็นจำนวนมาก โดยจำกัดความเสี่ยงของตนเองให้น้อยที่สุด ซึ่งการทำ Arbitrage สามารถทำได้ในหุ้น ตลาดอนุพันธ์ เช่น Futures ของ Index ต่างๆ เป็นต้น

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

- กัลยา วานิชย์บัญชา. การวิเคราะห์สถิติ: สถิติสำหรับการบริหารและวิจัย. พิมพ์ครั้งที่ 7. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2546.
- กัลยา วานิชย์บัญชา. การวิเคราะห์สถิติขั้นสูงด้วย SPSS for Windows. พิมพ์ครั้งที่ 4. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2548.
- จินดา ชันทอง. การวิเคราะห์งบการเงิน. พิมพ์ครั้งที่ 4, 2540.
- จิรพันธ์ สังข์แก้ว. การลงทุน. พิมพ์ครั้งที่ 3. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2543.
- จุลสุทธา ศิริสม. ปัจจัยที่มีผลทำให้ข้อมูลกระแสเงินสดมีประโยชน์มากกว่าข้อมูลกำไรในการกำหนดราคาหลักทรัพย์: การศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2546.
- ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์. การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2545.
- พรอนงค์ บุษราตระกูล. การลงทุนพื้นฐานและการประยุกต์. พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2547.
- เมธากุล เกียรติกระจาย และศิลปพร ศรีจันเพชร. ทฤษฎีการบัญชี. พิมพ์ครั้งที่ 9. กรุงเทพมหานคร: Text and Journal Publication, 2544.
- วรศักดิ์ ทุมมานนท์. การจัดทำงบกระแสเงินสด งบกระแสเงินสดรวม. พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพมหานคร: สำนักพัฒนาการบริหารธรรมนิติ, 2544.
- วรศักดิ์ ทุมมานนท์. งบกระแสเงินสด-งบการเงินรวม. พิมพ์ครั้งที่ 2. กรุงเทพมหานคร: ไอโอเน็ค อินเทอร์เน็ต รีซอสเซส, 2542.
- วรศักดิ์ ทุมมานนท์. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์. กรุงเทพมหานคร: ธรรมนิติ เพรส, 2548.
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การวิเคราะห์งบการเงิน, 2548.

สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย. มาตรฐานการบัญชีของไทย ฉบับรวมเล่ม พ.ศ.2544 เล่ม 1. กรุงเทพมหานคร: พี.เอ.ลีฟวิ่ง, 2544.

ภาษาอังกฤษ

Ali,A. The incremental information content of earnings, working capital from operations and cash flows. Journal of Accounting Research 32(1994): 61-74.

Beaver,W.H. Financial Reporting "An Accounting Revolution" Prentice Hall. (1998): 69-71.

Biddle,G.C., Bowen,R.M. and Wallace,J.S. Does EVA beat Earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. Journal of Accounting and Economics 24(3)(1997): 301-336.

Cheng,C.S.,Liu,C.S. and Schaefer,T.F. Earnings Performance and the incremental information content of cash flows from operations. Journal of Accounting Research 34(1996): 173-181.

Collins,D.W., Maydew,E.L and Weiss,I.S. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. Journal of Accounting and Economics 24(1997): 39-67.

Easton,P. The Argument for Earnings. Journal of Applied Science in Southern Africa (April – June 1996): 22-25.

Heidari,M. The review of information content of Cash Value Added (CVA) in relation to annual stock return : Comparative Analysis with Operating Profit (OP) and Operating cash Flow (OCF) in TSE [Online]. 2005. Available from: www.ssrn.com

Livnat,J. and Zarowin,P. The Incremental Information Content of Cash Flow Components. Journal of Accounting and Economics 13(1990): 25-46.

Ottosson,E. and Weissenrider.F. CVA:Cash value added-a new method for measuring financial performance[Online]. 1996. Available from: www.ssrn.com

Peixoto,S. Economic value added: Application to Portuguese Public Companies. Accounting Journal of Potuguese 3(2000).

Tracey,W. and Worthington,A. The information content of EVA: A comparative analysis with earnings, cash flow and residual income. Journal of finance (2000).

Watson,J. and Wells,P. The association between various earnings and cash flow measures of firm performance and stock returns : Some Australian evidence [Online]. 2005. Available from: www.ssrn.com



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ภาคผนวก ก
รายชื่อของบริษัท

สถาบันวิทยบริการ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

รายชื่อของบริษัทในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

หมวดธุรกิจการเกษตร จำนวน 15 บริษัท

1. บริษัท ห้างเย็นเอเซีย ซีฟู๊ด จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท ซีเฟรชอินดัสตรี จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท ห้างเย็นโซติวิวัฒน์ขนาดใหญ่ จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท เชียงใหม่โพรเซ่นฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท ชุมพรอุตสาหกรรมน้ำมันปาล์ม จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท จีเอฟพีที จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท ลีพัฒน์ผลผลิตภัณฑ์ จำกัด (มหาชน)
8. บริษัท แพ็คฟู๊ด จำกัด (มหาชน)
9. บริษัท ซีฮอर्स จำกัด (มหาชน)
10. บริษัท สุรพลฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน)
11. บริษัท ศรีตรังแอโกรอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
12. บริษัท ไทย อกริ ฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน)
13. บริษัท ไทยลักซ์ เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)
14. บริษัท ไทยรับเบอร์ลาเท็กซ์คอร์ปอเรชั่น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
15. บริษัท สหอุตสาหกรรมน้ำมันปาล์ม จำกัด (มหาชน)

หมวดอาหารและเครื่องดื่ม จำนวน 14 บริษัท

1. บริษัท อกริเพียว โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท ล้ำสูง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท มาลีสามพราน จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท เพอร์ซิเดนทรีไรซ์โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท เอส แอนด์ พี ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท ไทยเทพรสผลผลิตภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)
8. บริษัท อาหารสยาม จำกัด (มหาชน)
9. บริษัท เสริมสุข จำกัด (มหาชน)
10. บริษัท ทรอปิคอลแคนนิง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
11. บริษัท ไทยเพอร์ซิเดนทรีฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน)

12. บริษัท ทิปโก้ฟูดส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
13. บริษัท น้ำมันพืชไทย จำกัด (มหาชน)
14. บริษัท ไทยวาฟูดโปรดักส์ จำกัด (มหาชน)

รายชื่อของบริษัทในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค

หมวดแพชั่น จำนวน 16 บริษัท

1. บริษัท เอเชียไฟเบอร์ จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท รองเท้าบาจาแห่งประเทศไทย จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท คาสเซอ์พีคโฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท ซี.พี.แอล.กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท ไอ. ซี. ซี. อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท ลัคกี้เท็คซ์ (ไทย) จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท แพนเอเชียฟู้ดแวร์ จำกัด (มหาชน)
8. บริษัท ประชาอาภรณ์ จำกัด (มหาชน)
9. บริษัท แพรนด้า จิวเวลรี่ จำกัด (มหาชน)
10. บริษัท สว่างเอ็กซ์พอร์ต จำกัด (มหาชน)
11. บริษัท สหยูเนี่ยน จำกัด (มหาชน)
12. บริษัท ธนุลักษณ์ จำกัด (มหาชน)
13. บริษัท เท็กซ์ไทล์เพรสทีจ จำกัด (มหาชน)
14. บริษัท ไทยเรยอน จำกัด (มหาชน)
15. บริษัท ทีทีแอล อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
16. บริษัท ไทยไทเรเท็กซ์ไทล์มิลล์ จำกัด (มหาชน)

หมวดของใช้ในครัวเรือน จำนวน 5 บริษัท

1. บริษัท ดี.ที.ซี. อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท โมเดอร์นฟอรั่มกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท โอเชียนกลาส จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท สยามสตีลอินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท ชันวู้ดอินดัสทรีส์ จำกัด (มหาชน)

รายชื่อของบริษัทในกลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม

หมวดเครื่องมือและเครื่องจักร จำนวน 1 บริษัท

1. บริษัท พัฒน์กล จำกัด (มหาชน)

หมวดกระดาษและวัสดุการพิมพ์ จำนวน 1 บริษัท

1. บริษัท แอ็ดวานซ์ อะโกร จำกัด (มหาชน)

หมวดบรรจุภัณฑ์ จำนวน 8 บริษัท

1. บริษัท เอ.เจ.พลาสติก จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท ฝาจีบ จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท เอ็นอีพี อสังหาริมทรัพย์และอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท ไทยฟิล์มอินดัสตรี จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท ทานตะวันอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท อุตสาหกรรมถังโลหะไทย จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท ไทยบรรจุภัณฑ์และการพิมพ์ จำกัด (มหาชน)
8. บริษัท วโรปกรณ์ จำกัด (มหาชน)

หมวดปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์ จำนวน 7 บริษัท

1. บริษัท อะโรเมติกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท ไทยคาร์บอนแบล็ค จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท ไทยเซ็นทรัลเคมี จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท ไทยพลาสติกและเคมีภัณฑ์ จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท ยูเนียนพลาสติก จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท วีนไทย จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท ไวท์กรุป จำกัด (มหาชน)

หมวดยานยนต์ จำนวน 5 บริษัท

1. บริษัท ไทยสโตเรจ แบตเตอรี่ จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท อีโนเว รับเบอร์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท สวีเดนมอเตอร์ส์ จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท เอส.พี.ชูชุกิ จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท ไทยรุ่งยูเนี่ยนคาร์ จำกัด (มหาชน)

รายชื่อของบริษัทในกลุ่มทรัพยากร

หมวดเหมืองแร่ จำนวน 1 บริษัท

1. บริษัท ผาแดงอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)

หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค จำนวน 4 บริษัท

1. บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท สยามสหบริการ จำกัด (มหาชน)

รายชื่อของบริษัทในกลุ่มบริการ

หมวดการท่องเที่ยวและสันทนาการ จำนวน 8 บริษัท

1. บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท เทพธานีกรีฑา จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท ลาгуน่า รีสอร์ท แอนด์ โฮเทล จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท แมนดารินโฮเทล จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท แปซิฟิค แอสเซ็ทส์ จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท โรงแรมราชดำริ จำกัด (มหาชน)
8. บริษัท ซาฟารีเวิลด์ จำกัด (มหาชน)

หมวดการแพทย์ จำนวน 3 บริษัท

1. บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท โรงพยาบาลนนทเวช จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท โรงพยาบาลวิภาวดี จำกัด (มหาชน)

หมวดสื่อและสิ่งพิมพ์ จำนวน 7 บริษัท

1. บริษัท อมรินทร์พริ้นติ้ง แอนด์ พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท ปิอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท จีเอ็มเอ็ม แกรมมี่ จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท มติชน จำกัด (มหาชน)

5. บริษัท เนชั่น มัลติมีเดีย กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท ซีอีดียูเคชั่น จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท สยามสปอร์ต ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)

หมวดขนส่งและโลจิสติกส์ จำนวน 9 บริษัท

1. บริษัท เอเชียน มารีน เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท ทางด่วนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท จุฑานาวี จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท ฟรีเซียส ชิปปิ้ง จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท อาร์ ซี แอล จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท ไทรีเซนไทย เอเยนต์ชีส์ จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท ทรีพีลรีไทยคังสินค้า จำกัด (มหาชน)
8. บริษัท ไทยชูการ์ เทอร์มินัล จำกัด (มหาชน)
9. บริษัท ยูโนเต็ด แสตนดาร์ด เทอร์มินัล จำกัด (มหาชน)

หมวดบริการเฉพาะกิจ จำนวน 1 บริษัท

1. บริษัท บริหารและพัฒนาเพื่อการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม จำกัด (มหาชน)

หมวดพาณิชย์ จำนวน 4 บริษัท

1. บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท ไมเนอร์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท สหพัฒนพิบูล จำกัด (มหาชน)

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

รายชื่อของบริษัทในกลุ่มเทคโนโลยี

หมวดเครื่องใช้ไฟฟ้าและคอมพิวเตอร์ จำนวน 7 บริษัท

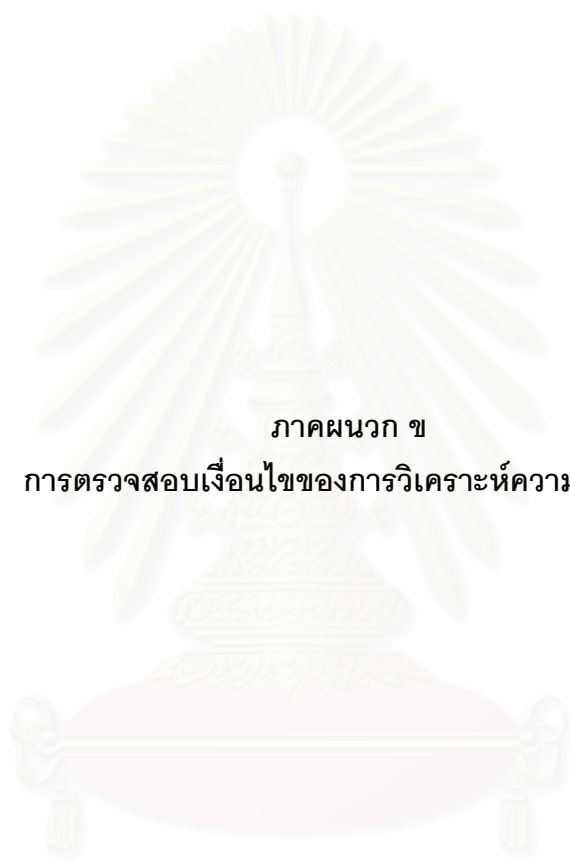
1. บริษัท คอมพาสส์ อีสต์ อินดัสตรี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท จรุงไทยไวร์แอนด์เคเบิล จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท พูรกวา เมททัล (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท กันยงอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท มูราโมโต้ อิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท เมโทรซิสเต็มส์คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท ซิงเกอร์ประเทศไทย จำกัด (มหาชน)

หมวดชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ จำนวน 6 บริษัท

1. บริษัท แคล-คอมพ์ อิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท ดราโก้ พีซีบี จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท เคซีอี อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท แมกเนคอมพ์ พรินซ์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท เอสวีไอ จำกัด (มหาชน)

หมวดสื่อสาร จำนวน 9 บริษัท

1. บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท จัสมิน อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท สามารถเทลคอม จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท ชินแซทเทลไลท์ จำกัด (มหาชน)
6. บริษัท ชิน คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
7. บริษัท ทู คอรัปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
8. บริษัท ทีทีแอนด์ที จำกัด (มหาชน)
9. บริษัท ยูไนเต็ดคอมมูนิเคชั่น อินดัสตรี จำกัด (มหาชน)



ภาคผนวก ข
การตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอย

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

การตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอย

สมมติฐานหรือเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยมี 5 ข้อ ซึ่งเป็นเงื่อนไขเกี่ยวกับความคลาดเคลื่อน (error or residual) การที่ผู้วิเคราะห์จะนำสมการ $Y = a + bX$ ไปประยุกต์ใช้ทั้งในแง่แสดงระดับและทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร X และ Y หรือพยากรณ์ค่า Y เมื่อกำหนดค่า X ผู้ใช้จะต้องมีความมั่นใจในความถูกต้องของสมการ $Y = a + bX$ โดยจะต้องตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเกี่ยวกับค่าคลาดเคลื่อน ดังนี้

1. ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์ นั่นคือ $E(e) = 0$
2. ความคลาดเคลื่อน e เป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ
3. e_i และ e_j เป็นอิสระต่อกัน ; $i \neq j$ นั่นคือ covariance (e_i, e_j) = 0
4. ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า $\text{Var}(e) = \sigma^2$
5. ตัวแปรอิสระ x_i และ x_j ต้องเป็นอิสระต่อกัน

1. การตรวจสอบค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อน

การหาค่า a และ b โดยทำให้ผลบวกกำลังสองของความคลาดเคลื่อนมีค่าต่ำสุด จะทำให้ $\sum e_i = 0$

$$\text{ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อน} = E(e) = \frac{\sum e_i}{n} = \frac{0}{n} = 0$$

ดังนั้น เงื่อนไขข้อนี้จึงเป็นจริงเสมอ

2. การตรวจสอบค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อน

เป็นการตรวจสอบว่า $\text{Var}(e) = \sigma^2$ = ค่าคงที่ทุกค่าของ X กรณีที่ $\text{Var}(e)$ ไม่เท่ากันทุกค่าของ X จะเรียกว่าเกิดปัญหา Heteroscedastic การทดสอบความแตกต่างกันของความแปรปรวนหรือการกระจายของข้อมูลหลายๆชุดหรือหลายประชากร ซึ่งจะเป็นเงื่อนไขในการทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับการเท่ากันของค่าเฉลี่ยของหลายประชากร สถิติที่ใช้ในการทดสอบคือ Levene's

สมมติฐานการทดสอบ คือ

$$H_0 : \sigma_1^2 = \sigma_2^2 = \dots = \sigma_k^2 ; k = \text{จำนวนประชากร} , k \geq 2$$

$$H_1 : \sigma_i^2 \neq \sigma_j^2 \text{ อย่างน้อย 1 คู่ : } i \neq j$$

หมายถึง

H_0 : ความแปรปรวนของความสามารถของตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ทุกกลุ่มเท่ากัน

H_1 : ความแปรปรวนของความสามารถของตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ อย่างน้อย 1 กลุ่มที่แตกต่างกัน

ผลการทดสอบจะพิจารณาได้จากค่าสถิติ Levene หรือ P-value ถ้าค่า P-value น้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 จะปฏิเสธสมมติฐานนี้ แสดงว่าความแปรปรวนไม่เท่ากัน จากผลการทดสอบ พบว่า ค่า P-value ที่ได้มากกว่านัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 จึงไม่ปฏิเสธสมมติฐาน แสดงว่าข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการศึกษานี้มีความแปรปรวนที่ไม่แตกต่างกัน

3. การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน

การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของค่าคลาดเคลื่อนที่เรียกว่า Autocorrelation ซึ่งเป็นการตรวจสอบสมมติฐานของการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ โดยใช้สถิติทดสอบ Durbin – Watson ทดสอบความสัมพันธ์ของ e_i และ e_j เป็นอิสระต่อกันหรือไม่

ถ้า Durbin–Watson มีค่าใกล้ 2 (นั่นคือ มีค่าในช่วง 1.5 ถึง 2.5) จะสรุปว่า e_i และ e_j อิสระกัน

ถ้า Durbin–Watson < 1.5 แสดงว่า ความสัมพันธ์ของ e_i และ e_j อยู่ในทิศทางบวก และถ้า Durbin–Watson มีค่าใกล้ศูนย์ แสดงว่า e_i และ e_j มีความสัมพันธ์กันมาก

ถ้า Durbin–Watson > 2.5 แสดงว่า ความสัมพันธ์ของ e_i และ e_j อยู่ในทิศทางลบ และ ถ้า Durbin–Watson มีค่าใกล้ 4 แสดงว่า e_i และ e_j มีความสัมพันธ์กันมาก

หรือจะพิจารณาจากค่า Significance ของสถิติทดสอบ Durbin–Watson ถ้าค่า Significance น้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 จะปฏิเสธสมมติฐาน หรือ สรุปได้ว่า e_i และ e_j มีความสัมพันธ์กัน

สำหรับวิทยานิพนธ์เล่มนี้จะทำการทดสอบความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อนโดยใช้ ค่าสถิติ Durbin–Watson ในการตรวจสอบ

ตารางที่ ข-1 Durbin–Watson

กลุ่มอุตสาหกรรม	ตัวแปร			
	NP (ตัวแบบที่ 1)	OP & EXTRA (ตัวแบบที่ 2)	CVA (ตัวแบบที่ 3)	CFO & CFI & CFF (ตัวแบบที่ 4)
กลุ่ม 1	1.967	2.047	1.963	1.972
กลุ่ม 2	1.981	1.940	1.966	2.006
กลุ่ม 3	1.958	1.951	1.850	2.055
กลุ่ม 4	2.128	2.130	1.895	2.089
กลุ่ม 5	1.564	1.585	1.570	1.642
กลุ่ม 6	1.672	1.667	1.683	1.675
ทุกกลุ่ม	1.881	1.897	1.870	1.902

ผลการทดสอบ พบว่า ค่าสถิติ Durbin–Watson ของทุกตัวแปรอยู่ในช่วงระหว่าง 1.5 - 2.5 จึงสรุปได้ว่า e_i และ e_j อิสระกัน ก็คือ ข้อมูลตัวแปรตามเป็นอิสระต่อกัน

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

4. การตรวจสอบว่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่

การตรวจสอบว่าค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่ จะใช้สถิติทดสอบ คือ Kolmogorov - Smirnor Test (K-S Test)

สมมติฐานการทดสอบ คือ

H_0 : ความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติ

H_1 : ความคลาดเคลื่อนไม่ได้มีการแจกแจงแบบปกติ

ตารางที่ ข-2 Kolmogorov - Smirnor Test

กลุ่มอุตสาหกรรม	ค่า P-value						
	NP	OP	EXTRA	CVA	CFO	CFI	CFF
กลุ่ม 1	0.000	0.000	0.000	0.001	0.002	0.000	0.003
กลุ่ม 2	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.002
กลุ่ม 3	0.003	0.002	0.000	0.002	0.001	0.030	0.001
กลุ่ม 4	0.694	0.021	0.050	0.389	0.912	0.725	0.775
กลุ่ม 5	0.026	0.016	0.000	0.024	0.033	0.000	0.189
กลุ่ม 6	0.057	0.000	0.000	0.020	0.000	0.001	0.012
ทุกกลุ่ม	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

ผลการทดสอบจะพิจารณาได้จากค่า P-value ถ้าค่า P-value น้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 จะปฏิเสธสมมติฐานนี้ แสดงว่า ความคลาดเคลื่อนไม่ได้มีการแจกแจงแบบปกติ จากผลการทดสอบ พบว่า ค่า P-value โดยส่วนใหญ่มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐาน แสดงว่าข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการศึกษานี้ไม่ได้มีการแจกแจงแบบปกติ แต่อย่างไรก็ตาม ในการวิจัยครั้งนี้มีจำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษามากกว่า 30 ตัวอย่าง กล่าวคือ ในทางสถิติสามารถบอกได้ว่าตัวอย่างที่ศึกษามีการแจกแจงแบบปกติแล้ว

5. การตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระ x_i และ x_j ต้องเป็นอิสระต่อกัน

การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของตัวแปรอิสระ จะใช้ค่าสถิติ คือ Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF) ถ้าค่า Tolerance ของตัวแปรมีค่าใกล้ศูนย์ หรือค่า Variance Inflation Factor มีค่ามากกว่า 10 แสดงว่า ตัวแปรอิสระตัวใดตัวหนึ่งมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระที่เหลือมาก นั่นคือ เกิดปัญหา Multicollinearity จากการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

ตารางที่ ๓-3 Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF)

กลุ่ม อุตสาหกรรม	ค่าสถิติ	ตัวแปร						
		NP	OP	EXTRA	CVA	CFO	CFI	CFF
		ตัวแบบที่ 1	ตัวแบบที่ 2		ตัวแบบที่ 3	ตัวแบบที่ 4		
กลุ่ม 1	Tolerance	1.000	1.000	1.000	1.000	0.218	0.495	0.264
	VIF	1.000	1.000	1.000	1.000	4.594	2.020	3.785
กลุ่ม 2	Tolerance	1.000	0.821	0.821	1.000	0.197	0.207	0.337
	VIF	1.000	1.218	1.218	1.000	5.089	4.835	2.967
กลุ่ม 3	Tolerance	1.000	0.938	0.938	1.000	0.309	0.529	0.422
	VIF	1.000	1.066	1.066	1.000	3.241	1.890	2.369
กลุ่ม 4	Tolerance	1.000	0.875	0.875	1.000	0.148	0.305	0.274
	VIF	1.000	1.143	1.143	1.000	6.761	3.284	3.650
กลุ่ม 5	Tolerance	1.000	0.893	0.893	1.000	0.258	0.375	0.321
	VIF	1.000	1.120	1.120	1.000	3.882	2.668	3.115
กลุ่ม 6	Tolerance	1.000	1.000	1.000	1.000	0.101	0.191	0.165
	VIF	1.000	1.000	1.000	1.000	9.950	5.241	6.071
ทุกกลุ่ม	Tolerance	1.000	0.996	0.996	1.000	0.217	0.337	0.301
	VIF	1.000	1.004	1.004	1.000	4.613	2.969	3.318

ผลการทดสอบ พบว่า ค่า Tolerance ของตัวแปรมีค่าไม่ใกล้ศูนย์ และค่า Variance Inflation Factor มีค่าน้อยกว่า 10 ทุกตัว แสดงว่า ตัวแปรอิสระตัวใดตัวหนึ่งไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระที่เหลือในระดับที่จะก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาวอุษา วงศ์สอนธรรม เกิดวันที่ 16 กันยายน พ.ศ.2525 ที่กรุงเทพมหานคร เป็นบุตรของพันเอก(พิเศษ)เอก และนางละเอียด วงศ์สอนธรรม สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรี บัณฑิต (เกียรตินิยม อันดับ 2) จากคณะบริหารธุรกิจ ภาควิชาบัญชี มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ เมื่อปีการศึกษา 2546 และเข้าศึกษาต่อระดับปริญญาโท หลักสูตร บัณฑิตมหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปีการศึกษา 2547 และปัจจุบันเป็นผู้สอบบัญชีรับอนุญาต



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย