

การศึกษาผลกระทบของความผันผวนของกระแสเงินสดและผลกำไรต่อมูลค่าบริษัท  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต  
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล  
พ.ศ. 2562

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

การศึกษาผลกระทบของความผันผวนของกระแสเงินสดและผลกำไรต่อมูลค่าบริษัท

ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 12 มิถุนายน พ.ศ. 2562

นายธราธร ลิ้มสุวรรณเกษม

ผู้วิจัย

ผู้ช่วยศาสตราจารย์นริรัตน์ เตชพิรุณทอง,

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ชาระวานิช,

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

ดวงพร อภาศิลป์,

Ph.D.

คณบดีวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคลิกา,

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

## กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่องการศึกษาผลกระทบของความผันผวนของกระแสเงินสดและผลกำไรต่อมูลค่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสำเร็จลุล่วงไปได้ ด้วยความกรุณาและการสนับสนุนที่ดีจาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. นริรัตน์ เตชพิรุณทอง อาจารย์ที่ปรึกษาในสารนิพนธ์เล่มนี้ ที่ได้ให้คำปรึกษาและข้อเสนอแนะทั้งทางด้านวิชาการและให้ความช่วยเหลือในการตรวจสอบแก้ไขเนื้อหา ตลอดจนช่วยกำกับดูแลกระบวนการจัดทำการศึกษาฉบับนี้ ให้สำเร็จตามกำหนดเวลา ทั้งนี้ยังมี ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ปิยภัทร ธาระวานิช และรองศาสตราจารย์ ดร. ธาตรี จันทร์โคติกา ที่ได้ให้คำแนะนำในส่วนเนื้อหาของเนื้อหาและการทดสอบแบบจำลองต่างๆ ซึ่งผู้วิจัยขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ ที่นี้

นอกจากนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล ทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ และให้คำปรึกษาตลอดระยะเวลาการศึกษาของผู้วิจัย

ผู้วิจัยขอขอบคุณบิดา มารดา พี่น้อง ผู้บังคับบัญชา และเพื่อนๆ ที่ช่วยเหลือสนับสนุน และให้กำลังใจผู้วิจัยมาโดยตลอด สุดท้ายนี้ ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่า สารนิพนธ์เล่มนี้ จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจไม่มากก็น้อย และเป็นแนวทางต่อผู้ที่ จะทำการศึกษาเรื่องที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติมต่อไปในอนาคต หากสารนิพนธ์เล่มนี้มีข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยขอรับไว้และขออภัยมา ณ ที่นี้

ธราธร ลีสุวรรณเกษม

การศึกษาผลกระทบของความผันผวนของกระแสเงินสดและผลกำไรต่อมูลค่าบริษัทในตลาด  
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

THE IMPACT OF CASH FLOW AND EARNING VOLATILITY ON FIRM VALUE BY TOBIN'S  
Q IN STOCK EXCHANGE OF THAILAND

ธราธร ลีเมสุวรรณเกษม 6050267

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์นริรัตน์ เตชพิรุณทอง, Ph.D., ผู้ช่วย  
ศาสตราจารย์ปัทมา ธาระวานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคติกา, Ph.D.

#### บทคัดย่อ

งานวิจัยฉบับนี้ศึกษาถึง ผลกระทบของความผันผวนของกระแสเงินสด และความผัน  
ผวนของผลกำไรต่อมูลค่าบริษัท โดยการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาปัจจัยอื่นร่วมด้วย โดยใช้  
ข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 94 บริษัท โดยแบ่งเป็น 2  
ช่วงเวลา คือ พ.ศ. 2549 เป็นช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ มีสถานะทางเศรษฐกิจที่ปกติ ซึ่งความผันผวน  
ของกระแสเงินสดและผลกำไรของบริษัทค่อนข้างคงที่ และในช่วงเวลา พ.ศ. 2555 เป็นช่วงหลังเกิด  
วิกฤตเศรษฐกิจ มีสถานะทางเศรษฐกิจที่ไม่ปกติ ซึ่งความผันผวนของกระแสเงินสดและผลกำไรของ  
บริษัทมีการเปลี่ยนแปลงค่อนข้างมาก

ผลการวิจัย พบว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน มีความสัมพันธ์เชิง  
ลบกับมูลค่าบริษัท กล่าวคือ ถ้าบริษัทมีความผันผวนของกระแสเงินสดสูง จะส่งผลทำให้มูลค่าของ  
บริษัทต่ำ ในทางตรงกันข้ามถ้าบริษัทมีความผันผวนของกระแสเงินสดต่ำ จะทำให้มูลค่าของบริษัท  
สูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่กล่าวว่า นักลงทุนเป็นผู้ที่ชอบ  
หลีกเลี่ยงความเสี่ยง จึงมักเลือกที่จะลงทุนในกิจการที่มีความมั่นคงและมีความเสี่ยงต่ำ

คำสำคัญ : ความผันผวนของกระแสเงินสด/ ความผันผวนของผลกำไร/ ความผันผวนของผลการ  
ดำเนินงาน/ มูลค่าบริษัท

## สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ก
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 วัตถุประสงค์ในการศึกษา	2
1.2 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	2
บทที่ 2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)	4
2.1.1 แนวคิดมูลค่าบริษัท (Firm Value)	4
2.1.2 ทฤษฎีการบริหารความเสี่ยง (Corporate Risk Management Theory)	4
2.1.3 ปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าของกิจการ	5
2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical Studies)	6
2.2.1 งานวิจัยความผันผวนของกระแสเงินสดต่อมูลค่าบริษัท	9
2.2.2 งานวิจัยความผันผวนของผลกำไรต่อมูลค่าบริษัท	10
2.3 สมมติฐานงานวิจัย	12
2.4 กรอบแนวคิดการวิจัย	12
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	14
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา และกลุ่มตัวอย่าง (Data and Sample)	14
3.1.1 Data Sources	17
3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	17
3.2.1 ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)	17
3.2.2 ตัวแปรตาม (Dependence variable)	18
3.2.3 ตัวแปรควบคุม (Control variables)	20
3.3 วิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Methodology)	25
3.4 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	26
บทที่ 4 ผลการวิจัย	32

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
4.1 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)	32
4.2 การทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Test of Hypothesis)	34
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย	45
5.1 ข้อเสนอแนะ	47
5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย	48
ภาคผนวก	49
บรรณานุกรม	56
ประวัติผู้วิจัย	59



## สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
1	จำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย	15
2	ภาคการณ้ความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	24
3	ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ช่วงที่ 1 ภาวะเศรษฐกิจปกติ ปี พ.ศ. 2549	27
4	ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ช่วงที่ 2 หลังช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2555	29
5	ตารางแสดงผลจากการแบ่งกลุ่มตามความผันผวนของตัวแปรต้นกับ Tobin's Q	31
6	แสดงค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlation Matrix of Variables)	32
7	ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model) ทดสอบ สมมติฐาน H1: ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับมูลค่า บริษัท (Tobin's Q)	34
8	ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model) ทดสอบสมมติฐาน H2: ความผันผวนของผลกำไรมีความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัท (Tobin's Q)	38
9	ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model) ทดสอบสมมติฐาน H3: ความผันผวนของกระแสเงินสดและความผันผวนของ ผลกำไรมีความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัท (Tobin's Q)	41

## สารบัญรูปภาพ

รูปภาพ		หน้า
1	กรอบแนวคิดการวิจัยที่ประกอบด้วยตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม	13
2	กรอบระยะเวลางานวิจัย	14





## บทที่ 1

### บทนำ

ทฤษฎี Corporate Risk Management Theory (ทฤษฎีการบริหารความเสี่ยงขององค์กร) นั้นกล่าวว่า ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุน โดยทั่วไป ส่วนใหญ่จะมีทัศนคติที่เป็นบวกต่อบริษัทที่มีกระแสเงินสดค่อนข้างคงที่ แสดงให้เห็นว่าหากบริษัทที่มีความผันผวนของกระแสเงินสดต่ำ จะมีความน่าเชื่อถือมากกว่าบริษัทที่มีความผันผวนของกระแสเงินสดสูง เพราะผู้ถือหุ้นและนักลงทุนนั้นไม่ชอบความเสี่ยง (Risk Averse) ถ้าหากต้องเผชิญความเสี่ยงที่ให้ผลตอบแทนไม่เท่ากัน ผู้ลงทุนจะเลือกทำสิ่งที่มีความเสี่ยงน้อยที่สุด ถึงแม้ว่าผลตอบแทนจะน้อยกว่าการทำอีกสิ่งหนึ่งเพื่อไม่ต้องแบกรับความเสี่ยง ดังที่ Badrinath, Gay, and Kale (1989) พบว่า นักลงทุน บริษัทจัดอันดับเรตติ้ง และนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ชอบกิจการที่มีกระแสเงินสดสม่ำเสมอ เพราะกิจการที่มีความผันผวนของกระแสเงินสดต่ำจะมีความเสี่ยงทางธุรกิจที่ค่อนข้างต่ำด้วยเช่นกัน อีกทั้งจากทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) Froot, Scharfstein, and Stein (1993) พบว่า บริษัทที่มีกระแสเงินสดคงที่จะสามารถเพิ่มมูลค่าให้กับบริษัทได้ เสมือนเป็นการลดต้นทุนทางการเงินของบริษัท (External Finance)

ทฤษฎีกระแสเงินสดที่คงที่ที่สามารถเพิ่มมูลค่าให้กิจการได้รับความนิยมน้อยกว่าหลาย แต่ในขณะเดียวกันก็มีนักวิจัยอีกหลายท่านได้ทำการตั้งสมมุติฐานที่ว่า ความผันผวนของกระแสเงินสด ก็สามารถก่อให้เกิดการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการได้เช่นกัน Merton (1987) ระบุว่า ผู้ถือหุ้นจะเปรียบ Call Option เป็นเหมือนมูลค่าของกิจการ และความผันผวนของราคาของสินทรัพย์อ้างอิงของ Option นั้นจะสะท้อนถึงศักยภาพในการเติบโตของมูลค่าบริษัท (Potential Growth) ดังนั้นจึงอาจกล่าวได้ว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดจะสามารถก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มแก่กิจการ นอกจากนี้ ความผันผวนนั้นยังสะท้อนถึงโอกาสในการเติบโตของกิจการในอนาคต ยิ่งผันผวนมากก็ยังมีโอกาสในการเติบโตสูงขึ้นด้วยเช่นกัน

เนื่องจากผลของการศึกษาที่ผ่านมาในเรื่องที่เกี่ยวข้องกับความผันผวนของกระแสเงินสดต่อมูลค่าบริษัท (Cash-Flow Volatility) มักจะเป็นการศึกษาโดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในต่างประเทศเป็นส่วนใหญ่ ซึ่งเป็นประเทศที่พัฒนาแล้ว ทำให้ผลของการศึกษาหรือข้อมูลที่น่ามาศึกษานั้น เป็นบริษัทที่มีอัตราในการเติบโตค่อนข้างต่ำหรือค่อนข้างคงที่ และเป็นบริษัทที่มีขนาด

ใหญ่ จึงอาจทำให้ผลการศึกษเกี่ยวกับความสัมพันธ์ดังกล่าวอาจจะให้ผลลัพธ์ที่แตกต่างกับประเทศที่มีระบบเศรษฐกิจของตลาดเกิดใหม่หรือ Emerging Market โดยงานวิจัยนี้จะศึกษาโดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย(The Stock Exchange of Thailand) ซึ่งเป็นตลาดหลักทรัพย์แห่งแรกของประเทศไทย ก่อตั้งเมื่อ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 ซึ่งจัดตั้งขึ้นและมีวัตถุประสงค์เพื่อส่งเสริมการออมและการระดมเงินทุนระยะยาวเพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ และเป็นศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์และให้บริการที่เกี่ยวข้อง พร้อมทั้งยังสนับสนุนให้ประชาชนมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของกิจการธุรกิจและอุตสาหกรรมภายในประเทศ ประกอบไปด้วยบริษัทที่มีขนาดกลางและขนาดเล็ก และมีอัตราการเติบโตสูง ซึ่งในงานวิจัยนี้จะมุ่งเน้นไปที่ความผันผวนของกระแสเงินสด และความผันผวนของผลกำไร ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงประเภทอื่น ๆ นอกเหนือจาก Systematic Risk

### 1.1 วัตถุประสงค์ในการศึกษา

เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสดและความผันผวนของผลกำไรต่อมูลค่าบริษัทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2549 ซึ่งเป็นช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจและในช่วงปี พ.ศ. 2555 ซึ่งเป็นช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ

เพื่อศึกษาถึงตัวแปรด้านความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลกำไร และปัจจัยอื่นๆ ว่าตัวแปรใดจะสามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของกิจการ หรือ Tobin's Q ได้ดีที่สุด

### 1.2 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

นักลงทุนสามารถนำผลการวิจัยนี้ไปประกอบการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ในระยะสั้นนั้นจะปรับตัวตามสถานะของตลาด แต่ในระยะยาวแล้วราคาของหลักทรัพย์นั้นจะปรับตัวเข้าหามูลค่าที่แท้จริงของกิจการ ดังนั้นหากบริษัทสามารถเพิ่มมูลค่าของกิจการได้สูง ราคาของหลักทรัพย์ของบริษัทนั้นก็ปรับตัวสูงขึ้นด้วยเช่นกัน

ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนจะสามารถเข้าใจถึงความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสด กับความผันผวนของผลกำไรต่อมูลค่าบริษัท เพื่อให้องค์กรสามารถมีแผนกลยุทธ์ในการรับมือกับความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นจากความผันผวนของกระแสเงินสด และสามารถนำมาใช้ในการตรวจสอบเพื่อกำกับการบริหารงานให้เกิดมูลค่าสูงสุด เพื่อให้บริษัทมีการเติบโตอย่างยั่งยืนได้อีกด้วย

งานวิจัยฉบับนี้ได้ถูกแบ่งออกเป็นห้าส่วน ได้แก่ บทนำ (Introduction), งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review) ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ (Data Variable and Methodology) ผลการทดสอบ (Results) และสรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ (Conclusion and Suggestion) ตามลำดับ



## บทที่ 2

### งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)

ที่ผ่านมาผู้พยายามอธิบายการวัดมูลค่าบริษัท โดยใช้ทฤษฎีต่าง ๆ มากมาย การศึกษา  
นี้ได้ทำการรวบรวมทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง เพื่อกำหนดปัจจัยที่ใช้อธิบายการวัดมูลค่าบริษัท ได้ดังนี้

##### 2.1.1 แนวคิดมูลค่าบริษัท (Firm Value)

มูลค่าของกิจการ คือ มูลค่าปัจจุบันสุทธิรวมของกระแสเงินสดในอนาคต (Future Cash  
Flow) รวมกับมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ที่ไม่เกี่ยวกับการดำเนินงาน (Non-Operating Assets) ซึ่งจะ  
สะท้อนถึงการเจริญเติบโตของบริษัท ผู้บริหารมีหน้าที่ในการสร้างมูลค่าบริษัทให้สูงขึ้นให้กับผู้  
มีส่วนได้เสียขององค์กร การมีมูลค่าบริษัทที่สูงจึงเป็นการดึงดูดนักลงทุน และจะเป็นการเพิ่มคุณค่า  
ให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว ดังที่ Shin and Stulz (2000) ได้กล่าวไว้

##### 2.1.2 ทฤษฎีการบริหารความเสี่ยง (Corporate Risk Management Theory)

จากสภาพเศรษฐกิจ การเมือง สังคม เทคโนโลยี รวมถึงปัจจัยอื่นๆที่เปลี่ยนแปลงไป  
ทำให้ลักษณะของธุรกิจมีการเปลี่ยนแปลงจากในอดีต บริษัทต่างๆจึงต้องมีการรับมือกับการ  
เปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็ว เช่น มีการปรับปรุงสินค้าและบริการให้ตอบสนองต่อการ  
เปลี่ยนแปลง หรือการควบรวมกิจการ การลงนามเป็นพันธมิตรทางธุรกิจระหว่างกัน เพื่อให้ธุรกิจ  
สามารถดำรงต่อไปได้ จากการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้น ทำให้สภาพความเสี่ยง (Risk Profile) ของ  
บริษัทยุ่งยากและมีความซับซ้อนมากขึ้น ความเสี่ยงเหล่านี้จึงต้องถูกบริหารจัดการในระดับกลยุทธ์  
เพื่อลดหรือบรรเทาโอกาสในการเกิดความเสี่ยงขึ้น เพื่อให้องค์กรมีแผนรับมือล่วงหน้าและยัง  
เป็นการช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัท Froot, Scharfstein, and Stein (1993) ดังนั้น บริษัทจึงควร  
นำแนวคิดการบริหารความเสี่ยงระดับองค์กรมาใช้ เพื่อช่วยให้บริษัทสามารถตอบสนอง แก้ปัญหา  
และรับมือกับความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นได้ ด้วยการพัฒนารอบการดำเนินงานภาคปฏิบัติของ  
Corporate Risk Management Framework ที่จัดการกับความท้าทายทางธุรกิจที่เข้าข่ายวิกฤติ โดย  
Corporate Risk Management เป็นแนวคิดในระดับกลยุทธ์และเป็นไปอย่างมีระบบ

จากทฤษฎีการบริหารความเสี่ยงขององค์กร (Corporate Risk Management Theory) ที่กล่าวว่านักลงทุนมักจะมีการหลีกเลี่ยงความเสี่ยง ดังนั้น ผู้ถือหุ้นจะมีความพึงพอใจต่อตัวบริษัทหากบริษัทสามารถรักษาระดับของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและผลกำไรให้มีความสม่ำเสมอ และบริษัทที่มีอัตรากำไรต่อสินทรัพย์สูง จะสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการทำประโยชน์จากสินทรัพย์ในการหากำไรของบริษัท ในทางทฤษฎีแล้วบริษัทที่มีอัตรากำไรต่อสินทรัพย์รวมสูงจะมีมูลค่าของบริษัทที่สูง เนื่องจากนักลงทุนเล็งเห็นว่าบริษัทดังกล่าวมีความสามารถในการทำกำไรที่ดี Smith and Stulz (1985)

### 2.1.3 ปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าของกิจการ

หากไม่นับความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลกำไร ยังมีปัจจัยอื่นที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าบริษัทด้วยเช่นเดียวกัน ดังนี้

การเปลี่ยนแปลงความเสี่ยงที่เป็นระบบ (In(Systematic Risk)) หมายถึง ใช้ Beta เป็นตัวแทนของความเสี่ยงตลาด

การเปลี่ยนแปลงความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (In(Idiosyncratic Risk)) หมายถึง ใช้ Standard Deviation: SD ของ Residual เป็นตัวแทนความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ หาโดยใช้ Model CAPM

การเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์รวม (In(Total Asset)) หมายถึง การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม เป็นข้อมูลรายปี

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) หมายถึง เป็นอัตราส่วนของความสามารถทำกำไรของกิจการ เป็นข้อมูลรายปี

การเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) หมายถึง อัตราการเติบโตเฉลี่ยของยอดขายรายปี (CAGR)

หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Debt to Total asset) หมายถึง อัตราส่วนของหนี้สินของกิจการ เทียบกับ สินทรัพย์รวม

งบในการลงทุนต่อยอดขาย (Capex to sale) หมายถึง งบการลงทุนเทียบกับยอดขาย เป็นข้อมูลรายปี โดยค่าใช้จ่ายการลงทุนเป็นการลงทุนอย่างต่อเนื่องสูงสุด 10 ปี โดยสิ่งที่เข้าข่ายการลงทุนได้แก่ การซื้อกิจการ การเปลี่ยนแปลงนโยบายบัญชี และการเลิกดำเนินงาน

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย (SG&A to Sale) หมายถึง ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเทียบกับยอดขาย เป็นข้อมูลรายปี โดยค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเป็นค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการขายและการบริหาร เช่น เงินเดือน (ที่ไม่ใช่ค่าแรงทางตรง เช่น เงินเดือนและค่า



คอมมิชชั่นของพนักงานขาย เงินเดือนของพนักงานฝ่ายบริหาร) ค่าน้ำ ค่าไฟในสำนักงาน ค่าโทรศัพท์ และค่าโฆษณาประชาสัมพันธ์ เป็นต้น

## 2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical Studies)

จากการศึกษางานวิจัยที่ผ่านมา มีงานศึกษาเชิงประจักษ์ทั้งในประเทศและต่างประเทศ หลายงานที่นำทฤษฎีที่เกี่ยวข้องข้างต้นมาศึกษา โดยการศึกษาว่าตัวแปรชี้วัดที่มาจากทฤษฎีต่างๆ มีผลต่อมูลค่าของบริษัทหรือไม่ คณะวิจัยสามารถสรุปผลการศึกษาที่ผ่านมา โดยแบ่งตามทฤษฎีที่เกี่ยวข้องได้ ดังนี้

Yuntaek Paead, Sung C. Baeb และ Namhoon Leec (2018) ได้ศึกษาเกี่ยวกับผลตอบแทนของราคาหุ้นที่ไม่เกิดจากความเสี่ยงของตลาดโดยภาพรวม (Idiosyncratic stock return volatility (Ivol)) และความผันผวนของกระแสเงินสด (Cash flow volatility) โดยมีตัวแปรควบคุม เช่น สภาพคล่องและขนาดของธุรกิจ ซึ่งสามารถอธิบายความผันผวนของ 3 ตัวแปร ( $ROA * NI$  to  $EBIT * Leverage$ ) ที่มีความสัมพันธ์กับ DuPont ROE

Rountree et al. (2008) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับองค์ประกอบของ Premium ของกิจการที่มีความผันผวนของกระแสเงินสดต่ำในตลาดสหรัฐอเมริกา พบว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดเป็นปัจจัยสำคัญที่ก่อให้เกิดความเสี่ยงในองค์กร และมีผลกระทบต่อ Asset Pricing Theory การบริหารความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk Management) และมูลค่าของกิจการ นอกจากนี้ความผันผวนของกระแสเงินสดนั้นเป็นปัจจัยหนึ่งที่ทำให้เกิดความเสี่ยงทางด้านราคา (Priced Risk) ในตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกา โดยมูลค่าบริษัทที่วัดจากค่า Tobin's Q จะเพิ่มขึ้นหรือลดลง 0.15% หากความผันผวนของกระแสเงินสดมีการเปลี่ยนแปลงไป 1% ซึ่งการเปลี่ยนแปลงนี้จะส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงอื่นๆ เช่น Systematic และ Idiosyncratic risk เช่นเดียวกับตัวแปรควบคุมอื่นๆ เช่น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ขนาดของกิจการ (Firm Size) ผลกำไร (Profitability) Leverage และโอกาสในการเติบโตของกิจการ

Abdel-Khalik (2007) และ Badrinath et al. (1989) พยายามอธิบายเกี่ยวกับข้อดีของกิจการที่บริษัทมีกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอจะทำให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (นักลงทุน นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ นักลงทุนสถาบัน และผู้จัดการกองทุน) เกิดความพึงพอใจจากการที่มีความเสี่ยงด้านกระแสเงินสดที่ต่ำ ซึ่งจะทำให้เกิดการเลือกอย่างมีเหตุผล (Rational Behavior) ในการตัดสินใจในการลงทุน

Baker and Wurgler (2007) พบว่า ในกรณีที่ตลาดเกิดความผันผวนหรือในกรณีที่ระดับความเชื่อมั่นของนักลงทุน (Investor Sentiment) ต่ตลาดต่ำลง นักลงทุนจะเลือกลงทุนในบริษัทที่มี

กระแสเงินสดที่มั่นคงและมีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetries) ที่ต่ำ เพราะถือว่าบริษัทนั้นมีความเสี่ยงที่ต่ำและเป็นการลงทุนในสินทรัพย์ที่ปลอดภัย (Safe Havens)

Graham et al. (2005) พบว่า CFO กว่า 97% ชอบที่จะรายงานผลกำไรที่สม่ำเสมอ และการถือครองกระแสเงินสดที่มีความสม่ำเสมอเพราะพบว่า การนำเสนอกระแสเงินสดและผลกำไรที่มีความสม่ำเสมอจะทำให้นักลงทุนและผู้บริหารรู้สึกว่าการลงทุนมีความเสี่ยงที่ต่ำจึงจะทำให้บริษัทมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำ และยังช่วยให้นักวิเคราะห์หลักทรัพย์สามารถพยากรณ์กำไรและกระแสเงินสดในอนาคตได้อย่างแม่นยำเพิ่มมากขึ้นด้วย ความผันผวนของกระแสเงินสดนั้นถูกใช้เป็นตัวชี้วัดความเสี่ยงซึ่งเป็นเครื่องมือที่นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจการลงทุนมาอย่างยาวนาน

Graham et al. (2005) ได้ทำการสำรวจและสัมภาษณ์ผู้บริหารมากกว่า 400 คน พบว่าผู้บริหารจำนวน 78% ยอมที่จะไม่นำเงินมาลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันเป็นบวก (Positive Net Present Value) เพื่อต้องการรักษาผลประโยชน์ของบริษัทให้มีความสม่ำเสมอ เนื่องจากผู้บริหารของบริษัทเหล่านี้ทราบว่านักลงทุนจะเลือกลงทุนกับบริษัทที่มีความผันผวนของผลประกอบการต่ำ นอกจากนี้บริษัทที่มีความสามารถในการทำการตลาดนั้นจะสามารถลดความผันผวนของกระแสเงินสด และยังเป็นการเพิ่มมูลค่ากิจการให้กับบริษัท

Gruca and Rego (2005) ได้ทำการศึกษาเชิงประจักษ์เกี่ยวกับบริษัทที่มีการเพิ่มความพึงพอใจของลูกค้าโดยใช้ข้อมูลจาก American Customer Satisfaction Survey พบว่า ยิ่งลูกค้ามีความพึงพอใจเพิ่มมากขึ้น จะส่งผลให้ลูกค้ามี Brand Loyalty เพิ่มสูงขึ้นซึ่งจะทำให้บริษัทมีความผันผวนของกระแสเงินสดที่ลดลงและทำให้บริษัทมีกระแสเงินสดเพิ่มมากขึ้น ซึ่งเป็นการช่วยเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการ

Lang et al. (2003), Gong (2004) ได้แนะนำว่า นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ควรจะให้ความสนใจกับมูลค่ากิจการเพราะนักลงทุนส่วนใหญ่มีแนวโน้มที่จะพิจารณาเลือกลงทุนในกิจการที่นักวิเคราะห์กำลังประเมินมูลค่าและให้ความสนใจ นอกจากนี้พวกเขายังพบว่า หุ่นของกิจการที่ดีว่าเป็นหุ่นที่นักวิเคราะห์ให้ความสนใจ (Analyst Coverage) กระแสเงินสดของกิจการนั้นจะมีความสัมพันธ์เป็นบวกต่อมูลค่ากิจการ

Pastor and Stambaugh (2003) กล่าวว่า ความผันผวนนั้นจะสะท้อนถึงโอกาสที่กิจการจะมีศักยภาพในการเติบโตในอนาคต ซึ่งแสดงว่าหากกิจการมีความผันผวนมากก็จะมีโอกาสในการเติบโตที่สูง ดังนั้นมูลค่ากิจการก็จะสูงขึ้นเช่นเดียวกัน

Barnes (2001) พบว่า ความผันผวนของรายได้มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่ากิจการที่ใช้ Market-to-Book Ratio ในการวัดมูลค่า

Allayannis and Weston (2001), Carter et al. (2006), และ Nelson et al. (2005) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการใช้หนี้พินัยในการควบคุมมูลค่ากิจการ พบว่า หนี้พินัยช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการได้ แต่อย่างไรก็ตามความผันผวนของกระแสเงินสดและความผันผวนของรายได้ยังมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการเป็นอย่างมาก แม้ว่าจะมีการใช้หนี้พินัยในการควบคุมมูลค่าของกิจการก็ตาม ดังนั้นจากการศึกษาจึงสรุปได้ว่า การจัดการความผันผวนของกระแสเงินสดจะช่วยเพิ่มมูลค่าของกิจการขึ้นด้วย นอกจากนี้การใช้หนี้พินัยทางการเงินเพียงอย่างเดียวแต่อย่างไรก็ตามยังไม่มีงานวิจัยใดที่แสดงผลออกมาอย่างชัดเจน

Minton and Schrand (1999) พบว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดนั้นมีผลกระทบโดยตรงต่อต้นทุนทางการเงินซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของนโยบายการลงทุนของบริษัท และตลาดนั้นชอบที่จะให้แต่ละบริษัทที่มีความผันผวนของกระแสเงินสดที่ต่ำ แม้ว่าบริษัทนั้นจะมีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกที่ต่ำหรือไม่ก็ตาม

Trueman and Titman (1988) ยังพบว่า บริษัทที่มีความผันผวนของผลประโยชน์การดำเนินงานจะมีโครงสร้างทางการเงินจากการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกต่ำ จึงทำให้บริษัทดังกล่าวมีมูลค่ากิจการสูง

Kaplan and Zingales (1997) ที่ได้ทำการทดสอบความต้องการแหล่งเงินทุนภายนอกของบริษัท พบว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดส่งผลในเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัทที่ต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากภายนอกเป็นจำนวนมาก

Froot et al. (1993) และ John and Clifford (1999) พบว่า กิจการสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มได้จากการใช้หนี้พินัยในการทำ Hedging และยังเป็น การช่วยลดความผันผวนของกิจการที่เกิดขึ้นอีกด้วย แม้ว่าบริษัทจะมีกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอขึ้นทำให้บริษัทไม่ต้องทำการ Hedging เพื่อลดความผันผวนและไม่ต้องเผชิญกับความตึงเครียดทางการเงิน

Froot et al. (1993) และ John and Clifford (1999) เพียงแค่ทดสอบว่าการที่กิจการมีความผันผวนต่ำจะเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มหรือไม่ แต่ก็ยังไม่มีข้อขัดแย้งที่ชัดเจนที่จะมาหักล้างได้ว่าการที่กิจการมีความผันผวนสูงจะเป็นการก่อหนี้มูลค่าของกิจการลง แต่ยังมีอีกประเด็นที่ยังถกเถียงกันว่าการที่กิจการมีความผันผวนสูงนั้นจะเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ แต่การที่กิจการมีความผันผวนต่ำจะสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มได้มากกว่า จากงานวิจัยที่ผ่านมาได้มีการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่ากิจการกับความผันผวนของรายได้ของบริษัทในสหรัฐอเมริกา

Froot et al. (1993) พบว่า การที่บริษัทมีกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอขึ้น สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทได้ เนื่องจากบริษัทไม่จำเป็นต้องพึ่งพาเงินทุนจากแหล่งภายนอกที่มีต้นทุน



ทางการเงินสูงเพราะบริษัทสามารถใช้แหล่งเงินทุนภายในที่สามารถคาดการณ์จำนวนได้จากกรณีกระแสเงินสดสม่ำเสมอ

Keith and Mark (1993) ก็พบว่า ค่า Coefficient ระหว่างกระแสเงินสดและมูลค่ากิจการ มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึงอาจบ่งชี้ได้ว่าตลาดจะมีการตอบสนองต่อกระแสเงินสดไม่ว่าจะในทางบวกหรือทางลบและ Tobin's Q ก็มีความสัมพันธ์ต่อกระแสเงินสดเช่นเดียวกัน

Smith and Watts (1992) พบว่า อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์รวมนั้น มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่าของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

แต่อย่างไรก็ตามก็ยังมีข้อขัดแย้งในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสดและมูลค่ากิจการ ในปี 1974 Robert C. Merton ได้มีการคิดค้น Model ที่ใช้วัด Credit Risks ซึ่งใน Model นี้ราคาหุ้นจะถือเป็นสินทรัพย์อ้างอิงของ Call Option ในขณะที่ความผันผวนของราคาหุ้นนั้นถือเป็นสินทรัพย์ที่มีศักยภาพในการเติบโต ดังนั้นในกรณีนี้ความผันผวนจะกลายเป็นสิ่งที่ช่วยเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการ

ซึ่งจากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้น พบว่า มีประเด็นที่เกี่ยวข้องกับเรื่อง การศึกษาผลกระทบของความผันผวนของกระแสเงินสดและผลกำไรต่อมูลค่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2 หัวข้อหลัก ดังนี้ งานวิจัยความผันผวนของกระแสเงินสดต่อมูลค่าบริษัท และ งานวิจัยความผันผวนของผลกำไรต่อมูลค่าบริษัท

### 2.2.1 งานวิจัยความผันผวนของกระแสเงินสดต่อมูลค่าบริษัท

Rountree, Weston, and Allayannis (2008) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับองค์ประกอบของ Premium ของกิจการที่มีความผันผวนของกระแสเงินสดต่ำในตลาดสหรัฐอเมริกา พบว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดเป็นปัจจัยสำคัญที่ก่อให้เกิดความเสี่ยงในองค์กร และมีผลกระทบต่อ Asset Pricing Theory การบริหารความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk Management) และมูลค่าของกิจการ นอกจากนี้ ความผันผวนของกระแสเงินสดนั้น เป็นปัจจัยหนึ่งที่ทำให้เกิดความเสียหายทางด้านราคา (Priced Risk) ในตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกา โดยมูลค่าบริษัทที่วัดจากค่า Tobin's Q, P/BV และ P/E จะเพิ่มขึ้นหรือลดลง 0.15% หากความผันผวนของกระแสเงินสดมีการเปลี่ยนแปลงไป 1% ซึ่งการเปลี่ยนแปลงนี้จะส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงอื่นๆ เช่น Systematic และ Idiosyncratic risk เช่นเดียวกับตัวแปรควบคุมอื่นๆ เช่น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ขนาดของกิจการ (Firm Size) ผลกำไร (Profitability) Leverage และโอกาสในการเติบโตของกิจการ และ Keith and Mark (1993) ก็พบว่า ค่า Coefficient ระหว่างกระแสเงินสดและมูลค่าบริษัทมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ

ต่อมา Baker and Wurgler (2007) พบว่า ในกรณีที่ตลาดเกิดความผันผวนหรือในกรณีที่ระดับความเชื่อมั่นของนักลงทุน (Investor Sentiment) ต่ตลาดต่ำลง นักลงทุนจะเลือกลงทุนในบริษัทที่มีกระแสเงินสดที่มั่นคงและมีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetries) ที่ต่ำ เพราะถือว่าบริษัทนั้นมีความเสี่ยงที่ต่ำและเป็นการลงทุนในสินทรัพย์ที่ปลอดภัย (Safe Havens) เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Abdel-Khalik (2007), Badrinath et al. (1989) และ Gruca and Rego (2005)

Froot et al. (1993) และ John R. Graham and Smith (1999) ทดสอบว่า การที่กิจการมีความผันผวนต่ำจะเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มหรือไม่ แต่ก็ยังไม่มีข้อขัดแย้งที่ชัดเจนที่จะมาหักล้างได้ว่าการที่กิจการมีความผันผวนสูงจะเป็นการลดมูลค่าของกิจการลง แต่ยังมีอีกประเด็นที่ยังถกเถียงกันว่า การที่กิจการมีความผันผวนสูงนั้นจะเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ แต่การที่กิจการมีความผันผวนต่ำจะสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มได้มากกว่า จากงานวิจัยที่ผ่านมาได้มีการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าบริษัทกับความผันผวนของรายได้ของบริษัทในสหรัฐอเมริกา

ต่อมา Berk, Green and Naik (1999) กล่าวว่า ทางเลือกการเติบโตของบริษัท คือ ความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้มูลค่าบริษัทต่ำลงเช่นกัน

ต่อมา Froot et al. (1993) และ John R. Graham and Smith (1999) พบว่า กิจการสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มได้จากการใช้อนุพันธ์ในการทำ Hedging และยังเป็น การช่วยลดความผันผวนของกิจการที่เกิดขึ้นอีกด้วย เช่นเดียวกันกับ Allayannis (2001), Carter, Rogers, and Simkins (2006) และ Nelson, Moffitt, and Affleck-Graves (2005) ที่สรุปจากการศึกษาได้ว่าการจัดการความผันผวนของกระแสเงินสด จะช่วยเพิ่มมูลค่าของกิจการขึ้นด้วยนอกจากการใช้อนุพันธ์ทางการเงินเพียงอย่างเดียว แต่อย่างไรก็ตามยังไม่ม้งานวิจัยใดที่แสดงผลออกมาอย่างชัดเจน

Merton (1974) ได้อธิบายผ่าน Merton Model ที่ระบุว่าผู้ถือหุ้นจะเปรียบ Call Option เป็นเหมือนมูลค่าของกิจการ และความผันผวนของราคาของสินทรัพย์อ้างอิงของ Option นั้นจะสะท้อนถึงศักยภาพในการเติบโตของมูลค่าบริษัท (Potential Growth) ดังนั้นจึงอาจกล่าวได้ว่าความผันผวนของกระแสเงินสดจะสามารถก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มแก่กิจการ ความผันผวนนั้นจะสะท้อนถึงโอกาสที่กิจการจะมีศักยภาพในการเติบโตในอนาคต ซึ่งแสดงว่าหากกิจการมีความผันผวนมากก็จะมีโอกาสในการเติบโตที่สูง ดังนั้นมูลค่าบริษัทก็จะสูงขึ้นเช่นเดียวกัน

### 2.2.2 งานวิจัยความผันผวนของผลกำไรต่อมูลค่าบริษัท

นักลงทุน นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ และผู้จัดการกองทุน ส่วนใหญ่มักจะสนใจเกี่ยวกับกำไรของบริษัทมากกว่ากระแสเงินสดของกิจการ เนื่องจากผลกำไรของกิจการนั้นจะสะท้อนถึงผลการดำเนินงานของกิจการ ดังนั้น ความผันผวนของผลกำไร (Earnings Volatility) อาจจะมีบทบาทที่

สำคัญในการใช้วัดความสม่ำเสมอทางการเงินของบริษัท (Financial Smoothness) แทนความผันผวนของกระแสเงินสด

Hunt, Moyer, and Shevlin (2000) สรุปว่า หากมีความผันผวนของผลกำไรต่ำ กิจการจะมีมูลค่าสูง และความผันผวนของผลกำไรเป็นส่วนหนึ่งของความผันผวนของกระแสเงินสด ซึ่งการที่ผลกำไรมีความสม่ำเสมอขึ้นจะเป็นการช่วยลดโอกาสในการล้มละลาย (Default) ของบริษัท ซึ่งจะเป็นการช่วยลดต้นทุนทางการเงินจากการกู้ยืมได้ Trueman and Titman (1988), Ronen and Sadan (1981)

Badrinath et al. (1989) พบว่า นักลงทุนสถาบันมักจะไม่ลงทุนในบริษัทที่มีความแตกต่างของกำไรที่สูง หากยังมีความแตกต่างของกำไรที่สูงก็จะยิ่งเพิ่มแนวโน้มที่คาดว่าจะมีกำไรต่ำกว่าที่พยากรณ์ไว้ (Negative Earnings Surprise) ประกอบกับ Merton (1987) และ Lang, Lins, and Miller (2003) พบว่า หุ่นที่นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่ไม่ให้ความสนใจ (Low analyst coverage) มักจะเป็นหุ้นที่มีมูลค่าต่ำและมีความไม่สมมาตรของข้อมูลสูง และยังมีแนวโน้มในการพยากรณ์ผิดพลาด Brennan and Hughes (1991) และ Schipper (1991)

สอดคล้องกับ Barnes (2002) พบว่า ความผันผวนของรายได้ขึ้นมีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อมูลค่าบริษัทที่ใช้ Market-to-Book Ratio ในการวัดมูลค่า

John R Graham, Harvey, and Rajgopal (2005) ได้ทำการสำรวจและสัมภาษณ์ผู้บริหารมากกว่า 400 คน พบว่า ผู้บริหารจำนวน 78% ยอมรับที่จะไม่นำเงินมาลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันเป็นบวก (Positive Net Present Value) เพื่อต้องการรักษาผลประโยชน์ของบริษัทให้มีความสม่ำเสมอ เนื่องจากผู้บริหารของบริษัทเหล่านี้ทราบว่านักลงทุนจะเลือกลงทุนกับบริษัทที่มีความผันผวนของผลประกอบการต่ำ รู้สึกว่าบริษัทมีความเสี่ยงที่ต่ำ จึงทำให้บริษัทมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำ ทั้งยังมีมูลค่าบริษัทที่สูง และยังช่วยให้ นักวิเคราะห์หลักทรัพย์สามารถพยากรณ์กำไรและกระแสเงินสดในอนาคตได้อย่างแม่นยำเพิ่มมากขึ้นด้วยความผันผวนของกระแสเงินสดนั้นถูกใช้เป็นตัวชี้วัดความเสี่ยงซึ่งเป็นเครื่องมือที่นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจการลงทุนมาอย่างยาวนาน ซึ่งงานวิจัยของ Minton and Schrand (1999), Trueman and Titman (1988), Kaplan and Zingales (1997) และ (Froot et al., 1993) ก็ได้ผลสรุปเช่นเดียวกัน และ Lang et al. (2003), Gong (2004) ก็ได้แนะนำว่านักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ควรจะให้ความสนใจกับมูลค่าบริษัท

## 2.3 สมมติฐานงานวิจัย

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตสามารถกำหนดสมมติฐานที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยเรื่องการศึกษาค่าของผลกระทบของความผันผวนของกระแสเงินสดและผลกำไรต่อมูลค่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมูลค่าของบริษัทสามารถสะท้อนด้วยอัตราส่วนทางการเงิน ดังนี้

มูลค่าบริษัท (Tobin's Q) หมายถึง ความสัมพันธ์ระหว่างการประเมินมูลค่าตลาดกับมูลค่าที่แท้จริง กล่าวคือเป็นวิธีการประเมินว่าธุรกิจหรือตลาดที่กำหนดนั้นมีมูลค่าเกินราคาหรือถูกตีราคาต่ำเกินไปหรือไม่

มูลค่าบริษัท (Tobin's Q)

### สมมติฐานที่ 1

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสดกับมูลค่าบริษัท

H1: ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัท

### สมมติฐานที่ 2

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของผลกำไรกับมูลค่าบริษัท

H2: ความผันผวนของผลกำไรมีความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัท

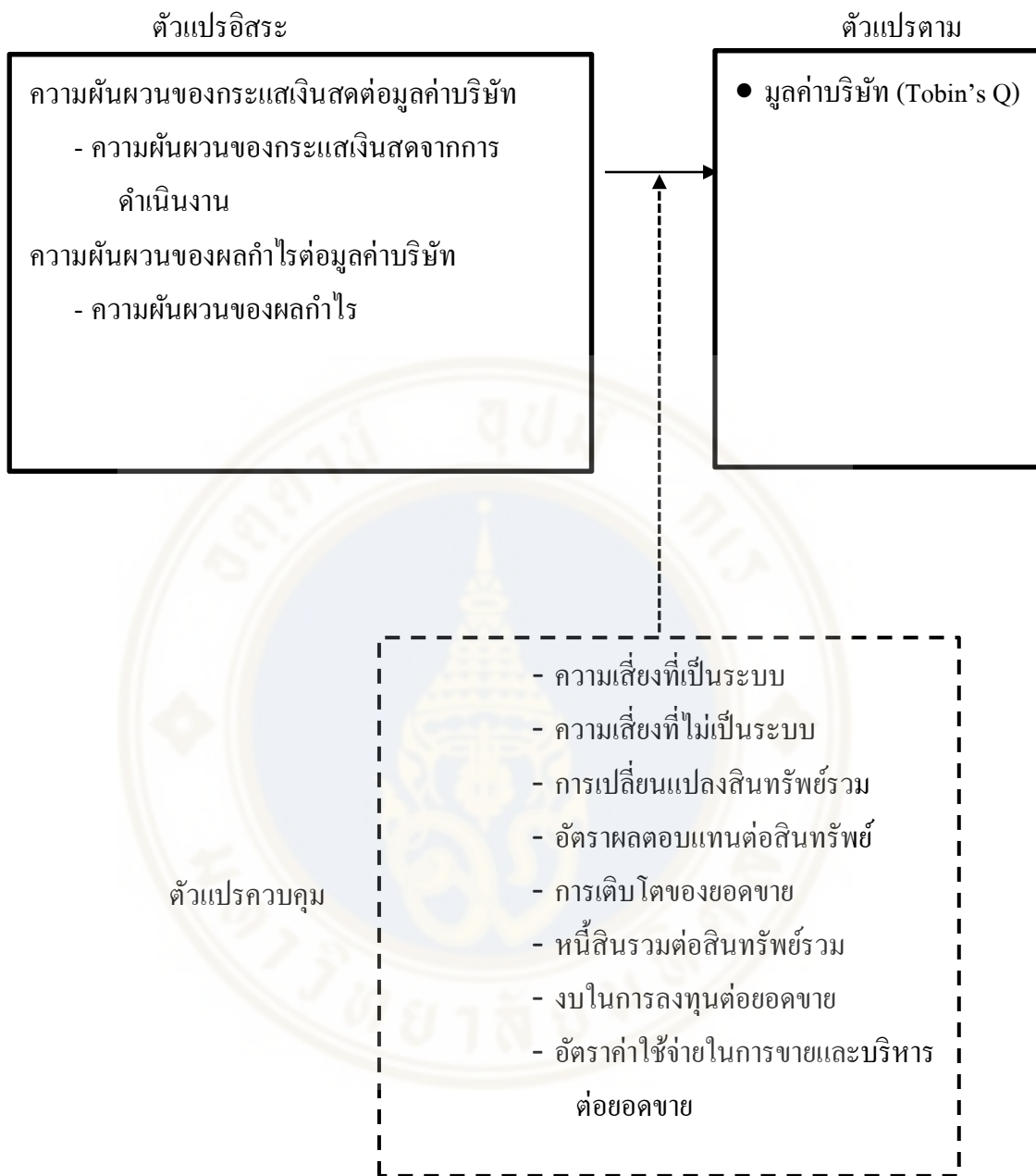
### สมมติฐานที่ 3

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสดและความผันผวนของผลกำไรกับมูลค่าบริษัท

H3: ความผันผวนของกระแสเงินสดและความผันผวนของผลกำไรมีความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัท

## 2.4 กรอบแนวคิดการวิจัย

จากทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง สามารถสรุปเป็นกรอบงานวิจัย โดยมีตัวแปรอิสระ ได้แก่ ความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและความผันผวนของผลกำไร ซึ่งตัวแปรนี้เป็นส่วนสำคัญที่ส่งผลต่อมูลค่าของบริษัททั้งด้านบวกและทางด้านลบ โดยมูลค่าของบริษัทซึ่งเป็นตัวแปรตาม ได้แก่ มูลค่าบริษัท (Tobin's Q) โดยมีตัวแปรควบคุม ดังนี้ ความเสี่ยงที่เป็นระบบ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ การเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ การเติบโตของยอดขายหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม งบในการลงทุนต่อยอดขาย อัตราค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายดังภาพประกอบที่ 2.4



ภาพที่ 2.4 กรอบแนวคิดการวิจัยที่ประกอบด้วยตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม



### บทที่ 3 วิธีการวิจัย

#### 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา และกลุ่มตัวอย่าง (Data and Sample)

การศึกษาวิจัยในครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสดเงินสด กับความผันผวนของผลกำไรต่อมูลค่าบริษัท โดยกลุ่มตัวอย่างคือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยทางผู้จัดทำต้องการที่จะศึกษาสมมติฐานทั้งหมดภายใต้สถานะทางเศรษฐกิจที่แตกต่างกัน คือ ช่วงที่สถานะเศรษฐกิจปกติ พ.ศ. 2549 เป็นช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ และสถานะเศรษฐกิจหลังวิกฤติเศรษฐกิจ พ.ศ. 2555 เป็นช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ ในสหรัฐอเมริกา วิกฤตหนี้ด้อยคุณภาพ (Sub-Prime Crisis) เนื่องจากเกิดปัญหาการบริหารจัดการสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ (Sub-Prime Mortgage) ฝืดฟลาด และผลของการกำกับดูแลกลุ่มวณิชธนกิจ (Investment Banking) ไม่รัดกุม จนทำให้เกิดปัญหาขาดสภาพคล่องและคุกคามความมั่นคงของสถาบันการเงิน ทำให้บริษัทใหญ่หลายบริษัทในสหรัฐอเมริกาต้องล้มละลายปิดกิจการ และเกิดวิกฤตเศรษฐกิจลุกลามกระทบไปทั่วโลก (ปี พ.ศ. 2552)

หากศึกษาในช่วงสถานะเศรษฐกิจที่แตกต่างกันมีผลกระทบต่อความผันผวนของกระแสดเงินสดและความผันผวนของผลกำไรต่อมูลค่าของบริษัทอย่างไร แตกต่างกันหรือไม่ ซึ่งสามารถสรุปกรอบระยะเวลาของงานวิจัยได้เป็น 2 ช่วงเวลา คือช่วงที่ 1 พ.ศ. 2549 สถานะเศรษฐกิจที่ปกติ เป็นช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ และช่วงที่ 2 พ.ศ. 2555 ช่วงสถานะหลังวิกฤติเศรษฐกิจ



ภาพที่ 3.1 กรอบระยะเวลางานวิจัย

กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ศึกษาจะยกเว้นข้อมูลของบริษัทที่มีเกณฑ์ดังต่อไปนี้

บริษัทที่อยู่ในหมวดอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วยกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากประเทศไทยมีกฎหมายที่กำกับดูแลที่แตกต่างออกไปในธุรกิจเหล่านี้

บริษัทที่ไม่มีข้อมูล สินทรัพย์ และยอดขาย ทั้งข้อมูลรายปี และรายไตรมาส ระหว่างปี พ.ศ. 2549 - พ.ศ. 2560

บริษัทที่มีข้อมูลผลตอบแทนรายเดือนน้อยกว่า 30 ข้อมูล ในแต่ละช่วงเวลา (1 ช่วงเวลา คือ 5 ปี : พ.ศ. 2550 - พ.ศ. 2554 และ พ.ศ. 2556 - พ.ศ. 2560)

บริษัทที่มีข้อมูลรายไตรมาสของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานน้อยกว่า 10 ข้อมูล ใน 20 ไตรมาสย้อนหลัง

บริษัทที่ไม่มีข้อมูลอัตราส่วนทางการเงิน เช่น มูลค่าบริษัท (Tobin's Q), อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV) และ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ในช่วงปี พ.ศ. 2549 และ พ.ศ. 2555

บริษัทที่มีข้อมูลตัวแปรทั้งหมดไม่ครบในทั้ง 2 ช่วงเวลา พ.ศ. 2549 และ พ.ศ. 2555

ตารางที่ 3.1 จำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

ลำดับ	รายละเอียด	จำนวนบริษัท
1	จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)	587
2	บริษัทที่อยู่ในหมวดอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วยกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากประเทศไทยมีกฎหมายที่กำกับดูแลที่แตกต่างออกไปในธุรกิจเหล่านี้	(58)
3	บริษัทที่ไม่มีข้อมูล สินทรัพย์ และยอดขาย ทั้งข้อมูลรายปี และรายไตรมาส ระหว่างปี พ.ศ. 2549 - พ.ศ. 2560	(237)

ตารางที่ 3.1 จำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย (ต่อ)

ลำดับ	รายละเอียด	จำนวน บริษัท
4	บริษัทที่มีข้อมูลผลตอบแทนรายเดือนน้อยกว่า 30 ข้อมูล ในแต่ละช่วงเวลา (1 ช่วงเวลา คือ 5 ปี : พ.ศ. 2550 - พ.ศ. 2554 และ พ.ศ. 2556 - พ.ศ. 2560)	(89)
5	บริษัทที่มีข้อมูลรายไตรมาสของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานน้อยกว่า 10 ข้อมูล ใน 20 ไตรมาสย้อนหลัง	(61)
6	บริษัทที่ไม่มีข้อมูลอัตราส่วนทางการเงิน เช่น มูลค่าบริษัท (Tobin's Q), อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV) และ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ในช่วงปี พ.ศ. 2549 และ พ.ศ. 2555	(34)
7	บริษัทที่มีข้อมูลตัวแปรทั้งหมดไม่ครบในทั้ง 2 ช่วงเวลา พ.ศ. 2549 และ พ.ศ. 2555	(14)
จำนวนบริษัทกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยเหลือ (บริษัท)		94

จากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งหมด 587 บริษัท ทางผู้วิจัยได้ทำการหักบริษัทที่อยู่ในหมวดอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หัก บริษัทที่ไม่มีข้อมูล สินทรัพย์ และยอดขาย ตลอดระยะเวลาที่ศึกษา หักบริษัทที่มีข้อมูลผลตอบแทนรายเดือนน้อยกว่า 30 ข้อมูล ในช่วงเวลาที่ศึกษา หัก บริษัทที่มีข้อมูลรายไตรมาสของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานน้อยกว่า 10 ข้อมูล และบริษัทที่ไม่มีข้อมูลอัตราส่วนทางการเงิน เช่น มูลค่าบริษัท (Tobin's Q), อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV) และ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ในช่วงปี พ.ศ. 2549 และ พ.ศ. 2555 ทำให้จำนวนบริษัทกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยเหลือ 94 บริษัท



### 3.1.1 Data Sources

ฐานของข้อมูลนำมาจาก SET SMART และ Thomson Reuters Database โดยเป็นข้อมูลเป็นลักษณะ Cross Sectional Data โดยลักษณะของความถี่ของข้อมูลเป็นทั้งรายไตรมาส และรายปี เป็นข้อมูลที่แสดงอยู่ในงบการเงินรวม หรือ Consolidate Financial Statement คือ การที่บริษัทผู้ลงทุนถือหุ้นสามัญในบริษัทผู้ถูกลงทุนเป็นจำนวนมากกว่าร้อยละ 50 โดยมีอำนาจควบคุมบริษัทผู้ถูกลงทุน ของบริษัทต่างๆที่ได้ส่งรายงานต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรต่างๆ ที่นำมาทำการประมาณค่ามีดังต่อไปนี้

### 3.2.1 ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

ความผันผวนของกระแสเงินสด ( $\sigma$  of *Cashflow*)

หมายถึง การเปลี่ยนแปลงของค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อจำนวนหุ้นพื้นฐาน (CFPS) รายไตรมาสเป็นระยะเวลาไม่เกิน 5 ปี (Minton and Schrand 1999) เช่น ถ้าเป็นกลุ่มตัวอย่างของไตรมาส 1 ในปี พ.ศ. 2549 จะหาส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ของปี พ.ศ. 2544 จนถึง ไตรมาสที่ 4 ของปี พ.ศ. 2548 จะได้ว่า

$$\sigma \text{ of } Cashflow = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n - 1}}$$

$\square_{\square}$  = ข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทต่อหุ้น (ตัวที่ 1, 2, ..., n)

$\bar{\square}$  = ค่าเฉลี่ยของข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทต่อหุ้น

$\square$  = จำนวนข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทต่อหุ้นทั้งหมด

โดยมาตรฐานการบัญชี ณ ปัจจุบัน จะมีรายการทางบัญชีบางรายการ เช่น ดอกเบี้ยรับที่สามารถบันทึกรายการบัญชีได้ทั้ง งบกระแสเงินสดกิจกรรมดำเนินงาน (Operating Activities) และ งบกระแสเงินสดกิจกรรมการจัดหา (Financing Activities) ทำให้การศึกษาที่ใช้ตัวแปรเป็นความผันผวนของกระแสเงินสดเพียงอย่างเดียว โดยไม่ได้รวมกระแสเงินสดในบางรายการที่อยู่ในงบกระแสเงินสดกิจกรรมการจัดหา จึงถือเป็นข้อจำกัดของงานวิจัยชิ้นนี้ด้วยเช่นกัน

ความผันผวนของผลกำไร ( $\sigma$ )

หมายถึง การเปลี่ยนส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรสุทธิรายไตรมาสเป็นระยะเวลาไม่เกิน 5 ปี เช่น ถ้าเป็นกลุ่มตัวอย่างของในไตรมาส 1 ปี พ.ศ. 2549 จะหาส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรสุทธิรายไตรมาสต่อจำนวนหุ้นพื้นฐาน (EPS) ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ของปี พ.ศ. 2544 จนถึงไตรมาสที่ 4 ของปี พ.ศ. 2548

จะได้ว่า

$$\sigma \text{ of Earning} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n - 1}}$$

$x_i$  = ข้อมูลกำไรสุทธิของบริษัทต่อหุ้น (ตัวที่ 1, 2, ..., n)

$\bar{x}$  = ค่าเฉลี่ยของข้อมูลกำไรสุทธิของบริษัทต่อหุ้น

$n$  = จำนวนข้อมูลกำไรสุทธิของบริษัทต่อหุ้นทั้งหมด

กำไรสุทธิสามารถวัดได้ 5 วิธี ดังนี้

การวัดกำไรสุทธิแบบที่ 1 คือ คำนวณจากกำไรสุทธิต่อหุ้นปรับลดไม่รวมรายการพิเศษ

การวัดกำไรสุทธิแบบที่ 2 คือ คำนวณจากกำไรจากการดำเนินงานต่อหุ้นปรับลด

การวัดกำไรสุทธิแบบที่ 3 คือ คำนวณจากกำไรสุทธิต่อหุ้นปรับลด รวมรายการพิเศษ

การวัดกำไรสุทธิแบบที่ 4 คือ คำนวณจากกำไรสุทธิต่อหุ้นพื้นฐาน รวมรายการพิเศษ

การวัดกำไรสุทธิแบบที่ 5 คือ คำนวณจากกำไรสุทธิต่อหุ้นพื้นฐานไม่รวมรายการพิเศษ

ทั้งนี้จากผลงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) ที่หาความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสดและความผันผวนของการดำเนินงานมีผลต่อมูลค่าของกิจการอย่างไร ได้วัดกำไรสุทธิจาก 5 วิธีข้างต้น ซึ่งพบว่า การคำนวณกำไรสุทธิต่อหุ้นพื้นฐานแบบรวมรายการพิเศษหรือไม่รวมรายการพิเศษ ผลการทดสอบสมการแบบถดถอย ผลลัพธ์ที่ได้ไม่ต่างกัน ดังนั้นการคำนวณกำไรสุทธิในงานวิจัยชิ้นนี้จะใช้แบบที่ 4 คือ คำนวณจากกำไรสุทธิต่อหุ้นพื้นฐาน รวมรายการพิเศษ

### 3.2.2 ตัวแปรตาม (Dependence variable)

มูลค่าบริษัท (**Tobin's Q**) หมายถึง อัตราส่วนที่ใช้วัดมูลค่ากิจการ เป็นการแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างการประเมินมูลค่าตลาดกับมูลค่าที่แท้จริง กล่าวคือ เป็นวิธีการประเมินว่าธุรกิจหรือตลาดที่กำหนดนั้นมีมูลค่าเกินราคาหรือถูกตีราคาต่ำเกินไปหรือไม่ โดยสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\frac{\text{Market Value of Asset}}{\text{Replacement Cost of Asset}} = \frac{(\text{Market Value of Asset})}{(\text{Replacement Cost of Asset})}$$

การศึกษาในครั้งนี้ใช้ Tobin's Q ในการวัดมูลค่าบริษัท ซึ่งจากสูตร Market value of Asset นั้น แสดงถึงอัตราส่วนสินทรัพย์ลงทุนในการบริหารงานและการจัดการภายในบริษัท และ Replacement Cost of Asset แสดงถึงราคาตลาดปัจจุบันของสินทรัพย์ประเภทเดียวกันกับที่กิจการใช้อยู่ กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือสินทรัพย์ที่กิจการเคยซื้อเข้ามาในอดีต ถ้าต้องการที่จะซื้อใหม่ในขณะนี้ จะต้องจ่ายซื้อเป็นจำนวนเท่าไร แต่เนื่องจากการคำนวณต้นทุนเปลี่ยนแทนนั้นยากต่อการประมาณค่า Shin and Stulz (2000), Lins (2003) จึงใช้มูลค่าตามบัญชี (Book Value) แทนต้นทุนเปลี่ยนแทน จึงได้วิธีในการคำนวณใหม่ดังนี้

$$\frac{\text{Market Capitalization} + \text{Long Term Debt}}{\text{Total Asset}} =$$

Market Capitalization = มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ณ สิ้นปี ยกตัวอย่างเช่น ข้อมูลช่วงปี พ.ศ. 2549 ใช้มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ณ วันทำการสุดท้ายของปี พ.ศ. 2549 เป็นต้น

Long Term Debt = จำนวนรวมของหนี้สินระยะยาวและภาระผูกพันตามสัญญาเช่าซื้อทั้งหมด โดยใช้ข้อมูลเป็นรายปี ยกตัวอย่างเช่น ข้อมูลช่วงปี พ.ศ. 2549 ใช้ข้อมูล Long Term Debt ณ วันปิดงบการเงินของปีพ.ศ. 2549 เป็นต้น

Total Asset = จำนวนสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัท โดยใช้ข้อมูลเป็นรายปี ยกตัวอย่างเช่น ข้อมูลช่วงปี พ.ศ. 2549 ใช้ข้อมูล Long Term Debt ณ วันปิดงบการเงินของปี พ.ศ. 2549 เป็นต้น

ทั้งนี้การเก็บข้อมูลจะมีข้อมูลที่มาจาก

1. ข้อมูลที่มาจากราคาตลาด ณ ช่วงเวลาหนึ่งอย่าง Closing Price of Common Shares ซึ่งเป็นราคาปิดของหุ้นสามัญ ณ วันทำการสุดท้ายของปี
2. ข้อมูลที่มาจากงบการเงิน เช่น Number of Common Shares , Number of Preferred Shares , Number of Repurchased Shares ใช้ข้อมูลที่มีล่าสุด ณ วันทำการสุดท้ายของปี ซึ่งจะเป็ นข้อมูลของงบการเงินที่รายงานไตรมาส 3 ของปีนั้นๆ เป็นต้น
3. ข้อมูลกำไรสุทธิที่บริษัทนั้นทำได้ในรอบระยะเวลา 12 เดือนล่าสุดนั้นยกตัวอย่างได้ ดังนี้ ข้อมูลช่วงปี พ.ศ. 2549 ใช้ข้อมูลกำไรสุทธิของบริษัท ณ 4 ไตรมาสย้อนหลัง

โดยข้อมูลทั้งหมดอ้างอิงข้อมูลตาม SETSMART ฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 3.2.3 ตัวแปรควบคุม (Control variables)

ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (**Systematic Risk**) หมายถึง ความเสี่ยงที่มีผลกระทบต่อตลาดทั้งระบบ ทุกธุรกิจต่างได้รับผลกระทบ สาเหตุของความเสี่ยงเกิดจากปัจจัยภายนอกที่อยู่ นอกเหนือการควบคุม เช่น วิกฤตเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อ สงคราม การก่อการร้าย เป็นต้น โดยส่วนใหญ่ความเสี่ยงเหล่านี้ส่วนมากจะไม่สามารถป้องกันได้

ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (**Idiosyncratic Risk**) หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดจากการดำเนินงาน ซึ่งเป็นความเสี่ยงเฉพาะของบริษัทหรืออุตสาหกรรม โดยสามารถเกิดขึ้นจากทีมผู้บริหารที่ขาดคุณภาพ การบริหารงานที่ผิดพลาด และการแข่งขันที่รุนแรงในตลาด และความเสี่ยงทางการเงิน เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากความน่าเชื่อถือทางการเงิน ซึ่งสามารถเกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของกิจการ การใช้เงินกู้ผิดวัตถุประสงค์ เป็นต้น

โดยทั้งสองตัวแปรนี้สามารถประมาณค่าได้จาก Run OLS Regression Model CAPM, Shin and Stulz (2000)

$$CAPM: r_{jt} = \alpha_j + \beta_{j1}r_{mt} + \varepsilon_{jt}$$

$r_{jt}$  = ผลตอบแทนส่วนเกินรายเดือนของตลาด  $j$  ณ เวลาที่  $t$

$j = 1, 2, \dots, n$  จำนวนของบริษัทจดทะเบียน

$r_{mt}$  = ผลตอบแทนส่วนเกินรายเดือนของหุ้น  $j$  ณ เวลาที่  $t$

$\varepsilon_{jt}$  = ความคลาดเคลื่อน (Error term)

โดย  $r_{jt}$  ผลตอบแทนส่วนเกินรายเดือนของตลาด หมายถึง ผลตอบแทนรายเดือนที่คำนวณจากดัชนี SETindex เช่นเวลาที่ศึกษาในช่วงที่ 1 ปี พ.ศ. 2549 ใช้ข้อมูลดัชนี SETindex ที่ราคาปิด ณ สิ้นวัน ตั้งแต่วันทำการเดือนแรก จนถึง วันทำการเดือนสุดท้ายของปี พ.ศ. 2549 มาคำนวณ

โดย  $r_{mt}$  ผลตอบแทนส่วนเกินรายเดือนของหุ้น หมายถึง ผลตอบแทนรายเดือนที่คำนวณจากราคาปิด ณ สิ้นวันของหุ้น ณ วันทำการวันสุดท้ายของเดือนนั้นๆ เช่นเวลาที่ศึกษาในช่วงที่ 1 ปี พ.ศ. 2549 ใช้ข้อมูลราคาปิดของหุ้น ณ สิ้นเดือนแรก จนถึง ราคาปิดของหุ้น ณ สิ้นเดือนสุดท้ายของปี พ.ศ. 2549 มาคำนวณ โดยราคาหุ้นทั้งหมดเป็นราคาที่น่ามาใช้ในการปรับค่าผลตอบแทนรวมของ หลักทรัพย์ในกรณีที่บริษัทมี Corporate Action เกิดขึ้นแล้ว

ข้อมูลข้างต้นจะมีข้อจำกัด เรื่องผลตอบแทนที่มาจากเงินปันผล (Dividends) จะยังไม่สะท้อนอยู่ในสมมติฐานที่ทางผู้จัดทำจะศึกษาเนื่องจาก ข้อมูลผลตอบแทนรายเดือนของดัชนีสามารถใช้ผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRD) ได้ แต่ในขณะที่ผลตอบแทนรายเดือนของหุ้นรายตัว ยังไม่มีหน่วยงานที่เก็บข้อมูลผลตอบแทนแบบรวมปันผล จึงไม่สามารถดำเนินการการคำนวณในส่วนนี้ได้

*Systematic Risk* ประมาณค่าโดยใช้ Beta จาก Model CAPM เป็นตัวแทนของความเสียหายตลาด

*Idiosyncratic Risk* ประมาณค่าโดยใช้ Standard Deviation ของ Residual หรือ Error Term เป็นตัวแทนความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ

การเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์รวม ( $\ln(\text{Total Asset})$ ) หมายถึง การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมทั้งหมดของบริษัท เป็นข้อมูลรายปี Rountree et al. (2008) โดยเป็นข้อมูลที่แสดงอยู่ในงบการเงินรวม หรือ Consolidate Financial Statement

โดยสามารถคำนวณได้จาก

$$\begin{aligned} & \square\square\square\square\square\square\square \square\square\square\square\square \\ & = \square\square(\square\square\square\square\square\square \square\square\square\square\square\square) \\ & + \square\square\square\square\square \square\square\square\square\square\square\square\square\square\square\square\square \end{aligned}$$

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) หมายถึง ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เป็นอัตราที่ชี้ถึงประสิทธิภาพของบริษัทในการนำสินทรัพย์ไปลงทุนให้เกิดผลตอบแทน โดยเป็นค่าที่แสดงถึงผลกำไรที่บริษัทหาได้จากสินทรัพย์ทั้งหมดที่บริษัทใช้ดำเนินการ เป็นข้อมูลรายปี Rountree et al. (2008)

โดยสามารถคำนวณได้จาก

$$\square\square\square = \frac{\square\square\square\square}{\square\square\square.\square\square\square\square\square\square \square\square\square\square\square\square}$$

EBIT = กำไรก่อนออกเสียและภาษี (Earnings Before Interest and Tax)

Avg.Total Assets = (สินทรัพย์รวมต้นงวด + สินทรัพย์รวมปลายงวด)/2

การเติบโตของยอดขาย (Sale Growth) หมายถึง อัตราการเติบโตเฉลี่ยของยอดขายรายปี (CAGR) โดยคำนวณจาก 5 ปีข้างหน้า Rountree et al. (2008) ยกตัวอย่างเช่น ถ้าเป็นกลุ่มตัวอย่างในปี ของ พ.ศ. 2549 จะใช้การคำนวณอัตราการเติบโตเฉลี่ยเรขาคณิต ของปี พ.ศ. 2550 – พ.ศ. 2554 โดยสามารถคำนวณได้จาก

$$CAGR = \left( \frac{\text{Sales}_{2014}}{\text{Sales}_{2010}} \right)^{\frac{1}{5}} - 1$$

หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Debt to Total asset) หมายถึง อัตราส่วนของหนี้สินของกิจการ เทียบกับ สินทรัพย์รวม Rountree et al. (2008) เป็นข้อมูลรายปี โดยสามารถคำนวณได้จาก

$$\text{Debt to Total Asset} = \frac{\text{Long Term Debt}}{\text{Total Asset}}$$

Long Term Debt = จำนวนรวมของหนี้สินระยะยาวและภาระผูกพันตามสัญญาเช่าซื้อทั้งหมด

Total Asset = จำนวนสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัท โดยใช้ข้อมูลเป็นรายปี

งบในการลงทุนต่อยอดขาย (Capex to Sale) หมายถึง รายจ่ายลงทุนเทียบกับยอดขายเป็นข้อมูลรายปี โดยค่าใช้จ่ายการลงทุนเป็นการลงทุนอย่างต่อเนื่องสูงสุด 10 ปี โดยสิ่งที่เข้าข่ายการลงทุนได้แก่ การซื้อกิจการ การเปลี่ยนแปลงนโยบายบัญชี และการเลิกดำเนินงาน Rountree et al. (2008)

โดยสามารถคำนวณได้จาก

$$\text{Capex to Sale} = \frac{\text{Capital Expenditures}}{\text{Sales}}$$

Capital Expenditures = รายจ่ายเพื่อการได้มาของสินทรัพย์ที่จะนำมาใช้ในการดำเนินการเพื่อหารายได้ ซึ่งสามารถแบ่งได้เป็นสินทรัพย์ถาวรที่มีรูปร่างเช่น ที่ดิน อาคาร เครื่องจักร



เครื่องใช้สำนักงาน เป็นต้น และสินทรัพย์ถาวรที่ไม่มีรูปร่างเช่น ค่าลิขสิทธิ์ ค่าสัมปทาน เป็นต้น ซึ่งสินทรัพย์เหล่านี้เป็นสินทรัพย์ที่มีอายุยาวและกิจการจำเป็นจะต้องรับผิดชอบในการซื้อสินทรัพย์เหล่านี้เพื่อมาแทนที่อุปกรณ์และเครื่องมือของเก่า เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตสินค้าและบริการ และเพิ่มอำนาจความสะดวกให้แก่พนักงานได้ ซึ่งข้อมูลดังกล่าวนำมาจากฐานข้อมูลของ Thomson Reuters Database

Total Sales = ยอดขายรวมเป็นรายได้จากการขายสินค้าและบริการหักส่วนลดเงินสด ส่วนลดการค้าภาษีสรรพสามิตและผลตอบแทนการขายและเบี่ยเลี้ยง ซึ่งข้อมูลดังกล่าวตรงตามข้อมูลที่บริษัทรายงานแก่ตลาดหลักทรัพย์ฯ

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย (Selling, General & Administrative Expenses to Sale) หมายถึง ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเทียบกับยอดขาย เป็นข้อมูลรายปี โดยค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเป็นค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการขายและการบริหาร เช่น เงินเดือน (ที่ไม่ใช่ค่าแรงทางตรง เช่น เงินเดือนและค่าคอมมิชชั่นของพนักงานขาย เงินเดือนของพนักงานฝ่ายบริหาร) ค่าน้ำ ค่าไฟในสำนักงาน ค่าโทรศัพท์ และค่าโฆษณาประชาสัมพันธ์ เป็นต้น

โดยสามารถคำนวณได้จาก

$$\begin{array}{r} \square\square \& \square \square \square \square \square \square \\ = \underline{\square \square \square \square \square \square, \square \square \square \square \square \square \& \square \square \square \square \square \square \square \square \square \square \square \square \square \square \square \square \square \square} \\ \square \square \square \square \square \square \square \square \square \square \end{array}$$

SG&A = ใช้ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ในงบกำไรขาดทุน

Total Sales = ยอดขายรวมเป็นรายได้จากการขายสินค้าและบริการหักส่วนลดเงินสด ส่วนลดการค้าภาษีสรรพสามิตและผลตอบแทนการขายและเบี่ยเลี้ยง

ตารางที่ 3.2 คำนวณความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	คำอธิบาย	การคำนวณ	เครื่องหมาย คำนวณ	อ้างอิง
<i>Cashflow Volatility</i> (หน่วย : บาท)	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ของกระแสเงินสดจาก การดำเนินงานต่อ จำนวนหุ้นพื้นฐาน (CFPS) 20 ไตรมาส เป็นระยะเวลาไม่เกิน 5 ปี	$\sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n - 1}}$	-	Froot, Scharfstein, and Stein (1993) ,John and Clifford (1999) ,Kaplan and Zingales (1997)
<i>Earning Volatility</i> (หน่วย : บาท)	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ของกำไรสุทธิต่อ จำนวนหุ้นพื้นฐาน (EPS) 20 ไตรมาส เป็น ระยะเวลาไม่เกิน 5 ปี	$\sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n - 1}}$	-	Alister et al. (2000) Barnes (2001) Trueman and Titman (1988)
<i>Systematic Risk</i>	ความเสี่ยงที่เป็นระบบ	ทำการประมาณค่าจากแบบจำลอง CAPM  $CAPM: r_{jt} = \alpha_j + \beta_{j1}r_{mt} + \varepsilon_{jt}$	-	Rountree et al. (2008)
<i>Idiosyncratic Risk</i>	ความเสี่ยงที่ไม่เป็น ระบบ	ทำการประมาณค่าจากแบบจำลอง CAPM โดยหาจาก ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ ตัวแปรบกพร่อง ของแบบจำลอง	-	Rountree et al. (2008)



ตัวแปร	คำอธิบาย	การคำนวณ	เครื่องหมาย ค่าการันต์	อ้างอิง
$\ln(\text{Total Asset})$	การเปลี่ยนแปลงของ	$\ln(\text{Total Equity})$	+	Rountree et al. (2008)
ตารางที่ 3.2 ค่าการันต์ความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา (ต่อ)				
<i>Return On Asset</i> (หน่วย : เท่า)	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	$\frac{EBIT}{Avg\ Total\ Assets}$	+	Rountree et al. (2008) Smith and Watts (1992)
<i>Sale Growth</i> (หน่วย : ร้อยละ)	อัตราการเติบโตเฉลี่ยของยอดขายรายปี (CAGR) โดยคำนวณจาก 5 ปีข้างหน้า	$\left(\frac{Ending\ value}{Beginning\ value}\right)^{\frac{1}{Number\ of\ year}} - 1$	+	Rountree et al. (2008)
<i>Debt to Total Asset</i> (หน่วย : เท่า)	อัตราส่วนของหนี้สินของกิจการ เทียบกับสินทรัพย์รวม	$\frac{Long\ term\ debt}{Total\ Asset}$	-	Rountree et al. (2008)
<i>CAPEX to Sale</i> (หน่วย : เท่า)	งบการลงทุนเทียบกับยอดขาย	$\frac{Capital\ Expenditure}{Total\ Sales}$	+	Rountree et al. (2008)
<i>SG&amp;A to Sale</i> (หน่วย : เท่า)	ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเปรียบเทียบกับยอดขายรวม	$\frac{Selling,\ General\ \&\ Admin\ expens}{Total\ sales}$	+	Rountree et al. (2008)

### 3.3 วิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Methodology)

การศึกษาวิจัยในครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสด กับความผันผวนของผลกำไรต่อมูลค่าบริษัท โดยกลุ่มตัวอย่างคือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยแบ่งเป็น 2 ช่วงเวลา คือ พ.ศ. 2549 เป็นช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจและ พ.ศ. 2555 เป็นช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจในสหรัฐอเมริกา วิกฤตหนี้ด้อย

คุณภาพ (Sub-Prime Crisis) เนื่องจากเกิดปัญหาการบริหารจัดการสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ (Sub-Prime Mortgage) ผิดพลาด และผลของการกำกับดูแลกลุ่มพาณิชย์ (Investment Banking) ไม่รัดกุม จนทำให้เกิดปัญหาขาดสภาพคล่องและคุกคามความมั่นคงของสถาบันการเงิน ทำให้บริษัทใหญ่หลายบริษัทในสหรัฐอเมริกาต้องล้มละลายปิดกิจการ และเกิดวิกฤตเศรษฐกิจลูกกลมกระทบไปทั่วโลก (ปี พ.ศ. 2552) ซึ่งจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งหมด 587 บริษัท ทางผู้วิจัยได้ทำการหักบริษัทที่อยู่ในหมวดอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หัก บริษัทที่ไม่มีข้อมูล สินทรัพย์ และยอดขาย ตลอดระยะเวลาที่ศึกษา หักบริษัทที่มีข้อมูลผลตอบแทนรายเดือนน้อยกว่า 30 ข้อมูล ในช่วงเวลาที่ศึกษา หัก บริษัทที่มีข้อมูลรายได้รวมของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานน้อยกว่า 10 ข้อมูล และบริษัทที่ไม่มีข้อมูลอัตราส่วนทางการเงิน เช่น มูลค่าบริษัท (Tobin's Q) ในช่วงปี พ.ศ. 2549 และ พ.ศ. 2555 ทำให้จำนวนบริษัทกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยเหลือ 94 บริษัท

จากสมมติฐานข้างต้นทั้งหมด สามารถกำหนดเป็นแบบจำลองที่เกี่ยวข้องได้จาก มูลค่าบริษัท (Tobin's Q) หมายถึง ความสัมพันธ์ระหว่างการประเมินมูลค่าตลาดกับมูลค่าที่แท้จริง กล่าวคือเป็นวิธีการประเมินว่าธุรกิจหรือตลาดที่กำหนดนั้นมีมูลค่าเกินราคาหรือถูกตีราคาต่ำเกินไปหรือไม่

แบบจำลอง : มูลค่าบริษัท (Tobin's Q)

H1: ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัท

H2: ความผันผวนของผลกำไรมีความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัท

H3: ความผันผวนของกระแสเงินสดและความผันผวนของผลกำไรมีความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัท

### 3.4 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ส่วนนี้จะอธิบายผลที่ได้จากการวิเคราะห์จากแบบจำลองที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น ซึ่งเป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลกำไร ที่มีผลต่อมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยแบ่งเป็น 2 ช่วงเวลา คือ พ.ศ. 2549 เป็นช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจและ พ.ศ. 2555 เป็นช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ

ตารางที่ 3.4.1 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ช่วงที่ 1 ภาวะเศรษฐกิจปกติ ปี พ.ศ. 2549

เป็นการแสดงข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาค่าสถิติเบื้องต้น อันได้แก่ จำนวนข้อมูล (Observation) ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ค่ากลางของข้อมูล (Median) เบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Derivation) ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum) ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum) จะเห็นว่า โดยเฉลี่ยแล้วบริษัทในกลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษาในครั้งนี้ตัวแปรตาม Tobin's Q ซึ่งเป็นค่าที่ใช้วัดมูลค่าบริษัทโดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.811 เท่า ตามลำดับ

Variable	Observation	Mean	Median	Std. Dev.	Min	Max
<u>ตัวแปรตาม</u>						
Tobin's Q	94	0.811	0.705	0.417	0.181	1.871
<u>ตัวแปรอิสระ</u>						
CFV	94	0.505	0.275	0.682	0.002	3.740
EARV	94	0.221	0.118	0.320	0.001	2.180
<u>ตัวแปรควบคุม</u>						
Systematic Risk	94	-0.042	-0.021	0.166	-0.586	0.909
Idiosyncratic Risk	94	0.099	0.082	0.132	0.023	1.316
ROA	94	0.096	0.095	0.062	-0.108	0.312
D/TA	94	0.094	0.053	0.111	0.000	0.523
SG&A/Sale	94	-0.133	-0.044	0.363	-2.842	0.445
CAPEX/Sale	94	0.138	0.047	0.361	0.002	2.890
Sale Growth	94	0.058	0.062	0.152	-1.000	0.498

สำหรับตัวแปรอิสระนั้น ความผันผวนของกระแสเงินสด มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.505 ในขณะที่มีค่ากลางของข้อมูลอยู่ที่ 0.275 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มของบริษัทตัวอย่างดังกล่าวมีความผันผวนของกระแสเงินสดที่ต่ำที่สุดเท่ากับ 0.002 และมากที่สุดเท่ากับ 3.740 ซึ่งมีการกระจายตัวค่อนข้างมาก เนื่องจากแต่ละบริษัทมีการบริหารจัดการกระแสเงินสดที่มีประสิทธิภาพที่แตกต่างกัน

ความผันผวนของผลกำไรมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.221 โดยบริษัทที่มีความผันผวนของผลกำไรต่ำที่สุดเท่ากับ 0.001 และมากที่สุดเท่ากับ 2.180 ซึ่งมีการกระจายตัวในลักษณะเดียวกันกับความผันผวนของกระแสเงินสด เนื่องจากแต่ละบริษัทมีตามผลการดำเนินงานที่แตกต่างกัน

สำหรับตัวแปรควบคุมนั้น ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ -0.042 โดยกลุ่มตัวอย่างมีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.586 มีค่าสูงสุดเท่ากับ 0.909

ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Idiosyncratic Risk) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.099 โดยกลุ่มตัวอย่างมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.023 และมีค่าสูงสุดเท่ากับ 1.316

การเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์รวม ( $\ln(\text{Total Asset})$ ) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 22.006 โดยกลุ่มตัวอย่างมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 19.379 และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 27.276

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.096 โดยกลุ่มตัวอย่างมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -0.108 และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.312

หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (D/TA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.094 โดยกลุ่มตัวอย่างมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.000 และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.523

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย (SG&A/Sale) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.133 โดยกลุ่มตัวอย่างมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 2.842 และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.445

งบในการลงทุนต่อยอดขาย (CAPEX/Sale) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.112 โดยกลุ่มตัวอย่างมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.002 และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 2.890

การเติบโตของยอดขาย (Sale Growth) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.058 โดยกลุ่มตัวอย่างมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -1.000 และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.498

ตารางที่ 3.4.2 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ช่วงที่ 2 หลังช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2555

เป็นการแสดงข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาค่าสถิติเบื้องต้นอันได้แก่ จำนวนข้อมูล (Observation) ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ค่ากลางของข้อมูล (Median) เบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Derivation) ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum) ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum) จะเห็นว่า โดยเฉลี่ยแล้วบริษัทในกลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษาในครั้งนี้ตัวแปรตาม Tobin's Q ซึ่งเป็นค่าที่ใช้วัดมูลค่าบริษัท โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.946 เท่า ตามลำดับ

Variable	Observation	Mean	Median	Std. Dev.	Min	Max
<u>ตัวแปรตาม</u>						
Tobin's Q	94	0.946	0.879	0.405	0.141	1.956
<u>ตัวแปรอิสระ</u>						
CFV	94	0.694	0.367	0.961	0.002	4.743
EARV	94	0.276	0.123	0.423	0.002	3.161
<u>ตัวแปรควบคุม</u>						
Systematic Risk	94	-0.162	-0.154	0.392	-1.344	1.264
Idiosyncratic Risk	94	0.109	0.104	0.043	0.037	0.223
ln(Total Asset)	94	22.457	22.394	1.518	19.608	28.048
ROA	94	0.092	0.092	0.058	-0.069	0.269
D/TA	94	0.086	0.026	0.111	0.000	0.488
SG&A/Sale	94	-0.071	-0.057	0.168	-0.739	0.982
CAPEX/Sale	94	0.052	0.032	0.073	0.001	0.623
Sale Growth	94	0.058	0.062	0.152	-1.000	0.498

สำหรับตัวแปรอิสระนั้น ความผันผวนของกระแสเงินสด มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.694 ในขณะที่มีค่ากลางของข้อมูลอยู่ที่ 0.367 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มของบริษัทตัวอย่างดังกล่าวมีค่าความผันผวน

ของกระแสเงินสดที่ต่ำที่สุดเท่ากับ 0.002 และมากที่สุดเท่ากับ 4.743 ซึ่งมีการกระจายตัวค่อนข้างมาก เนื่องจากแต่ละบริษัทมีการบริหารจัดการกระแสเงินสดที่มีประสิทธิภาพที่แตกต่างกัน

ความผันผวนของผลกำไรสุทธิมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.276 โดยบริษัทที่มีความผันผวนของผลกำไรต่ำที่สุดเท่ากับ 0.002 และมากที่สุดเท่ากับ 3.161 ซึ่งมีการกระจายตัวในลักษณะเดียวกันกับความผันผวนของกระแสเงินสด เนื่องจากแต่ละบริษัทมีตามผลการดำเนินงานที่แตกต่างกัน

สำหรับตัวแปรควบคุมนั้น ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ -0.162 โดยกลุ่มตัวอย่างมีค่าต่ำสุดเท่ากับ -1.344 มีค่าสูงสุดเท่ากับ 1.264

ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Idiosyncratic Risk) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.109 โดยกลุ่มตัวอย่างมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.037 และมีค่าสูงสุดเท่ากับ 0.223

การเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์รวม (ln(Total Asset)) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 22.457 โดยกลุ่มตัวอย่างมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 19.608 และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 28.048

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.092 โดยกลุ่มตัวอย่างมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -0.069 และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.269

หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (D/TA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.086 โดยกลุ่มตัวอย่างมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.000 และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.488

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย (SG&A/Sale) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.071 โดยกลุ่มตัวอย่างมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -0.739 และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.982

งบในการลงทุนต่อยอดขาย (CAPEX/Sale) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.052 โดยกลุ่มตัวอย่างมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.001 และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.623

การเติบโตของยอดขาย (Sale Growth) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.058 โดยกลุ่มตัวอย่างมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -1.000 และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.498



ตารางที่ 3.4.3 ตารางแสดงผลจากการแบ่งกลุ่มตามความผันผวนของตัวแปรต้นกับ Tobin's Q

ตารางใน Panel A นี้แสดงผลของตัวแปรตาม Tobin's Q โดยแบ่งตามความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และความผันผวนของกำไรสุทธิในช่วงปี พ.ศ. 2549 กับ พ.ศ. 2555 ซึ่งหากดูที่ความแตกต่างระหว่างกลุ่มที่มีความผันผวนต่ำ กับกลุ่มที่มีความผันผวนสูง (Difference (low-high))

จะเห็นได้ว่าในช่วงที่สถานะเศรษฐกิจอยู่ในช่วงปกติ ปี พ.ศ. 2549 ค่าความแตกต่างจะสูงกว่าช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2555 โดยความแตกต่างของค่าเฉลี่ย Tobin's Q ในกลุ่มความผันผวนของกระแสเงินสด ช่วงที่ 1 จะอยู่ที่ 0.347 เท่า และมีค่ามัธยฐานอยู่ที่ 0.373 เท่า ในขณะที่ความแตกต่างของค่าเฉลี่ย Tobin's Q ช่วงที่ 2 จะอยู่ที่ 0.113 เท่า และมีค่ามัธยฐานอยู่ที่ 0.088 เท่า และความแตกต่างของค่าเฉลี่ย Tobin's Q ในกลุ่มความผันผวนของกำไรสุทธิ ช่วงที่ 1 จะอยู่ที่ 0.213 เท่า และมีค่ามัธยฐานอยู่ที่ 0.368 เท่า ในขณะที่ ความแตกต่างของค่าเฉลี่ย Tobin's Q ช่วงที่ 2 จะอยู่ที่ 0.050 เท่า และมีค่ามัธยฐานอยู่ที่ 0.074 เท่า

Panel A: Average Tobin's q									
	พ.ศ.2549					พ.ศ.2555			
	Cash-Flow		Earning			Cash-Flow		Earning	
	Volatility		Volatility			Volatility		Volatility	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	
Low	0.962	0.945	0.910	0.948	1.017	0.919	0.910	0.864	
2	0.874	0.801	0.823	0.799	0.928	0.820	0.349	0.797	
3	0.779	0.621	0.745	0.600	0.918	0.994	0.920	0.884	
High	0.615	0.572	0.697	0.580	0.904	0.831	0.959	0.938	

Difference	0.347	0.373	0.213	0.368	0.113	0.088	0.050	0.074
------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------





## บทที่ 4

### ผลการวิจัย

#### 4.1 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

เป็นการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร 2 ตัวแปรในรูปของเมตริกซ์ซึ่งเป็นตัวแปรที่จะนำมาใช้ในการศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงถดถอย (Regression Analysis) โดยจากตาราง พบว่า ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่าบริษัท (Tobin's Q) ประกอบด้วยความผันผวนของผลกำไร ความเสี่ยงที่เป็นระบบ การเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายงบในการลงทุนต่อยอดขาย อัตราการเติบโตของยอดขาย และตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับมูลค่าบริษัท (Tobin's Q) ประกอบด้วยความผันผวนของกระแสเงินสด และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ

ตารางที่ 4.1.1 แสดงค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlation Matrix of Variables)

Variable	Tobin's Q	CFV	EARV	Sys	Idio	ln(Avg.)TA	ROA	D/TA	SG&A/Sale	Capex/sale	Sale Growth
Tobin's Q	1.000										
CFV	-0.201	1.000									
EARV	-0.037	0.726	1.000								
Sys	-0.099	0.148	0.094	1.000							
Idio	-0.109	-0.082	-0.065	0.539	1.000						
ln(Avg.)TA	0.092	-0.040	0.114	-0.094	-0.044	1.000					
ROA	0.526	-0.027	0.012	-0.154	-0.073	-0.022	1.000				
D/TA	0.134	-0.066	0.114	-0.022	0.048	0.377	-0.128	1.000			
SG&A/Sale	-0.020	0.140	0.104	0.136	-0.020	0.053	0.057	-0.176	1.000		
Capex/sale	-0.013	-0.157	-0.118	-0.121	0.040	-0.068	-0.145	0.194	-0.953	1.000	
Sale Growth	0.051	-0.047	-0.003	-0.144	-0.009	0.032	0.095	0.073	-0.279	0.311	1.000

การแสดงค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นกับ Tobin's Q

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อมูลค่าของบริษัท (Tobin's Q) โดยเฉพาะ ตัวแปรอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ตัวแปรสะท้อนให้เห็นถึง ความสามารถในการทำกำไรของสินทรัพย์ทั้งหมดที่ธุรกิจใช้ในการดำเนินงานว่า ให้ผลตอบแทนจากการดำเนินการมาน้อยเพียงใด และตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม แสดงถึงโครงสร้างเงินทุนของกิจการว่ากิจการนำเงินจากแหล่งใด เพื่อนำมาใช้ในการดำเนินงานให้กิจการเกิดการขยายตัวมากขึ้น เมื่อกิจการมีการขยายตัวมากขึ้น นักลงทุนจึงคาดว่า ในอนาคตกิจการจะมีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่สูงขึ้นด้วยเช่นกัน

ความผันผวนของกระแสเงินสด มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าบริษัท (Tobin's Q) ซึ่งแสดงให้เห็นถึงหากกิจการมีความผันผวนของกระแสเงินสดที่ไม่คงที่ ประกอบกับการที่กิจการมีหนี้สินในสัดส่วนที่อาจจะก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อปัญหาด้านสภาพคล่องทางการเงิน จึงสามารถทำให้นักลงทุนเกิดความกลัวและไม่กล้าที่จะลงทุนในกิจการนั้นทำให้มูลค่าของกิจการนั้นลดลง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) แต่ทั้งนี้ ยังมีตัวแปรขนาดของกิจการซึ่งแตกต่างจากงานวิจัยที่ผ่านมาที่น่าจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับมูลค่าบริษัท เช่น ความผันผวนของผลกำไร แต่กลับได้ค่าความสัมพันธ์ที่เป็นบวก อย่างไรก็ตาม การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์นั้น เป็นแค่เพียงการวิเคราะห์เพื่อดูความสัมพันธ์ และการแปรผันร่วมกันในเบื้องต้นเท่านั้น ซึ่งการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยที่จะส่งผลกระทบต่อมูลค่าบริษัทนั้น อาจจะมีความสัมพันธ์ร่วมกันในหลายๆปัจจัย ดังนั้นจึงต้องนำตัวแปรที่ศึกษาในครั้งนี้อมาทำการวิเคราะห์ความถดถอย (Regression Analysis) ต่อไป

การศึกษานี้ได้ทำการคำนึงถึงปัญหาบางประการ ที่อาจจะเกิดขึ้นได้จากการวิเคราะห์การถดถอย เบื้องต้นผู้จัดทำได้คำนึงถึงปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นของตัวแปรอิสระ Multicollinearity (ตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษามีความสัมพันธ์กันเอง) กรณีที่นำตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กันเกินไปมาใช้ในแบบจำลอง อาจทำให้เกิดการซ้ำซ้อนและเกิดความไม่น่าเชื่อถือของข้อมูล ซึ่งจากการทดสอบค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรทั้งหมด ซึ่งมีค่าไม่เกิน 10 จึงสามารถใช้ตัวแปรอิสระ ทั้งหมดนี้ในแบบจำลองได้ McConnell, Brue and Flynn (2009)

หลังจากนั้นได้คำนึงถึงปัญหาความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อนไม่คงที่ (Error term) หรือปัญหา Heterokedasticity ซึ่งสาเหตุดังกล่าวอาจเกิดขึ้นได้จากลักษณะของข้อมูลที่มีค่าคลาดเคลื่อนไม่คงที่โดยธรรมชาติ การละเลยตัวแปรสำคัญบางตัว รวมถึงค่าที่มีความผิดปกติ ซึ่งผลของงานวิจัยนี้ได้ทำการบรรเทาปัญหา Heteroscedasticity ด้วยวิธี White's Heteroscedasticity-Consistent Variance and Standard Errors หรือ HAC (Robust Standard error) แล้วทั้งหมด

## 4.2 การทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Test of Hypothesis)

ในส่วนนี้จะเป็นการวิเคราะห์ความถดถอย เพื่อทดสอบสมมติฐานของความผันผวนของกระแสเงินสด และความผันผวนของผลกำไรต่อมูลค่าบริษัท โดยในตารางนี้จะอธิบายผลของช่วงก่อนวิกฤติเศรษฐกิจ (พ.ศ. 2549) และหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ (พ.ศ.2555) เป็นการแสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยในรูปแบบ Ordinary Least Squares (OLS Regression Model) ซึ่งประกอบด้วยตัวแปรตามที่แสดงถึงมูลค่าของบริษัท (Tobin's Q) ซึ่งวัดจากอัตราส่วนของมูลค่าตลาดของหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีของหุ้น โดยมีตัวแปรต้น คือ ความผันผวนของกระแสเงินสด (Cash Flow Volatility) และความผันผวนของผลกำไร (Earning Volatility) และกำหนดให้ความเสี่ยงที่เป็นระบบ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายบในการลงทุนต่อยอดขาย อัตราการเติบโตของยอดขาย เป็นตัวแปรควบคุม โดยผู้วิจัยจะอภิปรายผลการศึกษา โดยแยกเป็นแต่ละสมมติฐาน ดังนี้

### ตารางที่ 4.2.1 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model)

ตารางนี้ทดสอบสมมติฐาน

H1: ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัท (Tobin's Q)

โดยนัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10%(\*), 5%\*\* และ 1%\*\*\* และค่าใน ( ) คือ ค่า

Standard Errors

Variable	เครื่องหมายที่คาดหวัง	2549	2555
		Tobin's Q	Tobin's Q
ตัวแปรต้น			
CFV	-	-0.119 ** (0.049)	-0.026 (0.039)
EARV	-		
ตัวแปรควบคุม			
Systematic Risk	-	0.259 (0.27)	-0.078 (0.118)

ตารางที่ 4.2.1 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model) (ต่อ)

Variable	เครื่องหมายที่คาดหวัง	2549		2555	
		Tobin's Q		Tobin's Q	
Idiosyncratic Risk	-	-0.474	**	-2.354	**
		(0.218)		(0.961)	
ln(Total Asset)	+	0.010		0.022	
		(0.029)		(0.031)	
ROA	+	3.816	***	3.902	***
		(0.768)		(0.896)	
D/TA	-	0.690	**	0.472	
		(0.327)		(0.362)	
SG&A/Sale	+	0.153		0.041	
		(0.37)		(0.144)	
CAPEX/Sale	+	0.184		0.972	**
		(0.369)		(0.396)	
Sale Growth	+	-0.071		0.081	
		(0.279)		(0.163)	
Constant		0.273		0.252	
		(0.677)		(0.72)	
Observation		94		94	
Number of Company		94		94	
R-Squared		0.366		0.365	
Adj.R-Squared		0.298		0.297	

จากตารางที่ 4.2.1 ในช่วงปีพ.ศ. 2549 และในช่วงปี พ.ศ. 2555 จากการวิเคราะห์การถดถอย พบว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดส่งผลเชิงลบกับมูลค่าบริษัท ซึ่งเป็นไปตามเครื่องหมายสัมประสิทธิ์ที่คาดการณ์ กล่าวคือ ถ้ากิจการมีความผันผวนกระแสเงินสดสูง จะทำให้มูลค่าบริษัทต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008)

ดังนั้นจากผลการวิจัยในสมมุติฐานที่ 1 ยังคงสรุปได้ว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ Tobin's Q ซึ่งเป็นค่าที่ใช้วัดมูลค่าบริษัทโดยมีค่า

สัมประสิทธิ์ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ  $-0.119$  ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95 และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ  $-0.026$  ตามลำดับ

สำหรับตัวแปรควบคุมนั้น ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ  $0.259$  และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ  $-0.078$  ตามลำดับ โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นลบและผลที่ได้ก็เป็นลบเช่นกันในช่วงปี พ.ศ. 2555 โดยปกตินักลงทุนจะตระหนักถึงความเสี่ยง ซึ่งถ้ากิจการมีความเสี่ยงมาก นักลงทุนจะไม่ลงทุนในกิจการ ส่งผลให้มูลค่าบริษัทต่ำ แต่สำหรับปี พ.ศ. 2549 ผลที่ได้ก็เป็นบวก ซึ่งไม่เป็นไปตามเครื่องหมายที่คาดหวัง

ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Idiosyncratic Risk) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q ในปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ  $-0.474$  ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95 และในปี พ.ศ. 2555 ค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ  $-2.354$  ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95% โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นลบ ผลที่ได้เป็นลบเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบเป็นความเสี่ยงเฉพาะของกิจการ ซึ่งสะท้อนความเสี่ยงเฉพาะตัวของธุรกิจ ถ้าความเสี่ยงของธุรกิจนั้นมาก นักลงทุนจะไม่ลงทุน ส่งผลให้มูลค่าของกิจการต่ำ

การเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์รวม ( $\ln(\text{Total Asset})$ ) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ  $0.010$  และในปี พ.ศ. 2555 ค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ  $0.022$  โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นบวก และผลที่ได้ก็เป็นบวกเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องตามงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากสินทรัพย์ของกิจการยังมีมูลค่ามาก ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ  $3.816$  ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 99% และสำหรับปี พ.ศ. 2555 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ  $3.902$  ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 99% โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นบวก และผลที่ได้ก็เป็นบวกใน Tobin's Q ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ยังมีมูลค่าสูง แสดงให้เห็นว่ากิจการนำสินทรัพย์ไปก่อให้เกิดประโยชน์แก่กิจการ ทำให้นักลงทุนสนใจ ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง

หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (D/TA) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ  $0.690$  ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95% และสำหรับปี พ.ศ. 2555 ค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ  $0.472$  โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นลบ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากถ้ากิจการมีหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม



มาก สะท้อนถึงความเสี่ยงที่กิจการจะล้มละลาย ทำให้นักลงทุนไม่สนใจลงทุน ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าต่ำ เครื่องหมายค่าสัมประสิทธิ์ส่วนใหญ่เป็นบวก ซึ่งไม่ตรงกับที่คาดหวัง

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย (SG&A/Sale) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ 0.153 และในปี 2555 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ 0.041 โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นบวก และผลที่ได้ส่วนใหญ่ก็เป็นบวก

งบในการลงทุนต่อยอดขาย (CAPEX/Sale) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ 0.184 และในปี พ.ศ. 2555 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ 0.972 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95% โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นบวก และผลที่ได้ก็เป็นบวกเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจกงบในการลงทุนต่อยอดขาย ยังมีมูลค่าสูง แสดงให้เห็นว่ากิจการมีการลงทุนเพื่อสร้างผลกำไรในอนาคต ทำให้นักลงทุนสนใจ ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง

การเติบโตของยอดขาย (Sale Growth) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ -0.071 และในปี พ.ศ. 2555 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ 0.081 โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นบวก และผลที่ได้ส่วนใหญ่ก็เป็นบวก ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากการเติบโตของยอดขาย ยังมีมูลค่าสูง แสดงให้เห็นว่ากิจการมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง ทำให้นักลงทุนสนใจ ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง แต่เฉพาะ Tobin's Q ในปี พ.ศ. 2549 ผลที่ได้เป็นลบ ไม่สอดคล้องกับเครื่องหมายที่คาดหวัง



ตารางที่ 4.2.2 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model)

ตารางนี้ทดสอบสมมติฐาน

H2: ความผันผวนของผลกำไรมีความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัท (Tobin's Q)

โดยนัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10%(\*), 5%(\*\*) และ 1%(\*\*\*) และค่าใน ( ) คือ ค่า

Standard Errors

Variable	เครื่องหมายที่คาดหวัง	2549	2555
		Tobin's Q	Tobin's Q
ตัวแปรต้น			
CFV	-		
EARV	-	-0.104 (0.128)	0.049 (0.105)
ตัวแปรควบคุม			
Systematic Risk	-	0.178 (0.281)	-0.079 (0.119)
Idiosyncratic Risk	-	-0.387 * (0.226)	-2.425 ** (0.967)
ln(Total Asset)	+	0.014 (0.029)	0.023 (0.029)
ROA	+	3.883 *** (0.772)	3.830 *** (0.901)
D/TA	-	0.741 ** (0.335)	0.468 (0.357)
SG&A/Sale	+	0.182 (0.378)	0.020 (0.142)
CAPEX/Sale	+	0.231 (0.375)	0.991 ** (0.387)
Sale Growth	+	-0.081 (0.279)	0.086 (0.16)

ตารางที่ 4.2.2 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model) (ต่อ)

Variable	เครื่องหมายที่คาดหวัง	2549	2555
		Tobin's Q	Tobin's Q
Constant		0.136 (0.666)	0.223 (0.687)
Observation		94	94
Number of Company		94	94
R-Squared		0.337	0.364
Adj.R-Squared		0.266	0.296

จากตารางที่ 4.2.2 ในช่วงปี พ.ศ. 2549 และในช่วงปี พ.ศ. 2555 จากการวิเคราะห์การถดถอย พบว่า ความผันผวนของผลกำไรนั้น ไม่มีความสัมพันธ์กับ Tobin's Q ซึ่งเป็นค่าที่ใช้วัดมูลค่าบริษัทโดยค่าสัมประสิทธิ์ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ -0.104 และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ 0.049

สำหรับตัวแปรควบคุมนั้น ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ 0.178 และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ -0.079 โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นลบและผลที่ได้ก็เป็นลบเช่นกันในช่วงปี พ.ศ. 2555 โดยปกตินักลงทุนจะตระหนักถึงความเสี่ยง ซึ่งถ้ากิจการมีความเสี่ยงมาก นักลงทุนจะไม่ลงทุนในกิจการ ส่งผลให้มูลค่าบริษัทต่ำ แต่ในช่วงปี พ.ศ. 2549 ผลที่ได้เป็นบวก ซึ่งไม่สอดคล้องกับเครื่องหมายที่คาดหวัง

ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Idiosyncratic Risk) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ -0.387 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 90% และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ -2.425 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95% โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นลบ และผลที่ได้เป็นลบเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบเป็นความเสี่ยงเฉพาะของกิจการ ซึ่งสะท้อนความเสี่ยงเฉพาะตัวของธุรกิจ ถ้าความเสี่ยงของธุรกิจนั้นมาก นักลงทุนจะไม่ลงทุน ส่งผลให้มูลค่าของกิจการต่ำ

การเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์รวม ( $\ln(\text{Total Asset})$ ) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ 0.741 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95% และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ 0.468 โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นบวก ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากสินทรัพย์ของกิจการยังมีมูลค่ามาก ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ 3.883 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 99% และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ 3.830 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 99% โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นบวก และผลที่ได้ส่วนใหญ่ก็เป็นบวก ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ยังมีมูลค่าสูง แสดงให้เห็นว่ากิจการนำสินทรัพย์ไปก่อให้เกิดประโยชน์แก่กิจการ ทำให้นักลงทุนสนใจ ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง

หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (D/TA) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ 0.741 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95% และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ 0.468 โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นลบ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากถ้ากิจการมีหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมาก สะท้อนถึงความเสี่ยงที่กิจการจะล้มละลาย ทำให้นักลงทุนไม่สนใจลงทุน ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าต่ำ แต่ในส่วนอื่นที่เหลือผลที่ได้เป็นบวก ไม่สอดคล้องกับเครื่องหมายที่คาดหวัง

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย (SG&A/Sale) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ 0.182 และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ 0.020 โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นบวก และผลที่ได้ส่วนใหญ่ก็เป็นบวก

งบในการลงทุนต่อยอดขาย (CAPEX/Sale) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ 0.231 และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ 0.991 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 90% โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นบวก และผลที่ได้ก็เป็นบวกเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากงบในการลงทุนต่อยอดขาย ยังมีมูลค่าสูง แสดงให้เห็นว่ากิจการมีการลงทุนเพื่อสร้างผลกำไรในอนาคต ทำให้นักลงทุนสนใจ ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง

การเติบโตของยอดขาย (Sale Growth) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ -0.081 และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ 0.086 โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นบวก และผลที่ได้ก็เป็นบวก ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากการเติบโตของยอดขาย ยังมีมูลค่าสูง แสดงให้เห็นว่ากิจการมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง ทำให้นักลงทุนสนใจ ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง แต่ในส่วน Tobin's Q ในช่วงปี พ.ศ. 2549 ผลที่ได้เป็นลบ ไม่สอดคล้องกับเครื่องหมายที่คาดหวัง

ตารางที่ 4.2.3 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model)

ตารางนี้ทดสอบสมมติฐาน

H3: ความผันผวนของกระแสเงินสดและความผันผวนของผลกำไรมีความสัมพันธ์กับ

มูลค่าบริษัท (Tobin's Q)

โดยนัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10%(\*), 5%(\*\*) และ 1%(\*\*\*) และค่าใน ( ) คือ ค่า

Standard Errors

Variable	เครื่องหมายที่คาดหวัง	2549		2555	
		Tobin's Q		Tobin's Q	
ตัวแปรต้น					
CFV	-	-0.179	**	-0.112	***
		(0.079)		(0.038)	
EARV	-	0.173		0.249	**
		(0.204)		(0.119)	
ตัวแปรควบคุม					
Systematic Risk	-	0.256		-0.110	
		(0.266)		(0.125)	
Idiosyncratic Risk	-	-0.470	**	-2.423	**
		(0.214)		(0.995)	
ln(Total Asset)	+	0.007		0.011	
		(0.028)		(0.029)	
ROA	+	3.773	***	3.854	***
		(0.743)		(0.917)	
D/TA	-	0.622	*	0.397	
		(0.343)		(0.342)	
SG&A/Sale	+	0.149		0.009	
		(0.370)		(0.145)	
CAPEX/Sale	+	0.184		0.865	**
		(0.367)		(0.400)	

ตารางที่ 4.2.3 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model) (ต่อ)

Variable	เครื่องหมายที่คาดหวัง	2549	2555
		Tobin's Q	Tobin's Q
Sale Growth	+	-0.079 (0.286)	0.138 (0.168)
Constant		0.353 (0.643)	0.517 (0.693)
Observation		94	94
Number of Company		94	94
R-Squared		0.373	0.390
Adj.R-Squared		0.298	0.317

จากตารางที่ 4.2.3 ในช่วงปี พ.ศ. 2549 และในช่วงปี พ.ศ. 2555 จากการวิเคราะห์การถดถอย พบว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดส่งผลเชิงลบกับมูลค่าบริษัท ซึ่งเป็นไปตามเครื่องหมายสัมประสิทธิ์ที่คาดการณ์ กล่าวคือ ถ้ากิจการมีความผันผวนกระแสเงินสดสูง จะทำให้มูลค่าบริษัทต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008)

ดังนั้นจากผลการวิจัยในสมมติฐานที่ 3 ยังคงสรุปได้ว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ Tobin's Q ซึ่งเป็นค่าที่ใช้วัดมูลค่าบริษัทโดยมีค่าสัมประสิทธิ์ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ -0.179 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95% และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ -0.112 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 99%

ส่วนความผันผวนของผลกำไรนั้นมีความสัมพันธ์ทั้งในทิศทางเดียวกัน Tobin's Q ซึ่งเป็นค่าที่ใช้วัดมูลค่าบริษัทโดยมีค่าสัมประสิทธิ์ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ 0.173 และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ 0.249 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 99% โดยเครื่องหมายสัมประสิทธิ์ไม่ได้เป็นไปตามที่คาดการณ์

ในส่วนของตัวแปรควบคุม Systematic Risk พบว่าในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกกับ Tobin's Q ซึ่งเป็นค่าที่ใช้วัดมูลค่าบริษัทโดยมีค่าเท่ากับ 0.256 แต่ในปี พ.ศ. 2555 มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ ซึ่งเป็นไปตามเครื่องหมายที่คาดการณ์กับ Tobin's Q ซึ่งเป็นค่าที่ใช้วัดมูลค่าบริษัทโดยมีค่าเท่ากับ -0.110

ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Idiosyncratic Risk) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ -0.470 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95% และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ -2.423 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95% โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นลบ และผลที่ได้

เป็นลบเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบเป็นความเสี่ยงเฉพาะของกิจการ ซึ่งสะท้อนความเสี่ยงเฉพาะตัวของธุรกิจ ถ้าความเสี่ยงของธุรกิจนั้นมาก นักลงทุนจะไม่ลงทุน ส่งผลให้มูลค่าของกิจการต่ำ

การเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์รวม (ln(Total Asset)) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ 0.007 และในปี พ.ศ. 2555 ค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ 0.011 โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นบวก และผลที่ได้ก็เป็นบวกเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากสินทรัพย์ของกิจการยังมีมูลค่ามาก ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ 3.773 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 99% และสำหรับปี พ.ศ. 2555 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ 3.854 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 99% โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นบวก และผลที่ได้ก็เป็นบวกใน Tobin's Q ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ยังมีมูลค่าสูง แสดงให้เห็นว่ากิจการนำสินทรัพย์ไปก่อให้เกิดประโยชน์แก่กิจการ ทำให้นักลงทุนสนใจ ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง

หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (D/TA) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ 0.622 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 90% และสำหรับปี พ.ศ. 2555 ค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ 0.397 โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นลบ โดยส่วนใหญ่มีเครื่องหมายค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก ไม่ตรงกับที่คาดหวัง

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย (SG&A/Sale) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ 0.149 และในปี พ.ศ. 2555 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ 0.009 โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นบวก และผลที่ได้ส่วนใหญ่ก็เป็นบวก

งบในการลงทุนต่อยอดขาย (CAPEX/Sale) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ 0.184 และในปี พ.ศ. 2555 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ 0.865 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95% โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นบวก และผลที่ได้ก็เป็นบวกเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากงบในการลงทุนต่อยอดขาย ยังมีมูลค่าสูง แสดงให้เห็นว่ากิจการมีการลงทุนเพื่อสร้างผลกำไรในอนาคต ทำให้นักลงทุนสนใจ ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง

การเติบโตของยอดขาย (Sale Growth) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท Tobin's Q เท่ากับ -0.079 และในปี พ.ศ. 2555 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท



Tobin's Q เท่ากับ 0.138 โดยเครื่องหมายที่คาดหวังเป็นบวก และผลที่ได้ส่วนใหญ่ก็เป็นบวก ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากการเติบโตของยอดขาย ยังมีมูลค่าสูง แสดงให้เห็นว่ากิจการมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง ทำให้นักลงทุนสนใจ ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง ซึ่ง Tobin's Q ในปี พ.ศ. 2549 ที่ผลที่ได้เป็นลบ ไม่สอดคล้องกับเครื่องหมายที่คาดหวัง



## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้เป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของความผันผวนของกระแสเงินสด และความผันผวนของผลการดำเนินงานต่อมูลค่าของกิจการ ทั้งนี้ผู้วิจัยได้ศึกษาปัจจัยอื่นร่วมด้วย ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงความเสี่ยงที่เป็นระบบ การเปลี่ยนแปลงความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ การเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ การเติบโตของยอดขาย หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม งบในการลงทุนต่อยอดขาย และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย โดยใช้ข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 587 บริษัท โดยแบ่งเป็น 2 ช่วงคือ พ.ศ. 2549 เป็นช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ และพ.ศ. 2555 เป็นช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ ซึ่งมีกลุ่มตัวอย่างจำนวนทั้งสิ้น 94 บริษัทตัวอย่าง

ซึ่งผลการวิจัย พบว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานนั้น มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ ซึ่งเป็นไปตามเครื่องหมายสัมประสิทธิ์ที่คาดหวัง กล่าวคือ ถ้ากิจการมีความผันผวนกระแสเงินสดสูง จะทำให้มูลค่ากิจการต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) และสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดการความเสี่ยงของบริษัท (Corporate Risk Management) ที่กล่าวไว้ว่า นักลงทุนนั้นมีพฤติกรรมกลัวความเสี่ยง (Risk Averse) ดังนั้น นักลงทุนจึงจะเลือกลงทุนในกิจการที่มีความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ต่ำมากกว่า เนื่องจากความผันผวนนั้นจะสะท้อนถึงความเสี่ยงและความไม่มั่นคงของกิจการ และจากการศึกษาของ Chauvin and Hirschey (1993) ก็พบว่า ค่า Coefficient ระหว่างกระแสเงินสด และมูลค่ากิจการมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น จึงอาจบ่งชี้ได้ว่าตลาดจะมีการตอบสนองต่อกระแสเงินสด ไม่ว่าจะในทางบวกหรือทางลบและมูลค่ากิจการ ก็มีความสัมพันธ์ต่อกระแสเงินสด เช่นเดียวกัน

ในส่วนของตัวแปร ความผันผวนของผลการดำเนินงาน ซึ่งวัดจากกำไรสุทธินั้น จากการศึกษาวิเคราะห์การถดถอยตามสมมติฐานที่ 2 ในทางสถิติ พบว่า ไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการ แสดงให้เห็นว่าความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานสามารถอธิบายมูลค่าของกิจการได้ดีกว่าความผันผวนของกำไรสุทธิ

จากข้อสรุปข้างต้นสามารถอธิบายตาม ประกาศสภาวิชาชีพบัญชีที่ 11/2560 เรื่อง มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2560) เรื่อง งบกระแสเงินสด และ คู่มืออธิบายมาตรฐานการ

บัญชีฉบับที่ 7 เรื่อง งบกระแสเงินสด ได้ว่า กิจการต้องแสดงกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน โดยใช้วิธีใดวิธีหนึ่ง ดังต่อไปนี้

1. วิธีทางตรง (Direct Method) เป็นวิธีที่แสดงเงินสดรับและเงินสดจ่ายตามลักษณะของรายการหลักที่สำคัญในการคำนวณกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เช่น เงินสดรับจากลูกค้า เงินสดจ่ายให้แก่เจ้าหนี้การค้า เงินสดรับจากเงินปันผล เงินสดจ่ายค่าดอกเบี้ย เงินสดจ่ายค่าภาษีเงินได้ เป็นต้น หรือ

2. วิธีทางอ้อม (Indirect Method) ซึ่งแสดงด้วยยอดกำไรหรือขาดทุนปรับปรุงด้วยผลกระทบของรายการที่ไม่เกี่ยวกับเงินสด รายการค้างรับ หรือค้างจ่ายของเงินสดรับหรือเงินสดจ่ายที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานในอดีตหรือในอนาคต และรายการรายได้หรือค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดจากการลงทุนหรือการจัดหาเงิน

โดยภายใต้วิธีทางอ้อม กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานหาได้จากการปรับปรุงกำไรหรือขาดทุนด้วยผลกระทบของ

1. การเปลี่ยนแปลงในระหว่างงวดของสินค้าคงเหลือ ลูกหนี้และเจ้าหนี้ที่เกิดจากการดำเนินงาน

2. รายการที่ไม่กระทบเงินสด เช่น ค่าเสื่อมราคา ประมาณการหนี้สิน ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชีผลกำไรและขาดทุนที่ยังไม่เกิดขึ้นจากการแปลงค่าเงินตราต่างประเทศ และกำไรที่ยังไม่ได้รับการจัดสรรจากบริษัทร่วม และ

3. รายการอื่นทั้งหมด ซึ่งผลกระทบของเงินสดถือเป็นกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนหรือกิจกรรมจัดหาเงิน

วิธีทางอ้อม เป็นวิธีที่แสดงเริ่มต้นด้วยกำไรขาดทุนตามเกณฑ์คงค้างปรับปรุงด้วยผลกระทบของรายการที่ไม่เกี่ยวข้องกับเงินสด เช่น ค่าเสื่อมราคา ค่าตัดจำหน่าย หนี้สงสัยจะสูญ เป็นต้น รวมทั้งผลกำไรหรือขาดทุนอันเนื่องมาจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนหรือกิจกรรมจัดหาเงิน เช่น ผลกำไรจากการขายที่ดิน ส่วนลดหรือส่วนเกินมูลค่าหุ้นกู้ตัดจำหน่ายในระหว่างงวด เป็นต้น ตลอดจนปรับปรุงด้วยรายการค้างรับ ค้างจ่าย รับล่วงหน้าและจ่ายล่วงหน้าของเงินสดรับและเงินสดจ่ายที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานในอดีตหรือในอนาคต เช่น การเปลี่ยนแปลงในลูกหนี้การค้า สินค้าคงเหลือและเจ้าหนี้การค้าที่เกิดจากการดำเนินงานในระหว่างรอบระยะเวลารายงาน เป็นต้น ทั้งนี้ รูปแบบของการนำเสนองบกระแสเงินสดด้วยวิธีทางอ้อมจะแตกต่างจากการนำเสนองบกระแสเงินสดด้วยวิธีทางตรงเฉพาะกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเท่านั้น ซึ่งในทางปฏิบัติกิจการมักจัดทำงบกระแสเงินสดโดยวิธีทางอ้อมมากกว่าวิธีทางตรง เนื่องจากเป็นวิธีที่จัดทำได้ง่ายและสะดวกรวดเร็วกว่า นอกจากนี้งบกระแสเงินสดด้วยวิธีทางอ้อมยังช่วยให้ผู้ใช้งบการเงิน

สามารถทราบถึงสาเหตุของความแตกต่างระหว่างกำไรขาดทุนตามเกณฑ์คงค้างกับกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน

ซึ่งจากการจัดทำงบกระแสเงินสดโดยวิธีทางอ้อม ส่งผลให้กำไรสุทธิในระยะยาวจะเท่ากับ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานบวกกับกระแสเงินสดจากการลงทุน ดังนั้นในระยะสั้นกำไรสุทธิจะไม่สามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของกิจการได้ เนื่องจากกำไรสุทธิใช้เกณฑ์คงค้างในการบันทึกบัญชี และมีการหักค่าเสื่อมราคาจากที่กิจกรรมลงทุนที่ใช้ไปในสินทรัพย์ต่างๆ ซึ่งต้องใช้ระยะเวลาในการตัดค่าเสื่อมตามมาตรฐานบัญชีที่กำหนดไว้ และสุดท้ายกำไรสุทธิจะสะท้อนออกมาในรูปแบบกระแสเงินสดเท่านั้น

แต่อย่างไรก็ตามยังคงจำเป็นต้องใส่ความผันผวนของกำไรสุทธิไว้ในแบบจำลอง เพราะกรณีที่ใส่ความผันผวนของกำไรสุทธินั้น สามารถร่วมกันอธิบายมูลค่าของกิจการได้ดียิ่งขึ้นกว่าการใช้เฉพาะความผันผวนของกระแสเงินสดเท่านั้น

ทางผู้จัดทำได้ศึกษาเพิ่มเติมสถานะทางเศรษฐกิจที่ต่างกัน ในช่วงสถานะเศรษฐกิจปกติในปี พ.ศ. 2549 และ ช่วงสถานะหลังวิกฤตเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2555 ความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานนั้น มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับมูลค่าของกิจการ แม้จะทดสอบในสถานะทางเศรษฐกิจที่แตกต่างกัน ความสัมพันธ์ของความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานกับมูลค่าของกิจการก็ยังมั่นคง

## 5.1 ข้อเสนอแนะ

งานวิจัยฉบับนี้ พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานส่งผลในเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้น ผู้บริหารจึงควรคำนึงถึงความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นในอนาคตจากความผันผวนของกระแสเงินสด โดยผู้บริหารอาจเลือกใช้เครื่องมือทางการเงิน เช่น ตราสารอนุพันธ์ เป็นต้น เพื่อช่วยลดความผันผวนที่อาจจะเกิดขึ้น ทำให้ความเสี่ยงของกิจการลดลง และยังเป็น การช่วยสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุนว่าเงินที่นำไปลงทุนในกิจการนั้นมีความเสี่ยงที่ลดลงเช่นเดียวกัน

นอกจากนี้ นักลงทุนเองก็ควรพิจารณาถึงโอกาสในการเกิดความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคตก่อนการตัดสินใจลงทุนในกิจการนั้นๆ ด้วยเช่นกัน

สำหรับการวิจัยในอนาคต หากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีจำนวนเพิ่มมากขึ้น จนผู้วิจัยสามารถแยกวิเคราะห์บริษัทตามแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อนำผลที่ได้มาเปรียบเทียบความแตกต่างของแต่ละอุตสาหกรรม ได้ผลการศึกษามีความละเอียดมากยิ่งขึ้น เพื่อเป็นประโยชน์

ต่อนักลงทุนที่ต้องการทราบความสัมพันธ์ของความผันผวนของกระแสเงินสด ในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน

## 5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย

จากการศึกษาและการเก็บข้อมูล พบว่า มีจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่นำมาใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลของบริษัททั้ง 2 ช่วงคือ พ.ศ. 2549 เป็นช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ และพ.ศ. 2555 เป็นช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ ซึ่งมีกลุ่มตัวอย่างจำนวนน้อย และอาจจะเกิด Survivorship Bias ซึ่งหมายความว่า เป็นการใช้อ้างอิงข้อมูลที่เรามี มาวิเคราะห์ ซึ่งอาจจะไม่ใช่ข้อมูลที่ถูกต้องเหมาะสมก็ได้ กล่าวคือ การที่งานวิจัยฉบับนี้ศึกษากลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลของบริษัททั้ง 2 ช่วงคือ พ.ศ. 2549 เป็นช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ และพ.ศ. 2555 เป็นช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ ซึ่งการที่บริษัทจะมีข้อมูลทั้งใน 2 ช่วงเวลานั้น ย่อมเป็นบริษัทที่มั่นคง จึงสามารถผ่านช่วงวิกฤติเศรษฐกิจดังกล่าวมาได้ ดังนั้นผลสรุปที่ได้ของงานวิจัยอาจจะมี Survivorship Bias



ภาคผนวก



## ภาคผนวก

ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model) เปลี่ยนตัวตามและตัวแปรควบคุมโดยใช้ ln

สมมติฐานที่ 1 ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัท

Variable	เครื่องหมายที่คาดหวัง	พ.ศ. 2549	พ.ศ. 2555
		Tobin's Q	Tobin's Q
ตัวแปรต้น			
lnCFV	-	-0.053 (0.035)	-0.008 (0.049)
lnEARV	-		
ตัวแปรควบคุม			
lnSystematic Risk	-	0.024 (0.03)	-0.091 (0.057)
lnIdiosyncratic Risk	-	-0.132 ** (0.062)	-0.123 (0.17)
ln(Total Asset)	+	0.063 (0.041)	-0.144 * (0.072)

Variable	เครื่องหมายที่คาดหวัง	พ.ศ. 2549	พ.ศ. 2555
		Tobin's Q	Tobin's Q
ROA	+	3.406 *** (1.058)	-1.250 (1.157)
D/TA	-	0.315 (0.394)	0.017 (0.834)
SG&A/Sale	+	0.684 * (0.362)	-1.191 ** (0.535)
CAPEX/Sale	+	0.421 (0.34)	2.059 (1.242)
Sale Growth	+	0.027 (0.112)	1.638 *** (0.483)
Constant		-1.358 (0.911)	3.714 ** (1.672)
Observation		40	33
Number of Company		40	33
R-Squared		0.610	0.464
Adj.R-Squared		0.493	0.254

หมายเหตุ: นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10%(\*), 5%(\*\*) และ 1%(\*\*\*)

ค่าใน ( ) คือ ค่า Standard Errors

ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model) เปลี่ยนตัวตามและตัวแปรควบคุม โดยใช้ ln

สมมติฐานที่ 2 ความผันผวนของกำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัท

Variable	เครื่องหมายที่คาดหวัง	พ.ศ. 2549	พ.ศ. 2555
		Tobin's Q	Tobin's Q
ตัวแปรต้น			
lnCFV	-		
lnEARV	-	-0.047 (0.039)	0.001 0.043
ตัวแปรควบคุม			
lnSystematic Risk	-	0.024 (0.032)	-0.090 0.057
lnIdiosyncratic Risk	-	-0.130 ** (0.064)	-0.126 0.167
ln(Total Asset)	+	0.068 (0.042)	-0.143 * 0.071
ROA	+	3.400 *** (1.14)	-1.266 1.161
D/TA	-	0.349	0.069

Variable	เครื่องหมายที่คาดหวัง	พ.ศ. 2549	พ.ศ. 2555
		Tobin's Q	Tobin's Q
SG&A/Sale	+	(0.415) 0.791 **	0.746 -1.161 **
CAPEX/Sale	+	(0.36) 0.538	0.542 2.091 *
Sale Growth	+	(0.325) 0.029	1.216 1.654 ***
Constant		(0.123) -1.535 *	0.496 3.683 **
Observation		(0.897) 40	1.660 33
Number of Company		40	33
R-Squared		0.591	0.463
Adj.R-Squared		0.468	0.253

หมายเหตุ: นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10%(\*), 5%(\*\*) และ 1%(\*\*\*)  
ค่าใน ( ) คือ ค่า Standard Errors

ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model) เปลี่ยนตัวตามและตัวแปรควบคุม โดยใช้ ln

สมมติฐานที่ 3 ความผันผวนของกระแสเงินสดและกำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัท

Variable	เครื่องหมายที่คาดหวัง	พ.ศ. 2549	พ.ศ. 2555
		Tobin's Q	Tobin's Q
ตัวแปรต้น			
lnCFV	-	-0.109 (0.094)	-0.062 0.090
lnEARV	-	0.070 (0.097)	0.054 0.076
ตัวแปรควบคุม			
lnSystematic Risk	-	0.020 (0.029)	-0.097 0.056
lnIdiosyncratic Risk	-	-0.116 * (0.065)	-0.099 0.185
ln(Total Asset)	+	0.057 (0.043)	-0.141 * 0.075
ROA	+	3.681 *** (1.164)	-1.428 1.154
D/TA	-	0.257 (0.399)	-0.174 0.932
SG&A/Sale	+	0.601 (0.384)	-1.186 ** 0.546

Variable	เครื่องหมายที่คาดหวัง	พ.ศ. 2549	พ.ศ. 2555
		Tobin's Q	Tobin's Q
CAPEX/Sale	+	0.369 (0.361)	1.642 1.396
Sale Growth	+	0.022 (0.112)	1.648 *** 0.479
Constant		-1.112 (0.997)	3.785 ** 1.680
Observation		40	33
Number of Company		40	33
R-Squared		0.618	0.472
Adj.R-Squared		0.487	0.232

หมายเหตุ: นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10%(\*), 5%(\*\*) และ 1%(\*\*\*)  
 ค่าใน ( ) คือ ค่า Standard Errors



บรรณานุกรม

- Abdel-Khalik, A. R. (2007). An empirical analysis of CEO risk aversion and the propensity to smooth earnings volatility. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, 22(2), 201-235.
- Allayannis, G., and James P. Weston. (2001). The use of foreign currency derivatives and firm market value. **The Review of Financial Studies**, 14.1, 243–276.
- Badrinath, S. G., Gay, G. D., & Kale, J. R. (1989). Patterns of institutional investment, prudence, and the managerial " safety-net" hypothesis. **Journal of Risk and Insurance**, 605-629.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. **Journal of economic perspectives**, 21(2), 129-152.
- Barnes, R. (2002). Earnings volatility and market valuation: An empirical investigation. **LBS Accounting Subject Area Working Paper No. ACCT019**.
- Berk, J. B., Green, R. C., & Naik, V. (1999). Optimal investment, growth options, and security returns. **The journal of finance**, 54(5), 1553-1607.
- Brennan, M. J., & Hughes, P. J. (1991). Stock prices and the supply of information. **The journal of finance**, 46(5), 1665-1691.
- Carter, D. A., Rogers, D. A., & Simkins, B. J. (2006). Hedging and value in the US airline industry. **Journal of Applied Corporate Finance**, 18(4), 21-33.
- Chauvin, K. W., & Hirschey, M. (1993). Advertising, R&D expenditures and the market value of the firm. **Financial management**, 128-140.
- Froot, K. A., Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1993). Risk management: Coordinating corporate investment and financing policies. **The journal of finance**, 48(5), 1629-1658.
- Gong, N. (2004). Do shareholders really prefer risky projects? **Australian Journal of Management**, 29(2), 169-187.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of accounting and economics**, 40(1-3), 3-73.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Graham, J. R., & Smith, C. W. (1999). Tax Incentives to Hedge. **The journal of finance**, **54**(6), 2241-2262. doi:10.1111/0022-1082.00187
- Gruca, T. S., & Rego, L. L. (2005). Customer satisfaction, cash flow, and shareholder value. **Journal of marketing**, **69**(3), 115-130.
- Hunt, A., Moyer, S., & Shevlin, T. (2000). Earnings volatility, earnings management, and equity value. **Unpublished working paper. University of Washington.**
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? **The quarterly journal of economics**, **112**(1), 169-215.
- Lang, M. H., Lins, K. V., & Miller, D. P. (2003). ADRs, analysts, and accuracy: Does cross listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value? **Journal of Accounting Research**, **41**(2), 317-345.
- Lins, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. **Journal of financial and quantitative analysis**, **38**(1), 159-184.
- McConnell, C. R., Brue, S. L., & Flynn, S. M. (2009). **Economics: Principles, problems, and policies**: Boston McGraw-Hill/Irwin.
- Merton, R. C. (1974). On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates. **The journal of finance**, **29**(2), 449-470.
- Merton, R. C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. **The journal of finance**, **42**(3), 483-510.
- Minton, B. A., & Schrand, C. (1999). The impact of cash flow volatility on discretionary investment and the costs of debt and equity financing. **Journal of Financial Economics**, **54**(3), 423-460.
- Nelson, J. M., Moffitt, J. S., & Affleck-Graves, J. (2005). The impact of hedging on the market value of equity. **Journal of Corporate Finance**, **11**(5), 851-881.
- Ronen, J., & Sadan, S. (1981). **Smoothing income numbers: Objectives, means, and implications**: Addison-Wesley Publishing Company.

## บรรณานุกรม (ต่อ)

Rountree, B., Weston, J. P., & Allayannis, G. (2008). Do investors value smooth performance?

**Journal of Financial Economics**, **90**(3), 237-251.

Schipper, K. (1991). Analysts' forecasts. **Accounting horizons**, **5**(4), 105.

Shin, H.-H., & Stulz, R. M. (2000). **Firm value, risk, and growth opportunities**. Retrieved from

Smith, C. W., & Stulz, R. M. (1985). The determinants of firms' hedging policies. **Journal of financial and quantitative analysis**, **20**(4), 391-405.

Trueman, B., & Titman, S. (1988). An Explanation for Accounting Income Smoothing. **Journal of Accounting Research**, **26**, 127-139. doi:10.2307/2491184

