

การศึกษาผลกระทบของความผันผวนของกระแสเงินสดและผลกำไรต่อมูลค่าบริษัท
โดยวัดจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2562

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์
เรื่อง

**THE IMPACT OF CASH FLOW AND EARNING VOLATILITY
ON FIRM VALUE BY PRICE TO BOOK VALUE RATIO
IN STOCK EXCHANGE OF THAILAND**

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 12 มิถุนายน พ.ศ. 2562

.....
นางสาววาสนา แก้วคำ
ผู้วิจัย

.....
ผู้ช่วยศาสตราจารย์นริรัตน์ เตชพิรุณทอง

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

.....
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัสร ชาระวานิช

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

.....
ดวงพร อภาศิลป์

Ph.D.

คณบดี

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

.....
รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทระโคติกา

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่องการศึกษาผลกระทบของความผันผวนของกระแสเงินสดและผลกำไรต่อมูลค่าบริษัทโดยวัดจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำเร็จลุล่วงได้ ด้วยความกรุณาและการสนับสนุนที่ดีจาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. นริรัตน์ เตชพิรุณทอง อาจารย์ที่ปรึกษาในสารนิพนธ์เล่มนี้ ที่ได้ให้คำปรึกษาและข้อเสนอแนะทั้งทางด้านวิชาการและให้ความช่วยเหลือในการตรวจสอบแก้ไขเนื้อหา ตลอดจนช่วยกำกับดูแลกระบวนการจัดทำการศึกษาฉบับนี้ ให้สำเร็จตามกำหนดเวลา ทั้งนี้ยังมี ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ปิยภัทร ชาระวานิช และรองศาสตราจารย์ ดร. ธาตรี จันทร โคลิกา ที่ได้ให้คำแนะนำในส่วนของเนื้อหาและการทดสอบแบบจำลองต่างๆ ซึ่งผู้วิจัยขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ ที่นี้

นอกจากนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล ทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ และให้คำปรึกษาตลอดระยะเวลาการศึกษาของผู้วิจัย

ผู้วิจัยขอขอบคุณบิดา มารดา พี่น้อง ผู้บังคับบัญชา และเพื่อนๆ ที่ช่วยเหลือสนับสนุนและให้กำลังใจผู้วิจัยมาโดยตลอด สุดท้ายนี้ ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่า สารนิพนธ์เล่มนี้ จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจไม่มากนักน้อย และเป็นแนวทางต่อผู้ที่ จะทำการศึกษาเรื่องที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติมต่อไปในอนาคต หากสารนิพนธ์เล่มนี้มีข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยขออภัยไว้และขออภัยมา ณ ที่นี้

วาสนา แก้วคำ

การศึกษาผลกระทบของความผันผวนของกระแสเงินสดและผลกำไรต่อมูลค่าบริษัท โดยวัดจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

THE IMPACT OF CASH FLOW AND EARNING VOLATILITY ON FIRM VALUE BY PRICE TO BOOK VALUE RATIO IN STOCK EXCHANGE OF THAILAND

วสนา แก้วคำ 6050271

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์นริรัตน์ เตชพิรุณทอง, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยะภัทร ธาระวานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทรโคติกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยฉบับนี้ศึกษาถึงผลกระทบของความผันผวนของกระแสเงินสด และความผันผวนของผลกำไรต่อมูลค่าบริษัท โดยการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาปัจจัยอื่นร่วมด้วย โดยใช้ข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 94 บริษัท โดยแบ่งเป็น 2 ช่วงเวลา คือ พ.ศ. 2549 เป็นช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ มีสถานะทางเศรษฐกิจที่ปกติ ซึ่งความผันผวนของกระแสเงินสดและผลกำไรของบริษัทค่อนข้างคงที่ และในช่วงเวลา พ.ศ. 2555 เป็นช่วงหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ มีสถานะทางเศรษฐกิจที่ไม่ปกติ ซึ่งความผันผวนของกระแสเงินสดและผลกำไรของบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงค่อนข้างมาก

ผลการวิจัย พบว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าบริษัทกล่าวคือ ถ้าบริษัทมีความผันผวนของกระแสเงินสดสูง จะส่งผลทำให้มูลค่าของบริษัทต่ำ ในทางตรงกันข้ามถ้าบริษัทมีความผันผวนของกระแสเงินสดต่ำ จะทำให้มูลค่าของบริษัทสูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการบริหารความเสี่ยงขององค์กรที่กล่าวว่า นักลงทุนเป็นผู้ที่ชอบหลีกเลี่ยงความเสี่ยง จึงมักเลือกที่จะลงทุนในกิจการที่มีความมั่นคงและมีความเสี่ยงต่ำ

คำสำคัญ : ความผันผวนของกระแสเงินสด/ ความผันผวนของผลกำไร/ ความผันผวนของผลการดำเนินงาน/ มูลค่าบริษัท

สารบัญ

		หน้า
	กิตติกรรมประกาศ	ข
	บทคัดย่อ	ค
	สารบัญตาราง	ฉ
	สารบัญรูปภาพ	ช
บทที่ 1	บทนำ	1
บทที่ 2	งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	3
	2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)	
	2.1.1 แนวคิดมูลค่าบริษัท (Firm Value)	3
	2.1.2 ทฤษฎีการบริหารความเสี่ยง (Corporate Risk Management Theory)	3
	2.1.3 ปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าของบริษัท	4
	2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical Studies)	5
	2.2.1 งานวิจัยความผันผวนของกระแสเงินสดต่อมูลค่าบริษัท	8
	2.2.2 งานวิจัยความผันผวนของผลกำไรต่อมูลค่าบริษัท	9
	2.3 สมมติฐานงานวิจัย	10
	2.4 กรอบแนวคิดการวิจัย	11
บทที่ 3	วิธีการวิจัย	13
	3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา และกลุ่มตัวอย่าง (Data and Sample)	13
	3.1.1 Data Sources	15
	3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	16
	3.2.1 ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)	16
	3.2.2 ตัวแปรตาม (Dependence variable)	17
	3.2.3 ตัวแปรควบคุม (Control variables)	18
	3.3 วิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Methodology)	23
	3.4 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	24
บทที่ 4	ผลการวิจัย	30

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
4.1 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)	30
4.2 การทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Test of Hypothesis)	32
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย	41
ข้อเสนอแนะ	43
ข้อจำกัดงานวิจัย	44
บรรณานุกรม	45
ภาคผนวก	48
ภาคผนวก ก ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model) เปลี่ยนตัวตามและตัวแปรควบคุมโดยใช้ ln สมมติฐานที่ 1 ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัท	48
ภาคผนวก ข ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model) เปลี่ยนตัวตามและตัวแปรควบคุมโดยใช้ ln สมมติฐานที่ 2 ความผันผวนของกำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัท	50
ภาคผนวก ค ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model) เปลี่ยนตัวตามและตัวแปรควบคุมโดยใช้ ln สมมติฐานที่ 3 ความผันผวนของกระแสเงินสดและกำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัท	52
ประวัติผู้วิจัย	55

สารบัญรูปลูกภาพ

รูปลูกภาพ		หน้า
1	กรอบนวนคคการววจัยที่ประกอบค้วตัวแปรอสรระ ตัวแปรตาม และตัวแปรคววม	12
2	กรอบระยเวลงานววจัย	13



สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
1	จำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย	14
2	การวัดความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	22
3	ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ช่วงที่ 1 ภาวะเศรษฐกิจปกติ ปี พ.ศ. 2549	25
4	ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ช่วงที่ 2 หลังช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2555	27
5	ตารางแสดงผลจากการแบ่งกลุ่มตามความผันผวนของตัวแปรต้นกับ P/BV	29
6	แสดงค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlation Matrix of Variables)	30
7	ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model) ทดสอบสมมติฐาน H1: ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี	32
8	ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model) ทดสอบสมมติฐาน H2: ความผันผวนของผลกำไรมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี	35
9	ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model) ทดสอบสมมติฐาน H3: ความผันผวนของกระแสเงินสดและความผันผวนของผลกำไรมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี	38

บทที่ 1

บทนำ

ทฤษฎี Corporate Risk Management Theory (ทฤษฎีการบริหารความเสี่ยงขององค์กร) นั้นกล่าวว่า ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุน โดยทั่วไป ส่วนใหญ่จะมีทัศนคติที่เป็นบวกต่อบริษัทที่มีกระแสเงินสดค่อนข้างคงที่ แสดงให้เห็นว่าหากบริษัทที่มีความผันผวนของกระแสเงินสดต่ำ จะมีความน่าเชื่อถือมากกว่าบริษัทที่มีความผันผวนของกระแสเงินสดสูง เพราะที่ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนนั้นไม่ชอบความเสี่ยง (Risk Averse) ถ้าหากต้องเผชิญความเสี่ยงที่ให้ผลตอบแทนไม่เท่ากัน ผู้ลงทุนจะเลือกทำสิ่งที่มีความเสี่ยงน้อยที่สุด ถึงแม้ว่าผลตอบแทนจะน้อยกว่าการทำอีกสิ่งหนึ่งเพื่อไม่ต้องแบกรับความเสี่ยง ดังที่ Badrinath, Gay and Kale (1989) พบว่า นักลงทุน บริษัทจัดอันดับเรตติ้งและนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ชอบกิจการที่มีกระแสเงินสดสม่ำเสมอ เพราะกิจการที่มีความผันผวนของกระแสเงินสดต่ำจะมีความเสี่ยงทางธุรกิจที่ค่อนข้างต่ำ อีกทั้งจากทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) Froot, Scharfstein and Stein (1993) พบว่า บริษัทที่มีกระแสเงินสดคงที่ จะสามารถเพิ่มมูลค่าให้กับบริษัทได้ เสมือนเป็นการลดต้นทุนทางการเงินของบริษัท (External Finance)

ทฤษฎีกระแสเงินสดที่คงที่ที่สามารถเพิ่มมูลค่าให้บริษัท ได้รับความนิยมน้อยกว่าหลาย 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 ทำให้ผลการศึกษาหรือข้อมูลที่น่ามาศึกษานั้น เป็นบริษัทที่มีอัตราในการเติบโตค่อนข้างต่ำหรือค่อนข้างคงที่ และเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ จึงอาจทำให้ผลการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ดังกล่าวอาจจะให้ผลลัพธ์ที่แตกต่างกับประเทศที่มีระบบเศรษฐกิจของตลาดเกิดใหม่หรือ Emerging Market โดยงานวิจัยนี้จะศึกษาโดยใช้

ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand) ซึ่งเป็นตลาดหลักทรัพย์แห่งแรกของประเทศไทย ก่อตั้งเมื่อ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 ซึ่งจัดตั้งขึ้นและมีวัตถุประสงค์เพื่อส่งเสริมการออมและการระดมเงินทุนระยะยาวเพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ และเป็นศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์และให้บริการที่เกี่ยวข้อง ซึ่งในงานวิจัยนี้จะมุ่งเน้นไปที่ความผันผวนของกระแสเงินสด และความผันผวนของผลกำไร ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงประเภทอื่น ๆ นอกเหนือจาก Systematic Risk

วัตถุประสงค์ในการศึกษา

เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสดและความผันผวนของผลกำไรต่อมูลค่าบริษัทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2549 ซึ่งเป็นช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจและในช่วงปี พ.ศ. 2555 ซึ่งเป็นช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ เพื่อศึกษาถึงตัวแปรด้านความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลกำไร และปัจจัยอื่นๆ ว่าตัวแปรใดจะสามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของบริษัท (P/BV) ได้ดีที่สุด

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

นักลงทุนสามารถนำผลการวิจัยนี้ไปประกอบการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ในระยะสั้นนั้นจะปรับตัวตามสถานะของตลาด แต่ในระยะยาวแล้วราคาของหลักทรัพย์นั้นจะปรับตัวเข้าหามูลค่าที่แท้จริงของกิจการ ดังนั้นหากบริษัทสามารถเพิ่มมูลค่าของกิจการได้สูง ราคาของหลักทรัพย์ของบริษัทนั้นก็ปรับตัวสูงขึ้นด้วยเช่นกัน

ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนจะสามารถเข้าใจถึงความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสด กับความผันผวนของผลกำไรต่อมูลค่าบริษัท เพื่อให้องค์กรสามารถมีแผนกลยุทธ์ในการรับมือกับความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นจากความผันผวนของกระแสเงินสด และสามารถนำมาใช้ในการตรวจสอบเพื่อกำกับการบริหารงานให้เกิดมูลค่าสูงสุด และเพื่อให้บริษัทมีการเติบโตอย่างยั่งยืนได้อีกด้วย

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 การศึกษานี้ได้ทำการรวบรวมทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง เพื่อกำหนดปัจจัยที่ใช้อธิบายการวัดมูลค่าบริษัท ได้ดังนี้

2.1.1 แนวคิดมูลค่าบริษัท (Firm Value)

มูลค่าของกิจการ คือ มูลค่าปัจจุบันสุทธิรวมของกระแสเงินสดในอนาคต (Future Cash Flow) รวมกับมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ที่ไม่เกี่ยวกับการดำเนินงาน (Non-Operating Assets) ซึ่งจะสะท้อนถึงการเจริญเติบโตของบริษัท ผู้บริหารมีหน้าที่ในการสร้างมูลค่าบริษัทให้สูงขึ้นให้กับผู้มีส่วนได้เสียขององค์กร การมีมูลค่าบริษัทที่สูงจึงเป็นการดึงดูดนักลงทุน และจะเป็นการเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว ดังที่ Shin and Stulz (2000) ได้กล่าวไว้

2.1.2 ทฤษฎีการบริหารความเสี่ยง (Corporate Risk Management Theory)

จากสภาพเศรษฐกิจ การเมือง สังคม เทคโนโลยี รวมถึงปัจจัยอื่นๆที่เปลี่ยนแปลงไป ทำให้ลักษณะของธุรกิจมีการเปลี่ยนแปลงจากในอดีต บริษัทต่างๆจึงต้องมีการรับมือกับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็ว เช่น มีการปรับปรุงสินค้าและบริการให้ตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลง หรือการควบรวมกิจการ การลงนามเป็นพันธมิตรทางธุรกิจระหว่างกัน เพื่อให้ธุรกิจสามารถดำรงต่อไปได้ จากการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้น ทำให้สภาพความเสี่ยง (Risk Profile) ของบริษัทยุ่งยากและมีความซับซ้อนมากขึ้น ความเสี่ยงเหล่านี้จึงต้องถูกบริหารจัดการในระดับกลยุทธ์ เพื่อลดหรือบรรเทาโอกาสในการเกิดความเสี่ยงขึ้น เพื่อทำให้องค์กรมีแผนรับมือล่วงหน้าและยังเป็นการช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัท Froot, Scharfstein, and Stein (1993) ดังนั้น บริษัทจึงควรนำแนวคิดการบริหารความเสี่ยงระดับองค์กรมาใช้ เพื่อช่วยให้บริษัทสามารถตอบสนอง แก้ปัญหา และรับมือกับความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นได้ ด้วยการพัฒนารอบการดำเนินงานภาคปฏิบัติของ Corporate Risk Management Framework ที่จัดการกับความท้าทายทางธุรกิจที่เข้าข่ายวิกฤติ โดย Corporate Risk Management เป็นแนวคิดในระดับกลยุทธ์และเป็นไปอย่างมีระบบ

จากทฤษฎีการบริหารความเสี่ยงขององค์กร (Corporate Risk Management Theory) ที่กล่าวว่านักลงทุนมักจะมีการหลีกเลี่ยงความเสี่ยง ดังนั้น ผู้ถือหุ้นจะมีความพึงพอใจต่อตัวบริษัทหาก

บริษัทสามารถรักษาระดับของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและผลกำไรให้มีความสม่ำเสมอ และบริษัทที่มีอัตรากำไรต่อสินทรัพย์สูง จะสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการทำประโยชน์จากสินทรัพย์ในการหากำไรของบริษัท ในทางทฤษฎีแล้วบริษัทที่มีอัตรากำไรต่อสินทรัพย์รวมสูงจะมีมูลค่าของบริษัทที่สูง เนื่องจากนักลงทุนสังเกตเห็นว่าบริษัทดังกล่าวมีความสามารถในการทำกำไรที่ดี Smith and Stulz (1985)

2.1.3 ปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าของบริษัท

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

เปลี่ยนแปลงสินทรัพย์รวม (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 เงินเดือนและค่าคอมมิชชั่นของพนักงานขาย เงินเดือนของพนักงานฝ่ายบริหาร) ค่าน้ำ ค่าไฟในสำนักงาน ค่าโทรศัพท์ และค่าโฆษณาประชาสัมพันธ์ เป็นต้น

2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical Studies)

จากการศึกษางานวิจัยที่ผ่านมามีงานศึกษาเชิงประจักษ์ทั้งในประเทศและต่างประเทศ 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) พยายามอธิบายเกี่ยวกับข้อดีของการที่บริษัทมีกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอจะทำให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (นักลงทุน นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ นักลงทุนสถาบัน และผู้จัดการกองทุน) เกิดความพึงพอใจจากการที่มีความเสี่ยงด้านกระแสเงินสดที่ต่ำ ซึ่งจะทำให้เกิดการเลือกอย่างมีเหตุผล (Rational Behavior) ในการตัดสินใจในการลงทุน

Baker and Wurgler (2007) พบว่า ในกรณีที่ตลาดเกิดความผันผวนหรือในกรณีที่ระดับความเชื่อมั่นของนักลงทุน (Investor Sentiment) ต่ตลาดต่ำลง นักลงทุนจะเลือกลงทุนในบริษัทที่มีกระแสเงินสดที่มั่นคงและมีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetries) ที่ต่ำ เพราะถือว่าบริษัทนั้นมีความเสี่ยงที่ต่ำและเป็นการลงทุนในสินทรัพย์ที่ปลอดภัย (Safe Havens)

Graham et al. (2005) พบว่า CFO กว่า 97% ชอบที่จะรายงานผลกำไรที่สม่ำเสมอ และการถือครองกระแสเงินสดที่มีความสม่ำเสมอเพราะพบว่า การนำเสนอกระแสเงินสดและผลกำไรที่

มีความสม่ำเสมอจะทำให้นักลงทุนและผู้บริหารรู้สึกว่าเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงที่ต่ำจึงจะทำให้บริษัทมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำ และยังช่วยให้ นักวิเคราะห์หลักทรัพย์สามารถพยากรณ์กำไรและกระแสเงินสดในอนาคตได้อย่างแม่นยำเพิ่มมากขึ้นด้วย ความผันผวนของกระแสเงินสดนั้นถูกใช้เป็นตัวชี้วัดความเสี่ยงซึ่งเป็นเครื่องมือที่นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจการลงทุนมาอย่างยาวนาน

Graham et al. (2005) ได้ทำการสำรวจและสัมภาษณ์ผู้บริหารมากกว่า 400 คน พบว่าผู้บริหารจำนวน 78% ยอมรับที่จะไม่นำเงินมาลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันเป็นบวก (Positive Net Present Value) เพื่อต้องการรักษาผลประโยชน์ของบริษัทให้มีความสม่ำเสมอ เนื่องจากผู้บริหารของบริษัทเหล่านี้ทราบว่านักลงทุนจะเลือกลงทุนกับบริษัทที่มีความผันผวนของผลประโยชน์ต่ำ นอกจากนี้บริษัทที่มีความสามารถในการทำการตลาดนั้นจะสามารถลดความผันผวนของกระแสเงินสด และยังเป็น การเพิ่มมูลค่ากิจการให้กับบริษัท

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 หุ่นของกิจการที่ถือว่าเป็นหุ้นที่นักวิเคราะห์ให้ความสนใจ (Analyst Coverage) กระแสเงินสดของกิจการนั้นจะมีความสัมพันธ์เป็นบวกต่อมูลค่ากิจการ

Pastor and Stambaugh (2003) กล่าวว่า ความผันผวนนั้นจะสะท้อนถึงโอกาสที่กิจการจะมีศักยภาพในการเติบโตในอนาคต ซึ่งแสดงว่าหากกิจการมีความผันผวนมากก็จะยังมีโอกาสในการเติบโตที่สูง ดังนั้นมูลค่ากิจการก็จะสูงขึ้นเช่นเดียวกัน

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

Allayannis and Weston (2001), Carter et al. (2006), และ Nelson et al. (2005) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการใช้หนี้พันธบัตรในการควบคุมมูลค่ากิจการ พบว่า หนี้พันธบัตรช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการได้ แต่อย่างไรก็ตามความผันผวนของกระแสเงินสดและความผันผวนของรายได้ยังมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการเป็นอย่างมาก แม้ว่าจะมีการใช้หนี้พันธบัตรในการควบคุมมูลค่าของกิจการก็ตาม ดังนั้นจากการศึกษาจึงสรุปได้ว่า การจัดการความผันผวนของกระแสเงินสดจะช่วยเพิ่มมูลค่า

ของกิจการขึ้นด้วย นอกจากการใช้อนุพันธ์ทางการเงินเพียงอย่างเดียวแต่อย่างไรก็ตามยังไม่มีงานวิจัยใดที่แสดงผลออกมาอย่างชัดเจน

Minton and Schrand (1999) พบว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดนั้นมีผลกระทบโดยตรงต่อต้นทุนทางการเงินซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของนโยบายการลงทุนของบริษัท และตลาดนั้นชอบที่จะให้แต่ละบริษัทที่มีความผันผวนของกระแสเงินสดที่ต่ำ แม้ว่าบริษัทนั้นจะมีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกที่ต่ำหรือไม่ก็ตาม

Trueman and Titman (1988) ยังพบว่า บริษัทที่มีความผันผวนของผลประกอบการต่ำ จะมีโครงสร้างทางการเงินจากการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกต่ำ จึงทำให้บริษัทดังกล่าวมีมูลค่ากิจการสูง

Kaplan and Zingales (1997) ที่ได้ทำการทดสอบความต้องการแหล่งเงินทุนภายนอกบริษัท พบว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดส่งผลในเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัทที่ต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากภายนอกเป็นจำนวนมาก

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

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

Froot et al. (1993) พบว่า การที่บริษัทมีกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอขึ้น สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทได้ เนื่องจากบริษัทไม่จำเป็นต้องพึ่งพาเงินทุนจากแหล่งภายนอกที่มีต้นทุนทางการเงินสูงเพราะบริษัทสามารถใช้แหล่งเงินทุนภายในที่สามารถคาดการณ์จำนวนได้จากการมีกระแสเงินสดสม่ำเสมอ

Keith and Mark (1993) ก็พบว่า ค่า Coefficient ระหว่างกระแสเงินสดและมูลค่ากิจการมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ 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 เป็นปัจจัยหนึ่งที่ทำให้เกิดความเสียหายด้านราคา (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 เช่นเดียวกับ Allayannis (2001) , Carter, Rogers, and Simkins (2006) และ Nelson, Moffitt, and Affleck-Graves (2005) ที่สรุปจากการศึกษาได้ว่าการจัดการความผันผวนของกระแสเงินสด จะช่วยเพิ่มมูลค่าของกิจการขึ้นด้วยนอกจากการใช้อนุพันธ์ทางการเงินเพียงอย่างเดียว แต่อย่างไรก็ตามยังไม่มีงานวิจัยใดที่แสดงผลออกมาอย่างชัดเจน

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) อาจจะมีบทบาทที่สำคัญในการวัดความสม่ำเสมอทางการเงินของบริษัท (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 ความผันผวนของรายได้ที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อมูลค่าบริษัทที่ใช้ 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 และยังช่วยให้นักวิเคราะห์หลักทรัพย์สามารถพยากรณ์กำไรและกระแสเงินสดในอนาคตได้อย่างแม่นยำเพิ่มมากขึ้นด้วยความผันผวนของกระแสเงินสดนั้นถูกใช้เป็นตัวชี้วัดความเสี่ยงซึ่งเป็นเครื่องมือที่นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจการลงทุนมาอย่างยาวนาน 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

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตสามารถกำหนดสมมติฐานที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยเรื่องการศึกษผลกระทบของความผันผวนของกระแสเงินสดและผลกำไรต่อมูลค่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมูลค่าของบริษัทสามารถสะท้อนด้วยอัตราส่วนทางการเงิน ดังนี้

อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV) หมายถึง อัตราส่วนเปรียบเทียบราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ 1 หุ้น ตามงบการเงินล่าสุดของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้น อัตราส่วนนี้บอกให้ทราบว่า ราคาหุ้น ณ ขณะนั้น สูงเป็นกี่เท่าของมูลค่าทางบัญชี

หากมีค่าสูง ก็แสดงว่าผู้ลงทุนทั่วไปในตลาดคาดหมายว่า บริษัทดังกล่าวมีศักยภาพที่จะเติบโตสูง ขณะเดียวกันก็แสดงถึงระดับความเสี่ยงที่สูงด้วย

สมมติฐานที่ 1

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสดกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี

H1: ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี

สมมติฐานที่ 2

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของผลกำไรกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี

H2: ความผันผวนของผลกำไรมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี

สมมติฐานที่ 3

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสดและความผันผวนของผลกำไรกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี

H3 : ความผันผวนของกระแสเงินสดและความผันผวนของผลกำไรมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี

2.4 กรอบแนวคิดการวิจัย

จากทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง สามารถสรุปเป็นกรอบงานวิจัย โดยมีตัวแปรอิสระ ได้แก่ ความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและความผันผวนของผลกำไร ซึ่งตัวแปรนี้เป็นส่วนสำคัญที่ส่งผลต่อมูลค่าของบริษัททั้งด้านบวกและทางด้านลบ โดยมูลค่าของบริษัทซึ่งเป็นตัวแปรตาม คือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV) โดยมีตัวแปรควบคุม ดังนี้ ความเสี่ยงที่เป็นระบบความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ การเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ การเติบโตของยอดขายหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม งบในการลงทุนต่อยอดขาย อัตราค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายดังภาพประกอบที่ 2.4

บทที่ 3 วิธีการวิจัย

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา และกลุ่มตัวอย่าง (Data and Sample)

การศึกษาวิจัยในครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสดเงินสด กับความผันผวนของผลกำไรต่อมูลค่าบริษัท โดยกลุ่มตัวอย่างคือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยทางผู้จัดทำต้องการที่จะศึกษาสมมติฐานทั้งหมดภายใต้สภาวะทางเศรษฐกิจที่แตกต่างกัน คือ ช่วงที่สภาวะเศรษฐกิจปกติ พ.ศ. 2549 เป็นช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ และสภาวะเศรษฐกิจหลังวิกฤติเศรษฐกิจ พ.ศ. 2555 เป็นช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ ในสหรัฐอเมริกา วิกฤตหนี้ด้อยคุณภาพ (Sub-Prime Crisis) เนื่องจากเกิดปัญหาการบริหารจัดการสินเชื่อสำหรัิมทรัพย์ (Sub-Prime Mortgage) ฝืดพลาด และผลของการกำกับดูแลกลุ่มวามิชธนกิจ (Investment Banking) ไม่รัดกุม จนทำให้เกิดปัญหาขาดสภาพคล่องและคุกคามความมั่นคงของสถาบันการเงิน ทำให้บริษัทใหญ่หลายบริษัทในสหรัฐอเมริกาต้องล้มละลายปิดกิจการ และเกิดวิกฤตเศรษฐกิจลุกลามกระทบไปทั่วโลก (ปี พ.ศ. 2552)

หากศึกษาในช่วงสภาวะเศรษฐกิจที่แตกต่างกันมีผลกระทบต่อความผันผวนของกระแสดเงินสดและความผันผวนของผลกำไรต่อมูลค่าของบริษัทอย่างไร แตกต่างกันหรือไม่ ซึ่งสามารถสรุปกรอบระยะเวลาของงานวิจัยได้เป็น 2 ช่วงเวลา คือช่วงที่ 1 พ.ศ. 2549 สภาวะเศรษฐกิจที่ปกติ เป็นช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ และช่วงที่ 2 พ.ศ. 2555 ช่วงสภาวะหลังวิกฤติเศรษฐกิจ



ภาพที่ 3.1 กรอบระยะเวลางานวิจัย

กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ศึกษาจะยกเว้นข้อมูลของบริษัทที่มีเกณฑ์ดังต่อไปนี้
บริษัทที่อยู่ในหมวดอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วยกลุ่มธนาคาร กลุ่ม
เงินทุนและหลักทรัพย์ กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากประเทศไทยมีกฎหมายที่กำกับ
ดูแลที่แตกต่างออกไปในธุรกิจเหล่านี้

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), อัตราส่วน
ราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV) และ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) ในช่วงปี พ.ศ.
2549 และ พ.ศ. 2555

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

ตารางที่ 3.1 จำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

ลำดับ	รายละเอียด	จำนวน บริษัท
1	จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)	587
2	บริษัทที่อยู่ในหมวดอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วย กลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ กลุ่มประกันภัยและประกัน ชีวิต เนื่องจากประเทศไทยมีกฎหมายที่กำกับ ดูแลที่แตกต่างออกไป ในธุรกิจเหล่านี้	(58)
3	บริษัทที่ไม่มีข้อมูล สินทรัพย์ และยอดขาย ทั้งข้อมูลรายปี และราย ไตรมาส 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 การที่บริษัท

ผู้ลงทุนซื้อหุ้นสามัญในบริษัทผู้ถูกลงทุนเป็นจำนวนมากกว่าร้อยละ 50 โดยมีอำนาจควบคุมบริษัทผู้ถูกลงทุน ของบริษัทต่างๆที่ได้ส่งรายงานต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรต่างๆ ที่นำมาทำการประมาณค่ามีดังต่อไปนี้

3.2.1 ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

ความผันผวนของกระแสเงินสด (σ_{CFPS}) หมายถึง การเปลี่ยนแปลงของค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อจำนวนหุ้นพื้นฐาน (CFPS) รายไตรมาสเป็นระยะเวลาไม่เกิน 5 ปี (Minton and Schrand 1999) เช่น ถ้าเป็นกลุ่มตัวอย่างของไตรมาส 1 ในปี พ.ศ. 2549 จะหาส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ของปี พ.ศ. 2544 จนถึงไตรมาสที่ 4 ของปี พ.ศ. 2548 สามารถคำนวณได้จาก

$$\sigma_{CFPS} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (CFPS_i - \bar{CFPS})^2}{n - 1}}$$

$CFPS_i$ = ข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทต่อหุ้น (ตัวที่ 1, 2, ..., n)

\bar{CFPS} = ค่าเฉลี่ยของข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทต่อหุ้น

n = จำนวนข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทต่อหุ้นทั้งหมด

โดยมาตรฐานการบัญชี ณ ปัจจุบัน จะมีรายการทางบัญชีบางรายการ เช่น ดอกเบี้ยรับ เป็นต้น ที่สามารถบันทึกรายการบัญชีได้ทั้งงบกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Operating Activities) และงบกระแสเงินสดจากกิจกรรมการจัดหา (Financing Activities) ทำให้การศึกษาที่ใช้ตัวแปรเป็นความผันผวนของกระแสเงินสดเพียงอย่างเดียวโดยไม่ได้รวมกระแสเงินสดในบางรายการที่อยู่ในงบกระแสเงินสดกิจกรรมการจัดหา จึงถือเป็นข้อจำกัดของงานวิจัยนี้ด้วยเช่นกัน

ความผันผวนของผลกำไร (σ_{EPS}) หมายถึง การเปลี่ยนส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรสุทธิรายไตรมาสเป็นระยะเวลาไม่เกิน 5 ปี เช่น ถ้าเป็นกลุ่มตัวอย่างของไตรมาส 1 ปี พ.ศ. 2549 จะหาส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรสุทธิรายไตรมาสต่อจำนวนหุ้นพื้นฐาน (EPS) ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2544 จนถึงไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2548 สามารถคำนวณได้จาก

$$s = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n - 1}}$$

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 การคำนวณกำไรสุทธิต่อหุ้นพื้นฐานแบบรวมรายการพิเศษ หรือ ไม่รวมรายการพิเศษ ผลการทดสอบสมการแบบถดถอย ผลลัพธ์ที่ได้ไม่ต่างกัน ดังนั้นการคำนวณกำไรสุทธิในงานวิจัยชิ้นนี้จะใช้แบบที่ 4 คือ คำนวณจากกำไรสุทธิต่อหุ้นพื้นฐาน รวมรายการพิเศษ

3.2.2 ตัวแปรตาม (Dependence variable)

อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (P/B) หมายถึง อัตราส่วนเปรียบเทียบราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ 1 หุ้น ตามงบการเงินล่าสุดของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้น อัตราส่วนนี้บอกให้ทราบว่า ราคาหุ้น ณ ขณะนั้น สูงเป็นกี่เท่าของมูลค่าทางบัญชี หากมีค่าสูง ก็แสดงว่าผู้ลงทุนทั่วไปในตลาดคาดหมายว่า บริษัทดังกล่าวมีศักยภาพที่จะเติบโตสูง ขณะเดียวกันก็แสดงถึงระดับความเสี่ยงที่สูงด้วย โดยการใช้ข้อมูลเป็นรายปี สามารถคำนวณมูลค่าบริษัทได้จาก

$$P/B = \frac{P}{B} = \frac{P}{\frac{E}{h} + \frac{D}{h} + \frac{N}{h}} = \frac{P}{\frac{E + D + N}{h}} = \frac{P \cdot h}{E + D + N}$$

โดย Closing Price of Common Shares = ราคาปิดของหุ้นสามัญ ณ วันทำการสุดท้ายของปี

Number of Common Shares = จำนวนของหุ้นสามัญ ณ วันทำการสุดท้ายของปี

Number of Preferred Shares = จำนวนของหุ้นบุริมสิทธิ ณ วันทำการสุดท้ายของปี

Number of Repurchased Shares = จำนวนของหุ้นซื้อคืน ณ วันทำการสุดท้ายของปี

Total Equity = ส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท (รวมมูลค่าหุ้นที่ถือโดยบริษัทย่อย) ณ สิ้นปี

การเก็บข้อมูลจะมีข้อมูลที่มาจาก

ข้อมูลที่มาจากราคาตลาด ณ ช่วงเวลาหนึ่งอย่าง Closing Price of Common Shares ซึ่งเป็นราคาปิดของหุ้นสามัญ ณ วันทำการสุดท้ายของปี

ข้อมูลที่มาจากงบการเงิน เช่น Number of Common Shares, Number of Preferred Shares, Number of Repurchased Shares และ Total Equity ใช้ข้อมูลที่มีล่าสุด ณ วันทำการสุดท้ายของปี ซึ่งจะเป็นข้อมูลของงบการเงินที่รายงานไตรมาส 3 ของปีนั้นๆ เป็นต้น

โดยข้อมูล P/BV ทั้งหมดอ้างอิงข้อมูลตาม SETSMART ฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.2.3 ตัวแปรควบคุม (Control variables)

ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (□□□□□□□□□□ □□□□) หมายถึง ความเสี่ยงที่มีผลกระทบต่อตลาดทั้งระบบ ทุกธุรกิจต่างได้รับผลกระทบ สาเหตุของความเสี่ยงเกิดจากปัจจัยภายนอกที่อยู่นอกเหนือการควบคุม เช่น วิกฤตเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อ สงคราม การก่อการร้าย เป็นต้น โดยส่วนใหญ่ความเสี่ยงเหล่านี้ส่วนมากจะไม่สามารถป้องกันได้

ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (□□□□□□□□□□□□□□ □□□□) หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดจากการดำเนินงาน ซึ่งเป็นความเสี่ยงเฉพาะของบริษัทหรืออุตสาหกรรม โดยสามารถเกิดขึ้นจากทีมผู้บริหารที่ขาดคุณภาพ การบริหารงานที่ผิดพลาด และการแข่งขันที่รุนแรงในตลาด และความเสียหายทางการเงิน เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากความน่าเชื่อถือทางการเงิน ซึ่งสามารถเกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของกิจการ การใช้เงินกู้ผิดวัตถุประสงค์ เป็นต้น

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

$$\square\square\square\square: \square\square\square = \square\square + \square\square_1\square\square\square + \square\square\square$$

r_{jt} = ผลตอบแทนส่วนเกินรายเดือนของตลาด j ณ เวลาที่ t

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

r_{mt} = ผลตอบแทนส่วนเกินรายเดือนของหุ้น j ณ เวลาที่ t

ϵ_{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 หลักทรัพย์ในกรณีที่มี Corporate Action เกิดขึ้นแล้ว

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

□□□□□□□□□□ □□□□ประมาณค่าโดยใช้ Beta จาก Model CAPM เป็นตัวแทนของความเสี่ยงตลาด

□□□□□□□□□□□□□□□□ □□□□ประมาณค่าโดยใช้ Standard Deviation ของ Residual หรือ Error Term เป็นตัวแทนความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ

การเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์รวม (□□(□□□□□□□□□□)) หมายถึง การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมทั้งหมดของบริษัท เป็นข้อมูลรายปี Rountree et al. (2008) โดยเป็นข้อมูลที่แสดงอยู่ในงบการเงินรวม หรือ Consolidate Financial Statement โดยสามารถคำนวณได้จาก

$$\square\square\square\square\square\square\square\square\square\square\square\square = \square\square(\square\square\square\square\square\square\square\square\square\square\square\square + \square\square\square\square\square\square\square\square\square\square\square\square\square\square\square)$$

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) หมายถึง ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เป็นอัตราที่ชี้ถึงประสิทธิภาพของบริษัทในการนำสินทรัพย์ไปลงทุนให้เกิดผลตอบแทน

โดยเป็นค่าที่แสดงถึงผลกำไรที่บริษัทหาได้จากสินทรัพย์ทั้งหมดที่บริษัทใช้ดำเนินการ เป็นข้อมูลรายปี Rountree et al. (2008) โดยสามารถคำนวณได้จาก

$$\text{EBIT} = \frac{\text{กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี (Earnings Before Interest and Tax)}}{\text{สินทรัพย์รวมต้นงวด + สินทรัพย์รวมปลายงวด} / 2}$$

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

$$\text{CAGR} = \left(\frac{\text{ยอดขายปีสุดท้าย}}{\text{ยอดขายปีแรก}} \right)^{\frac{1}{\text{จำนวนปี}}} - 1$$

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

$$\text{Debt to Total asset} = \frac{\text{หนี้สินระยะยาวและภาระผูกพันตามสัญญาเช่าซื้อทั้งหมด}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

Long Term Debt = จำนวนรวมของหนี้สินระยะยาวและภาระผูกพันตามสัญญาเช่าซื้อทั้งหมด

Total Asset = จำนวนสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัท โดยใช้ข้อมูลเป็นรายปี

งบในการลงทุนต่อยอดขาย (Capex to Sale) หมายถึง รายจ่ายลงทุนเทียบกับยอดขาย เป็นข้อมูลรายปี โดยค่าใช้จ่ายการลงทุนเป็นการลงทุนอย่างต่อเนื่องสูงสุด 10 ปี โดยสิ่งที่เข้าข่ายการลงทุน ได้แก่ การซื้อกิจการ การเปลี่ยนแปลงนโยบายบัญชี และการเลิกดำเนินงาน Rountree et al. (2008) โดยสามารถคำนวณได้จาก

$$\text{Capex to Sale} = \frac{\text{รายจ่ายเพื่อการได้มาของสินทรัพย์ที่จะนำมาใช้ในการดำเนินการเพื่อหารายได้ ซึ่งสามารถแบ่งได้เป็นสินทรัพย์ถาวรที่มีรูปร่างเช่น ที่ดิน อาคาร เครื่องจักร}}{\text{ยอดขาย}}$$

Capital Expenditures = รายจ่ายเพื่อการได้มาของสินทรัพย์ที่จะนำมาใช้ในการดำเนินการเพื่อหารายได้ ซึ่งสามารถแบ่งได้เป็นสินทรัพย์ถาวรที่มีรูปร่างเช่น ที่ดิน อาคาร เครื่องจักร

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

Total Sales = ยอดขายรวมเป็นรายได้จากการขายสินค้าและบริการหักส่วนลดเงินสด ส่วนลดการค้าภาษีสรรพสามิตและผลตอบแทนการขายและเบี่ยงเคียง ซึ่งข้อมูลดังกล่าวตรงตามข้อมูลที่บริษัทรายงานแก่ตลาดหลักทรัพย์ฯ

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

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

SG&A = ใช้ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ในงบกำไรขาดทุน

Total Sales = ยอดขายรวมเป็นรายได้จากการขายสินค้าและบริการหักส่วนลดเงินสด ส่วนลดการค้าภาษีสรรพสามิตและผลตอบแทนการขายและเบี่ยงเคียง

ตารางที่ 3.2 คาดการณ์ความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	คำอธิบาย	การคำนวณ	เครื่องหมาย คาดการณ์	อ้างอิง
$\sigma_{h,t}$ (หน่วย : บาท)	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อจำนวนหุ้นพื้นฐาน (CFPS) 20 ไตรมาส เป็นระยะเวลาไม่เกิน 5 ปี	$\sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (\sigma_{i,t} - \bar{\sigma})^2}{n - 1}}$	-	Froot, Scharfstein, and Stein (1993), John and Clifford (1999), Kaplan and Zingales (1997)
$\sigma_{EPS,t}$ (หน่วย : บาท)	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรสุทธิต่อจำนวนหุ้นพื้นฐาน (EPS) 20 ไตรมาส เป็นระยะเวลาไม่เกิน 5 ปี	$\sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (\sigma_{i,t} - \bar{\sigma})^2}{n - 1}}$	-	Alister et al. (2000), Barnes (2001), Trueman and Titman (1988)
σ_{system}	ความเสี่ยงที่เป็นระบบ	ทำการประมาณค่าจากแบบจำลอง CAPM $\sigma_{\text{system}} = \sigma_{\text{market}} + \beta_1 \sigma_{\text{market}} + \sigma_{\text{residual}}$	-	Rountree et al. (2008)
$\sigma_{\text{non-system}}$	ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ	ทำการประมาณค่าจากแบบจำลอง CAPM โดยหาจาก ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรบกพร่อง ของแบบจำลอง	-	Rountree et al. (2008)

ตัวแปร	คำอธิบาย	การคำนวณ	เครื่องหมาย ค่าการันต์	อ้างอิง
$\frac{\Delta \text{Sales}}{\text{Sales}}$ (หน่วย : บาท)	การเปลี่ยนแปลงของ สินทรัพย์รวม	$\frac{\Delta \text{Sales}}{\text{Sales}}$ + $\frac{\Delta \text{Sales}}{\text{Sales}}$	+	Rountree et al. (2008)
$\frac{\Delta \text{Sales}}{\text{Sales}}$ (หน่วย : เท่า)	อัตราผลตอบแทนต่อ สินทรัพย์	$\frac{\Delta \text{Sales}}{\text{Sales}}$	+	Rountree et al. (2008) Smith and Watts (1992)
$\frac{\Delta \text{Sales}}{\text{Sales}}$ (หน่วย : ร้อยละ)	อัตราการเติบโตเฉลี่ย ของยอดขายรายปี (CAGR) โดยคำนวณ จาก 5 ปีข้างหน้า	$\left(\frac{\text{Sales}_{t+5}}{\text{Sales}_t} \right)^{\frac{1}{5}} - 1$	+	Rountree et al. (2008)
$\frac{\Delta \text{Sales}}{\text{Sales}}$ (หน่วย : เท่า)	อัตราส่วนของหนี้สิน ของกิจการ เทียบกับ สินทรัพย์รวม	$\frac{\text{Debt}}{\text{Assets}}$	-	Rountree et al. (2008)
$\frac{\Delta \text{Sales}}{\text{Sales}}$ (หน่วย : เท่า)	งบการลงทุนเทียบ กับยอดขาย	$\frac{\text{Investment}}{\text{Sales}}$	+	Rountree et al. (2008)
$\frac{\Delta \text{Sales}}{\text{Sales}}$ (หน่วย : เท่า)	ค่าใช้จ่ายในการขาย และบริหาร เปรียบเทียบกับ ยอดขายรวม	$\frac{\text{Selling \& Admin Expenses}}{\text{Sales}}$	+	Rountree et al. (2008)

3.3 วิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Methodology)

การศึกษาวิจัยในครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสด กับความผันผวนของผลกำไรต่อมูลค่าบริษัท โดยกลุ่มตัวอย่างคือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยแบ่งเป็น 2 ช่วงเวลา คือ พ.ศ. 2549 เป็นช่วง

ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจและ พ.ศ. 2555 เป็นช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจในสหรัฐอเมริกา วิกฤตนี้คือย
 คุณภาพ (Sub-Prime Crisis) เนื่องจากเกิดปัญหาการบริหารจัดการสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ (Sub-
 Prime Mortgage) ผิดพลาด และผลของการกำกับดูแลกลุ่มวาณิชธนกิจ (Investment Banking) ไม่
 รัดกุม จนทำให้เกิดปัญหาขาดสภาพคล่องและคุกคามความมั่นคงของสถาบันการเงิน ทำให้บริษัท
 ใหญ่หลายบริษัทในสหรัฐอเมริกาต้องล้มละลายปิดกิจการ และเกิดวิกฤตเศรษฐกิจลูกกลมกระทบ
 ไปทั่วโลก (ปี พ.ศ. 2552) ซึ่งจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งหมด
 587 บริษัท ทางผู้วิจัยได้ทำการหักบริษัทที่อยู่ในหมวดอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หัก บริษัทที่ไม่มี
 ข้อมูล สินทรัพย์ และยอดขาย ตลอดระยะเวลาที่ศึกษา หักบริษัทที่มีข้อมูลผลตอบแทนรายเดือนน้อย
 กว่า 30 ข้อมูล ในช่วงเวลาที่ศึกษา หัก บริษัทที่มีข้อมูลรายไตรมาสของกระแสเงินสดจากการ
 ดำเนินงานน้อยกว่า 10 ข้อมูล และบริษัทที่ไม่มีข้อมูลอัตราส่วนทางการเงิน เช่น มูลค่าบริษัท
 (Tobin's Q), อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV), อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ
 (P/E) ในช่วงปี พ.ศ. 2549 และ พ.ศ. 2555 ทำให้จำนวนบริษัทกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยเหลือ 94
 บริษัท

จากสมมติฐานข้างต้นทั้งหมด สามารถกำหนดเป็นแบบจำลองที่เกี่ยวข้องได้ดังนี้

แบบจำลอง : อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV)

H1: ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่า
 ตามบัญชี

H2: ความผันผวนของผลกำไรมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตาม
 บัญชี

H3: ความผันผวนของกระแสเงินสดและความผันผวนของผลกำไรมีความสัมพันธ์กับ
 อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี

3.4 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ส่วนนี้จะอธิบายผลที่ได้จากการวิเคราะห์จากแบบจำลองที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น ซึ่งเป็
 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลกำไร ที่มี
 ผลต่อมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดย
 แบ่งเป็น 2 ช่วงเวลา คือ พ.ศ. 2549 เป็นช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจและ พ.ศ. 2555 เป็นช่วงหลังวิกฤต
 เศรษฐกิจ

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

Variable	Observation	Mean	Median	Std. Dev.	Min	Max
<u>ตัวแปรตาม</u>						
P/BV	94	1.308	1.093	0.833	0.301	4.334
<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
ln(Total Asset)	94	22.006	21.905	1.423	19.379	27.276
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

เป็นการแสดงข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาค่าสถิติเบื้องต้น อันได้แก่ จำนวนข้อมูล (Observation) ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ค่ากลางของข้อมูล (Median) เบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Derivation) ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum) ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum) จะเห็นว่า โดยเฉลี่ยแล้วบริษัทในกลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษาในครั้งนี้ตัวแปรตาม P/BV ซึ่งเป็นค่าที่ใช้วัดมูลค่าบริษัทโดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.308 เท่า

สำหรับตัวแปรอิสระนั้น ความผันผวนของกระแสเงินสด มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.505 ในขณะที่มีค่ากลางของข้อมูลอยู่ที่ 0.275 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มของบริษัทตัวอย่างดังกล่าวมีค่าความผันผวนของกระแสเงินสดที่ต่ำที่สุดเท่ากับ 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(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

Variable	Observation	Mean	Median	Std. Dev.	Min	Max
<u>ตัวแปรตาม</u>						
P/BV	94	1.676	1.524	0.908	0.270	4.766
<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

เป็นการแสดงข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาค่าสถิติเบื้องต้นอันได้แก่ จำนวนข้อมูล (Observation) ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ค่ากลางของข้อมูล (Median) เบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Derivation) ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum) ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum) จะเห็นว่า โดยเฉลี่ยแล้วบริษัทในกลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษาในครั้งนี้ตัวแปรตาม P/BV ซึ่งเป็นค่าที่ใช้วัดมูลค่าบริษัทโดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.676 เท่า

สำหรับตัวแปรอิสระนั้น ความผันผวนของกระแสเงินสด มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.694 ในขณะที่มีค่ากลางของข้อมูลอยู่ที่ 0.367 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มของบริษัทตัวอย่างดังกล่าวมีค่าความผันผวนของกระแสเงินสดที่ต่ำที่สุดเท่ากับ 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 P/BV

Panel A : Average P/BV										
	พ.ศ.2549				พ.ศ.2555					
	Cash-Flow		Earning		Cash-Flow		Earning			
	Volatility		Volatility		Volatility		Volatility			
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median
Low	1.429	1.376	1.442	1.406	1.758	1.584	1.580	1.495		
2	1.410	1.106	1.316	1.099	1.520	1.440	0.773	1.712		
3	1.284	1.093	1.174	0.931	1.659	1.664	1.667	1.440		
High	1.024	0.914	1.180	0.960	1.667	1.333	1.525	1.414		
Difference	0.405	0.462	0.262	0.446	0.091	0.251	0.056	0.081		

ตารางใน Panel A นี้แสดงผลของตัวแปรตาม P/BV โดยแบ่งตามความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และความผันผวนของกำไรสุทธิในช่วงปี พ.ศ. 2549 กับ พ.ศ. 2555 ซึ่งหากดูที่ความแตกต่างระหว่างกลุ่มที่มีความผันผวนต่ำ กับกลุ่มที่มีความผันผวนสูง (Difference (low-high))

จะเห็นได้ว่าในช่วงที่สถานะเศรษฐกิจอยู่ในช่วงปกติ ปี พ.ศ. 2549 ค่าความแตกต่างจะสูงกว่าช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2555 โดยความแตกต่างของค่าเฉลี่ย P/BV ในกลุ่มความผันผวนของกระแสเงินสด ช่วงที่ 1 จะอยู่ที่ 0.405 เท่า และมีค่ามัธยฐานอยู่ที่ 0.462 เท่า ในขณะที่ ความแตกต่างของค่าเฉลี่ย P/BV ช่วงที่ 2 จะอยู่ที่ 0.091 เท่า และมีค่ามัธยฐานอยู่ที่ 0.251 เท่า และความแตกต่างของค่าเฉลี่ย P/BV ในกลุ่มความผันผวนของกำไรสุทธิ ช่วงที่ 1 จะอยู่ที่ 0.262 เท่า และมี

ค่ามัธยฐานอยู่ที่ 0.446 เท่า ในขณะที่ ความแตกต่างของค่าเฉลี่ย P/BV ช่วงที่ 2 จะอยู่ที่ 0.056 เท่า และมีค่ามัธยฐานอยู่ที่ 0.081 เท่า



บทที่ 4

ผลการวิจัย

4.1 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

เป็นการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร 2 ตัวแปรในรูปของเมตริกซ์ซึ่งเป็นตัวแปรที่จะนำมาใช้ในการศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงถดถอย (Regression Analysis) โดยจากตาราง พบว่า ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่าบริษัท โดยวัดจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV) ประกอบด้วยความผันผวนของผลกำไร ความเสี่ยงที่เป็นระบบ การเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายบในการลงทุนต่อยอดขาย อัตราการเติบโตของยอดขาย และตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับมูลค่าบริษัท โดยวัดจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV) ประกอบด้วยความผันผวนของกระแสเงินสด และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ

ตารางที่ 4.1.1 แสดงค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlation Matrix of Variables)

Variable	P/BV	CFV	EARV	Sys	Idio	ln(Avg.)TA	ROA	D/TA	SG&A/Sale	Capex/sale	Sale Growth
P/BV	1.000										
CFV	-0.073	1.000									
EARV	0.094	0.726	1.000								
Sys	-0.068	0.148	0.094	1.000							
Idio	0.006	-0.082	-0.065	0.539	1.000						
ln(Avg.)TA	0.242	-0.040	0.114	-0.094	-0.044	1.000					
ROA	0.546	-0.027	0.012	-0.154	-0.073	-0.022	1.000				
D/TA	0.215	-0.066	0.114	-0.022	0.048	0.377	-0.128	1.000			
SG&A/Sale	0.019	0.140	0.104	0.136	-0.020	0.053	0.057	-0.176	1.000		
Capex/sale	-0.051	-0.157	-0.118	-0.121	0.040	-0.068	-0.145	0.194	-0.953	1.000	
Sale Growth	0.108	-0.047	-0.003	-0.144	-0.009	0.032	0.095	0.073	-0.279	0.311	1.000

การแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นกับ P/BV

ความผันผวนของผลกำไร อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ การเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อมูลค่าบริษัท (P/BV) โดยความผันผวนของกำไรสุทธิมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ P/BV ซึ่งไม่เป็นไปตามงานวิจัยอ้างอิง Rountree et al. (2008) แต่ทั้งนี้ มีความแตกต่างกันในเรื่องของตัวแทนมูลค่าบริษัท ในส่วนของตัวแปรอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของสินทรัพย์ ถ้ามีค่าผลตอบแทนสินทรัพย์ยิ่งมาก แสดงถึงว่า จะทำให้อัตราส่วนของราคาหารด้วยส่วนของทุนนั้นมากจากการที่นักลงทุนมีความสนใจ ส่งผลให้ราคาสูงขึ้น และในส่วนของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม แสดงถึงโครงสร้างเงินทุนของกิจการว่า กิจการนำเงินมาจากแหล่งใด เพื่อนำมาขยายกิจการ เมื่อกิจการขยายตัวมากขึ้น นักลงทุนจึงคาดว่าจะทำให้อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มากขึ้นในอนาคต ส่งผลให้ราคาสูงขึ้น

ความผันผวนของกระแสเงินสด มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าบริษัท (P/BV) หากถ้ากระแสเงินสดมีความผันผวนมาก จะทำให้นักลงทุนไม่กล้าลงทุนในกิจการนั้น ส่งผลให้ราคาต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008)

อย่างไรก็ตามการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์นั้น เป็นแค่เพียงการวิเคราะห์เพื่อดูความสัมพันธ์ และการแปรผันร่วมกันในเชิงเบื้องต้นเท่านั้น ซึ่งการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยที่จะส่งผลกระทบต่อมูลค่าบริษัทนั้น อาจจะมีสัมพันธ์ร่วมกันในหลายๆปัจจัย ดังนั้น จึงต้องนำตัวแปรที่ศึกษาในครั้งนี้มาทำการวิเคราะห์ความถดถอย (Regression Analysis) ต่อไป

การศึกษานี้ได้ทำการคำนึงถึงปัญหาบางประการ ที่อาจจะเกิดขึ้นได้จากการวิเคราะห์การถดถอย เบื้องต้นผู้จัดทำได้คำนึงถึงปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นของตัวแปรอิสระ Multicollinearity (ตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษามีความสัมพันธ์กันเอง) กรณีที่นำตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กันเกินไปคิดมาใช้ในแบบจำลอง 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 โดยวัดจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV) ซึ่งวัดจากอัตราส่วนของมูลค่าตลาดของหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีของหุ้น โดยมีตัวแปรต้น คือ ความผันผวนของกระแสเงินสด (Cash Flow Volatility) และความผันผวนของผลกำไร (Earning Volatility) และกำหนดให้ความเสี่ยงที่เป็นระบบ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ต่อยอดขายบในการลงทุนต่อยอดขาย อัตราการเติบโตของยอดขาย เป็นตัวแปรควบคุม โดยผู้วิจัยจะอภิปรายผลการศึกษา โดยแยกเป็นแต่ละสมมติฐาน ดังนี้

ตารางที่ 4.2.1 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model)

ตารางนี้ทดสอบสมมติฐาน

H1: ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี

โดยนัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10% (*), 5% (**) และ 1% (***) และค่าใน () คือค่า Standard Errors

Variable	เครื่องหมายคาดการณ์	2549	2555
		P/BV	P/BV
ตัวแปรต้น			
CFV	-	-0.046 (0.113)	-0.028 (0.093)
EARV	-		
ตัวแปรควบคุม			
Systematic Risk	-	0.205 (0.592)	-0.015 (0.23)
Idiosyncratic Risk	-	0.117 (0.519)	-2.852 (2.248)

ตารางที่ 4.2.1 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS (ต่อ))

Variable	เครื่องหมายคาดการณ์	2549		2555	
		P/BV		P/BV	
ln(Total Asset)	+	0.103	*	0.124	*
		(0.053)		(0.072)	
ROA	+	7.986	***	5.868	***
		(1.489)		(1.583)	
D/TA	-	1.635	**	0.467	
		(0.659)		(0.913)	
SG&A/Sale	+	0.420		0.834	*
		(0.704)		(0.45)	
CAPEX/Sale	+	0.386		1.315	
		(0.706)		(1.018)	
Sale Growth	+	0.181		1.725	*
		(0.684)		(0.881)	
Constant		-1.874		-1.481	
		(1.255)		(1.635)	
Observation		94		94	
Number of Company		94		94	
R-Squared		0.413		0.302	
Adj.R-Squared		0.350		0.227	

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

ดังนั้นจากผลการวิจัยในสมมติฐานที่ 1 ยังคงสรุปได้ว่า ความผันผวนของของกระแสเงินสดนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ P/BV ซึ่งเป็นค่าที่ใช้วัดมูลค่าบริษัท โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ -0.046 และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ -0.028

สำหรับตัวแปรควบคุมนั้น ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัทโดยวัดจาก P/BV ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ 0.205 และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ -0.015 โดยเครื่องหมายคาดการณ์เป็นลบและผลที่ได้ก็เป็นลบเช่นกันในช่วงปี พ.ศ. 2555

โดยปกตินักลงทุนจะตระหนักถึงความเสี่ยง ซึ่งถ้ากิจการมีความเสี่ยงมาก นักลงทุนจะไม่ลงทุนในกิจการ ส่งผลให้มูลค่าบริษัทต่ำ แต่สำหรับปี พ.ศ. 2549 ผลที่ได้ก็เป็นบวก ซึ่งไม่เป็นไปตามเครื่องหมายคาดการณ์

ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Idiosyncratic Risk) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท โดยวัดจาก P/BV ในปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ 0.117 และในปี พ.ศ. 2555 ค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ -2.852 โดยเครื่องหมายคาดการณ์เป็นลบ ผลที่ได้เป็นลบเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบเป็นความเสี่ยงเฉพาะของกิจการ ซึ่งสะท้อนความเสี่ยงเฉพาะตัวของธุรกิจ ถ้าความเสี่ยงของธุรกิจนั้นมาก นักลงทุนจะไม่ลงทุน ส่งผลให้มูลค่าของกิจการต่ำ แต่ในส่วน P/BV ในปี พ.ศ. 2549 ผลที่ได้เป็นบวก ซึ่งไม่สอดคล้องกับเครื่องหมายคาดการณ์

การเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์รวม (ln(Total Asset)) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 0.103 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95% และในปี พ.ศ. 2555 ค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 0.124 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 90% โดยเครื่องหมายคาดการณ์เป็นบวก และผลที่ได้ก็เป็นบวกเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องตามงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากสินทรัพย์ของกิจการยังมีมูลค่ามาก ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 7.986 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 99% และสำหรับปี พ.ศ. 2555 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 5.868 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 99% โดยเครื่องหมายคาดการณ์เป็นบวก และผลที่ได้ก็เป็นบวก ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ยังมีมูลค่าสูง แสดงให้เห็นว่ากิจการนำสินทรัพย์ไปก่อให้เกิดประโยชน์แก่กิจการ ทำให้นักลงทุนสนใจ ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง

หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (D/TA) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 1.635 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95% และสำหรับปี พ.ศ. 2555 ค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 0.467 โดยเครื่องหมายคาดการณ์เป็นลบ แต่เครื่องหมายค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้เป็นบวก ซึ่งไม่ตรงกับเครื่องหมายที่คาดการณ์

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย (SG&A/Sale) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 0.420 และในปี พ.ศ. 2555 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 0.834 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 90% โดยเครื่องหมายคาดการณ์เป็นบวก และผลที่ได้ส่วนใหญ่ก็เป็นบวก

งบในการลงทุนต่อยอดขาย (CAPEX/Sale) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 0.386 และในปี พ.ศ. 2555 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 1.315 โดยเครื่องหมายคาดการณ์เป็นบวก และผลที่ได้ก็เป็นบวกเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจกงบในการลงทุนต่อยอดขาย ยังมีมูลค่าสูง แสดงให้เห็นว่ากิจการมีการลงทุนเพื่อสร้างผลกำไรในอนาคต ทำให้นักลงทุนสนใจ ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง

การเติบโตของยอดขาย (Sale Growth) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 0.181 และในปี พ.ศ. 2555 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 1.725 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 90% เครื่องหมายคาดการณ์เป็นบวก และผลที่ได้ก็เป็นบวก ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากการเติบโตของยอดขาย ยังมีมูลค่าสูง แสดงให้เห็นว่ากิจการมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง ทำให้นักลงทุนสนใจ ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง

ตารางที่ 4.2.2 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model)

ตารางนี้ทดสอบสมมติฐาน

H2: ความผันผวนของผลกำไรมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี

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

Variable	เครื่องหมายคาดการณ์	2549	2555
		P/BV	P/BV
ตัวแปรต้น			
CFV	-		
EARV	-	0.118 (0.297)	0.108 (0.272)
ตัวแปรควบคุม			
Systematic Risk	-	0.117 (0.578)	-0.020 (0.237)
Idiosyncratic Risk	-	0.212 (0.505)	-2.968 (2.267)
ln(Total Asset)	+	0.102 ** (0.048)	0.124 * (0.067)

ตารางที่ 4.2.2 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS) (ต่อ)

Variable	เครื่องหมายคาดการณ์	2549		2555	
		P/BV		P/BV	
ROA	+	7.999	***	5.754	***
		(1.445)		(1.596)	
D/TA	-	1.599	**	0.452	
		(0.65)		(0.896)	
SG&A/Sale	+	0.445		0.798	*
		(0.705)		(0.466)	
CAPEX/Sale	+	0.435		1.327	
		(0.707)		(1.027)	
Sale Growth	+	0.161		1.740	*
		(0.693)		(0.898)	
Constant		-1.913	*	-1.489	
		(1.125)		(1.524)	
Observation		94		94	
Number of Company		94		94	
R-Squared		0.414		0.304	
Adj.R-Squared		0.351		0.229	

จากตารางที่ 4.2.2 ในช่วงปี พ.ศ. 2549 และในช่วงปี พ.ศ. 2555 จากการวิเคราะห์การถดถอย พบว่า ความผันผวนของผลกำไรนั้น ไม่มีความสัมพันธ์กับ P/BV ซึ่งเป็นค่าที่ใช้วัดมูลค่าบริษัทโดยค่าสัมประสิทธิ์ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ 0.118 และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ 0.108

สำหรับตัวแปรควบคุมนั้น ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท P/BV ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ 0.117 และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ -0.020 โดยเครื่องหมายคาดการณ์เป็นลบและผลที่ได้ก็เป็นลบเช่นกันในช่วงปี พ.ศ. 2555 โดยปกตินักลงทุนจะตระหนักถึงความเสี่ยง ซึ่งถ้ากิจการมีความเสี่ยงมาก นักลงทุนจะไม่ลงทุนในกิจการ ส่งผลให้มูลค่าบริษัทต่ำ แต่ในช่วงปี พ.ศ. 2549 ผลที่ได้เป็นบวก ซึ่งไม่สอดคล้องกับเครื่องหมายคาดการณ์

ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Idiosyncratic Risk) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท P/BV ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ 0.212 และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ -2.968 โดยเครื่องหมายคาดการณ์เป็นลบ และผลที่ได้เป็นลบเช่นกันในช่วงปี พ.ศ. 2555 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ

Rountree et al. (2008) เนื่องจากความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบเป็นความเสี่ยงเฉพาะของกิจการ ซึ่งสะท้อนความเสี่ยงเฉพาะตัวของธุรกิจ ถ้าความเสี่ยงของธุรกิจนั้นมาก นักลงทุนจะไม่ลงทุน ส่งผลให้มูลค่าของกิจการต่ำ แต่ P/BV ในช่วงปี พ.ศ. 2549 ผลที่ได้เป็นบวก ซึ่งไม่สอดคล้องกับเครื่องหมายคาดการณ์

การเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์รวม ($\ln(\text{Total Asset})$) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท P/BV ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ 1.599 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95% และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ 0.452 โดยเครื่องหมายคาดการณ์เป็นบวก และผลที่ได้ก็เป็นบวก ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากสินทรัพย์ของกิจการยังมีมูลค่ามาก ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท P/BV ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ 7.999 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 99% และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ 5.754 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 99% โดยเครื่องหมายคาดการณ์เป็นบวก และผลที่ได้ก็เป็นบวก ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ยังมีมูลค่าสูง แสดงให้เห็นว่ากิจการนำสินทรัพย์ไปก่อให้เกิดประโยชน์แก่กิจการ ทำให้นักลงทุนสนใจ ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง

หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (D/TA) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท P/BV ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ 1.599 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95% และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ 0.452 โดยเครื่องหมายคาดการณ์เป็นลบ แต่ผลที่ได้เป็นบวก ไม่สอดคล้องกับเครื่องหมายคาดการณ์

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย (SG&A/Sale) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท P/BV ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ 0.445 และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ 0.798 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 90% โดยเครื่องหมายคาดการณ์เป็นบวก และผลที่ได้ก็เป็นบวก

งบในการลงทุนต่อยอดขาย (CAPEX/Sale) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท P/BV ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ 0.435 และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ 1.327 โดยเครื่องหมายคาดการณ์เป็นบวก และผลที่ได้ก็เป็นบวกเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากงบในการลงทุนต่อยอดขาย ยังมีมูลค่าสูง แสดงให้เห็นว่ากิจการมีการลงทุนเพื่อสร้างผลกำไรในอนาคต ทำให้นักลงทุนสนใจ ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง

การเติบโตของยอดขาย (Sale Growth) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท P/BV ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ 0.161 และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ 1.740 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 90% โดยเครื่องหมายคาดการณ์เป็นบวก และผลที่ได้ก็เป็นบวก ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ

Rountree et al. (2008) เนื่องจากการเติบโตของยอดขาย ซึ่งมีมูลค่าสูง แสดงให้เห็นว่ากิจการมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง ทำให้นักลงทุนสนใจ ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง

ตารางที่ 4.2.3 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model)

ตารางนี้ทดสอบสมมติฐาน

H3: ความผันผวนของกระแสเงินสดและความผันผวนของผลกำไรมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี

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

ค่า Standard Errors

Variable	เครื่องหมายคาดการณ์	2549		2555	
		P/BV		P/BV	
ตัวแปรต้น					
CFV	-	-0.187		-0.168	
		(0.133)		(0.108)	
EARV	-	0.406		0.407	
		(0.402)		(0.359)	
ตัวแปรควบคุม					
Systematic Risk	-	0.199		-0.066	
		(0.579)		(0.247)	
Idiosyncratic Risk	-	0.125		-2.965	
		(0.503)		(2.305)	
ln(Total Asset)	+	0.095	**	0.105	
		(0.048)		(0.066)	
ROA	+	7.884	***	5.789	***
		(1.414)		(1.621)	
D/TA	-	1.474	*	0.345	
		(0.665)		(0.837)	
SG&A/Sale	+	0.411		0.780	*
		(0.698)		(0.442)	
CAPEX/Sale	+	0.386		1.140	
		(0.698)		(1.045)	

ตารางที่ 4.2.3 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model) (ต่อ)

Variable	เครื่องหมายคาดการณ์	2549	2555
		P/BV	P/BV
Sale Growth	+	0.163 (0.702)	1.818 (0.925) *
Constant		-1.687 (1.113)	-1.048 (1.502)
Observation		94	94
Number of Company		94	94
R-Squared		0.424	0.316
Adj.R-Squared		0.354	0.233

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 ความผันผวนของของกระแสเงินสดนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ P/BV ซึ่งเป็นค่าที่ใช้วัดมูลค่าบริษัทโดยมีค่าสัมประสิทธิ์ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ -0.187 และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ -0.168

ส่วนความผันผวนของผลกำไรนั้นมีความสัมพันธ์ทั้งในทิศทางเดียวกัน P/BV ซึ่งเป็นค่าที่ใช้วัดมูลค่าบริษัทโดยมีค่าสัมประสิทธิ์ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ 0.406 และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ 0.407 โดยเครื่องหมายสัมประสิทธิ์ไม่ได้เป็นไปตามที่คาดการณ์

ในส่วนของตัวแปรควบคุม ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) พบว่า ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกกับ P/BV ซึ่งเป็นค่าที่ใช้วัดมูลค่าบริษัทโดยมีค่าเท่ากับ 0.199 และในปี พ.ศ. 2555 มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ ซึ่งเป็นไปตามเครื่องหมายที่คาดการณ์โดยมีค่าเท่ากับ -0.066

ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Idiosyncratic Risk) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท P/BV ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เท่ากับ 0.125 และในช่วงปี พ.ศ. 2555 เท่ากับ -2.965 โดยเครื่องหมายคาดการณ์เป็นลบ และผลที่ได้เป็นลบเช่นกันในปี พ.ศ. 2555 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบเป็นความเสี่ยงเฉพาะของกิจการ ซึ่งสะท้อนความเสี่ยงเฉพาะตัวของธุรกิจ ถ้าความเสี่ยงของธุรกิจนั้นมาก นักลงทุนจะไม่ลงทุน ส่งผลให้มูลค่าของกิจการต่ำ แต่ P/BV ในช่วงปี พ.ศ. 2549 ผลที่ได้เป็นบวก ซึ่งไม่สอดคล้องกับเครื่องหมายคาดการณ์

การเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์รวม (ln(Total Asset)) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 0.095 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95% และในปี พ.ศ. 2555 ค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 0.105 โดยเครื่องหมายคาดการณ์เป็นบวก และผลที่ได้ก็เป็นบวกเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากสินทรัพย์ของกิจการยังมีมูลค่ามาก ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 7.884 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 99% และสำหรับปี พ.ศ. 2555 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 5.789 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 99% โดยเครื่องหมายคาดการณ์เป็นบวก และผลที่ได้ก็เป็นบวก ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ยังมีมูลค่าสูง แสดงให้เห็นว่ากิจการนำสินทรัพย์ไปก่อให้เกิดประโยชน์แก่กิจการ ทำให้นักลงทุนสนใจ ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง

หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (D/TA) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 1.474 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 90% และสำหรับปี พ.ศ. 2555 ค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 0.345 โดยเครื่องหมายคาดการณ์เป็นลบ แต่มีเครื่องหมายค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก ไม่สอดคล้องกับเครื่องหมายคาดการณ์

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย (SG&A/Sale) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 0.411 และในปี พ.ศ. 2555 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 0.780 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 90% โดยเครื่องหมายคาดการณ์เป็นบวก และผลที่ได้ก็เป็นบวก

งบในการลงทุนต่อยอดขาย (CAPEX/Sale) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 0.386 และในปี พ.ศ. 2555 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 1.140 โดยเครื่องหมายคาดการณ์เป็นบวก และผลที่ได้ก็เป็นบวกเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากงบในการลงทุนต่อยอดขาย ยังมีมูลค่าสูง แสดงให้เห็นว่ากิจการมีการลงทุนเพื่อสร้างผลกำไรในอนาคต ทำให้นักลงทุนสนใจ ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง

การเติบโตของยอดขาย (Sale Growth) ในปี พ.ศ. 2549 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 0.163 และในปี พ.ศ. 2555 มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าบริษัท P/BV เท่ากับ 1.818 ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 90% โดยเครื่องหมายคาดการณ์เป็นบวก และผลที่ได้ก็เป็นบวก ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) เนื่องจากการเติบโตของยอดขาย ยังมีมูลค่าสูง แสดงให้เห็นว่ากิจการมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง ทำให้นักลงทุนสนใจ ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง

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 Adverse) 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 คู่มืออธิบายมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 7 เรื่อง งบกระแสเงินสด ได้ว่า กิจการต้องแสดงกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน โดยใช้วิธีใดวิธีหนึ่ง ดังต่อไปนี้

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

วิธีทางอ้อม (Indirect Method) ซึ่งแสดงด้วยยอดกำไรหรือขาดทุนปรับปรุงด้วยผลกระทบของรายการที่ไม่เกี่ยวกับเงินสด รายการค้างรับ หรือค้างจ่ายของเงินสดรับหรือเงินสดจ่ายที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานในอดีตหรือในอนาคต และรายการรายได้หรือค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดจากการลงทุนหรือการจัดหาเงิน

โดยภายใต้วิธีทางอ้อม กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานหาได้จากการปรับปรุงกำไรหรือขาดทุนด้วยผลกระทบของ

การเปลี่ยนแปลงในระหว่างงวดของสินค้างเหลือ ลูกหนี้และเจ้าหนี้ที่เกิดจากการดำเนินงาน

รายการที่ไม่กระทบเงินสด เช่น ค่าเสื่อมราคา ประมาณการหนี้สิน ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชีผลกำไรและขาดทุนที่ยังไม่เกิดขึ้นจากการแปลงค่าเงินตราต่างประเทศ และกำไรที่ยังไม่ได้รับการจัดสรรจากบริษัทร่วม และ

รายการอื่นทั้งหมด ซึ่งผลกระทบของเงินสดถือเป็นกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนหรือกิจกรรมจัดหาเงิน

วิธีทางอ้อม เป็นวิธีที่แสดงเริ่มต้นด้วยกำไรขาดทุนตามเกณฑ์คงค้างปรับปรุงด้วยผลกระทบของรายการที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน เช่น ค่าเสื่อมราคา ค่าตัดจำหน่าย หนี้สงสัยจะสูญ เป็นต้น รวมทั้งผลกำไรหรือขาดทุนอันเนื่องมาจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนหรือกิจกรรมจัดหาเงิน เช่น ผลกำไรจากการขายที่ดิน ส่วนลดหรือส่วนเกินมูลค่าหุ้นกู้ตัดจำหน่ายในระหว่างงวด เป็นต้น ตลอดจนปรับปรุงด้วยรายการค้างรับ ค้างจ่าย รับล่วงหน้าและจ่ายล่วงหน้าของเงินสดรับ และเงินสดจ่ายที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานในอดีตหรือในอนาคต เช่น การเปลี่ยนแปลงในลูกหนี้การค้า สินค้างเหลือและเจ้าหนี้การค้าที่เกิดจากการดำเนินงานในระหว่างรอบระยะเวลารายงาน เป็นต้น ทั้งนี้ รูปแบบของการนำเสนอกระแสเงินสดด้วยวิธีทางอ้อมจะแตกต่างจากการนำเสนอกระแสเงินสดด้วยวิธีทางตรงเฉพาะกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเท่านั้น ซึ่งในทางปฏิบัติกิจการมักจัดทำกระแสเงินสดโดยวิธีทางอ้อมมากกว่าวิธีทางตรง เนื่องจากเป็นวิธีที่จัดทำได้ง่ายและสะดวกรวดเร็วกว่า นอกจากนี้กระแสเงินสดด้วยวิธีทางอ้อมยังช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถทราบถึงสาเหตุของความแตกต่างระหว่างกำไรขาดทุนตามเกณฑ์คงค้างกับกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน

ซึ่งจากการจัดทำกระแสเงินสดโดยวิธีทางอ้อม ส่งผลให้กำไรสุทธิในระยะยาวจะเท่ากับ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานบวกกับกระแสเงินสดจากการลงทุน ดังนั้นในระยะสั้นกำไรสุทธิจะไม่สามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของกิจการได้ เนื่องจากกำไรสุทธิใช้เกณฑ์คงค้างในการบันทึกบัญชี และมีการหักค่าเสื่อมราคาจากที่กิจกรรมลงทุนที่ใช้ไปในสินทรัพย์ต่างๆ ซึ่งต้องใช้ระยะเวลาในการตัดค่าเสื่อมตามมาตรฐานบัญชีที่กำหนดไว้ และสุดท้ายกำไรสุทธิจะสะท้อนออกมาในรูปแบบกระแสเงินสดเท่านั้น

แต่อย่างไรก็ตามยังคงจำเป็นต้องพิจารณาความผันผวนของกำไรสุทธิไว้ในแบบจำลอง เพราะกรณีที่พิจารณาความผันผวนของกำไรสุทธินั้น สามารถร่วมกันอธิบายมูลค่าของกิจการได้ดียิ่งขึ้น กว่ากรณีที่พิจารณาเฉพาะความผันผวนของกระแสเงินสดเท่านั้น

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

ข้อเสนอแนะ

งานวิจัยฉบับนี้ พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานส่งผลในเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้น ผู้บริหารจึงควรคำนึงถึงความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นในอนาคตจากความผันผวนของกระแสเงินสด โดยผู้บริหารอาจเลือกใช้เครื่องมือทางการเงิน เช่น ตราสารอนุพันธ์ เป็นต้น เพื่อช่วยลดความผันผวนที่อาจจะเกิดขึ้น ทำให้ความเสี่ยงของกิจการลดลง และยังเป็นการช่วยสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุนว่าเงินที่นำไปลงทุนในกิจการนั้นมีความเสี่ยงที่ลดลงเช่นเดียวกัน

นอกจากนี้นักลงทุนเองก็ควรพิจารณาถึงโอกาสในการเกิดความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคตก่อนการตัดสินใจลงทุนในกิจการนั้นๆ ด้วยเช่นกัน

สำหรับการวิจัยในอนาคต หากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีจำนวนเพิ่มขึ้น จนผู้วิจัยสามารถแยกวิเคราะห์บริษัทตามแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อนำผลที่ได้มาเปรียบเทียบความแตกต่างของแต่ละอุตสาหกรรมได้ผลการศึกษาที่มีความละเอียดมากยิ่งขึ้น เพื่อเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนที่ต้องการทราบความสัมพันธ์ของความผันผวนของกระแสเงินสด ในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน

ข้อจำกัดงานวิจัย

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

จากที่มาของข้อมูลอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าบัญชี (P/BV) อาจมีข้อจำกัดในอัตราส่วนเองโดยข้อมูลเป็นลักษณะ Trailing P/BV กล่าวคือ อาจจะมีปัญหา Looking Forward Bias โดยการที่ราคาและส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นข้อมูลที่มาจากคนละช่วงเวลา

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.
- 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

บรรณานุกรม (ต่อ)

- 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.
- 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.

บรรณานุกรม (ต่อ)

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





ภาคผนวก

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model) เปลี่ยนตัวตาม และตัวแปรควบคุม โดยใช้ ln

สมมติฐานที่ 1 ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัท

Variable	เครื่องหมาย คาดการณ์	2549	2555
		P/BV	P/BV
ตัวแปรต้น			
lnCFV	-	0.009 (0.052)	-0.092 (0.118)
lnEARV	-		
ตัวแปรควบคุม			
lnSystematic Risk	-	0.012 (0.056)	-0.098 (0.169)
lnIdiosyncratic Risk	-	0.039 (0.103)	0.149 (0.572)
ln(Total Asset)	+	0.192 ** (0.083)	0.034 (0.188)
ROA	+	9.681 *** (2.211)	-1.503 (2.542)

ภาคผนวก ก ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model) เปลี่ยนตัวตาม และ
ตัวแปรควบคุมโดยใช้ ln (ต่อ)

Variable	เครื่องหมาย คาดการณ์	2549	2555
		P/BV	P/BV
D/TA	-	1.244 (0.83)	-3.357 (2.122)
SG&A/Sale	+	1.459 * (0.764)	0.199 (1.949)
CAPEX/Sale	+	0.607 (0.654)	-1.394 (3.268)
Sale Growth	+	0.032 (0.173)	4.493 ** (1.66)
Constant		-4.003 ** (1.853)	1.076 (4.256)
Observation		40	33
Number of Company		40	33
R-Squared		0.662	0.298
Adj R-Squared		0.560	0.023

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

ภาคผนวก ข ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model) เปลี่ยนตัวตาม และตัวแปรควบคุมโดยใช้ ln

สมมติฐานที่ 2 ความผันผวนของกำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัท

Variable	เครื่องหมายคาดการณ์	2549	2555
		P/BV	P/BV
ตัวแปรต้น			
lnCFV	-		
lnEARV	-	0.034 (0.066)	-0.125 (0.122)
ตัวแปรควบคุม			
lnSystematic Risk	-	0.006 (0.054)	-0.088 (0.165)
lnIdiosyncratic Risk	-	0.063 (0.103)	0.108 (0.574)
ln(Total Asset)	+	0.190 ** (0.08)	0.023 (0.191)
ROA	+	10.049 *** (2.4)	-1.046 (2.554)
D/TA	-	1.209 (0.817)	-3.103 (1.981)
SG&A/Sale	+	1.485 + (0.768)	0.083 (1.942)

ภาคผนวก ข ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model) เปลี่ยนตัวตาม และ
ตัวแปรควบคุมโดยใช้ ln (ต่อ)

Variable	เครื่องหมายคาดการณ์	2549	2555
		P/BV	P/BV
CAPEX/Sale	+	0.686 (0.7)	-0.560 (3.379)
Sale Growth	+	0.029 (0.173)	4.416 (1.699) **
Constant		-3.897 ** (1.737)	1.024 (4.218)
Observation		40	33
Number of Company		40	33
R-Squared		0.665	0.318
Adj.R-Squared		0.564	0.051

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

ภาคผนวก ค ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model) เปลี่ยนตัวตาม และตัวแปรควบคุมโดยใช้ ln

สมมติฐานที่ 3 ความผันผวนของกระแสเงินสดและกำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัท

Variable	เครื่องหมาย คาดการณ์	2549	2555
		P/BV	P/BV
ตัวแปรต้น			
lnCFV	-	-0.142 (0.169)	0.216 (0.241)
lnEARV	-	0.185 (0.205)	-0.307 (0.268)
ตัวแปรควบคุม			
lnSystematic Risk	-	0.002 (0.052)	-0.065 (0.155)
lnIdiosyncratic Risk	-	0.081 (0.109)	0.014 (0.599)
ln(Total Asset)	+	0.175 ** (0.078)	0.016 (0.192)
ROA	+	10.411 *** (2.573)	-0.484 (2.936)
D/TA	-	1.090 (0.878)	-2.257 (2.129)
SG&A/Sale	+	1.240 (0.796)	0.169 (2.132)

ภาคผนวก ค ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอย (OLS Regression Model) เปลี่ยนตัวตาม และ
ตัวแปรควบคุมโดยใช้ ln (ต่อ)

Variable	เครื่องหมาย คาดการณ์	2549	2555
		P/BV	P/BV
CAPEX/Sale	+	0.468 (0.698)	1.000 (4.278)
Sale Growth	+	0.021 (0.18)	4.440 (1.788) **
Constant		-3.349 * (1.727)	0.670 (4.295)
Observation		40	33
Number of Company		40	33
R-Squared		0.675	0.332
Adj.R-Squared		0.563	0.029

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