ความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานและคุณภาพกำไร ต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

Relationship among Performance and Earnings Quality on Market Stock Price of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand in the Technology Industry Group

ดารานาถ พรหมอินทร์ (Daranach Prom-In)[1]
กุสุมา ดำพิทักษ์ (Kusuma Dampitakse)[2]

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานและคุณภาพกำไรต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี จำนวน 33 บริษัท โดยศึกษาจากงบการเงินประจำไตรมาส ตั้งแต่ ปี 2557 ถึง ปี 2559 รวมระยะเวลา 12 ไตรมาส โดยเก็บรวมรวมข้อมูลทุติยภูมิจากรายงานทางการเงินของบริษัทในฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ออนไลน์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าเฉลี่ย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน สถิติเชิงอนุมาน ได้แก่ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

---

[1]นิสิตหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาการบัญชี มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี Email : daranach_p@mail.rmutt.ac.th

[2]อาจารย์ประจำมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี Email : kusuma@rmutt.ac.th

ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี (EBITDA) คุณภาพกำไรวิธีรายการคงค้างจากเงินทุนหมุนเวียน (WCA) คุณภาพกำไรวิธีรายการคงค้างจากการดำเนินงานสุทธิ (NOA) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับราคาตลาดหลักทรัพย์ ส่วนอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาตลาดหลักทรัพย์
คำสำคัญ: ผลการดำเนินงาน คุณภาพกำไร รายการคงค้าง

Abstract

This research aims to investigate the relationship among business performance and earnings quality on market stock price of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. The sample in this study consisted of 33 companies listed in the technology industry group. The data on quarterly financial statements from 2014 to 2016, or 12 quarters in total were examined. This examined data were based on secondary data from financial reports available in the Stock Exchange of Thailand's online database. Statistics used in data analysis consisted of descriptive statistics and inferential statistics. Descriptive statistics used were mean and standard deviation. Regarding inferential statistics, Pearson Correlation and Multiple Regression were employed with statistically significant at 0.05 level.

The results showed that the Return on Equity (ROE), the Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization (EBITDA), earnings quality analyzed by Working Capital Accruals (WCA), and earning quality analyzed by Total Net Operation Accruals (NOA) were found to have positive relationships with the market stock price. However, the exchange rate on the US dollar was found to have a negative relationship with the market stock price.
Keywords: Performance, Earnings Quality, Accrual

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถือเป็นแหล่งระดมเงินทุนที่สำคัญ โดยทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์ให้เป็นไปตามข้อกำหนดมีความคล่องตัวและยุติธรรม ซึ่งสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ลงทุนและก่อให้เกิดการระดมเงินออมจากประชาชนไปลงทุนในกิจการต่าง ๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมของประเทศ โดยการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ถือเป็นกลไกสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศไทย และเป็นทางเลือกหนึ่งของการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูง แต่ก็มีความเสี่ยงสูงเช่นเดียวกัน ดังนั้นการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ผู้ลงทุนต้องมีหลักเกณฑ์ในการพิจารณาปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลต่อราคาของหลักทรัพย์ก่อนตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ โดยวิธีการวิเคราะห์ที่สำคัญวิธีหนึ่งคือ การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน เป็นการวิเคราะห์หุ้นโดยลำดับขั้นตอนจากการวิเคราะห์เศรษฐกิจ การวิเคราะห์อุตสาหกรรม การวิเคราะห์บริษัท โดยการรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องเพื่อนำไปสู่การคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต ทั้งนี้เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่คาดหวังและสามารถเลือกลงทุนในหลักทรัพย์และกลุ่มหลักทรัพย์ที่ดีและเหมาะสมในการเข้าไปลงทุนซื้อหุ้น การวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของกิจการไม่ควรที่จะมองแต่ตัวเลขกำไรในงบกำไรขาดทุนเพียงอย่างเดียว แต่ควรต้องคำนึงถึงคุณภาพกำไรด้วยเพื่อการตัดสินใจลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพ กำไรที่มีคุณภาพ คือจำนวนที่อยู่ระหว่างกำไรสุทธิทางบัญชีกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ที่รวมอยู่ในการคำนวณกำไร คุณภาพกำไรที่ดีย่อมมีผลต่อการตัดสินใจลงทุนในธุรกิจช่วยสร้างความเชื่อมั่นว่าธุรกิจมีการใช้หลักความระมัดระวังในการจัดทำตัวเลขกำไรและมีความสามารถในการสร้างกำไรที่จะเปลี่ยนกลับมาเป็นเงินสด (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2549) ซึ่งหากธุรกิจใดมีคุณภาพกำไรสูงย่อมหมายถึงธุรกิจนั้นมีความเสี่ยงในการลงทุนต่ำ หลักทรัพย์จะมีอัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรสูง ส่วนธุรกิจใดหากประเมินแล้วคุณภาพกำไรต่ำจะมีความเสี่ยงในการลงทุนสูงรวมทั้งจะส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุน รวมถึงการเลือกใช้นโยบายบัญชี การค้นหาสัญญาณเตือนภัยซึ่งเป็นตัวบ่งชี้การเปลี่ยนแปลงต่าง ๆ ที่จะเกิดขึ้นตามมาที่อาจจะส่งผลกระทบต่อคุณภาพกำไรของธุรกิจ ซึ่งตัวช่วยที่สำคัญของผู้ลงทุนก็คืองบการเงินของกิจการ

งบการเงินจัดทำขึ้นเพื่อให้ข้อมูลเกี่ยวกับฐานะการเงิน ผลการดำเนินงาน และการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงินของกิจการ โดยใช้ข้อมูลทางการเงินที่เกิดขึ้นในอดีต ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงินหลายกลุ่มในการนำไปใช้ตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจในอนาคต ข้อมูลจากงบการเงินจะช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินประเมินความสามารถของกิจการในการก่อให้เกิดเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด รวมถึงจังหวะเวลาและความแน่นอนของการก่อให้เกิดเงินสดนั้นได้ดีขึ้น แสดงให้เห็นถึงความสามารถของกิจการในการจ่ายเงินให้แก่ลูกจ้างและผู้ขายสินค้า การจ่ายดอกเบี้ย การจ่ายคืนเงินกู้ และการปันผลกำไรให้กับเจ้าของ รวมทั้งแสดงถึงความสามารถหรือความรับผิดชอบของฝ่ายบริหารในการบริหารทรัพยากรของกิจการอีกด้วย

การวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยเลือกศึกษาเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี สาเหตุที่เลือกศึกษาเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าว เนื่องจากเห็นว่ากลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีแนวโน้มที่จะเติบโตอย่างมากในอนาคต และจากการเก็บข้อมูลโดยรวมของกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี พบว่าภายในเวลาเพียง 4 ปี นับตั้งแต่ปี 2556-2559 มีตัวเลขที่แสดงให้เห็นการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของอุตสาหกรรมเทคโนโลยี โดยสินทรัพย์รวม ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2556 มีจำนวนประมาณ 459,809 ล้านบาท ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2559 มีจำนวนประมาณ 597,811 ล้านบาท มีการเพิ่มขึ้นคิดเป็นร้อยละ 30 รวมทั้งมีกำไรสุทธิ ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2556 มีจำนวนประมาณ 48 ล้านบาท และ ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2559 มีจำนวนประมาณ 60 ล้านบาท ซึ่งมีการเพิ่มขึ้นคิดเป็นร้อยละ 23 คำนวณจากข้อมูลงบการเงินประจำปี 2556-2559 โดยเก็บข้อมูลจาก เว็บไซต์สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2561)

จากเหตุผลดังกล่าวข้างต้น ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานและคุณภาพกำไรต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานและคุณภาพกำไรต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

ทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

1. **ทฤษฎีด้านคุณภาพกำไร**

คุณภาพกำไร หมายถึง กำไรที่แท้จริงที่สามารถสะท้อนให้เห็นผลการดำเนินงานของกิจการได้อย่างน่าเชื่อถือและเป็นกำไรที่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้อย่างเพียงพอต่อการดำเนินงาน (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2549) การวิเคราะห์คุณภาพกำไรมีหลายวิธี จากการศึกษางานวิจัยวิธีที่นิยมใช้มากที่สุด คือ การวิเคราะห์คุณภาพกำไรโดยใช้รายการคงค้าง

ตัวแบบรายการคงค้างในงานวิจัยที่ใช้ทดสอบการตกแต่งกำไรของผู้บริหารมักจะใช้การแบ่งแยกมูลค่ารายการคงค้างรวม ออกเป็น รายการคงค้างจากการดำเนินงานปกติ และรายการคงค้างจากการดำเนินงานเกินปกติ โดยมองว่ารายการคงค้างจากการดำเนินงานปกติ ช่วยสะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานในงบการเงินได้ดีขึ้น แต่รายการคงค้างจากการดำเนินงานเกินปกติ ช่วยสะท้อนถึงการบิดเบือนจากการตกแต่งกำไรของผลการดำเนินงานที่แท้จริง

เริ่มจากแบบจำลองThe De Angelo Model (DeAngelo,1986) โดยมีแนวคิดว่าการเปลี่ยนแปลงในรายการคงค้างรวมทั้งหมด คือรายการคงค้างจากการดำเนินงานเกินปกติ อย่างไรก็ดีแบบจำลองดังกล่าวไม่สมเหตุสมผล เนื่องจากรายการคงค้างรวม อาจมีรายการคงค้างจากการดำเนินงานปกติของกิจการร่วมอยู่ด้วย

ดังนั้นจึงเกิดแนวคิดตามแบบจำลอง The Jones Model (Jones,1991) ที่ว่ารายการคงค้างจากการดำเนินงานปกติ จะคงที่เสมอในกิจการนั้น ๆ จะมีการควบคุมการเปลี่ยนแปลงยอดขาย และมูลค่าที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ ที่มีผลต่อรายการคงค้างจากการดำเนินงานปกติ อย่างไรก็ดีแบบจำลองดังกล่าว

ยังไม่สามารถตรวจจับการตกแต่งกำไรจากการขายเชื่อได้ และค่าความคลาดเคลื่อนที่ได้จากแบบจำลองกลับมีความสัมพันธ์กับรายการคงค้างรวม The Modify Jones (Model,1995) จึงเข้ามาแก้ไขจุดบกพร่องดังกล่าวด้วยการเพิ่มตัวแปรการเปลี่ยนแปลงของยอดขายเชื่อ แต่อย่างไรก็ดีกลับทำให้การประมาณค่ารายการคงค้างจากการดำเนินงานเกินปกติ มากเกินกว่าความเป็นจริง ในเวลาต่อมา Kothari (2005) ได้เสนอแบบจำลอง Modified Jones Model with ROA เพื่อแก้ปัญหาความสัมพันธ์กับรายการคงค้างรวม โดยให้หลักว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันควรมีระดับรายการคงค้างเหมือนกัน โดยใช้อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) ควบคุมปัจจัยผลการดำเนินงาน เพื่อไม่ให้เกิดความสัมพันธ์ดังกล่าว

ในขณะที่ Dechow and Dichev. (2002) ได้สร้างแบบจำลองที่แตกต่างออกไปจากวิธีที่เคยมีมาในอดีต โดยสนใจเฉพาะรายการคงค้างที่เกี่ยวกับเงินทุนหมุนเวียนเท่านั้น การบันทึกรายการคงค้างบริษัทล้วนคาดหวังว่าจะต้องได้รับหรือจ่ายเงิน จากอดีต ปัจจุบันและอนาคต ซึ่งส่งผลต่อกระแสเงินสด ดังนั้นการประมาณการกระแสเงินสดกับขนาดของรายการคงค้างตามปกติควรมีความสัมพันธ์กัน

Sloan (1996) ได้ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของหลักเกณฑ์คงค้างว่าส่งผลถึงคุณภาพกำไร โดยพิจารณาถึงกำไรสุทธิทางการบัญชีตามเกณฑ์คงค้างซึ่งวัดจากเงินทุนหมุนเวียนสุทธิ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี

Brandshaw (1999) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับคุณภาพกำไรและความน่าเชื่อถือของรายงานทางการเงิน โดยตรวจสอบว่านักวิเคราะห์และผู้สอบบัญชีมีการแสดงและสื่อสารข้อมูลเกี่ยวกับกำไรที่มีคุณภาพต่ำไปยังนักลงทุนหรือไม่ โดยทำการวัดคุณภาพกำไรจากเทคนิครายการคงค้างที่พัฒนาเพิ่มเติมจากงานวิจัยในอดีตของ Sloan (1996) โดยแบ่งออกเป็น 2 วิธี คือ การวัดรายการคงค้างจากเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Accruals : WCA) และวัดรายการคงค้างจากการดำเนินงานสุทธิ (Total Net Operating Accruals : NOA)

ตัวแบบที่ใช้ในการคำนวณรายการคงค้างแบ่งเป็น 2 ตัวแบบ ดังนี้

Accruals Component 1 (Working Capital Accruals)

= การเพิ่มขึ้นในบัญชีลูกหนี้
+ การเพิ่มขึ้นของสินค้าคงเหลือ
+ การเพิ่มขึ้นในสินทรัพย์หมุนเวียนอื่น ๆ
+ การลดลงในบัญชีเจ้าหนี้และค้างจ่าย
+ การลดลงในภาษีค้างจ่าย
+ การลดลงในหนี้สินหมุนเวียนอื่น ๆ

Accruals Component 2 (Total Net Operating Accruals)

= กำไรก่อนรายการพิเศษ-กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

เมื่อได้ค่ารายการคงค้างแล้วต้องนำค่าทั้งสองข้างต้นไปหารด้วยสินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย เพื่อให้สามารถเปรียบเทียบบริษัทที่มีขนาดแตกต่างกันได้

การวิเคราะห์คุณภาพกำไรด้วยวิธีรายการคงค้าง องค์ประกอบรายการคงค้าง เป็นจำนวนเงินคงค้างที่สามารถแปลงกำไรเป็นเงินสดได้อย่างน่าเชื่อถือและเพียงพอ เป็นตัวบ่งชี้ถึงกำไรสุทธิซึ่งเป็นกำไรที่ได้มาจากการบันทึกบัญชีตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) ซึ่งองค์ประกอบรายการคงค้างเป็นตัวเปรียบเทียบกับกำไรสุทธิในงบกำไรขาดทุน ถ้าองค์ประกอบรายการคงค้างมีค่าออกมาน้อยเท่าใดแสดงว่ากำไรสุทธินั้นสามารถ สะท้อนถึงผลกำไรที่กลับมาในรูปของกระแสเงินสด และกล่าวได้ว่ากำไรของกิจการนั้นเป็นกำไรที่มีคุณภาพสูง ส่งผลให้ราคาตลาดหลักทรัพย์สูงขึ้นตามคุณภาพกำไรที่ได้ด้วย ถ้าองค์ประกอบรายการคงค้างมีค่าออกมาสูงแสดงว่ากำไรสุทธินั้นเป็นกำไรที่มีคุณภาพต่ำ ส่งผลให้ราคาตลาดหลักทรัพย์ลดลงตามคุณภาพกำไรที่ต่ำลงด้วย (Sloan, 1996)

2. ด้านผลการดำเนินงาน

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นอัตราส่วนที่จะแสดงให้ทราบว่าส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีอยู่นั้น จะทำให้เกิดผลกำไรเป็นจำนวนเท่าใด โดยส่วนของผู้ถือหุ้นประกอบด้วย ส่วนทุน กำไรสะสม และเงินสำรองต่าง ๆ แสดงให้เห็นความสามารถของฝ่ายบริหารที่ทำกำไรจากส่วนของผู้ถือหุ้น

หากอัตราส่วนนี้สูงแสดงถึงประสิทธิภาพในการหากำไรเพื่อมาตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นได้ดีด้วย หากค่านี้ต่ำ หมายถึง กิจการไม่มีประสิทธิภาพในการหากำไรเพื่อมาตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น กิจการที่มี ROE สม่ำเสมอจะเป็นบริษัทที่น่าสนใจ เพราะแสดงให้เห็นว่า บริษัทมีการบริหารงานที่ดี สามารถสร้างผลกำไรได้อย่างต่อเนื่อง ขณะเดียวกันเมื่อเวลาผ่านไป บริษัทก็เพิ่มพูนความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นได้เป็นอย่างดี

อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้ทราบว่ากิจการมีความสามารถในการบริหารเงินสดที่เกิดจากการผลิต การขายสินค้าหรือบริการ รวมถึงการเก็บเงินจากลูกค้า สะท้อนถึงเงินสดที่แท้จริงในกิจกรรมดำเนินงานได้เป็นอย่างดี หากค่านี้สูงแสดงว่ากิจการมีเงินสดหมุนเวียนในกิจการเป็นอย่างดี

กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี (EBITDA) เป็นตัวเลขที่วัดความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินงานของกิจการที่แท้จริงเนื่องจาก ไม่รวมผลกระทบจากต้นทุนทางการเงิน นโยบายทางการบัญชีและภาษี ค่าเสื่อมราคา ซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายที่ไม่ได้เกิดจากการดำเนินงาน เหมาะสำหรับใช้ในการวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไรระหว่างกิจการหรือระหว่างอุตสาหกรรมได้เป็นอย่างดี ถ้าบริษัทมี EBITDA มาก ๆ ทำให้ทราบว่าบริษัทมีการบริหารจัดการต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานดี และมีรายได้ที่เติบโตขึ้น เมื่อเทียบกับปีก่อน

ศรุตา โภควรรณากร (2558) ศึกษาเรื่องปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลกระทบกับดัชนีราคาหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ พบว่าปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลกระทบกับดัชนีราคาหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา และดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ ส่วนปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลกระทบกับดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา นักลงทุนสามารถพยากรณ์ดัชนีราคาหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ จากสมการถดถอยพหุคูณที่ได้จากการศึกษาได้ระดับหนึ่ง เพื่อทราบปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์และวิเคราะห์การลงทุนในหลักทรัพย์ให้ได้ผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น

สุทธิเพ็ญ ดีสวัสดิ์ (2553) ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากกำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในการอธิบายหลักทรัพย์ พบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นเป็นอัตราส่วนที่สำคัญอัตราส่วนหนึ่งเพราะเป็นเรื่องเกี่ยวกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นจากผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งผู้ถือหุ้นนั้นเป็นผู้มีส่วนได้เสียที่มีความสำคัญต่อกิจการ เพราะการระดมทุนที่กิจการได้รับนั้นส่วนหนึ่งมาจากนักลงทุนที่สนใจลงทุนในกิจการซึ่งผลการดำเนินงานของกิจการส่งผลถึงความสัมพันธ์กับอัตราส่วนผลตอบแทนผู้ถือหุ้น

อรอุมา ต้นดี (2557) ศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีผลต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร พบว่าปัจจัยเศรษฐกิจ คืออัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐ (USD) สามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ได้ในทิศทางตรงกันข้าม ส่วนปัจจัยภายในที่สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV) โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานและคุณภาพกำไรต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี โดยใช้กรอบในการวิจัยดังภาพที่ 1 แสดงกรอบแนวคิดการวิจัย

จากการศึกษารวบรวมข้อมูลพบว่า ตัวแปรที่ส่งผลต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมาจาก 3 ปัจจัย ได้แก่ ปัจจัยจากผลการดำเนินงาน ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงินภาษีเงินได้ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี (EBITDA) โดยนักลงทุนส่วนใหญ่พิจารณาจาก อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นเพราะเป็นเรื่องเกี่ยวกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นจากผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งผู้ถือหุ้นนั้นเป็นผู้มีส่วนได้เสียที่มีความสำคัญ

ต่อกิจการ นักลงทุนสนใจอัตราส่วนนี้เป็นพิเศษก่อนตัดสินใจลงทุน อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไรทำให้ทราบถึงเงินสดที่ใช้ในกิจการเกิดจากการดำเนินงาน ไม่ได้มาจากการกู้ยืมทำให้แสดงให้เห็นถึงสภาพคล่องของกิจการ กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี เป็นกำไรที่แท้จริงจากการดำเนินงาน โดยนักลงทุนส่วนใหญ่สนใจกำไรเป็นสิ่งสำคัญสำหรับการตัดสินใจลงทุน ปัจจัยด้านคุณภาพกำไร ประกอบด้วย คุณภาพกำไรวิธีรายการคงค้างจากเงินทุนหมุนเวียน (WCA) คุณภาพกำไรวิธีรายการคงค้างจากการดำเนินงานสุทธิ (NOA) ส่วนใหญ่สนใจลงทุนให้กิจการที่มีคุณภาพกำไรมากกว่ากิจการที่ไม่มีคุณภาพกำไร เนื่องจากคุณภาพกำไรเป็นตัวเลขที่บอกให้ทราบถึงกำไรของกิจการมีคุณภาพและมีความน่าเชื่อถือ และปัจจัยทางเศรษฐกิจ ประกอบด้วย อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐ (EXCHANGE) ค่าเงินบาทอ่อนค่าลง ซึ่งการอ่อนค่าลงของเงินบาทจะส่งผลโดยตรงในด้านการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ หากค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น จะไม่ก่อให้เกิดความจูงใจในการลงทุนในหลักทรัพย์เพราะมีราคาแพง หากค่าเงินบาทอ่อนค่าลง จะสร้างแรงจูงใจและดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศให้เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น เนื่องจากนักลงทุนต่างประเทศเห็นว่าการเข้ามาลงทุนจะซื้อหลักทรัพย์ได้ในปริมาณที่เพิ่มขึ้นในจำนวนเงินเท่าเดิม นักลงทุนต่างชาติจะทำการลดความเสี่ยงจากการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่มีสูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้นักลงทุนต่างชาติขายหุ้น ย่อมส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยลดลงได้ จากเหตุผลที่กล่าวมาข้างต้นทำให้ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ดังกล่าว

วิธีการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานและคุณภาพกำไรต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี โดยมีขอบเขตการศึกษาดังนี้

1. **ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง**

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ซึ่งมีทั้งหมด 40 บริษัท แต่ในการวิจัยครั้งนี้ใช้กลุ่มตัวอย่างเพียง 33 บริษัท เนื่องจากมี 2 บริษัท เป็นบริษัทที่ดำเนินงานเกี่ยวกับกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน และมี 3 บริษัท เข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ ในปี 2559 และ 2560 และมี 1 บริษัท ดำเนินกิจการเกี่ยวกับโฮลดิ้ง และมี 1 บริษัท รอบบัญชีในการจัดทำงบการเงินไม่ตรงตามปีปฏิทิน ซึ่งกลุ่มตัวอย่างมีการจัดทำงบการเงินรวมสำหรับรอบระยะเวลาบัญชี ตั้งแต่ ไตรมาสที่ 1 ปี 2557 ถึง ไตรมาสที่ 4 ปี 2559 รวมทั้งสิ้น 12 ไตรมาส โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ จากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2561) รวมทั้งเก็บรวบรวมข้อมูลงบการเงินบางส่วนจากเว็บไซต์สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2561) เป็นข้อมูลอนุกรมเวลา โดยศึกษาจากรายงานงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ประกอบด้วยงบกำไรขาดทุน งบแสดงฐานะการเงิน งบกระแสเงินสด และหมายเหตุประกอบงบการเงินรวมทั้งตำราวิชาการเอกสารประกอบต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง

ตัวแปรอิสระ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) เก็บข้อมูลมาจาก เว็บไซต์สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2561) ส่วนตัวแปรอิสระอื่น ได้แก่ อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) กำไรจากการดำเนินงานก่อนหัก ต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และ ค่าใช้จ่ายตัดบัญชี (EBITDA) คุณภาพกำไรวิธีรายการคงค้างจากเงินทุนหมุนเวียน (WCA) คุณภาพกำไรวิธีรายการคงค้างจากการดำเนินงานสุทธิ (NOA) นำตัวเลขที่ได้จากงบการเงินมาคำนวณตามสูตร ดังแสดงในเครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

2. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้อยู่บนพื้นฐานของปัจจัยที่นิยมใช้ในการศึกษาและจากเทคนิคในการศึกษาคุณภาพกำไร จากการศึกษาค้นคว้าเพิ่มเติมของผู้ศึกษา โดยการศึกษาคุณภาพกำไรวิธีรายการคงค้างจากเงินทุนหมุนเวียน (WCA) และวิธีรายการคงค้างจากการดำเนินงานสุทธิ (NOA) โดยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ซึ่งวิธีการที่ใช้ในการศึกษาคุณภาพกำไรโดยวิธีรายการคงค้าง (Accruals component) มีสูตรการคำนวณดังนี้

2.1 วิธีรายการคงค้างจากเงินทุนหมุนเวียน (WCA) พิจารณาจากการเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์หมุนเวียนที่เพิ่มขึ้นและหนี้สินหมุนเวียนที่ลดลง โดยมีสูตรการคำนวณดังนี้

Accruals Component 1 = (การเพิ่มขึ้นในบัญชีลูกหนี้ + การเพิ่มขึ้นของสินค้าคงเหลือ + การเพิ่มขึ้นในสินทรัพย์หมุนเวียนอื่น ๆ + การลดลงในบัญชีเจ้าหนี้และค้างจ่าย + การลดลงในภาษีค้างจ่าย + การลดลงในหนี้สินหมุนเวียนอื่น ๆ)/สินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย

2.2 วิธีรายการคงค้างจากการดำเนินงานสุทธิ (NOA) พิจารณาจากองค์ประกอบที่ใช้ในการปรับปรุงกำไรก่อนรายการพิเศษที่จัดทำตามหลักเกณฑ์คงค้าง เพื่อคำนวณหากระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน โดยมีสูตรการคำนวณดังนี้

Accruals Component 2 = (กำไรก่อนรายการพิเศษ - กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน)/สินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย ในการวิจัยครั้งนี้ใช้กำไรสุทธิแทนกำไรก่อนรายการพิเศษ

วิธีการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของกิจการที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้มี 3 วิธี ดังนี้

1) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งมีสูตรในการคำนวณดังนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{กำไรสุทธิ x 100}}{\text{ส่วนของเจ้าของ}}$$

2) อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) ซึ่งมีสูตรในการคำนวณ ดังนี้

$$\text{อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร} = \frac{\text{กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน}}{\text{กำไรจากการดำเนินงาน}}$$

3) กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดบัญชี (EBITDA) ซึ่งเป็นกำไรที่เกิดจากการดำเนินงานที่แท้จริง

3. วิธีการวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้

เมื่อเก็บรวบรวมข้อมูลและทำการลงข้อมูลแล้ว จากนั้นนำไปประมวลผล ด้วยโปรแกรมทางคอมพิวเตอร์ โดยการทดสอบสมมติฐานในการวิจัยครั้งนี้ได้มีการกำหนดระดับ การมีนัยสำคัญทางสถิติไว้ที่ระดับ 0.05 จากนั้นทำการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ โดย

3.1 สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าเฉลี่ย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน

3.2 สถิติเชิงอนุมาน ได้แก่ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียรสัน (Pearson Correlation) และ การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) การตรวจสอบความเป็นอิสระของค่าความคลาดเคลื่อน ทดสอบโดยใช้ค่าสถิติ Durbin-Watson โดยจะต้องมีค่าอยู่ระหว่างช่วง 1.5 ถึง 2.5 การทดสอบความเป็นอิสระของตัวแปรอิสระ จะใช้ค่าสถิติ Tolerance และ VIF โดยที่ค่า Tolerance จะต้องมีค่าเข้าใกล้ 1 และ ค่า VIF ของตัวแปรอิสระจะเท่ากับ 1

ผลการวิจัย

จากการศึกษาความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานและคุณภาพกำไรต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ได้ผลการวิจัย ดังนี้

1. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลค่าเฉลี่ย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม

ผลการศึกษาด้านผลการดำเนินงาน พบว่า อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 12.45 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 27.34 อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.88 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 28.90 กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี (EBITDA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2,792.44 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 6,588.71 โดยตัวแปรที่มีค่าเฉลี่ยมากที่สุดคือ กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี (EBITDA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2,792.44 และอัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) มีค่าเฉลี่ยต่ำสุดเท่ากับ 1.88 (ตารางที่ 1)

ผลการศึกษาด้านคุณภาพกำไร พบว่า คุณภาพกำไรวิธีรายการคงค้างจากเงินทุนหมุนเวียน (WCA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.10 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.12 คุณภาพกำไรวิธีรายการคงค้างจากการดำเนินงานสุทธิ (NOA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.04 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.12 (ตารางที่ 1)

2. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น และ กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดหลักทรัพย์ ไปในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 หรือที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ซึ่งมีความสัมพันธ์กันในระดับสูง (ตารางที่ 2)

คุณภาพกำไรวิธีรายการคงค้างจากเงินทุนหมุนเวียน (WCA) และคุณภาพกำไรวิธีรายการคงค้างจากการดำเนินงานสุทธิ (NOA) มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดหลักทรัพย์ไปในทิศทางตรงกันข้าม อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 หรือที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ซึ่งมีความสัมพันธ์กันในระดับต่ำ (ตารางที่ 2)

อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ว่าจะมีตัวแปรอิสระบางตัวที่มีความสัมพันธ์กันแต่ระดับของความสัมพันธ์นั้น ก็ยังน้อยกว่าที่ตัวแปรอิสระตัวนั้นสัมพันธ์กับตัวแปรตาม จึงไม่ก่อให้เกิดปัญหา Multi Collinearity

3. ผลการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานและคุณภาพกำไรต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

ตัวแปรอิสระได้แก่ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี (EBITDA) คุณภาพกำไรวิธีรายการคงค้างจากเงินทุนหมุนเวียน (WCA) คุณภาพกำไรวิธีรายการคงค้างจากการดำเนินงานสุทธิ (NOA) มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดหลักทรัพย์ (P) สามารถอธิบายราคาตลาดหลักทรัพย์ (P) ของบริษัทได้ร้อยละ 52.40 (ADJ.R^2 = 0.524) ซึ่งส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 47.60 นั้นเกิดจากอิทธิพลของตัวแปรอื่นที่ไม่ได้นำมาศึกษา

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามที่นำมาศึกษา พบว่าตัวแปรอิสระ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี (EBITDA) คุณภาพกำไรวิธีรายการคงค้างจากเงินทุนหมุนเวียน (WCA) คุณภาพกำไรวิธีรายการคงค้างจากการดำเนินงานสุทธิ (NOA) อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐ (EXCHANGE) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับตัวแปรตาม คือ ราคาตลาดหลักทรัพย์ (P) (Sig = 0.00 < 0.05) โดยตัวแปรอิสระที่มีน้ำหนักในการอธิบายหรือพยากรณ์ตัวแปรตาม ราคาตลาดหลักทรัพย์ (P) ได้มากที่สุด คือ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) รองลงมา คือ กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี (EBITDA) ส่วนอัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFO) ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดหลักทรัพย์ (P) (ตารางที่ 3)

จากผลการวิจัยดังกล่าว ทำให้ได้สมการในการวิจัยดังนี้

$$0.355(P_{i,t}) = 0.406(ROE)_{i,t} + 0.003(CFO)_{i,t} + 0.384(EBITDA)_{i,t} - 0.125(WCA)_{i,t} - 0.241(NOA)_{i,t} - 0.072(EXCHANGE)_{i,t}$$

$$t = \quad 10.317 \qquad 0.095 \qquad 9.807 \qquad -3.488 \qquad -6.580 \qquad -2.049$$

$$R^2 = 0.531,\ ADJ.R^2 = 0.524$$

อภิปรายผล

จากผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานและคุณภาพกำไรต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีพบว่า

1. อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับราคาตลาดหลักทรัพย์ (P) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานเท่ากับ 0.406 ทั้งนี้เป็นเพราะว่า อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นเป็นสิ่งที่บ่งบอกถึงการบริหารงานของบริษัทในการทำกำไรให้กับผู้ถือหุ้น เมื่ออัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นสูง ก็จะทำให้ราคาตลาดหลักทรัพย์สูงขึ้นตามไปด้วย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัย ของ สุทธิเพ็ญ ดีสวัสดิ์ (2553) ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากกำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในการอธิบายหลักทรัพย์ พบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกล่าวคือ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นเป็นอัตราส่วนที่สำคัญอัตราส่วนหนึ่งเพราะเป็นเรื่องเกี่ยวกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นจากผลการดำเนินงานของบริษัทซึ่งผู้ถือหุ้นนั้นเป็นผู้มีส่วนได้เสียที่มีความสำคัญต่อกิจการ เพราะการระดมทุนที่กิจการได้รับนั้นส่วนหนึ่งมาจากนักลงทุนที่สนใจลงทุนในกิจการซึ่งผลการดำเนินงานของกิจการส่งผลถึงความสัมพันธ์กับอัตราส่วนผลตอบแทนผู้ถือหุ้น

2. กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี (EBITDA) พบว่ามีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับราคาตลาดหลักทรัพย์ (P) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานเท่ากับ 0.384 กล่าวคือ กิจการที่มีค่า EBITDA สูง แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินงานของกิจการที่แท้จริง ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัย ของ อรอุมา ต้นดี (2557) ศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่มีผลต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร พบว่ากำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชี ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดหลักทรัพย์ อาจเนื่องจากราคาหลักทรัพย์อ่อนไหวกับผลกระทบของเหตุการณ์

ต่าง ๆ ที่เกิดขึ้น เนื่องจากการศึกษาของ อรอุมา ต้นดี เก็บข้อมูลในช่วงปี 2551-2555 ซึ่งเป็นช่วงที่เกิดปัญหาที่กระทบต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยหลายปัญหา เช่น การเกิดอุทกภัยครั้งใหญ่ในปี 2554 และการเกิดปัญหาทางการเมืองที่ส่งผลกระทบต่อโรงงานอุตสาหกรรมต่าง ๆ ในการหยุดดำเนินกิจการทำให้อัตรากำไรจากการดำเนินงานไม่เป็นไปตามปกติ

3. คุณภาพกำไรวิธีรายการคงค้างจากเงินทุนหมุนเวียน (WCA) พบว่ามีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาตลาดหลักทรัพย์ (P) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานเท่ากับ (0.125) ซึ่งสอดคล้องกับ ทฤษฎีของ Sloan (1996) กล่าวว่าองค์ประกอบรายการคงค้างเป็นจำนวนเงินคงค้างที่สามารถแปลงกำไรเป็นเงินสดได้อย่างน่าเชื่อถือและเพียงพอเป็นตัวบ่งชี้ถึงกำไรสุทธิซึ่งเป็นกำไรที่ได้มาจากการบันทึกบัญชีตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) ซึ่งองค์ประกอบรายการคงค้างเป็นตัวเปรียบเทียบกับกำไรสุทธิในงบกำไรขาดทุน ถ้าองค์ประกอบรายการคงค้างมีค่าออกมาน้อยเท่าใดแสดงว่ากำไรสุทธินั้นสามารถสะท้อนถึงผลกำไรที่กลับมาในรูปของกระแสเงินสด และกล่าวได้ว่ากำไรของกิจการนั้นเป็นกำไรที่มีคุณภาพสูง ส่งผลให้ราคาตลาดหลักทรัพย์สูงขึ้นตามคุณภาพกำไรที่ได้ด้วย ถ้าองค์ประกอบรายการคงค้างมีค่าออกมาสูงแสดงว่ากำไรสุทธินั้นเป็นกำไรที่มีคุณภาพต่ำ ส่งผลให้ราคาตลาดหลักทรัพย์ลดลงตามคุณภาพกำไรที่ต่ำลงด้วย

4. คุณภาพกำไรวิธีรายการคงค้างจากการดำเนินงานสุทธิ (NOA) พบว่ามีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาตลาดหลักทรัพย์ (P) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานเท่ากับ (0.241) ซึ่งสอดคล้องกับ ทฤษฎีของ Sloan (1996) กล่าวว่า องค์ประกอบรายการคงค้างเป็นจำนวนเงินคงค้างที่สามารถแปลงกำไรเป็นเงินสดได้อย่างน่าเชื่อถือและเพียงพอเป็นตัวบ่งชี้ถึงกำไรสุทธิซึ่งเป็นกำไรที่ได้มาจากการบันทึกบัญชีตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual basis) ซึ่งองค์ประกอบรายการคงค้างเป็นตัวเปรียบเทียบกับกำไรสุทธิในงบกำไรขาดทุน ถ้าองค์ประกอบรายการคงค้างมีค่าออกมาน้อยเท่าใดแสดงว่ากำไรสุทธินั้นสามารถ สะท้อนถึงผลกำไรที่กลับมาในรูปของกระแสเงินสด และกล่าวได้ว่ากำไรของกิจการนั้นเป็นกำไรที่มีคุณภาพสูง ส่งผลให้ราคาตลาดหลักทรัพย์

สูงขึ้นตามคุณภาพกำไรที่ได้ด้วย ถ้าองค์ประกอบรายการคงค้างมีค่าออกมาสูง แสดงว่ากำไรสุทธินั้นเป็นกำไรที่มีคุณภาพต่ำ ส่งผลให้ราคาตลาดหลักทรัพย์ลดลงตามคุณภาพกำไรที่ต่ำลงด้วย

5. อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐ (EXCHANGE) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาตลาดหลักทรัพย์ (P) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานเท่ากับ (0.072) เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างเงินบาทไทยกับเงินตราสหรัฐอเมริกาสูงขึ้น หมายถึง ค่าเงินบาทอ่อนค่าลง ซึ่งการอ่อนค่าลงของเงินบาทจะส่งผลโดยตรง เช่น ต้นทุนการนำเข้าสินค้าที่เป็นวัตถุดิบสูงขึ้น การที่ต้นทุนของสินค้าสูงขึ้น จะทำให้ผลตอบแทนที่ได้รับลดลง ในด้านการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ หากค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น จะไม่ก่อให้เกิดความจูงใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ เพราะมีราคาแพง หากค่าเงินบาทอ่อนค่าลง จะสร้างแรงจูงใจและดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศให้เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น เนื่องจากนักลงทุนต่างประเทศเห็นว่าการเข้ามาลงทุนจะซื้อหลักทรัพย์ได้ในปริมาณที่เพิ่มขึ้นในจำนวนเงินเท่าเดิม นักลงทุนต่างชาติจะทำการลดความเสี่ยงจากการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่มีสูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้นักลงทุนต่างชาติขายหุ้น ย่อมส่งผลต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยลดลงได้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัย ของ ศรุตา โภควรรณากร (2558) ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลกระทบกับดัชนีราคาหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกามีผลกระทบในทิศทางตรงข้ามกับดัชนีราคาหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ อรอุมา ต้นดี (2557) ศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีผลต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร พบว่าปัจจัยเศรษฐกิจ คือ อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐ (USD) สามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ ได้ในทิศทางตรงกันข้าม ส่วนปัจจัยภายในที่สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ ได้แก่อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV) โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน

ข้อเสนอแนะ

เทคนิคการวิเคราะห์คุณภาพกำไรโดยการวัดองค์ประกอบรายการคงค้างโดยวิธีรายการคงค้างจากเงินทุนหมุนเวียน และวิธีรายการคงค้างจากการดำเนินงานสุทธิสามารถใช้วิเคราะห์คุณภาพกำไรได้ แต่อย่างไรก็ดีการใช้เทคนิคที่กล่าวมาช่วยในการตัดสินใจเบื้องต้นเท่านั้น การตัดสินใจต่าง ๆ ผู้ใช้ข้อมูลจำเป็นต้องคำนึงถึงปัจจัยอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องด้วยเช่น สภาพแวดล้อมทางด้านการเงิน สภาพแวดล้อมทางด้านการดำเนินงาน รวมทั้งปัจจัยอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องสำหรับข้อเสนอแนะจากการศึกษาในครั้งนี้มีดังนี้

1. การวิเคราะห์คุณภาพกำไรวิธีรายการคงค้างจากเงินทุนหมุนเวียนและวิธีรายการคงค้างจากการดำเนินงานสุทธิเป็นเพียงการวิเคราะห์เชิงปริมาณ และเป็นข้อมูลเบื้องต้นเท่านั้น ดังนั้น ควรนำข้อมูลดังกล่าวไปพิจารณาร่วมกับข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงิน เช่น ประวัติและประสบการณ์ของผู้บริหารของบริษัท สภาพแวดล้อมการแข่งขันในธุรกิจของบริษัท เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจได้ดีขึ้น

2. การศึกษาวิจัยในครั้งนี้มีการศึกษาเฉพาะขอบเขต ซึ่งการวิจัยในครั้งต่อไปควรมีการขยายกลุ่มตัวอย่างกว้างขึ้น เก็บกลุ่มตัวอย่างในอุตสาหกรรมอื่น ๆ หรือประชากรที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ เพื่อนำข้อมูลมาเปรียบเทียบกับงานวิจัยในครั้งนี้และในอนาคตต่อไป

3. การวิเคราะห์คุณภาพกำไรมีหลายวิธี ในการวิจัยครั้งต่อไปควรมีการศึกษาจากแบบจำลองของ Kothari (2005), แบบจำลอง The Modify Jones Model (Dechow & et. al,1995), Dechow and Dichev. (2002) เพื่อนำมาเปรียบเทียบกับงานวิจัยในครั้งนี้และต่อไปในอนาคต

4. การศึกษาวิจัยในครั้งต่อไปควรมีเพิ่มตัวแปรอิสระให้มากขึ้น เพื่อดูความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระอื่นที่จะมีผลกับราคาตลาดหลักทรัพย์ นอกจากตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัยในครั้งนี้

5. ผลของการวิจัยในครั้งนี้อาจไม่ตรงกับผลการวิจัยในอนาคต อาจเนื่องมาจากในการวิจัยในครั้งนี้เก็บข้อมูลเพียง 3 ปี หากการวิจัยในอนาคตมีการเก็บข้อมูลที่มากขึ้นและแนวโน้มทางเศรษฐกิจโลกเปลี่ยนแปลงไป อาจทำให้ผลการวิจัยในอนาคตไม่ตรงกับผลการวิจัยในครั้งนี้

เอกสารอ้างอิง

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2561). **รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. ค้นเมื่อ 10 มกราคม 2561, จาก https://www.set.or.th

วรศักดิ์ ทุมมานนท์. (2549). **มิติใหม่ของงบการเงินและการวิเคราะห์**. กรุงเทพมหานคร : บริษัท ไอโอนิค อินเตอร์เทรด รีซอสเซส จำกัด.

ศรุตา โภควรรณากร. (2558). **ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลกระทบกับดัชนีราคาหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ**. การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

สุทธิเพ็ญ ดีสวัสดิ์. (2553). **ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากกำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในการอธิบายหลักทรัพย์**. การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยศรีปทุม.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2561). **งบการเงิน**. ค้นเมื่อ วันที่ 10 มกราคม 2561, จาก http://www.setsmart.com

อรอุมา ต้นดี. (2557). **ปัจจัยที่มีผลต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร**. การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน.

Brandshaw, M.T. et al. (1999). “Earnings Quality and Financial Reporting Credibility: An Empirical Investigation”. School of Business Administration, University of Michigan.

Dechow, P.M. and Dichev, I.D. (2002) “The Quality of accruals and earnings : The role of accruals estimation errors”. The Accounting Review, 77 (Supplement), 35-59

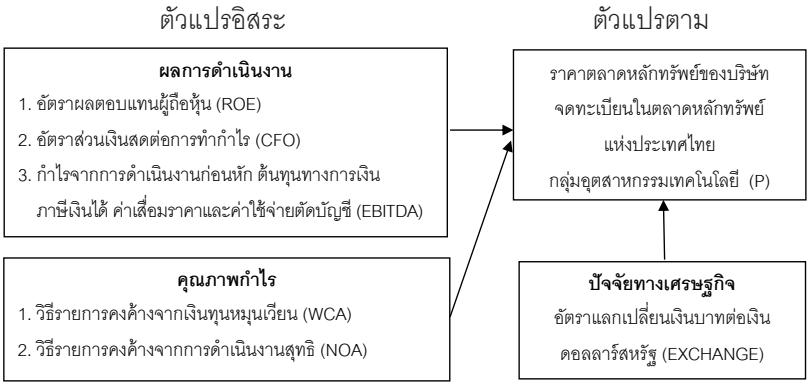
Dechow, P.M. Sloan, R.G. and Sweeney, A. (1995). Detecting Earnings Management. **The Accounting Review**, **70**, 193-225.

DeAngelo, L. (1986). "Accountion numbers as market valuation substitutes : A study of management buyouts of public stockholders". **The Accounting Review**, **61**(3), 400-420.

Jones, J. (1991). Earnings ManagementDuring Import Relief Investigations. **Journal of Accounting Research**, **29(**2), 193-228.

Kothari, S.P. et al. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. **Journal of Accounting and Economics**, **39**(1), 163-197.

Sloan , R.G., (1996). "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?" **The Accounting Review**, **71**, 289-315.



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิด

ตารางที่ 1 แสดงค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม

ตัวแปร	หน่วย	จำนวนข้อมูล N	ค่าต่ำสุด Minimum	ค่าสูงสุด Maximum	ค่าเฉลี่ย Mean	ส่วนเบี่ยงเบน SD.
P	บาท	396	0.24	251.00	20.71	38.93
ROE	เท่า	396	-198.18	120.66	12.45	27.34
CFO	เท่า	396	-298.94	477.53	1.88	28.90
EBITDA	ล้านบาท	396	-467.39	34,489.08	2,792.44	6,588.71
WCA	เท่า	396	-0.55	0.44	-0.10	0.12
NOA	เท่า	396	-0.61	0.36	-0.04	0.12
EXCHANGE	บาท	396	32.24	36.00	34.16	1.42

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation)

	P	ROE	CFO	EBITDA	WCA	NOA	EXCHANGE
P	1.000	0.536**	0.015	0.589**	-0.187**	-0.250**	-0.049
		0.000	0.764	0.000	0.000	0.000	0.334
ROE		1.000	0.048	0.424**	-0.003	0.148**	-0.017
			0.339	0.000	0.946	0.003	0.739
CFO			1.000	0.007	0.039	0.025	-0.004
				0.882	0.443	0.617	0.939
EBITDA				1.000	-0.053	-0.115*	0.035
					0.297	0.022	0.490
WCA					1.000	0.204**	-0.120*
						0.000	0.017
NOA						1.000	-0.007
							0.894
EXCHANGE							1.000

** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

* มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ

Variable	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std.Error	Beta			Tolerance	VIF
ROE	0.579	0.056	0.406	10.317	0.000*	0.778	1.286
CFO	0.004	0.047	0.003	0.095	0.924	0.996	1.004
EBITDA	0.002	0.000	0.384	9.807	0.000*	0.786	1.273
WCA	-41.794	11.983	-0.125	-3.488	0.001*	0.942	1.062
NOA	-79.442	12.073	-0.241	-6.580	0.000*	0.901	1.109
EXCHANGE	-1.964	0.959	-0.072	-2.049	0.041*	0.983	1.017

ค่าคงที่ = 55.525 ; SE_{Est} = 26.868

R = 0.729 ; R^2 = 0.531 ; ADJ.R^2 = 0.524 ; F = 73.345 ; Sig = 0.000

a. Dependent Variable: P

* มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%