แนวโน้มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของ รายการคงค้างและกระแสเงินสดอิสระ ในแต่ละช่วงวงจรชีวิตของกิจการ กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาววริษฐา คณะธรรม

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บัญชีมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

Ref. code: 25595802110071ZTL

แนวโน้มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของ รายการคงค้างและกระแสเงินสดอิสระ ในแต่ละช่วงวงจรชีวิตของกิจการ กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาววริษฐา คณะธรรม

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บัญชีมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

Ref. code: 25595802110071ZTL

TREND OF ACCRUAL AND FREE CASH FLOW IN EXPLANING STOCK PRICE AT DIFFERENT LIFE-CYCLE STAGES : AN EMPIRICAL STUDY OF LISTED COMPANY IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

BY

MISS WARITTA KANATAM

AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF ACCOUNTING
INTEGRATIVE BUSINESS ACCOUNTING
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2016

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

Ref. code: 25595802110071ZTL

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาววริษฐา คณะธรรม

เรื่อง

แนวโน้มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของ รายการคงค้างและกระแสเงินสดอิสระ ในแต่ละช่วงวงจรชีวิตของกิจการ กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บัญชีมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ

เมื่อ วันที่ 30 มิ.ย. 2560

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ

(รองศาสตราจารย์อัญชลี พิพัฒนเสริญ)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันเพชร)

คณบดี

(รองศาสตราจารย์ ดร.พิภพ อุดร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	แนวโน้มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของ รายการคงค้างและกระแสเงินสดอิสระ ในแต่ละช่วงวงจรชีวิตของกิจการ :กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นางสาววริษฐา คณะธรรม
ชื่อปริญญา	บัญชีมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจั่นเพชร
ปีการศึกษา	2559

บทคัดย่อ

งานวิจัยในประเทศไทยและต่างประเทศหลายฉบับมีหลักฐานการทดสอบ ยืนยันว่ากระแสเงินสดมีความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ได้ดีกว่ารายการคงค้างทางบัญชี อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาเอาแนวคิดเกี่ยวกับวงจรชีวิตธุรกิจในแต่ละช่วง มีแนวโน้มที่จะทำให้ไม่สอดคล้องกับหลักฐานและงานวิจัยที่พบข้างต้น โดยรายการคงค้างมีความแตกต่างกันออกไปในแต่ละช่วงวงจรชีวิตทางธุรกิจ ได้แก่ ช่วงเจริญเติบโต ช่วงคงที่และช่วงถดถอย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Paul and Nir (2015) ระบุว่ารายการคงค้างและกระแสเงินสดให้ข้อมูลในแต่ละขั้นของวงจรชีวิตธุรกิจที่ต่างกันออกไป โดยพบว่าจะมีความสัมพันธ์กันในทิศทางลบมากที่สุดในขั้นเจริญเติบโต แต่จะเริ่มมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางบวกมากขึ้นในขั้น อิ่มตัว(Maturity) และ ถดถอย(decline) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าในช่วงเจริญเติบโตกิจการจะมีข้อมูลที่มีความเป็นเอกลักษณ์(unique) สำหรับในงานวิจัยครั้งนี้ จะทำการศึกษาความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ในแต่ละช่วงวงจรชีวิตทางธุรกิจ ว่าจะแตกต่างกันหรือไม่ โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2549-2558

คำสำคัญ:กระแสเงินสด, รายการคงค้าง, วงจรชีวิตทางธุรกิจ,ราคาหลักทรัพย์

Ref. code: 25595802110071ZTL

Independent Study Title	Trend of Accrual and Free Cash in Explaining Stock Price at Different Life-Cycle Stages An Empirical Study Of Listed Company In The Stock Exchange Of Thailand
Author	Miss Waritta Kanatam
Degree	Master of Accounting
Department/Faculty/University	Accounting Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Assistance Professor Sillapaporn Srijunpetch, Ph.D.
Academic Years	2016

ABSTRACT

Many Thai and foreign researches show that cash flow items can explain the stock price more than accrual items can. However, when considering the concept of the business life-cycle which contains growth stage ,maturity stage and decline stage, the result may be not relevant with the studies above because accrual items are different in each life-cycle stage, corresponding with Paul and Nir (2015) who found that cash flow items and accrual items are reported differently in different stages. This study also indicates that free cash flows and total accruals have a negative relationship during growth stage but changes into positive relationships during maturity and decline stage, which can be concluded that the result during growth stage is unique and act differently among other stages. This independent study will examine Accrual items and Cash Flow from Operating Activities items in each life-cycle to find if these data can influence the stock price and how different would the stock price will be affected by using yearly data of the listed company in the stock exchange of Thailand from 2005 to 2015.

Keywords: Cash flow, Accrual, business life cycle, stock price

Ref. code: 25595802110071ZTL

กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระชิ้นนี้สำเร็จลุล่วงด้วยความอนุเคราะห์จากบุคคลหลายฝ่าย บุคคลท่านแรกที่ต้องขอบพระคุณคือ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจั่นเพชร อาจารย์ที่ปรึกษาของงานวิจัยฉบับนี้ ที่ได้ให้คำแนะนำในการแก้ไขปรับปรุง ขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ อัญชลี พิพัฒนเสริญ กรรมการสอบการค้นคว้าอิสระที่ได้ให้คำแนะนำและข้อคิดต่างๆ ที่ทำให้งานวิจัยฉบับนี้เสร็จสมบูรณ์แบบมากยิ่งขึ้น

ขอขอบพระคุณเจ้าหน้าที่โครงการหลักสูตรทุกท่านที่ให้คำแนะนำและให้คำปรึกษาในส่วนของข้อปฏิบัติ และคอยเตือนในการส่งงานอย่างสม่ำเสมอ

ท้ายที่สุดขอขอบพระคุณ คุณพ่อ คุณแม่ที่ให้โอกาสในการเรียนหลักสูตรนี้ที่อดทนดูแลในทุกช่วงเวลา คอยให้กำลังใจในการทำงานจนทุกอย่างสำเร็จลุล่วงไปด้วยดี

นางสาววริษฐา คณะธรรม

Ref. code: 25595802110071ZTL

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง (ถ้ามี)	(7)
สารบัญภาพ (ถ้ามี)	(8)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญ	1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	3
1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
1.4 ขอบเขตการศึกษา	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 แนวคิด รายการคงค้าง และกระแสเงินสด	4
2.1.1 รายการคงค้าง	4
2.1.1.1 แบ่งตามช่วงระยะเวลา	4
2.1.1.2 แบ่งตามการควบคุม	4
2.1.2 กระแสเงินสด	4
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5

Ref. code: 25595802110071ZTL

2.2.1 แนวโน้มความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ 6
2.2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับวงจรชีวิตทางธุรกิจ 7
2.2.3 วิธีกำหนดราคาหลักทรัพย์ 11

บทที่ 3 วิธีวิจัย

3.1 แนวคิด รายการคงค้าง และกระแสเงินสด 13
3.1.1 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment - MAI) 13
3.1.2 บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการและ/หรือกำลังถูกถอดถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา 13
3.1.3 บริษัทที่มีลักษณะเฉพาะในโครงสร้างทางการเงินและรูปแบบการจัดทำบัญชีที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ 13
3.1.4 ไม่รวมธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ 14
3.2 การแบ่งกลุ่มบริษัทตามช่วงวงจรชีวิต 15
3.2.1 การเจริญเติบโตของยอดขาย(sale growth) 15
3.2.2 ค่าใช้จ่ายในการลงทุนcapital expenditure 15
3.2.3 อายุ จำนวนปีตั้งแต่ปีแรกที่กิจการมีข้อมูลในระบบจนถึงปัจจุบัน 15
3.3 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย 16
3.3.1 ตัวแปรตาม 16
3.3.2 ตัวแปรอิสระ 16
3.3.2.1 ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิของบริษัท 16
3.3.2.2 รายการคงค้างทั้งหมด 16
3.3.2.3 กระแสเงินสดอิสระของบริษัท 17
3.4 วิธีวิจัย
3.4.1 การแบ่งกลุ่มตัวอย่าง 17
3.4.2 การทดลองตัวแบบ(Model) 18

Ref. code: 25595802110071ZTL

3.5 สมมุติฐาน 19

บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล 21

4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น 21
4.2 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ 25
4.2.1 ผลการวิเคราะห์ 27

บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ 31

5.1 สรุปผลการวิจัย 31
5.2 ข้อเสนอแนะของงานวิจัยในอนาคต 33

รายการอ้างอิง 35

ประวัติผู้เขียน 39

Ref. code: 25595802110071ZTL

สารบัญตาราง

ตารางที่ หน้า

3.1 แสดงกลุ่มตัวอย่างก่อนจะทำการแบ่งกลุ่มตามขั้นวงจรชีวิตที่จะประกอบไปด้วย 14
3.2 แสดงจำนวนบริษัทและตัวแปรในการแบ่งกลุ่มตัวอย่างตามขั้นวงจรชีวิตธุรกิจ 15
3.3 สรุปการพัฒนาตัวแบบ และ สมการที่ใช้ในการวิจัย 19
4.1 แสดงจำนวนบริษัทและค่าเฉลี่ยของข้อมูลแบ่งตามแต่ละขั้นวงจรชีวิตธุรกิจ 22
4.2 แสดง จำนวนบริษัทและตัวแปรในการแบ่งกลุ่มตัวอย่างตามขั้นวงจรชีวิตธุรกิจ 23
4.3 ตารางแสดงความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา 24
4.4 แสดงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้างและ กระแสเงินสดอิสระร่วมกัน 26
4.5 แสดงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้างและ กระแสเงินสดอิสระร่วมกัน แยกตามช่วงวงชีวิตทางธุรกิจ 27
4.6 แสดงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ของรายการคงค้าง 28
4.7 แสดงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ของรายการคงค้าง 28
4.8 แสดงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดอิสระ
4.9 แสดงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดอิสระ แยกตามช่วงวงชีวิตทางธุรกิจ 29
4.10 ตารางสรุปผล 30

Ref. code: 25595802110071ZTL

สารบัญภาพ

ภาพที่ หน้า

4.1 แสดงกราฟ แสดงผล adjust r-square ในแต่ช่วงวงจรชีวิตทางธุรกิจ 30

Ref. code: 25595802110071ZTL

บทที่ 1
บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญ

ในปัจจุบันนักลงทุนมีหลายประเภท ทั้งประเภทนักลงทุนรายย่อย รายใหญ่ หรือนักลงทุนสถาบัน ซึ่งนักลงทุนแต่ละประเภท ต่างมีพื้นฐานความรู้ ความสามารถในการอ่านงบการเงินที่ไม่เท่ากัน รวมไปถึงการได้รับข้อมูลข่าวสารอื่นๆ รวมทั้งงานวิจัยในอดีตของ Lin J.C., Lee. Y.T., & Liu, Y.J. (2007) พบว่า นักลงทุนสถาบันมีข้อมูลข่าวสารมากกว่านักลงทุนทั่วไป ทำให้นักลงทุนสถาบันมีโอกาสจะได้รับการจำหน่ายหุ้นที่มีการตั้งราคาที่คลาดเคลื่อนไปจากที่ควรจะเป็น(misprice) น้อยกว่านักลงทุนรายย่อยเนื่องจากการที่นักลงทุนสถาบันมีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นมากกว่านักลงทุนรายย่อย ในขณะเดียวกันผู้ใช้งบจำนวนมากมักมองผลการดำเนินงานของบริษัทผ่านกำไรที่บริษัทประกาศผ่านข่าวและรายงานทางการเงินเป็นตัวตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์นั้นๆ โดยตัวเลขกำไรที่ปรากฏอยู่ในงบกำไรขาดทุนเป็นกำไรที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง ที่กำหนดไว้ในมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่1 เรื่องการนำเสนองบการเงิน โดยสภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์ เป็นสาเหตุที่ทำให้กำไรสุทธิ (net income) ไม่เท่ากันกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน(cash flow)

กำไรสุทธิที่จัดขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง อาจมีส่วนที่ไม่ได้เกิดจากการดำเนินงานปกติของกิจการ เพราะได้รวมเอารายการคงค้างที่เกิดจากวิจารณญาณของผู้บริหารที่ประมาณการความไม่แน่นอนของเหตุการณ์ในอนาคต (Discretionary accrual)เอาไว้ และโดยปกติผู้บริหารเองก็มักมีการตั้งเป้าหมายกำไรในแต่ละปี ซึ่งในความเป็นจริงเป้าหมายที่ได้ อาจแตกต่างจากที่ตั้งเอาไว้ ทำให้ผู้บริหารอาจมีแรงจูงใจในการใช้โอกาสในการรายงานผลการดำเนินงานของบริษัทให้เป็นไปตามที่ตนเองต้องการผ่านการบันทึกรายการคงค้าง นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับกับงานวิจัยของ Sloan (1996) ที่มีความคิดว่ารายการคงค้างมีโอกาสบิดเบือนกระบวนการทางกำไร รวมไปถึงได้แสดงให้เห็นว่า รายการคงค้าง มีความยั่งยืนของกำไรได้ต่อเนื่องน้อยกว่า กระแสเงินสดอย่างมีนัยสำคัญ และกิจการที่มีรายการคงค้างสูง จะมีแนวโน้มที่จะได้รับผลตอบแทนในอนาคตที่ต่ำลง Sloan ยังกล่าวอีกว่านักลงทุนมักจะไม่เข้าใจ ในความสัมพันธ์ในหุ้นที่มี mispriceทั้งในราคาที่สูงกว่า(overvalue) และต่ำกว่ามูลค่า(undervalue) เนื่องจากนักลงทุนสนใจเพียง ตัวเลขกำไร(total earning)และไม่ได้แยกความแตกต่างระหว่าง กระแสเงินสดและรายการคงค้าง ส่งผลให้อาจเกิดความผิดพลาดในการลงทุนและผลตอบแทนที่คาดไว้ เช่นเดียวกับการศึกษาในประเทศไทย ธีรพล เลี้ยงวัฒนธรรม(2554) ทดสอบประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า นักลงทุนไทยยังคงประเมินมูลค่า

Ref. code: 25595802110071ZTL

ขององค์ประกอบต่างๆของกำไรผิดไปจากที่ควรจะเป็น (Mispricing) หรือกล่าวได้ว่านักลงทุนมองราคาหุ้นของกิจการผ่านกำไรโดยไม่คำนึงถึงผลกระทบของระดับความยั่งยืนที่แตกต่างกันระหว่างองค์ประกอบของกระแสเงินสดแต่ละองค์ประกอบซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของกำไรและส่งผลให้นักลงทุนคาดการณ์ผลตอบแทนส่วนเกินจากหุ้นในอนาคตจากองค์ประกอบของกระแสเงินสดได้

สำหรับงานวิจัยในประเทศไทย นลินรัตน์ วรรัตน์โภคา(2549) ศึกษาแนวโน้มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ระหว่างรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานพบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ได้ดีกว่ารายการคงค้างทางบัญชี รวมไปถึงงานที่ศึกษาข้อมูลเกี่ยวกับความคงอยู่ในกำไรในอนาคต ของรายการคงค้างและกระแสเงินสด Supattarakul and Vivattanachang (2010) พบว่า กระแสเงินสดมีความคงอยู่ในกำไรในอนาคตสูงกว่ารายการคงค้าง แต่อย่างไรก็ตามเมื่อทดสอบกับการรับรู้ของตลาดทุนในประเทศไทยต่อความคงอยู่ของกำไรในอนาคตพบว่า ตลาดรับรู้ความคงอยู่ของกำไรจากรายการคงค้าง ได้มากกว่ากระแสเงินสด เนื่องจากตลาดทุนในประเทศไทยมีขนาดเล็กกว่าและมีปริมาณการซื้อขายน้อยกว่าตลาดทุนที่พัฒนาแล้วอย่างในประเทศสหรัฐอเมริกา นอกจากนี้ยังมีหลักฐานที่พบว่าตลาดทุนในประเทศไทยเป็นตลาดทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ

เมื่อพิจารณาเอาแนวคิดเกี่ยวกับวงจรชีวิตธุรกิจในแต่ละช่วง มีแนวโน้มที่จะทำให้ไม่สอดคล้องกับหลักฐานและงานวิจัยที่พบข้างต้น เนื่องจากหากดูหลักการทำงานของการบัญชีแบบเกณฑ์คงค้าง กิจการจะต้องบันทึก รายรับและรายจ่าย ให้สัมพันธ์กับระยะเวลาที่รายรับและรายจ่ายที่จะเกิดขึ้น ในขณะที่หลักการบัญชีแบบกระแสเงินสดจะทำการบันทึกเมื่อมีการไหลเข้า-ออกของเงินสด ซึ่งจะมีผลต่อรายรับและรายจ่ายที่เกิดจากการจัดหาและใช้งานในสินทรัพย์ระยะยาว (long term asset) โดยกิจการจะไม่สามารถบันทึกเป็นค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานทั้งหมดได้ ภายใน1รอบระยะเวลาบัญชีเดียวกัน หรือบันทึกค่าใช้จ่ายทั้งหมดล่วงหน้าไว้ขณะเริ่มซื้อสินทรัพย์เข้ามาไว้ในงบกำไรขาดทุนได้ เนื่องจากสินทรัพย์ระยะยาวเหล่านั้นจะให้ประโยชน์เชิงเศรษฐกิจได้เกินกว่า 1 รอบระยะเวลาบัญชี จึงต้องทำการบันทึกมูลค่าสินทรัพย์ไว้ในงบแสดงฐานะการเงินและในแต่ละปีเมื่อเวลาผ่านไป กิจการจึงจะสามารถเอาบางส่วนของมูลค่าสินทรัพย์มาบันทึกเป็นค่าใช้จ่าย(capitalization)

ดังนั้นในเรื่องของเวลา(timing issue)และช่วงวงจรชีวิตธุรกิจ จึงสำคัญต่อรายการบัญชีตามเกณฑ์คงค้าง เนื่องจากการลงทุนในสินทรัพย์ระยะยาวสำคัญต่อกิจการที่อยู่ในช่วงแรกของวงจรธุรกิจ หากเพิกเฉยต่อเรื่องดังกล่าวอาจส่งผลกระทบต่อการวัดผลการดำเนินงานในรูปแบบตัวเลขกำไรทั้งรายการคงค้างและกระแสเงินสดได้ โดยจากงานวิจัยในต่างประเทศของ Paul and Nir (2015) ระบุว่ารายการคงค้างและกระแสเงินสดให้ข้อมูลที่แตกต่างกันในแต่ละขั้นของวงจรชีวิตธุรกิจที่ต่างกันออกไป โดยพบว่าจะมีความสัมพันธ์กันในทิศทางลบมากที่สุดในขั้นเจริญเติบโต แต่จะเริ่มมี

Ref. code: 25595802110071ZTL

ความสัมพันธ์ไปในทิศทางบวกมากขึ้นในขั้น อิ่มตัว(Maturity) และ ถดถอย(decline) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าในช่วงเจริญเติบโตกิจการจะมีข้อมูลที่มีความเป็นเอกลักษณ์(unique)

งานวิจัยชิ้นนี้จึงสนใจที่จะศึกษาแนวคิดในเรื่องวงจรชีวิตธุรกิจว่าจะส่งผลต่อต่อแนวโน้มของระดับรายการคงค้างซึ่งถือเป็นส่วนประกอบของกำไรสุทธิที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้างและระดับกระแสเงินสดซึ่งจัดทำขึ้นตามเกณฑ์เงินสด ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแตกต่างกันในแต่ละช่วงวงจรชีวิตหรือไม่ โดยทำการแบ่งกลุ่มออกเป็น 3กลุ่ม ตามระยะหรือช่วงวงจรชีวิตธุรกิจ คือ ระยะเจริญเติบโต ระยะอิ่มตัว และระยะถดถอย

1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

เพื่อศึกษาแนวโน้มความสามารถของรายการคงค้าง และกระแสเงินสดอิสระในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ในแต่ละช่วงชีวิตวงจรธุรกิจ ได้แก่ ช่วงเจริญเติบโต ช่วงอิ่มตัว และช่วงถดถอย ของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

งานวิจัยฉบับนี้มีจุดมุ่งหมายเพื่อให้ผู้ใช้งบการเงิน ไม่ว่าจะเป็นผู้กำหนดมาตรฐาน ผู้บริหาร นักลงทุนทั่วไป และนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ สามารถนำผลจากการศึกษาครั้งนี้ถึงแนวโน้มความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดอิสระที่ใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ตามแต่ละช่วงวงจรชีวิตธุรกิจ ในการช่วยตัดสินใจได้ดีขึ้นเนื่องจาก ในแต่ละขั้นวงจรชีวิตธุรกิจแนวโน้มระหว่าง 2 ปัจจัยข้างต้น ทั้งความสัมพันธ์ระหว่างกันและแนวโน้มในการอธิบายหลักทรัพย์อาจมีความแตกต่างกันออกไป

1.4 ขอบเขตการศึกษา

งานวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาเชิงประจักษ์ empirical study โดยใช้ข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกกิจการที่มีข้อมูลที่จำเป็นต้องใช้ในงานวิจัย โดยศึกษาตั้งแต่ปี 2548-2558 (10ปี) รวมทั้งสิ้น 6 กลุ่มธุรกิจ ซึ่งเกณฑ์ในการคัดเลือกข้อมูลจะขอกล่าวถึงในวิธีดำเนินการวิจัย(บทที่ 3)ต่อไป

Ref. code: 25595802110071ZTL

บทที่ 2
วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิด รายการคงค้าง และกระแสเงินสด

2.1.1 รายการคงค้าง

รายการคงค้าง หมายถึง ผลจากการบันทึกรายได้หรือค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง (accrual basic) ซึ่งเป็นเกณฑ์ที่รายการและเหตุการณ์ทางบัญชีจะรับรู้เมื่อเกิดขึ้น (earned) ไม่ใช่เมื่อมีการรับหรือจ่ายเงินสด (realized) หรือสิ่งซึ่งสามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ในอนาคต นอกจากนี้รายการต่างๆ จะบันทึกและแสดงในงบการเงินตามงวดที่เกิดรายการ ซึ่งกิจการต้องบันทึกเพื่อจัดทำงบการเงินตามเกณฑ์คงค้างที่กำหนดไว้ในมาตรฐานการบัญชี ยกเว้นข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสด และถึงแม้จะยังไม่ได้รับเงินสดเข้ามาหรือจ่ายออกไปก็ตาม ซึ่งจะกระทบต่อกระแสเงินสดของกิจการในอนาคต สามารถคำนวณได้จาก

สมการรายการคงค้าง = กำไรสุทธิ - กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

รายการคงค้างสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท ได้แก่

2.1.1.1 แบ่งตามช่วงระยะเวลา

โดยจะทำการแบ่งออกเป็น รายการคงค้างระยะสั้น (Current Accrual) คือ การแก้ไขในส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน เช่น การรับรู้รายได้รับล่วงหน้า หรือการชะลอการรับรู้ค่าใช้จ่าย และ รายการคงค้างระยะยาว (Non - Current Accruals) เกี่ยวข้องกับการแก้ไข ในส่วนของสินทรัพย์สุทธิระยะยาว เช่น การชะลอตัดค่าเสื่อมราคา

2.1.1.2 แบ่งตามการควบคุม

โดยจะทำการแบ่งออกเป็น รายการคงค้างจากฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals) คือ การเปลี่ยนแปลงอันเนื่องมาจากการตัดสินใจของฝ่ายบริหาร เช่น ค่าตอบแทนพิเศษแก่กรรมการ โบนัสพิเศษแก่กรรมการ เป็นต้น รายการคงค้างจากการดำเนินธุรกิจ (Non - Discretionary Accruals) คือ การเปลี่ยนแปลงจากการดำเนินธุรกิจ เช่น ยอดขาย เป็นต้น

2.1.2 กระแสเงินสด

โดยปกติแล้วกระแสเงินสดสุทธิของกิจการ จะต้องเป็นเงินสดที่กิจการได้มาหลังหักส่วนที่ใช้เพื่อลงทุนในกิจการ และรายการกระแสเงินสดเป็นหนึ่งในองค์ประกอบของกำไร โดยส่วนต่างระหว่างกำไรและกระแสเงินสดคือส่วนของรายการคงค้าง และเป็นหนึ่งในองค์ประกอบที่สำคัญในการอยู่รอดของธุรกิจ ซึ่งกระแสเงินสดสามารถมีทิศทางทั้งในเชิงบวกหรือเชิงลบ

Ref. code: 25595802110071ZTL

ในอดีตบริษัทจดทะเบียนและประกอบธุรกิจในประเทศไทยไม่จำเป็นต้องจัดทำงบกระแสเงินสดขึ้นมา จึงมีเพียงงบแสดงฐานะการเงินและงบกำไรขาดทุนเท่านั้น ทำให้มีกำไรสุทธิตามเกณฑ์คงค้างที่ปรากฏอยู่ในงบกำไรขาดทุนเพียงเท่านั้น ดังนั้นผู้อ่านงบการเงินจึงอาจเข้าใจผิดว่าตัวเลขกำไรที่ปรากฏจะสามารถเป็นตัวแทนเพื่ออธิบายผลการดำเนินงานของบริษัทได้ ซึ่งกำไรสุทธิไม่ได้หมายความถึงจำนวนเงินสดของกิจการที่สามารถนำมาใช้ดำเนินงานได้ เพราะรายได้บางส่วนยังไม่ได้รับเงินจริงหรือรายจ่ายบางส่วนยังไม่ได้มีการจ่ายเงินออกไปจริง ทำให้ในอาจส่งผลกระทบกับผู้ลงทุนหรือผู้ถือหุ้นในการตัดสินใจลงทุนได้ ตัวอย่างเช่น การที่ผู้ถือหุ้นอาจเชื่อว่าถ้าบริษัททำกำไรหลังจากหักด้วยภาษี แล้วตัวเลขกำไรจำนวนนั้น บริษัทจะสามารถนำส่วนหนึ่งมาเพื่อจ่ายเงินปันผลได้ หรือการที่ทำให้เข้าใจผิดไปว่าตัวเลขกำไรที่ปรากฏนั้นจะสะท้อนผลดำเนินงานและความสามารถในการชำระหนี้ของกิจการได้

ในปี พ.ศ. 2536 สมาคมนักบัญชี(ปัจจุบัน คือ สภาวิชาชีพบัญชี) และผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทยได้ออกมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 25 เรื่องงบกระแสเงินสด ให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จัดทำงบกระแสเงินสด โดยจะแสดงข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสดของกิจการเพื่อประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงินเพื่อใช้เป็นเกณฑ์ในการประเมินความสามารถของกิจการในการก่อให้เกิดเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด และความต้องการใช้กระแสเงินสดของกิจการ ในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของผู้ใช้งบการเงิน จะต้องมีการประเมินความสามารถของกิจการ ในการก่อให้เกิดเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด โดยกิจการต้องนำเสนอรายการกระแสเงินสดของกิจการที่เกิดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงิน

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แม้ว่า เกณฑ์คงค้างจะทำให้ข้อมูลทางบัญชีที่เป็นประโยชน์ในเรื่องของความทันเวลาและหลักการจับคู่ (Timing and Matching) และทำให้ความสามารถสะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานในระยะยาว ซึ่งกำไรที่ปรากฏในงบกำไรขาดทุนเองจะต้องจัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง เพื่อแสดงให้ว่ากิจการมีรายได้หรือค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจริงๆระหว่างช่วงเวลานั้นๆ แต่อย่างไรก็ตามกำไรสุทธิที่จัดขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง อาจมีส่วนที่ไม่ได้เกิดจากการดำเนินงานปกติของกิจการ เพราะได้รวมเอารายการคงค้างที่เกิดจากวิจารณญาณของผู้บริหารที่ประมาณการความไม่แน่นอนของเหตุการณ์ในอนาคต (Discretionary accrual)เอาไว้ และโดยปกติผู้บริหารเองก็มักมีการตั้งเป้าหมายกำไรในแต่ละปี ซึ่งในความเป็นจริงเป้าหมายที่ได้ อาจแตกต่างจากที่ตั้งเอาไว้ ดังนั้น กิจการจึงสามารถตกแต่งกำไรให้ดูสูงหรือต่ำกว่าความเป็นจริงผ่านทางระบบรายการคงค้างเช่น ถ้าต้องการให้กำไรในปัจจุบันสูงขึ้น กิจการอาจชะลอการรับรู้ค่าใช้จ่าย โดยบันทึกค่าใช้จ่ายต่างๆเอาไว้ในงบแสดงฐานะการเงิน

Ref. code: 25595802110071ZTL

และค่อยๆทยอยตัดเป็นค่าใช้จ่ายแทน(capitalization) เช่นค่าลิขสิทธ์ ค่าโฆษณา ค่าซอฟแวร์ โดยอ้างถึงประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในอนาคต หรือการที่กิจการจะบันทึกรับรู้รายได้ล่วงหน้าเพิ่มขึ้น ดังนั้นข้อมูลกระแสเงินสดน่าจะช่วยลดผลกระทบของการเลือกวิธีการบัญชีโดยผู้บริหารได้ และน่าจะเป็นตัววัดผลการดำเนินงานที่ดีกว่ากำไรที่เกิดจากข้อมูลจากเกณฑ์คงค้าง มีงานวิจัยในอดีตของต่างประเทศที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ในองค์ประกอบของกำไรระหว่างรายการคงค้างและกระแสเงินสด กับผลตอบแทนในอนาคต เพื่อหาข้อสรุปว่าองค์ประกอบส่วนของรายการคงค้างหรือองค์ประกอบส่วนของกระแสเงินสดที่จะทำให้ข้อมูลใดแม่นยำต่อการพยากรณ์ผลตอบแทนในอนาคตมากกว่ากัน

2.2.1 แนวโน้มความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดในการอธิบายราคาหลักทรัพย์

Sloan (1996)ศึกษาผลกระทบของ รายการคงค้างและกระแสเงินสดต่อราคาหลักทรัพย์เพื่อใช้พยากรณ์กำไรในอนาคต โดยศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ พบว่าองค์ประกอบของกำไรส่วนที่เป็นรายการคงค้างมีความยั่งยืนหรือความคงอยู่ต่ำกว่าองค์ประกอบกำไรในส่วนกระแสเงินสด ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัย[White, Sondhi, & Fried(2003); Stickney, Brown, & Whalen (2004)] โดยจากองค์ประกอบกำไรในส่วนรายการคงค้างมีแนวโน้มที่จะคงอยู่หรือความยั่งยืนจริง แต่ไม่ต่อเนื่องในกำไรในอนาคต เนื่องจากการจัดการกำไรหรือการตกแต่งกำไร(earning management) เพื่อเพิ่มหรือทำการลดกำไรของกิจการในสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี โดยกิจการสามารถทำผ่านรายการคงค้าง ได้มากกว่าผ่านกระแสเงินสด โดยหากมีการจัดทำการตกแต่งกำไรเกิดขึ้น ก็จะมีแนวโน้มที่จะทำให้รายคงค้างสูงกว่าหรือต่ำกว่าที่ควรจะเป็น xie (2001) ทำการศึกษาราคาตลาดในการประมาณรายการคงค้างที่ปกติและรายการคงค้างที่ไม่ปกติ พบว่าตลาดมีการประมาณราคาที่มากเกินกว่าที่ควรจะเป็น(overprice) โดยรายการคงค้างที่ไม่ปกติจะมีระดับความรุนแรงที่มากกว่า ซึ่งส่งผลทำให้รายการคงค้างทั้งหมดมีความไม่ยั่งยืนหรือไม่คงอยู่ในกำไรสุทธิ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Francis and smith(2005)ที่พบว่า2ปัจจัยที่ทำให้รายการคงค้างมีความยั่งยืนน้อยกว่ากระแสเงินสด คือ เรื่องเวลา(time specific) เนื่องจาก รายการคงค้างมีองค์ประกอบของรายการที่เป็น noncurrent period และเมื่อ Francis and smith ได้ทำการทดสอบในด้านที่สองคือ firm specificity โดยพบว่ากว่า85% ของกลุ่มตัวอย่างไม่มีหลักฐานที่แสดงว่ารายการคงค้างที่เป็นองค์ประกอบหนึ่งของกำไรมีความยั่งยืนน้อยกว่าองค์ประกอบที่เป็นเงินสด ซึ่งได้ให้คำอธิบายว่าโมเดลที่ใช้อาจไม่ครอบคลุมการวัดความสัมพันธ์ระหว่าง ลักษณะเฉพาะของบริษัทและ ความยั่งยืนหรือความคงอยู่ของกำไร นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยในอดีตจำนวนมากที่สนับสนุนข้อมูลกระแสเงินสดว่ามีความสามารถในการอธิบายและกำหนดราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ารายการคงค้าง เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Kochanek and Norgaard (1988)

Ref. code: 25595802110071ZTL

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่ากระแสเงินสดเป็นประโยชน์ในการใช้อธิบายผลตอบแทนต่อผู้ใช้งบในการตัดสินใจลงทุนได้ดีกว่ารายการคงค้าง ดังนั้นนักลงทุนจึงควรจะแยกองค์ประกอบของกำไรในการวิเคราะห์และตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจและSloan (1996) ได้ลองทำการทดสอบ trading strategy พบว่าว่ากิจการที่มีระดับรายการคงค้างที่ต่ำมีแนวโน้มที่จะสามารถได้รับผลตอบแทน หรือ Abnormal return ไปในทิศทางบวกโดยจากการทดลองกลุ่มตัวอย่างได้ผลตอบแทนเกินปกติ 5% ในขณะที่กิจการที่มีระดับรายการคงค้างที่สูงได้รับผลตอบแทน หรือ abnormal return ไปในทิศทางลบ -5% ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยที่ทำการศึกษาในประเทศไทยของนลินรัตน์ วรรัตน์โภคา(2549) และพัชรสุดา ปัญญาชื่นสกุลสุข(2551) พบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ได้ดีกว่ารายการคงค้างทางบัญชี และ Supattarakul and Vivattanachang (2010) พบว่า กระแสเงินสดมีความคงอยู่หรือความยั่งยืนในกำไรในอนาคต สูงกว่ารายการคงค้าง แต่อย่างไรก็ตามเมื่อทดสอบกับการรับรู้ของตลาดทุนในประเทศไทยต่อความคงอยู่ของกำไรในอนาคตของพบว่า รายการคงค้างตลาดรับรู้ความคงอยู่ของกำไรได้มากกว่ากระแสเงินสด เนื่องจากตลาดทุนในประเทศไทยมีขนาดเล็กกว่าและมีปริมาณการซื้อขายน้อยกว่าตลาดทุนที่พัฒนาแล้วอย่างในประเทศสหรัฐอเมริกา นอกจากนี้ยังมีหลักฐานที่พบว่าตลาดทุนในประเทศไทยเป็นตลาดทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ

2.2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับวงจรชีวิตทางธุรกิจ

Life-cycle research แต่เมื่อพิจารณาเอาแนวคิดเกี่ยวกับวงจรชีวิตธุรกิจในแต่ละช่วง มีแนวโน้มที่จะทำให้ไม่สอดคล้องกับหลักฐานและงานวิจัยที่พบข้างต้น Paul and Nir (2015)กล่าวว่าหากดูหลักการทำงานของการบัญชีแบบเกณฑ์คงค้าง กิจการจะต้องบันทึกรายจ่ายและรายรับให้สัมพันธ์กับระยะเวลาที่รายจ่ายและรายรับนั้นเกิดขึ้น ซึ่งจะมีผลต่อรายจ่ายและรายได้ที่เกิดจากการจัดหาและใช้งานในสินทรัพย์ระยะยาว (long term asset) โดยกิจการจะไม่สามารถบันทึก เป็นค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานทั้งหมดได้ ภายใน1รอบระยะเวลาบัญชีเดียวกัน หรือบันทึกค่าใช้จ่ายทั้งหมดล่วงหน้าไว้ขณะเริ่มซื้อหรือจัดหาสินทรัพย์เข้ามาไว้ในงบกำไรขาดทุนได้ เนื่องจากสินทรัพย์ระยะยาวเหล่านั้นสามารถให้ประโยชน์เชิงเศรษฐกิจได้เกินกว่า 1 รอบระยะเวลาบัญชี จึงต้องทำการบันทึกมูลค่าสินทรัพย์ไว้ในงบแสดงฐานะการเงินและแต่ละปีเมื่อเวลาผ่านไป กิจการจึงจะสามารถเอาบางส่วนของมูลค่าสินทรัพย์มาบันทึกเป็นค่าใช้จ่าย(capitalization) ในขณะที่การบัญชีตามเกณฑ์เงินสด (cash basic)จะทำการบันทึกรายจ่าย และรายรับทันทีที่เกิดกระเงินสดเกิดขึ้น ดังนั้นจะเห็นว่ากระบวนการบัญชีของรายการคงค้างมีความเกี่ยวข้องกับช่วงวงจรชีวิตธุรกิจ โดยกิจการที่อยู่ภายใต้วงจรชีวิตธุรกิจที่แตกต่างกัน ต่างมีความสามารถหรือกำลังการผลิต โอกาสในการหาแหล่งลงทุน และความเสี่ยงที่แตกต่างกัน Park, Yonpae and Chen, Kung H (2006) ตัวอย่างเช่น เมื่อพิจารณา กิจการที่อยู่ภายใต้ช่วงวงจรชีวิตธุรกิจที่แตกต่างกัน (ช่วงเจริญเติบโตและ

Ref. code: 25595802110071ZTL

ช่วงถดถอย) สมมติว่าบริษัทมีความเหมือนกันในทุกประการยกเว้นกำลังการผลิต บริษัทที่อยู่ในช่วงเจริญเติบโตสามารถเพิ่มรายการคงค้างโดยวิธีเพิ่มสินค้าคงเหลือได้ เนื่องจากกิจการสามารถที่จะเพิ่มกำลังการผลิตได้เรื่อยๆเป็นจำนวนมากๆ ในขณะที่กิจการที่อยู่ในช่วงถดถอย จะไม่สามารถสร้างหรือเพิ่มรายการคงค้างได้มากเท่ากับกิจการที่อยู่ในช่วงเจริญเติบโตเพราะโดยทั่วไปมักจะเป็นช่วงที่กิจการพิจารณาที่จะขายสินทรัพย์ ดังนั้นกิจการจึงอาจไม่ได้มีกำลังการผลิตมากพอเพื่อรองรับการทำการขายจำนวนมากได้ ในการเพิ่มขึ้นของสินค้าคงเหลือนั้น จะหมายถึงการที่กิจการได้จ่ายเงินออกไปแล้วแต่จะไม่ได้รับการพิจารณาให้เป็นค่าใช้จ่ายจนกว่าสินค้าจะถูกขายออกไปจริงๆ แต่ในด้านของเกณฑ์เงินสด จะพิจารณาตามกระแสเงินสดที่กิจการได้จ่ายเงินออกไปแล้วสำหรับสำหรับสินค้าคงเหลือเหล่านั้น ดังนั้นจึงต้องมีการหักออกจากกำไรสุทธิคงค้างเพื่อกำหนดเป็นกำไรสุทธิตามเกณฑ์เงินสด

จากงานวิจัยของ Quinn and Cameron (1983)ได้ระบุช่วงวงจรชีวิตของธุรกิจออกเป็น4ขั้นได้แก่ ช่วงเริ่มกิจการ (start-up) ช่วงเจริญเติบโต growth ช่วงอิ่มตัว และช่วงถดถอย (decline) โดยในขั้นเจริญเติบโต(growth stage)กิจการมีแนวโน้มที่จะขยายกำลังการผลิต เช่น การเพิ่มเครื่องจักร หรือการเพิ่ม PPE Victoria D. (2011) กล่าวว่า PPE ซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่มีสัดส่วนมูลค่าที่มากที่สุดในสินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ และ ค่าเสื่อมราคาจะสูงที่สุดในขั้นวงจรนี้เมื่อเทียบกับช่วงวงจรชีวิตธุรกิจอื่นๆ สินทรัพย์ที่มีอยู่ในกิจการช่วงวงจรนี้ จะมีมูลค่าอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากสินทรัพย์มีแนวโน้มที่จะสามารถให้ประโยชน์เชิงเศรษฐกิจกับกิจการได้ในอนาคต กลยุทธ์หรือรูปแบบการขายหรือให้บริการจะเป็นแบบขายเชื่อมากกว่าการขายในรูปแบบเงินสด เพื่อรับมือการแข่งขันกับคู่แข่งในตลาด ซึ่งจะเห็นได้ใน working capital accruals ที่เพิ่มขึ้น สอดคล้องกับ อัตรายอดขายที่เจริญเติบโตมากในขั้นนี้

แม้ว่าสำหรับในช่วงวงจรชีวิตที่ผ่านมาบริษัทพยายามที่จะทำให้ยอดขายเจริญเติบโตขึ้นเพื่อที่จะเพิ่มส่วนแบ่งตลาด แต่อย่างไรก็ตามเมื่อบริษัทก้าวสู่ช่วงระยะอิ่มตัว กิจการมักจะพยามรักษาส่วนแบ่งการตลาด มากกว่าที่จะเน้นทำการลงทุนใหม่ๆให้กิจการ ส่วนหนึ่งมาจากโอกาสในการลงทุนเพื่อทำกำไรลดลง เนื่องจากคู่แข่งในตลาดมีมากขึ้น สอดคล้องกับการที่บริษัทจะเริ่มมีอัตราการเจริญเติบโตที่ลดลงในช่วงท้ายของของช่วงวงจรนี้(Mueller, D. C. 1972,1975) โดยส่วนมากกิจการมักจะใช้กลยุทธ์ที่จะพัฒนากระบวนการต่างๆเพื่อให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้นเช่น มีการควบคุมคุณภาพ ซึ่งก็เป็นส่วนที่ทำให้กิจการที่อยู่ช่วงนี้มักจะมีค่าใช้จ่าย(manufacturing costs) ที่ลดลง (Spence 1981; Wernerfelt 1985) อย่างไรก็ตาม กิจการช่วงอิ่มตัวจะมีระดับของworking capital accruals ที่ต่ำลงเพราะกิจการจะตัดการลงทุนระยะสั้นในสินทรัพย์จากกิจกรรมดำเนินงานออก (investment in short-term operating assets) ทำให้กิจการสามารถทำกำไรและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเริ่มกลายเป็นบวกมากขึ้น และเนื่องจากกิจการจะลดการลงทุนในสินทรัพย์ในการดำเนินการระยะยาวเช่น PP&E เป็นผลทำให้ ค่าเสื่อมราคาเริ่มลดลง และ the

Ref. code: 25595802110071ZTL

absolute value of the coefficient ของ PP&E ลดลงมากที่สุดในช่วงวงจรนี้เมื่อเปรียบเทียบกับช่วงอื่นในวงจรชีวิตธุรกิจโดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อเปรียบเทียบกับช่วงเจริญเติบโต

ในช่วงถดถอย ลักษณะโดยปกติของกิจการที่อยู่ในวงจรนี้คือ ยอดขายและอัตรากำลังการผลิตที่ลดต่ำลง เป็นผลให้กำไรลดต่ำลงไปด้วย รวมทั้งมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในทิศทางเชิงลบ และ กิจการอาจต้องดำเนินการชำระบัญชีเพื่อรักษาสภาพคล่อง เช่นทำการขาย PPE ที่ไม่จำเป็นออกไปจากกิจการ หรือ ทำการลดขนาดกิจการ และการดำเนินการปรับโครงสร้างหนี้ รวมถึงมีวิธีการปรับปรุงการบันทึกบัญชีที่สำคัญ ยกตัวอย่างเช่น บริษัท ชำระบัญชีปรับมูลค่าตามบัญชีของพวกเขาเพื่อสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าที่แท้จริงเพื่อที่จะหลีกเลี่ยงไม่ให้สินทรัพย์มีมูลค่าที่สูงเกินไปหรือหนี้สินมีมูลค่าต่ำไป(Dechow and Ge 2006) ดังนั้นโดยสรุปแล้วลักษณะเด่นของกิจการที่อยู่ในช่วงถดถอย มูลค่าของสินทรัพย์ถาวรและค่าเสื่อมราคาคาดว่าในช่วงวงจรขั้นนี้มีแนวโน้มที่จะมีขนาดเล็กกว่าว่าในขั้นวงจรอื่น ๆ (Francis et al. 1996; Liu 2006; Victoria D. (2011).

มีงานวิจัยทางบัญชีไม่มากมายนักที่ทำการศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของแนวคิดวงจรชีวิตโดย Anthony and ramesh (1992) ทดสอบการตอบสนองของตลาดใน การเจริญเติบโตของยอดขาย(sale growth) และ capital investment ในแต่ละช่วงวงจรชีวิตๆโดยตอบสนองของตลาดลดลงมากขึ้นตามลำดับขั้นวงจรชีวิตธุรกิจที่เปลี่ยนไป ในงานวิจัย black(1998) ทดสอบความสอดคล้องกันของข้อมูลกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ในการเปลี่ยนแปลงกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน การลงทุนและจัดหาเงินในแต่ละขั้นวงจรชีวิตธุรกิจและพบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสอดคล้องมากที่สุดในขั้นเจริญเติบโต Haribar and Yehuda(2006) ทำการศึกษาผลกระทบปัจจัยความยั่งยืนของกำไร ผลตอบแทน และcost of capital กับ วงจรธุรกิจในแต่ละขั้นธุรกิจ พบว่าความยั่งยืนของกำไร ผลตอบแทน และcost of capital ได้รับผลกระทบโดย มีความแตกต่างกันออกไปในแต่ละช่วงวงจรชีวิตธุรกิจ งานวิจัยของ Paul and Nir (2015) ระบุว่ารายการคงค้างและกระแสเงินสดให้ข้อมูลที่แตกต่างกันในแต่ละขั้นของวงจรชีวิตธุรกิจที่ต่างกันออกไป โดยพบว่าจะมีความสัมพันธ์กันในทิศทางลบมากที่สุดในขั้นเจริญเติบโต แต่จะเริ่มมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางบวกมากขึ้นในขั้นอิ่มตัว(Maturity) และ ถดถอย(decline) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าในช่วงเจริญเติบโตกิจการจะมีข้อมูลที่มีความเป็นเอกลักษณ์(unique)

ดังนั้นสำหรับงานวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะนำแนวคิดในเรื่องวงจรชีวิตเข้ามาร่วมศึกษาร่วมกับแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้างและกระแสเงินสด เนื่องจากในประเทศไทยยังไม่มีข้อมูลหรือการศึกษาที่สามารถอธิบายได้ว่า ข้อมูลทางการบัญชีที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้างและเกณฑ์เงินสด ข้อมูลใดจะสามารถให้ประโยชน์ในการตัดสินใจของผู้ใช้ข้อมูลได้ดีกว่าในแต่ขั้นวงชีวิตของธุรกิจ และมีแนวโน้มว่าระหว่าง 2ปัจจัยข้างต้น ทั้ง

Ref. code: 25595802110071ZTL

ความสัมพันธ์ระหว่างกันและความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์อาจมีความแตกต่างกันออกไปในแต่ละขั้นวงจรชีวิตธุรกิจ

การแบ่งกลุ่มของบริษัท ตามขั้นของวงจรชีวิตธุรกิจมีรูปแบบการแบ่งอยู่หลายวิธี สำหรับปัจจัยทั้งอายุ(Age)และขนาดของกิจการ(size)มักจะถูกใช้โดยทั่วไปในการแบ่งตามขั้นวงจรชีวิต เนื่องจากเชื่อมโยงกับช่วงชีวิตของบริษัท โดยรวมงานวิจัยของ Bradshaw et al.(2011), Bhattacharya et al. (2004), Chen, S., M. DeFond, and C. Park (2002), Desai et al. (2006), Doyle et al.(2007), Khan and Watts (2009), Klein and Marquardt (2006), and Wasley and Wu (2006) ที่ใช้ ขนาดและอายุของบริษัทในการแบ่งกลุ่มวงจรชีวิตธุรกิจในแต่ละขั้น แต่จะต้องอยู่บนสมมุติฐานเมื่อใช้อายุและขนาดของกิจการ เป็นปัจจัยในการกำหนด คือบริษัทจะเคลื่อนที่ทิศทางเดียว monotonically ในแต่ละขั้นของวงจรชีวิต เริ่มตั้งแต่ช่วงเริ่มต้นไปจนถึง ช่วงถดถอยอย่างเรียงลำดับ

อย่างไรก็ตามในความเป็นจริงบริษัทต่างๆอาจมีผลการดำเนินงานในขั้นวงจรชีวิตที่เกิดขึ้นแตกต่างกัน โดยส่วนใหญ่ก็เกิดมาจากการที่บริษัทมีนวัตกรรมใหม่ๆ มีการขยายธุรกิจสู่ตลาดใหม่ และ/หรือ มีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้าง ทำให้บริษัทสามารถมีวงจรชีวิตแบบไม่เรียงลำดับตามปัจจัยขนาดและอายุ รวมทั้งบริษัทสามารถอยู่ในตำแหน่งวงจรชีวิตใดก็ได้ระหว่างช่วงเจริญเติบโตและช่วงถดถอยหรือเป็นการที่บริษัทสามารถข้ามขั้นตอนของวงจรชีวิตไปแบบไม่เรียงลำดับ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Miller&Friesen (1984) รวมถึงงานวิจัยของ Liu (2006) ได้ทำการแบ่งวงจรชีวิตของกิจการออกเป็นทั้งหมด 5 ช่วงได้แก่ ช่วงเริ่มต้น ช่วงอิ่มตัว ช่วงฟื้นฟู และช่วงถดถอย โดยนั่นคือช่วงอิ่มตัวอาจตามมาด้วยช่วงถดถอย ช่วงฟื้นฟู หรือตามด้วยช่วงเติบโตก็เป็นไปได้ และพบว่ากิจการในช่วงอิ่มตัวประมาณ 19 %จะกลับไปสู่ช่วงเติบโตอีกครั้งหนึ่งเมื่อเวลาผ่านไป หรือจะเป็นงานวิจัยของ Victoria D. (2011) ที่ใช้กระแสเงินสดจาก3กิจกรรมมาเป็นตัวแทนแบ่งช่วงชีวิตของกิจการ และเมื่อทำการทดสอบ market valuation พบว่าบริษัทที่มาจากขั้นวงจรอิ่มตัวเท่านั้นที่มี ผลตอบแทนในอนาคตเป็นไปในทิศทางบวกเนื่องจากตลาดยังไม่มีประสิทธิภาพที่จะใช้ข้อมูลกระแสเงินสดในงบกระแสเงินสดในการแบ่งเพียงพอ

สำหรับงานวิจัยฉบับนี้ผู้วิจัยเลือกใช้ตัวแบบการแบ่งวงจรชีวิตของ Antony and Ramesh (1992) ที่ใช้วิธี cluster analysis ในการแบ่งกลุ่มบริษัทตัวอย่างในแต่ละขั้นวงจรชีวิต โดยใช้ 4ตัวแปร คือ sales growth, change in capital expenditures, annual dividend payout ratio และใช้อายุเป็นตัวควบคุม แต่จะทำการตัดตัวแปรบางส่วนออกตามงานวิจัยของ Paul and Nir (2015) ที่ใช้ โมเดลการแบ่งช่วงชีวิตธุรกิจของ Antony and Ramesh (1992) โดยแบ่งออกเป็น 3ขั้นวงจรธุรกิจ ได้แก่ ช่วงเริ่มต้น ช่วงอิ่มตัว และช่วงถดถอย โดยจะใช้ตัวแปร (1) การเจริญเติบโตของยอดขาย(sale growth) ในการแบ่งช่วงชีวิต 2)ค่าใช้จ่ายในการลงทุนcapital expenditure (3) อายุ

Ref. code: 25595802110071ZTL

โดย Paul and Nir (2015)ได้ตัดตัวแปร Dividend payout ออกไปจากตัวแบบเดิมของ Antony and Ramesh (1992)

สำหรับการทบทวนวรรณกรรมของโมเดลหรือวิธีวิจัยแนวโน้มในการใช้ข้อมูลทางการบัญชีที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้างและเกณฑ์เงินสด ข้อมูลใดจะสามารถให้ประโยชน์ในการตัดสินใจของผู้ใช้ข้อมูลได้ดีกว่าในแต่ขั้นวงชีวิตของธุรกิจ ที่จะนำมาใช้ในงานวิจัยฉบับนี้จะอยู่ในหัวข้อถัดไป (2.2.3 วิธีกำหนดราคาหลักทรัพย์)

2.2.3 วิธีกำหนดราคาหลักทรัพย์

ในการประเมินผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีต่อผลการดำเนินงาน (Stock Performance) มี 3 ตัวแบบที่จะนำมาพิจารณาเพื่อใช้ในการทำวิจัยครั้งนี้ (Graham และ Knight, 2000) โดยงานวิจัยฉบับนี้ข้อมูลทางบัญชีที่จะใช้คือระดับรายการคงค้างและกระแสเงินสดอิสระที่ถือเป็นส่วนประกอบของกำไร ซึ่งไม่พิจารณาถึงการเปลี่ยนแปลงของ 2 ตัวแปรดังกล่าว ในการใช้การเปลี่ยนแปลงกำไรเป็นปัจจัยการศึกษานั้น จะใช้เมื่อการวิจัยอยู่บนสมมติฐานที่ว่าในช่วงเวลาที่ทำการศึกษากำไรมีความเสถียรภาพเช่นเดียวกับงานวิจัยของ นลินรัตน์ วรรัตน์โภคา(2549) และพัชรสุดา ปัญญาชื่นสกุลสุข ซึ่งในความเป็นจริงแล้วกำไรอาจมีความผันผวนบ้างในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ดังนั้น ในการวิจัยครั้งนี้จึงพิจารณาจากระดับเพียงเท่านั้น

1) Price Model : $Pt = \alpha + \beta\ Xt + \varepsilon t$

2) Return Model : $Pt / Pt\text{-}1 = \alpha + \beta Xt / Pt\text{-}1 + \varepsilon t$

3) Differenced Price Model : $\Delta Pt = \alpha + \beta \Delta\ Xt + \varepsilon t$

โดยที่

P_t คือ ราคาปิดหุ้นของบริษัท ณ เวลา t

P_{t-1} คือ ราคาปิดหุ้นของบริษัท ณ เวลา t-1

ΔP_t คือ การเปลี่ยนแปลงของราคาปิดหุ้นของบริษัท

X_t คือ ตัววัดที่เป็นข้อมูลทางบัญชีสำหรับระยะเวลา t

ε_t คือ ค่าความคลาดเคลื่อน ณ เวลา t โดยมีข้อสมมติว่าข้อมูลมีการแจกแจงปกติ $\varepsilon \sim N(0, \delta 2)$

α คือ An intercept term

β คือ ค่าสัมประสิทธิ์การวัดการกระจายของข้อมูลทางบัญชีในการอธิบายราคาหรือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์

Ref. code: 25595802110071ZTL

เนื่องจากเป็นการศึกษาถึงแนวโน้มความสามารถของข้อมูลทางบัญชี (รายการคงค้างและกระแสเงินสดอิสระ) กับราคาหลักทรัพย์ (Security Prices) งานวิจัยในครั้งนี้จึงนำตัวแบบราคา (Price Models) มาใช้ในการศึกษา

Ref. code: 25595802110071ZTL

บทที่ 3
วิธีการวิจัย

3.1 การเก็บรวมรวมข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย และกลุ่มตัวอย่าง

งานวิจัยในครั้งนี้ ผู้วิจัยใช้ข้อมูลทุติยภูมิในการศึกษา โดยการเก็บรวบรวม ข้อมูลทางการเงินจากรายงานการเงินรายปีของกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เปิดเผยใน SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) จาก www.setsmart.com และจากฐานข้อมูล Eikon และDataStream จากThomson Reuters ประกอบด้วยข้อมูลที่จำเป็นต่อการศึกษาครั้งนี้ ได้แก่ ข้อมูลงบแสดงฐานะการเงิน ข้อมูลงบกำไรขาดทุน ข้อมูลราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ (BV) ข้อมูลกำไรสุทธิ (E) และข้อมูลกระแสเงินสดอิสระ (FCF) ข้อมูลราคาหุ้น (P) สำหรับข้อมูลกำไรสุทธิ ที่ใช้ในการงานวิจัยครั้งนี้จะไม่รวมกำไรขาดทุนที่เกิดจากการปรับโครงสร้างหนี้ และกำไรขาดทุนที่เกิดขึ้นไม่เป็นประจำ

โดยจะทำการศึกษาตั้งแต่ปี พ.ศ.2549 ถึงปี พ.ศ.2558 เป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 10 ปี ทั้งนี้ยกเว้นกิจการกลุ่มตัวอย่างดังต่อไปนี้

3.1.1 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment - MAI)

เนื่องจาก ส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดเล็กและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ต่ำกว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.1.2 บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการและ/หรือกำลังถูกถอดถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

3.1.3 บริษัทที่มีลักษณะเฉพาะในโครงสร้างทางการเงินและรูปแบบการจัดทำบัญชีที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ

ซึ่งได้แก่ ธุรกิจธนาคาร (Banking) ธุรกิจประกันชีวิตและประกันภัย(Insurance) กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจเงินทุนหลักทรัพย์ (Finance and Securities)

Ref. code: 25595802110071ZTL

3.1.4 ไม่รวมธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากเป็นธุรกิจที่มีความแตกต่างด้านระยะเวลา (Time Lag)

เนื่องจากเป็นกลุ่มที่จะรับรู้กระแสเงินสดก่อน ส่วนรายได้จะรับรู้ในภายหลัง ทำให้เงินสดและการรับรู้รายได้ที่เป็นกำไรสุทธิอาจอยู่คนละช่วงเวลากัน จึงมีความแตกต่างในการรับรู้รายการระหว่างกำไรและกระแสเงินสดกับกลุ่มอุตสาหกรรมประเภทอื่นๆ

ตารางที่3.1 แสดงกลุ่มตัวอย่างก่อนจะทำการแบ่งกลุ่มตามขั้นวงจรชีวิตที่จะประกอบไปด้วย

กลุ่มอุตสาหกรรมทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย				
	1.เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	5. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง		
	2. สินค้าอุปโภคบริโภค	6. ทรัพยากร		
	3. ธุรกิจการเงิน	7. บริการ		
	4. สินค้าอุตสาหกรรม	8. เทคโนโลยี		
รวมจำนวนกลุ่มตัวอย่างโดยแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก่อนการตัดข้อมูล (ข้อมูล ณ วันที่ 17 มกราคม พ.ศ. 2560)				723
(หัก)	กิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ(MAI)			449
	กิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน			
	กิจการที่อยู่ในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์			
	กิจการที่อยู่ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง			
	กิจการที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน			
	กิจการที่จดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ในปี 2559 และ 2560			
คงเหลือจำนวนกิจการกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา				274
(หัก) :ข้อมูลที่ไม่ครบตามต้องการ และ ข้อมูลที่มีค่าสุดโต่งทั้งค่าสูงสุดและต่ำสุดออก			34	
คงเหลือจำนวนข้อมูลตัวอย่างทั้งสิ้น				240

Ref. code: 25595802110071ZTL

3.2 การแบ่งกลุ่มบริษัทตามช่วงวงจรชีวิต

จากกลุ่มตัวอย่างที่ได้กำหนดข้างต้น ทั้งนี้ผู้วิจัยได้แบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 3กลุ่ม ตามลำดับขั้นของช่วงวงจรชีวิตทางธุรกิจ ได้แก่ ช่วงเจริญเติบโต (growth) ช่วงอิ่มตัว(maturity) และช่วงถดถอย(decline) เพื่อวิเคราะห์ถึงผลกระทบจากช่วงชีวิตวงจรธุรกิจ ที่มีต่อแนวโน้มการอธิบายราคาหลักทรัพย์ระหว่าง รายการคงค้างและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน โดยจะใช้ตัวแปร (1) การเจริญเติบโตของยอดขาย(sale growth) ในการแบ่งช่วงชีวิต 2)ค่าใช้จ่ายในการลงทุนcapital expenditure (3) อายุ ในการแบ่งกลุ่มตัวอย่างบริษัทปรับปรุงมาจากโมเดลตามวิธีของ Antony and Ramesh (1992)โดยใช้ตัวแปรในการแบ่งวงจรดังต่อไปนี้

3.2.1 การเจริญเติบโตของยอดขาย(sale growth) [salest/salest-2]

3.2.2 ค่าใช้จ่ายในการลงทุนcapital expenditure [(Capital Expenditure + R&D Expense)t/Total Assetst]

3.2.3 อายุ จำนวนปีตั้งแต่ปีแรกที่กิจการมีข้อมูลในระบบจนถึงปัจจุบัน

ตารางที่3.2 แสดง จำนวนบริษัทและตัวแปรในการแบ่งกลุ่มตัวอย่างตามขั้นวงจรชีวิตธุรกิจ

Stage	จำนวน(บริษัท)	ค่าสถิติ	Sale growth	Cape x	Firm age
Growth	102	Mean	30%	-0.06	10
		Median	17%	-0.07	11
		SD	0.4856	0.0522	3.5644
Maturity	149	Mean	17%	-0.05	24
		Median	10%	-0.05	24
		SD	0.3574	0.0361	2.6979
Decline	23	Mean	8%	-0.04	37
		Median	7%	-0.04	38
		SD	0.1188	0.0324	3.1878
รวม	274 บริษัท				

Ref. code: 25595802110071ZTL

3.3 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ผู้วิจัยได้เปรียบเทียบกลุ่มตัวอย่างที่อยู่ในช่วงเจริญเติบโต(growth) ช่วงอิ่มตัว(maturity) และช่วงถดถอย (Decline) ด้วยค่าเฉลี่ย(Mean) ค่ามัธยฐาน(Median) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ในการอธิบายตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการแบ่งวงจรชีวิตและตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

และจะทำการทดสอบสมมุติฐานผ่านการทำการวิเคราะห์ อันดับแรกคือการทดสอบแนวโน้มสหสัมพันธ์ (Correlation Matrix) เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของทั้งตัวแปรตามและตัวแปรอิสระทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา เพื่อหาระดับความสัมพันธ์และทิศทางเบื้องต้นระหว่างตัวแปรดังกล่าวในแต่ละช่วงชีวิตวงจรชีวิตธุรกิจ และอันดับต่อมาจะเป็นการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) แบบภาคตัดขวาง (Cross-Sectional) โดยใช้ค่า Adjusted R-square แทนค่า R-square เป็นตัววัดความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดอิสระในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ เพื่อให้ได้ผลลัพธ์ที่ชัดเจนยิ่งขึ้น และจากการทบทวนงานวิจัยในอดีตของ Nuran(2007)กล่าวว่าเมื่อมีการใช้หรือเพิ่มตัวแปรลงในตัวแบบมากขึ้น ค่า R–Squared จะมีค่าเพิ่มขึ้นเสมอ ถึงแม้ว่าอาจจะ ไม่ทั้งหมด แต่จะไม่ทำให้ค่า R-Squared ลดลง ดังนั้น R-Square ที่เพิ่มขึ้นอาจไม่ได้เกิดจาการที่ตัวแบบนั้นมีความเหมาะสมกับข้อมูลมากขึ้น ดังนั้นผู้วิจัยจึงเลือกใช้ Adjusted R-Square แทนเพื่อให้การวิเคราะห์ข้อมูลถูกต้องมากยิ่งขึ้น

มีกำหนดตัวแปรตามและตัวแปรอิสระมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

3.3.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

Pit คือ ราคาปิดของหุ้น ณ วันต้นปี ของบริษัท i สำหรับสิ้นปี t (Habib, 2004 และKanogporn Narktabtee, 2000)

3.3.2 ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

3.3.2.1 BV_{it-1} คือ ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิของบริษัท i สำหรับต้นปี t

3.3.2.2 $TACC_{it}$ คือ รายการคงค้างทั้งหมด (Total accruals)ทางบัญชีของบริษัท i สำหรับสิ้นปี t

TACCit หรือ รายการคงค้างที่ทั้งหมดที่เกิดจากผลรวมของ ส่วนที่เปลี่ยนไปของ working capital account และ ส่วนเปลี่ยนไปของสินทรัพย์จากการดำเนินงานที่ไม่หมุนเวียน noncurrent operating asset ซึ่งจะสามารถคำนวณหาโดยตรงจากงบแสดงการเงิน ตามงานวิจัยของ Richardson et al. (2005)

$$TACCit=\Delta WCit +\Delta NCOit \quad (1)$$

Ref. code: 25595802110071ZTL

โดย ΔWCit เป็นการเปลี่ยนแปลงใน working capital account ซึ่ง คำนวณจาก สินทรัพย์จากการดำเนินงานหมุนเวียน (COA) หัก หนี้สินจากการดำเนินงานหมุนเวียน(COL)

$$WC = COA - COL \quad (1.1)$$

COA = สินทรัพย์หมุนเวียน – เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด –เงินลงทุนระยะสั้น

COL = หนี้สินหมุนเวียน – หนี้สินระยะสั้น

ส่วน ΔNCOit เป็นการเปลี่ยนแปลงใน สินทรัพย์จากการดำเนินงานที่ไม่หมุนเวียนสุทธิ ซึ่ง NCO หรือ สินทรัพย์จากการดำเนินงานที่ไม่หมุนเวียนสุทธิคำนวณจาก สินทรัพย์จากการดำเนินงานไม่หมุนเวียน (NCOA) หัก หนี้สินจากการดำเนินงานไม่หมุนเวียน(NCOL)

$$NCO= NCOA - NCOL \quad (1.2)$$

NCOA = สินทรัพย์รวม – สินทรัพย์หมุนเวียน

NCOL = หนี้สินรวม - หนี้สินหมุนเวียน – หนี้สินระยะยาว

3.3.2.3 FCF_{it} คือ กระแสเงินสดอิสระของบริษัท i สำหรับสิ้นปี t

เนื่องกระแสเงินสดอิสระจะได้รับผลกระทบจากสินทรัพย์ระยะยาว เช่น ที่ดิน อุปกรณ์และอาคาร รวมไปถึงกระแสเงินสดที่ผ่านกิจกรรมการควบรวมกิจการ หรือ การลงทุนอื่นๆ ซึ่งในบางส่วนจะมีการนำมูลค่าสินทรัพย์จากงบแสดงฐานะการเงินมาบันทึกเป็นค่าใช้จ่าย (capitalization) รวมไปถึงสะท้อนกระแสเงินสดที่เกิดขึ้นจากการขายสินทรัพย์ (sale of divested assets) ซึ่งทำให้กระแสเงินสดอิสระสามารถสะท้อนได้สอดคล้องกับวงจรของกำไร (the flows in earnings)ได้ดีกว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงาน เนื่องจากกำไรได้รวม capital charges หรือ ค่าต้นทุนของสินทรัพย์ที่ลงทุนในธุรกิจ เช่น ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายซึ่งรายการดังกล่าวจะไม่ถูกรวมอยู่ใน กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

ตัวแปรราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ รายการคงค้างทางบัญชี และกระแสเงินสดอิสระ จะทำให้อยู่ในรูปฐานเดียวกันคือ อัตราต่อหุ้น โดยใช้จำนวนหุ้นที่outstandingในแต่ละปีมาเป็นตัวหาร สำหรับการศึกษาครั้งนี้

3.4 วิธีวิจัย

3.4.1 การแบ่งกลุ่มตัวอย่าง

งานวิจัยนี้ ผู้วิจัยได้ทำการแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 3กลุ่ม ตามวงจรชีวิตธุรกิจ คือ บริษัทที่อยู่ในช่วงเจริญเติบโต ช่วงอิ่มตัว และช่วงถดถอย โดยใช้การแบ่งกลุ่มด้วยวิธีclusterเพื่อทำการทดลองแนวโน้มในการอธิบายหลักทรัพย์ระหว่างรายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

Ref. code: 25595802110071ZTL

3.4.2 การทดลองตัวแบบ(Model)

ตัวแบบหรือสมการที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นตัวแบบราคา (Price Models) ซึ่งอ้างอิง และปรับปรุงมาจากงานวิจัยของ Collins et al. (1997) ได้แก่

$$Pit = \alpha 0 + \alpha 1BVit\text{-}1 + \alpha 2TACCit + \alpha 3FCFit + \varepsilon it \quad (1)$$

ซึ่งจะเป็นการศึกษาแนวโน้มความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงวงจรชีวิตธุรกิจ จากการทบทวนวรรณกรรมได้มีงานวิจัยจำนวนมากที่มีการแยกองค์ประกอบกำไร เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Sloan (1996) ที่ได้แยกองค์ประกอบกำไรออกเป็น รายการคงค้างและกระแสเงินสด ดังนั้นสำหรับข้อมูลทางบัญชีในงานวิจัยนี้ รายการกำไรสุทธิจะประกอบด้วยกำไรตามเกณฑ์เงินสดและกำไรตามเกณฑ์คงค้าง

สำหรับตัวแบบในสมการที่ (1) กระแสเงินสดอิสระจะเป็นตัวแทนกระแสเงินสดซึ่งเกิดจากกำไรสุทธิที่ไม่รวมรายการคงค้างทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานและการตัดสินใจลงทุน สำหรับรายละเอียดการคำนวณตัวแปรจะอยู่ในหัวข้อ 3.3 (ตัวแปรในการศึกษา)

เพื่อเปรียบเทียบความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดอิสระในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในแต่ละขั้นของวงจรชีวิต ผู้วิจัยจะทำการวัดความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์โดยแบ่งออกเป็น 3ส่วน คือ 1)ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของทั้งรายการคงค้างและกระแสเงินสดอิสระ 2)ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้าง และ 3)ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดอิสระ การจำแนกองค์ประกอบการอธิบายหลักทรัพย์นี้ได้ถูกใช้ในงานวิจัยของ nalinrat 2009 โดยสามารถเขียนสมการแต่ละส่วนได้ดังนี้

$$Pit = \beta 0 + \beta 1BVit\text{-}1 + \beta\ 2TACCit + \varepsilon it \quad (2)$$

$$Pit = \Upsilon 0 + \Upsilon 1BVit\text{-}1 + \Upsilon 3FCFit + \varepsilon it \quad (3)$$

โดยค่าสัมประสิทธ์ของแต่ละองค์ประกอบ(สมการที่1-3) กำหนดให้อยู่ในรูป Adjusted R-Square ได้แก่ adj R^2(1) , adj R^2(2) , adj R^2(3) ตามลำดับ จากการปรับปรุงโมเดลตัวแบบราคา (Price Models) ของ Collins et al. (1997) ผู้วิจัยจะทำการเปรียบเทียบค่า adjust R-Square จากแต่ละสมการเพื่อหาแนวโน้มการอธิบายราคาหุ้น โดยในการที่จะเปรียบเทียบได้นั้น ตัวแปรตามของสมการที่นำมาเปรียบเทียบต้องเหมือนกัน (Gujarati, 1999) และจากสมการที่ใช้ในงานวิจัยนี้มีตัวแปรตามที่เหมือนกันคือ P_{it} หรือราคาหลักทรัพย์ จึงสามารถเปรียบเทียบค่า adjust R2 ที่ได้จากทั้งสามสมการดังกล่าวได้

โดยการเปรียบเทียบค่า Adjusted R-Square ระหว่าง adj R^2(3) - adj R^2(1) จะเป็นการหาแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้าง (adj R^2TACC)

Ref. code: 25595802110071ZTL

และ ระหว่าง adj R^2(2) - adj R^2(1) จะเป็นการวัดหาแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสด (adj R^2FCF) และในส่วนของ R^2(1) - adj R^2TACC - adj R^2FCF จะแสดงถึงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของทั้งรายการคงค้างและกระแสเงินสดอิสระร่วมกัน

ตารางที่3.3 สรุปการพัฒนาตัวแบบ และ สมการที่ใช้ในการวิจัย

equation	Model development	Adjust R^2
(1)	$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it-1} + \alpha_2 TACC_{it} + \alpha_3 FCF_{it} + \varepsilon_{it}$	adj $R^2_{(1)}$
(2)	$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 TACC_{it} + \varepsilon_{it}$	adj $R^2_{(2)}$
(3)	$P_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 BV_{it-1} + \gamma_3 FCF_{it} + \varepsilon_{it}$	adj $R^2_{(3)}$
adj R^2_{TACC}	adj R2(3) - adj R2(1)	
adj R^2_{FCF}	adj R2(2) - adj R2(1)	
adj R^2_{com}	$R^2_{(1)}$ - adj R^2_{TACC} - adj	

โดยจะมีราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิเป็นตัวแปรควบคุมสำหรับทั้งสามสมการ และในการใช้ข้อมูลราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ ณ วันสิ้นปี โดยในแต่ละสมการจะมีตัวแปรรายการคงค้างและตัวแปรกระแสเงินสดอิสระ ซึ่งที่สุดแล้วข้อมูลทางบัญชีทั้งสองตัวก็จะไปรวมอยู่ในราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ (ส่วนของผู้ถือหุ้น) ในงบดุล ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี ดังนั้น เพื่อไม่ให้เกิดการซ้อนทับกันของข้อมูล จึงใช้ตัวแปรราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ ณ วันสิ้นปี

3.5 สมมุติฐาน

งานวิจัยฉบับนี้จะเป็นการศึกษาแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ระหว่าง รายการคงค้างและรายการกระแสเงินสด ในแต่ช่วงวงจรชีวิตวงจรธุรกิจ จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมา ผู้วิจัยพบว่า ข้อมูลระหว่างรายการคงค้างและกระแสเงินสดจะให้ข้อมูลที่แตกต่างกันในแต่ละช่วงวงจรชีวิตธุรกิจ โดยสำหรับในช่วงเจริญเติบโต(growth stage) รายการคงค้างจะให้ข้อมูลที่ส่งผลต่อกำไรส่วนเกินมากที่สุดในขั้นนี้ ในขณะที่กระแสเงินสดอิสระจะให้ข้อมูลที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์สูงกว่าในช่วงชีวิตต่อมา ดังนั้นผู้วิจัยจึงคาดว่า

H1 ความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้าง(TACC) และ กระแสเงินสดอิสระ (FCF)เป็นไปในทิศทางลบ ในแต่ละช่วงวงจรชีวิต

Ref. code: 25595802110071ZTL

นอกจากผู้วิจัยจะคาดว่าทั้งสองตัวแปรจะมีความสัมพันธ์ทางลบกันแล้ว จากงานวิจัยของ Paul H. และ Nir Y.(2015) ทำให้คาดหวังเพิ่มว่า ค่าสัมประสิทธิ์ที่วัดได้ระหว่างรายการคงค้าง (TACC) และ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (FCF)จะมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญในแต่ละช่วงชีวิตวงจรธุรกิจ และจะมีค่าสูงที่สุด ในช่วงวงจรเจริญเติบโต(growth stage) และจะเริ่มลดลงในช่วงอิ่มตัว(maturity stage)

จากข้อสันนิฐานข้างต้นที่ทั้งสองตัวแปรจะให้ข้อมูลที่มีความแตกต่างกัน ดังนั้นความสามารถในการใช้ข้อมูลเพื่ออธิบายหลักทรัพย์ก็น่าจะแตกต่างกันด้วย โดยงานวิจัยทั้งในอดีตและปัจจุบันต่างมีผลการศึกษาที่เกี่ยวกับการอธิบายราคาหลักทรัพย์โดยใช้รายการคงค้างและกระแสเงินที่แตกต่างกันออกไป ส่วนมากยืนยันและสนับสนุนว่าข้อมูลกำไรทางบัญชีที่เกิดจากกระแสเงินสดจะสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ารายการคงค้าง ดังนั้นเพื่อยืนยันแนวคิดดังกล่าวผู้วิจัยจึงคาดว่า

H2 กระแสเงินสดอิสระมีแนวโน้มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ารายการคงค้าง

อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาในเรื่องช่วงเวลา(timing)ในวงจรชีวิตธุรกิจเข้ามาเกี่ยวข้องรายการคงค้างและกระแสเงินสดจะให้ข้อมูลที่แตกต่างกันในแต่ละช่วงวงจรชีวิตธุรกิจ รวมถึงความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงคงค้างและกระแสเงินสดจากการดำเนินการที่ผู้วิจัยคาดว่าจะมีความสัมพันธ์ทางบวกมากยิ่งขึ้นเมื่อบริษัทเริ่มก้าวเข้าสู่ช่วงระยะอิ่มตัว ดังนั้นผู้วิจัยจึงคาดว่าแนวโน้มความสามารถในการอธิบายรายการหลักทรัพย์ระหว่างรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากการดำเนินการ จะแตกต่างกันในแต่ละขั้นวงจรชีวิต

H3 Adjusted R-Square FCF หรือความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดอิสระ ในช่วงอิ่มตัวและถดถอยไม่ได้มีค่ามากกว่า Adjusted R-Square TACC หรือความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้าง อย่างมีนัยสำคัญ

ผู้วิจัยคาดว่ากิจการที่อยู่ในช่วงวงจรเจริญเติบโตกระแสเงินสดอิสระมีแนวโน้มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ารายการคงค้าง แต่เมื่ออยู่ในกลุ่มตัวอย่างของกิจการที่อยู่ในช่วงอิ่มตัวและถดถอย กระแสเงินสดอิสระมีแนวโน้มที่จะสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ไม่แตกต่างต่างหรือไม่ดีกว่ารายการคงค้างอย่างมีนัยสำคัญ

Ref. code: 25595802110071ZTL

บทที่ 4
ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ในบทนี้จะเป็นการแสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินที่มาจากฐานข้อมูล Eikon และData stream Thomson Reuters โดยข้อมูลจะครอบคลุมช่วงปี 2005-2015 รวมทั้งสิ้น 10 ปี การศึกษาครั้งนี้ใช้การแบ่งกลุ่มตัวอย่าง ออกเป็น3กลุ่มได้แก่ Growth,Maturity และDecline จากโปรแกรมSPSS และทำการวิเคราะห์ผลจากโปรแกรม STATA C13 โดยการทดสอบจะแบ่งออกเป็นสองส่วน โดนส่วนแรกจะเป็นการนำข้อมูลกลุ่มตัวอย่างในแต่ละขั้นวงจรชีวิต มาวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น เพื่อหาทิศทางความสัมพันธ์ในระหว่างตัวแปร ส่วนที่สองจะเป็นการวิเคราะห์ข้อมูลผ่านการทดสอบสมการความถดถอยเชิงพหุ เพื่อศึกษาแนวโน้มความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์

4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น

สำหรับข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาในกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดจะแสดงข้อมูลในตารางที่ 4.1 ทั้งข้อมูลค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และการกระจายของข้อมูล ของอัตราการเจริญเติบโต ค่าใช้จ่ายในการลงทุนและ อายุของกิจการโดยนับจากปีที่บริษัทจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ โดยจะทำการแสดงข้อมูล แบ่งออกเป็นกลุ่มช่วงวงจรชีวิตของธุรกิจ ได้แก่ ช่วงเจริญเติบโต ช่วงคงที่ และช่วงถดถอย

โดยอัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย มีแนวโน้มสูงขึ้นในกลุ่มอย่างเจริญเติบโต โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 30% และอัตราการเจริญเติบโตนี้จะลดลงในกลุ่มตัวอย่างที่อยู่ในขั้นวงจรต่อมา โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 17% สำหรับช่วงชีวิตคงที่ maturity และ 8% สำหรับกลุ่มตัวอย่างในช่วงชีวิตวงจรถดถอย

เปอร์เซ็นค่าเฉลี่ยค่าใช้จ่ายในการลงทุนรวมเฉลี่ย ต่อสินทรัพย์รวม ในกลุ่มเจริญเติบโตยังคงมีค่าสูงสุดในทิศทางลบ ที่ 6% และลดลงในทิศทางลบในวงจรชีวิตขั้นต่อไป โดยเฉลี่ยที่ 5% ต่อสินทรัพย์รวมในขั้นวงจรชีวิตคงที่ และ 4%ในขั้นวงจรชีวิตถดถอย สำหรับอายุของกิจการโดยนับจากปีที่บริษัทจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ โดยเฉลี่ยแล้วจะมากที่สุดในขั้นวงจรชีวิตวงจรถดถอย 37 ปีและลดน้อยลงในขั้นวงจรชีวิตคงที่ ที่ 24 ปี และอายุโดยเฉลี่ยน้อยที่สุดที่ 10 ปีในขั้นวงจรชีวิตเจริญเติบโต

Ref. code: 25595802110071ZTL

ตารางที่4.1 แสดงจำนวนบริษัทและค่าเฉลี่ยของข้อมูลแบ่งตามแต่ละขั้นวงจรชีวิตธุรกิจ

Stage	จำนวน(บริษัท)	ค่าสถิติ	Sale growth	Cape x	Firm age
Growth	102	Mean	30%	-0.06	10
		Median	17%	-0.07	11
		SD	0.4856	0.0522	3.5644
Maturity	149	Mean	17%	-0.05	24
		Median	10%	-0.05	24
		SD	0.3574	0.0361	2.6979
Decline	23	Mean	8%	-0.04	37
		Median	7%	-0.04	38
		SD	0.1188	0.0324	3.1878
รวม	274 บริษัท				

สำหรับข้อมูลในตารางที่4.2 แสดงข้อมูลทางสถิติที่สอดคล้องถึงลักษณะช่วงชีวิตในแต่ละวงจรธุรกิจ โดยจะอธิบาย ในเรื่อง MV หรือ Market value of equity โดยข้อมูลเชิงพรรณนาจะชี้ให้เห็นถึงความเชื่อมโยงกับ ปัจจัยในเรื่องช่วงวงจรธุรกิจ โดยรายการ working capital investment ลดลงในทิศทางเดียวกันตามแต่ละช่วงวงจรชีวิต โดยจะมีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในช่วงเจริญเติบโต ที่ 358.16 ร้อยล้านบาท และค่าเฉลี่ยต่ำที่สุดที่ขั้นวงจรถดถอย ที่ 195.68 ร้อยล้านบาท เมื่อเปรียบเทียบกับขนาดของกิจการ พบว่าในขั้นวงจรเจริญเติบโต บริษัทที่อยู่ในช่วงวงจรเจริญเติบโต มีแนวโน้มที่จะมีสินทรัพย์รวมสูงที่สุด

แต่อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณามูลค่าตลาดของบริษัทพบว่าในวงจรชีวิตเจริญเติบโตมีมูลค่าสูงที่สุด และเมื่อนำมาหักล้างกับมูลค่าสินทรัพย์เฉลี่ยพบว่าบริษัทในขั้นวงจรคงที่จะมีค่าความแตกต่างต่ำกว่าขั้นวงชีวิตเจริญเติบโต และยิ่งไปกว่านั้นในขั้นวงจรถดถอยมูลค่าตลาดจะใกล้เคียงกับมูลค่าของสินทรัพย์รวมเฉลี่ย ทั้งนี้อาจมาจาก การรับรู้มูลค่าตลาดของผู้ลงทุนในบริษัทที่จัดอยู่ในขั้นวงจรนี้ โอกาสในการเติบโตมีจำกัด จึงทำให้มูลค่าตลาดไม่สูงมากนักเมื่อเทียบกับขั้นวงจรชีวิตทางธุรกิจในขั้นอื่น ดังนั้นจึงไม่แปลกหากในหลายๆงานวิจัย รวมถึงการศึกษาในครั้งนี้ที่จะนำ อัตราการเจริญเติบมาเป็นเป็นตัวแบ่งขั้นวงจรชีวิตในแต่ละบริษัท นอกจากนี้ บริษัทที่อยู่ในช่วงเจริญเติบโต มีอัตราส่วน book to market ratio เท่ากับ 0.6209 ซึ่งต่ำกว่าและแตกต่างจากอัตราส่วน book to market ratio ของบริษัทที่อยู่ในวงจรคงที่และวงจรชีวิตถดถอย แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่อยู่ในช่วงคงที่มีความคล้ายคลึงกับบริษัทในช่วงถดถอย ซึ่งอาจเป็นหนึ่งในจุดที่ชี้ให้เห็นว่า บริษัทที่อยู่ในช่วงคงที่และถดถอยอาจให้ข้อมูลที่คล้ายคลึงกันมากกว่า บริษัทที่อยู่ในช่วงเจริญเติบโต

Ref. code: 25595802110071ZTL

ตารางที่4.2 แสดง จำนวนบริษัทและตัวแปรในการแบ่งกลุ่มตัวอย่างตามขั้นวงจรชีวิตธุรกิจ

Stage	จำนวน (บริษัท)	ค่าสถิติ	TACC	ΔWC	FCF	MV	B/P	Total Asset
Growth	102	Mean	30%	-0.06	10	358.16	0.6209	290.26
		Median	17%	-0.07	11	54.08	0.2903	30.27
		SD	0.4856	0.0522	3.5644	1,272.98	1.7624	1,433.21
Maturity	149	Mean	17%	-0.05	24	201.20	0.83	150.16
		Median	10%	-0.05	24	38.32	0.53	32.04
		SD	0.3574	0.0361	2.6979	513.19	1.58	508.35
Decline	23	Mean	8%	-0.04	37	195.68	0.7366	118.91
		Median	7%	-0.04	38	43.15	0.5258	42.04
		SD	0.1188	0.0324	3.1878	406.45	0.7446	213.20

จากตารางที่ 4.3 panel A แสดงให้เห็นความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ รวมไปถึงแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันเอง โดยแสดงค่าความสัมพันธ์แบบ Pearson correlation coefficients โดยความสัมพันธ์ระหว่าง TACC และ FCF มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางลบ(-0.142) และเมื่อทดสอบความสัมพันธ์ ระหว่างTACC และ FCF ในแต่ละช่วงวงจรชีวิต พบว่า จะมีความสัมพันธ์กันต่ำที่สุดในทิศทางลบ คือกลุ่มบริษัทที่ถูกแบ่งในช่วงวงจรเจริญเติบโต (-0.0957) และขนาดสูงที่สุดในขั้นวงจรชีวิตต่อมา คือขั้นวงจรคงที่(-0.1365) และถดถอย (-0.1612) ผลความสัมพันธ์ข้างต้นนี้ชี้ให้เห็นว่า ข้อมูลความสัมพันธ์ระหว่าง TACC และ FCF ในขั้นเจริญเติบโต และ ในส่วนของขั้นวงจรชีวิตต่อมาคือขั้นวงจรคงที่ และถดถอย มีลักษณะที่มีความเฉพาะเจาะจง (Unique) หรือไม่คล้ายคลึงกัน

ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรราคาหลักทรัพย์ หรือP ซึ่งใช้เป็นตัวแปรตาม ในงานวิจัยครั้งนี้มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ กับราคาตามบัญชี หรือ BV ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุม ที่ใช้การศึกษาครั้งนี้ โดยมี ค่าสัมประสิทธ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ 0.563 สำหรับข้อมูลโดยรวม และเมื่อแยกตามแต่ละกลุ่มช่วงชีวิต ความสัมพันธ์ก็ยังเป็นไปในทิศทางบวกเช่นเดียวกัน โดยในช่วงชีวิตเจริญเติบโต คงที่และถดถอย มีค่าสัมประสิทธ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ 0.6927 0.2637 0.5958 ตามลำดับ นอกจากนี้ยังมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับรายการคงค้าง โดยมีค่าสัมประสิทธ์สหสัมพันธ์ เพียง0.4957 แต่มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดอิสระ เท่ากับ0.6189 แสดงให้เห็นว่า ราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดอิสระ มากกว่ารายการคงค้าง แต่เมื่อพิจารณาผลลัพธ์ใน ตารางที่ 3 Panel B ถึง Panel D พบว่ากลุ่มบริษัทที่อยู่ในขั้นวงจรเจริญเติบโต พบว่าราคาหลักทรัพย์มี

Ref. code: 25595802110071ZTL

ความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดอิสระมากกว่า ค่าความสัมพันธ์กับรายการคงค้าง มากที่สุด(ค่าสัมประสิทธ์สหสัมพันธ์ P-TACC นำมาลบกับ ค่าสัมประสิทธ์สหสัมพันธ์ P-FCF) เท่ากับ 0.1219 และพบว่าความแตกต่างระหว่างค่าสัมประสิทธ์สหสัมพันธ์ P-TACC กับ ค่าสัมประสิทธ์สหสัมพันธ์ P-FCF จะลดน้อยลงในกลุ่มของช่วงชีวิตคงที่ และถดถอย

ตารางที่ 4.3 ตารางแสดงความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

Panel A: All				
	P	BV	TACC	CFO
P	1			
BV	0.563	1		
TACC	0.4957	0.362	1	
FCF	0.6189	0.4029	-0.142	1

Panel B: Growth stage				
	P	BV	TACC	CFO
P	1			
BV	0.6927	1		
TACC	0.4846	0.5933	1	
FCF	0.774	0.4466	-0.0957	1

Panel C: Maturity stage				
	P	BV	TACC	CFO
P	1			
BV	0.2637	1		
TACC	0.5096	0.2284	1	
FCF	0.6521	0.223	-0.1365	1

Panel D: Decline stage				
	P	BV	TACC	CFO
P	1			
BV	0.5958	1		
TACC	0.7021	0.3795	1	
FCF	0.3635	0.1954	-0.1612	1

Ref. code: 25595802110071ZTL

ตารางข้างต้นนี้แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ รวมไปถึงแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันเอง โดยแสดงค่าความสัมพันธ์แบบ Pearson correlation coefficients โดยแสดงแยกตามแต่ละกลุ่มขั้นวงจรชีวิต ทั้งนี้ตัวแปรตามได้แก่ ราคาหุ้น หรือ P และตัวแปรอิสระได้แก่ กระแสเงินสดอิสระ หรือFCF และรายการคงค้าง หรือ TACC ข้อมูลทั้งหมดมาจากข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2548-2558

4.2 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

จากสมการที่ใช้เป็นโมเดล เพื่อทำการทดสอบ ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ จะแยกแสดงได้เป็น 3 สามการ ดังนี้

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it-1} + \alpha_2 TACC_{it} + \alpha_3 FCF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

สำหรับสมการที่ (1) เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ราคาหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงวงจรชีวิตธุรกิจกับรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน จากการทบทวนวรรณกรรมได้มีงานวิจัยจำนวนมากที่มีการแยกองค์ประกอบกำไร เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Sloan (1996) ที่ได้แยกองค์ประกอบกำไรออกเป็น รายการคงค้างและกระแสเงินสด ดังนั้นสำหรับข้อมูลทางบัญชีในงานวิจัยครั้งนี้ รายการกำไรสุทธิจะประกอบด้วยกำไรตามเกณฑ์เงินสดและกำไรตามเกณฑ์คงค้าง โดยจะแทนกระแสเงินสดอิสระเป็นเหมือนกระแสเงินสด ซึ่งเกิดจากกำไรสุทธิที่ไม่รวมรายการคงค้างทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานและการตัดสินใจลงทุน ซึ่งจากสมการที่(1) สามารถแยกส่วนประกอบ ได้เป็น 2สมการดังนี้

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 TACC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$P_{it} = Y_0 + Y_1 BV_{it-1} + Y_3 FCF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

สมการที่ (2) และ (3) เป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์ กับรายการคงค้าง และระหว่างราคาหลักทรัพย์กับกระแสเงินสดอิสระตามลำดับ โดยการวิเคราะห์ผลจะแสดงค่า P-value ณ ระดับนัยสำคัญที่ 95% และ ค่า Adjust R-Square โดยจะนำค่า Adjust R-Square ที่ได้ มาอธิบายถึงแนวโน้มความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ โดยผลลัพธ์ที่ได้จะแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์ หรือ P กับตัวแปรอิสระต่างๆ ทั้งนี้ได้อ้างอิงมากจากผลงานวิจัยของ Collins et al. (1997) ใช้ค่า Adjust R-Square เป็นตัวดูถึงความสามารถและแนวโน้มความสามารถของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา โดยจะใช้ข้อมูลทางการเงินของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งได้แก่รายการคงค้าง และกระแสเงินสดอิสระ โดยที่มีราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิเป็นตัวแปรควบคุม ใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี 2548-2558 ที่ผ่านเกณฑ์เงื่อนไขที่กำหนดไว้ในบทที่ 3

Ref. code: 25595802110071ZTL

ในการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ ได้มีการทำการตัดชุดข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (outliners) ของตัวแปรตามหรือBV ออก 10% หรือ 250 จำนวน เพื่อให้ความสัมพันธ์ของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ อยู่ในรูปเชิงเส้นก่อนจะนำมาหาค่าสัมประสิทธิ์เพื่อทดสอบสมมุติฐานการวิจัย โดยมีการตัดค่าผิดปกติของชุดข้อมูลจากข้อมูลจำนวน 2,516 ข้อมูล ที่นำมาวิเคราะห์ผลรวม 10 ปี เพื่อให้เหลือข้อมูลสำหรับการวิเคราะห์ผลโดยรวมจำนวน 2,266 ข้อมูล

ตารางที่ 4.4 แสดงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้างและกระแสเงินสดอิสระร่วมกัน

Equation(1)	$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it-1} + \alpha_2 TACC_{it} + \alpha_3 FCF_{it} + \varepsilon_{it}$				
Stage	α_0	BV	TACC	FCF	adj $R^2_{(1)}$
Pool	-5.9363	0.4928	13.2589	15.1991	0.5715
Growth	2.3900	0.9942	6.1477	4.0848	0.7150
Maturity	6.1435	0.1044	13.0390	8.9347	0.6380
Decline	4.1023	0.4710	11.8219	6.5483	0.8396

หมายเหตุ : จากตารางข้างต้นแสดงค่าเฉลี่ยของค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย และค่า P-Value จากสมการถดถอย (1) ในแต่ละปี ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ซึ่งค่า P-Value แสดงอยู่ในวงเล็บ และแสดงผลการวิเคราะห์ รวม 10 ปี (Pooled) โดยที่ N = จำนวนข้อมูล ภายหลังตัดชุดข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์และค่าผิดปกติ (Outliers)

Ref. code: 25595802110071ZTL

ตารางที่ 4.5 แสดงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้างและกระแสเงินสด อิสระร่วมกัน แยกตามช่วงวงชีวิตทางธุรกิจ

Equation(1)	$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it-1} + \alpha_2 TACC_{it} + \alpha_3 FCF_{it} + \varepsilon_{it}$		
Stage	adj $R^2_{(1)}$		
	Growth	Maturity	Decline
Pool	0.8060	0.7167	0.7262
2558	0.8540	0.6557	0.5947
2557	0.8462	0.8953	0.8273
2556	0.7634	0.897	0.7986
2555	0.88	0.6196	0.744
2554	0.3818	0.2712	0.264
2553	0.7222	0.7535	0.7488
2552	0.857	0.681	0.8498
2551	0.7624	0.487	0.9001
2550	0.5103	0.615	0.8009
2549	0.9829	0.6916	0.8899

4.2.1 ผลการวิเคราะห์

ตารางที่ 4.4 จากการวิเคราะห์ถดถอยแบบPool(ทำการทดสอบรวมกันของกลุ่มตัวอย่าง ทุกปี ตั้งแต่ 2549-2558) ณ ระดับนัยสำคัญ 95% หรือ 0.05 ได้ค่า adjust r-square เท่ากับ 0.5715 ชี้ให้เห็นว่ารายการคงค้างและกระแสเงินสดอิสระ มีความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ร่วมกันประมาณ 57% ซึ่งจัดว่ามีความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ได้ดี แต่ทั้งนี้เพราะข้อมูลที่ทำการศึกษานั้น อยู่ในช่วงที่มีเหตุการณ์ความไม่ปกติทางการเมือง รวมไปถึงเหตุการณ์อุทกภัยครั้งใหญ่ที่สร้างความเสียหายทางเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศไทย ในช่วงปี 2554 ซึ่งหากพิจารณาค่า adjust r-square ในปี 2554 จะเท่ากับเพียง 0.264 และเมื่อพิจารณาตามกลุ่มของช่วงชีวิตทางธุรกิจพบว่า ในระยะอิ่มตัวและถดถอย มีค่า adjust r-square ที่ใกล้เคียงกัน แต่ในช่วงระยะเจริญเติบโตจะมีค่า adjust r-square ที่แตกต่างออกไปคือ 0.8060 อย่างไรก็ดี ยังไม่สามารถใช้สมการการวิเคราะห์ถดถอยนี้อธิบายว่าข้อมูลทางบัญชีใดที่ใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ ได้มากกว่ากัน เนื่องจากเป็นการพิจารณาร่วมกันของทั้งสองปัจจัย ทั้งนี้จะพิจารณาได้จาก ตารางที่ 4.6 ดังจะกล่าวต่อไป

Ref. code: 25595802110071ZTL

ตารางที่ 4.6 แสดงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ของรายการคงค้าง

Equation(2)	$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 TACC_{it} + \varepsilon_{it}$			
Stage	β_0	BV	TACC	adj $R^2_{(2)}$
Pool	-4.043622	1.192707	10.18033	0.4145
Growth	2.5695	0.9925	4.6258	0.5871
Maturity	13.50385	0.7126764	3.635168	0.2426
Decline	12.40019	0.640352	6.784075	0.4174

ตารางที่ 4.7 แสดงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ของรายการคงค้าง

Equation(2)	$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 TACC_{it} + \varepsilon_{it}$		
Stage	adj $R^2_{(2)}$		
	Growth	Maturity	Decline
	0.50753	0.44862	0.6392
2558	0.4516	0.3588	0.1698
2557	0.5531	0.4468	0.2557
2556	0.2296	0.5556	0.7842
2555	0.5748	0.5345	0.6594
2554	0.584	0.3343	0.1649
2553	0.5645	0.2614	0.6441
2552	0.4376	0.5484	0.7994
2551	0.4391	0.4239	0.8665
2550	0.4391	0.5104	0.7985
2549	0.8019	0.5121	0.7798

ตารางที่ 4.8 แสดงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดอิสระ

Equation(3)	$P_{it} = \Upsilon_0 + \Upsilon_1 BV_{it-1} + \Upsilon_3 FCF_{it} + \varepsilon_{it}$			
Stage	β_0	BV	TACC	adj $R^2_{(3)}$
Pool	2.933482	1.011741	12.89664	0.5001
Growth	1.5312	0.4688	4.5266	0.6828
Maturity	7.874284	0.4444952	9.34495	0.4493
Decline	6.83698	3.455688	0.6686553	0.3499

Ref. code: 25595802110071ZTL

ตารางที่4.9 แสดงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดอิสระ แยกตามช่วงวงชีวิตทางธุรกิจ

Equation(3)	$P_{it} = \Upsilon_0 + \Upsilon_1 BV_{it-1} + \Upsilon_3 FCF_{it} + \varepsilon_{it}$		
Stage	adj $R^2_{(3)}$		
	Growth	Maturity	Decline
Pool	0.6828	0.4493	0.55075
2558	0.4555	0.3718	0.5446
2557	0.5276	0.1583	0.2864
2556	0.4289	0.3352	0.1058
2555	0.6245	0.5464	0.6469
2554	0.6656	0.8048	0.15
2553	0.6353	0.6482	0.712
2552	0.445	0.4009	0.8089
2551	0.4482	0.1474	0.7654
2550	0.4482	0.5411	0.7093
2549	0.6682	0.5413	0.7782

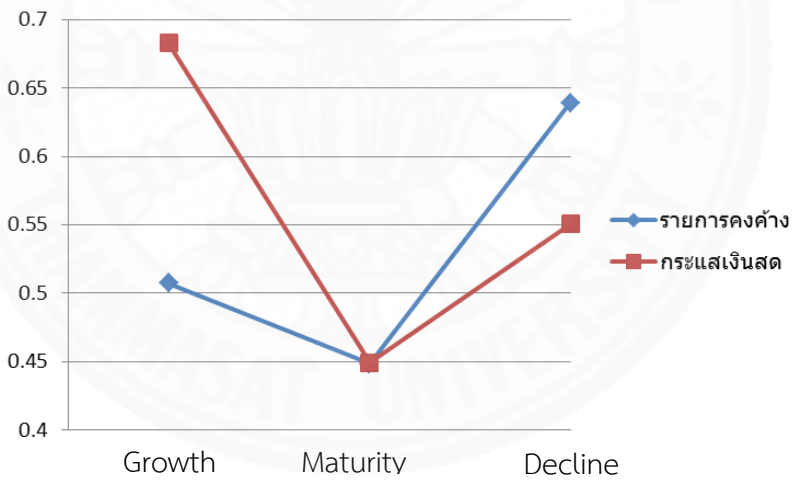
จากตารางที่ 4.6 และตารางที่ 4.8 จากการวิเคราะห์ถดถอยแบบPool(ทำการทดสอบรวมกันของกลุ่มตัวอย่าง ทุกปี ตั้งแต่ 2549-2558) ณ ระดับนัยสำคัญ 95% หรือ 0.05 ได้ค่า adjust r-square เท่ากับ 0.4145 และ0.5001 ตามลำดับ ชี้ให้เห็นว่ารายการคงค้างมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ adjust r-square ประมาณ 41.45% และกระแสเงินสดอิสระมีความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ประมาณ 50.01% ซึ่งเมื่อมองในภาพรวมแล้วกระแสเงินสดอิสระมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้าง แต่หากพิจารณาตามช่วงชีวิตของธุรกิจแต่ละกลุ่ม พบว่าในกลุ่มช่วงวงจรชีวิตคงที่ ผลทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 รายการคงค้าง และกระแสเงินสดอิสระ มีความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ใกล้เคียงกัน นั่นคือ ค่า adjust r-square(2) และ adjust r-square(3) 0.4486 และ 0.4493 ตามลำดับ รวมไปถึงในกลุ่มถดถอย ที่มีค่า adjust r-square(2) และ adjust r-square(3) เท่ากับ 0.6392และ 0.5508 ตามลำดับ ทั้งนี้จากผลข้อมูลทางเศรษฐกิจของช่วงวงจรชีวิตทางธุรกิจ แสดงให้เห็นว่ากลุ่มกิจการที่จัดอยู่ในช่วงชีวิตเจริญเติบโต มีความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ได้แตกต่างกันมากกว่าช่วงชีวิตอื่น อาจเป็นเพราะ ช่วงเจริญเติบโต เป็นช่วงที่บริษัทมีความสามารถในการแข่งขันสูงที่สุด รวมไปถึงเป็นช่วงความสามารถในการก่อรายได้ก็สูงที่สุดเช่นเดียวกัน สอดคล้องกับ Paul and Nir (2015) ส่วนช่วงวงจรชีวิตคงที่และถดถอย นั้นมูลค่าการก่อให้เกิดกระแสเงินสดในอนาคตจากการดำเนินงานอาจ

Ref. code: 25595802110071ZTL

ยังมีอยู่ แต่โอกาสในการเจริญเติบโตถูกจำกัดและความสามารถในการทำกำไรน้อยลง หรืออาจเกิดจากการที่ลักษณะของบริษัทในช่วงวงจรชีวิตคงที่และถดถอยทำให้นักลงทุนอาจเห็นถึงความสำคัญของข้อมูลกระแสเงินสดลดลง และอาจเป็นผลมาจากการตกแต่งตัวเลขกำไรที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น (manage up)เพื่อปกปิดผลการดำเนินงานที่แท้จริงที่อยู่ในช่วงการดำเนินงานขาลง หรืออาจทำการตกแต่งกำไรในทางลดลง(manage down) เพื่อที่จะทำการเก็บผลการดำเนินการไปใช้ในอนาคต เนื่องจากในปีปัจจุบันอาจไม่สามารถทำผลการดำเนินงานให้ถึงเป้าหมาย ซึ่งการตกแต่งกำไรทั้ง (manage up และ manage down) อาจทำให้นักลงทุน หรือผู้ใช้งบที่ไม่มีประสบการณ์จนอาจเข้าใจผิดได้ทั้งที่ความจริงแล้วมูลค่าของบริษัทที่แท้จริงไม่ใช่อย่างที่เปิดเผยไว้ในงบการเงิน

ตารางที่4.10 ตารางสรุปผล adjust r-square

ช่วงวงจรชีวิต	รายการคงค้าง	กระแสเงินสด	ผลต่างระหว่างสองปัจจัย
Growth	0.50753	0.6828	-0.1753
Mat	0.44862	0.4493	-0.0007
Decline	0.6392	0.55075	0.0884



ภาพที่ 4.1 แสดงกราฟ แสดงผล adjust r-square ในแต่ช่วงวงจรชีวิตทางธุรกิจ

Ref. code: 25595802110071ZTL

บทที่ 5
สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

ในการศึกษาแนวโน้มความสามารถของรายการคงค้างและรายการกระแสเงินสดในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยแบ่งตามช่วงอายุของวงจรชีวิตธุรกิจเป็นผลมาจากการศึกษาในอดีตที่มีการศึกษาเพียงแนวโน้มความสามารถของรายการคงค้างและรายการกระแสเงินสดในการอธิบายราคาหลักทรัพย์โดยรวมเท่านั้น แต่เมื่อพิจารณาเอาแนวคิดเกี่ยวกับวงจรชีวิตธุรกิจในแต่ละช่วง มีแนวโน้มที่จะทำให้ไม่สอดคล้องกับหลักฐานและงานวิจัยที่ศึกษาและพบในประเทศไทย เนื่องจากหากดูหลักการทำงานของการบัญชีแบบเกณฑ์คงค้าง กิจการจะต้องบันทึก รายรับและรายจ่าย ให้สัมพันธ์กับระยะเวลาที่รายรับและรายจ่าย นั้นเกิดขึ้น ในขณะที่กระแสเงินสดจะบันทึกเมื่อมีการไหลเข้า-ออกของเงินสดเกิดขึ้น ซึ่งจะมีผลต่อรายรับและรายจ่ายที่เกิดจากการจัดหาและใช้งานในสินทรัพย์ระยะยาว (long term asset) โดยกิจการจะไม่สามารถบันทึก เป็นค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานทั้งหมดได้ ภายใน1รอบระยะเวลาบัญชีเดียวกัน หรือบันทึกค่าใช้จ่ายทั้งหมดล่วงหน้าไว้ขณะเริ่มซื้อสินทรัพย์เข้ามาไว้ในงบกำไรขาดทุนได้ เนื่องจากสินทรัพย์ระยะยาวเหล่านั้นสามารถให้ประโยชน์เชิงเศรษฐกิจได้เกินกว่า 1 รอบระยะเวลาบัญชี จึงต้องทำการบันทึกมูลค่าสินทรัพย์ไว้ในงบแสดงฐานะการเงินและแต่ละปีเมื่อเวลาผ่านไป กิจการจึงจะสามารถเอาบางส่วนของมูลค่าสินทรัพย์มาบันทึกเป็นค่าใช้จ่าย (capitalization)ได้

ดังนั้นในเรื่องของเวลา(timing issue)และช่วงวงจรชีวิตธุรกิจ จึงสำคัญต่อรายการบัญชีตามเกณฑ์คงค้าง เนื่องจากการลงทุนในสินทรัพย์ระยะยาวสำคัญต่อกิจการที่อยู่ในช่วงแรกของวงจรธุรกิจ หากเพิกเฉยต่อเรื่องดังกล่าวอาจส่งผลกระทบต่อการวัดทั้งรายการคงค้างและกระแสเงินสดได้ และงานวิจัยในต่างประเทศก็พบว่า รายการคงค้างและกระแสเงินสดให้ข้อมูลที่แตกต่างกันในแต่ละขั้นของวงจรชีวิตธุรกิจที่ต่างกันออกไป โดยพบว่าจะมีความสัมพันธ์กันในทิศทางลบมากที่สุดในขั้นเจริญเติบโต แต่จะเริ่มมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางบวกมากขึ้นในขั้น อิ่มตัว(Maturity) และถดถอย(decline) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าในช่วงเจริญเติบโตกิจการจะมีข้อมูลที่มีความเป็นเอกลักษณ์ (unique)

งานวิจัยชิ้นนี้จึงสนใจที่จะศึกษาแนวคิดในเรื่องวงจรชีวิตธุรกิจว่าจะส่งผลต่อต่อแนวโน้มของระดับรายการคงค้างซึ่งถือเป็นส่วนประกอบของกำไรสุทธิที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง

Ref. code: 25595802110071ZTL

และระดับกระแสเงินสดซึ่งจัดทำขึ้นตามเกณฑ์เงินสด ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแตกต่างกันในแต่ละช่วงวงจรชีวิตหรือไม่ โดยทำการแบ่งกลุ่มออกเป็น 3กลุ่ม ตามระยะหรือช่วงวงจรชีวิตธุรกิจ คือ ระยะเจริญเติบโต ระยะอิ่มตัว และระยะถดถอย

โดยจะทำการทดสอบสมมุติฐานที่ว่า ความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้าง(TACC) และกระแสเงินสดอิสระ (FCF)เป็นไปในทิศทางใด ในแต่ละช่วงวงจรชีวิต ในตอนแรกผู้วิจัยจะคาดว่าทั้งสองตัวแปรจะมีความแตกต่างกันหรือมีความสัมพันธ์ทางลบกันแล้ว อ้างอิงจากงานวิจัยของ Paul&Nir (2015) ทำให้คาดหวังเพิ่มว่า ค่าสัมประสิทธ์ที่วัดได้ระหว่างรายการคงค้าง(TACC) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (FCF)จะมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญในแต่ละช่วงชีวิตวงจรธุรกิจ และจะมีค่าสูงที่สุด ในช่วงวงจรเจริญเติบโต(growth stage) และจะเริ่มลดลงในช่วงอิ่มตัว (maturity stage) ซึ่งจากผลการทดสอบพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างTACC และ FCF มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางลบ(-0.142)ในภาพรวม และเมื่อทดสอบความสัมพันธ์ ระหว่างTACC และ FCF ในแต่ละช่วงวงจรชีวิตพบว่า จะมีความสัมพันธ์กันกันน้อยที่สุดในทิศทางลบในช่วงวงจรเจริญเติบโต และขนาดสูงที่สุดในขั้นวงจรชีวิตต่อมา ผลความสัมพันธ์ข้างต้นนี้ชี้ให้เห็นว่า ข้อมูลความสัมพันธ์ระหว่าง TACC และ FCF ในขั้นเจริญเติบโต และ ในส่วนของขั้นวงจรชีวิตต่อมาคือขั้นวงจรคงที่ และถดถอย มีลักษณะที่มีความเฉพาะเจาะจง(Unique)ในแต่ละช่วงชีวิตทางธุรกิจ หรือไม่คล้ายคลึงกัน

นอกจากข้อสันนิฐานข้างต้นจะพิสูจน์แล้วว่าทั้งสองตัวแปรจะให้ข้อมูลที่มีความแตกต่างกัน ดังนั้นจึงเชื่อว่าความสามารถในการใช้ข้อมูลเพื่ออธิบายหลักทรัพย์ก็น่าจะแตกต่างกันด้วย โดยงานวิจัยทั้งในอดีตและปัจจุบันต่างมีผลการศึกษาที่เกี่ยวกับการอธิบายราคาหลักทรัพย์โดยใช้รายการคงค้างและกระแสเงินที่แตกต่างกันออกไป ส่วนมากจะเป็นการยืนยันและสนับสนุนว่าข้อมูลกำไรทางบัญชีที่เกิดจากกระแสเงินสด จะสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ารายการคงค้าง ดังนั้นเพื่อยืนยันแนวคิดดังกล่าวผู้วิจัยจึงคาดว่า กระแสเงินจะมีแนวโน้มความสามารถการ อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่าการใช้รายการคงค้างอธิบาย

จากผลการวิเคราะห์ชี้ให้เห็นว่ารายการคงค้างมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ โดยค่า Adjust R-Squareของรายการคงค้าง น้อยกว่า ค่า Adjust R-Square กระแสเงินสดอิสระ ดังนั้นในภาพรวมแล้วกระแสเงินสดอิสระมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้าง แต่ หากพิจารณาตามกลุ่มช่วงชีวิตของธุรกิจพบว่า ในกลุ่มช่วงวงชีวิตคงที่ ผลทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 รายการคงค้าง และกระแสเงินสดอิสระ มีความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ใกล้เคียงกัน รวมไปถึงในกลุ่มถดถอย ทั้งนี้จากผลข้อมูลทางเศรษฐกิจดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าการที่ช่วงชีวิตเจริญเติบโตมีความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ได้แตกต่างกันมากกว่า อาจเป็นเพราะ ช่วงเจริญเติบโต เป็นช่วงที่บริษัทมีความสามารถในการแข่งขันสูงที่สุด รวม

Ref. code: 25595802110071ZTL

ไปถึงเป็นช่วงความสามารถในการก่อรายได้ก็สูงที่สุดเช่นเดียวกัน สอดคล้องกับ Nir Y.(2015) ส่วนช่วงวงจรชีวิต คงที่และถดถอยนั้นมูลค่าการก่อให้เกิดกระแสเงินสดในอนาคตจากการดำเนินงานอาจยังมีอยู่ แต่โอกาสในการเจริญเติบโตถูกจำกัดและความสามารถในการทำกำไรน้อยลง หรืออาจเกิดจากการที่ลักษณะของบริษัทในช่วงวงจรชีวิต คงที่และถดถอยทำให้นักลงทุนอาจเห็นถึงความสำคัญของข้อมูลกระแสเงินสดลดลง และอาจเป็นผลมาจากการตกแต่งตัวเลขกำไรที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น (manage up)เพื่อปกปิดผลการดำเนินงานที่แท้จริงที่อยู่ในช่วงการดำเนินงานขาลง หรืออาจทำการตกแต่งกำไรในทางลดลง (manage down) เพื่อที่จะทำการเก็บผลการดำเนินการไปใช้ในอนาคต เนื่องจากในปีปัจจุบันอาจไม่สามารถทำผลการดำเนินงานให้ถึงเป้าหมาย ซึ่งการตกแต่งกำไรทั้ง (manage up และ manage down) อาจทำให้นักลงทุน หรือผู้ใช้งบที่ไม่มีประสบการณ์เข้าใจผิดได้ทั้งที่ความจริงแล้วมูลค่าของบริษัทที่แท้จริงไม่ใช่อย่างที่ได้เปิดเผยในงบการเงิน

5.2 ข้อเสนอแนะของงานวิจัยในอนาคต

5.2.1 ในการวิจัยครั้งนี้ไม่ได้มีการแบ่งแยกข้อมูลตามกลุ่มอุตสาหกรรม

แต่ละอุตสาหกรรมอาจมีลักษณะตามแต่ละช่วงเวลาที่แตกต่างกัน ซึ่งอาจส่งผลต่อผลงานวิจัยที่อาจแตกต่างออกไป ดังนั้นงานวิจัยในอนาคต อาจมีการวิเคราะห์ข้อมูลแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อให้ทราบถึงความสามารถและแนวโน้มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของข้อมูล โดยจากทำโดยการเลือกกลุ่มอุตสาหกรรมที่คาดว่าน่าจะมีผลการวิเคราะห์ที่แตกต่างจากกลุ่ม เช่น กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ที่ในช่วงเริ่มต้นอาจมีการลงทุนที่ค่อนข้างสูง แต่ด้วยลักษณะของอสังหาริมทรัพย์ที่จะมีการเพิ่มมูลค่าสูงขึ้นเรื่อยๆในอนาคต ก็อาจจะทำให้กิจการมีผลการดำเนินงานหรือมูลค่าของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น ตรงข้ามกับอุตสาหกรรมที่เกี่ยวกับเทคโนยีที่จะสวนทางกัน

5.2.2 จำแนกตามส่วนงาน

ในการวิจัยครั้งนี้ไม่ได้มีการนำข้อมูลมาจำแนกตามส่วนงานเช่นนำข้อมูลกระแสเงินสดมาแยกเป็นแต่ละส่วน ทำให้ไม่ทราบว่าผลการดำเนินงานมาจากส่วนไหน เพื่อที่ทำให้ผู้ใช้งบทราบว่าข้อมูลทางบัญชีของแต่ละส่วนงานมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากน้อยเพียงใด

5.2.3 วิเคราะห์เพื่อหาปัจจัยที่อาจส่งผลต่อการอธิบายราคาหลักทรัพย์

ในการวิจัยครั้งนี้ไม่ได้มีการนำปัจจัยที่อาจส่งผลต่อการอธิบายราคาหลักทรัพย์แยกตามแต่ละช่วงวงจรชีวิตธุรกิจมาศึกษาเพิ่มเติม รวมทั้งในอนาคตเมื่อผู้ลงทุนมีความรู้มากขึ้นก็อาจมีปัจจัยอื่นๆในการวิเคราะห์ข้อมูลมากขึ้น เช่นการวิเคราะห์เปรียบเทียบระหว่างกิจการที่มีผลกำไรจากการดำเนินงานเปรียบเทียบกับกิจการที่มีผลการดำเนินขาดทุน เป็นต้น

Ref. code: 25595802110071ZTL

5.3.4 เพิ่มจำนวนปีที่ทำการศึกษา

เนื่องจากมีข้อจำกัดในด้านเวลาที่ทำการศึกษา ผู้ทำวิจัยจึงศึกษาเพียง 10 ปี เท่านั้นดังนั้นในอนาคตหากมีการเพิ่มระยะเวลาการศึกษาให้มากขึ้น ก็อาจทำให้เห็นแนวโน้มที่ชัดเจนมากขึ้น

Ref. code: 25595802110071ZTL

รายการอ้างอิง

วิทยานิพนธ์

ธีรพล เลี้ยงวัฒนธรรม.(2554).

ความยั่งยืนและการตอบรับของราคาหลักทรัพย์ต่อองค์ประกอบของกระแสเงินสดในกาไรและรายการคงค้าง. การศึกษาอิสระตามหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต,มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

นลินรัตน์ วรรัตน์โภคา.(2551).

แนวโน้มของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดาเนินงาน ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ : การวิจัยเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์นี้ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต,จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

พัชรสุดา ปัญญาชื่นสกุลสุข. (2551).

ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดาเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ : กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Articles

A., H. (2004). *Impact of Earnings Management on Value-Relevance of Accounting*. Managerial Finance , 1-15.

Anthony, J., and K. Ramesh. (1992). *Association between accounting performance measures and stock prices.* Journal of Accounting and Economics, 203-227.

B., W. (1985). *The dynamics of prices and market shares over the product life cycle*. Management Science, 928-939.

Bhattacharya, N., E. Black, T. Christensen, and R. Mergenthaler. (2004). *Empirical evidence on recent trends. Accounting Horizons*, 27-44.

Black, L. E. (1998). *Life-cycle impacts on the incremental value-relevance of earnings and cash flow*. Journal of Financial Statement Analysis, 40-56.

Ref. code: 25595802110071ZTL

Bradshaw, M., M. Drake, J. Myers, and L. Myers. (2011). R*e-Examination of Analysts' Superiority over*. Working paper, Boston College, The Ohio State University, and University of Arkansas.

Caskey, J., and M. Hanlon. (2002). *Do Dividends Indicate Honesty*?. The Relation between Dividends and the Quality of Earnings.

Chen, S., M. DeFond, and C. Park. (2002). *Voluntary disclosure of balance sheet information in quarterly earnings announcements*. Journal of Accounting and Economics, 229–251.

Collins, D.W., Maydew, E.L. and Weiss, I.S. (1997). *Changes in The Value-Relevance*. Journal of Accounting &, 39-67.

Dechow, P., and W. Ge. (2006). *The persistence of earnings and cash flows and the role of special items: Implications for the accrual anomaly*. Review of Accounting Studies, 253-296.

Desai, H., C. Hogan, and M. Wilkins. (2006). *The reputational penalty for aggressive accounting: Earnings restatements and management turnove*r. The Accounting Review, 83-112.

Dickinson, V. (2011). *Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm.* The Accounting review American Accounting Association, 1969-1994.

Doyle, J., W. Ge, and S. McVay. (2007). *Determinants of weaknesses in internal control over financial reporting*. Journal of Accounting and Economics, 193–223.

Francis, J., J.D. Hanna, and L. Vincent. (1996). C*auses and effects of discretionary asset writeoffs*. Journal of Accounting Research Supplement, 117-134.

Graham, C.M. and Knight, J.R. (2000). *Cash Flows Versus Earnings in The Valuation of Equity*. Journal of Real Estate Portfolio Management, 17-25.

H., X. (2001). *The mispricing of abnormal accruals.* The Accounting Review, 357-373.

Hribar, P., and N. Yehuda. (2006). Life cycle, cost of capital, earnings persistence and stock returns. Working paper, Cornell University.

Khan, M., and R. Watts. (2009). *Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism*. Journal of Accounting and Economics, 132-150.

Ref. code: 25595802110071ZTL

Klein, A., and C. Marquardt. (2006). *Fundamentals of accounting losses*. The Accounting Review, 179-206.

Kochanek R. and Norgaard C. (1988). n*alyzing the components of operating cash flow: The charter company*. Accounting Horizons, 58-66.

Lin, J. L. (2007). *IPO auctions and private information.* Journal of Banking and Finance, 1483-1500.

Liu M. (2006). A*ccruals and managerial operating decisions over the firm life cycle*. Working paper, MIT Sloan School of Management.

Miller, D., & Friesen, P. H. . (1984). *A longitudinal study of the corporate life cycle.* Management Science, 1161-1183.

Mueller, D. C. (1972). *A life cycle theory of the firm*. Journal of Industrial Economics, 199–219.

Mueller, D. C. (1975). *Life cycle effects on corporate returns on retentions.* Review of Economics and Statistics, 400-9.

Park, Yonpae and Chen, Kung H. (2006). T*he Effect of Accounting Conservatism and Life-Cycle Stages on Firm Valuation*. Journal of Applied Business Research, 75-92.

Quinn, R. E., and Cameron k. (1983). *Organizational life cycle and shifting criteria of effectiveness*. Management Science 29, 33–51.

Richardson, S., R. Sloan, M. Soliman, and I. Tuna. (2005). *Accrual reliability, earnings persistence,and stock prices*. Journal of Accounting and Economics, 43-85.

Sloan R. (1996). *Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earning?* The Accounting Review 71, 289-315.

Spence M. (1981). T*he learning curve and competition. Bell Journal of Economics*. Journal of Economics, 49-70.

Spence, M. (1981). *The learning curve and competition. Bell Journal of Economics.* Journal of Economics, 49-70.

Stickney, C., P. Brown, and J. Whalen. (2004). *Financial Reporting and Statement Analysis*: A Strategic Perspective.

Ref. code: 25595802110071ZTL

Supattarakul, S. and Vivattanachang D. (2010). *The Persistence and Pricing of Earnings and their Cash Flow and Accrual Components: Empirical Evidence in Thailand*. Working Paper at Thammasat Business School.

Wasley C, and Wu J. (2006). *Why do managers voluntarily issue cash flow forecasts?* Journal of Accounting Research, 389-429.

White, G., A. Sondhi, and D. Fried. (2003). T*he Analysis and Use of Financial Statements.* Hoboken, NJ Wiley College Publishing.

Xie, H. (2001). *The mispricing of abnormal accruals.* The Accounting Review, 357-373.

Y., P. H. (2015). *The Mispricing of Cash Flows and Accruals*. Contemporary Accounting Research Vol. 32 No. 3 (Fall 2015) , 1053–1072.

Ref. code: 25595802110071ZTL

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาววริษฐา คณะธรรม
วันเดือนปีเกิด	3 มีนาคม พ.ศ.2536
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2558 บัญชีบัณฑิต (การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

Ref. code: 25595802110071ZTL