



เสถียรภาพในกำไรและการรับรู้ของตลาดทุนต่อองค์ประกอบของกำไร
กระแสเงินสด และรายการคงค้าง กรณีศึกษากิจการ
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวยศวดี ศรีรักษา

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2559

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

เสถียรภาพในกำไรและการรับรู้ของตลาดทุนต่อองค์ประกอบของกำไร
กระแสเงินสด และรายการคงค้าง กรณีศึกษากิจการ
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวยศวดี ศรีรักษา



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2559

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

THE PERSISTENCE AND THE MARKET PRICING OF EARNINGS,
CASH FLOW, AND ACCRUALS COMPONENTS: EVIDENCE
FROM THE LISTED COMPANIES IN STOCK
EXCHANGE of THAILAND

BY

MISS YODWADEE SRIRAKSA



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

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวศวดี ศรีรักษา

เรื่อง

เสถียรภาพในกำไรและการรับรู้ของตลาดหุ้นต่อองค์ประกอบของกำไร กระแสเงินสดและรายการคงค้าง
กรณีศึกษากิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บัญชีมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ

เมื่อ วันที่ 30 ธ.ค. 2560

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



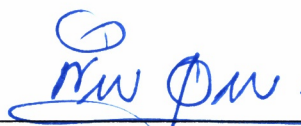
(รองศาสตราจารย์อัญชลี พิพัฒน์เสรีบุญ)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ศิลปพร ศรีจันเพชร)

คณบดี



(รองศาสตราจารย์ ดร. พิชพ อุตร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	เสถียรภาพในกำไรและการรับรู้ของตลาดหุ้นต่อ องค์ประกอบของกำไร กระแสเงินสด และรายการคงค้าง กรณีศึกษากิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นางสาวศวดี ศรีรักษา
ชื่อปริญญา	บัญชีมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจั่นเพชร
ปีการศึกษา	2559

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาเชิงประจักษ์เกี่ยวกับเสถียรภาพในกำไร (Earnings Persistence) และการรับรู้ของตลาดหุ้นเกี่ยวกับเสถียรภาพในกำไรในอนาคต (Market pricing) ขององค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide component) และองค์ประกอบส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific component) ในกำไร กระแสเงินสด และรายการคงค้าง โดยใช้วิธีทดสอบที่เสนอโดย Mishkin (1983) พบว่า นักลงทุนในตลาดหุ้นไทยประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรที่สูง (ต่ำ) ขององค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรม (ส่วนเฉพาะกิจการ) ในกำไรต่ำไป นอกจากนี้ยังพบว่ากระแสเงินสดที่มาจากส่วนอุตสาหกรรมเป็นองค์ประกอบของกำไรที่มีเสถียรภาพในกำไรสูงที่สุดในขณะที่รายการคงค้างที่มาจากส่วนเฉพาะกิจการเป็นองค์ประกอบของกำไรที่มีเสถียรภาพต่ำที่สุด และนักลงทุนประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของทั้งสององค์ประกอบนี้ต่ำเกินไป โดยสรุปนักลงทุนในตลาดหุ้นไทยประเมินมูลค่าองค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรม และส่วนเฉพาะกิจการของกำไร กระแสเงินสด และรายการคงค้างผิดไปจากที่ควรจะเป็น (Mispricing) ส่งผลให้นักลงทุนสามารถคาดการณ์ผลตอบแทนเกินปกติจากราคาหลักทรัพย์ในอนาคตจากองค์ประกอบเหล่านี้ได้

คำสำคัญ: เสถียรภาพในกำไร, กระแสเงินสด, รายการคงค้าง, ผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์

Independent Study Title	The Persistence and the Market Pricing of Earnings, Cash Flows, and Accruals Components: Evidence from the Listed Companies in Stock Exchange of Thailand
Author	Miss Yodwadee Sriraksa
Degree	Master of Accounting
Department/Faculty/University	Integrative Business Accounting Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Assistant Professor Sillapaporn Srijunpetch, Ph.D.
Academic Years	2016

ABSTRACT

This study provides empirical evidence on the persistence and the market pricing of the industry-wide and firm-specific component of earnings, cash flows, and accruals. This study employs the Mishkin (1983) test to investigate the market pricing of these components. The results show that investors of stock exchange of Thailand underprice the higher (lower) persistence of industry-wide (firm-specific) earnings. In addition, the results show that industry-wide cash flows is the most persistent component of earnings while firm-specific accruals is the least persistent and investors underprice the persistence of both. In sum, the investors of market exchange of Thailand misprice the persistence of these industry-wide and firm-specific components of earnings, cash flows, and accruals. As a results, they can forecast future abnormal stock returns from these components.

Keywords: Earnings Persistence, cash flows, accruals, stock returns

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้สามารถสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี เนื่องจากความอนุเคราะห์จากคณาจารย์ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันทเพชร อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระที่ได้กรุณาสละเวลาอันมีค่าให้คำปรึกษา ความรู้ แนวคิด ข้อเสนอแนะ ตลอดจนคำแนะนำในการแก้ไขข้อบกพร่องของการศึกษามาโดยตลอดจนการค้นคว้าอิสระฉบับนี้เสร็จสมบูรณ์ ผู้วิจัยจึงขอขอบพระคุณท่านเป็นอย่างยิ่ง

และผู้วิจัยขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ อัญชลี พิพัฒน์เสริญ กรรมการการสอบค้นคว้าอิสระ ที่ได้ให้เกียรติและกรุณาสละเวลาอันมีค่าให้คำปรึกษาและข้อเสนอแนะอันเป็นประโยชน์ในการปรับปรุงแก้ไขและพัฒนางานวิจัยให้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ ผู้วิจัยขอขอบคุณเพื่อนร่วมรุ่น IBMP รุ่นที่ 7 และพี่เจ้าหน้าที่โครงการปริญญาโททางการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ ที่คอยช่วยเหลือ ให้คำปรึกษา และติดต่อประสานงานในด้านต่างๆมาโดยตลอด

สุดท้ายนี้ ผู้วิจัยขอขอบพระคุณ บิดา มารดา พี่สาว และบุคคลในครอบครัวทุกคน ที่อบรมเลี้ยงดู คอยให้กำลังใจและให้ความช่วยเหลือในทุกๆเรื่อง จนกระทั่งการค้นคว้าอิสระฉบับนี้สามารถสำเร็จไปได้ด้วยดี

นางสาวยศวี ศรีรักษา

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(7)
สารบัญภาพ	(8)
รายการสัญลักษณ์และคำย่อ	(9)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	4
1.3 นิยามศัพท์เฉพาะ	5
1.4 ขอบเขตของงานวิจัย	5
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	6
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	7
2.1 ความสัมพันธ์ของกำไรและองค์ประกอบของกำไรกับผลการดำเนินงาน ในอนาคตของกิจการ และผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต	7
2.2 เสถียรภาพของกำไรและองค์ประกอบของกำไร	9
2.3 การรับรู้ของตลาดทุนเกี่ยวกับเสถียรภาพของกำไรและองค์ประกอบของกำไร	12
2.4 สมมติฐานของงานวิจัย	17

บทที่ 3 วิธีการวิจัย	19
3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัย	19
3.2 ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย	21
3.2.1 ตัวแปรอิสระของงานวิจัย	21
3.2.2 ตัวแปรตามของงานวิจัย	22
3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัย	24
3.4 แบบจำลองที่ใช้ในงานวิจัย	24
3.4.1 เสถียรภาพในกำไรของกำไรส่วนอุตสาหกรรม กำไรส่วนเฉพาะกิจการ กระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ	24
3.4.2 การรับรู้ของตลาดหุ้นต่อกำไรส่วนอุตสาหกรรม กำไรส่วนเฉพาะกิจการ กระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ	26
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	33
4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา	33
4.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้วิธีวิเคราะห์การถดถอย	39
4.2.1 ผลการทดสอบสมมติฐานเรื่องเสถียรภาพในกำไร (H1a) และการ ประเมินเสถียรภาพในกำไรของนักลงทุนในตลาดหุ้น (H2a และ H2b) ขององค์ประกอบในกำไร ได้แก่ กำไรส่วนอุตสาหกรรม และกำไรส่วน เฉพาะกิจการ	39
4.2.2 ผลการทดสอบสมมติฐานเรื่องเสถียรภาพในกำไร และการประเมิน เสถียรภาพในกำไรของนักลงทุนในตลาดขององค์ประกอบใน กระแสเงินสดจากกิจการดำเนินงาน และองค์ประกอบในรายการคงค้าง	43
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	49
5.1 สรุปผลการวิจัย	49
5.2 ข้อจำกัดในการวิจัย	51

(6)

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต	51
รายการอ้างอิง	53
ประวัติผู้เขียน	55



สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.1 ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาในช่วงปี 2549-2558	20
4.1 จำนวนข้อมูลตัวอย่างโดยแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	33
4.2 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของกำไร(ขาดทุน)สุทธิ องค์กรประกอบของกำไร กระแสเงินสดจากกิจกรรมการดำเนินงาน รายการคงค้าง องค์กรประกอบของกระแสเงินสดจากกิจกรรมการดำเนินงาน องค์กรประกอบของรายการคงค้าง กำไร(ขาดทุน)สุทธิในอนาคต และผลตอบแทนเกินปกติสะสมในอนาคตของกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 2,461 ตัวอย่าง ระหว่างปี 2549-2558	34
4.3 ค่าสหสัมพันธ์ของแต่ละองค์กรประกอบของกำไร (Pearson Correlation Coefficient) ของกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 2,461 ตัวอย่าง ระหว่างปี 2549-2558	35
4.4 ผลตอบแทนเกินปกติสะสมในอนาคตโดยแบ่งตาม Decile Portfolio ที่แบ่งตามขนาดขององค์กรประกอบกำไรส่วนอุตสาหกรรม	38
4.5 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นของเสถียรภาพในกำไรจากกำไรส่วนอุตสาหกรรมและกำไรส่วนเฉพาะกิจการ ต่อผลตอบแทนในอนาคตของกิจการ และการวิเคราะห์การถดถอยที่ไม่เป็นเชิงเส้นของการประเมินมูลค่าของกำไรส่วนอุตสาหกรรมและกำไรส่วนเฉพาะกิจการ ต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมในอนาคตของนักลงทุน	40
4.6 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นของเสถียรภาพในกำไรจากองค์กรประกอบในกระแสเงินสดและรายการคงค้าง ต่อผลตอบแทนในอนาคตของกิจการ การวิเคราะห์การถดถอยที่ไม่เป็นเชิงเส้นของการประเมินมูลค่าองค์กรประกอบในกระแสเงินสดและรายการคงค้าง ต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมในอนาคตของนักลงทุน	46

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
4.1 ค่าเฉลี่ยของกำไรของกิจการในกลุ่ม Top และ Bottom Deciles ของกำไรส่วนอุตสาหกรรม ระหว่างปี 2549 – 2555 (7 ปี)	37
4.2 ค่าเฉลี่ยของกำไรของกิจการในกลุ่ม Top และ Bottom Deciles ของกำไรส่วนเฉพาะกิจการ ระหว่างปี 2549 – 2555 (7 ปี)	37



รายการสัญลักษณ์และคำย่อ

สัญลักษณ์/คำย่อ	คำจำกัดความ/คำเต็ม
CF	กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน
Acc	รายการคงค้าง
IndE	กำไรส่วนอุตสาหกรรม
FirmE	กำไรส่วนเฉพาะกิจการ
IndCF	กระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม
FirmCF	กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ
IndAcc	รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม
FirmAcc	รายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ
CAR	ผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นสะสมในอนาคต



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ในการประเมินมูลค่าของกิจการ นักลงทุนจำเป็นต้องใช้ข้อมูลในงบการเงินของกิจการที่เปิดเผยต่อสาธารณะในการคาดการณ์ความสามารถในการสร้างกระแสเงินสด หรือความสามารถในการดำเนินงานของกิจการในอนาคต เพื่อที่จะสามารถประเมินมูลค่าของกิจการในอนาคต และคิดลดกลับมาเป็นมูลค่าปัจจุบันของกิจการได้ ส่งผลให้นักลงทุนได้มาซึ่งข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจเข้าซื้อ (Buy) หรือขายหุ้น (Sell) ของกิจการ อย่างไรก็ตามกรอบแนวคิดสำหรับการรายงานทางการเงินได้กำหนดให้งบการเงินที่กิจการจัดทำขึ้นใช้เกณฑ์คงค้าง (Accruals Basis) โดยเกณฑ์ดังกล่าวรายการทางบัญชีจะถูกรับรู้เมื่อเกิดขึ้น และแสดงรายการในงบการเงินตามงวดที่เกิดรายการบัญชีนั้นขึ้น ส่งผลให้ตัวเลขกำไรที่กิจการรายงานในงบการเงินที่ถือเป็นข้อมูลที่ผู้ใช้งบการเงิน นักวิเคราะห์ นักลงทุน และบุคคลอื่นๆ ต่างให้ความสำคัญและนำไปใช้ประโยชน์ต่อการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจเป็นอย่างมากประกอบด้วย 2 องค์ประกอบ คือ 1) กำไรส่วนที่เกิดจากรายการคงค้าง และ 2) กำไรส่วนที่เกิดจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

จากงานวิจัยของ Wilson (1987) พบว่าองค์ประกอบทั้งสองส่วนที่แบ่งโดยกรอบแนวคิดสำหรับการรายงานทางการเงินสามารถให้ข้อมูลผลการดำเนินงานของกิจการได้ดีกว่าตัวเลขกำไร ดังนั้นนักลงทุนหรือนักวิเคราะห์ควรพิจารณาองค์ประกอบเหล่านี้นอกเหนือจากการพิจารณาตัวเลขกำไรสำหรับการตัดสินใจลงทุนด้วย แต่จากงานวิจัยในอดีตหลายงานชี้ให้เห็นว่านักลงทุนหรือนักวิเคราะห์กลับให้ความสำคัญเพียงแต่ตัวเลขกำไร ตามงานวิจัยของ Sloan (1996) ได้ทดสอบว่านักลงทุนในตลาดทุนของประเทศสหรัฐอเมริกาสามารถประเมินเสถียรภาพ (Persistence) ของกำไรและองค์ประกอบส่วนกระแสเงินสด กับองค์ประกอบส่วนรายการคงค้างได้อย่างถูกต้องหรือไม่ โดยเสถียรภาพในกำไรนั้นถือเป็นตัวบ่งบอกคุณภาพกำไรที่เป็นที่นิยมโดยจะเป็นตัววัดว่ากำไรของกิจการในปัจจุบันจะคงอยู่ในอนาคตได้มากน้อยเพียงใด Sloan (1996) พบว่านักลงทุนให้ความสำคัญเฉพาะตัวเลขกำไร โดยไม่คำนึงถึงองค์ประกอบทั้งสองส่วนของกำไร อีกทั้งนักลงทุนยังประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรที่สูงของกระแสเงินสดต่ำไป และประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรที่ต่ำของรายการคงค้างสูงไป นอกจากนี้ Xie (2001) ยังได้แบ่งรายการคงค้าง (Total Accruals) เป็นรายการคงค้างปกติ (Normal Accruals) กับรายการคงค้างไม่ปกติ (Abnormal Accruals) โดย Xie (2001) ได้ทดสอบตามวิธีของ Sloan (1996) และพบว่านักลงทุนประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของกระแส

เงินสด และรายการคงค้างปกติต่ำไป ในขณะที่ประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างไม่ปกติสูงไป

สำหรับบริบทของตลาดทุนในประเทศไทย Pincus et.al (2007) ได้ทดสอบตามวิธีของ Sloan (1996) กับตลาดทุนใน 20 ประเทศทั่วโลก และพบว่านักลงทุนในตลาดทุนในประเทศไทยได้ประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดไม่ถูกต้อง แต่ประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างได้อย่างถูกต้องแล้ว สอดคล้องกับงานของ Supattarakul and Vivattanachang (2013) ที่ได้ผลว่าราคาหุ้นในตลาดทุนในประเทศไทยสะท้อนข้อมูลเสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดไม่ถูกต้อง แต่สะท้อนข้อมูลเสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างถูกต้องแล้ว ต่อมา Supattarakul (2013) ได้แยกองค์ประกอบส่วนรายการคงค้างตามงานของ Xie (2001) โดยแบ่งเป็นรายการคงค้างปกติ และรายการคงค้างไม่ปกติ และได้ผลว่าตลาดประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรขององค์ประกอบของกำไรทั้งสามส่วนไม่ถูกต้อง โดยประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดและรายการคงค้างปกติต่ำไป แต่กลับประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างไม่ปกติสูงไป

จากงานวิจัยในอดีตที่ศึกษาเกี่ยวกับเสถียรภาพของกำไรและองค์ประกอบของกำไร และการรับรู้ของตลาดทุนต่อข้อมูลเหล่านั้นทั้งบริบทกิจการในตลาดทุนในประเทศไทยและต่างประเทศจำนวนมาก เช่น Sloan (1996), Subramanyam (1996), Xie (2001), Pincus et al. (2007) Supattarakul and Vivattanachang (2013), Supattarakul (2013) จะให้ความสนใจไปที่การแบ่งองค์ประกอบของกำไรโดยใช้ระบบทางบัญชี (Accounting Systems) ที่กำไรประกอบด้วยองค์ประกอบส่วนกระแสเงินสด (cash flow component) และองค์ประกอบส่วนรายการคงค้าง (accrual component) ที่ยังสามารถแบ่งย่อยได้เป็นรายการคงค้างปกติ (normal accruals) และรายการคงค้างไม่ปกติ (abnormal accruals) มีเพียงงานวิจัยเชิงประจักษ์ของ Hui, Nelson and Yueng (2016) ที่ได้แบ่งองค์ประกอบในกำไรโดยใช้แนวคิดพื้นฐานทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Fundamentals) โดยแบ่งกำไรที่รายงานของแต่ละกิจการได้เป็นสองส่วน ได้แก่ กำไรส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide earnings) และกำไรส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific earnings) และได้ทดสอบเสถียรภาพในกำไร และการรับรู้ของตลาดทุนต่อองค์ประกอบทั้งสองส่วนของกิจการในตลาดทุนในสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี 1999-2008 พบว่ากำไรส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide earnings) มีเสถียรภาพในกำไรมากกว่ากำไรในส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific earnings) และนักลงทุนประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรขององค์ประกอบทั้งสองส่วนไม่ถูกต้อง กล่าวคือนักลงทุนประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรที่สูงของกำไรส่วนอุตสาหกรรมต่ำไป แต่กลับประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรที่ต่ำของกำไรส่วนเฉพาะกิจการสูงไป

นอกจากนี้ Hui, Nelson and Yueng (2016) ยังได้ทดสอบแบบเดียวกันแต่ได้แบ่งองค์ประกอบทางบัญชีของกำไรได้แก่กระแสเงินสด และรายการคงค้างโดยใช้แนวคิดพื้นฐานทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Fundamentals) ในการแบ่ง ซึ่งสามารถแบ่งกระแสเงินสดได้เป็นกระแสเงิน-

สดส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide cash flow) และกระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific cash flows) และแบ่งรายการคงค้างได้เป็นรายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide accruals) และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific accruals) ผลการทดสอบพบว่ากระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide cash flows) เป็นองค์ประกอบกำไรที่มีเสถียรภาพในกำไรสูงที่สุด ในขณะที่รายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific accruals) เป็นองค์ประกอบกำไรที่มีเสถียรภาพในกำไรต่ำที่สุด และพบว่ารายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide accruals) มีเสถียรภาพในกำไรไม่ต่างกับกระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific cash flows) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งขัดแย้งกับผลของงานวิจัยก่อนๆ ที่ว่าเสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดสูงกว่าเสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้าง ทำให้พวกเขาได้สรุปว่าเสถียรภาพในกำไรที่สูงของกระแสเงินสดเป็นผลมาจากองค์ประกอบในส่วนอุตสาหกรรม (industry component) ในขณะที่เสถียรภาพที่ต่ำของรายการคงค้างเป็นผลมาจากองค์ประกอบในส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific component) และตลาดทุนในสหรัฐอเมริกาประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดอุตสาหกรรม (Industry-wide cash flow) ต่ำไป แต่ประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific cash flow) ได้ถูกต้อง และพวกเขายังพบว่าตลาดทุนในสหรัฐอเมริกาประเมินราคาเสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific accruals) สูงไป แต่ประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide accruals) ถูกต้อง

ทั้งนี้ในบริบทของกิจการในตลาดทุนในประเทศไทยยังไม่มีการศึกษาเสถียรภาพในกำไรและการรับรู้ของตลาดทุนขององค์ประกอบของกำไรโดยใช้ทั้งแนวคิดพื้นฐานทางเศรษฐศาสตร์ (Economic fundamentals) และแนวคิดทางบัญชี (Accounting system) ในการแบ่งตามงานวิจัยของ Hui, Nelson and Yueng (2016) และเนื่องจากลักษณะของปัจจัยพื้นฐานภายในอุตสาหกรรมที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการเช่น ธรรมเนียมของผู้บริโภค เทคโนโลยีการผลิต กฎระเบียบข้อบังคับ เป็นต้น ของอุตสาหกรรมในประเทศไทยต่างก็มีลักษณะที่แตกต่างกับอุตสาหกรรมในประเทศสหรัฐอเมริกา นอกจากนี้ตลาดทุนในประเทศไทยเป็นตลาดเกิดใหม่ (emerging markets) มีขนาดเล็กกว่าและมีปริมาณการซื้อขายน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับตลาดทุนในประเทศที่พัฒนาแล้วอย่างประเทศสหรัฐอเมริกา รวมทั้งกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องจัดทำรายงานทางการเงินตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินของไทย (TFRSs) ซึ่งเป็นมาตรฐานที่อ้างอิงตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (IFRSs) และมีการปรากฏความแตกต่างระหว่างมาตรฐานการรายงานทางการเงินของไทย (TFRSs) กับมาตรฐานทางบัญชีที่ยอมรับโดยทั่วไปของสหรัฐอเมริกา (US GAAP) อยู่บางส่วนซึ่งส่งผลให้ข้อมูลในงบการเงินบางส่วนอาจแตกต่างกัน ดังนั้นคุณภาพของรายงานทางการเงินของกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอาจแตกต่างไปจากกิจการในตลาดทุนของสหรัฐอเมริกา จากสาเหตุเหล่านี้จึงอาจส่งผล

ให้ผลวิจัยสำหรับกิจการในประเทศไทยอาจแตกต่างไปจากผลวิจัยสำหรับกิจการในต่างประเทศ ก็เป็นไปได้

ผู้วิจัยจึงมุ่งที่แสดงหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับเสถียรภาพในกำไรและการรับรู้ของตลาดทุนขององค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรม และองค์ประกอบส่วนเฉพาะกิจการทั้งในกำไร กระแสเงินสด และรายการคงค้าง โดยใช้งานวิจัยของ Hui, Nelson and Yueng (2016) เป็นแนวทางในการศึกษาเพื่อระบุว่าองค์ประกอบใดของกำไรที่ส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพในกำไรและการรับรู้ของตลาดทุนมากกว่ากัน ซึ่งงานวิจัยนี้จะใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างปี 2549-2558 ทั้งนี้จากงานวิจัยในอดีตของ Islam, Watanapalachaikul and Clack (2007) และ Tantipanichkul and Supattarakul (2015) ได้ศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดทุนในประเทศไทยในช่วงเวลาปี 2518-2544 และ 2537-2551 และได้แสดงหลักฐานเชิงประจักษ์ว่า ในช่วงเวลาที่ทดสอบดังกล่าวตลาดทุนในประเทศไทยเป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ ส่งผลให้เป็นโอกาสแก่นักวิเคราะห์ทางการเงินและนักลงทุนในการใช้ข้อมูลทางทางการเงินในอดีตที่เปิดเผยไว้ในงบการเงินของกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดทำพอร์ต (hedge portfolios) เพื่อให้ได้มาซึ่งผลตอบแทนเกินปกติ (abnormal returns) ดังนั้นผู้วิจัยจึงคาดว่า นักลงทุนในประเทศไทยจะพยากรณ์ผลตอบแทนจากราคาหุ้นในอนาคตโดยไม่ได้คำนึงองค์ประกอบต่างๆของกำไร กระแสเงินสด และรายการคงค้างที่แบ่งเป็นองค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรมและองค์ประกอบส่วนเฉพาะกิจการ แต่กลับคำนึงถึงแต่ตัวเลขกำไรของกิจการเพียงอย่างเดียว

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

งานวิจัยครั้งนี้จึงจัดทำขึ้นมาเพื่อตอบคำถามที่ว่าองค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรม และองค์ประกอบส่วนเฉพาะกิจการทั้งในกำไร กระแสเงินสด และรายการคงค้างมีเสถียรภาพในกำไรในอนาคตแตกต่างกันหรือไม่อย่างไร และนักลงทุนในตลาดประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรในอนาคตขององค์ประกอบเหล่านั้นถูกต้องหรือไม่อย่างไร โดยมีวัตถุประสงค์ของการศึกษาดังนี้

1. เพื่อศึกษาเสถียรภาพในกำไรขององค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรม และองค์ประกอบส่วนเฉพาะกิจการทั้งในกำไร กระแสเงินสด และรายการคงค้าง
2. เพื่อศึกษาการรับรู้ของตลาดทุนเกี่ยวกับเสถียรภาพในกำไร (Persistence) ขององค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรม และองค์ประกอบส่วนเฉพาะกิจการทั้งในกำไร กระแสเงินสด และรายการคงค้าง

1.3 นิยามศัพท์เฉพาะ

เสถียรภาพในกำไร (Earning Persistence) หมายถึง ตัววัดคุณภาพของกำไรประเภทหนึ่งที่ใช้วัดระดับความคงอยู่ขององค์ประกอบของกำไรในกำไรในอนาคต

กำไรส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide Earnings, *IndE*) หมายถึง กำไรที่เกิดจากความสามารถในการทำกำไรของทุกกิจการในอุตสาหกรรมเดียวกัน คำนวณได้จากค่าเฉลี่ยของกำไรสุทธิ (net income) ก่อนรายการที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นประจำ (Non-recurring items) หารด้วยสินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ยของทุกกิจการในอุตสาหกรรมเดียวกัน

กำไรส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific Earnings, *FirmE*) หมายถึง กำไรที่เกิดจากความสามารถในการทำกำไรของแต่ละกิจการที่แท้จริง คำนวณได้จากผลแตกต่างระหว่างกำไรสุทธิ (net income) ก่อนรายการที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นประจำ (Non-recurring items) หารด้วยสินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ยที่กิจการรายงานกับกำไรส่วนอุตสาหกรรม

กระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide Cash Flows, *IndCF*) หมายถึง กระแสเงินสดที่เกิดจากความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานของทุกกิจการในอุตสาหกรรมเดียวกัน คำนวณได้จากค่าเฉลี่ยของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (cash flows) หารด้วยสินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ยของทุกกิจการในอุตสาหกรรมเดียวกัน

กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific Cash Flows, *FirmCF*) หมายถึง กระแสเงินสดที่เกิดจากความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานของแต่ละกิจการที่แท้จริง คำนวณได้จากผลต่างระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (cash flows) หารด้วยสินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ยที่กิจการรายงานกับกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม

รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide Accruals, *IndAcc*) หมายถึง ค่าเฉลี่ยของรายการคงค้าง (accruals) หารด้วยสินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ยของทุกกิจการในอุตสาหกรรมเดียวกัน หรือผลต่างระหว่างกำไรส่วนอุตสาหกรรมกับกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม

รายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific Accruals, *FirmAcc*) หมายถึง ผลแตกต่างระหว่างรายการคงค้าง (accruals) หารด้วยสินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ยที่กิจการรายงานกับรายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม หรือผลแตกต่างระหว่างกำไรส่วนเฉพาะกิจการกับกระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ

1.4 ขอบเขตของงานวิจัย

การศึกษาในงานวิจัยนี้จะแบ่งออกเป็น 2 ส่วนได้แก่ 1) การศึกษาเสถียรภาพในกำไร และการประเมินมูลค่าของนักลงทุนต่อองค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรมและส่วนเฉพาะกิจการในกำไร

และ 2) การศึกษาเสถียรภาพในกำไรและการประเมินมูลค่าของนักลงทุนต่อองค์ประกอบส่วน
อุตสาหกรรมและส่วนเฉพาะกิจการในกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และรายการคงค้าง โดย
ทำการศึกษาเฉพาะกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ทุกกิจการในทุก
กลุ่มอุตสาหกรรมที่ถูกจัดประเภทโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลที่ต้องใช้ใน
งานวิจัยครบถ้วน ยกเว้นกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ กิจการในกลุ่มอุตสาหกรรม
ธุรกิจการเงิน กิจการที่อยู่ในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กิจการจดทะเบียนที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน
กิจการที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน และกิจการที่เพิ่งเข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน
ปี พ.ศ. 2559 และพ.ศ. 2560 โดยความถี่ของข้อมูลและระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา คือ ข้อมูล
ทางการเงินจากงบการเงินประกอบด้วยงบแสดงฐานะการเงิน งบกำไรขาดทุน งบกระแสเงินสดเป็น
รายปี มูลค่าของกิจการตามราคาตลาด (Market Capitalization) และราคาหุ้นเฉลี่ยเป็นรายวัน
ในช่วงตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549 – 2558 รวมระยะเวลา 10 ปี

1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

งานวิจัยในครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงิน ไม่ว่าจะเป็น ผู้บริหาร นักลงทุน
ทั่วไปรวมถึงนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในประเทศไทยในการคาดการณ์กำไรในอนาคตของกิจการ และ
การพยากรณ์ราคาหุ้นในอนาคตเพื่อตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ โดย
ให้บุคคลเหล่านั้นมุ่งเน้นไปที่รายการกำไรที่เกิดจากองค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรม และองค์ประกอบ
ส่วนเฉพาะกิจการ นอกจากนี้ยังเป็นประโยชน์ต่อสาธารณะในการใช้ข้อมูลข้อมูลทางบัญชีที่มีอยู่ใน
งบการเงินของกิจการในแต่ละอุตสาหกรรมให้เกิดประโยชน์สูงสุดอีกด้วย

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ความสัมพันธ์ของกำไรและองค์ประกอบของกำไรกับผลการดำเนินงานในขนาดของกิจการ และผลตอบแทนของหุ้นในขนาด

จากความหมายของตลาดที่มีประสิทธิภาพที่เสนอโดย Fama, E. F. (1970) ที่นิยามว่าเป็นตลาดที่ราคาของหุ้นได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารต่างๆที่เกี่ยวข้องไว้อย่างครบถ้วนแล้ว ทั้งนี้สามารถแบ่งระดับความมีประสิทธิภาพของตลาดได้เป็น 1) ตลาดระดับเข้ม (Strong Form) เป็นตลาดที่ราคาของหุ้นสะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งที่เป็นข้อมูลภายนอกที่เผยแพร่ต่อสาธารณะ และข้อมูลภายในกิจการได้อย่างครบถ้วน 2) ตลาดระดับปานกลาง (Semi-strong Form) เป็นตลาดที่ราคาของหุ้นสะท้อนข้อมูลข่าวสารเฉพาะข้อมูลภายนอกที่เผยแพร่ต่อสาธารณะ และ 3) ตลาดระดับอ่อน (Weak Form) เป็นตลาดที่ราคาของหุ้นสะท้อนข้อมูลราคาของหุ้นนั้นๆในอดีต (historical stock prices) จากนิยามของตลาดที่มีประสิทธิภาพข้างต้นจะเห็นได้ว่านักลงทุนมีการใช้ข้อมูลข่าวสารต่างๆเพื่อใช้ในการประเมินมูลค่าของหุ้น และหนึ่งในข้อมูลที่เป็นที่นิยมของนักลงทุนก็คือ ข้อมูลรายงานทางการเงินหรืองบการเงินของกิจการที่กิจการได้เผยแพร่ต่อสาธารณะ ซึ่งเป็นข้อมูลที่ทำให้นักลงทุนหรือผู้ใช้งบการเงินสามารถนำไปใช้และสามารถนำไปตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจได้ เนื่องจากรายงานทางการเงินให้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องต่อการตัดสินใจไม่ว่าจะเป็นข้อมูลสถานะทางการเงิน ข้อมูลผลการดำเนินงาน และข้อมูลการเปลี่ยนแปลงสถานะทางการเงิน

มีงานวิจัยที่ผ่านมาจำนวนมากที่แสดงให้เห็นว่านักลงทุนได้นำข้อมูลในงบการเงินของกิจการไปใช้ในการประเมินมูลค่าของกิจการในอนาคต เพื่อตัดสินใจซื้อ (Buy) หรือขายหุ้น (Sell) ของกิจการ โดย Ball and Brown (1968) ได้ทดสอบและพบว่าผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ในเดือนที่กิจการมีการประกาศผลกำไรมีความสัมพันธ์ทางบวกกับขนาดของการเปลี่ยนแปลงของกำไรจากปีก่อนหน้า นั่นหมายความว่านักลงทุนจะนำตัวเลขกำไรของกิจการจากงบการเงินที่ประกาศออกมาไปใช้ในการประเมินมูลค่าของกิจการ และตัดสินใจซื้อหรือขายหุ้นของกิจการโดยอ้างอิงกับมูลค่าของกิจการใหม่ที่ประเมินได้ ส่งผลให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากการที่นักลงทุนใช้ข้อมูลกำไรที่กิจการประกาศออกมาซึ่งถือเป็นข้อมูลข่าวสารใหม่ ดังนั้นจึงแสดงให้เห็นว่าตัวเลขกำไรของกิจการสามารถให้ข้อมูลเพิ่มเติมที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนของหุ้นได้

Kormendi and Lipe (1987) ได้ทดสอบระดับความสัมพันธ์ของกำไรและผลตอบแทนของหุ้น โดยใช้แนวคิดที่ว่ามูลค่าของกิจการจะมีค่าเท่ากับมูลค่าปัจจุบัน (present value) ของกำไรในอนาคตทั้งหมดของกิจการ ดังนั้นความสัมพันธ์ของกำไรและมูลค่าของกิจการจึงขึ้นอยู่กับลักษณะ

ทางอนุกรมเวลาของกำไรและอัตรากำไร ซึ่งแสดงผ่าน Earnings Response Coefficient โดย Kormendi and Lipe (1987) พบว่ากำไรมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลตอบแทนของหุ้น หรือกล่าวได้ว่าหากกิจการสามารถทำกำไรได้มากเท่าไร ผลตอบแทนของหุ้นก็จะมากขึ้นเท่านั้น

นอกจากตัวเลขกำไรแล้ว ยังมีงานวิจัยในอดีตที่แสดงผลเชิงประจักษ์ว่าองค์ประกอบต่างๆของกำไรที่ใช้หลักการทางบัญชีในการแบ่งต่างก็สามารถให้ข้อมูลเพิ่มเติมได้มากกว่าตัวเลขกำไรได้ โดย Wilson (1987) ได้แบ่งองค์ประกอบของกำไรออกเป็นสองส่วนได้แก่ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Operating Cash Flows) และรายการคงค้าง (Accruals) และพบว่าองค์ประกอบทั้งสองสามารถให้ข้อมูลนอกเหนือไปจากตัวเลขกำไรได้ ต่อมา Subramanyam (1996) ยังได้แบ่งรายการคงค้างออกเป็นสององค์ประกอบ ได้แก่ รายการคงค้างปกติ (Normal Accruals) ซึ่งเกิดจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการ และรายการคงค้างไม่ปกติ (Abnormal Accruals) ซึ่งเกิดจากการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร โดย Subramanyam (1996) ได้ทดสอบว่าความสามารถในการให้ข้อมูลมูลค่ากิจการของรายการคงค้างไม่ปกติและได้แสดงหลักฐานเชิงประจักษ์ว่าโดยเฉลี่ยตลาดจะสะท้อนมูลค่าของรายการคงค้างไม่ปกติ เนื่องจากรายการคงค้างไม่ปกติจะสามารถเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของกิจการได้ จึงแสดงให้เห็นว่ารายการคงค้างไม่ปกติสามารถให้ข้อมูลนอกเหนือจากกำไรได้

นอกจากองค์ประกอบทางบัญชี เช่น กระแสเงินสด และรายการคงค้าง ในตัวเลขกำไรของกิจการ จะให้ข้อมูลนอกเหนือไปจากตัวเลขกำไรแล้ว ยังมีงานวิจัยในอดีตที่แสดงหลักฐานเชิงประจักษ์ว่าหากแบ่งองค์ประกอบของตัวเลขกำไรโดยใช้แนวคิดทางเศรษฐศาสตร์ในการแบ่งโดยแบ่งตัวเลขกำไรของกิจการเป็นสองส่วน คือ ส่วนข้อมูลในภาพอุตสาหกรรม (Industry-wide information) และส่วนข้อมูลเฉพาะกิจการ (Firm-specific information) องค์ประกอบทั้งสองส่วนสามารถให้ข้อมูลนอกเหนือไปจากตัวเลขกำไร โดย Ayers and Freeman (1997) ได้เปรียบเทียบความเร็วของการสะท้อนข้อมูลทั้งสองส่วนในราคาหุ้น และพบว่านักลงทุนสามารถพยากรณ์องค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรมในกำไรเร็วกว่าองค์ประกอบส่วนเฉพาะกิจการในกำไร จึงแสดงให้เห็นว่าเหตุการณ์ที่ราคาหลักทรัพย์ยังคงปรับตัวเรื่อยๆหลังการประกาศผลประกอบการ (post-earnings announcement drift) เป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงขององค์ประกอบส่วนเฉพาะกิจการในกำไร (Firm-specific earnings) ดังนั้นองค์ประกอบของกำไรหากใช้แนวคิดทางเศรษฐศาสตร์ในการแบ่งก็สามารถให้ข้อมูลนอกเหนือจากตัวเลขกำไรได้เช่นกัน

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น ผู้วิจัยสามารถสรุปได้ว่าตัวเลขกำไร และองค์ประกอบต่างๆของกำไรไม่ว่าจะเป็นองค์ประกอบทางบัญชี อันได้แก่ องค์ประกอบส่วนกระแสเงินสด และองค์ประกอบส่วนรายการคงค้าง หรือองค์ประกอบทางเศรษฐศาสตร์ อันได้แก่องค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรม และองค์ประกอบส่วนเฉพาะกิจการ ต่างก็สามารถให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อ

การตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน ดังนั้นนักลงทุนจึงควรพิจารณาทั้งข้อมูลตัวเลขกำไร และองค์ประกอบต่างๆของกำไรด้วย

2.2 เสถียรภาพของกำไรและองค์ประกอบของกำไร

ในการประเมินมูลค่าของกิจการ นักลงทุนต้องใช้ข้อมูลในงบการเงินของกิจการในการพยากรณ์ความสามารถในการสร้างกระแสเงินสด หรือความสามารถในการดำเนินงานของกิจการในอนาคต เพื่อที่จะสามารถคิดลดกลับมาเป็นมูลค่าปัจจุบันได้ ซึ่งข้อมูลในงบการเงินที่นักลงทุนให้ความสำคัญอย่างมากคือตัวเลขกำไร ดังนั้นคุณภาพของกำไรที่แสดงอยู่ในรายงานทางการเงินเป็นสิ่งสำคัญต่อการพยากรณ์ของนักลงทุนอย่างมาก หนึ่งในตัววัดคุณภาพของกำไรที่นิยมก็คือเสถียรภาพในกำไร (Earning Persistence) ซึ่งหมายถึง ระดับความคงอยู่ของกำไรในอนาคต หรือกล่าวคือ กำไรในปีปัจจุบันจะเกิดขึ้นในอนาคตที่ระดับเท่าไร

Sloan (1996) ได้ทดสอบเสถียรภาพของกำไรที่รายงานกับกำไรในอนาคตหนึ่งปีข้างหน้าในสหรัฐอเมริกา ระหว่างปีค.ศ. 1962-1991 พบว่าเสถียรภาพของกำไรที่รายงานเฉลี่ยอยู่ที่ 0.841 กล่าวได้ว่าอัตราผลตอบแทนทางบัญชีหรือกำไรมีลักษณะวกกลับเข้าสู่ค่าเฉลี่ย (Mean Reversion) หรือสามารถอธิบายได้อีกอย่างว่าเมื่อกิจการทำกำไรได้สูงเกินกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม หรือสูงเกินปกติจะมีคู่แข่งเข้ามาแข่งขันเพื่อแย่งชิงส่วนแบ่งกำไรนี้เพิ่มมากขึ้นทำให้ในที่สุดแล้วกิจการไม่สามารถทำกำไรได้เกินปกติ หรือในทางตรงกันข้าม หากกิจการทำกำไรได้ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย หรือประสบผลขาดทุน กิจการก็จะพยายามปรับตัวให้สามารถแข่งขันได้ กำไรที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยหรือผลขาดทุนก็จะลดน้อยลงเพื่อกลับเข้าสู่ค่าเฉลี่ย แต่หากกิจการที่ไม่สามารถแข่งขันในอุตสาหกรรมได้กิจการก็จะต้องออกจากอุตสาหกรรมไป จากที่กล่าวมาทั้งสองกรณีคือลักษณะของการวกกลับเข้าสู่ค่าเฉลี่ย นอกจากนี้ Sloan (1996) ได้แบ่งองค์ประกอบของกำไรโดยใช้ระบบบัญชี (Accounting system) เป็นเกณฑ์ในการแบ่งซึ่งแบ่งได้เป็นสององค์ประกอบได้แก่ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และรายการคงค้าง หลังจากนั้นได้ทดสอบหาเสถียรภาพขององค์ประกอบทั้งสองพบว่ารายการคงค้างมีเสถียรภาพต่ำกว่ากระแสเงินสด จากผลดังกล่าวจึงทำให้นักลงทุนควรพิจารณาทั้งกระแสเงินสดและรายการคงค้างเพิ่มเติมจากกำไร เนื่องจากกระแสเงินสดและรายการคงค้างมีลักษณะที่แตกต่างกัน

Subramanyam (1996) และ Xie (2001) ได้แยกองค์ประกอบของรายการคงค้างเพิ่มเติมเป็นรายการคงค้างส่วนที่เกิดจากการดำเนินธุรกิจตามปกติหรือรายการคงค้างปกติ (Non-Discretionary or Normal accruals) และรายการคงค้างที่เกิดจากการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารหรือรายการคงค้างไม่ปกติ (Discretionary or Abnormal accruals) และพวกเขาได้แสดงหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับเสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสด รายการคงค้างปกติ (normal accruals)

และรายการคงค้างไม่ปกติ (abnormal accruals) ในสหรัฐอเมริกา Subramanyam (1996) พบว่ามีความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างรายการคงค้างไม่ปกติกับกำไรในอนาคตระหว่างปี 1973-1993 ซึ่งหมายถึงเสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างไม่ปกติ ต่อมา Xie (2001) ได้ทดสอบเสถียรภาพของกระแสเงินสด รายการคงค้างปกติ และรายการคงค้างไม่ปกติระหว่างปี 1971-1992 พบว่ากระแสเงินสดมีเสถียรภาพมากกว่ารายการคงค้างปกติและรายการคงค้างไม่ปกติ สอดคล้องกับผลของ Sloan (1996) และ Xie (2001) ยังพบว่ารายการคงค้างไม่ปกติมีเสถียรภาพต่ำกว่ารายการคงค้างปกติ จึงสามารถสรุปได้ว่าเสถียรภาพที่ต่ำของรายการคงค้างที่ Sloan (1996) พบ เป็นผลมาจากรายการคงค้างไม่ปกติ

ในบริบทของประเทศไทยก็มีงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับเสถียรภาพของกำไรและองค์ประกอบของกำไร โดย Pincus et al. (2007) ได้แสดงหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับเสถียรภาพของกำไรที่รายงาน กระแสเงินสด และรายการคงค้าง ระหว่างปี 1994-2002 ใน 20 ประเทศทั่วโลก ได้แก่ ออสเตรเลีย แคนาดา เดนมาร์ก ฝรั่งเศส เยอรมันนี ฮองกง อินเดีย อินโดนีเซีย อิตาลี ญี่ปุ่น มาเลเซีย เนเธอร์แลนด์ สิงคโปร์ สเปน สวีเดน สวิตเซอร์แลนด์ ไต้หวัน ไทย อังกฤษ และสหรัฐอเมริกา Pincus et al. (2007) พบว่าเสถียรภาพของกำไรที่รายงานเฉลี่ยทุกประเทศในกลุ่มตัวอย่างอยู่ที่ 0.636 และเสถียรภาพของกำไรของทุกประเทศในกลุ่มตัวอย่างอยู่ระหว่าง 0.458 และ 0.804 (ต่ำกว่า 1) ซึ่งชี้ให้เห็นว่ากำไรมีลักษณะวกกลับเข้าสู่ค่าเฉลี่ย (Mean reversion) เช่นเดียวกับผลของ Sloan (1996) นอกจากนี้ยังพบว่าในภาพรวมทุกประเทศในกลุ่มตัวอย่างมีเสถียรภาพของรายการคงค้างต่ำกว่าเสถียรภาพของกระแสเงินสด แต่ถึงอย่างไรก็ตามผลก็แตกต่างกันไปในแต่ละประเทศ สำหรับประเทศไทยพบว่าเสถียรภาพของกำไรที่รายงานเฉลี่ยอยู่ที่ 0.640 และพบว่ากระแสเงินสดมีเสถียรภาพในกำไรไม่แตกต่างจากรายการคงค้างอย่างมีนัยสำคัญ

นอกจากนี้ Supattarakul and Vivattanachang (2010) ได้ทดสอบเสถียรภาพของกำไรที่รายงาน กระแสเงินสด และรายการคงค้าง ของกิจการในประเทศไทยระหว่างปี 1999-2007 พบว่าเสถียรภาพของกำไรอยู่ที่ 0.574 ซึ่งต่ำกว่า 1.0 นั้นหมายความว่าผลตอบแทนทางบัญชีหรือกำไรมีลักษณะวกกลับเข้าสู่ศูนย์กลาง (Mean reversion) สอดคล้องกับผลของ Sloan (1996) และ Pincus et al. (2007) และยังพบว่ากระแสเงินสดมีเสถียรภาพในกำไรสูงกว่ารายการคงค้าง ต่อมา Supattarakul (2013) ได้แบ่งรายการคงค้างออกเป็นรายการคงค้างปกติ และรายการคงค้างไม่ปกติ ตามงานของ Xie (2001) และทดสอบเสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสด รายการคงค้างปกติ และรายการคงค้างไม่ปกติของกิจการในประเทศไทยระหว่างปี 1999-2009 พบว่าในองค์ประกอบทั้งสามส่วนของกำไร (กระแสเงินสด รายการคงค้างปกติ และรายการคงค้างไม่ปกติ) กระแสเงินสดเป็นองค์ประกอบที่มีเสถียรภาพในกำไรสูงสุด ในขณะที่รายการคงค้างไม่ปกติเป็นองค์ประกอบที่มีเสถียรภาพในกำไรต่ำที่สุด ซึ่งผลดังกล่าวสอดคล้องกับผลของ Supattarakul and Vivattanachang (2010) ที่พบว่ากระแสเงินสดมีเสถียรภาพในกำไรสูงกว่ารายการคงค้าง และเสถียรภาพในกำไรที่ต่ำ

ของรายการคงค้างนี้เป็นผลมาจากเสถียรภาพที่ต่ำของรายการคงค้างไม่ปกติเป็นหลัก สอดคล้องกับผลของ Xie (2001) ที่ทดสอบในบริบทของกิจการในประเทศสหรัฐอเมริกา

จากที่กล่าวมางานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับเสถียรภาพของกำไรและองค์ประกอบของกำไรส่วนใหญ่จะให้ความสนใจไปที่การแบ่งองค์ประกอบของกำไรโดยใช้ระบบทางบัญชี (Accounting Systems) ที่กำไรประกอบด้วยองค์ประกอบส่วนกระแสเงินสด (cash flow component) และองค์ประกอบส่วนรายการคงค้าง (accrual component) ที่ยังสามารถแบ่งย่อยได้เป็นรายการคงค้างปกติ (normal accruals) และรายการคงค้างไม่ปกติ (abnormal accruals) ต่อมา Hui, Nelson and Yueng (2016) ได้แบ่งองค์ประกอบในกำไรโดยใช้แนวคิดพื้นฐานทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Fundamentals) โดยแบ่งกำไรที่รายงานของแต่ละกิจการได้เป็นสองส่วน ได้แก่ กำไรส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide earnings) และกำไรส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific earnings) และได้ทดสอบเสถียรภาพในกำไรขององค์ประกอบทั้งสองส่วนของกิจการในตลาดทุนในสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี 1999-2008 โดยพวกเขาได้ตั้งสมมติฐานว่ากำไรส่วนอุตสาหกรรมจะมีเสถียรภาพในกำไรสูงกว่ากำไรส่วนเฉพาะกิจการซึ่งการตั้งสมมติฐานดังกล่าวมาจากทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ที่กล่าวว่าผลการดำเนินงานของกิจการที่ถูกกำหนดโดยปัจจัยพื้นฐานของอุตสาหกรรมเช่น ราคาสินค้า เทคโนโลยีการผลิต กฎระเบียบข้อบังคับ เป็นต้น ค่อนข้างคงอยู่ในอนาคตเป็นระยะเวลานาน (long-lasting) มากกว่าผลการดำเนินงานที่แตกต่างไปจากค่าเฉลี่ยหรือบรรทัดฐานของอุตสาหกรรมมีแนวโน้มที่จะหายไปอย่างรวดเร็วเนื่องจากการการเรียนรู้ และการลอกเลียนแบบเพื่อพัฒนาผลการดำเนินงานของผู้แพ้ในอุตสาหกรรมที่สามารถไปแย่งชิงส่วนแบ่งผลการดำเนินงานที่สูงกว่าของผู้ชนะในอุตสาหกรรม (เช่น Mueller (1977, 1986, 1990) และ Waring (1996)) และหลังจากการทดสอบพวกเขาพบว่ากำไรส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide earnings) มีเสถียรภาพในกำไรมากกว่ากำไรในส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific earnings)

นอกจากนี้ Hui, Nelson and Yueng (2016) ยังได้แบ่งองค์ประกอบทางบัญชีของกำไรได้แก่กระแสเงินสด และรายการคงค้างโดยใช้แนวคิดพื้นฐานทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Fundamentals) ในการแบ่ง ซึ่งสามารถแบ่งกระแสเงินสดได้เป็นกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide cash flow) และกระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific cash flows) ทั้งนี้พวกเขายังแบ่งรายการคงค้างได้เป็นรายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide accruals) และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific accruals) และพวกเขาได้ทดสอบเสถียรภาพในกำไรขององค์ประกอบทั้งสี่ตามที่พวกเขาได้แบ่ง ได้แก่ กระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide cash flows) กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific cash flows) รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide accruals) และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific accruals) พบว่ากระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide cash flows) เป็นองค์ประกอบกำไรที่มีเสถียรภาพในกำไรสูงที่สุด ในขณะที่รายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific

accruals) เป็นองค์ประกอบกำไรที่มีเสถียรภาพในกำไรต่ำที่สุด และพบว่ารายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide accruals) มีเสถียรภาพในกำไรไม่ต่างกับกระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific cash flows) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งขัดแย้งกับผลของงานวิจัยก่อนๆ ที่ว่าเสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดสูงกว่าเสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้าง จากผลดังกล่าวทำให้พวกเขาสรุปว่าเสถียรภาพในกำไรที่สูงของกระแสเงินสดเป็นผลมาจากองค์ประกอบในส่วนอุตสาหกรรม (industry component) ในขณะที่เสถียรภาพที่ต่ำของรายการคงค้างเป็นผลมาจากองค์ประกอบในส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific component)

ทั้งนี้ในบริบทของกิจการในตลาดทุนในประเทศไทยยังไม่มีการศึกษาเสถียรภาพขององค์ประกอบของกำไรโดยใช้ทั้งแนวคิดพื้นฐานทางเศรษฐศาสตร์ (Economic fundamentals) และแนวคิดทางบัญชี (Accounting system) ในการแบ่งตามงานวิจัยของ Hui, Nelson and Yueng (2016) และเนื่องจากลักษณะของปัจจัยพื้นฐานภายในอุตสาหกรรมที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ เช่น ราคาสินค้าของผู้บริโภค เทคโนโลยีการผลิต กฎระเบียบข้อบังคับ เป็นต้น ของอุตสาหกรรมในประเทศไทยแตกต่างกับอุตสาหกรรมในประเทศสหรัฐอเมริกา รวมทั้งกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องจัดทำรายงานทางการเงินตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินของไทย (TFRSs) ซึ่งเป็นมาตรฐานที่อ้างอิงตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (IFRSs) และมีการปรากฏความแตกต่างระหว่างมาตรฐานการรายงานทางการเงินของไทย (TFRSs) กับมาตรฐานทางบัญชีที่ยอมรับโดยทั่วไปของสหรัฐอเมริกา (US GAAP) อยู่บางส่วนซึ่งส่งผลให้ข้อมูลในงบการเงินบางส่วนอาจแตกต่างกัน ดังนั้นคุณภาพของรายงานทางการเงินของกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอาจแตกต่างไปจากกิจการในตลาดทุนของสหรัฐอเมริกา

จากสาเหตุที่กล่าวมา ผู้วิจัยจึงมุ่งแสดงหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับเสถียรภาพขององค์ประกอบของกำไรได้แก่กำไรส่วนอุตสาหกรรม (industry-wide earnings) กำไรส่วนเฉพาะกิจการ (firm-specific earnings) องค์ประกอบของกระแสเงินสดได้แก่ กระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide cash flows) กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific cash flows) และองค์ประกอบของรายการคงค้างได้แก่ รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide accruals) รายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific accruals) ในกำไรหนึ่งปีข้างหน้าของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยอ้างอิงวิธีวิจัยจาก Hui, Nelson and Yueng (2016)

2.3 การรับรู้ของตลาดทุนเกี่ยวกับเสถียรภาพของกำไรและองค์ประกอบของกำไร

จากความสัมพันธ์ของกำไรและองค์ประกอบของกำไรกับผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต รวมถึงเสถียรภาพของกำไรและองค์ประกอบของกำไรที่แต่ละองค์ประกอบมีเสถียรภาพที่แตกต่างกัน

ส่งผลให้นักลงทุนควรพิจารณาทั้งตัวเลขกำไรที่รายงาน (reported earnings) และองค์ประกอบของกำไรให้ครบถ้วน ซึ่งหากตลาดเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ ลักษณะของข้อมูลดังกล่าวจะต้องถูกสะท้อนอยู่ในราคาหุ้น (Stock prices) อย่างครบถ้วน แต่ถึงอย่างไรก็ตามนักลงทุนไม่จำเป็นต้องพิจารณากำไรและองค์ประกอบของกำไรอย่างถูกต้อง เนื่องจากกลุ่มนักลงทุนที่พิจารณาได้ถูกต้องจะซื้อขายจนราคาหุ้นปรับไปอยู่ที่มูลค่าที่แท้จริงเอง แต่ Ball (1972) ได้โต้แย้งว่าตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ นักลงทุนจะพิจารณาเพียงแค่ตัวเลขกำไรที่กิจการรายงานโดยไม่สนใจข้อมูลอื่นๆ แนวคิดนี้เรียกว่า “Functional Fixation”

นอกจากนี้ Hand (1990) ได้เสนอแนวคิด “Extended Functional Fixation” ซึ่งอ้างว่าตลาดในโลกแห่งความจริงอยู่ระหว่างสองแนวคิดที่ตรงข้ามกันได้แก่แนวคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพและแนวคิด Functional Fixation ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับจำนวนนักลงทุนที่มีความรู้ความสามารถในตลาด โดย Hand (1990) ให้เหตุผลว่าถึงแม้นักลงทุนที่มีความรู้จะสามารถพิจารณาข้อมูลและใช้ประโยชน์จากข้อมูลได้ก็ตาม แต่หากมีจำนวนน้อยก็ไม่สามารถซื้อขายเพื่อปรับราคาให้ตรงกับมูลค่าที่แท้จริงได้ ดังนั้นหากตลาดมีจำนวนนักลงทุนที่มีความรู้ความสามารถมาก ตลาดก็จะมีลักษณะใกล้เคียงกับตลาดที่มีประสิทธิภาพ ในขณะที่ตลาดที่มีจำนวนนักลงทุนที่มีความรู้ความสามารถน้อย ตลาดก็จะมีลักษณะใกล้เคียงกับแนวคิด Functional Fixation

อย่างไรก็ตามงานวิจัยในอดีตจำนวนมากสนับสนุนไปทางด้าน Functional Fixation ที่ว่านักลงทุนในตลาดให้ความสนใจเพียงแค่ตัวเลขกำไร โดย Sloan (1996) ใช้ the Mishkin (1983) test เพื่อทดสอบว่าราคาหุ้นในตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกาสะท้อนเสถียรภาพของกำไร กระแสเงินสด และรายการคงค้างระหว่างปี 1962-1991 อย่างไร ซึ่ง Sloan (1996) พบว่าตลาดหุ้นในสหรัฐอเมริกาประเมินเสถียรภาพของกำไรได้ถูกต้อง แต่กลับประเมินเสถียรภาพของกระแสเงินสดต่ำเกินไป (underprice) และประเมินเสถียรภาพของรายการคงค้างสูงเกินไป (overprice) จึงเห็นได้ว่านักลงทุนในตลาดพิจารณาเพียงแค่งำไร และไม่ได้พิจารณาส่วนประกอบของกำไรเลย ต่อมา Kraft et al. (2007) ใช้ the OLS estimation ในการประเมินผลตอบแทนในหนึ่งปีข้างหน้าของกระแสเงินสดและรายการคงค้างเพื่อตรวจสอบว่าตลาดหุ้นในสหรัฐอเมริกาประเมินเสถียรภาพของกระแสเงินสดและรายการคงค้างผิดไปหรือไม่ (misprice) ในระหว่างปี 1974-2003 ซึ่งได้ผลสอดคล้องกับ Sloan (1996)

Xie (2001) ได้ศึกษาต่อยอดงานของ Sloan (1996) โดยใช้ the Mishkin test เพื่อตรวจสอบการรับรู้ของตลาดต่อเสถียรภาพของกระแสเงินสดและองค์ประกอบทั้งสองส่วนของรายการคงค้าง ได้แก่ รายการคงค้างปกติ และรายการคงค้างไม่ปกติ ในสหรัฐอเมริการะหว่างปี 1971-1992 และพบว่าตลาดหุ้นในสหรัฐอเมริกาประเมินเสถียรภาพของกระแสเงินสดและรายการคงค้างปกติต่ำไป (underprice) แต่ประเมินรายการคงค้างไม่ปกติสูงไป (overprice) โดยสรุปจากงานวิจัยของ Sloan (1996) และ Xie (2001) ทำให้ได้หลักฐานเชิงประจักษ์ของตลาดหุ้นในสหรัฐอเมริกาว่า

นักลงทุนประเมินเสถียรภาพของกระแสเงินสดต่ำไป แต่ประเมินเสถียรภาพของรายการคงค้างสูงไป ทั้งนี้การประเมินเสถียรภาพของรายการคงค้างสูงไปเป็นผลมาจากรายการคงค้างไม่ปกติ (abnormal accruals)

ในบริบทของประเทศไทยก็มีงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับการรับรู้ของตลาดต่อเสถียรภาพของกำไร และองค์ประกอบของกำไร โดย Pincus et al. (2007) ได้ทดสอบเพื่อดูว่าผลของ Sloan (1996) จะเกิดแค่เฉพาะตลาดในสหรัฐอเมริกาหรือเกิดขึ้นในตลาดทั่วโลก เขาจึงทดสอบการรับรู้ของตลาดต่อเสถียรภาพของกระแสเงินสดและรายการคงค้างระหว่างปี 1994 – 2002 ในตลาดทุนของ 20 ประเทศทั่วโลก ได้แก่ ออสเตรเลีย แคนาดา เดนมาร์ก ฝรั่งเศส เยอรมันนี ฮังการี อินเดีย อินโดนีเซีย อิตาลี ญี่ปุ่น มาเลเซีย เนเธอร์แลนด์ สิงคโปร์ สเปน สวีเดน สวิสเซอร์แลนด์ ไต้หวัน ไทย อังกฤษ และสหรัฐอเมริกา พบว่าตลาดทุนในสหรัฐอเมริกาประเมินเสถียรภาพของทั้งกระแสเงินสดและรายการคงค้างสูงเกินไป ตลาดทุนในเยอรมันนี มาเลเซีย สิงคโปร์ สเปน ประเมินมูลค่าเสถียรภาพของทั้งกระแสเงินสดและรายการคงค้างต่ำไป ส่วนนักลงทุนในอินโดนีเซียประเมินมูลค่าเสถียรภาพของกระแสเงินสดสูงไป แต่ประเมินมูลค่าของเสถียรภาพของรายการคงค้างต่ำไป สำหรับตลาดทุนในออสเตรเลีย แคนาดา และอังกฤษ ประเมินเสถียรภาพของรายการคงค้างสูงไป ขณะที่ผลของการประเมินเสถียรภาพของกระแสเงินสดผิดพลาดไม่มีนัยสำคัญ สุดท้ายตลาดทุนในฝรั่งเศส อิตาลี ญี่ปุ่น เนเธอร์แลนด์ สวีเดน สวิสเซอร์แลนด์ ไต้หวัน และไทยประเมินมูลค่าเสถียรภาพของกระแสเงินสดต่ำไป แต่ประเมินมูลค่าเสถียรภาพของรายการคงค้างถูกต้อง

นอกจากนี้ Supattarakul and Vivattanachang (2013) ได้ทดสอบการรับรู้ของตลาดทุนในประเทศไทยเกี่ยวกับเสถียรภาพของกระแสเงินสด และรายการคงค้าง ระหว่างปี 1999-2007 โดยใช้ the Mishkin test ในการทดสอบ พบว่าตลาดทุนในประเทศไทยประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดต่ำไป แต่กลับประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างถูกต้อง ซึ่งผลดังกล่าวไม่สอดคล้องกับผลของ Sloan (1996) ที่ศึกษาในบริบทของตลาดทุนในสหรัฐอเมริกา แต่สอดคล้องกับผลของ Pincus et al. (2007) ทั้งนี้เพื่อต่อยอดการศึกษาของ Supattarakul and Vivattanachang (2013) ต่อมา Supattarakul (2013) ได้ศึกษาการรับรู้ของตลาดทุนในไทยเกี่ยวกับเสถียรภาพของกระแสเงินสด รายการคงค้างปกติ และรายการคงค้างเกินปกติ ระหว่างปี 1999-2009 โดยใช้ the Mishkin test และพบว่าตลาดทุนในไทยประเมินราคาเสถียรภาพของกระแสเงินสดและรายการคงค้างปกติต่ำไป แต่ประเมินราคาเสถียรภาพของรายการคงค้างไม่ปกติสูงไป

จากที่กล่าวมางานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับการรับรู้ของตลาดต่อเสถียรภาพของกำไร และองค์ประกอบของกำไรส่วนใหญ่จะให้ความสนใจไปที่การแบ่งองค์ประกอบของกำไรโดยใช้ระบบทางบัญชี (Accounting Systems) ที่กำไรประกอบด้วยองค์ประกอบส่วนกระแสเงินสด (cash flow component) และองค์ประกอบส่วนรายการคงค้าง (accrual component) ที่ยังสามารถแบ่งย่อย

ได้เป็นรายการคงค้างปกติ (normal accruals) และรายการคงค้างไม่ปกติ (abnormal accruals) เช่นเดียวกับงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับเสถียรภาพในกำไรของกำไรและองค์ประกอบของกำไร ต่อมา Hui, Nelson and Yueng (2016) ได้แบ่งองค์ประกอบในกำไรโดยใช้แนวคิดพื้นฐานทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Fundamentals) โดยแบ่งกำไรที่รายงานของแต่ละกิจการได้เป็นสององค์ประกอบ ได้แก่ กำไรส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide earnings) และกำไรส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific earnings) และได้ใช้ the Mishkin test ทดสอบการรับรู้ของตลาดทุนในสหรัฐอเมริกาต่อเสถียรภาพในกำไรของทั้งสององค์ประกอบนี้ ระหว่างปี 1999-2008 พบว่าตลาดทุนในสหรัฐอเมริกาประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของสององค์ประกอบนี้ไม่ถูกต้อง (mispricing) โดยตลาดทุนในสหรัฐอเมริกาประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของกำไรส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide earnings) ต่ำไป (underprice) แต่ประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific earnings) สูงไป (overprice)

นอกจากนี้ Hui, Nelson and Yueng (2016) ยังได้แบ่งองค์ประกอบทางบัญชีของกำไรได้แก่กระแสเงินสด และรายการคงค้างโดยใช้แนวคิดพื้นฐานทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Fundamentals) ในการแบ่ง ซึ่งสามารถแบ่งกระแสเงินสดได้เป็นกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide cash flow) และกระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific cash flow) ทั้งนี้พวกเขายังแบ่งรายการคงค้างได้เป็นรายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide accruals) และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific accruals) และพวกเขาได้ใช้ the Mishkin test ทดสอบการรับรู้ของตลาดทุนในสหรัฐอเมริกาต่อองค์ประกอบทั้งสองที่พวกเขาได้แบ่ง ได้แก่ กระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide cash flow) กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific cash flow) รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide accruals) และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific accruals) พบว่าตลาดทุนในสหรัฐอเมริกาประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดอุตสาหกรรม (Industry-wide cash flow) ต่ำไป แต่ประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific cash flow) ได้ถูกต้อง จึงสามารถสรุปได้ว่าการที่ตลาดทุนในสหรัฐอเมริกาประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดต่ำไปเป็นผลมาจากองค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรม และพวกเขายังพบว่าตลาดทุนในสหรัฐอเมริกาประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific accruals) สูงไป แต่ประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรมถูกต้อง จึงสามารถสรุปได้เช่นกันว่าการที่ตลาดทุนในสหรัฐอเมริกาประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างสูงไปเป็นผลมาจากองค์ประกอบส่วนเฉพาะกิจการ

ตลาดทุนในประเทศไทยเป็นตลาดเกิดใหม่ (emerging markets) ซึ่งเป็นตลาดที่มีขนาดเล็กกว่าและมีปริมาณการซื้อขายน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับตลาดทุนในประเทศที่พัฒนาแล้วอย่างประเทศสหรัฐอเมริกา นอกจากนี้ในมุมมองประสิทธิภาพของตลาดทุน (Market Efficiency) Islam,

Watanapalachaikul and Clack (2007) และ Tantipanichkul and Supattarakul (2015) ได้ศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดทุนในประเทศไทยในช่วงเวลาปี 1975-2001 และ 1994-2008 และได้แสดงหลักฐานเชิงประจักษ์ว่าในช่วงเวลาที่ทดสอบดังกล่าวตลาดทุนในประเทศไทยเป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ กล่าวได้ว่าตลาดทุนในประเทศไทยไม่ได้สะท้อนข้อมูลทางบัญชีของกำไรในปัจจุบันที่แท้จริงเข้าไปในราคาหุ้น (Mispricing) ส่งผลให้เป็นโอกาสสำหรับนักวิเคราะห์ทางการเงินและนักลงทุนในการใช้ข้อมูลทางทางการเงินในอดีตที่เปิดเผยไว้ในงบการเงินของกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดทำพอร์ต (hedge portfolios) เพื่อให้ได้มาซึ่งผลตอบแทนเกินปกติ (abnormal returns)

สำหรับหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการรับรู้ที่ผิดไปของตลาด (market pricing) ต่อเสถียรภาพขององค์ประกอบกำไรอย่างกระแสเงินสด และรายการคงค้างในบริบทของประเทศไทยยังไม่สอดคล้องกับในบริบทของประเทศสหรัฐอเมริกา [Sloan (1996), Pincus et al. (2007) และ Supattarakul and Vivattanachang (2013)] และในประเทศไทยยังไม่มีการศึกษาการรับรู้ของตลาดต่อเสถียรภาพขององค์ประกอบในกำไรที่ใช้ทั้งแนวคิดพื้นฐานทางเศรษฐศาสตร์ (Economic fundamentals) และแนวคิดทางบัญชี (Accounting system) ในการแบ่ง ซึ่งการศึกษาดังกล่าวอาจให้ข้อสรุปที่แตกต่างไปจากข้อสรุปที่พบในบริบทของประเทศสหรัฐอเมริกา

จากเหตุผลข้างต้น ผู้วิจัยมุ่งศึกษาและแสดงหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการรับรู้ของตลาดทุนในประเทศไทยต่อเสถียรภาพในกำไรขององค์ประกอบของกำไรได้แก่ กำไรส่วนอุตสาหกรรม (industry-wide earnings) กำไรส่วนเฉพาะกิจการ (firm-specific earnings) องค์ประกอบของกระแสเงินสดได้แก่ กระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide cash flows) กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific cash flows) และองค์ประกอบของรายการคงค้างได้แก่ รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide accruals) รายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific accruals) โดยอ้างอิงวิธีวิจัยจาก Hui, Nelson and Yueng (2016)

โดยในงานวิจัยฉบับนี้ การรับรู้ของตลาดทุนต่อองค์ประกอบของกำไรทั้งหมดองค์ประกอบจะประเมินจากผลตอบแทนเกินปกติในอนาคตเช่นเดียวกับงานของ Hui, Nelson and Yueng (2016) เนื่องจากข้อมูลดังกล่าวจะสะท้อนการประเมินของนักลงทุนในตลาด หากนักลงทุนยึดติดกับผลกำไรของกิจการมากเกินไปและพิจารณาแต่เพียงผลกำไรโดยไม่แยกพิจารณาองค์ประกอบของกำไรจะส่งผลให้นักลงทุนประเมินราคาหุ้นของกิจการผิดไปจากที่ควรจะเป็น (Mispricing) หรือกล่าวได้ว่านักลงทุนมองราคาหุ้นของกิจการผ่านแต่เพียงกำไรไม่ได้คำนึงถึงผลกระทบของระดับเสถียรภาพในกำไรที่แตกต่างกันระหว่างองค์ประกอบของกำไร และส่งผลต่อผลตอบแทนเกินปกติในอนาคตที่นักลงทุนได้รับ ทั้งนี้การที่นักลงทุนประเมินราคาหุ้นของกิจการผิดไปจากที่ควรจะเป็นสำหรับงานวิจัยนี้ หมายถึง การที่นักลงทุนพิจารณาองค์ประกอบของกำไรต่างๆทั้งหมดองค์ประกอบ และนำข้อมูลเหล่านั้นไปพยากรณ์กำไร(ขาดทุน)สุทธิของกิจการอย่างไม่ถูกต้อง

ซึ่งอาจประเมินสูงไปหรือประเมินต่ำไป (Overprice หรือ Underprice) และผลการพยากรณ์ทำให้นักลงทุนตัดสินใจเข้าซื้อ (Buy) หรือขายหุ้นของกิจการ (Sell) ส่งผลให้ราคาหุ้นของกิจการขึ้นลงนั้นหมายถึงการที่ข้อมูลขององค์ประกอบทั้งหกได้สะท้อนเข้าไปอยู่ในราคาหุ้นของกิจการนั่นเอง

2.4 สมมติฐานของงานวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับการศึกษาเสถียรภาพของกำไรและองค์ประกอบของกำไรที่ได้กล่าวไปแล้วในหัวข้อที่ 2.2 ทำให้ผู้วิจัยสามารถตั้งสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

1. เสถียรภาพในกำไรของกำไรส่วนอุตสาหกรรม (industry-wide earnings) และกำไรส่วนเฉพาะกิจการ (firm-specific earnings)

H1a: กำไรส่วนอุตสาหกรรม (industry-wide earnings) มีเสถียรภาพในกำไรมากกว่ากำไรส่วนเฉพาะกิจการ (firm-specific earnings)

2. เสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide cash flows) กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific cash flows) รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide accruals) และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific accruals)

H1b: กระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide cash flows) เป็นองค์ประกอบของกำไรที่มีเสถียรภาพในกำไรสูงที่สุด และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific accruals) เป็นองค์ประกอบของกำไรที่มีเสถียรภาพในกำไรต่ำที่สุด

H1c: กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific cash flows) มีเสถียรภาพในกำไรไม่แตกต่างจากรายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide accruals) อย่างมีนัยสำคัญ

และจากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับการศึกษาการรับรู้ของตลาดหุ้นต่อเสถียรภาพของกำไรและองค์ประกอบของกำไรที่ได้กล่าวไปในหัวข้อที่ 2.3 ทำให้ผู้วิจัยสามารถตั้งสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

1. การรับรู้ของตลาดหุ้นในประเทศไทยต่อเสถียรภาพในกำไรของกำไรส่วนอุตสาหกรรม (industry-wide earnings) และกำไรส่วนเฉพาะกิจการ (firm-specific earnings) ประกอบด้วยสมมติฐานหลักและสมมติฐานย่อยดังนี้

สมมติฐานหลัก (H2a): ความคาดหวังในผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นในอนาคตของนักลงทุนในตลาดสะท้อนมูลค่ากำไรส่วนอุตสาหกรรมซึ่งมีเสถียรภาพในกำไรสูง และกำไรส่วนเฉพาะกิจการซึ่งมีเสถียรภาพต่ำไม่ถูกต้อง

สมมติฐานย่อย (H2b): ความคาดหวังในผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นในอนาคตของนักลงทุนในตลาดสะท้อนมูลค่าเสถียรภาพในกำไรที่สูงของกำไรส่วนอุตสาหกรรมต่ำไป ในขณะที่สะท้อนมูลค่าเสถียรภาพในกำไรที่ต่ำของกำไรส่วนเฉพาะกิจการสูงไป

2. การรับรู้ของตลาดทุนในประเทศไทยต่อเสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide cash flows) กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific cash flows) รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide accruals) และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific accruals) ประกอบด้วยสมมติฐานหลักและสมมติฐานย่อยดังนี้

สมมติฐานหลัก (H2c): ความคาดหวังในผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นในอนาคตของนักลงทุนในตลาดสะท้อนมูลค่ากระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรมซึ่งมีเสถียรภาพในกำไรสูง และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการซึ่งมีเสถียรภาพต่ำไม่ถูกต้อง ในขณะที่สะท้อนมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ และเสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรมถูกต้อง

สมมติฐานย่อย (H2d): ความคาดหวังในผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นในอนาคตของนักลงทุนในตลาดสะท้อนมูลค่าเสถียรภาพในกำไรที่สูงของกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรมต่ำไป ในขณะที่สะท้อนมูลค่าเสถียรภาพในกำไรที่ต่ำของรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการสูงไป



บทที่ 3

วิธีการวิจัย

3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัย

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัย คือ กิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand - SET) ทุกกิจการทุกกลุ่มอุตสาหกรรมที่แบ่งโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและมีข้อมูลที่จำเป็นต่อการคำนวณตัวแปรที่ต้องการศึกษาครบถ้วนตั้งแต่ปี 2549 - 2558 รวมระยะเวลา 10 ปี ดังที่แสดงในตารางที่ 3.1 ทั้งนี้ยกเว้นกิจการที่มีลักษณะดังต่อไปนี้จะไม่นำมารวมในงานวิจัยครั้งนี้

1. กิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (the Market of Alternative Investment - MAI) เนื่องจากกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ส่วนใหญ่เป็นกิจการขนาดเล็ก และมีปริมาณการซื้อขายในตลาดที่ต่ำกว่าปริมาณการซื้อขายของกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. กิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financials) ประกอบด้วยกิจการในหมวดหมู่ธุรกิจธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัยและประกันชีวิต และกิจการที่อยู่ในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีโครงสร้างทางธุรกิจแตกต่างไปจากกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ อย่างมีสาระสำคัญ

3. กิจการจดทะเบียนที่ถูกเพิกถอน เข้าข่ายถูกเพิกถอน และกิจการที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน เนื่องจาก ตามกฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะกำหนดให้พักการซื้อขายหุ้นของกิจการดังกล่าว ส่งผลให้กิจการเหล่านี้ไม่มีข้อมูลราคาหุ้น ซึ่งเป็นข้อมูลที่จำเป็นต่อการคำนวณหาผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นในอนาคต อีกทั้งกิจการเหล่านี้จะใช้เกณฑ์ในการจัดทำรายงานทางการเงินแตกต่างไปจากกิจการทั่วไป

4. กิจการที่จดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ในปี 2559 และ 2560 เนื่องจากกิจการเหล่านี้เหล่านี้มีข้อมูลไม่ครบถ้วนสำหรับการคำนวณตัวแปรตามตัวแบบของงานวิจัย

จากการรวบรวมข้อมูลตัวอย่าง (Firm-year observations) ในช่วงปี 2549 - 2558 จากกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมดและหักกิจการบางกลุ่มข้างต้นออกไป ทำให้คงเหลือกิจการในกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 436 กิจการ และเมื่อได้ข้อมูลตัวอย่าง แล้วผู้วิจัยจะตัดข้อมูลที่ไม่ครบถ้วน และข้อมูลบางตัวที่มีค่าสูงกว่า Percentile ที่ 99 และต่ำกว่า Percentile ที่ 1 ออกเพื่อขจัดข้อมูลที่มีค่าที่สูงหรือต่ำเกินไป (Extreme values)

ตารางที่ 3.1 ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาในช่วงปี 2549-2558

ชุด A (Panel A): กลุ่มอุตสาหกรรม	
1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	5. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
2. สินค้าอุปโภคบริโภค	6. ทรัพยากร
3. ธุรกิจการเงิน	7. บริการ
4. สินค้าอุตสาหกรรม	8. เทคโนโลยี
ชุด B (Panel B): จำนวนกิจการในกลุ่มตัวอย่าง	
จำนวนกลุ่มตัวอย่างโดยแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก่อนการตัดข้อมูล (ข้อมูล ณ วันที่ 2 มีนาคม พ.ศ. 2560)	
	726
(หัก) :	
กิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ	(138)
กิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน	(58)
กิจการที่อยู่ในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์	(62)
กิจการที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน	(22)
กิจการที่จดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ในปี 2559 และ 2560	(10)
คงเหลือจำนวนกิจการกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	436
แบ่งตามอุตสาหกรรมได้เป็น:	
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	48
สินค้าอุปโภคบริโภค	39
สินค้าอุตสาหกรรม	83
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	92
ทรัพยากร	39
บริการ	97
เทคโนโลยี	38
รวม	436
ชุด C (Panel C): จำนวนข้อมูลตัวอย่างจากกิจการกลุ่มตัวอย่าง 436 กิจการ	
จำนวนข้อมูลตัวอย่างจากกิจการกลุ่มตัวอย่างตั้งแต่ปี 2549-2558 รวมทั้งสิ้น	
	3,753
(หัก) :	
ข้อมูลที่ไม่ครบตามต้องการ	(445)
ข้อมูลที่มีค่าสุดโต่งทั้งค่าสูงสุดและต่ำสุดฝั่งละ 1%	(847)
คงเหลือจำนวนข้อมูลตัวอย่างทั้งสิ้น	2,461

3.2 ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย

3.2.1 ตัวแปรอิสระของงานวิจัย

สำหรับการศึกษาเสถียรภาพในกำไร และการรับรู้ของตลาดทุนต่อกำไรส่วนอุตสาหกรรม กำไรส่วนเฉพาะกิจการ กระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม และรายการคงค้างเฉพาะกิจการ จำเป็นต้องใช้หกตัวแปรอิสระได้แก่ กำไรส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide earnings- $IndE$) กำไรส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific earnings- $FirmE$) กระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide cash flows - $IndCF$) กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific cash flows - $FirmCF$) รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide accruals - $IndAcc$) และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific accruals - $FirmAcc$)

ลำดับแรกผู้วิจัยแบ่งกำไรที่กิจการรายงานเป็นกำไรส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide earnings) และกำไรส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific earnings) ซึ่งงานวิจัยก่อนหน้านี้ (เช่น Brown and Ball (1967), Ayers and Freeman (1997), Hui and Yeung (2012)) ได้อธิบายนิยามของกำไรส่วนอุตสาหกรรมว่าเป็นองค์ประกอบร่วมกันของกำไรสำหรับทุกกิจการในอุตสาหกรรมเดียวกัน และได้อธิบายนิยามของกำไรส่วนเฉพาะกิจการว่าเป็นส่วนเบี่ยงเบน (deviations) ของกำไรแต่ละกิจการจากค่าเฉลี่ยกำไรของทุกกิจการในอุตสาหกรรมเดียวกัน สำหรับงานวิจัยนี้ได้ใช้นิยามและวิธีการคำนวณหาตัวแปรดังกล่าวตามงานวิจัยของ Hui, Nelson and Yueng (2016) โดยให้ $Earn_{i,j,t}$ แทนกำไร (ขาดทุน) สุทธิของกิจการ i ในอุตสาหกรรม j สำหรับปี t ซึ่งเท่ากับ กำไรสุทธิ (net income) ก่อนรายการที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นประจำ (Non-recurring items) หาดด้วยสินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย สมมติว่ามี N กิจการในอุตสาหกรรม j จะได้ว่ากำไรส่วนอุตสาหกรรม ($IndE_{j,t}$) ของอุตสาหกรรม j สำหรับปี t คำนวณได้จาก

$$IndE_{j,t} = 1/N \sum_{i=1}^N Earn_{i,j,t} \quad (3.1)$$

และกำไรส่วนเฉพาะกิจการ ($FirmE_{i,j,t}$) ของกิจการ i ในอุตสาหกรรม j สำหรับปี t คำนวณได้จาก

$$FirmE_{i,j,t} = Earn_{i,j,t} - IndE_{j,t} \quad (3.2)$$

ลำดับต่อมาผู้วิจัยแบ่งกำไรส่วนอุตสาหกรรม ($IndE$) เป็นกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม ($IndCF$) และรายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม ($IndAcc$) ซึ่งคำนวณได้จากสมการต่อไปนี้

$$IndE_{j,t} = IndCF_{j,t} + IndAcc_{j,t} \quad (3.3)$$

โดย $IndE_{j,t}$ คือ กำไรส่วนอุตสาหกรรมของอุตสาหกรรม j สำหรับปี t ซึ่งเท่ากับ ค่าเฉลี่ยของกำไรสุทธิ (net income) ก่อนรายการที่ไม่ได้เกิดขึ้น เป็นประจำ (Non-recurring items) ทหารด้วยสินทรัพย์รวมถั่วเฉลี่ยของทุกกิจการในอุตสาหกรรมเดียวกัน

$IndCF_{j,t}$ คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานส่วนอุตสาหกรรมของ อุตสาหกรรม j สำหรับปี t ซึ่งเท่ากับค่าเฉลี่ยของกระแสเงินสด จากกิจการดำเนินงานหารด้วยสินทรัพย์รวมถั่วเฉลี่ย (CF_t) ของทุก กิจการในอุตสาหกรรมเดียวกัน

$IndAcc_{j,t}$ คือ รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรมของอุตสาหกรรม j สำหรับปี t ซึ่ง เท่ากับผลต่างระหว่าง $IndE_{j,t}$ และ $IndCF_{j,t}$

สำหรับกำไรส่วนเฉพาะกิจการ ($FirmE$) ผู้วิจัยได้แบ่งเป็นสององค์ประกอบ เช่นเดียวกับการแบ่งกำไรส่วนอุตสาหกรรม ซึ่งสามารถแบ่งได้เป็นกระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ ($FirmCF$) และรายการคงค้างเฉพาะกิจการ ($FirmAcc$) โดยสามารถคำนวณได้จากสมการต่อไปนี้

$$FirmE_{i,j,t} = FirmCF_{i,j,t} + FirmAcc_{i,j,t} \quad (3.4)$$

โดย $FirmE_{i,j,t}$ คือ กำไรส่วนเฉพาะกิจการของกิจการ i ในอุตสาหกรรม j สำหรับปี t ซึ่งเท่ากับผลต่างระหว่าง $Earn_{i,j,t}$ และ $IndE_{j,t}$ ตามสมการ (3.2)

$FirmCF_{i,j,t}$ คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานส่วนเฉพาะกิจการของ กิจการ i ในอุตสาหกรรม j สำหรับปี t ซึ่งเท่ากับผลต่างระหว่าง กระแสเงินสดจากกิจการดำเนินงานหารด้วยสินทรัพย์รวมถั่วเฉลี่ย (CF_t) และ $IndCF_{j,t}$

$FirmAcc_{i,j,t}$ คือ รายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการของกิจการ i ของอุตสาหกรรม j สำหรับปี t ซึ่งเท่ากับผลต่างระหว่าง $FirmE_{i,j,t}$ และ $FirmCF_{i,j,t}$

3.2.2 ตัวแปรตามของงานวิจัย

ตัวแปรตามที่สำคัญสำหรับการทดสอบเสถียรภาพในกำไรของตัวแปรอิสระทั้งหมด ตัวแปร คือ กำไร(ขาดทุน) สุทธิในอนาคต ($Earn_{i,t+1}$) ซึ่งงานวิจัยนี้ได้นิยาม และคำนวณตามงานวิจัย ของ Hui, Nelson and Yueng (2016) ว่าเท่ากับ กำไร(ขาดทุน) สุทธิก่อนรายการที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็น ประจำ (Non-recurring items) ของกิจการ i ในหนึ่งปีถัดจากปีที่ศึกษา ($t+1$) ทหารด้วยสินทรัพย์รวม ถั่วเฉลี่ย

ตัวแปรตามที่สำคัญสำหรับการทดสอบการรับรู้ของตลาดหุ้นในประเทศไทยต่อ ตัวแปรอิสระทั้งหมดตัวแปร คือ ผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นในอนาคต ($CAR_{i,t+1}$) เช่นเดียวกันงานวิจัย นี้ได้นิยาม และคำนวณตามงานวิจัยของ Hui, Nelson and Yueng (2016) ว่า $CAR_{i,t+1}$ เท่ากับ ผลตอบแทนเกินปกติปรับด้วยขนาด (Size-adjusted abnormal returns) สะสมของหุ้นของกิจการ

i ที่ซื้อและถือหุ้นไว้ 12 เดือนเริ่มจากเดือนที่ 4 นับจากวันสุดท้ายของงบการเงินที่ยื่นต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้ผลตอบแทนของหุ้นสะท้อนข้อมูลจากงบการเงินได้ โดยผลตอบแทนเกินปกติปรับด้วยขนาดระหว่างช่วงเวลาดังกล่าวของกิจการใดๆ มีขั้นตอนในการคำนวณดังนี้

1. คำนวณผลตอบแทนปกติของหุ้นปรับด้วยขนาด ณ วันที่ T

ผลตอบแทนปกติของหุ้นปรับด้วยขนาด ณ วันที่ T (Size-adjusted normal return - SR_T) ของงานวิจัยนี้หมายถึงค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนจากการถือหุ้นของพอร์ต ณ วันที่ T ซึ่งอยู่ระหว่างช่วง 12 เดือนเริ่มจากเดือนที่ 4 นับจากวันสุดท้ายที่ปรากฏในงบการเงิน โดยมีขั้นตอนในการคำนวณดังนี้

1.1) จัดเรียงหุ้นตามขนาดของกิจการโดยใช้มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) จากน้อยไปมาก การใช้มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) เป็นตัววัดขนาดของกิจการเนื่องจากมูลค่าดังกล่าวสามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารของกิจการได้มากกว่ามูลค่าของกิจการตามตัวเลขทางบัญชี

1.2) แบ่งหุ้นเป็นพอร์ต (Portfolio) ทั้งหมด 10 พอร์ต (Decile) โดยให้แต่ละพอร์ตมีจำนวนหุ้นเท่าๆกัน

1.3) คำนวณค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนจากการถือหุ้นในช่วง 12 เดือนเริ่มจากเดือนที่ 4 นับจากวันสุดท้ายที่ปรากฏในงบการเงินที่ยื่นต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของแต่ละพอร์ตโดยใช้วิธี Equally Weighted Mean

$$SR_{P,T} = \frac{\sum_{i=1}^N R_{i,T}}{N} \quad (3.5)$$

โดย $SR_{P,T}$ คือ ผลตอบแทนปกติของหุ้นปรับด้วยขนาด ณ วันที่ T ของแต่ละพอร์ต

$R_{i,T}$ คือ ผลตอบแทนของหุ้นของกิจการ i ที่อยู่ในพอร์ตใดๆ ณ วันที่ T

N คือ จำนวนกิจการในพอร์ตใดๆ ณ วันที่ T

2. คำนวณผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นปรับด้วยขนาด ณ วันที่ T

ผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นปรับด้วยขนาดของกิจการใดๆ ณ วันที่ T (Size-adjusted abnormal returns- $SAR_{i,T}$) สำหรับงานวิจัยนี้เป็นผลต่างระหว่างผลตอบแทนปกติของกิจการใดๆ ณ วันที่ T (Returns- $R_{i,T}$) กับผลตอบแทนปกติของหุ้นปรับด้วยขนาด ณ วันที่ T ของพอร์ตที่มีกิจการใดๆอยู่ (Size-adjusted normal return - $SR_{P,T}$) ที่คำนวณได้จากสมการ (3.5) ดังนั้น ผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นปรับด้วยขนาดของกิจการใดๆ ณ วันที่ T ($SAR_{i,T}$) สามารถคำนวณได้ตามสมการ (3.6)

$$SAR_{i,t} = R_{i,T} - SR_{p,T} \quad (3.6)$$

โดย $SAR_{i,t}$ คือ ผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นปรับด้วยขนาดของกิจการ i ณ วันที่ T
 $R_{i,T}$ คือ ผลตอบแทนปกติของกิจการ i ณ วันที่ T
 $SR_{p,T}$ คือ ผลตอบแทนปกติของหุ้นปรับด้วยขนาด ณ วันที่ T ของพอร์ตใดๆ

3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัย

ข้อมูลที่นำมาใช้ในงานวิจัยนี้จะเป็นข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งผู้วิจัยจะเก็บข้อมูลรวบรวมจากเอกสารที่เกี่ยวข้อง หนังสือ และแหล่งข้อมูลออนไลน์ โดยการเก็บรวบรวมข้อมูลทางการเงินจากงบการเงิน ซึ่งประกอบด้วยงบแสดงฐานะทางการเงิน งบกำไรขาดทุน และงบกระแส-เงินสดของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549-2558 และข้อมูลมูลค่าของกิจการตามราคาตลาด (Market Capitalization) สำหรับการจัดทำพอร์ตเพื่อคำนวณผลตอบแทนปกติของหุ้นเฉลี่ยของแต่ละพอร์ต ซึ่งข้อมูลดังกล่าวได้มาจากการดาวน์โหลดข้อมูลจากโปรแกรม SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) ในส่วนของการคำนวณผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นในอนาคตจะใช้ข้อมูลราคาหุ้นเฉลี่ยเป็นรายวันตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549-2558 ซึ่งได้มาจากการดาวน์โหลดข้อมูลจากฐานข้อมูล Datastream

3.4 แบบจำลองที่ใช้ในงานวิจัย

3.4.1 เสถียรภาพในกำไรของ กำไรส่วนอุตสาหกรรม กำไรส่วนเฉพาะกิจการ กระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ

สำหรับการทดสอบเสถียรภาพในกำไรของกำไรส่วนอุตสาหกรรม กำไรส่วนเฉพาะกิจการ กระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม และรายการคงค้างส่วนเฉพาะ งานวิจัยนี้ได้ใช้ the ordinary least square (OLS) regression ตามงานวิจัยของ Hui, Nelson and Yueng (2016) โดยแบ่งการทดสอบเสถียรภาพในกำไรออกเป็น

1. เสถียรภาพในกำไรในอนาคตของกำไรส่วนอุตสาหกรรม และกำไรส่วนเฉพาะกิจการ

การทดสอบเสถียรภาพในกำไรในอนาคตของกำไรส่วนอุตสาหกรรม ($IndE$) และกำไรส่วนเฉพาะกิจการ ($FirmE$) ใช้ the ordinary least square (OLS) regression ตามสมการ (3.7)

$$Earn_{i,t+1} = a_0 + a_1IndE_{j,t} + a_2FirmE_{i,j,t} + \epsilon_{1i,t+1} \quad (3.7)$$

โดย $Earn_{i,t+1}$ คือ กำไร(ขาดทุน)สุทธิก่อนรายการที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นประจำ (Non-recurring items) ของกิจการ i ในหนึ่งปีถัดจากปีที่ศึกษา ($t+1$) หารด้วยสินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย

$IndE_{j,t}$ คือ กำไรส่วนอุตสาหกรรมของอุตสาหกรรม j สำหรับปี t

$FirmE_{ij,t}$ คือ กำไรส่วนกิจการของกิจการ i อุตสาหกรรม j สำหรับปี t

a_1 คือ เสถียรภาพในกำไรของกำไรส่วนอุตสาหกรรม

a_2 คือ เสถียรภาพในกำไรของกำไรส่วนเฉพาะกิจการ

และเพื่อทดสอบสมมติฐาน H1a ที่ว่าเสถียรภาพในของกำไรส่วนอุตสาหกรรม (a_1) มากกว่าเสถียรภาพในกำไรของกำไรส่วนเฉพาะกิจการ (a_2) จะใช้ the F-test เพื่อทดสอบว่า a_1 แตกต่างและมากกว่า a_2 อย่างมีสาระสำคัญ

2. เสถียรภาพในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม และรายงานคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ

การทดสอบเสถียรภาพในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม ($IndCF$) กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ ($FirmCF$) รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม ($IndAcc$) และ รายงานคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ ($FirmAcc$) ใช้ the ordinary least square (OLS) regression ตามสมการ (3.8)

$$Earn_{i,t+1} = b_0 + b_1IndCF_{j,t} + b_2FirmCF_{ij,t} + b_3IndAcc_{j,t} + b_4FirmAcc_{ij,t} + \mathcal{E}_{2i,t+1} \quad (3.8)$$

โดย $Earn_{i,t+1}$ คือ กำไร(ขาดทุน)สุทธิก่อนรายการที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นประจำ (Non-recurring items) ของกิจการ i ในหนึ่งปีถัดจากปีที่ศึกษา ($t+1$) หารด้วยสินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย

$IndCF_{j,t}$ คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานส่วนอุตสาหกรรมของอุตสาหกรรม j สำหรับปี t

$FirmCF_{ij,t}$ คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานส่วนเฉพาะกิจการของกิจการ i ในอุตสาหกรรม j สำหรับปี t

$IndAcc_{j,t}$ คือ รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรมของอุตสาหกรรม j สำหรับปี t

$FirmAcc_{ij,t}$ คือ รายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการของกิจการ i ของอุตสาหกรรม j สำหรับปี t

b_1 คือ เสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานส่วนอุตสาหกรรม

b_2 คือ เสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานส่วนเฉพาะกิจการ

b_3 คือ เสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม

b_4 คือ เสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ

และเพื่อทดสอบสมมติฐาน H1b ที่ว่ากระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide cash flows) เป็นองค์ประกอบของกำไรที่มีเสถียรภาพในกำไรสูงที่สุด และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific accruals) เป็นองค์ประกอบของกำไรที่มีเสถียรภาพในกำไรต่ำที่สุด และสมมติฐาน H1c ที่ว่ากระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific cash flows) มีเสถียรภาพในกำไรไม่แตกต่างจากรายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide accruals) อย่างมีนัยสำคัญ ($b_1 > b_2 = b_3 > b_4$) จะใช้ the F-test เพื่อทดสอบความแตกต่างของค่าสัมประสิทธิ์ของทั้งสององค์ประกอบ

3.4.2 การรับรู้ของตลาดหุ้นต่อกำไรส่วนอุตสาหกรรม กำไรส่วนเฉพาะกิจการ กระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ

สำหรับการทดสอบการรับรู้ของตลาดหุ้น (Market pricing) ต่อกำไรส่วนอุตสาหกรรม กำไรส่วนเฉพาะกิจการ กระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม และรายการคงค้างส่วนเฉพาะ ผู้วิจัยได้ใช้ the Mishkin (1983) test ตามงานวิจัยของ Hui, Nelson and Yueng (2016) เพื่อประเมินน้ำหนักขององค์ประกอบของกำไรที่ใช้ในการพยากรณ์กำไรในหนึ่งปีข้างหน้า (เสถียรภาพในกำไรขององค์ประกอบของกำไร) ที่สะท้อนอยู่ในผลตอบแทนของหุ้น โดย the Mishkin (1983) test ถือเป็นวิธีที่ถูกใช้อย่างแพร่หลายในงานวิจัยที่ผ่านมาสำหรับการทดสอบในเรื่องนี้ อาทิเช่นงานวิจัยของ Abarbanell and Bernard (1992), Sloan (1996), Xie (2001), Pincus et al. (2007), Supattarakul and Vivattanachang (2013) หรือ Hui, Nelson and Yueng (2016)

Mishkin (1983) ได้อ้างว่า ในตลาดที่มีประสิทธิภาพ (the Market efficiency) ข้อมูลทางบัญชีหรือลักษณะของข้อมูลทางบัญชีจะถูกสะท้อนเข้าไปในราคาหุ้นอย่างครบถ้วนส่งผลให้นักลงทุนในตลาดไม่สามารถได้รับผลตอบแทนเกินปกติของหุ้น (Abnormal Return) สำหรับการทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดจะทดสอบผ่าน the Market Efficiency Model ของ Mishkin ตามสมการ (3.9)

$$E (y_{t+1} - \hat{y}_{t+1} | \Phi_t) = 0 \quad (3.9)$$

โดย Φ_t คือ จำนวนข้อมูลของกลุ่มหลักทรัพย์ ณ เวลาที่ t

$E(\dots | \Phi_t)$ คือ การคาดการณ์ภายใต้เงื่อนไข Φ_t

y_{t+1} คือ ผลตอบแทนจากการถือหุ้นหรือหลักทรัพย์ระหว่างช่วงเวลา t ถึง t+1

\hat{y}_{t+1} คือ การคาดการณ์ของตลาดภายใต้สภาวะตลาดสมดุลที่ก่อให้เกิดผลตอบแทนปกติ

$y_{t+1} - \hat{y}_{t+1}$ คือ ผลตอบแทนเกินปกติที่มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับข้อมูลในอดีต ณ เวลาที่ t

และตัวแบบที่ใช้วัดสภาวะที่ตลาดมีประสิทธิภาพตามสมการ (3.9) ได้แก่

$$(y_{t+1} - \hat{y}_{t+1} | \Phi_t) = \beta (X_{t+1} - X_{t+1}^e) + \varepsilon_{t+1} \quad (3.10)$$

โดย X_{t+1} คือ เวกเตอร์ที่ประกอบด้วยตัวแปรที่สัมพันธ์กับราคาของหุ้น ณ เวลา $t+1$

X_{t+1}^e คือ เวกเตอร์ของการพยากรณ์อย่างสมเหตุสมผลของราคาหุ้นในหนึ่งงวดถัดจากของ X_{t+1} โดยที่ $X_{t+1}^e = E(X_{t+1} | \Phi_t)$

β คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของการวัดมูลค่า (valuation)

ε_{t+1} คือ การแจกแจงภายใต้เงื่อนไข $E(\varepsilon_t | \Phi_t) = 0$

การใช้ตัวแบบเกี่ยวกับการวัดประสิทธิภาพในตลาดทุนตามสมการข้างต้นเพื่อทดสอบการรับรู้ของตลาดต่อกำไรส่วนอุตสาหกรรม กำไรส่วนเฉพาะกิจการ กระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ รายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ และรายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม จำเป็นต้องใช้สองสมการเพื่อที่จะประเมินร่วมกันโดยใช้ iterative non-linear least squares regressions โดยสมการแรกได้แก่สมการพยากรณ์ (Forecasting equation) เป็นสมการที่ใช้วัดความสามารถในการพยากรณ์กำไรในหนึ่งปีข้างหน้าขององค์ประกอบของกำไรทั้งหมดโดยใช้ ordinary least square (OLS) regression หรือ linear regression สมการที่สองได้แก่สมการวัดมูลค่า (Valuation equation) เป็นสมการที่ใช้วัดการประเมินมูลค่าของตลาดทุนต่อเสถียรภาพในกำไรขององค์ประกอบของกำไรทั้งหมดโดยใช้ non-linear regression จากสมการวัดมูลค่าจะทำให้ได้ค่าพารามิเตอร์เสถียรภาพในกำไร (persistence parameters) หรือค่าพารามิเตอร์การวัดมูลค่า (valuation parameters) ซึ่งจะถูกนำไปเปรียบเทียบกับค่าพารามิเตอร์เสถียรภาพในกำไร (persistence parameters) หรือ ค่าพารามิเตอร์พยากรณ์ (forecasting parameters) ที่ได้จากสมการพยากรณ์ ทั้งนี้ถ้าตลาดทุนเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ ค่าพารามิเตอร์เสถียรภาพในกำไรจากสมการพยากรณ์และจากสมการวัดมูลค่าจะไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ และถ้าค่าพารามิเตอร์การวัดมูลค่า (valuation parameters) มากกว่าค่าพารามิเตอร์พยากรณ์ (forecasting parameters) อย่างมีนัยสำคัญนั้นหมายความว่านักลงทุนในตลาดประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรขององค์ประกอบของกำไรสูงไป (Overprice) หรือนักลงทุนมีปฏิกิริยาตอบสนองต่อมูลค่าเสถียรภาพในกำไรขององค์ประกอบของกำไรสูงไป (Overreaction) ในทางกลับกันถ้าค่าพารามิเตอร์การวัดมูลค่า (valuation parameters) ต่ำกว่าค่าพารามิเตอร์พยากรณ์ (forecasting parameters) อย่างมีนัยสำคัญนั้นหมายความว่านักลงทุนในตลาดประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรขององค์ประกอบของ

กำไรต่ำไป (Underprice) หรือนักลงทุนมีปฏิกิริยาตอบสนองต่อมูลค่าเสียสภาพในกำไรขององค์ประกอบของกำไรต่ำไป (Underreaction) สำหรับการทดสอบการรับรู้ของตลาดต่อเสียสภาพในกำไรขององค์ประกอบของกำไรจะแบ่งออกเป็น

1. การรับรู้ของตลาดหุ้นต่อกำไรส่วนอุตสาหกรรม และกำไรส่วนเฉพาะกิจการ

การทดสอบการรับรู้ของตลาดหุ้นต่อกำไรส่วนอุตสาหกรรม (*IndE*) และกำไรส่วนเฉพาะกิจการ (*FirmE*) ลำดับแรกจะทดสอบว่ากำไรส่วนอุตสาหกรรมมีเสียสภาพในกำไรมากกว่ากำไรเฉพาะกิจการโดยใช้ OLS regression หรือใช้สมการพยากรณ์กำไรในหนึ่งปีข้างหน้า (Forecasting equation) ลำดับต่อมาจะประเมินน้ำหนักขององค์ประกอบของกำไรทั้งสองที่ใช้พยากรณ์กำไรในหนึ่งปีข้างหน้าที่แฝงอยู่ในผลตอบแทนของหุ้นโดยใช้สมการการวัดมูลค่า (Valuation equation) แล้วนำค่าพารามิเตอร์ของแต่ละสมการตามที่ได้อธิบายก่อนหน้ามาเปรียบเทียบกัน

สมการพยากรณ์ (The Forecasting Equation)¹ :

$$\text{Earn}_{i,t+1} = a_0 + a_1 \text{IndE}_{j,t} + a_2 \text{FirmE}_{ij,t} + \mathcal{E}_{3i,t+1} \quad (3.11)$$

โดย $\text{Earn}_{i,t+1}$ คือ กำไร(ขาดทุน)สุทธิก่อนรายการที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นประจำ (Non-recurring items) ของกิจการ *i* ในหนึ่งปีถัดจากปีที่ศึกษา (*t+1*) ทหารด้วยสินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย

$\text{IndE}_{j,t}$ คือ กำไรส่วนอุตสาหกรรมของอุตสาหกรรม *j* สำหรับปี *t*

$\text{FirmE}_{ij,t}$ คือ กำไรส่วนกิจการของกิจการ *i* อุตสาหกรรม *j* สำหรับปี *t*

a_1 คือ เสียสภาพในกำไรของกำไรส่วนอุตสาหกรรมของสมการพยากรณ์

a_2 คือ เสียสภาพในกำไรของกำไรส่วนเฉพาะกิจการของสมการพยากรณ์

สมการการวัดมูลค่า (The Valuation Equation):

$$\text{CAR}_{i,t+1} = \text{Multiple} \times (\text{Earn}_{i,t+1} - \alpha_1 \text{IndE}_{j,t} - \alpha_2 \text{FirmE}_{ij,t}) + \mathcal{E}_{4i,t} \quad (3.12)$$

โดย $\text{CAR}_{i,t+1}$ คือ ผลตอบแทนเกินปกติปรับด้วยขนาด (Size-adjusted abnormal returns) สะสมของหุ้นของกิจการ *i* ที่ซื้อและถือหุ้นไว้ 12 เดือน เริ่มจากเดือนที่ 4 นับจากวันที่ปรากฏในงบการเงินที่ยื่นต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$\text{Earn}_{i,t+1}$ คือ กำไร(ขาดทุน)สุทธิก่อนรายการที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นประจำ (Non-recurring items) ของกิจการ *i* ในหนึ่งปีถัดจากปีที่ศึกษา (*t+1*) ทหารด้วยสินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย

¹ สมการ (3.7) และสมการ (3.10) คือสมการเดียวกัน

- IndE_{j,t} คือ กำไรส่วนอุตสาหกรรมของอุตสาหกรรม j สำหรับปี t
 FirmE_{ij,t} คือ กำไรส่วนกิจการของกิจการ i อุตสาหกรรม j สำหรับปี t
 α_1 คือ เสถียรภาพในกำไรของกำไรส่วนอุตสาหกรรมของสมการวัดมูลค่า
 α_2 คือ เสถียรภาพในกำไรของกำไรส่วนเฉพาะกิจการของสมการวัดมูลค่า

ตามวิธีของ Mishkin (1983) ผู้วิจัยจะประเมินสมการ (3.11) และ (3.12) ร่วมกันโดยใช้กระบวนการประเมินแบบ iterative non-linear least squares ซึ่งประกอบด้วยสองขั้นตอนได้แก่ ขั้นที่ 1) ผู้วิจัยจะยังไม่กำหนดเงื่อนไขของสมการในการประเมินทั้งสองสมการ และขั้นที่ 2) ผู้วิจัยจะทดสอบว่าค่าพารามิเตอร์ในสมการวัดมูลค่า (Valuation parameters) แตกต่างกับค่าพารามิเตอร์ในสมการพยากรณ์ (Forecasting parameters) อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยกำหนดเงื่อนไขที่ว่า $a_1 = \alpha_1$ และ/หรือ $a_2 = \alpha_2$ ทั้งนี้ถ้าผลตอบแทนของหุ่นไม่ได้สะท้อนเสถียรภาพในกำไรที่สูงของกำไรส่วนอุตสาหกรรม และเสถียรภาพในกำไรที่ต่ำของกำไรส่วนเฉพาะกิจการอย่างถูกต้อง ผู้วิจัยคาดการณ์ว่า a_1 จะมีค่ามากกว่า α_1 อย่างมีนัยสำคัญ ($a_1 > \alpha_1$) และ/หรือ a_2 จะมีค่าน้อยกว่า α_2 อย่างมีนัยสำคัญ ($a_2 < \alpha_2$) นั้นหมายความว่านักลงทุนในตลาดประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรที่สูงของกำไรส่วนอุตสาหกรรมต่ำไป แต่กลับประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรที่ต่ำของกำไรส่วนเฉพาะกิจการสูงไป ตามสมมติฐาน H2a และ H2b

2. การรับรู้ของตลาดต่อกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม และรายงานคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ

เช่นเดียวกับการทดสอบการรับรู้ของตลาดหุ้นต่อกำไรส่วนอุตสาหกรรม (IndE) และกำไรส่วนเฉพาะกิจการ (FirmE) ลำดับแรกจะทดสอบว่าเสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม (IndCF) กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (FirmCF) รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม (IndAcc) และรายงานคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (FirmAcc) โดยใช้ OLS regression หรือใช้สมการพยากรณ์กำไรในหนึ่งปีข้างหน้า (Forecasting equation) ลำดับต่อมาที่จะประเมินน้ำหนักขององค์ประกอบของกำไรทั้งสี่ที่ใช้พยากรณ์กำไรในหนึ่งปีข้างหน้าที่แฝงอยู่ในผลตอบแทนของหุ้นโดยใช้สมการการวัดมูลค่า (Valuation equation) แล้วนำค่าพารามิเตอร์ของแต่ละสมการมาเปรียบเทียบกับ

สมการพยากรณ์ (The Forecasting Equation)² :

$$\text{Earn}_{i,t+1} = b_0 + b_1 \text{IndCF}_{j,t} + b_2 \text{FirmCF}_{ij,t} + b_3 \text{IndAcc}_{j,t} + b_4 \text{FirmAcc}_{ij,t} + \mathcal{E}_{5i,t+1} \quad (3.13)$$

โดย Earn_{i,t+1} คือ กำไร(ขาดทุน)สุทธิก่อนรายการที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นประจำ (Non-recurring items) ของกิจการ i ในหนึ่งปีถัดจากปีที่ศึกษา (t+1) หารด้วยสินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย

² สมการ (3.8) และสมการ (3.13) คือสมการเดียวกัน

$IndCF_{j,t}$ คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานส่วนอุตสาหกรรมของอุตสาหกรรม j สำหรับปี t

$FirmCF_{i,j,t}$ คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานส่วนเฉพาะกิจการของกิจการ i ในอุตสาหกรรม j สำหรับปี t

$IndAcc_{j,t}$ คือ รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรมของอุตสาหกรรม j สำหรับปี t

$FirmAcc_{i,j,t}$ คือ รายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการของกิจการ i ของอุตสาหกรรม j สำหรับปี t

b_1 คือ เสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานส่วนอุตสาหกรรมของสมการพยากรณ์

b_2 คือ เสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานส่วนเฉพาะกิจการของสมการพยากรณ์

b_3 คือ เสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรมของสมการพยากรณ์

b_4 คือ เสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการของสมการพยากรณ์

สมการการวัดมูลค่า (The Valuation Equation):

$$CAR_{i,t+1} = \text{Multiple} \times (\text{Earn}_{i,t+1} - \beta_0 - \beta_1 IndCF_{j,t} - \beta_2 FirmCF_{i,j,t} - \beta_3 IndAcc_{j,t} - \beta_4 FirmAcc_{i,j,t}) + \varepsilon_{6i,t+1} \quad (3.14)$$

โดย $CAR_{i,t+1}$ คือ ผลตอบแทนเกินปกติปรับด้วยขนาด (Size-adjusted abnormal returns) สะสมของหุ้นของกิจการ i ที่ซื้อและถือหุ้นไว้ 12 เดือน เริ่มจากเดือนที่ 4 นับจากวันที่ปรากฏในงบการเงินที่ยื่นต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$Earn_{i,t+1}$ คือ กำไร(ขาดทุน)สุทธิก่อนรายการที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นประจำ (Non-recurring items) ของกิจการ i ในหนึ่งปีถัดจากปีที่ศึกษา ($t+1$) หารด้วยสินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย

$IndCF_{j,t}$ คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานส่วนอุตสาหกรรมของอุตสาหกรรม j สำหรับปี t

$FirmCF_{i,j,t}$ คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานส่วนเฉพาะกิจการของกิจการ i ในอุตสาหกรรม j สำหรับปี t

$IndAcc_{j,t}$ คือ รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรมของอุตสาหกรรม j สำหรับปี t

$FirmAcc_{i,j,t}$ คือ รายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการของกิจการ i ของอุตสาหกรรม j สำหรับปี t

- β_1 คือ เสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานส่วน
อุตสาหกรรมของสมการวัดมูลค่า
- β_2 คือ เสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานส่วน
เฉพาะกิจการของสมการวัดมูลค่า
- β_3 คือ เสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรมของสมการ
วัดมูลค่า
- β_4 คือ เสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการของ
สมการวัดมูลค่า

ในการทดสอบการรับรู้ของตลาดทุนต่อเสถียรภาพในกำไรของทั้งสององค์ประกอบของกำไร หรือองค์ประกอบในส่วนอุตสาหกรรมและองค์ประกอบในส่วนเฉพาะกิจการของกระแสเงินสด และรายการคงค้างจะประกอบด้วยสองขั้นตอนเช่นเดียวกับการทดสอบการรับรู้ของตลาดต่อเสถียรภาพในกำไรของสององค์ประกอบของกำไรแรก โดยผู้วิจัยจะกำหนดเงื่อนไขในขั้นตอนที่ 2) เป็น $b_1 = \beta_1$ และ/หรือ $b_2 = \beta_2$ และ/หรือ $b_3 = \beta_3$ และ/หรือ $b_4 = \beta_4$ ทั้งนี้ถ้าผลตอบแทนของหุ้นไม่ได้สะท้อนเสถียรภาพในกำไรที่สูงของกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม และเสถียรภาพในกำไรที่ต่ำของรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการอย่างถูกต้อง ผู้วิจัยคาดการณ์ว่า b_1 จะมีค่ามากกว่า β_1 อย่างมีนัยสำคัญ ($b_1 > \beta_1$) และ/หรือ b_2 จะมีค่าน้อยกว่า β_2 อย่างมีนัยสำคัญ ($b_2 < \beta_2$) นั้นหมายความว่านักลงทุนในตลาดประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรที่สูงของกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรมต่ำไป แต่กลับประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการสูงไป ตามสมมติฐาน H2c และ H2d ในทางตรงกันข้ามผู้วิจัยคาดการณ์ว่า b_2 จะไม่แตกต่างกับ β_2 อย่างมีนัยสำคัญ ($b_2 = \beta_2$) และ b_3 จะไม่แตกต่างกับ β_3 อย่างมีนัยสำคัญ ($b_3 = \beta_3$) ซึ่งหมายความว่านักลงทุนในตลาดประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ และเสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรมได้อย่างถูกต้อง ตามสมมติฐาน H2c

การทดสอบเงื่อนไขที่ตั้งไว้ใน การทดสอบการรับรู้ของตลาดต่อองค์ประกอบของกำไรทั้งสองการทดสอบจะใช้ค่าสถิติอัตราส่วนความเป็นไปได้ (Likelihood ratio) ตามการเสนอของ Mishkin (1983) ซึ่งอัตราส่วนดังกล่าวถูกแจกแจงตามแบบ Asymptotically $(X^2)(q)$ ภายใต้สมมติฐานที่ศูนย์ (Null hypothesis) ที่ว่าตลาดจะประเมินมูลค่าองค์ประกอบของกำไรที่อยู่กำไรในหนึ่งปีข้างหน้าอย่างสมเหตุสมผล โดยการทดสอบความสมเหตุสมผลดังกล่าวจะใช้การเปรียบเทียบผลรวมของ squared residuals ของขั้นตอนที่ 1) ระบบที่ไม่ได้กำหนดเงื่อนไข (the unconstrained system) กับผลรวมของ squared residuals ของขั้นตอนที่ 2) ระบบที่กำหนดเงื่อนไข (the constrained system) ดังสมการ (3.15)

$$2n \ln(SSR^c/SSR^u) \quad (3.15)$$

โดย	q	คือ	จำนวนของเงื่อนไขที่กำหนดสำหรับการทดสอบความสมเหตุสมผลของการประเมินมูลค่าของตลาด
	n	คือ	จำนวนของข้อมูลตัวอย่าง (sample observations)
	SSR^c	คือ	ผลรวมของ squared residuals จาก the constrained system
	SSR^u	คือ	ผลรวมของ squared residuals จาก the unconstrained system

และหากค่าอัตราส่วนความเป็นไปได้ (Likelihood ratio) สูงแสดงว่าการประเมินมูลค่าที่สมเหตุสมผลของตลาดต่อเสถียรภาพในกำไรขององค์ประกอบของกำไรที่แบ่งในงานวิจัยนี้ได้แก่ กำไรส่วนอุตสาหกรรม ($a_1 = \alpha_1$) กำไรส่วนเฉพาะกิจการ ($a_2 = \alpha_2$) กระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม ($b_1 = \beta_1$) กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ ($b_2 = \beta_2$) รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม ($b_3 = \beta_3$) และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ ($b_4 = \beta_4$) จะถูกปฏิเสธ นั่นหมายความว่าตลาดทุนเป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพส่งผลให้นักลงทุนมีโอกาสในการสร้างผลตอบแทนเกินปกติในอนาคตได้



บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

จากการเก็บข้อมูลทางบัญชีและข้อมูลผลตอบแทนของกิจการเพื่อนำมาคำนวณหาตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน ซึ่งครอบคลุมระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549-2558 และคัดเลือกข้อมูลตามเกณฑ์ที่ได้กำหนดไว้ ทำให้คงเหลือกลุ่มข้อมูลตัวอย่างที่สามารถเป็นตัวแทนของประชากรในการศึกษาเสถียรภาพในกำไรและการรับรู้ของตลาดหุ้นต่อองค์ประกอบทั้งหกองค์ประกอบจำนวนทั้งสิ้น 2,461 ตัวอย่าง จากกิจการทั้งหมด 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุปโภค สินค้าอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ทรัพยากร บริการ และเทคโนโลยี

จากตารางที่ 4.1 ตารางแสดงจำนวนข้อมูลตัวอย่าง (Firm-years observations) โดยแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะเห็นได้ว่าข้อมูลตัวอย่างมาจากกลุ่มบริการมากที่สุด (22.55%) รองลงมาได้แก่กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (21.56%) และกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (18.30%) ตามลำดับ ดังนั้นผลการวิจัยที่ได้อาจเอนเอียงไปทางกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งสามนี้

ตารางที่ 4.1 จำนวนข้อมูลตัวอย่าง (Firm-years observations) โดยแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนข้อมูลตัวอย่าง	ร้อยละ
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	255	10.36
สินค้าอุปโภคบริโภค	216	8.77
สินค้าอุตสาหกรรม	450	18.30
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	531	21.56
ทรัพยากร	202	8.22
บริการ	555	22.55
เทคโนโลยี	252	10.24
รวม	2,461	100.00

ตารางที่ 4.2 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของกำไร(ขาดทุน)สุทธิ องค์กรประกอบของกำไร กระแสเงินสดจากกิจกรรมการดำเนินงาน รายการคงค้าง องค์กรประกอบของกระแสเงินสดจากกิจกรรมการดำเนินงาน องค์กรประกอบของรายการคงค้าง กำไร(ขาดทุน) สุทธิในอนาคต และผลตอบแทนเกินปกติสะสมในอนาคตของกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 2,461 ตัวอย่าง ระหว่างปี 2549-2558 (Descriptive Statistics)

Variable	Minimum	Maximum	Mean	Std.	Percentiles		Percentiles	Percentiles	Percentiles
				Deviation	10	25	50	75	90
$Earn_t$	-0.234	0.306	0.056	0.069	-0.022	0.017	0.055	0.094	0.139
$IndE_t$	0.031	0.091	0.059	0.014	0.043	0.048	0.057	0.069	0.078
$FirmE_t$	-0.283	0.240	-0.003	0.068	-0.080	-0.042	-0.002	0.036	0.078
CF_t	-0.253	0.413	0.083	0.098	-0.035	0.024	0.081	0.142	0.205
Acc_t	-0.345	0.319	-0.027	0.088	-0.125	-0.079	-0.033	0.019	0.085
$IndCF_t$	0.020	0.127	0.083	0.027	0.044	0.067	0.089	0.106	0.112
$FirmCF_t$	-0.320	0.343	-0.000	0.096	-0.119	-0.058	0.000	0.059	0.116
$IndAcc_t$	-0.062	0.025	-0.024	0.022	-0.048	-0.039	-0.027	-0.009	0.011
$FirmAcc_t$	-0.315	0.339	-0.003	0.086	-0.101	-0.054	-0.007	0.041	0.106
$Earn_{t+1}$	-0.234	0.300	0.052	0.069	-0.029	0.014	0.051	0.092	0.137
CAR_{t+1}	-0.796	0.901	0.014	0.322	-0.388	-0.208	0.000	0.203	0.438

ตารางที่ 4.3 ค่าสหสัมพันธ์ของแต่ละองค์ประกอบของกำไร (Pearson Correlation Coefficient) ของกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 2,461 ตัวอย่าง ระหว่างปี 2549-2558

	$IndE_t$	$FirmE_t$	CF_t	$IndCF_t$	$FirmCF_t$	Acc_t	$IndAcc_t$	$FirmAcc_t$
$Earn_t$	0.165**	0.978**	0.491**	0.108**	0.473**	0.232**	-0.024	0.244**
$IndE_t$		-0.044	0.124**	0.587**	-0.037	-0.010	-0.067**	0.007
$FirmE_t$			0.471**	-0.015	0.487**	0.238**	-0.010	0.245**
CF_t				0.227**	0.962**	-0.733**	-0.198**	-0.698**
$IndCF_t$					-0.048*	-0.169**	-0.847**	0.041*
$FirmCF_t$						-0.704**	0.035	-0.727**
Acc_t							0.202**	0.969**
$IndAcc_t$								-0.047*

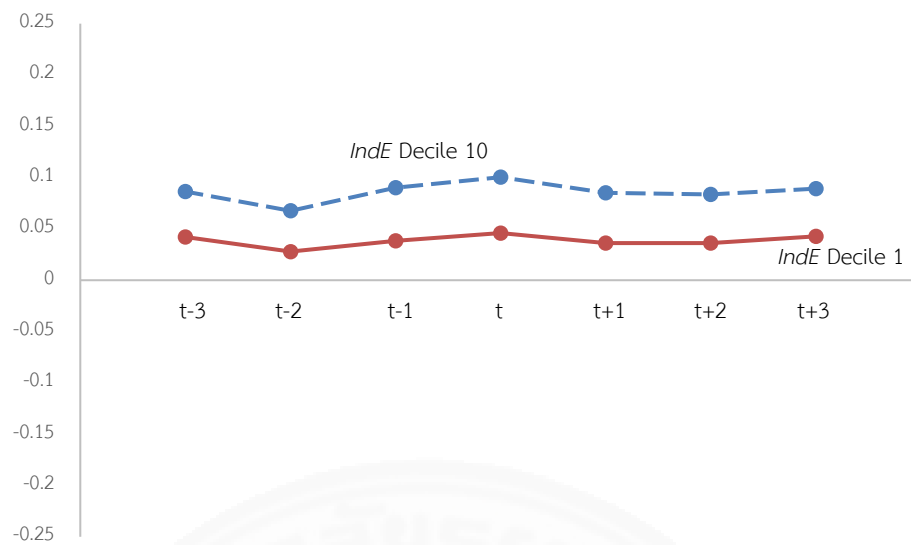
* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed)

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

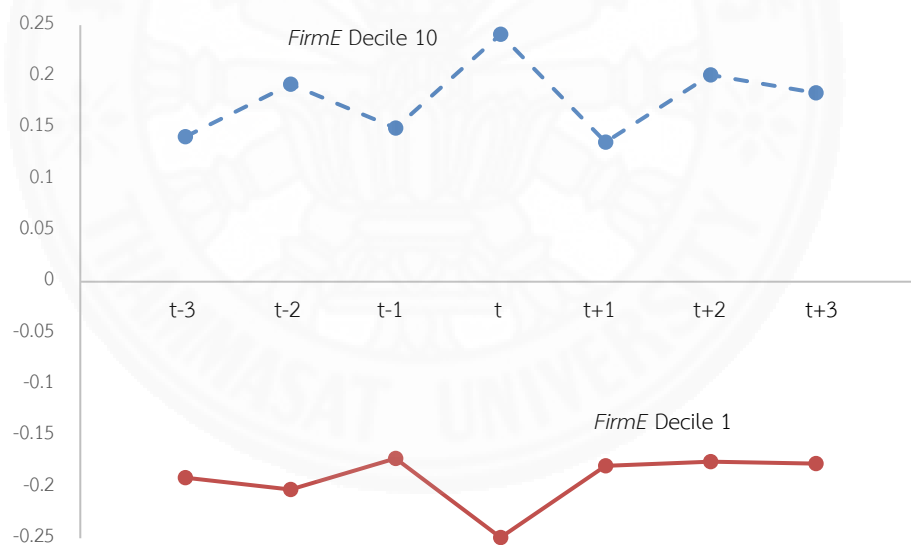
จากตารางที่ 4.2 แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของกำไรและองค์ประกอบของกำไร ค่าเฉลี่ยของกำไร(ขาดทุน)สุทธิ (*Earn*) มีค่าเท่ากับ 0.056 แสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ของกิจการส่วนใหญ่ในกลุ่มตัวอย่างเท่ากับร้อยละ 5.6 ค่าเฉลี่ยของกำไรส่วนอุตสาหกรรม (*IndE*) และกำไรส่วนเฉพาะกิจการ (*FirmE*) มีค่าเท่ากับ 0.059 และ -0.003 ตามลำดับ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ *FirmE* มีค่าเท่ากับ 0.068 ซึ่งมากกว่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ *IndE* ที่มีค่าเท่ากับ 0.014 แสดงให้เห็นว่าความสามารถในการทำกำไรของแต่ละกิจการ (Firm-specific profitability) มีความผันผวนมากกว่าความสามารถในการทำกำไรในภาพรวมของทั้งอุตสาหกรรม (Firm-specific profitability) ซึ่งสอดคล้องกับที่คาดการณ์ไว้ว่าองค์ประกอบ *FirmE* ในกำไรมีความผันผวนมากกว่าองค์ประกอบ *IndE*

สำหรับข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน รายการคงค้าง และองค์ประกอบของทั้งสองตัวแปร ค่าเฉลี่ยของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (*CF*) มีค่าเป็นบวก (=0.083) และค่าเฉลี่ยของรายการคงค้าง (*Acc*) เป็นลบ (= -0.027) ค่าเฉลี่ยขององค์ประกอบกระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (*FirmCF*) (= -0.000) และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (*FirmAcc*) (= -0.003) มีค่าเข้าใกล้ศูนย์ ค่าเฉลี่ยของกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม (*IndCF*) (=0.083) มีค่าเข้าใกล้ค่าเฉลี่ยของ *CF* (=0.083) เช่นเดียวกับค่าเฉลี่ยของรายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม (*IndAcc*) (= -0.024) ที่มีค่าเข้าใกล้ค่าเฉลี่ยของ *Acc* (-0.027) ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ *FirmCF* (=0.096) และ *Acc* (=0.086) เข้าใกล้ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ *CF* (=0.098) และ *Acc* (=0.088) ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าความผันผวนของ *CF* (=0.098) และ *Acc* (=0.088) เป็นผลมาจากองค์ประกอบส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific components) ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ *FirmCF* เป็น 3.56 เท่าของ *IndCF* ในขณะที่ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ *FirmAcc* เป็น 3.96 เท่าของ *IndAcc*

จากตารางที่ 4.3 แสดงค่าสหสัมพันธ์ของแต่ละองค์ประกอบของกำไร พบว่ามีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ Hui, Nelson and Yueng (2016) ที่ว่า *CF* และ *Acc* มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับองค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรม (*IndCF* และ *IndAcc*) และองค์ประกอบส่วนเฉพาะกิจการ (*FirmCF* และ *FirmAcc*) ตามลำดับ และสอดคล้องกับงานวิจัยก่อนหน้านี้ที่ *CF* มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ *Acc* (= -0.733) ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่าง *CF* และ *Acc* นี้ส่วนใหญ่เป็นผลมาจากความสัมพันธ์เชิงลบระหว่าง *CF* และ *FirmAcc* (= -0.698) และความสัมพันธ์เชิงลบระหว่าง *Acc* และ *FirmCF* (= -0.704)



ภาพที่ 4.1 ค่าเฉลี่ยของกำไรของกิจการในกลุ่ม Top และ Bottom Deciles ของกำไรส่วนอุตสาหกรรม ระหว่างปี 2549 – 2555 (7 ปี)



ภาพที่ 4.2 ค่าเฉลี่ยของกำไรของกิจการในกลุ่ม Top และ Bottom Deciles ของกำไรส่วนเฉพาะกิจการ ระหว่างปี 2549 – 2555 (7 ปี)

ตารางที่ 4.4 ผลตอบแทนเกินปกติสะสมในอนาคตโดยแบ่งตาม Decile Portfolio ที่แบ่งตามขนาดขององค์ประกอบกำไรส่วนอุตสาหกรรม

	(1)	(2)	(3)
$IndE_t$ Decile	CAR_{t+1}	CAR_{t+2}	CAR_{t+3}
Low	-0.053	-0.066	0.054
2	-0.071	-0.022	-0.015
3	-0.027	-0.006	0.033
4	-0.022	0.012	0.025
5	-0.030	0.032	-0.071
6	0.012	0.005	-0.005
7	0.012	0.018	0.015
8	0.012	0.069	-0.007
9	0.020	0.052	0.012
High	0.031	0.016	0.006
High - Low	0.085***	0.082***	-0.048
	(p < 0.01)	(p < 0.01)	(p = 0.131)
N	2,461	2,420	2,135

*** Statistical significance at the 0.01 level (2-tailed)

จากภาพที่ 4.1 แสดงกราฟจุดอนุกรมเวลาของค่าเฉลี่ยกำไรในกลุ่ม Top และ Bottom deciles ของกำไรส่วนอุตสาหกรรม ($IndE_t$) ระหว่างช่วงเวลา t-3 ถึง t+3 พบว่าทั้งในกลุ่ม IndE Decile 10 (Top) และ IndE Decile 1 (Bottom) กำไรค่อนข้างมีเสถียรภาพ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Hui, Nelson and Yueng (2016) ในทางตรงกันข้าม ภาพที่ 4.2 ข แสดงกราฟจุดอนุกรมเวลาของค่าเฉลี่ยกำไรในกลุ่ม Top และ Bottom deciles ของกำไรส่วนเฉพาะกิจการ ($FirmE_t$) ระหว่างช่วงเวลา t-3 ถึง t+3 กลับพบว่าทั้งในกลุ่ม FirmE Decile 10 (Top) และ FirmE Decile 1 (Bottom) กำไรจะแสดงรูปแบบการวกกลับเข้าสู่ค่าเฉลี่ย (Mean reversion) อย่างเห็นได้ชัด สอดคล้องกับงานวิจัยของ Hui, Nelson and Yueng (2016) และการคาดการณ์ที่ว่าองค์ประกอบส่วนเฉพาะกิจการในกำไรหรือส่วนที่เบี่ยงเบนไปจากค่าเฉลี่ยจะหายไปในระยะเวลาอันสั้น

จากตารางที่ 4.4 แสดงผลตอบแทนเกินปกติสะสมในอนาคตโดยแบ่งตาม Decile Portfolio ที่แบ่งตามขนาดขององค์ประกอบกำไรส่วนอุตสาหกรรม พบว่าสอดคล้องกับงานวิจัยของ Hui, Nelson and Yueng (2016) ที่ว่าผลตอบแทนเกินปกติสะสมในปีที่ t+1 (CAR_{t+1}) ในคอลัมน์ที่ 1 มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจากกลุ่ม Low Decile (-0.053) ไปยังกลุ่ม High Decile (0.031) ความแตกต่าง

ระหว่างค่าเฉลี่ยของ CAR_{t+1} ในกลุ่ม Low Decile และกลุ่ม High Decile มีค่าเท่ากับ 0.085 เป็นความแตกต่างที่มีสาระสำคัญทางสถิติ ผลในคอลัมน์ที่ 2 ค่าเฉลี่ยของ CAR_{t+2} ค่อยๆเพิ่มขึ้นจากกลุ่ม Low Decile (-0.066) ไปยังกลุ่ม High Decile (0.016) และความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยของ CAR_{t+2} ในกลุ่ม Low Decile และกลุ่ม High Decile มีค่าเท่ากับ 0.082 เป็นความแตกต่างที่มีสาระสำคัญทางสถิติเช่นเดียวกับผลในคอลัมน์ที่ 1 ผลเหล่านี้แสดงให้เห็นว่าความสามารถในการทำนายผลตอบแทนเกินปกติสะสมในอนาคตของกำไรส่วนอุตสาหกรรม ($IndE$) มีความ long-lasting ในขณะที่ผลในคอลัมน์ที่ 3 แสดงให้เห็นว่า $IndE$ ไม่สามารถทำนายผลตอบแทนเกินปกติสะสมใน 3 ปีข้างหน้า (CAR_{t+3}) ได้ เนื่องจากค่าเฉลี่ยของ CAR_{t+3} ไม่แสดงรูปแบบการเพิ่มขึ้นจาก กลุ่ม Low Decile ไปกลุ่ม High Decile อีกทั้งค่าเฉลี่ยของ CAR_{t+3} ในกลุ่ม Low Decile และกลุ่ม High Decile ไม่มีความแตกต่างที่มีสาระสำคัญทางสถิติ (-0.048, $p = 0.131$)

อย่างไรก็ตามผลการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาทั้งหมดที่กล่าวมา เป็นเพียงข้อมูลพื้นฐานที่จะสามารถสนับสนุนข้อสมมติฐานในเรื่องการศึกษาเสถียรภาพในกำไรขององค์ประกอบต่างๆของกำไรได้อย่างคร่าวๆเท่านั้น แต่ผลวิเคราะห์เหล่านี้ยังไม่สามารถบอกได้ว่าองค์ประกอบใดของกำไรที่มีเสถียรภาพสูงที่สุดหรือต่ำที่สุด อีกทั้งยังไม่สามารถบอกได้ว่านักลงทุนในตลาดประเมินเสถียรภาพในกำไรขององค์ประกอบเหล่านั้นได้ถูกต้องหรือไม่อย่างไร ดังนั้นผู้วิจัยจึงต้องใช้ค่าสถิติเชิงอนุมานในการทดสอบเสถียรภาพในกำไร และการประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของนักลงทุนในตลาดดังที่จะกล่าวในหัวข้อถัดไป

4.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้วิธีวิเคราะห์การถดถอย (Regression Results)

4.2.1 ผลการทดสอบสมมติฐานเรื่องเสถียรภาพในกำไร (H1a) และการประเมินเสถียรภาพในกำไรของนักลงทุนในตลาดทุน (H2a และ H2b) ขององค์ประกอบในกำไร ได้แก่ กำไรส่วนอุตสาหกรรม และกำไรส่วนเฉพาะกิจการ

ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์เสถียรภาพในกำไร (Earning Persistence) จากองค์ประกอบของกำไรส่วนอุตสาหกรรมและส่วนเฉพาะกิจการ ต่อกำไรในอนาคตของกิจการในบริษัทตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยใช้การวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้น (the ordinary least square (OLS) regression) และวิเคราะห์การประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของนักลงทุนต่อองค์ประกอบทั้งสองที่สะท้อนอยู่ในผลตอบแทนสะสมในอนาคตจากราคาหุ้น โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยที่ไม่เป็นเชิงเส้น (non-linear regression) ดังแสดงในตารางที่ 4.5

คอลัมน์ที่ 1 ของ Panel A ของตารางที่ 4.5 แสดงถึงเสถียรภาพในกำไรในอนาคตของกำไรในปัจจุบัน ($Earn_t$) พบว่ามีสัมประสิทธิ์ของกำไรในปัจจุบันมีค่าเท่ากับ 0.664 แสดง

ให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแสดงผลทางสถิติเช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งสอดคล้องกับผลวิจัยของ Sloan (1996) ที่ว่ากำไรในปัจจุบันเป็นกำไรที่มีเสถียรภาพสามารถพยากรณ์กำไรในอนาคตได้

สำหรับการประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรในอนาคตของกำไรในปัจจุบัน ตามแนวคิดของ Mishkin (1983) จะคำนวณผลตอบแทนจากราคาหุ้นโดยการถดถอยผลตอบแทนจากราคาหุ้นในอนาคตบนกำไรในอนาคต ($Earn_{t+1}$) และกำไรในปัจจุบัน ($Earn_t$) และกล่าวว่าหากนักลงทุนในตลาดคาดการณ์ผลตอบแทนจากราคาหุ้นโดยคำนึงถึงเสถียรภาพในกำไรของกำไรในปัจจุบันแล้ว จะพบว่าค่าสัมประสิทธิ์ความเสถียรภาพโดยนัย α_1^* ควรจะมีค่าเท่ากับค่าสัมประสิทธิ์ความเสถียรภาพที่แท้จริง α_1 จากคอลัมน์ที่ 1 และ 2 ของ Panel A ของตารางที่ 4.5 พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ความเสถียรภาพโดยนัย α_1^* มีค่าเท่ากับ 0.680 ซึ่งไม่แตกต่างจากค่าสัมประสิทธิ์ความเสถียรภาพที่แท้จริง α_1 (=0.664) อย่างมีสาระสำคัญทางสถิติ นั่นหมายความว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของกำไรในปัจจุบันได้ถูกต้อง ซึ่งสอดคล้องกับผลวิจัยของ Sloan (1996) ที่พบว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาคาดการณ์ผลตอบแทนจากราคาหุ้นโดยคำนึงถึงเสถียรภาพในกำไรของกำไรในปัจจุบันแล้ว

ตารางที่ 4.5 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นของเสถียรภาพในกำไรจากกำไรส่วนอุตสาหกรรมและกำไรส่วนเฉพาะกิจการ ต่อผลตอบแทนในอนาคตของกิจการ และการวิเคราะห์การถดถอยที่ไม่เป็นเชิงเส้นของการประเมินมูลค่าของกำไรส่วนอุตสาหกรรมและกำไรส่วนเฉพาะกิจการ ต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมในอนาคตของนักลงทุน

Panel A: Pricing of Earnings (n = 2,461)				
Forecasting Equation: $Earn_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Earn_{i,t} + \epsilon_{0i,t+1}$				
Valuation Equation: $CAR_{i,t+1} = Multiple \times (Earn_{i,t+1} - \alpha_1^* Earn_{i,t}) + \epsilon_{0i,t}$				
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Forecasting Equation	Valuation Equation	Likelihood	Error in
	$Earn_{t+1}$	CAR_{t+1}	Ratio	Valuation
<i>Multiple</i>		1.361*** (p < 0.01)		
<i>Intercept</i>	0.014*** (p < 0.01)	0.014*** (p < 0.01)		
<i>Earn_t</i>	0.664*** (p < 0.01)	0.680*** (p < 0.01)	0.043 (p = 0.536)	Insignificant
<i>Adj. R²</i>	43.58%	5.03%		

ตารางที่ 4.5 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นของเสถียรภาพในกำไรจากกำไรส่วนอุตสาหกรรมและกำไรส่วนเฉพาะกิจการ ต่อผลตอบแทนในอนาคตของกิจการ และการวิเคราะห์การถดถอยที่ไม่เป็นเชิงเส้นของการประเมินมูลค่าของกำไรส่วนอุตสาหกรรมและกำไรส่วนเฉพาะกิจการ ต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมในอนาคตของนักลงทุน (ต่อ)

Panel B Pricing of industry-wide earnings and Firm-specific earnings (n = 2,461)				
Forecasting Equation: $Earn_{i,t+1} = a_0 + a_1IndE_{j,t} + a_2FirmE_{ij,t} + \epsilon_{3i,t+1}$				
Valuation Equation: $CAR_{i,t+1} = Multiple \times (Earn_{i,t+1} - \alpha_1IndE_{j,t} - \alpha_2FirmE_{ij,t}) + \epsilon_{4i,t}$				
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Forecasting Equation	Valuation Equation	Likelihood	Error in
	$Earn_{t+1}$	CAR_{t+1}	Ratio	Valuation
<i>Multiple</i>		1.362** (p < 0.05)		
<i>Intercept</i>	0.011** (p < 0.05)	0.001 (p = 0.955)		
<i>IndE_t</i>	0.820*** (p < 0.01)	0.502*** (p < 0.01)	29.710*** (p < 0.01)	Under-
<i>FirmE_t</i>	0.662*** (p < 0.01)	0.473*** (p < 0.01)	21.995*** (p < 0.01)	Under-
<i>F-test</i>				
$IndE_t = FirmE_t$	101.021*** (p < 0.01)	0.241 (p = 0.34)		
<i>Adj. R²</i>	43.55%	5.01%		

** Statistical significance at the 0.01 level (2-tailed)

*** Statistical significance at the 0.05 level (2-tailed)

ลำดับต่อมาผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์ความมีเสถียรภาพในกำไรจากองค์ประกอบกำไรส่วนอุตสาหกรรม (*IndE*) และกำไรส่วนเฉพาะกิจการ (*FirmE*) ต่อกำไรในอนาคตของกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้การวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้น (the ordinary least square (OLS) regression) เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ H1a และได้ใช้แนวคิดตามงานวิจัยของ Mishkin (1983) เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ H2a และ H2b ที่ว่านักลงทุนประเมินราคาหุ้นของกิจการผ่านกำไรโดยค่านิ่งหรือไม่ค่านิ่งถึงผลกระทบของระดับความมีเสถียรภาพในกำไรที่แตกต่างกันระหว่างองค์ประกอบกำไรส่วนอุตสาหกรรม (*IndE*) และกำไรส่วนเฉพาะกิจการ (*FirmE*) และผลกระทบดังกล่าวส่งผลให้นักลงทุนได้รับหรือไม่ได้รับผลตอบแทนเกินปกติสะสมในอนาคตจากองค์ประกอบทั้งสอง ทั้งนี้ผู้วิจัย

ได้ตัดค่าผิดปกติทั้งฝั่งสูงสุดและต่ำสุดด้านละร้อยละ 1 (Outliers) เพื่อหลีกเลี่ยงผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากค่าผิดปกติดังกล่าว ดังที่แสดงใน Panel B ของตารางที่ 4.5

คอลัมน์ที่ 1 ของ Panel B ของตารางที่ 4.5 แสดงผลลัพธ์ที่ได้จาก Forecasting Equation สมการ (11) ซึ่งแสดงถึงเสถียรภาพในกำไรของกำไรส่วนอุตสาหกรรม (*IndE*) และกำไรส่วนเฉพาะกิจการ (*FirmE*) พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของ *IndE* มีค่าเท่ากับ 0.820 ในขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์ของ *FirmE* มีค่าเท่ากับ 0.662 และจากค่า F-test แสดงให้เห็นว่าค่าสัมประสิทธิ์ของทั้งสององค์ประกอบแตกต่างกันอย่างมีสาระสำคัญทางสถิติ ($p < 0.05$) จากผลวิเคราะห์ดังกล่าวชี้ให้เห็นว่าในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยองค์ประกอบกำไรที่เป็นส่วนอุตสาหกรรมมีเสถียรภาพในกำไรที่สูงกว่าองค์ประกอบกำไรที่เป็นส่วนเฉพาะกิจการ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน H1a ที่ตั้งไว้และสอดคล้องกับผลวิจัยของ Hui, Nelson and Yueng (2016)

คอลัมน์ที่ 2 ของ Panel B ของตารางที่ 4.5 แสดงการประเมินมูลค่าของกำไรส่วนอุตสาหกรรม (*IndE*) และกำไรส่วนเฉพาะกิจการ (*FirmE*) ที่สะท้อนอยู่ในผลตอบแทนเกินปกติสะสมในอนาคตจากราคาหุ้นจาก Valuation Equation (12) พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ความมีเสถียรภาพในกำไรโดยนัยของ *IndE* มีค่าเท่ากับ 0.502 ไม่แตกต่างกับค่าสัมประสิทธิ์ความมีเสถียรภาพในกำไรโดยนัยของ *FirmE* (=0.473) อย่างมีสาระสำคัญทางสถิติ

นอกจากนี้จากการทดสอบความแตกต่างระหว่างค่าสัมประสิทธิ์ความมีเสถียรภาพในกำไรที่แท้จริงของ *IndE* (a_1) และ *FirmE* (a_2) กับค่าสัมประสิทธิ์ความมีเสถียรภาพในกำไรโดยนัยของ *IndE* (α_1) และ *FirmE* (α_2) โดย Likelihood ratio ที่แสดงอยู่ในคอลัมน์ที่ 3 ของ Panel B ของตารางที่ 4.5 ชี้ให้เห็นว่านักลงทุนประเมินทั้งมูลค่าของ *IndE* และ *FirmE* ต่ำเกินไป (Unperprice) จากค่าสัมประสิทธิ์โดยนัยของ *IndE* ($\alpha_1=0.502$) น้อยกว่าค่าสัมประสิทธิ์ที่แท้จริงของ *IndE* ($a_1=0.820$) อย่างมีสาระสำคัญทางสถิติ ($\alpha_1 < a_1, p < 0.01$) และจากค่าสัมประสิทธิ์โดยนัยของ *FirmE* ($\alpha_2=0.473$) น้อยกว่าค่าสัมประสิทธิ์ที่แท้จริงของ *FirmE* ($a_2=0.662$) อย่างมีสาระสำคัญทางสถิติ ($\alpha_2 < a_2, p < 0.01$)

จากผลวิเคราะห์ข้างต้นแสดงให้เห็นว่านักลงทุนมองราคาหุ้นของกิจการผ่านกำไรที่กิจการรายงานโดยไม่คำนึงถึงผลกระทบของระดับความมีเสถียรภาพในกำไรที่แตกต่างกันระหว่างกำไรส่วนอุตสาหกรรม (สูง) กับกำไรส่วนเฉพาะกิจการ (ต่ำ) ทำให้นักลงทุนประเมินมูลค่าขององค์ประกอบทั้งสองในกำไรผิดไปจากที่ควรจะเป็น (Mispricing) ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ H2a แต่อย่างไรก็ตามจากผลวิจัยที่ว่านักลงทุนประเมินมูลค่าทั้ง *IndE* และ *FirmE* ต่ำเกินไปไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ H2b และไม่สอดคล้องกับผลวิจัยของ Hui, Nelson and Yueng (2016) ที่ว่านักลงทุนจะประเมินมูลค่าของ *FirmE* (*IndE*) สูงไป (ต่ำไป) ทั้งนี้คำอธิบายความแตกต่างระหว่างผลวิจัยที่พบในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและประเทศสหรัฐอเมริกาที่เป็นไปได้ได้แก่ตลาดทุนในประเทศ

ไทยเป็นตลาดที่เพิ่งเกิดใหม่และมีมูลค่าตลาดและปริมาณการซื้อขายต่ำกว่ามากเมื่อเปรียบเทียบกับในตลาดหุ้นในประเทศสหรัฐอเมริกา และเป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ [Islam, Watanapalachaikul and Clack (2007) และ Tantipanichkul and Supattarakul (2015)]

4.2.2 ผลการทดสอบสมมติฐานเรื่องเสถียรภาพในกำไร และการประเมินเสถียรภาพในกำไรของนักลงทุนในตลาดขององค์ประกอบในกระแสเงินสดจากกิจการดำเนินงาน และองค์ประกอบในรายการคงค้าง

ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์เสถียรภาพในกำไร (Earning Persistence) จากองค์ประกอบของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานซึ่งแบ่งได้เป็นกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม (*IndCF*) และกระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (*FirmCF*) และองค์ประกอบของรายการคงค้าง ซึ่งแบ่งได้เป็นรายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม (*IndAcc*) และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (*FirmAcc*) ต่อกำไรในอนาคตของกิจการในบริบทตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยใช้การวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้น (the ordinary least square (OLS) regression) และวิเคราะห์การประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของนักลงทุนต่อองค์ประกอบทั้งสี่ที่สะท้อนอยู่ในผลตอบแทนสะสมในอนาคตจากราคาหุ้น โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยที่ไม่เป็นเชิงเส้น (non-linear regression) ดังแสดงในตารางที่ 4.6

จากตารางที่ 4.6 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นของเสถียรภาพในกำไรจากองค์ประกอบในกระแสเงินสดและรายการคงค้าง ต่อผลตอบแทนในอนาคตของกิจการ และการวิเคราะห์การถดถอยที่ไม่เป็นเชิงเส้นของการประเมินมูลค่าองค์ประกอบในกระแสเงินสดและรายการคงค้าง ต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมในอนาคตของนักลงทุน

คอลัมน์ที่ 1 ของ Panel A ของตารางที่ 4.6 แสดงถึงเสถียรภาพในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CF_t) และรายการคงค้าง (Acc_t) ในปีปัจจุบัน ซึ่งพบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของ CF_t (=0.694) มากกว่าค่าสัมประสิทธิ์ของ Acc_t (=0.593) อย่างมีสาระสำคัญทางสถิติ ($c_1 > c_2, p < 0.01$) แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแสดงผลทางสถิติเช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งสอดคล้องกับผลวิจัยของ Sloan (1996) ที่ว่าองค์ประกอบในกำไรส่วนที่เป็นกระแสเงินสดมีเสถียรภาพในกำไรสูงกว่าองค์ประกอบส่วนที่เป็นรายการคงค้าง

คอลัมน์ที่ 1 และ 2 ของ Panel A ของตารางที่ 4.6 การประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรในอนาคตของกระแสเงินสด (CF) และรายการคงค้าง (Acc) ในมุมมองนักลงทุนในตลาดตามแนวคิดของ Mishkin (1983) พบว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมองราคาหุ้นของกิจการผ่านกำไรที่กิจการรายงานโดยไม่คำนึงถึงผลกระทบของระดับความมีเสถียรภาพในกำไรที่แตกต่างกันระหว่างกระแสเงินสด (สูง) กับรายการคงค้าง (ต่ำ) ($\gamma_1 = \gamma_2$) ทำให้นักลงทุนประเมิน

มูลค่าของ CF และ Acc ผิดไปจากที่ควรจะเป็น (Mispricing) นั่นคือนักลงทุนประเมินมูลค่าทั้ง CF และ Acc ต่ำเกินไป (underprice) จากค่าสัมประสิทธิ์ความมีเสถียรภาพโดยนัยของ CF ($\gamma_1 = 0.491$) น้อยกว่าค่าสัมประสิทธิ์ความมีเสถียรภาพที่แท้จริงของ CF ($C_1=0.694$) อย่างมีสาระสำคัญทางสถิติ ($\gamma_1 < C_1, p < 0.01$) และค่าสัมประสิทธิ์ความมีเสถียรภาพโดยนัยของ Acc ($\gamma_2 = 0.460$) น้อยกว่าค่าสัมประสิทธิ์ความมีเสถียรภาพที่แท้จริงของ Acc ($C_2=0.593$) อย่างมีสาระสำคัญทางสถิติ ($\gamma_2 < C_2, p < 0.01$) ซึ่งสอดคล้องกับผลวิจัยของ Supattarakul and Vivattanachang (2013) แต่ตรงข้ามกับผลวิจัยของ Sloan (1996) ที่พบว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรที่สูง (ต่ำ) ของกระแสเงินสด (รายการคงค้าง) ต่ำเกินไป (สูงเกินไป) คำอธิบายความแตกต่างระหว่างผลวิจัยที่พบในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและประเทศสหรัฐอเมริกาที่เป็นไปได้ได้แก่ตลาดทุนในประเทศไทยเป็นตลาดที่เพิ่งเกิดใหม่และมีมูลค่าตลาดและปริมาณการซื้อขายต่ำกว่ามากเมื่อเปรียบเทียบกับในตลาดทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา และเป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ [Islam, Watanapalachaikul and Clack (2007) และ Tantipanichkul and Supattarakul (2015)]

ลำดับต่อมาผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์ความมีเสถียรภาพในกำไรจากองค์ประกอบของกระแสเงินสด ซึ่งได้แก่ กระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม ($IndCF$) และกระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ ($FirmCF$) และองค์ประกอบของรายการคงค้าง ซึ่งได้แก่ รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม ($IndAcc$) และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ ($FirmAcc$) ต่อกำไรในอนาคตของกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้การวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้น (the ordinary least square (OLS) regression) เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ H1b และ H1c และได้ใช้แนวคิดตามงานวิจัยของ Mishkin (1983) เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ H2c และ H2d ทั้งนี้ผู้วิจัยได้ตัดค่าผิดปกติทั้งฝั่งสูงสุดและต่ำสุดด้านละร้อยละ 1 (Outliers) เพื่อหลีกเลี่ยงผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากค่าผิดปกติดังกล่าว ดังที่แสดงใน Panel B ของตารางที่ 4.6

คอลัมน์ที่ 1 ของ Panel B ของตารางที่ 4.6 แสดงผลลัพธ์ที่ได้จาก Forecasting Equation สมการ (3.13) ซึ่งแสดงถึงเสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม ($IndCF$) กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ ($FirmCF$) รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม ($IndAcc$) และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ ($FirmAcc$) พบว่าค่าสัมประสิทธิ์เสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม ($IndCF$) สูงที่สุด ($b_1 = 0.921$) ในขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์เสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ ($FirmAcc$) ต่ำที่สุด ($b_4 = 0.593$) นอกจากนี้ค่าสัมประสิทธิ์เสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ ($FirmCF$) ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.723 ไม่แตกต่างกับค่าสัมประสิทธิ์เสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม ($IndAcc$) ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.720 อย่างมีสาระสำคัญทางสถิติ ($b_1 > b_2 = b_3 > b_4$) นั้นแสดงให้เห็นว่าเสถียรภาพในกำไรของรายการ

คงค้างส่วนอุตสาหกรรมใกล้เคียงกับกระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ สอดคล้องกับผลวิจัยของ Hui, Nelson and Yueng (2016) ซึ่งผลดังกล่าวขัดแย้งกับผลของงานวิจัยก่อนหน้านี้ที่พบว่าเสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดสูงกว่าของรายการคงค้าง

คอลัมน์ที่ 2 ของ Panel B ของตารางที่ 4.6 แสดงการประเมินมูลค่ากระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม (*IndCF*) กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (*FirmCF*) รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม (*IndAcc*) และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (*IndCF*) ที่สะท้อนอยู่ในผลตอบแทนเกินปกติสะสมในอนาคตจากราคาหุ้นจาก Valuation Equation (14) พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ความมีเสถียรภาพในกำไรโดยนัยของ *IndCF* ($\beta_1 = 0.701$) ต่ำกว่าค่าสัมประสิทธิ์ความมีเสถียรภาพในกำไรที่แท้จริง ($b_1 = 0.921$) อย่างมีสาระสำคัญทางสถิติ ($\beta_1 < b_1, p < 0.01$) นั่นแสดงให้เห็นว่านักลงทุนประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของ *IndCF* ต่ำเกินไป (Underprice) ในขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์ความมีเสถียรภาพในกำไรโดยนัยของ *FirmCF* ($\beta_2 = 0.683$) ไม่แตกต่างกับค่าสัมประสิทธิ์ความมีเสถียรภาพในกำไรที่แท้จริงของ *FirmCF* ($b_2 = 0.723$) อย่างมีสาระสำคัญทางสถิติ ($\beta_2 = b_2, p = 0.706$) ผลวิจัยดังกล่าวชี้ให้เห็นว่าการที่นักลงทุนประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดต่ำไปหลักๆเป็นผลมาจากองค์ประกอบของกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรมสอดคล้องกับผลวิจัยของ Hui, Nelson and Yueng (2016) นอกจากนี้ยังพบว่าค่าสัมประสิทธิ์เสถียรภาพในกำไรโดยนัยของ *FirmAcc* ($\beta_4 = 0.454$) ต่ำกว่าค่าสัมประสิทธิ์เสถียรภาพในกำไรที่แท้จริงของ *FirmAcc* ($b_4 = 0.593$) อย่างมีสาระสำคัญทางสถิติ ($\beta_4 < b_4, p < 0.01$) ชี้ให้เห็นว่านักลงทุนมองเสถียรภาพในกำไรของ *FirmAcc* ต่ำเกินไป (Underprice) ผลดังกล่าวไม่สอดคล้องกับผลวิจัยของ Hui, Nelson and Yueng (2016) ที่พบว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของ *FirmAcc* สูงเกินไป (overprice) สำหรับค่าสัมประสิทธิ์เสถียรภาพในกำไรโดยนัยของ *IndAcc* (β_3) ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.767 นั้นไม่แตกต่างจากค่าสัมประสิทธิ์เสถียรภาพในกำไรที่แท้จริงของ *IndAcc* ($b_3 = 0.720$) อย่างมีสาระสำคัญทางสถิติ ($\beta_3 = b_3, p = 0.766$) จากผลดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่าการที่นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของรายการคงค้างต่ำไปนั้นเป็นผลมาจากองค์ประกอบของรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ

โดยสรุปผู้วิจัยพบว่ากระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรมเป็นองค์ประกอบของกำไรที่มีเสถียรภาพในกำไรสูงที่สุดในขณะที่รายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการเป็นองค์ประกอบของกำไรที่มีเสถียรภาพในกำไรต่ำที่สุด โดยที่กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการและรายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรมมีเสถียรภาพในกำไรไม่แตกต่างกัน ($b_1 > b_2 = b_2 > b_3$) ผลดังกล่าวสอดคล้องกับสมมติฐานที่ H1b และ H1c และชี้ให้เห็นว่าเสถียรภาพในกำไรที่สูง (ต่ำ) ของกระแสเงินสด (รายการคงค้าง) เป็นผลมาจากองค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรม (เฉพาะกิจการ) นอกจากนี้ผู้วิจัยยังพบว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการและ

รายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรมได้ถูกต้อง แต่ประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรของกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรมและรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการไม่ถูกต้อง โดยประเมินมูลค่าทั้งสององค์ประกอบต่ำเกินไป (Underprice) ผลดังกล่าวสอดคล้องกับสมมติฐานที่ H2c แต่ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ H2d ทั้งหมดที่คาดการณ์ว่านักลงทุนจะประเมินมูลค่าเสถียรภาพในกำไรที่สูง (ต่ำ) ของกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม (รายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ) ต่ำเกินไป (สูงเกินไป) ซึ่งเป็นสมมติฐานที่ตั้งตามผลวิจัยของ Hui, Nelson and Yueng (2016) ที่ศึกษาในบริบทของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยครั้งนี้คำอธิบายความแตกต่างระหว่างผลวิจัยที่พบในตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ตารางที่ 4.6 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นของเสถียรภาพในกำไรจากองค์ประกอบในกระแสเงินสดและรายการคงค้าง ต่อผลตอบแทนในอนาคตของกิจการ การวิเคราะห์การถดถอยที่ไม่เป็นเชิงเส้นของการประเมินมูลค่าองค์ประกอบในกระแสเงินสดและรายการคงค้าง ต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมในอนาคตของนักลงทุน

Panel A: Pricing of cash flows and accruals (n = 2,461)				
Forecasting Equation: $Earn_{i,t+1} = c_0 + c_1 CF_{i,j,t} + c_2 Acc_{i,j,t} + \epsilon_{t+1}$				
Valuation Equation: $CAR_{i,t+1} = Multiple \times (Earn_{i,t+1} - \gamma_1 * CF_{i,j,t} - \gamma_2 * Acc_{i,j,t}) + \epsilon_{i,t}$				
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Forecasting Equation	Valuation Equation	Likelihood	Error in
	$Earn_{t+1}$	CAR_{t+1}	Ratio	Valuation
<i>Multiple</i>		1.373**		
		(p < 0.05)		
<i>Intercept</i>	0.010**	0.013		
	(p < 0.05)	(p < 0.05)		
CF_t	0.694**	0.491**	20.703**	Under-
	(p < 0.05)	(p < 0.05)	(p < 0.05)	
Acc_t	0.593**	0.460**	12.208**	Under-
	(p < 0.05)	(p < 0.05)	(p < 0.05)	
<i>F-test</i>				
$CF_t = ACC_t$	69.45**	0.132		
	(p < 0.05)	(p = 0.766)		
<i>Adj. R²</i>	45.09%	5.01%		

ตารางที่ 4.6 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นของเสถียรภาพในกำไรจากองค์ประกอบในกระแสเงินสดและรายการคงค้าง ต่อผลตอบแทนในขนาดของกิจการ การวิเคราะห์การถดถอยที่ไม่เป็นเชิงเส้นของการประเมินมูลค่าองค์ประกอบในกระแสเงินสดและรายการคงค้าง ต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมในขนาดของนักลงทุน (ต่อ)

Panel B Pricing of industry-wide and firm-specific cash flows and accruals (n = 2,461)				
Forecasting Equation: $Earn_{i,t+1} = b_0 + b_1IndCF_{j,t} + b_2FirmCF_{ij,t} + b_3IndAcc_{j,t} + b_4FirmAcc_{ij,t} + \varepsilon_{5i,t+1}$				
Valuation Equation: $CAR_{i,t+1} = Multiple \times (Earn_{i,t+1} - \beta_0 - \beta_1IndCF_{j,t} - \beta_2FirmCF_{ij,t} - \beta_3IndAcc_{j,t} - \beta_4FirmAcc_{ij,t}) + \varepsilon_{6i,t+1}$				
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Forecasting Equation	Valuation Equation	Likelihood	Error in
	$Earn_{t+1}$	CAR_{t+1}	Ratio	Valuation
<i>Multiple</i>		1.373*** (p < 0.01)		
<i>Intercept</i>	0.008* (p < 0.10)	0.000 (p = 0.986)		
<i>IndCF_t</i>	0.921*** (p < 0.01)	0.701*** (p < 0.01)	24.634*** (p < 0.01)	Under-
<i>FirmCF_t</i>	0.723*** (p < 0.01)	0.683*** (p < 0.01)	0.14 (p = 0.706)	Insignificant
<i>IndAcc_t</i>	0.720*** (p < 0.01)	0.767*** (p < 0.01)	0.09 (p = 0.765)	Insignificant
<i>FirmAcc_t</i>	0.593*** (p < 0.01)	0.454*** (p < 0.01)	13.788*** (p < 0.01)	Under-
<i>F-test</i>				
<i>IndCF_t = FirmAcc_t</i>	(p < 0.01)			
<i>FirmCF_t = IndAcc_t</i>	(p = 0.416)			
<i>IndAcc_t = FirmAcc_t</i>	(p < 0.01)			
<i>Adj. R²</i>	45.04%	4.95%		

* Statistical significance at the 0.10 level (2-tailed)

** Statistical significance at the 0.05 level (2-tailed)

*** Statistical significance at the 0.01 level (2-tailed)

ประเทศไทยและประเทศสหรัฐอเมริกาที่เป็นไปได้ได้แก่ตลาดทุนในประเทศไทยเป็นตลาดที่เพิ่งเกิดใหม่และมีมูลค่าตลาดและปริมาณการซื้อขายต่ำกว่ามากเมื่อเปรียบเทียบกับในตลาดทุนในประเทศ

สหรัฐอเมริกา และเป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ [Islam, Watanapalachaikul and Clack (2007)
และ Tantipanichkul and Supattarakul (2015)]



บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยในอดีตจำนวนมากที่ศึกษาเกี่ยวกับเสถียรภาพในกำไรและการประเมินมูลค่าของตลาดหุ้นต่อองค์ประกอบของกำไรจะทำการศึกษาโดยแบ่งองค์ประกอบกำไรโดยใช้เกณฑ์ทางบัญชี (Accounting Systems) ในการแบ่งเช่นแบ่งได้เป็น กระแสเงินสดจาก (cash flows) และรายการคงค้าง (accruals) ไม่ว่าจะเป็นการศึกษาในบริบทตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างงานวิจัยของ Sloan (1996), Subramanyam (1996), Xie (2001) หรือบริบทตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างงานวิจัยของ Pincus et al. (2007), Supattarakul and Vivattanachang (2013), Supattarakul (2013) อย่างไรก็ตามการใช้เพียงเกณฑ์ทางบัญชีในการแบ่งองค์ประกอบของกำไรนั้นเป็นการวิเคราะห์โครงสร้างขององค์ประกอบทางกำไรในเชิงเฉพาะกิจการ (intra-firm assessments) เท่านั้น งานวิจัยนี้จึงต้องการศึกษาวิเคราะห์ว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้คำนึงถึงผลกระทบของปัจจัยภายในอุตสาหกรรมที่มีต่อองค์ประกอบทางบัญชีของตัวเลขกำไรที่กิจการรายงานอย่างครบถ้วนหรือไม่ ซึ่งปัจจัยเหล่านั้นจะถูกสะท้อนอยู่ในองค์ประกอบกำไรที่มาจากความสามารถในการทำกำไรของทุกกิจการในอุตสาหกรรมเดียวกันหรือเรียกได้ว่าองค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide components) และผลต่างของกำไรที่กิจการรายงานกับองค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรมจะสะท้อนความสามารถในการทำกำไรของแต่ละกิจการที่แท้จริงซึ่งงานวิจัยฉบับนี้เรียกว่าองค์ประกอบส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific components) โดยผู้วิจัยได้ใช้งานวิจัยของ Hui, Nelson and Yueng (2016) ที่ได้ศึกษาในบริบทตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นแนวทางในการทำการวิจัยครั้งนี้

งานวิจัยฉบับนี้จึงได้แบ่งองค์ประกอบของกำไรออกเป็นกำไรส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide earnings, *IndE*) และกำไรส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific earnings, *FirmE*) แบ่งองค์ประกอบของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานออกเป็นกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide cash flows, *IndCF*) และกระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (*FirmCF*) และแบ่งองค์ประกอบของรายการคงค้างออกเป็นรายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม (Industry-wide accruals, *IndAcc*) และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (Firm-specific accruals, *FirmAcc*) ทั้งนี้ องค์ประกอบในส่วนอุตสาหกรรมของกำไร กระแสเงินสด และรายการคงค้างหมายถึงค่าเฉลี่ยของค่าตัวแปรที่ทุกกิจการในอุตสาหกรรมเดียวกันมีส่วนร่วมกัน ในขณะที่องค์ประกอบส่วนเฉพาะกิจการของกำไร กระแสเงินสด และรายการคงค้างหมายถึงส่วนเบี่ยงเบนจากค่าเฉลี่ยของค่าตัวแปรที่ทุกกิจการ

ในอุตสาหกรรมเดียวกันมีส่วนร่วม ในงานวิจัยฉบับนี้ผู้วิจัยได้แบ่งการศึกษาเสถียรภาพในกำไรและการประเมินมูลค่าของตลาดหุ้นต่อองค์ประกอบในส่วนอุตสาหกรรมและส่วนเฉพาะกิจการของกำไร กระแสเงินสด และรายการคงค้าง ออกเป็นสองส่วน ได้แก่ การศึกษาเสถียรภาพในกำไรและการประเมินมูลค่าของตลาดหุ้นต่อองค์ประกอบในส่วนอุตสาหกรรมและส่วนเฉพาะกิจการของกำไร และการศึกษาเสถียรภาพในกำไรและการประเมินมูลค่าของตลาดหุ้นต่อองค์ประกอบในส่วนอุตสาหกรรมและส่วนเฉพาะกิจการของกระแสเงินสด และรายการคงค้าง โดยใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี 2549 – 2558 รวมระยะเวลาทั้งสิ้น 10 ปี และใช้การแบ่งประเภทของอุตสาหกรรมตามการจัดประเภทของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการวิเคราะห์ความมีเสถียรภาพในกำไรขององค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรมและส่วนเฉพาะกิจการทั้งในกำไร กระแสเงินสด และรายการคงค้างที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และสอดคล้องกับผลวิจัยของ Hui, Nelson and Yueng (2016) ที่ศึกษาในบริบทตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กล่าวคือกำไรส่วนอุตสาหกรรม (*IndE*) เป็นองค์ประกอบของกำไรที่มีเสถียรภาพในกำไรมากกว่ากำไรส่วนเฉพาะกิจการ (*FirmE*) แสดงให้เห็นว่าความสามารถในการทำกำไรของภาพรวมอุตสาหกรรมของกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความคงอยู่ในอนาคตยาวนานกว่าความสามารถในการทำกำไรเฉพาะกิจการ และเมื่อวิเคราะห์เสถียรภาพในกำไรขององค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรมและส่วนเฉพาะกิจการของกระแสเงินสดและรายการคงค้างพบว่ากระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม (*IndCF*) เป็นองค์ประกอบที่มีเสถียรภาพในกำไรสูงที่สุดในขณะที่รายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการ (*FirmAcc*) เป็นองค์ประกอบที่มีเสถียรภาพในกำไรต่ำที่สุด และกระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ (*FirmCF*) มีเสถียรภาพในกำไรไม่แตกต่างกับรายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรม (*IndAcc*)

สำหรับผลการวิเคราะห์การประเมินมูลค่าองค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรมและส่วนเฉพาะกิจการในกำไร กระแสเงินสด และรายการคงค้างของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้แนวคิดของ Mishkin (1983) ในการวิเคราะห์ พบว่าสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งบางส่วน กล่าวคือเมื่อวิเคราะห์มุมมองของนักลงทุนต่อองค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรมและส่วนเฉพาะกิจการในกำไร พบว่า นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประเมินมูลค่าขององค์ประกอบทั้งสองผิดไปจากที่ควรจะเป็น (*Mispricing*) หรือกล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่านักลงทุนมองผลตอบแทนจากราคาหุ้นของกิจการผ่านกำไรโดยไม่คำนึงถึงผลกระทบของระดับความมีเสถียรภาพในกำไรที่แตกต่างกันระหว่างองค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรมและส่วนเฉพาะกิจการในกำไร โดยนักลงทุนประเมินทั้งมูลค่าความมีเสถียรภาพในกำไรที่สูงของกำไรส่วนอุตสาหกรรมและที่ต่ำของกำไรส่วนเฉพาะกิจการต่ำเกินไป (*underprice*) และเมื่อวิเคราะห์มุมมองของนักลงทุนต่อองค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรมและส่วนเฉพาะกิจการในกระแสเงินสด และรายการคงค้าง พบว่า นักลงทุนในตลาดประเมินมูลค่าของ

กระแสเงินสดส่วนเฉพาะกิจการ และรายการคงค้างส่วนอุตสาหกรรมถูกต้อง แต่กลับประเมินมูลค่าของกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรม และรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการผิดไปจากที่ควรจะเป็น โดยประเมินมูลค่าของทั้งกระแสเงินสดส่วนอุตสาหกรรมและรายการคงค้างส่วนเฉพาะกิจการต่ำเกินไป และจากการที่นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประเมินองค์ประกอบต่างๆของกำไรที่แบ่งเป็นส่วนอุตสาหกรรม และส่วนเฉพาะกิจการผิดไปจากที่ควรจะเป็นนี้ส่งผลให้นักลงทุนสามารถคาดการณ์ผลตอบแทนเกินปกติจากราคาหุ้นในอนาคตจากองค์ประกอบเหล่านั้นได้

5.2 ข้อจำกัดในการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้ผู้วิจัยได้เลือกศึกษาเฉพาะกลุ่มตัวอย่างจากกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพียงเท่านั้น มิได้รวมถึงกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) เนื่องจากกิจการในทั้งสองกลุ่มมีลักษณะของกิจการที่แตกต่างกันในด้านของทุนที่เรียกชำระแล้วหลัง IPO สภาพการแข่งขันภายในอุตสาหกรรม ดังนั้นผลการศึกษาที่ได้จากงานวิจัยฉบับนี้จึงไม่สามารถนำไปเป็นผลสรุปสำหรับผลวิจัยที่ได้จากกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ได้

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

5.3.1 งานวิจัยนี้ผู้วิจัยได้เลือกศึกษาเฉพาะกลุ่มตัวอย่างจากกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มิได้รวมกลุ่มตัวอย่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมเกี่ยวกับสถาบันการเงิน และกลุ่มธุรกิจเกี่ยวกับกองทุนอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตอาจทำการศึกษาโดยขยายขอบเขตของกลุ่มตัวอย่างให้ครอบคลุมกิจการในกลุ่มกิจการที่กล่าวเพิ่มเติม เนื่องจากกลุ่มกิจการในบริบทดังกล่าวอาจมีปัจจัยสำคัญที่อาจส่งผลให้ผลวิจัยที่ได้แตกต่างไปจากผลวิจัยครั้งนี้อย่างมีสาระสำคัญ

5.3.2 งานวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างในช่วงปี 2549 – 2558 ซึ่งในช่วงเวลาดังกล่าวมีการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อความผันผวนของตัวเลขกำไรที่กิจการรายงานและราคาหุ้นของกิจการ ไม่ว่าจะเป็นผลกระทบจากวิกฤติเศรษฐกิจโลก (Subprime Crisis) ในระหว่างปี 2549 การเปลี่ยนแปลงมาตรฐานบัญชีระหว่างปี 2550 – 2558 ดังนั้นเพื่อลดผลกระทบจากการผันผวนของข้อมูลดังกล่าว งานวิจัยในอนาคตอาจมีการขยายช่วงเวลาในการทดสอบให้ครอบคลุมช่วงเวลาที่ยาวนานมากขึ้น เพื่อช่วยลดผลกระทบของความผันผวนของข้อมูลและทำให้ผลการวิจัยถูกต้องและแม่นยำมากยิ่งขึ้น

5.3.3 งานวิจัยนี้ได้แยกองค์ประกอบส่วนอุตสาหกรรมและส่วนเฉพาะกิจการในกำไร กระแสเงินสด และรายการคงค้างตามงานวิจัยของ Hui, Nelson and Yueng (2016) เท่านั้น งานวิจัยในอนาคตอาจทำการศึกษาเพิ่มเติมโดยแบ่งองค์ประกอบของรายการคงค้างปกติ และรายการ คงค้างที่ไม่ปกติที่งานวิจัยในอดีตได้ทำการแบ่งประเภทของรายการคงค้างไว้ เช่น Xie (2001) และ Supattarakul (2013) เป็นส่วนอุตสาหกรรม และส่วนเฉพาะกิจการ ดังนั้นหากงานวิจัยในอนาคตมี การแบ่งองค์ประกอบเพิ่มเติม ผลวิจัยที่ได้ อาจแตกต่างไปผลวิจัยครั้งนี้



รายการอ้างอิง

Articles

- Abarbanell, J., and V. Bernard. (1992). Tests of analysts' overreaction/underreaction to earnings information as an explanation for anomalous stock price behavior.' *Journal of Finance* 47: 1181–1207.
- Ayers, B., and R. Freeman. (1997). Market assessment of industry and firm earnings information. *Journal of Accounting and Economics* 24: 205-218.
- Ball, R., and P. Brown. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159–177.
- Ball, R. 1972. Changes in accounting techniques and stock prices. *Journal of Accounting Research* 10: 1-3.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Hand, J. (1990). A test of the extended functional fixation hypothesis. *The Accounting Review*, 65, 740–763.
- Hui, Nelson and Yueng (2016). On the persistence and pricing of industry-wide and firm-specific earnings, cash flows, and accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 61(2016), 185-202.
- Islam, S.M., S. Watanapalachaikul, and C. Clark. (2007). "Some Tests of the Efficiency of the Emerging Financial Markets: An Analysis of the Thai Stock Market," *Journal of Emerging Market Finance*, 291–302.
- Kormendi, R., and Lipe, R. (1987). Earnings innovations, earnings persistence and stock returns. *Journal of Business*, 60, 323–345.
- Kraft, A., A.J. Leone, and C. Wasley. (2007). "Regression-Based Tests of the Market Pricing of Accounting Numbers: The Mishkin Test and Ordinary Least Squares," *Journal of Accounting Research*, Vol. 45 (5), 1081-1114.
- Mishkin, F.S. (1983). "A Rational Expectations Approach to Macroeconomics: Testing Policy Ineffectiveness and Efficient-Markets Models," *The National Bureau of Economic Research*, 9–43.

- Mueller, D.C. (1977). The persistence of profits above the norm. *Economica* 44: 369-380.
- Mueller, D.C. (1986). *Profits in the Long Run*. Cambridge University Press, 34-56
- Mueller, D.C. (1990). The persistence of profits in the U.S. *Dynamics of Company Profits: An International Comparison*. Cambridge University Press, 35-58.
- Pincus, M, S. Rajgopal, and M. Venkatachalam. (2007). The Accrual Anomaly: International Evidence. *The Accounting Review*, 82(1), 169–203.
- Sloan, R.G. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?. *The Accounting Review*, Vol. 71 (3), 289-315.
- Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 22 (August–December), 249–281.
- Supattarakul, S. and D. Vivattanachang. (2013). The Persistence and Pricing of Earnings and their Cash Flow and Accrual Components of Thai Firms. *Journal of Accounting Profession*, Vol. 25, 63-79.
- Supattarakul, S. (2013). The Earnings Persistence and the Market Pricing of Cash Flows, Normal and Abnormal Accruals: Thailand’s Capital Markets. *Journal of Accounting Profession*, Vol. 26, 56-62.
- Tantipanichkul, P. and S. Supattarakul. (2015). Historical Accounting Information and Future Stock Returns. *Journal of Accounting Profession*, Vol. 30, 51-65.
- Waring, G. (1996). Industry differences in the persistence of firm-specific returns. *American Economic Review* 86: 1253-1265.
- Wilson, P. (1987). The incremental information content of the accrual and funds components of earnings after controlling for earnings. *The Accounting Review*, 62, 293–322.
- Xie, H. (2001). The Mispricing of Abnormal Accruals. *The Accounting Review*, 76 (July), 356–373.

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาวศวดี ศรีรักษา
วันเดือนปีเกิด	17 มิถุนายน พ.ศ. 2535
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2558 บัณฑิต (บัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

