



ปัจจัยที่มีผลต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ
กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100

Factors Affecting Earnings Persistence and Firm Value :
Evidences from The Stock Exchange of Thailand in Set 100 Index

พลภัทร พลบูรณ์
Phonlaphat Phonlaboon

วิทยานิพนธ์เสนอต่อมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลพระนคร
เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
ปีการศึกษา 2559



ปัจจัยที่มีผลต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ
กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100

Factors Affecting Earnings Persistence and Firm Value :
Evidences from The Stock Exchange of Thailand in Set 100 Index

พลภัทร พลบูรณ์
Phonlaphat Phonlaboon

วิทยานิพนธ์เสนอต่อมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลพระนคร
เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

ปีการศึกษา 2559

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลพระนคร

ชื่อวิทยานิพนธ์ บัณฑิตที่มีผลต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ
กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET100

ชื่อ นามสกุล นายพลภัทร พลบูรณ์

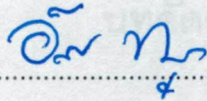
ชื่อปริญญา บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

กลุ่มวิชา การบัญชี

คณะ บริหารธุรกิจ


อาจารย์ที่ปรึกษา ดร.พรปวีณ์ ชาญสุวรรณ

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ได้ให้ความเห็นชอบวิทยานิพนธ์ฉบับนี้แล้ว



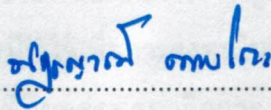
.....ประธานกรรมการ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.อิสราภรณ์ หนูผล)



.....กรรมการ

(ดร.พรปวีณ์ ชาญสุวรรณ)



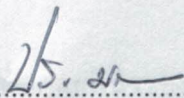
.....กรรมการ

(ดร.พิชญญาณ์ คานะโกะ)

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลพระนคร อนุมัติให้รับวิทยานิพนธ์

ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลพระนคร



.....คณบดีคณะบริหารธุรกิจ

(ดร.ปริญญา มากลีน)

วันที่.....เดือน.....พ.ศ.....

ชื่อวิทยานิพนธ์	ปัจจัยที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100
ชื่อ นามสกุล	นายพลภัทร พลบูรณ์
ชื่อปริญญา	บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
กลุ่มวิชา	การบัญชี
คณะ	บริหารธุรกิจ
ปีการศึกษา	2559

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อความยั่งยืนของกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100 โดยใช้ข้อมูล 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ.2554 – 2558 รวมข้อมูลทั้งสิ้น 213 ตัวอย่าง เทคนิคที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ สถิติเชิงพรรณนา และการวิเคราะห์ความถดถอยพหุ

ผลการศึกษา พบว่า ปัจจัยทางด้านการเจริญเติบโตของยอดขาย กำไรในปีปัจจุบัน และกระแสเงินสดคงเหลือที่กิจการมีไว้ใช้เพื่อการลงทุนในเงินลงทุนระยะสั้นส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไร และผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อมูลค่ากิจการ พบว่า ปัจจัยด้านความยั่งยืนของกำไร ความเสี่ยงทางการเงิน การถือหุ้นแบบกระจายตัว และรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งผลการวิจัยดังกล่าวสามารถอธิบายถึงปัจจัยที่นักลงทุนควรให้ความสนใจเพิ่มมากขึ้นในการตัดสินใจลงทุนโดยเฉพาะอย่างยิ่งรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร ทั้งนี้บริษัทที่มีการจัดการกำไรในระดับต่ำ และมีความยั่งยืนของกำไรนั้นจะส่งผลต่อมูลค่ากิจการในอนาคต

คำสำคัญ : รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร, ความยั่งยืนของกำไร, มูลค่ากิจการ

Thesis Title	Factors Affecting Earnings Persistence and Firms Value : Evidences from The Stock Exchange of Thailand in Set 100 Index
Author	Phonlaphat Phonlaboon
Degree	MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION PROGRAM
Major Program	Master's Program of Business Administration Program in Accountancy
Academic Year	2016

Abstract

The objective of this research aimed to study factors affecting earning persistence and firm value of list firms in the stock exchange of Thailand in set 100 Index. The data was collected in 5 years period from 2011 – 2015 which including 213 samples and then analyzed data by using descriptive statistics and multiple regression analysis.

The research revealed growth rate of sales, current earnings and cash flow for short term investment reflected to earnings persistence. Furthermore, this research also shed some light on factors affecting firm value and found that earnings persistence, financial risk, dispersed ownership structure and discretionary accrual directly affected to firm value. These results provided more information to investors about significant factors for decision making, especially discretionary accrual factor. Therefore, firms who have low level of earnings management and high level of earning persistence will reflect to future firm value.

Keyword: Discretionary Accrual, Earning Persistence, Firm Value

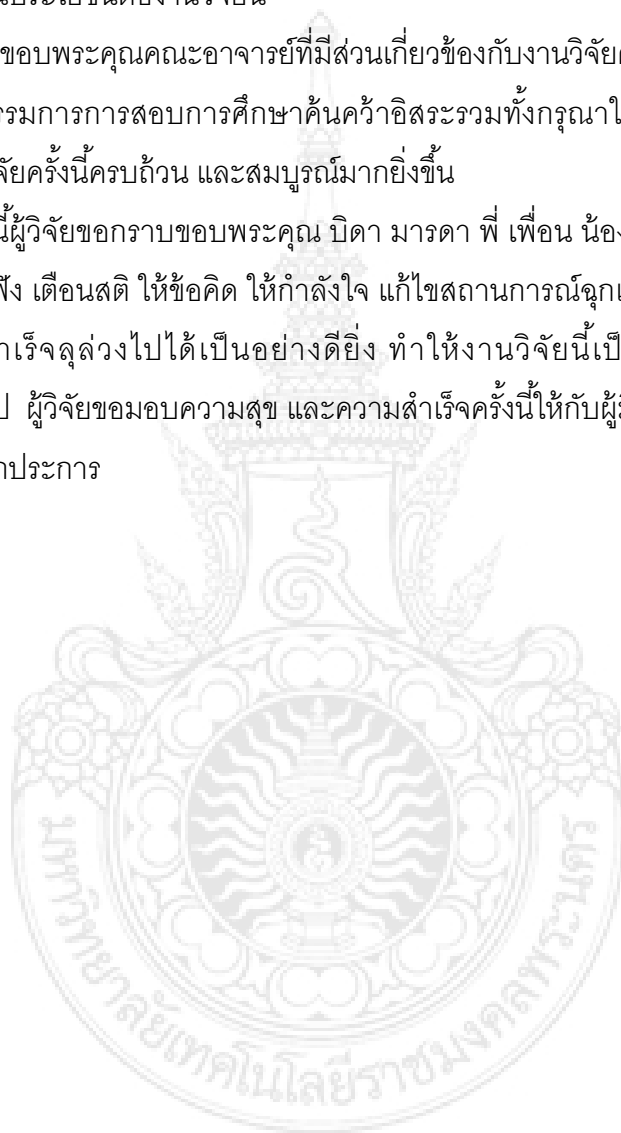
กิตติกรรมประกาศ

ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณ อาจารย์ ดร.พรปวีณ์ ชาณสุวรรณ์ ที่ช่วยเป็นที่ปรึกษา แนะนำ แนวทางในการทำวิจัย และให้ข้อคิดเห็น แนะนำ สอดแทรกทักษะความรู้ รวมถึงประสบการณ์ที่เป็นประโยชน์ต่องานวิจัยนี้

ขอกราบขอบพระคุณคณะอาจารย์ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับงานวิจัยครั้งนี้ทุกท่าน ที่เสียสละเวลาในการเป็นกรรมการการสอบการศึกษา ค้นคว้าอิสระรวมทั้งกรุณาให้คำแนะนำ ข้อคิดเห็นต่าง ๆ ทำให้งานวิจัยครั้งนี้ครบถ้วน และสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

สุดท้ายนี้ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณ บิดา มารดา พี่ เพื่อน น้อง และทุกคนที่เกี่ยวข้องทั้งหมด ที่คอยรับฟัง เตือนสติ ให้ข้อคิด ให้กำลังใจ แก่ไขสถานการณ์ฉุกเฉิน ให้การสนับสนุนในทุก ๆ ด้าน จนสำเร็จลุล่วงไปได้เป็นอย่างดี ทำให้งานวิจัยนี้เป็นประโยชน์ต่อผู้ที่มาทำการศึกษา ต่อไป ผู้วิจัยขอมอบความสุข และความสำเร็จครั้งนี้ให้กับผู้มีพระคุณทุกท่านตามที่กล่าวถึง ข้างต้นทุกประการ

พลภัทร พลบูรณ์



สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อ	ก
Abstract	ข
กิตติกรรมประกาศ	ค
สารบัญ	ง
สารบัญตาราง	ฉ
สารบัญภาพ	ช
1. บทนำ	
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	3
1.3 ขอบเขตของงานวิจัย	4
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	4
1.5 วิธีดำเนินการวิจัย	4
1.6 กรอบแนวคิดในการวิจัย	5
1.7 นิยามศัพท์	7
2. แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	
2.1 ทฤษฎีตัวแทน	8
2.2 แนวคิดของหลักการกำกับดูแลกิจการ และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	10
2.3 แนวคิดโครงสร้างเงินทุน และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	16
2.4 แนวคิดกระแสเงินสด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	18
2.5 แนวคิดการจัดการกำไร รายการคงค้าง และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	25
2.6 แนวคิดความยั่งยืนของกำไร และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	32
2.7 แนวคิดมูลค่ากิจการ และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	35
3. วิธีการดำเนินการวิจัย	
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	39
3.2 วิธีการเก็บข้อมูล	39

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
3.3 ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา	40
3.4 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาและการวัดค่า	41
3.5 วิธีการทางสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล	47
4. ผลการวิเคราะห์ข้อมูล	
4.1 ผลการวิเคราะห์ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง	49
4.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา	51
4.3 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน	55
5. สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ	
5.1 สรุปผลการวิจัย	70
5.2 อภิปรายผล	72
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต	75
บรรณานุกรม	77
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก การตรวจสอบการแจกแจงของปัจจัยที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ	85
ภาคผนวก ข รายชื่อกลุ่มบริษัทตัวอย่าง	91
ประวัติการศึกษาและการทำงาน	94

สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
2.1 รายการเปลี่ยนแปลงที่ปรากฏในงบกำไรขาดทุนจากเกณฑ์คงค้าง เป็นเกณฑ์เงินสด สำหรับธุรกิจผลิตสินค้า	21
2.2 รายการเปลี่ยนแปลงที่ปรากฏในงบกำไรขาดทุนจากเกณฑ์คงค้าง เป็นเกณฑ์เงินสด สำหรับธุรกิจซื้อขายไป	22
4.1 การวิเคราะห์ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง	49
4.2 ตารางแสดงที่มาของกลุ่มตัวอย่าง	50
4.3 ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา “ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ ความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ”	51
4.4 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุม แบ่งตามประเภทอุตสาหกรรม	54
4.5 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลต่อ ความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ	56
4.6 ผลการวิเคราะห์ค่า Tolerance และ ค่า VIF ของตัวแบบที่ 1	59
4.7 ผลการวิเคราะห์ค่า Tolerance และ ค่า VIF ของตัวแบบที่ 2	59
4.8 ผลการวิเคราะห์ค่า Tolerance และ ค่า VIF ของการวิเคราะห์ความอ่อนไหว ของปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ	60
4.9 ผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุของปัจจัยที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไร	61
4.10 ผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุของปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ	64
4.11 ผลการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ	67

สารบัญภาพ

ภาพ	หน้า
1.1 กรอบแนวคิดปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความยั่งยืนของกำไร	6
1.2 กรอบแนวคิดปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ	6
2.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)	9



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในการบริหารกิจการการสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น (Shareholder's Value) เป็นวัตถุประสงค์หลักในการดำเนินธุรกิจที่จะทำให้องค์กรประสบความสำเร็จและสามารถแข่งขันในตลาดที่มีการแข่งขันสูงได้ ในการลงทุนนั้น ผู้ถือหุ้นย่อมคาดหวังที่จะได้รับผลตอบแทนในอัตราสูงกว่าต้นทุนของเงินลงทุน (Cost of Capital) ซึ่งการสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นมีความสำคัญมาก เนื่องจากการขยายตัวของตลาดทุน ที่จะทำให้ผู้ลงทุนสามารถเคลื่อนย้ายการลงทุนไปยังแหล่งลงทุนที่ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าได้อย่างรวดเร็ว (มนวิภา ผดุงสิทธิ์, 2548) และจะนำไปสู่ความเจริญเติบโตของมูลค่ากิจการ รวมถึงความมั่งคั่งของผลตอบแทนในระยะยาว (โกศล ดีศีลธรรม, 2552) การวัดมูลค่าของกิจการในช่วงระยะเวลาหนึ่ง ๆ นั้นจะสะท้อนมาจากผลการดำเนินงานขององค์กร โดยการใช้ข้อมูลที่ปรากฏจากงบการเงิน เช่น กำไรสุทธิ กระแสเงินสด จากการดำเนินงาน เป็นต้น วิธีในการวัดมูลค่ากิจการที่มีประสิทธิภาพและเป็นที่ใช้กันแพร่หลายเพื่อสะท้อนถึงมูลค่ากิจการในปัจจุบัน คือ Tobin's Q คิดค้นโดย ศาสตราจารย์ Tobin James ซึ่งเป็นตัววัดผลการดำเนินงานที่เกิดจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาดมาคำนวณโดยการหาราคาตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์ขององค์กรด้วยราคาเปลี่ยนแปลง (Replacement Cost) ของสินทรัพย์นั้น (T. Tobin James, 1981 อ้างใน อัจฉรา เรืองสุวรรณ, 2549) ต่อมาได้มีการพัฒนาการวัดมูลค่ากิจการด้วย Tobin's Q โดยการวัดมูลค่ากิจการคำนวณจากผลรวมของมูลค่าทางการตลาดของหุ้นส่วนสามัญ (ผลคูณของราคาตลาดของหุ้นสามัญและจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือของผู้ถือหุ้น) กับมูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ (ผลคูณของราคาปิดของหุ้นบุริมสิทธิและจำนวนหุ้นบุริมสิทธิ) และมูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน (มูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน) ทั้งหมดหารด้วยมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวมแทนราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ (Chung และ Pruitt, 1994) ดังนั้นมูลค่ากิจการ (Firm Value) ของบริษัท ที่มีมูลค่าสูง ๆ จึงเป็นที่สนใจและดึงดูดให้นักลงทุนเลือกที่จะลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัท

(2) รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร เป็นต้น การรับรู้รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารนั้นเป็นการใช้ดุลยพินิจพิจารณาเลือกใช้นโยบายต่าง ๆ ที่สามารถเอื้อประโยชน์ให้แก่ตนเองและผู้ที่เกี่ยวข้องได้โดยอาศัยหลักการบริหารจัดการกำไร (Earning Management) เพื่อกำไรที่แสดงในรายงานทางการเงินนั้นเป็นไปตามเป้าหมายได้

ดังนั้นจากความสำคัญของปัญหาข้างต้น ผู้วิจัยมีความสนใจที่จะศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่าของกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET 100 โดยกำหนดให้ปัจจัยที่มีอิทธิพล คือ โครงสร้างเงินทุน การเจริญเติบโตของกิจการ กำไรในปีปัจจุบันองค์ประกอบของกระแสเงินสด รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไรและทำการเพิ่มการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวแปรที่สนใจศึกษาอิทธิพลที่มีต่อมูลค่ากิจการ โดยกำหนดให้ขนาด ประเภทอุตสาหกรรม เป็นตัวแปรควบคุม และทำการศึกษาถึงความอ่อนไหวของระดับรายการคงค้างที่มีผลต่อมูลค่ากิจการ ทั้งนี้เพื่อให้ผลการวิจัยเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนเพื่อใช้ข้อมูลในการตัดสินใจ และสามารถทำให้ผู้ใช้งบการเงินมีความระมัดระวังในการใช้ข้อมูลจากงบการเงินมากขึ้น

1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

1.2.1 เพื่อศึกษาถึงความยั่งยืนของกำไร (Earnings Persistence) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100

1.2.2 เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความยั่งยืนของกำไร (Earnings Persistence) และมูลค่ากิจการ (Firm Value) กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100

1.2.3 เพื่อศึกษาความอ่อนไหว (Sensitivity) ของปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100

1.3 ขอบเขตของงานวิจัย

1.3.1 การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงิน แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) และรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100 ยกเว้นสายธุรกิจธนาคาร (Banking) และสายธุรกิจการเงินและหลักทรัพย์ (Finance and Securities) เนื่องจากเงื่อนไขหรือรูปแบบทางการบัญชีที่อยู่ภายใต้ข้อกำหนดมีความแตกต่างกัน

1.3.2 รอบระยะเวลาบัญชีสำหรับปีสิ้นสุด วันที่ 31 ธันวาคม เพื่อควบคุมความแตกต่างทางด้านเวลาและสามารถเปรียบเทียบข้อมูลของงบการเงินระหว่างกันได้ เพราะความแตกต่างของรายการคงค้างที่แต่ละบริษัทมีการรับรู้ในรอบระยะเวลาบัญชีเกิดขึ้นต่างกัน

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.4.1 เพื่อเพิ่มเติมองค์ความรู้ทางวิชาการ และผลการวิจัยจากการศึกษาความยั่งยืนของกำไร และมูลค่าของกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100

1.4.2 เพื่อเพิ่มเติมองค์ความรู้ทางวิชาการ และผลการวิจัยจากการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100

1.4.3 เพื่อให้ผู้มีส่วนได้เสียกับกิจการสามารถใช้ประโยชน์จากผลการวิจัยเพื่อการตัดสินใจพิจารณาเลือกลงทุนในบริษัทจดทะเบียนหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากศักยภาพความยั่งยืนของกำไรสามารถสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าของกิจการนั้น ๆ ได้ถูกต้อง

1.5 วิธีดำเนินการวิจัย

1.5.1 ระเบียบวิธีวิจัยการศึกษานี้เป็นการวิจัยเชิงเชิงประจักษ์ (Empirical Research) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่าของกิจการของ

บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100 สำหรับการศึกษางานวิจัยนี้ ได้ใช้การคำนวณ Tobin's Q เป็นข้อบ่งชี้ถึงมูลค่าของกิจการ ในส่วนการวิเคราะห์ข้อมูลจากการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมาน เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความยั่งยืนของกำไรกับมูลค่ากิจการ จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ในการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม พร้อมทั้งทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivity Analysis) ของปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการโดยกำหนดระดับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารไว้ในระดับสูง เพื่อศึกษาถึงผลกระทบที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value)

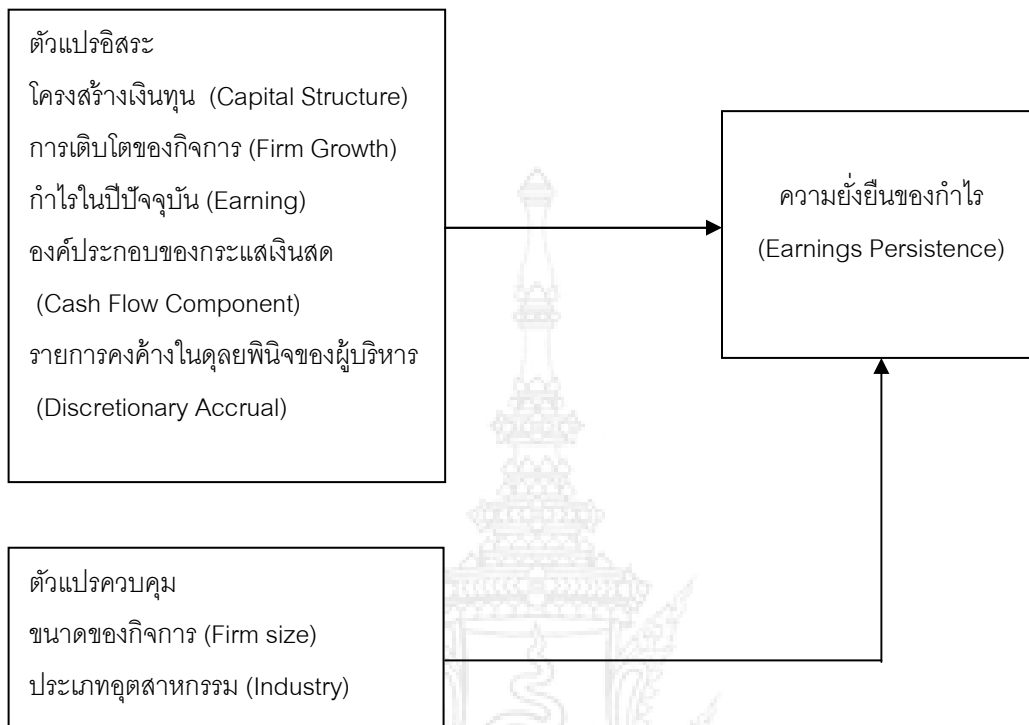
1.5.2 ประชากรในการวิจัย ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ยกเว้นสายธุรกิจธนาคาร (Banking) และสายธุรกิจการเงินและหลักทรัพย์ (Finance and Securities) โดยใช้ข้อมูลทางการเงินย้อนหลังระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554 – พ.ศ. 2558

1.5.3 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษางานวิจัยนี้ค้นคว้าจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงิน แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) รายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 รวมถึงเอกสารงานวิจัย วิทยานิพนธ์ บทความวิชาการ หนังสือ เว็บไซต์ที่เกี่ยวข้องจากภายในประเทศและต่างประเทศ

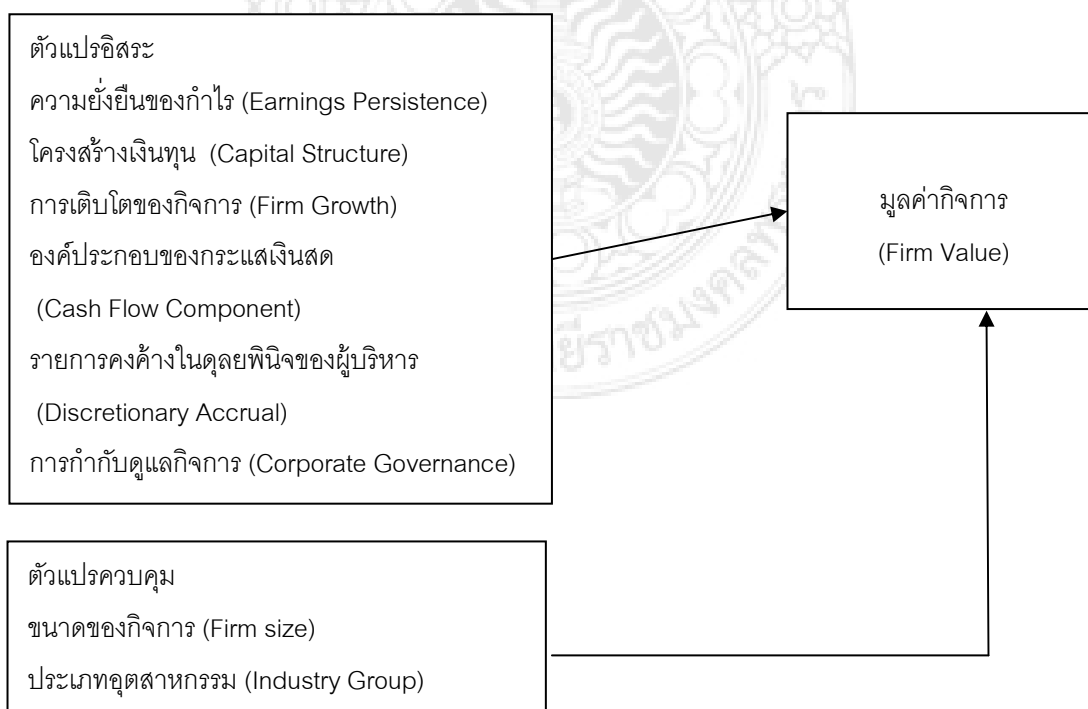
1.6 กรอบแนวคิดในการวิจัย

การศึกษานี้มีอิทธิพลต่อความยั่งยืนของกำไร (Earnings Persistence) และมูลค่ากิจการ กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100 ผู้วิจัยได้จำแนกการศึกษาดังนี้เป็น 2 กรอบแนวคิด ดังนี้

ภาพ 1.1 กรอบแนวคิดปัจจัยที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไร



ภาพ 1.2 กรอบแนวคิดปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ



1.7 นิยามศัพท์

โครงสร้างเงินทุน หมายถึง ส่วนผสมของหนี้สินระยะยาว หนี้บุริมสิทธิและส่วนของเจ้าของ ซึ่งเป็นเครื่องมือที่ใช้ประเมินความเสี่ยงต่อการชำระหนี้ในระยะยาวและความสามารถในการทำกำไรในอนาคต

การเติบโตของกิจการ หมายถึง การเติบโตของยอดขายที่เกิดขึ้นในปีปัจจุบัน และมีแนวโน้มที่ยอดขายจะเติบโตขึ้นอีกในอนาคต

องค์ประกอบกระแสเงินสด หมายถึง กระแสเงินสดคงเหลือจากกำไรหักด้วยรายการคงค้างทั้งหมด

กำไรในปีปัจจุบัน หมายถึง ผลการดำเนินงานที่เป็นกำไรสุทธิประจำปี

รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร หมายถึง รายการคงค้างที่แยกออกจากรายการคงค้างทั้งหมด โดยพิจารณาจากการที่ฝ่ายบริหารมีความสามารถในการควบคุมหรือจัดการในช่วงเวลาสั้น ๆ

ความยั่งยืนของกำไร หมายถึง กำไรที่เกิดขึ้นในปีปัจจุบันและเกิดขึ้นอีกในปีต่อ ๆ ไปอย่างต่อเนื่องในอนาคต

การกำกับดูแลกิจการ หมายถึง การบริหารจัดการ ควบคุมดูแลโดยผู้บริหารที่มาจาก การสรรหาว่าจ้างหรือมาจากเจ้าของกิจการที่มีอำนาจในการบริหาร ภายใต้ความซื่อสัตย์ ความโปร่งใส และการสร้างความเท่าเทียมกันให้กับผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย ในการศึกษาครั้งนี้ใช้โครงสร้างของผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวเป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการ

ขนาดของกิจการ หมายถึง มูลค่าสินทรัพย์รวมทั้งสิ้นของกิจการ โดยใช้ลอการิทึมเป็นเครื่องมือในการวัดค่า

ประเภทของอุตสาหกรรม หมายถึง ลักษณะของธุรกิจในกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งประกอบไปด้วย 5 ประเภทอุตสาหกรรม ดังนี้ (1) อุตสาหกรรมบริการ (2) อุตสาหกรรมเทคโนโลยี (3) อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (4) อุตสาหกรรมทรัพยากร และ (5) อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร เป็นต้น

มูลค่ากิจการ หมายถึง มูลค่าทางการตลาดของบริษัทที่ได้มาจากผลรวมของมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ มูลค่าทางการตลาดของหนี้บุริมสิทธิ และมูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

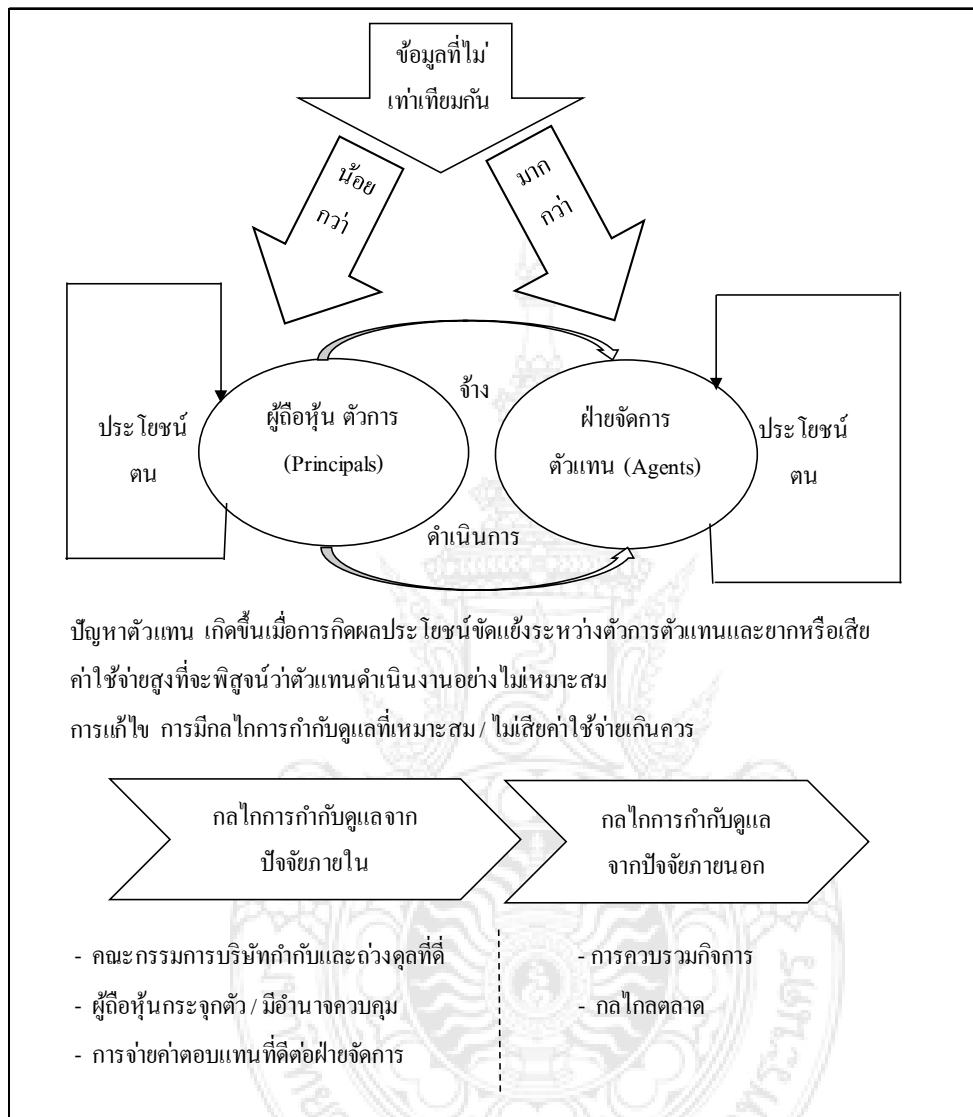
การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อความยั่งยืนของกำไร (Earnings Persistence) และส่งผลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ซึ่งมีแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

- 2.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)
- 2.2 แนวคิดการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- 2.3 แนวคิดโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- 2.4 แนวคิดกระแสเงินสด (Cash Flow) และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- 2.5 แนวคิดการจัดการกำไร (Earnings Management) รายการคงค้าง (Accrual) และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- 2.6 แนวคิดความยั่งยืนของกำไร (Earnings Persistence) และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- 2.7 แนวคิดมูลค่ากิจการ (Firm Value) และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของอุษณา ภัทรมนตรี (2550) ได้อธิบายในมุมมองของ Jensen & Meckling (1976) เกี่ยวกับทฤษฎีตัวแทนในระดับบริษัทขนาดใหญ่ หมายถึง การที่เจ้าของหรือผู้ถือหุ้นซึ่งเป็น ตัวการ (Principle) ได้ว่าจ้างผู้บริหารมืออาชีพมาเป็น ตัวแทน (Agency) ในการบริหารควบคุมงาน เพื่อประโยชน์ของตัวการ แต่อาจเกิดข้อขัดแย้งของผลประโยชน์หากตัวการและตัวแทนมีวัตถุประสงค์ในการรักษาผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าผู้ถือหุ้น หรือชอบในความเสี่ยงที่ต่างกัน (Risk Preferences) เพื่อลดปัญหาความขัดแย้งของผลประโยชน์เนื่องจากตัวแทนมีอำนาจในการควบคุมและมีข้อมูลข่าวสารมากกว่าตัวการ ทำให้ตัวการต้องหามาตรการจูงใจ อย่างเช่น การกำหนดค่าตอบแทนและผลประโยชน์ที่จูงใจตัวแทน เป็นต้น

ภาพ 2.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)



ที่มา : อุษณา ภัทรมนตรี (2550 : หน้า 7-3)

จากภาพที่ 2.1 สามารถอธิบายทฤษฎีตัวแทนถึงความขัดแย้งของผลประโยชน์ของตัวการและตัวแทนได้หลายลักษณะ ซึ่งการที่เจ้าของหรือผู้ถือหุ้นเป็นตัวการ ได้ว่าจ้างผู้บริหารที่มีความสามารถในการบริหารจัดการกิจการหรือเรียกว่า ตัวแทน เพื่อบริหารควบคุมงานและประโยชน์แก่ตัวการ แต่อาจเกิดความขัดแย้งของผลประโยชน์ระหว่างตัวการและตัวแทนได้ อาทิ เช่น การรักษาผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าประโยชน์ของเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น หรือการตัดสินใจ

รับความเสี่ยงที่ต่างกันและอาจจะเกิดขึ้นกับองค์กรได้ โดยตัวแทนสามารถตัดสินใจในนามขององค์กรได้มากกว่าปกติ เพราะหากสำเร็จจะนำผลประโยชน์มาให้ทั้งองค์กรในด้านส่วนตัว และองค์กร เช่น การมีชื่อเสียง การมีค่าตอบแทนสูง แต่ถ้าหากกลับไม่สำเร็จผลเสียหายที่เกิดขึ้นทั้งหมดก็ตกอยู่กับองค์กรด้วยเช่นกัน ดังนั้นตามทฤษฎีตัวแทนจึงต้องมีกลไกในการกำกับดูแล และติดตามการดำเนินงานของตัวแทนตามความเหมาะสม และอยู่ในการควบคุมของค่าใช้จ่ายที่อาจจะเกิดขึ้นตามมาด้วย

2.2 แนวคิดของหลักการกำกับดูแลกิจการ และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 แนวคิดและความหมายของการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance)

วัตถุประสงค์หลักของการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance : CG) คือ การกำกับ การติดตาม การควบคุม และการดูแลกิจการให้เป็นไปด้วยความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสียมีผู้ให้คำนิยามความหมายของคำว่า “การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance)” ไว้ดังนี้

ศิลปิน ศรีจันเพชร (2551) ได้อธิบายมุมมองของ Sir Adrain Cadbury เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการว่าเป็นระบบซึ่งกิจการใช้สั่งการ (Direct) และควบคุม (Control) กิจกรรมต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นในองค์กร

ศิลปิน ศรีจันเพชร (2551) ได้อธิบายมุมมองขององค์กรเพื่อความร่วมมือและพัฒนาเศรษฐกิจเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการว่าเป็นระบบการกำกับและควบคุมกิจการโดยการแบ่งแยกสิทธิ และหน้าที่ของผู้มีส่วนได้เสียต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นคณะกรรมการ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น หรือผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ โดยกำหนดเป็นหลักเกณฑ์และวิธีการปฏิบัติ เพื่อใช้ในการตัดสินใจในกรณีต่าง ๆ โดยยึดวัตถุประสงค์ของกิจการเป็นสำคัญ

อุษณา ภัทรมนตรี (2550) หน้า 7-9 ระบุว่า การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) หมายถึง วิธีการกำกับตรวจตรา (Oversight) ของคณะกรรมการองค์กรต่อ CEO และผู้บริหารระดับสูง

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ (2555) ได้นิยามความหมายของคำว่า การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) หมายถึง การบริหาร

จัดการกิจการให้มีประสิทธิภาพ และประสิทธิผล ด้วยความโปร่งใส สามารถตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2555) ได้ให้ความหมายของ การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) คือ ระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน นำไปสู่ความเจริญเติบโตและเป็นการเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น

พูลสิน กลิ่นประทุม (2555) ระบุว่า การกำกับดูแลกิจการ เป็นระบบที่ควบคุมการบริหารงานของฝ่ายบริหารให้เกิดความโปร่งใสและคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับกิจการเป็นสิ่งสำคัญ เช่น ผู้ถือหุ้น เป็นต้นประโยชน์ของการ

ดังนั้น ในงานวิจัยนี้ได้ให้ความหมายเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ หมายถึง ระบบการบริหารจัดการธุรกิจโดยฝ่ายบริหารด้วยความโปร่งใสจากการสั่งการภายใต้การควบคุมภายในกิจการ ทั้งนี้เพื่อคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียกับกิจการในผลประโยชน์ที่จะได้รับอย่างโปร่งใสและเที่ยงธรรม

2.2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Gompers, Ishii and Metrick (2003) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ ระหว่าง กลไกการกำกับดูแลกิจการกับผลประกอบการของบริษัท โดยใช้กลไกการกำกับดูแลกิจการทั้งหมด 24 ข้อมาสร้างเป็น Governance Index โดยจะใช้ G Index เป็นตัวแทนของระดับการให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นและศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง G Index กับผลการดำเนินงานของบริษัท ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่ให้สิทธิผู้ถือหุ้นน้อยหรือมีระดับการกำกับดูแลกิจการที่ต่ำจะส่งผลให้มีผลการดำเนินงานที่ต่ำตามไปด้วยในขณะที่บริษัทที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นมาก จะมีมูลค่าบริษัทสูงผลกำไรสูง อัตราการเติบโตของยอดขายสูง ผลการศึกษาจึงพบอีกว่าบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นในสัดส่วนที่สูง (แต่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร) จะมีมูลค่ากิจการสูง ในขณะที่บริษัทที่เน้นโครงสร้างการบริหารโดยเจ้าของจะมีมูลค่ากิจการต่ำกว่าโดยความสัมพันธ์เช่นนี้จะเห็นได้ชัดเจนมากในประเทศที่ให้การคุ้มครองกับผู้ถือหุ้นในสัดส่วนที่ต่ำจากผลของการวิจัยอธิบายได้ว่าการที่บริษัทมีผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นใน สัดส่วนที่สูงแต่ไม่ได้เป็นผู้บริหารจำนวนมากนั้นจะทำให้ผู้ลงทุนมีความมั่นใจว่าสิทธิของตนในบริษัทจะได้รับการปกป้องจากบุคคลเหล่านี้เนื่องจาก เหตุผลที่ว่าถึงแม้บุคคล

เหล่านี้จะไม่ได้ เป็นผู้บริหารแต่พวกเขาก็มีอิทธิพล อย่างมากในการตัดสินใจของบริษัทเนื่องจาก มีหุ้นมากทำให้มีจำนวนเสียง ในการลงมติและมีอิทธิพลในการ ออกเสียงในการประชุมมาก นอกจากนี้ ยังเปรียบเสมือนว่ามีกลไกควบคุมจาก ภายนอกจึงส่งผลให้มูลค่าบริษัทเพิ่มขึ้น

Chidambaran, PaliaandZheng (2006) ได้ทำการศึกษาเพื่อพิสูจน์ว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีผลการประกอบการที่ดีกว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ไม่ดีหรือไม่ โดยศึกษาจากบริษัทที่มีผลการดำเนินงาน การแตกต่างกันโดยวัดจาก Stock Return และผลกำไรซึ่งสามารถแบ่ง ออกได้เป็น 3 ประเภทได้แก่

1. บริษัทที่มีผลการดำเนินการที่ดีมาก
2. บริษัทที่มีผลการดำเนินการที่ตกต่ำมาก
3. บริษัทที่มีผลการดำเนินการค่อนข้างคงที่

จากนั้นทำการวัดประสิทธิภาพ การกำกับดูแลกิจการของแต่ละบริษัท จากตัววัด 13 ตัว เช่น ลักษณะของ คณะกรรมการสิทธิของผู้ถือหุ้นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันเป็นต้น เพื่อแปลตัววัดทั้งหมดออกมาเป็น คะแนนรวมของแต่ละบริษัทเพื่อหาว่า แต่ละบริษัทมี ประสิทธิภาพการกำกับ ดูแลกิจการเป็นอย่างไรจากการศึกษา พบว่าไม่ว่าบริษัทจะมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีหรือไม่ดีก็ไม่มีผลต่อผลประกอบการของบริษัทโดยบริษัทที่มี การกำกับดูแลกิจการที่ดีก็สามารถมีผลประกอบการที่ตกต่ำได้ในขณะที่บริษัท ที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ไม่ดีกลับสามารถทำผลประกอบการของบริษัท ให้ดีมากได้ดังนั้นผลจากวิจัยนี้จึงสรุป ได้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีไม่มีผล ทำให้บริษัทมีผลประกอบการที่ดีขึ้น

ประภากร ณ นรงค์ (2549) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี โดยแบ่งโครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็น ผู้ถือหุ้นชาวไทย ผู้ถือหุ้นชาวต่างชาติ ผู้ถือหุ้นโดยผู้บริหารชาวไทย ผู้ถือหุ้นโดยผู้บริหารชาวต่างชาติ และผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROA) เป็นตัววัดความสามารถในการทำกำไร โดยมีขนาดของบริษัท ความเสี่ยงทางการเงิน การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง และประเภทของอุตสาหกรรมเป็นตัวแปรควบคุม ผลการศึกษา พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากโครงสร้างหุ้นส่วนของบริษัทในประเทศไทยส่วนใหญ่จะมาจากครอบครัว โดยการถือหุ้นและอำนาจในการบริหารบริษัทจะกระจุกตัวอยู่ในสมาชิกครอบครัว

เป็นผู้ก่อตั้งบริษัทหรือผู้บริหารระดับสูงที่ดำรงตำแหน่งสำคัญในบริษัท เพราะกลุ่มครอบครัวและเครือญาติส่วนใหญ่จะรักษาอำนาจในการบริหารควบคุมบริษัทโดยผ่านการถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงมาก ๆ จนทำให้ผลประโยชน์เป็นไปในทิศทางที่ดี ซึ่งส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ในขณะที่ขนาดของกิจการ และประเภทของอุตสาหกรรม มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน เนื่องด้วยขนาดกิจการที่ใหญ่มีความสามารถในการผลิตที่สูงจึงทำให้ต้นทุนในการผลิตต่ำกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก รวมถึงประเภทของอุตสาหกรรมที่มีความแตกต่างทั้งทางด้านลักษณะของธุรกิจ นโยบายการบัญชี หรือแนวปฏิบัติที่แตกต่างกัน จึงส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานดีตามไปด้วย

ศิลปพร ศรีจันเพชร (2551) ได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของกลไกการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 50) กับมูลค่าเพิ่มของกิจการ กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ ศึกษาประกอบด้วย

1. บทบาทความรับผิดชอบของคณะกรรมการและ
2. โครงสร้างของผู้ถือหุ้น โดยบทบาทความรับผิดชอบของคณะกรรมการศึกษาจาก
 - (1.1) สัดส่วนของกรรมการ ที่เป็นอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร
 - (1.2) ความเป็นอิสระของประธานกรรมการและ
 - (1.3) จำนวน ครั้งการประชุมของคณะกรรมการ บริษัทส่วนโครงสร้างของผู้ถือหุ้นศึกษาจาก
 - 1.3.1 สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น และ
 - 1.3.2 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและกรรมการบริหาร

ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่ากลไกการกำกับดูแลกิจการในเรื่องความเป็นอิสระของประธานกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับที่คาดไว้และมีผลอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าเพิ่มของกิจการสัดส่วน การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับที่คาดไว้และมีผลอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าของกิจการ

ฉวีวรรณ ชูสนุก (2555) ได้ทำการศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิภาพผลของการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์เชิงสาเหตุและตรวจสอบความ

สอดคล้องของโมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิผลในการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงาน โดยกำหนดให้การกำกับดูแลกิจการเป็นตัวแปรอิสระที่ประกอบไปด้วย 7 ตัวแปร ดังนี้ 1) ขนาดของกรรมการ 2) องค์ประกอบของกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร 3) ทักษะความรู้ของกรรมการ 4) การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ 5) ค่าตอบแทนกรรมการและฝ่ายบริหาร 6) ความเป็นเจ้าของของกรรมการและฝ่ายบริหาร 7) โครงสร้างเงินทุน และมีตัวแปรแฝงภายใน ได้แก่ ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงาน ซึ่งผู้วิจัยทำการเก็บรวบรวมข้อมูลโดยการทำแบบตรวจสอบรายการที่จำแนกส่วนประกอบ ดังนี้ ส่วนที่ 1 กลไกการกำกับดูแลกิจการ ส่วนที่ 2 ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และส่วนที่ 3 ผลการดำเนินงาน จากนั้นใช้การวิเคราะห์สถิติหาค่าตัวแปรโดยการวิเคราะห์สมการโมเดล Multiple Indicators and Multiple Cause (MIMIC) Model เพื่อใช้ในการทดสอบอิทธิพลของตัวแปรดังกล่าว ผลการศึกษา พบว่า ทักษะความรู้ของกรรมการมีอิทธิพลทางบวกต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ เมื่อกรรมการมีความรู้ในเรื่องของบทบาทหน้าที่ของกรรมการตามกฎหมายจะสามารถสร้างผลประกอบการที่ดีให้กับกิจการ และทำหน้าที่ของผู้ที่ได้รับควมไว้วางใจให้ดูแลทรัพย์สินของกิจการแทนเจ้าของอย่างครบถ้วน ส่งผลทำให้การควบคุมการดำเนินงานภายใต้การกำกับดูแลกิจการเป็นไปในทิศทางที่ก่อเกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและนำไปสู่ประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพิ่มขึ้นด้วย ค่าตอบแทนของกรรมการและฝ่ายบริหารมีอิทธิพลทางบวกต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ เนื่องจากการจ่ายผลตอบแทนที่ดีให้กับผู้บริหารเป็นการเพิ่มโอกาสที่ดีในการควบคุมดำเนินงานของกิจการ สามารถสร้างแรงจูงใจในการปฏิบัติหน้าที่ให้เป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี จึงส่งผลทำให้ประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการเพิ่มขึ้นด้วย สำหรับโครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งผู้วิจัยกล่าวว่า สัดส่วนของหนี้สินที่เพิ่มขึ้นนั้นยังส่งผลให้กิจการมีความเสี่ยงและอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ทำให้ต้นทุนในการดำเนินงานของบริษัทเพิ่มขึ้น และส่งผลต่อผลการดำเนินงานที่ลดลงอีกด้วย และประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงาน เมื่อมีการกำหนดบทบาทหน้าที่ในการกำกับดูแลกิจการเพื่อกำหนดทิศทางการปฏิบัติของผู้ถือหุ้น บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูล และความโปร่งใส รวมถึงความรับผิดชอบของคณะกรรมการ จึงเป็นการสร้างความสัมพันธ์อันดีต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในกิจการสามารถสร้างความเชื่อมั่น และสร้างความมั่นใจให้กับผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียในกลุ่มอื่น ๆ ส่งผลทำให้ต้นทุนในการที่เกี่ยวข้องกับตัวแทน ต้นทุนของเจ้าของเงิน ต้นทุนในการจัดหาเงินทุนลดลง และทำให้กิจการดำเนินธุรกิจได้อย่างรอบคอบ จึงส่งผลที่ดีต่อความสามารถในการ

ทำกำไร และผลการดำเนินงานที่ดีด้วย ดังนั้นการส่งเสริมหลักการกำกับดูแลกิจการจึงเป็นผลทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการเพิ่มขึ้นไปด้วย

พูลสิน กลิ่นประทุม และอภิศักดิ์ เจียรสุคนธ์ (2557) ได้ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีต่อมูลค่ากิจการ วัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อมูลค่ากิจการโดยกำหนดตัวแปรอิสระ คือ การกำกับดูแลกิจการที่ดี ประกอบด้วย 1) โครงสร้างคณะกรรมการบริษัท (Board Structure) วัดค่าจากสัดส่วนกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมด 2) ค่าตอบแทนผู้บริหาร (Executive Compensation) วัดค่าจากลอการิทึมของค่าตอบแทนที่จ่ายให้กับกรรมการและฝ่ายบริหารตลอดปี 3) โครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Structure) วัดจากเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรกรวมกัน และ 4) การก่อหนี้ (Use of Debt) วัดจากโครงสร้างหนี้สินระยะยาวหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น และกำหนดตัวแปรตาม คือ มูลค่ากิจการ (Firm Value) วัดค่าโดย Tobin's Q โดยผู้วิจัยได้กำหนดตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของกิจการ (Size) วัดค่าโดยใช้ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวม และประเภทอุตสาหกรรม (Type) แบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม 7 กลุ่ม เพื่อควบคุมการแปรปรวนของตัวแปรในครั้งนี้ ด้วยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ผลการวิจัย พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และขนาดของกิจการประเภทอุตสาหกรรม มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

วิลาวรรณ ยัสโยธา (2557) ได้ศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างความเป็นเจ้าของต่อมูลค่ากิจการ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100 โดยการเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินย้อนหลังตั้งแต่ปี พ.ศ.2551 ถึง พ.ศ.2555 แล้วกำหนดให้โครงสร้างความเป็นเจ้าของเป็นตัวแปรอิสระ แบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ 1) กลุ่มโครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจุกตัว วัดค่าจากการพิจารณาดูเปอร์เซ็นต์ในการถือครองหุ้น 5 อันดับแรก และ 2) กลุ่มโครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบการกระจายตัว วัดจากการพิจารณาดูเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นรายย่อย (หรือวิธี Free Float) มูลค่ากิจการ วัดค่าจากแนวคิด Tobin's Q เป็นตัวแปรตามและกำหนดให้ขนาดของกิจการ อายุของกิจการ กลุ่มอุตสาหกรรม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมทั้งหมดเป็นตัวแปรควบคุมการแปรปรวนของตัวแปรอิสระ งานวิจัยชิ้นนี้ทำการวิเคราะห์ทางสถิติด้วยวิธีถดถอยพหุเชิงชั้น (Hierarchical Multiple Regression) ผลการศึกษา พบว่า โครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจายตัวมีอิทธิพลในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ นั่นหมายความว่า ถ้ากิจการใดมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยจำนวนมาก ก็จะส่งผลต่อมูลค่ากิจการที่

ลดลง เนื่องจากความผันผวนของราคาหุ้นและการลดแรงจูงใจในการลงทุนของนักลงทุนจากสถาบันลงทุนและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เพราะการถือหุ้นรายย่อยเป็นจำนวนมากให้ตลาดการลงทุน อาจทำให้ตลาดหลักทรัพย์ขาดความเสถียรภาพได้

2.3 แนวคิดโครงสร้างเงินทุน และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.3.1 แนวคิดของโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure)

Hariandy Hasbi (2015) ได้อธิบายมุมมองของนักวิจัยหลายท่านเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนไว้ดังนี้

Modigliani and Miller (1958) กล่าวว่า โครงสร้างเงินทุนไม่มีความเกี่ยวข้องในการจำแนกมูลค่าของกิจการและผลการดำเนินงานในอนาคต แต่ในขณะที่ Lubatkin, M. and Chatterjee, S (1994) ระบุว่าในผลการวิจัยระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าของกิจการว่ามีความสัมพันธ์กันทางสถิติ

Kyereboah (2007) ระบุว่า หนี้สินเป็นองค์ประกอบหนึ่งของโครงสร้างเงินทุนในบริษัทและยังสามารถเป็นตัวปรับปรุงผลผลิตและผลการดำเนินงานของบริษัทได้อีกด้วย

ในขณะที่ Karndeniz (2009) กล่าวว่า โครงสร้างเงินทุนนั้นสมดุลหรือเป็นสัดส่วนระหว่างหนี้สินระยะยาวกับส่วนของผู้ถือหุ้น

Asad et. Al (2011) ระบุว่า ทฤษฎีของโครงสร้างเงินทุนสามารถอธิบายนโยบายทางการเงินของกิจการโดยการจำแนกโครงสร้างเงินทุนของกิจการได้โดยการผสมกันระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อการเพิ่มมูลค่าให้กับบริษัทนั่นเอง

ดังนั้น ในงานวิจัยนี้ให้ความหมายเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน หมายถึง โครงสร้างทางการเงินสามารถจำแนกออกเป็นหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งกิจการมีไว้เพื่อการบริหารจัดการดำเนินธุรกิจให้เกิดความต่อเนื่อง

2.3.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ธนธร จงศิริวิฑิตศักดิ์ (2555) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับคุณภาพกำไรโดยการใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม โดยใช้กลุ่มตัวอย่างที่เป็น

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 50 เพื่อหาความสัมพันธ์ของคุณภาพกำไรกับโครงสร้างเงินทุน ด้วยการวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) โดยกำหนดให้ขนาดของกิจการเป็นตัวแปรควบคุมในงานวิจัยครั้งนี้ ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับคุณภาพกำไร เพราะฉะนั้นบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมที่แตกต่างกัน หรือบริษัทที่มีความเสี่ยงทางด้านโครงสร้างเงินทุนนั้นไม่มีผลต่อการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง หรือสรุปได้ว่าไม่มีผลต่อคุณภาพกำไรนั่นเอง

วิจิตรา จำลองราษฎร์, สุพรรณิ บัวสุข, เกตุจันทร์ จำปาไชยศรี และวรรณิ เตโชโยธิน (2557) ได้ศึกษาตัวอย่างความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการภายใต้ความไม่สมมาตรของข้อมูล วัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบทิศทางความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการ โดยกำหนดกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ผู้วิจัยกำหนดให้ระดับการก่อหนี้เป็นตัวแปรอิสระ และขนาดของกิจการ ความสามารถในการทำกำไร โอกาสเติบโต เป็นตัวแปรควบคุม และกำหนดมูลค่าของกิจการเป็นตัวแปรตาม โดยการวิเคราะห์การถดถอยของข้อมูลผสมแบบผลกระทบบางที่ ซึ่งผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วยค่า Q นั้นหมายความว่า กิจการที่มีระดับการก่อหนี้ที่สูง จะส่งผลทำให้มูลค่ากิจการสูงตามไปด้วยสำหรับกิจการที่อยู่ภายใต้ภาวะที่ต้นทุนของความไม่สมมาตรของข้อมูลสูง ถึงแม้จะมีพฤติกรรมในการจัดหาเงินทุนซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน (จัดหาแหล่งเงินทุนภายในก่อนที่จะจัดหาแหล่งเงินทุนภายนอก) แต่เมื่อกิจการจำเป็นต้องหาเงินทุนจากการก่อหนี้แล้ว แหล่งตลาดทุนก็ยังคงรับรู้มูลค่ากิจการสูงขึ้นตามไปด้วย

Hariandy Hasbi (2015) ได้ทำการศึกษาโครงสร้างเงินทุน การเติบโตของกิจการผลการดำเนินงาน ที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่อยู่ในระบบสถาบันการเงินรายย่อยของอิสลามในประเทศอินโดนีเซีย โดยผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุน การเติบโตของกิจการ และผลการดำเนินงาน มีความสัมพันธ์ทางสถิติต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากสถาบันการเงินรายย่อยของอิสลามมีความเข้มแข็งและมีความพร้อมที่จะเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจในระดับจุลภาคมากขึ้น โดยการเพิ่มการจ้างงาน เพิ่มรายได้เพื่อสร้างการเติบโตและคุณภาพที่ดีขึ้น

2.4 แนวคิดกระแสเงินสด (Cash Flow) และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.4.1 ความหมายและการแสดงงบกระแสเงินสด (Cash Flow Statement)

มาตรฐานการบัญชีไทย ฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2557) เรื่องงบกระแสเงินสดได้กำหนดความหมายของเงินสดรายการเทียบเท่าเงินสด กระแสเงินสด ไว้ดังนี้

เงินสด หมายถึง เงินสดในมือและเงินฝากธนาคารที่ต้องจ่ายเมื่อทวงถาม

รายการเทียบเท่าเงินสด หมายถึง เงินลงทุนระยะสั้นที่มีสภาพคล่องสูง ซึ่งพร้อมที่จะเปลี่ยนเป็นเงินสดในจำนวนที่ทราบได้ และมีความเสี่ยงที่ไม่มีนัยสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงในมูลค่า

กระแสเงินสด หมายถึง การเข้าและออกของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด

ดังนั้น งบกระแสเงินสดจึงเป็นส่วนหนึ่งของการนำเสนองบการเงิน เพื่อแสดงการเข้าและออกของเงินสด และรายการเทียบเท่าเงินสด ประกอบด้วย 1. กิจกรรมดำเนินงาน 2. กิจกรรมลงทุน และ 3. กิจกรรมจัดหาเงิน

1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

(Cash Flow from Operating Activities)

มาตรฐานการบัญชีไทย ฉบับที่ 7 เรื่องงบกระแสเงินสด ได้ให้ความหมายของกิจกรรมดำเนินงาน คือ กิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการ และกิจกรรมอื่นที่มีใช้กิจกรรมลงทุนหรือกิจกรรมจัดหาเงิน

วรศักดิ์ ทูมมานนท์ (2552, หน้า 206) กล่าวว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน หมายถึง กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการหรือจากกิจกรรมอื่นที่ไม่ใช่กิจกรรมลงทุนหรือกิจกรรมจัดหาเงินทุน

กิตติภาพ ตันสุวรรณ (2556) กล่าวว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน เป็นสิ่งสะท้อนให้เห็นถึงกระแสเงินสดที่ได้มาหรือใช้ไปในการดำเนินธุรกิจ ซึ่งมีผลกระทบต่อรายการในงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จไม่ว่าจะเป็นรายได้ที่เกิดจากการขายสินค้า หรือการให้บริการ

ดังนั้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน หมายถึง กระแสเงินสดที่ได้รับและจ่ายออกไปจากการดำเนินกิจกรรมหลักของกิจการที่สามารถแสดงถึงผลการดำเนินงานของกิจการในแต่ละรอบระยะเวลาใดเวลาหนึ่ง โดยไม่รวมกำไรหรือขาดทุนจากการจำหน่ายทรัพย์สิน

และเป็นเครื่องมือบ่งชี้ถึงความสามารถของกิจการในจ่ายชำระหนี้ จ่ายเงินปันผล รวมถึงการลงทุนใหม่ ๆ โดยไม่ต้องพึ่งพาการจัดการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก ตัวอย่างของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ดังต่อไปนี้

- กระแสเงินสดที่ได้มา เช่น การขายสินค้าและบริการเป็นเงินสด เป็นต้น
- กระแสเงินสดที่ใช้ไป เช่น การจ่ายเงินสดเพื่อซื้อสินค้าและบริการ การจ่ายเงินสดชำระหนี้ที่เป็นการซื้อสินค้า เป็นต้น

2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุน (Cash Flow from Investing Activities)

มาตรฐานการบัญชีไทย ฉบับที่ 7 เรื่องงบกระแสเงินสด ได้ให้ความหมายของกิจกรรมลงทุน คือ การได้มาและการจำหน่ายสินทรัพย์ระยะยาวและเงินลงทุนอื่น ซึ่งไม่รวมอยู่ในรายการเทียบเท่าเงินสด

วรศักดิ์ ทุมมานนท์ (2552, หน้า 207) กล่าวว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน หมายถึง กระแสเงินสดที่เกิดจากการซื้อและจำหน่ายสินทรัพย์ระยะยาวและเงินลงทุนอื่นของกิจการซึ่งไม่รวมรายการเทียบเท่าเงินสด ซึ่งแสดงถึงรายจ่ายที่กิจการได้จ่ายไปเพื่อซื้อสินทรัพย์ต่าง ๆ ที่จะก่อให้เกิดรายได้และกระแสเงินสดรับในอนาคต

กิตติภาพ ต้นสุวรรณ (2556) กล่าวว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน เป็นกิจกรรมที่แสดงให้เห็นถึงการจ่ายเงินสดเพื่อการลงทุนและการซื้อขายสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน

ดังนั้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน หมายถึง กระแสเงินสดที่ได้มาและใช้ไปจากการนำเงินสดไปลงทุนในสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน

ตัวอย่าง กระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุน มีดังต่อไปนี้

- กระแสเงินสดที่ได้มา เช่น การขายสินทรัพย์ประเภท ที่ดิน อาคาร อุปกรณ์ สินทรัพย์ไม่มีตัวตน และสินทรัพย์ระยะยาวอื่น ๆ เงินสดที่ได้รับจากการขายตราสารล่วงหน้า สัญญาซื้อขายเงินตราล่วงหน้า รวมถึงเงินสดที่ได้รับจากการจ่ายดอกเบี้ย เงินปันผลรับ เป็นต้น

- กระแสเงินสดที่ใช้ไป เช่น การจ่ายเงินสดเพื่อซื้อที่ดิน อาคาร อุปกรณ์

ที่ดินรอการพัฒนา หรือเป็นต้นทุนของสินทรัพย์ (ซึ่งรวมถึง ที่ดิน อาคาร อุปกรณ์ ที่กิจการดำเนินการสร้างขึ้นเอง) เงินสดที่จ่ายเพื่อซื้อหุ้นของกิจการอื่นที่มีได้มีไว้เพื่อค้า รวมถึงเงินล่วงหน้าค่าหุ้นที่จอง (เช่น เงินลงทุนทั่วไป เงินลงทุนประเภทเผื่อขาย เงินลงทุนในบริษัทร่วม และ บริษัทย่อย) เป็นต้น

3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (Cash Flow from Financing Activities)

มาตรฐานการบัญชีไทย ฉบับที่ 7 ให้ความหมายว่า กิจกรรมจัดหาเงิน คือ กิจกรรมที่มีผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในขนาดและองค์ประกอบของส่วนของผู้ถือหุ้นและส่วนของการกู้ยืมเงินของกิจการ

วรศักดิ์ ทูมมานนท์ (2556, หน้า 209) กล่าวว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน หมายถึง กระแสเงินสดที่เกิดจากการก่อหนี้สินระยะสั้นและระยะยาว ซึ่งลงทุนโดยเจ้าของกิจการหรือจากกิจกรรมอื่นใดที่มีผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในขนาดและโครงสร้างของส่วนของผู้ถือหุ้นและส่วนของการกู้ยืมของกิจการ

กิตติภาพ ต้นสุวรรณ (2556) กล่าวว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน เป็นกิจกรรมที่สามารถสะท้อนให้เห็นถึงการนำเงินสดไปก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งอาจได้มาจากแหล่งเงินภายนอก หรือแหล่งเงินภายใน

ดังนั้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมการจัดหาเงิน หมายถึง กระแสเงินสดที่ได้มาและใช้ไปจากการก่อหนี้สินระยะสั้นและระยะยาว โดยจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น

2.4.2 รูปแบบการแสดงวิธีการในงบกระแสเงินสด

การแสดงกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

มาตรฐานการบัญชีไทย ฉบับที่ 7 ระบุว่ากิจการต้องแสดงกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานโดยใช้วิธีใดวิธีหนึ่ง ดังต่อไปนี้

วิธีทางตรง (Direct Method) เป็นการแสดงกระแสเงินสดรับและเงินสดจ่ายตามลักษณะของรายการเป็นสำคัญ และเป็นวิธีที่สามารถให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการประมาณ

การกระแสเงินสดรับและกระแสเงินสดจ่ายในอนาคตได้อีกด้วย สูตรในการแปลงรายการต่าง ๆ ที่ปรากฏในงบกำไรขาดทุนจากเกณฑ์คงค้างเป็นเกณฑ์เงินสดโดยการพิจารณาแยกตามลักษณะของธุรกิจดังนี้

ตาราง 2.1 รายการเปลี่ยนแปลงในงบกำไรขาดทุนจากเกณฑ์คงค้างเป็นเกณฑ์เงินสด สำหรับธุรกิจผลิตสินค้า

กรณีธุรกิจผลิตสินค้า			
เกณฑ์คงค้าง	รายการบวก	รายการหัก	เกณฑ์เงินสด
ค่าขาย (สุทธิ)	+ ลูกหนี้การค้า (ต้นงวด)	- ลูกหนี้การค้าปลายงวด	= เงินสดรับจากลูกค้า
ต้นทุนขาย	+ ลูกหนี้คงเหลือปลายงวด	ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	= เงินสดจ่ายในการซื้อ
	เจ้าหนี้การค้าต้นงวด	สินค้าคงเหลือต้นงวด	
	ค่าใช้จ่ายล่วงหน้าปลายงวด	เจ้าหนี้การค้าปลายงวด	วัตถุดิบ ค่าแรงและ
	ค่าใช้จ่ายค้างจ่ายต้นงวด	ค่าใช้จ่ายล่วงหน้าต้นงวด	ค่าใช้จ่ายในการผลิต
		ค่าใช้จ่ายค้างจ่ายปลายงวด	
ค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหาร	+ ค่าใช้จ่ายล่วงหน้าปลายงวด	- ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	= เงินสดจ่ายสำหรับ
	ค่าใช้จ่ายค้างจ่ายต้นงวด	ค่าใช้จ่ายล่วงหน้าต้นงวด	ค่าใช้จ่ายในการขาย
		ค่าใช้จ่ายค้างจ่ายปลายงวด	และการบริหาร
		หนี้สงสัยจะสูญ	

ที่มา : วรศักดิ์ ทุมมานนท์ (2552 : 215)



ตาราง 2.2 รายการเปลี่ยนแปลงในงบกำไรขาดทุนจากเกณฑ์คงค้างเป็นเกณฑ์เงินสด สำหรับ
ธุรกิจซื้อมาขาย

กรณีธุรกิจซื้อมาขายไป			
เกณฑ์คงค้าง	รายการบวก	รายการหัก	เกณฑ์เงินสด
ค่าขาย (สุทธิ)	+ ลูกหนี้การค้า (ต้นงวด)	- ลูกหนี้การค้าปลายงวด	= เงินสดรับจากลูกค้า
ต้นทุนขาย	+ สินค้าคงเหลือปลายงวด เจ้าหนี้การค้าต้นงวด	ลูกหนี้การค้าต้นงวด สินค้าคงเหลือต้นงวด เจ้าหนี้การค้าปลายงวด	= เงินสดจ่ายในการซื้อ
ค่าใช้จ่ายในการขาย และการบริหาร	+ ค่าใช้จ่ายล่วงหน้าปลายงวด ค่าใช้จ่ายค้างจ่ายต้นงวด	- ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย ค่าใช้จ่ายล่วงหน้าต้นงวด ค่าใช้จ่ายค้างจ่ายปลายงวด หนี้สงสัยจะสูญ	= เงินสดจ่ายสำหรับ ค่าใช้จ่ายในการขาย และการบริหาร

ที่มา : วรรศักดิ์ ทูมมานนท์ (2552 : 216)

วิธีทางอ้อม (Indirect Method) เป็นการแสดงยอดกำไรหรือขาดทุนที่ปรับปรุงด้วยผลกระทบของรายการที่ไม่เกี่ยวกับเงินสด รายการค้างรับ หรือค้างจ่ายของกระแสเงินสดรับหรือกระแสเงินสดจ่ายที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานในอดีตหรือในอนาคต เช่น รายการเปลี่ยนแปลงในระหว่างงวดของสินค้าคงเหลือ ลูกหนี้และเจ้าหนี้ที่เกิดจากการดำเนินงาน รายการที่ไม่ใช่เงินสด ค่าเสื่อมราคา ประมาณการหนี้สิน ภาษีเงินได้รอดัดบัญชี เป็นต้น

2.4.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

เจษฎา ใหม่ตาจักร (2548) ได้ศึกษาถึงการเปรียบเทียบองค์ประกอบของกำไร และสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิกับกำไรในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของกำไร และสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ กับกำไรในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดย

กำหนดตัวแปรอิสระเป็นองค์ประกอบของกำไรประกอบไปด้วย กระแสเงินสด รายการคงค้างรวม รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลพินิจของฝ่ายบริหาร และรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลพินิจของฝ่ายบริหาร และสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ และกำหนดให้กำไรในอนาคตเป็นตัวแปรตาม โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ ผลการวิจัย พบว่า กำไร องค์ประกอบของกำไร มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับกำไรในอนาคต ในขณะที่สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิไม่มีความสัมพันธ์กับกำไรในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบการเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่าง กระแสเงินสด รายการคงค้างรวม รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลพินิจของฝ่ายบริหาร และ รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลพินิจของฝ่ายบริหาร ผลการวิจัยระบุว่ากระแสเงินสดมีระดับความสัมพันธ์กับกำไรในอนาคตได้ดีที่สุด มากกว่ารายการคงค้างรวมรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลพินิจของฝ่ายบริหาร และรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลพินิจของฝ่ายบริหาร ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความสามารถของกระแสเงินสดที่จะอธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตได้ดีที่สุด

อุษณี วรพันธ์พิทักษ์ (2549) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสด และกำไรที่มีต่อราคา และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสด และกำไรที่มีต่อราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ และเพื่อเปรียบเทียบความสามารถของกระแสเงินสดและกำไรที่ในการอธิบายถึงราคา และผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้วิธีการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเดียวและเชิงพหุคูณ ทั้งแบบรวมและแบบแยกรายปีในการทดสอบ โดยกำหนดตัวแปรอิสระเป็นกระแสเงินสด ซึ่งประกอบด้วย 1) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน 2) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน 3) กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน 4) กระแสเงินสดปลอดภัย 5) กระแสเงินสดสุทธิ และผลการดำเนินงาน คือ กำไร ประกอบด้วย 1) กำไรก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย 2) กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี 3) กำไรก่อนรายการพิเศษ 4) กำไรสุทธิ และตัวแปรตาม คือ มูลค่าหลักทรัพย์ ประกอบด้วย 1) ราคาหลักทรัพย์ และ 2) ผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยกำหนดให้ประชากร คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย ผลการวิจัย พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน

กิจกรรมจัดหาเงิน และกระแสเงินสดปลอดภัยมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ สามารถอธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงราคาได้ดี กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน กิจกรรมจัดหางาน และกระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญ สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างกำไรกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ผลการวิจัยพบว่า กำไรทุกตัวล้วนมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ และการเปรียบเทียบความสามารถในการวัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสดและตัววัดผลการดำเนินงานกำไรในการอธิบายราคาและหลักทรัพย์นั้น เมื่อพิจารณาจากค่า Vuong ผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดมีความสามารถในการอธิบายถึงราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่า สามารถให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์แก่นักลงทุน และตัวแบบทางการเงินสามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่า และให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการลงทุน

ธีระพล เลี้ยววัฒนธรรม (2555) ได้ศึกษาถึงความยั่งยืนและการตอบรับของราคาหลักทรัพย์ต่อองค์ประกอบของกระแสเงินสดในกำไรและรายการคงค้าง วัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความยั่งยืนของกำไร รายการคงค้าง และองค์ประกอบของกระแสเงินสด ผู้วิจัยเลือกกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการเก็บรวบรวมข้อมูลจากปี 2543 ถึงปี 2552 รวมกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 2,753 ตัวอย่าง ผู้วิจัยได้ทำการพัฒนาตัวแบบและตัวแปรในการวิจัยจากงานวิจัยในอดีตของ Dechow, Richardson and Sloan (2008) โดยกำหนดให้องค์ประกอบของกำไรส่วนรายการคงค้าง และองค์ประกอบของกระแสเงินสดเป็นกระแสเงินสดอิสระตามคำจำกัดความของ Dechow, Richardson and Sloan (2008) ระบุว่าองค์ประกอบของกำไรส่วนกระแสเงินสด คือ กระแสเงินสดอิสระ เกิดจากกำไรสุทธิหักด้วยรายการคงค้างทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานและการตัดสินใจลงทุน ซึ่งประกอบไปด้วยเงินสดที่กิจการเก็บไว้ใช้ในกิจการ กระแสเงินสดจ่ายสุทธิประจำปีที่จ่ายให้กับผู้ให้การสนับสนุนเงินทุน (กระแสเงินสดส่วนที่จ่ายให้กับผู้ถือหุ้น และกระแสเงินสดส่วนที่จ่ายให้กับเจ้าหนี้) เป็นตัวแปรอิสระ และกำหนดให้ กำไร (ขาดทุน) สุทธิในอนาคต และผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นในอนาคตเป็นตัวแปรตาม โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น (Regression Analysis)

ผลการวิจัย พบว่ากระแสเงินสดส่วนที่เก็บไว้ใช้ในกิจการเองเพื่อนำไปลงทุนต่อนั้นมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับความยั่งยืนของกำไรอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ Dechow, Richardson and Sloan (2008) ที่ระบุว่าตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา กระแสเงินสดที่จ่ายให้กับผู้ถือหุ้นหรือชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้มีความยั่งยืนของกำไรไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

2.5 แนวคิดการจัดการกำไร และรายการคงค้าง และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.5.1 แนวคิดกับการจัดการกำไร (Earnings Management)

วรศักดิ์ ทูมมานนท์ (2543) ได้อธิบายมุมมองของนักวิจัยหลายท่านเกี่ยวกับหมายของการจัดการกำไร (Earnings Management) ไว้ดังนี้

Ayres (1994) ระบุว่า การจัดการกำไร (Earnings Management) หมายถึง การจัดโครงสร้างการรายงานกำไรหรือการจัดการโครงสร้างการตัดสินใจเกี่ยวกับการผลิตหรือการลงทุนเสียใหม่ด้วยความจงใจที่จะก่อให้เกิดผลกระทบต่อกำไรของผู้บริหาร รวมถึงการพยายามของผู้บริหารที่จะปรับเปลี่ยนกำไรเสียใหม่ด้วย Ayres ได้จำแนกรูปแบบการจัดการกำไร (Earnings Management) ออกเป็น 3 ลักษณะไว้ดังนี้ 1) Accrual Management คือ การปรับเปลี่ยนประมาณการทางบัญชี เพื่อการจัดการกำไรให้ไปสู่ทิศทางที่ผู้บริหารได้กำหนดเป้าหมายไว้ 2) Adoption of Mandatory Accounting Policies คือ การตัดสินใจของผู้บริหารเกี่ยวกับงวดบัญชีที่กิจการจะเริ่มรับเอามาตรฐานการบัญชีใหม่ๆ ที่ทางการประกาศใช้มาใช้อย่างเป็นทางการ ประกอบกับการผ่อนปรนวันถือปฏิบัติมาตรฐานการบัญชีใหม่อย่างเป็นทางการ จึงเปิดโอกาสทำให้ผู้บริหารเลือกรับเอามาตรฐานการบัญชีใหม่ๆ มาใช้ในงวดบัญชีใดบัญชีหนึ่ง เพื่อให้เกิดผลดีต่อภาพลักษณ์ทางการเงินของกิจการ 3) Voluntary Accounting Changes คือ การเปลี่ยนแปลงหลักการบัญชีที่ยอมรับทั่วไปเพื่อไปสู่หลักการบัญชีหนึ่งตามความต้องการของ

ผู้บริหาร ยังคงมีความเป็นไปได้ว่าผู้บริหารจะพยายามเปลี่ยนแปลงหลักการทางบัญชีภายในงวดเดียวหรือทยอยเปลี่ยนแปลงหลักการบัญชีแต่ละเรื่องไปเรื่อย ๆ ในแต่วงวดบัญชีนั้น

Schroeder (1995) ระบุว่า การจัดการกำไร (Earnings Management) หมายถึง การชะลอการตัดสินใจเกี่ยวกับการผลิต การลงทุนออกไปเพื่อให้เกิดความยืดหยุ่นของกำไรของฝ่ายบริหาร การรับนโยบายทางภาษีมาปฏิบัติเพื่อให้สอดคล้องกับกลยุทธ์ของกิจการ รวมถึงการนำมาตรฐานการบัญชีใหม่มาถือปฏิบัติก่อนการประกาศใช้จากหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง Schroeder เชื่อว่าการจัดการกำไรเป็นผลที่มาจากความเชื่อของผู้บริหารที่ว่ากำไรมีผลต่อการตัดสินใจในการลงทุนของนักลงทุน

Mulford and Comiskey (1996) ระบุความหมายของการจัดการกำไร (Earnings Management) หมายถึง การปรับแต่งผลการดำเนินงานด้วยความจงใจเพื่อสร้างภาพลักษณ์ของผลการดำเนินงานให้เป็นไปตามความต้องการของผู้บริหาร และได้จำแนกการจัดการกำไร (Earnings Management) ออกเป็น 5 รูปแบบ ดังต่อไปนี้

1) การเพิ่มกำไรของงวดปัจจุบันให้สูงขึ้น (Boosting current-year performance) การรับรู้รายได้เร็วกว่าที่ควรจะเป็น หรือการรับรู้ค่าใช้จ่ายต่ำกว่าความเป็นจริง โดยการนำค่าใช้จ่ายบางรายการไปรับรู้เป็นสินทรัพย์เพื่อให้รับรู้ค่าใช้จ่ายในรูปแบบของค่าเสื่อมราคาในแต่ละปี รวมถึงการไม่รับรู้ค่าใช้จ่ายค้างจ่ายเป็นหนี้สินของกิจการ ณ วันสิ้นงวดบัญชี

2) การเปลี่ยนแปลงทางการบัญชีไปตามดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary accounting changes) เป็นการเปลี่ยนแปลงหลักการบัญชีหรือประมาณการบัญชีที่ไม่เป็นไปตามข้อกำหนดใหม่ ๆ ของมาตรฐานการบัญชี ให้เป็นไปตามดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเพื่อทำให้กำไรของงวดปัจจุบันนั้นเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามการเปลี่ยนแปลงทางการบัญชีไปตามดุลยพินิจของฝ่ายบริหารยังคงเป็นไปตามหลักการบัญชีหรือประมาณการทางบัญชีเพื่อให้เห็นผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของกิจการในงวดต่อ ๆ ไปถูกต้องตามควรและเป็นไปตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป รวมถึงยังสามารถเปรียบเทียบข้อมูลทางการเงินกับกิจการที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันได้

3) การกำหนดช่วงเวลาที่จะทำการตัดสินใจเกี่ยวกับการดำเนินงาน (Time management actions) เช่น การขายทรัพย์สินในราคาต่ำ ในขณะที่ทรัพย์สินนั้นมีราคาปรับตัวสูงขึ้นเพื่อชดเชยกับผลการดำเนินงานที่ลดลง รวมถึงการชะลอค่าใช้จ่ายดำเนินงานบางรายการออกไปเพื่อให้กำไรในงวดปัจจุบันนั้นเพิ่มขึ้น

4) การลดกำไรของงวดปัจจุบันลง (Reducing current year performance) เช่น การลดอายุการใช้งานของสินทรัพย์ถาวรลง การพิจารณาสินทรัพย์บางรายการเป็นรายการที่มากการคิดค่าเสื่อมราคาลดลงเพื่อเร่งการตัดจำหน่ายเป็นค่าใช้จ่ายในผลการดำเนินงานงวดบัญชีนั้น ๆ

5) การล้างบาป (The big bath) คือ การล้างผลขาดทุนในอดีตให้หมดในงวดปัจจุบัน เพื่อให้สามารถแสดงกำไรในอนาคตต่อไปได้ไม่ยาก

Schipper (1989) ได้ระบุว่า การจัดการกำไร (Earnings Management) หมายถึง การที่ผู้บริหารเข้าแทรกแซงกระบวนการจัดทำรายงานทางการเงินที่จะเสนอต่อผู้ใช้งบการเงินภายนอกด้วยความจงใจ เพื่อสร้างผลประโยชน์ส่วนตัวเป็นสำคัญ แต่จะไม่ครอบคลุมถึงการจัดทำรายงานทางบัญชีเพื่อการบริหารงานของบุคคลภายในกิจการ

ในงานวิจัยนี้ ให้ความหมายของการจัดการกำไรว่า การจัดการกำไร (Earnings Management) หมายถึง การใช้ดุลพินิจของฝ่ายบริหารในการจัดการด้านการผลิต การลงทุน การจัดทำรายงานทางการเงิน ภายใต้การปฏิบัติตามมาตรฐานการบัญชี หลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป โดยการใช้วิธีการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางบัญชีหรือใช้ดุลพินิจในการประมาณการทางบัญชี มีวัตถุประสงค์เพื่อแสดงให้เห็นถึงความสามารถของผู้บริหารในการทำกำไรของกิจการในปีปัจจุบัน รวมถึงการสร้างภาพลักษณ์ที่ดีต่อกิจการ

การจัดการกำไร (Earnings Management) ภายใต้การปฏิบัติตามมาตรฐานการบัญชีจากแบบทการบัญชีที่กำหนดให้รับรู้รายการตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basic) ซึ่งเน้นการจับคู่ระหว่างรายได้และค่าใช้จ่าย ดังนั้น ผู้บริหารสามารถใช้ดุลพินิจในการจัดการกำไร

(Earnings Management) โดยการผ่านรายการคงค้าง (Accruals) เพื่อให้บรรลุเป้าหมายในการทำกำไรสูงสุดในงวดบัญชีนั้น ๆ

2.5.2 แนวคิดรายการคงค้าง (Accruals)

เจษฎา ใหม่ตจักร (2548) กล่าวว่า รายการคงค้าง (Accruals) หมายถึงการบันทึกรายรับรายจ่ายที่เกิดขึ้นแล้ว แม้ว่ารายการนั้น ๆ จะยังไม่ได้รับเงินสดเข้าหรือจ่ายออกไปก็ตาม แต่จะส่งผลกระทบต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการในอนาคตซึ่งฝ่ายบริหารสามารถจัดการกำไรโดยการผ่านรายการคงค้างจากการรับรู้กำไรก่อนแม้ยังไม่ได้เงินสดเข้ามาหรือจ่ายออกไป

ในการศึกษาวิจัยทางบัญชีโดยทั่วไปนั้น รายการคงค้าง (Accruals) สามารถจำแนกออกเป็น 2 ประเภท ดังนี้

1) รายการคงค้างไม่ที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Nondiscretionary Accruals) ถือเป็นรายการคงค้างที่ไม่สามารถควบคุมได้ต้องขึ้นอยู่กับสถานการณ์ต่าง ๆ ที่เกิดขึ้น

2) รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals) เป็นรายการคงค้างที่สามารถควบคุมได้ ซึ่งเป็นรายการที่มีความเกี่ยวข้องกับการประมาณการทางบัญชีและดุลยพินิจของฝ่ายผู้บริหาร

ตัวแบบรายการคงค้าง (Accruals Models)

ในการศึกษาวิจัยทางบัญชีในอดีตตัวแบบรายการคงค้าง (Accruals Models) สามารถจำแนกประเภทของตัวแบบที่เป็นรายการคงค้างได้เป็น 2 ส่วน คือ รายการคงค้างทั้งหมด (Total Accruals Model) และรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals Models)

ตัวแบบรายการคงค้างทั้งหมด (Total Accruals Models)

สุทธิชา เกริกฤทธิ์ (2007) ได้อธิบายมุมมองของ Belkaoui (2004) เกี่ยวกับแนวคิดในการคำนวณรายการคงค้าง (Accruals) ไว้ 2 แนวคิด คือ แนวคิดงบดุล (Balance Sheet Approach) และแนวคิดกระแสเงินสด (Cash Flow Approach)

แนวคิดงบดุล (Balance Sheet Approach) สามารถคำนวณรายการคงค้างทั้งหมดได้ตามสมการ ดังต่อไปนี้

$$TA_t = \Delta CA_t - \Delta Cash_t - \Delta CL_t - \Delta DCL_t - DEP_t$$

โดยกำหนดให้

$$TA_t = \text{รายการคงค้างทั้งหมดของกิจการ ในปีที่ } t$$

$$\Delta CA_t = \text{การเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์หมุนเวียน ในปีที่ } t$$

$$\Delta Cash_t = \text{การเปลี่ยนแปลงของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดในปีที่ } t$$

$$\Delta CL_t = \text{การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียน ในปีที่ } t$$

$$\Delta DCL_t = \text{การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินระยะยาวที่ครบกำหนดภายใน 1 ปีในปีที่ } t$$

$$DEP_t = \text{ค่าเสื่อมราคาและการตัดจำหน่าย ในปีที่ } t$$

แนวคิดกระแสเงินสด (Cash Flow Approach) สามารถคำนวณรายการคงค้างทั้งหมดได้ตามสมการ ดังต่อไปนี้

$$\text{Total Accruals} = \text{Report Net Income} - \text{Cash Flow from Operation}$$

ตัวแบบรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals Models) งานวิจัยทางด้านบัญชีทั่วไปมักจะใช้ตัวแบบ The Jones Models และ The Modify Jones Models ในการแยกรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารกับ

รายการคงค้างทั้งหมด เพื่อสามารถคำนวณหารายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารได้ แนวคิดของตัวแบบ The Jones Models และ The Modify Jones Models มีลักษณะดังนี้

เจษฎา ใหม่ตัจจาร์ (2548) ได้อธิบายมุมมองของ Jones (1991) เกี่ยวกับแนวคิดตัวแบบ The Jones Model ซึ่งเน้นตัวแบบในการคำนวณไปที่รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับฝ่ายบริหาร (Nondiscretionary Accruals) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อควบคุมผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงสภาพแวดล้อมของกิจการในรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร สามารถคำนวณตัวแบบ The Jones Model ได้ดังนี้

$$NDA_t = \alpha_1 (1 / A_{t-1}) + \alpha_2 \{(\Delta REV_t) / A_{t-1}\} + \alpha_3 (PPE_t / A_{t-1})$$

โดยกำหนดให้

NDA_t	คือ	รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ในปีที่ t หารด้วยสินทรัพย์รวมของปี t-1
ΔREV_t	คือ	การเปลี่ยนแปลงของรายได้ ในปีที่ t กับในปีที่ t-1
PPE_t	คือ	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ขั้นต้น ณ สิ้นงวด ในปีที่ t
A_{t-1}	คือ	สินทรัพย์รวม ในปีที่ t-1
$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$	คือ	ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเชิงเส้นของแต่ละบริษัท

ในการประมาณ $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ ของแต่ละบริษัทนั้น ผู้วิจัยจะต้องได้มาจากการทดสอบตัวแบบในรอบระยะเวลาที่ทำการประมาณก่อน โดยสามารถคำนวณตัวแบบที่แสดงได้ดังนี้

$$TA_t / A_{t-1} = \alpha_1 (1 / A_{t-1}) + \alpha_2 \{(\Delta REV_t) / A_{t-1}\} + \alpha_3 (PPE_t / A_{t-1}) + \epsilon_t$$

จากการทดสอบตัวแบบข้างต้นนี้ $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ คือ ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเชิงเส้นของแต่ละบริษัท ซึ่งผู้วิจัยสามารถนำผลการคำนวณไปใช้เป็นตัวแทนในการทดสอบในตัวแบบ

The Jones Model ตามสมการข้างต้นได้ Jones (1991) ได้ระบุว่า The Jones Model มีประสิทธิภาพในการอธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงของรายการคงค้างทั้งหมด (Total Accruals)

สุทธิชา เกริกฤทธิ (2550) ได้อธิบายมุมมองของ Jones (1991) เกี่ยวกับการตั้งข้อสมมติฐานของ Jones Model คือ รายได้ที่ถือเป็นรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Nondiscretionary Accruals) ถ้าการจัดการกำไร (Earnings Management) ทำได้โดยการผ่านรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ดังนั้น Jones จึงทำการปรับส่วนของการจัดการกำไรจากรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร สรุปรูปการบริหารรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารมักจะทำให้ส่วนของการเพิ่มรายได้และรายการคงค้างทั้งหมดโดยการผ่านลูกหนี้การค้าของกิจการนั่นเอง

จากงานวิจัยที่ผ่านมา Jones (1995) ได้พัฒนาตัวแบบที่ใช้ในการวัดรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals) มาเป็น The Modify Jones Model โดยการสนับสนุนสมมติฐานที่ได้ระบุไว้ใน The Jones Model เกี่ยวกับรายได้ที่อาจจะมีการนำมาจัดการกำไร (Earnings Management) โดยผ่านรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ดังนั้น The Modify Jones Model สามารถอธิบายเป็นตัวแบบ ได้ดังนี้

$$NDA_t = \alpha_1 (1 / A_{t-1}) + \alpha_2 \{(\Delta REV_t - \Delta REV_{t-1}) / A_{t-1}\} + \alpha_3 (PPE_t / A_{t-1})$$

โดยกำหนดให้

$$\Delta REV_t = \text{การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้า ในปีที่ } t \text{ หักออกด้วยลูกหนี้การค้าในปีที่ } t-1$$

ดังนั้น สามารถสรุปได้ว่าความแตกต่างระหว่าง The Jones Model กับ The Modify Jones Model ได้มีการเพิ่มเติมในส่วนของการเปลี่ยนแปลงลูกหนี้การค้าตามช่วงระยะเวลา

2.5.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

วิชา สุทธิยงประเสริฐ (2550) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบรายการคงค้างต่อกำไรในอนาคตและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งแบ่งองค์ประกอบของรายการคงค้างเป็น 2 ส่วน คือ 1) การเติบโตของยอดขาย และ 2) ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์

ดำเนินงานสุทธิ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปี 2543 – 2549 โดยการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) และการวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยระหว่างตัวแปรด้วยสถิติทดสอบ T-Test ผลการศึกษาพบว่า กำไรในปัจจุบันนั้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกำไรในอนาคตและอัตราผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนรายการคงค้างมีความสัมพันธ์เชิงลบกับกำไรในอนาคตและอัตราผลตอบแทน แสดงว่ารายการคงค้างทำให้ความยั่งยืนของกำไรลดลง ซึ่งผลการวิจัยสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ Sloan (1996) เมื่อทำการจำแนกองค์ประกอบของรายการคงค้างออกเป็น 2 ส่วน ผลการวิจัยพบว่า องค์ประกอบของรายการคงค้างในส่วนการเปลี่ยนแปลงในประสิทธิภาพของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกำไรในอนาคต ในขณะที่องค์ประกอบของรายการคงค้างที่เป็นการเติบโตของยอดขายแสดงให้เห็นว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามนักลงทุนยังคงมองว่ารายการคงค้างที่แสดงอยู่ในงบการเงินประจำปีนั้นสามารถทำให้กำไรมีความยั่งยืนในปีต่อไป

2.6 แนวคิดความยั่งยืนของกำไร และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.6.1 แนวคิดความยั่งยืนของกำไร (Earnings Persistence)

วัตถุประสงค์หลักในการดำเนินกิจการของผู้ประกอบการ คือ การแสวงหากำไร ซึ่งผลประกอบจากการดำเนินงานในแต่ละรอบระยะเวลาหนึ่ง ๆ นั้น ผู้บริหารต้องคำนึงถึงความสามารถในการทำกำไรจะเกิดขึ้นอีกในอนาคต เพื่อสร้างมูลค่ากิจการและสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น ซึ่งแนวคิดของความยั่งยืนของกำไร ฐัฐชานนท์ โกมุกพุดพิงศ์ (2557) ได้อธิบายแนวคิดเกี่ยวกับความยั่งยืนของกำไรจากงานวิจัยในอดีต ดังนี้

Penrman & Zhang (2002); Richardson (2003) กล่าวว่า ความยั่งยืนของกำไร นับเป็นอีกสิ่งหนึ่งที่ผู้มีส่วนได้เสียของกิจการต้องการ นั่นคือ กำไรที่เกิดขึ้นในปัจจุบันที่เกิดขึ้นไม่บ่อย เช่น การขายสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน หรือกำไรจากการขายหลักทรัพย์ เป็นต้น กิจการอาจไม่สามารถทำกำไรในระดับเดียวกันนี้ได้ในอนาคต

Dechow and Schrand (2004) กล่าวว่า กำไรที่มีคุณภาพควรเป็นกำไรที่มีความยั่งยืนและสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

Wild, Subramanyam & Halsey (2007) กล่าวว่า กำไรที่มีคุณภาพควรเป็นกำไรที่สามารถวัดผลการดำเนินงานของกิจการได้เป็นอย่างดีและช่วยในการประเมินมูลค่ากิจการได้

พวงเพ็ชร คุ้มคงไพศาล (2549) กล่าวว่า ความยั่งยืนของกำไร (Persistence) เป็นการพิจารณาถึงคุณภาพกำไรซึ่งสามารถสะท้อนให้เห็นถึงลักษณะของกำไรที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องเป็นเวลายาวนาน

เยาวลักษณ์ สุขวิบูลย์ (2553) กล่าวว่า แนวความคิดความยั่งยืนของกำไรเกิดจากการวิเคราะห์อนุกรมเวลาของกำไรตามแนวคิดเศรษฐมิติโดยใช้ตัวแบบพยากรณ์อัตโนมัติค่าเฉลี่ยของคร่อมเคลื่อนที่สูง (Higher-Order ARIMA Model) งานวิจัยทางบัญชีส่วนใหญ่มักจะใช้ความยั่งยืนของกำไรเป็นขั้นพื้นฐานของการวัดค่าคาดหวังของกำไร (Earnings expectation)

ณัฐชานนท์ โกมุกพุมพิงศ์ (2557) กล่าวว่า กำไรที่มีคุณภาพนั้นผู้ใช้สามารถนำไปใช้ในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพ นั้นหมายความว่า หากผู้ใช้ข้อมูลกำไรต้องการประเมินมูลค่ากิจการ ข้อมูลกำไรนั้นก็ควรที่จะสะท้อนให้เห็นถึงกำไรที่จะเกิดขึ้นอีกในอนาคตของกิจการด้วย

2.6.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากงานวิจัยในอดีตของ Francis J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper (2004) ได้ศึกษาต้นทุนของ ผู้ถือหุ้นกับตัวแทนของกำไร (Cost of Equity and Earnings Attributes) ได้ใช้ข้อมูลย้อนหลัง 10 ปี เพื่อวัดความยั่งยืนของกำไร โดยการใช้เทคนิคการประมาณจาก Autoregressive Model of Order 1 หรือ AR (1) Model เพื่อให้ได้ค่าสัมประสิทธิ์และค่าความผิดพลาดจากการประมาณการ สามารถเขียนเป็นสูตรในการคำนวณได้ดังนี้

$$NIBE_{j,t} = \theta_{0,j} + \theta_{1,j} NIBE_{j,t-1} + V_{j,t}$$

โดยกำหนดให้

$$NIBE_{j,t} = \text{กำไรก่อนหักรายการพิเศษต่อหุ้นของบริษัท J ในปีที่ t}$$

หากกำไรของบริษัทมีความยั่งยืนต่อไปในอนาคตค่า θ ที่ประมาณได้ย่อมมีค่าใกล้ 1 ซึ่งจะสะท้อนให้เห็นถึงคุณภาพกำไรที่ดี แต่หากค่า θ ที่ประมาณได้มีค่าใกล้ 0 แสดงให้เห็นว่า กำไรของบริษัทนั้นเป็นกำไรที่ไม่ยั่งยืน (Transitory Earnings)

Sloan (1996) ได้ศึกษามูลค่าหุ้นที่สะท้อนข้อมูลเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรที่มีอยู่ในองค์ประกอบของกำไรปัจจุบัน คือ รายการคงค้าง (Accrual) และองค์ประกอบของกระแสเงินสด (Cash Flow Component) ที่ได้แสดงอยู่ในงบการเงิน โดยการใช้ตัวแบบในการพยากรณ์แบบอัตโนมัติของผลสมค่าเฉลี่ยของครวมเคลื่อนที่ (ARIMA MODEL) สามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$\text{Earnings}_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Earnings}_t + v_t \quad \dots\dots (1)$$

$$\text{Earnings}_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Accruals}_t + \gamma_2 \text{Cash Flows}_t + v_t \quad \dots\dots (2)$$

ผลการวิจัย พบว่า ความยั่งยืนของกำไรที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงองค์ประกอบของกำไรในส่วนที่เป็นรายการคงค้างต่ำกว่าองค์ประกอบที่เป็นกระแสเงินสด ซึ่งกล่าวได้ต่อไปอีกว่า ถ้ากิจการมีการรับรู้รายการคงค้างในรอบระยะเวลาสั้น ๆ สูง จะส่งผลต่อผลตอบแทนในอนาคตที่ลดลง ในขณะที่องค์ประกอบของกำไรส่วนของกระแสเงินสดเพิ่มผลตอบแทนในอนาคตก็จะเพิ่มขึ้น

เยาวลักษณ์ สุขวิบูลย์ (2553) ได้อธิบายมุมมองของ Baginski, Lorek, willinger และ Branson (1999) เกี่ยวกับการทดสอบความเสถียรภาพของกำไรด้วยปัจจัยทางเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับแตกต่างกันและความผันแปรของสัมประสิทธิ์อัตโนมัติของการเปลี่ยนแปลงกำไรประกอบไปด้วย ชนิดของผลิตภัณฑ์ อุปสรรคการเข้าตลาด ระดับของภาวะผูกพันจากการดำเนินงาน และขนาดกิจการ ซึ่งผลการศึกษา พบว่า การใช้แบบพยากรณ์อัตโนมัติของผลสมค่าเฉลี่ยของครวมเคลื่อนที่อันดับสูง (Higher-order ARIMA Model) สามารถในการอธิบายถึงความเสถียรภาพของกำไรจากปัจจัยทางเศรษฐกิจได้ดีกว่าการใช้ตัวแบบขั้นที่ต่ำกว่า โดยการวัดค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ซึ่งอนุกรมอันดับสูงจะให้ผลของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรได้ดีกว่าอนุกรมอันดับต่ำ และทำให้เชื่อว่าช่วงของเวลาการวัดความเสถียรภาพกำไรของการทางบัญชีมีนัยสำคัญ

Mahmoud and Zohre (2014) ได้ศึกษาการเปรียบเทียบความยั่งยืนของกำไรกับการกระจาย (Distributed Earnings) องค์ประกอบของกำไร โดยการอธิบายถึงความสามารถทำกำไรในอนาคตของบริษัท ซึ่งกำหนดตัวแปรอิสระ คือ กำไรสุทธิ และองค์ประกอบของกำไรประกอบด้วย รายการคงค้าง โดยแบ่งเป็น 1) รายการคงค้างจากการดำเนินงานหมุนเวียน (Current Operating Accruals) 2) รายการคงค้างจากการดำเนินงานไม่หมุนเวียน (Non Current

Operating Accruals) และกระแสเงินสด (Cash Flow) แบ่งเป็นกระแสเงินสดที่จ่ายคืนให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย คือ ผู้ถือหุ้น (Shareholders) และเจ้าหนี้การค้า (Creditors) และกำหนดให้ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตเป็นตัวแปรตาม โดยมีขนาดของกิจการ (Firm Size) ใช้ตัวชี้วัดจากค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์มาเป็นตัวแปรควบคุม ผลการศึกษา พบว่า กำไรสุทธิและองค์ประกอบของกำไรสามารถอธิบายความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และเมื่อจำแนกองค์ประกอบของกำไรผ่านรายการคงค้างจากการดำเนินงานหมุนเวียน รายการคงค้างจากการดำเนินงานไม่หมุนเวียน และรายการเงินสด สามารถอธิบายความสามารถในการพยากรณ์การทำกำไรในอนาคตได้ และผลการศึกษา ยังพบอีกว่า รายการคงค้างที่มีมูลค่าสูงจะส่งผลกระทบต่อความยั่งยืนของกำไรลดลงด้วย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Sloan (1996)

เยาวลักษณ์ สุขวิบูลย์ (2553) ได้ศึกษาการวัดความเสถียรภาพของกำไรจากรายการนอกงบดุลของธนาคารพาณิชย์ของไทยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพัฒนาตัวแบบจาก Earnings Persistence ของ Sloan (1996) และอ้างอิงการพัฒนาตัวแบบจาก First-Adapted Model โดยใส่อัตราส่วนระหว่างรายการนอกงบดุลหารด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวดในส่วนของการวิจัยพิเศษ ผลการศึกษาพบว่า รายการนอกงบดุลและหนี้สินของกิจการมีความสามารถในการอธิบายและมีอิทธิพลต่อความเสถียรภาพของกำไรจริง

2.7 แนวคิดมูลค่ากิจการ และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.7.1 แนวคิดและความหมายของมูลค่ากิจการ (Firm Value)

โกศล ดีศีลธรรม (2552) กล่าวว่า มูลค่ากิจการ (Firm Value) หมายถึง มูลค่าปัจจุบันสุทธิรวมของกระแสเงินสดในอนาคต (Future Cash Flow) สำหรับผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นมูลค่าสุทธิกิจการในอนาคตที่คิดจากกระแสเงินสดหักด้วยมูลค่าตลาด

อัญญา ชันธิวิทย์ (2552) กล่าวว่า มูลค่ากิจการ (Firm Value) หมายถึง มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด ซึ่งกิจการสามารถสร้างได้จากกิจกรรมทางเศรษฐกิจ

การวัดมูลค่ากิจการ (Firm Value) โดยการนำแนวคิด Tobin's Q ที่ถูกนำเสนอโดย Professor James T. Tobin ในปี ค.ศ.1981 มาเป็นเครื่องมือในการวัดมูลค่าซึ่งเป็นแนวคิดที่เกิดจากการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาด ซึ่งคำนวณจากการหารราคา

ตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์องค์กรด้วยราคาเปลี่ยนแปลง (Replacement Cost) ของสินทรัพย์นั้น โดยราคาตลาดของหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น (หุ้นสามัญ และหุ้นบุริมสิทธิ) และหนี้สิน Professor Tobin เชื่อว่า การใช้วิธีการคำนวณแบบ Tobin's Q นั้นเป็นตัววัดที่ดีที่สามารถสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าขององค์กร ในเวลาต่อมามีนักวิจัยหลายท่านได้ทำการพัฒนาแนวความคิดในการคำนวณหามูลค่ากิจการด้วยวิธี Tobin's Q ดังต่อไปนี้

Lindenberg และ Ross (1981) (อ้างใน มนวิภา ผดุงสิทธิ์, 2548) ได้ศึกษาการประมาณมูลค่าทางการตลาดขององค์กร โดยการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็น 3 กลุ่ม คือ หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และหนี้สิน กำหนดให้ราคาของหุ้นสามัญในวันสิ้นปีเท่ากับมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ใช้อัตราส่วนเงินปันผลต่อดัชนีผลตอบแทนของหุ้นบุริมสิทธิที่จัดทำโดย Standard & Poors เท่ากับมูลค่าตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ และแบ่งหนี้สินออกเป็น 2 กลุ่ม คือ 1) กลุ่มที่ครบกำหนดภายในหนึ่งปีมูลค่าตลาดของหนี้สินกลุ่มนี้จะเท่ากับมูลค่าตามบัญชี และ 2) กลุ่มที่นอกเหนือจากกลุ่มแรกจะใช้มูลค่าปัจจุบัน (ซึ่งขึ้นอยู่กับอายุของหนี้สิน อัตราดอกเบี้ยและอัตราผลตอบแทนเมื่อครบกำหนด) สำหรับราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ (Replacement Cost) ขององค์กรนั้น Lindenberg & Ross ได้จำแนกสินทรัพย์ออกเป็น 3 กลุ่ม คือ 1) อาคารและอุปกรณ์ 2) สินค้าคงเหลือ และ 3) สินทรัพย์อื่น โดยกำหนดให้สมมติฐานว่าสินทรัพย์อื่นนั้นมีความเปลี่ยนแปลงเท่ากับมูลค่าตามบัญชี สำหรับราคาเปลี่ยนแปลงของอาคารและอุปกรณ์สุทธิได้กำหนดให้เปลี่ยนแปลงไปตามกาลเวลาที่ขึ้นอยู่กับเปลี่ยนแปลงในระดับราคา การเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยี อัตราค่าเสื่อมราคาทางเศรษฐศาสตร์และการลงทุนใหม่ ส่วนสินค้าคงเหลือจะต้องปรับสินค้าคงเหลือในแต่ละปี ด้วยดัชนีที่เหมาะสมสำหรับกิจการที่ตีราคาสินค้าคงเหลือสิ้นปีด้วยวิธีการ LIFO (Last in, Last out) แต่ถ้าวัดราคาสินค้าคงเหลือสิ้นปีด้วยวิธีการ FIFO (First in, First out) มูลค่าราคาเปลี่ยนแปลงจะเท่ากับมูลค่าตามบัญชี และสำหรับองค์กรที่ตีราคาด้วยวิธีการถ่วงเฉลี่ยก็จะถูกปรับปรุงด้วยการเปลี่ยนแปลงในระดับราคาของปีนั้น ผลจากศึกษาพบว่าการคำนวณอัตราค่าเสื่อมราคาเพียงอัตราเดียวของสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องทุกประเภทและการได้มาสินทรัพย์ในเวลาที่แตกต่างกัน โดยสินทรัพย์นั้นไม่มีการกำหนดอายุของสินทรัพย์ในแต่ละประเภท จึงทำให้ค่าเสื่อมราคาที่คำนวณได้มีค่าค่อนข้างสูง และส่งผลทำให้ค่า Tobin's Q มีมูลค่าสูงตามไปด้วย

Chung และ Pruitt (1994) ได้พัฒนาการศึกษาวิธี Tobin's Q โดยการทดสอบค่า Tobin's Q ที่ได้ตามแนวคิดของ Lindenberg และ Ross ที่ได้รับการยอมรับว่ามีความถูกต้อง

ตามหลักทฤษฎีมาเปรียบเทียบกับ ค่า Tobin's Q ตามการศึกษาของ Chung และ Pruitt ด้วยการปรับสูตรในการคำนวณให้มีความง่ายขึ้น ซึ่งสามารถสรุปเป็นสูตรในการคำนวณได้ ดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{มูลค่าทางการตลาดทั้งหมดขององค์กร}}{\text{มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์}}$$

โดยการคำนวณหามูลค่าทางการตลาดทั้งหมดขององค์กร เท่ากับ

มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ + มูลค่าตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ + มูลค่าตลาดของหนี้สิน

อธิบายได้โดย

มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ เท่ากับ ราคาตลาดของหุ้น x จำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น

มูลค่าตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ เท่ากับ มูลค่าไถ่ถอนหุ้นของหุ้นบุริมสิทธิ

มูลค่าตลาดของหนี้สิน เท่ากับ มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนสุทธิจาก
สินทรัพย์หมุนเวียน บวกด้วย มูลค่าตามบัญชี
ของหนี้สินระยะยาว

ผลการศึกษา พบว่า ค่า Tobin's Q ตามแนวคิดของ Lindenberg และ Ross ที่คำนวณได้เมื่อเปรียบเทียบกับค่า Tobin's Q ตามแนวคิดของ Chung และ Pruitt มีค่าที่ใกล้เคียงกันมากในระดับที่ 96%

ตามแนวคิดการวัดมูลค่ากิจการโดยวิธี Tobin's Q กิจการสามารถวัดผลประเมินการดำเนินงานได้จากการวิเคราะห์ค่า Tobin's Q ถ้ามากกว่า 1 แสดงว่ากิจการมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานกิจการได้ดี เนื่องจากมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และหนี้สินมีมากกว่ามูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวมทั้งหมด แต่ถ้า Tobin's Q มีค่าน้อยกว่า 1 แสดงว่าการดำเนินงานของกิจการในการใช้ทรัพยากรไม่มีประสิทธิภาพ

2.7.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

วรภาพ เสือพราย (2554) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับมูลค่ากิจการ วัดอุปสงค์เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไร กับมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม เอ็ม เอ ไอ โดยกำหนดตัวแปรอิสระ คือ คุณภาพกำไร วัดด้วยวิธีคงค้างจากการดำเนินงานสุทธิรวม (กำไรก่อนรายการพิเศษ หักด้วยกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน) ตัวแปรตาม คือ มูลค่ากิจการ วัดด้วยวิธี Tobin's Q และกำหนดให้ขนาดของกิจการ วัดจากยอดสินทรัพย์รวม และโครงสร้างเงินทุน วัดจากอัตราส่วนระหว่างหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นตัวแปรควบคุม โดยใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) และการวิเคราะห์ถดถอย (Multiple Regression) ผลการศึกษา พบว่า คุณภาพกำไรที่วัดด้วยวิธีคงค้างจากการดำเนินงานสุทธิรวมไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ ในขณะที่ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่ากิจการที่มีขนาดใหญ่จะส่งผลทำให้มูลค่าของกิจการต่ำ ในขณะที่กิจการที่มีขนาดเล็ก จะส่งผลให้มูลค่ากิจการสูง อาจเพราะกิจการขนาดใหญ่มีภาระต้นทุนในดำเนินงานที่สูง รวมถึงมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์นั้นสูงกว่ามูลค่าตลาด ในขณะที่กิจการที่มีขนาดเล็กนั้นอาจมีภาระต้นทุนในการดำเนินงานที่ต่ำกว่ากิจการขนาดใหญ่ และโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ อาจเป็นเพราะกิจการส่วนใหญ่ผู้ถือหุ้นจะเป็นลักษณะครอบครัว และอาจมีแหล่งเงินทุนที่มีภาระดอกเบี้ยที่ต่ำ เนื่องจากกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เป็นกลุ่มบริษัทที่กำลังเติบโตในตลาด จึงทำให้สถานบันการเงินต่าง ๆ ให้ความช่วยเหลือในเรื่องของต้นทุนการเงินที่ต่ำกว่าปกติทำให้กิจการมีภาระดอกเบี้ยที่ต่ำ ดังนั้น กิจการจึงสามารถทำกำไรได้เพิ่มขึ้นและส่งผลต่อมูลค่ากิจการ

บทที่ 3

วิธีการดำเนินการวิจัย

ในการศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีผลต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100 ผู้วิจัยนำเสนอวิธีการดำเนินการวิจัยตามลำดับดังนี้

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand) SET 100 โดยจะคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างเฉพาะที่มีรายชื่อหลักทรัพย์ 100 อันดับแรก ระหว่างวันที่ 1 กรกฎาคม 2558 ถึง 31 ธันวาคม 2558 ยกเว้นหมวดธุรกิจการเงิน ที่ประกอบด้วย ธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากการปฏิบัติตามข้อบังคับในการจัดทำและนำเสนอข้อมูลทางการเงินมีความแตกต่างกันซึ่งส่งผลกระทบต่อเวลาและการเปรียบเทียบข้อมูลระหว่างกันกับหมวดธุรกิจที่อยู่ในกลุ่มตัวอย่าง โดยใช้รอบระยะเวลาบัญชีสำหรับปี สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคมของทุกปี ในช่วงปี พ.ศ. 2554 – พ.ศ.2558 รวมระยะเวลา 5 ปี

3.2 วิธีการเก็บข้อมูล

การศึกษาวิจัยเรื่องปัจจัยที่มีผลต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ SET 100 ผู้วิจัยเลือกใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ในการเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบแสดงฐานะทางการเงิน งบแสดงผลการดำเนินงาน รายงานประจำปี และแบบ 56-1 ของกลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และศึกษาค้นคว้าจากหนังสือ ตำรา รายงาน บทความ และเอกสารวิชาการต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง

3.3 ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษานี้มีผลต่อความยั่งยืนของกำไร (Earnings Persistence) และมูลค่าของกิจการ (Firm Value) โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เป็นตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบอิทธิพลของตัวแปรอิสระที่มีมากกว่า 1 ตัวแปร และมีผลต่อตัวแปรตามที่เป็นข้อมูลเชิงปริมาณเพียงหนึ่งตัวแปร สำหรับแบบที่ใช้ในการศึกษานี้ ผู้วิจัยได้จำแนกตัวแบบตามกรอบแนวคิด ออกเป็น 2 ตัวแบบ ดังนี้

- 1) ปัจจัยที่มีผลต่อความยั่งยืนของกำไร (Earnings Persistence : EARN_PER_{t+1})

$$\begin{aligned} \text{EARN_PER}_{t+1} = & \alpha + \beta_1 (\text{DEBT}_t) + \beta_2 (\text{GROWTH}_t) + \\ & \beta_3 (\text{EAR}_t) + \beta_4 (\Delta \text{CASH}_t) + \beta_5 (\text{DA}_t) + \\ & \beta_6 (\text{SIZE}_t) + \beta_7 (\text{IND}_t) + e_t \end{aligned}$$

- 2) ปัจจัยที่มีผลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value : Tobin's Q)

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_t = & \alpha + \beta_1 (\text{EARN_PER}_t) + \beta_2 (\text{DEBT}_t) + \\ & \beta_3 (\text{GROWTH}_t) + \beta_4 (\Delta \text{CASH}_t) + \\ & \beta_5 (\text{DA}_t) + \beta_6 (\text{SIZE}_t) + \beta_7 (\text{COS}_t) + \\ & \beta_8 (\text{IND}_t) + e_t \end{aligned}$$

อธิบายได้โดย

EARN_PER	คือ	ความยั่งยืนของกำไร
EAR	คือ	กำไรในปีปัจจุบัน
DEBT	คือ	โครงสร้างเงินทุน
GROWTH	คือ	การเติบโตของกิจการ
△ CASH	คือ	องค์ประกอบของกระแสเงินสดที่เป็นกระแสเงินสดอิสระ (ส่วนที่กิจการเก็บไว้ใช้ในการลงทุนสินทรัพย์ทางการเงิน)
DA	คือ	รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร
SIZE	คือ	ขนาดของกิจการ

IND	คือ	ประเภทของอุตสาหกรรม
Tobin's Q	คือ	มูลค่ากิจการ
COS	คือ	โครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจุกตัว

3.4 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาและการวัดค่า

ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อความยั่งยืนของกำไร (Earnings Persistence) และมูลค่ากิจการ (Firm Value) กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100 ผู้วิจัยได้จำแนกตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ออกเป็น 3 ประเภท คือ 1) ตัวแปรอิสระ คือ ตัวแปรที่ผู้วิจัยมีความสนใจที่จะศึกษาถึงอิทธิพลของตัวแปร 2) ตัวแปรตาม คือ ตัวแปรที่ได้รับอิทธิพลมาจากตัวแปรต้นหรือตัวแปรอิสระที่ผู้วิจัยใช้ศึกษา ดังนั้นตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่

ตัวแปรตาม (Dependent Variables) ประกอบด้วย

ความยั่งยืนของกำไร (Earnings Persistence)

จากการทบทวนวรรณกรรมในบทที่ 2 การวัดความยั่งยืนของกำไรด้วยการใช้เทคนิคการประมาณการจากวิธี First-Order Autoregressive Model หรือ AR (1) Model เพื่อให้ได้ค่าสัมประสิทธิ์ (θ) และค่าความผิดพลาดจากการประมาณการ (V) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Francis, LaFond, Olsson, Schipper (2004) โดยการศึกษาว่ากำไรของบริษัทที่จะมีความยั่งยืนต่อไปในอนาคตนั้น ค่า (θ) ที่ประมาณได้จะต้องมีค่าใกล้ 1 ถึงจะแสดงให้เห็นว่า กำไรของบริษัทนั้นเป็นกำไรที่มีความยั่งยืนต่อไปในอนาคต แต่ถ้าค่าที่ประมาณได้มีค่าใกล้ 0 แสดงว่าบริษัทนั้นไม่มีความยั่งยืนของกำไรในอนาคต โดยงานวิจัยก่อนหน้า (ณัฐชานนท์ โกมุกพุดพิงศ์, 2557) ได้เลือกใช้วิธีการวัดค่าความยั่งยืนของกำไรด้วยการวิเคราะห์ความถดถอยพหุ (Regression Analysis) โดยใช้ข้อมูลกำไรก่อนการดำเนินงานที่ยกเลิกย้อนหลังเป็นระยะเวลา 10 ปี เพื่อความสอดคล้องกับมาตรฐานการบัญชีไทย ฉบับที่ 1 เรื่องการนำเสนองบการเงินในงานวิจัยนี้ได้กำหนดตัวแบบสำหรับการวัดค่าความยั่งยืนของกำไร ดังนี้

$$EAR_PER_{j,t} = \beta_{0,j} + \beta_{0,1} EBIT_{j,t-1} + e_{j,t}$$

โดยกำหนดให้

$$\text{EAR_PER}_{j,t} = \frac{\text{กำไรก่อนการดำเนินงานที่ยกเลิกของบริษัท } j \text{ ในปีที่ } t}{\text{มูลค่ากิจการ (Firm Value)}}$$

ในการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ จากการทบทวนวรรณกรรมในบทที่ 2 พบว่า แนวคิดในการวัดมูลค่ากิจการของ Tobin's Q มีงานวิจัยทางบัญชีในอดีตที่ใช้ค่า Q ในการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือมูลค่ากิจการอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น ในการศึกษารั้งนี้จึงใช้แนวคิดตามการศึกษาของ Chung และ Pruitt (1994) ด้วยการปรับสูตรในการคำนวณให้มีความง่ายขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมา มนวิภา ผดุงสิทธิ์ (2548), ศรายุทธ เรืองสุวรรณ, ภัทรพร ปิยะเครือทิพย์, วิภาสิริ วิมานรัตน์, ปณิธาน ศิริวัฒนานุกุล, เมธี จิรัฐติกาลไชย (2552), วรภพ เสือพราย (2554), และสัตยา ตันจันทรพงศ์ (2558) ซึ่งสามารถเขียนเป็นสมการในการคำนวณได้ ดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{มูลค่าทางการตลาดทั้งหมดขององค์กร}}{\text{มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์}}$$

โดยการคำนวณหามูลค่าทางการตลาดทั้งหมดขององค์กร เท่ากับ
มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ + มูลค่าตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ + มูลค่าตลาดของหนี้สิน

โดยกำหนดให้
มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ เท่ากับ ราคาตลาดของหุ้น x จำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น
มูลค่าตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ เท่ากับ มูลค่าไถ่ถอนหุ้นของหุ้นบุริมสิทธิ
มูลค่าตลาดของหนี้สิน เท่ากับ มูลค่าตลาดของตราสารหนี้

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ประกอบด้วย

โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure)

การศึกษานี้กำหนดให้โครงสร้างเงินทุนใช้ตัววัดโดยอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Boopen (2014) และ Hasbi (2015) ซึ่งสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$DEBT_t = DEBT_t / Total Assets_t$$

อธิบายได้โดย

DEBT _t	คือ	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในปี t
TOTAL DEBT _t	คือ	หนี้สินรวม ในปี t
TOTAL ASSET _t	คือ	สินทรัพย์รวม ในปี t

การเติบโตของกิจการ (Firm Growth)

อัตราการเติบโตของกิจการในแต่ละกิจการมีความแตกต่างกัน และมีแนวโน้มเติบโตอย่างต่อเนื่องในอนาคตซึ่งมาจากยอดขายหรือบริการที่เพิ่มขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ วิชา สุธีรยงประเสริฐ (2550) สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$FG_t = \left(\frac{Sale_t}{Sale_{t-1}} \right) - 1$$

องค์ประกอบของกระแสเงินสด (Cash Flow Component)

ในการศึกษานี้ครั้งนี้ องค์ประกอบของกระแสเงินสดตามแนวความคิดของ Dechow, Richardson and Sloan (2008) ระบุว่าองค์ประกอบของกำไรในส่วนหนึ่งของกระแสเงินสด คือ กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) สามารถคำนวณได้จากกำไรสุทธิ หักด้วย รายการคงค้างทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานและการตัดสินใจลงทุน ดังนั้นเพื่อความสอดคล้องกับงานวิจัยของธีรพล เลี้ยงวัฒนธรรม (2554) บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนใหญ่เก็บกระแสเงินสดไว้ใช้ในกิจการเพื่อนำไปลงทุนต่อเป็นสินทรัพย์ทางการเงิน สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\Delta \text{CASH}_t = \frac{(\text{Cash and Short Term Investments}_t - \text{Cash and Short Term Investments}_{t-1})}{\text{Average Total Asset}}$$

อธิบายได้โดย

ΔCASH_t คือ กระแสเงินสดที่กิจการเก็บไว้ใช้ในการลงทุนต่อเป็นสินทรัพย์ทางการเงินในปีที่ t

$\text{Cash and Short Term Investments}_t$ คือ เงินสดคงเหลือและเงินลงทุนระยะสั้นในปีที่ t

$\text{Cash and Short Term Investments}_{t-1}$ คือ เงินสดคงเหลือและเงินลงทุนระยะสั้นในปีที่ t - 1

Average Total Asset คือ สินทรัพย์รวมถ่วงเฉลี่ย มาจากผลรวมของสินทรัพย์ต้นปีกับปลายปี / 2

รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals)

การวัดมูลค่าของรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals) ตามแนวคิดกระแสเงินสด (Cash Flow Approach) ผู้วิจัยเลือกใช้ตัวแบบ Modified Jones Model Bartov, Gul และ Tsui (2000) จากข้อมูลที่เป็น Cross Sectional ซึ่งเป็นวิธีที่ดีที่สุดใน การหารายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Non-Discretionary Accruals) เมื่อคำนวณจนได้ค่าของ NDA แล้วจึงจะนำค่า TA มาหักกับ NDA จึงจะได้ค่าของ DA โดยสามารถอธิบายเป็นขั้นตอน ดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 คำนวณหามูลค่ารายการคงค้างรวมทั้งสิ้น (Total Accruals) สามารถเขียนเป็นสมการ ดังนี้

$$TA_t = EARN_t - CFO_t$$

อธิบายได้โดย

- TA_t คือ รายการคงค้างรวมทั้งสิ้นในปีที่ t
 $EARN_t$ คือ กำไรสุทธิประจำปีปีที่ t
 CFO_t คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานในปีที่ t

ขั้นตอนที่ 2 คำนวณหาค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเชิงเส้นของแต่ละบริษัท เพื่อนำไปคำนวณในตัวแบบ Modified Jones Model สามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$TA_t / A_{t-1} = \alpha_1 (1 / A_{t-1}) + \alpha_2 \{(\Delta REV_t) / A_{t-1}\} + \alpha_3 (PPE_t / A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

อธิบายได้โดย

- ΔREV_t คือ การเปลี่ยนแปลงของรายได้ ในปีที่ t กับในปีที่ $t-1$
 PPE_t คือ ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ขั้นต้น ณ สิ้นงวด ในปีที่ t
 A_{t-1} คือ สินทรัพย์รวม ในปีที่ $t-1$
 $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ คือ ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเชิงเส้นของแต่ละบริษัท
 ε_t คือ ค่าความคลาดเคลื่อน ในปีที่ t

ขั้นตอนที่ 3 คำนวณตัวแบบ The Modified Jones Model เพื่อหาค่าของรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับการดุลยพินิจของผู้บริหาร (Non-Discretionary Accruals) สามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$NDA_t = \alpha_1 (1/A_{t-1}) + \alpha_2 \{(\Delta REV_t - \Delta REV_1) / A_{t-1}\} + \alpha_3 (PPE_t / A_{t-1})$$

อธิบายได้โดย

- NDA_t คือ รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับการดุลยพินิจของผู้บริหาร ในปีที่ t
 ΔREV_t คือ การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้า ในปีที่ t กับในปีที่ $t-1$

ขั้นตอนที่ 4 คำนวณหาค่าของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับการดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals) สามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$DA_t = TA_t - NDA_t$$

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance)

ในการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ผู้วิจัยกำหนดให้การกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในทะเบียนหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100 โดยใช้ตัววัดจากโครงสร้างความเป็นเจ้าของกิจการ จากงานวิจัยที่ผ่านมาในอดีตได้ทำการศึกษาถึงอิทธิพลของโครงสร้างความเป็นเจ้าของกิจการกับมูลค่ากิจการไม่เป็นทิศทางเดียวกัน สอดคล้องกับงานวิจัยของศรายุทธ เรืองสุวรรณ, ภัทรพร ปิยะเครือทิพย์, วิภาสศิริ วิมานรัตน์, ปณิธาน ศิริวัฒนนานุกูล และเมธี จิรัตติกาลไชย (2552), วิลาวรรณ ยัสโยธา (2557) ดังนั้นผู้วิจัยจึงใช้ตัววัดโครงสร้างความเป็นเจ้าของกิจการ โดยจำแนกเป็น 2 ประเภท ดังนี้

โครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจุกตัว (COS) สามารถพิจารณาได้จากเปอร์เซ็นต์การถือหุ้น 5 อันดับแรก

ตัวแปรควบคุม (Control Variable) ประกอบด้วย

ขนาดของกิจการ (Firm Size)

การศึกษานี้ ขนาดกิจการจะวัดด้วยยอดสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปี เนื่องจากสินทรัพย์รวมสามารถแสดงถึงฐานะทางการเงินของกิจการได้ดี และสามารถให้ประโยชน์เชิงเศรษฐกิจได้ นั่นหมายความว่าถ้ากิจการใดมีมูลค่าสินทรัพย์รวมเป็นจำนวนมากก็แสดงให้เห็นว่ากิจการนั้นเป็นขนาดใหญ่ ตรงกันข้ามถ้ากิจการใดมีสินทรัพย์รวมน้อยก็แสดงว่ากิจการนั้นมีขนาดเล็ก ซึ่งในแต่ละกิจการนั้นมีความแตกต่างกันมากในด้านของกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนั้นผู้วิจัยจึงวัดค่าของขนาดกิจการด้วยค่า Logarithm ของสินทรัพย์รวมเพื่อให้ค่าที่ใช้ในการวิจัยมีความใกล้เคียงกันมากขึ้น ขนาดของกิจการสามารถวัดค่าได้ด้วยสินทรัพย์รวมของกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของพวงเพ็ชร คุ้มั่นคงไพศาล (2549), ธัญพร ตันติยวงศ์ (2552), กนิษฐาน โสตามรรค (2558) และพูลสิน กลิ่นประทุม (2558) สามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$\text{LogASST}_t = \text{ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมในปีที่ } t$$

ประเภทของอุตสาหกรรม (Industry Group)

การศึกษานี้ได้เลือกกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100 ประกอบไปด้วยประเภทอุตสาหกรรมจำนวน 5 กลุ่มอุตสาหกรรม ดังนี้ 1) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ 2) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี 3) กลุ่ม

อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 4) กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร 5) กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

3.5 วิธีการทางสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ เป็นการวิจัยเชิงปริมาณสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลแบ่งออกเป็น 2 วิธี ดังนี้

1) สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นการวิเคราะห์ในรูปของสถิติพื้นฐานเพื่อเสนอข้อมูลเบื้องต้นเกี่ยวกับตัวแปรที่เก็บรวบรวมได้ โดยค่าสถิติเชิงพรรณนาที่ใช้ในการนำเสนอข้อมูลประกอบด้วย ความถี่และร้อยละ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

2) สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic) ในการศึกษาวิจัยนี้ ใช้การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อใช้ทดสอบอิทธิพลของตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระที่มากกว่า 1 ตัว โดยสามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k + e$$

โดยการวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุ จะต้องมีเงื่อนไขในการวิเคราะห์ ดังนี้

1. ความคลาดเคลื่อน e_i เป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ
2. ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนต้องเป็นศูนย์ $E(e) = 0$
3. ค่าความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า $V(e) = \sigma^2$
4. e_i และ e_j เป็นอิสระต่อกัน ; $i = j$ นั่นคือ covariance (e_i, e_j) = 0
5. ตัวแปรอิสระ x_i และ x_j ต้องเป็นอิสระต่อกัน

การตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันหรือไม่นั้น สามารถทำได้หลายวิธี เช่น การใช้สถิติ Tolerance, Variance Inflation Factors หรือ VIF และ Pearson Correlation โดยการศึกษาวิจัยชิ้นนี้จะใช้การวิเคราะห์ตัวแปรอิสระแต่ละคู่จากการใช้สถิติทดสอบ Pearson Correlation ในการพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) หากตัวแปรอิสระคู่ใดมีค่า (r) มากกว่า

0.70 ถือว่าไม่เป็นอิสระต่อกันจะไม่เข้าเงื่อนไขในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ และอาจทำให้เกิดปัญหาภาวะร่วมเส้นตรง (Multicollinearity) ขึ้นได้ ดังนั้นอาจจะต้องตัดตัวแปรอิสระตัวใดตัวหนึ่งออกจากสมการถดถอยเชิงพหุเพื่อความน่าเชื่อถือของผลการทดสอบเชิงสถิติ

นอกจากการวิเคราะห์เชิงอนุมานข้างต้นนั้น ในงานวิจัยนี้ยังเลือกวิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivity Analysis) ของปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ โดยการวิเคราะห์ปฏิสัมพันธ์ (Interactive) ระหว่างปัจจัยที่เป็นความยั่งยืนของกำกับรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร เพื่อศึกษาถึงอิทธิพลของปัจจัยที่เป็นรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารที่มีความยั่งยืนของกำไรมันจะส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการหรือไม่



บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

จากการเก็บรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ ของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET 100 โดยวิธีการทางสถิติที่อธิบายไว้ในบทที่ 3 ซึ่งผลการศึกษาแบ่งออกเป็น 3 ส่วน คือ ผลการวิเคราะห์ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา และผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน

4.1 ผลการวิเคราะห์ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง

จากการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างจากการพิจารณาบริษัทที่มีกำไรสุทธิประจำปีย้อนหลังเป็นระยะเวลา 5 ปี (อยู่ในช่วงปี พ.ศ.2554 - พ.ศ. 2558) พบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET 100 เข้าเงื่อนไขตามลักษณะเบื้องต้น มีจำนวนทั้งสิ้น 44 บริษัท โดยแบ่งออกเป็น 5 กลุ่มอุตสาหกรรม ตามตารางดังนี้

ตาราง 4.1 การวิเคราะห์ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง

ลำดับ	ประเภทอุตสาหกรรม	จำนวน	ร้อยละ
1	บริการ	11	25.00
2	เทคโนโลยี	7	15.90
3	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	17	38.64
4	ทรัพยากร	6	13.64
5	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	3	6.82
รวมจำนวนอุตสาหกรรมทั้งสิ้น		44	100.00

จากตารางที่ 4.1 การวิเคราะห์ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง ผู้วิจัยได้พิจารณาจากผลกำไรก่อนการดำเนินงานที่ยกเลิกในแต่ละปีโดยใช้ข้อมูลในงบแสดงผลการดำเนินงานย้อนหลังเป็นระยะเวลา 5 ปี พบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100 เข้าเงื่อนไขตามลักษณะการพิจารณาเบื้องต้น จำนวน 44 บริษัท โดยแบ่งออกเป็น กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพย์และก่อสร้าง จำนวน 17 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 38.64 กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ จำนวน 11 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 25.00 กลุ่มเทคโนโลยี จำนวน 7 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 15.90 กลุ่มทรัพยากร จำนวน 6 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 13.64 และกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร จำนวน 3 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 6.82

ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ ซึ่งมีจำนวนประชากรเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100 ที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ จำนวน 44 บริษัท โดยใช้ข้อมูลงบการเงินย้อนหลัง 5 ปี ซึ่งรวมเป็นกลุ่มตัวอย่างจำนวน 220 ตัวอย่างนั้น ผู้วิจัยพบว่าข้อมูลตัวอย่างบางตัวยังไม่สัมพันธ์กัน (Outlier) จึงทำการตัดตัวอย่างออกอีก จำนวน 7 กลุ่มตัวอย่าง ดังนั้นกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาขั้นสุดท้ายมีจำนวนคงเหลือ 213 กลุ่มตัวอย่าง สามารถอธิบายได้ตามตารางที่ 4.2 ดังนี้

ตาราง 4.2 ตารางแสดงที่มาของกลุ่มตัวอย่าง

รายละเอียด	จำนวน	หน่วยนับ
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100	100	บริษัท
หัก บริษัทที่มีผลขาดทุนและบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	56	บริษัท
บริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่าง	44	บริษัท
จำนวนปีที่ใช้ในการเก็บตัวอย่าง (พ.ศ.2554 - พ.ศ.2558)	5	ปี
รวมกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด	220	กลุ่มตัวอย่าง
หัก Outliner	7	กลุ่มตัวอย่าง
กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาขั้นสุดท้าย	213	กลุ่มตัวอย่าง

4.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

4.2.1 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนาของปัจจัยที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ

จากการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไรและมูลค่ากิจการ ผู้วิจัยได้แบ่งตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาออกเป็น 3 กลุ่ม คือ ตัวแปรที่สนใจศึกษา ตัวแปรควบคุม และตัวแปรตาม โดยค่าสถิติพื้นฐานที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ประกอบไปด้วย ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) จากกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 213 ตัวอย่าง ซึ่งผลการวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนาสามารถอธิบายได้ตามตาราง 4.3 ดังนี้

ตาราง 4.3 ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา “ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ” (n = 213)

Variable	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
TobinQ	213	0.2560	13.1800	1.6944	1.6203
EAR_PER	213	0.0000	0.9500	0.2328	0.2415
CAP_STR	213	0.1203	0.8926	0.5258	0.1443
GROWTH	213	-0.7901	1.7804	0.1258	0.2411
EAR	213	0.0003	0.5010	0.1012	0.0808
CASHFLOW	213	-0.1688	0.3254	0.0116	0.0570
DA	213	-0.2433	0.8795	0.0405	0.1207
CG_COS	213	0.1627	0.9611	0.5475	0.1591
SIZE	213	14.4431	21.4998	17.5953	1.1655

โดยที่

TobinQ	คือ	มูลค่ากิจการ
EAR_PER	คือ	ความยั่งยืนของกำไร
CAP_STR	คือ	โครงสร้างเงินทุน
GROWTH	คือ	การเติบโตของบริษัท
EAR	คือ	กำไรสุทธิปัจจุบัน
CASHFLOW	คือ	องค์ประกอบของกระแสเงินสด
DA	คือ	รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร
CG_COS	คือ	การกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบการกระจุกตัว)
SIZE	คือ	ขนาดกิจการ วัดจากลอการิทึม

จากตารางที่ 4.3 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระ และตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษา “ปัจจัยที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ” พบว่า มูลค่ากิจการมีค่าสูงสุด เท่ากับ 13.1800 มีค่าต่ำสุด เท่ากับ 0.2560 และมีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 1.6944 กล่าวคือ บริษัทมีมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น 1.6944 เท่าเมื่อเทียบกับปีก่อน ความยั่งยืนของกำไรมีค่าสูงสุดเท่ากับ 0.9500 มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.0000 ในภาพรวมบริษัทฯ มีค่าเฉลี่ยของความยั่งยืนของกำไรเท่ากับ 0.2328 แสดงให้เห็นว่าบริษัทฯ มีความยั่งยืนของกำไรเพิ่มขึ้นในอัตรา ร้อยละ 23.28

ในส่วนของตัวแปรที่สนใจศึกษามีผลการวิเคราะห์สถิติ ดังนี้ โครงสร้างเงินทุนมีค่าสูงสุดเท่ากับ 0.8926 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.1203 ในภาพรวมบริษัทจดทะเบียนมีค่าเฉลี่ยของโครงสร้างเงินทุนเท่ากับ 0.5258 แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินค่อนข้างสูง เนื่องจากมีการลงทุนในสินทรัพย์ที่เป็นเงินทุนมาจากการก่อหนี้เกินครึ่งของมูลค่าสินทรัพย์รวม การเติบโตของกิจการมีค่าสูงสุดเท่ากับ 1.7804 มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.7901 และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.1258 ซึ่งในภาพรวมแล้วบริษัทมีการเติบโตของกิจการที่เกิดจากยอดขายเพิ่มมากขึ้นจากปีก่อน ในอัตราร้อยละ 12.58 บริษัทฯ มีกำไรสุทธิปัจจุบันสูงสุดเท่ากับ 0.5010 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.0003 ในภาพรวมบริษัทฯ มีค่าเฉลี่ยของกำไรปัจจุบันเท่ากับ 0.1012 กล่าวคือ บริษัทฯ มี

ความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้นจากปีก่อนในอัตราร้อยละ 10.21 องค์ประกอบของกระแสเงินสดจากเงินสดคงเหลือที่กิจการมีไว้ใช้เพื่อการลงทุนในเงินลงทุนระยะสั้นมีค่าสูงสุดเท่ากับ 0.3254 ค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.1688 โดยภาพรวมบริษัทมีค่าเฉลี่ยของเงินสดคงเหลือที่กิจการมีไว้ใช้เพื่อการลงทุนในเงินลงทุนระยะสั้นเท่ากับ 0.0116 แสดงให้เห็นว่าบางบริษัทนำเงินสดที่เก็บไว้ใช้ในกิจการมาลงทุนในเงินลงทุนระยะสั้น แต่บางบริษัทอาจมีกระแสเงินสดติดลบจึงไม่มีเงินสดเพียงพอที่จะนำมาลงทุนต่อในเงินลงทุนระยะสั้น แต่ในภาพรวมของบริษัทมีเงินสดคงเหลือที่กิจการมีไว้ใช้เพื่อการลงทุนในเงินลงทุนระยะสั้นเพิ่มขึ้นในอัตราร้อยละ 1.29 รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารมีค่าสูงสุดเท่ากับ 0.8795 ค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.2433 โดยภาพรวมบริษัทมีค่าเฉลี่ยของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารเท่ากับ 0.0405 แสดงให้เห็นว่าบางบริษัทรับรู้รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารสูงในอัตราร้อยละ 87.95 ในขณะ ภาพรวมของบริษัทรับรู้รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารในอัตราร้อยละ 4.05 สำหรับโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบการกระจุกตัวมีค่าสูงสุดเท่ากับ 0.9611 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.1627 ในภาพรวมบริษัทมีค่าเฉลี่ยของโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบการกระจุกตัว เท่ากับ 0.5475 แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีโครงสร้างในการถือหุ้นแบบการกระจุกตัวค่อนข้างสูงในอัตราร้อยละ 54.75 และขนาดของกิจการมีค่าสูงสุดเท่ากับ 21.4998 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 14.4431 ในภาพรวมบริษัทมีค่าเฉลี่ยของขนาดกิจการเท่ากับ 17.5953 แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีมูลค่าสินทรัพย์รวมเฉลี่ยเท่ากับ 17.5953 ล้านบาท

4.2.2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ โดยแบ่งตามประเภทของอุตสาหกรรม

จากการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ ผู้วิจัยได้กำหนดให้ประเภทอุตสาหกรรมในกลุ่มตัวอย่างเป็นตัวแปรควบคุม เพื่อลดการเกิดความคลาดเคลื่อนของตัวแปรอิสระ ตามตารางที่ 4.3 เป็นผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม โดยแบ่งออกเป็น 5 อุตสาหกรรม ประกอบด้วย อุตสาหกรรมบริการ (IND1) อุตสาหกรรมเทคโนโลยี (IND2) อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (IND3) อุตสาหกรรมทรัพยากร (IND4) และอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (IND5) ซึ่งสามารถสรุปผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา ดังนี้

ตาราง 4.4 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุม แบ่งตามประเภท
อุตสาหกรรม (n = 213)

Variable	MEAN				
	IND1	IND2	IND3	IND4	IND5
TobinQ	2.9108	2.2230	1.0933	0.9188	1.2481
EAR_PER	0.2404	0.2001	0.2164	0.3468	0.1384
CAP_STR	0.5222	0.4837	0.5472	0.5105	0.5461
GROWTH	0.1259	0.0618	0.1703	0.0815	0.1087
EAR	0.1157	0.1717	0.0797	0.0689	0.0756
CASHFLOW	0.0129	0.0261	0.0050	0.0071	0.0213
DA	0.0128	-0.0214	0.0891	0.0178	0.0493
CG_COS	0.5141	0.6574	0.4786	0.6896	0.5111
SIZE	17.0947	17.5971	17.4719	18.6681	17.8568

จากตารางที่ 4.4 สถิติเชิงพรรณนาของปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่าของกิจการ สามารถอภิปรายผลได้ดังนี้ มูลค่ากิจการ (TOBINQ) พบว่า อุตสาหกรรมบริการ (IND1) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดเท่ากับ 2.9108 รองลงมา คือ อุตสาหกรรมเทคโนโลยี (IND2) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.2230 และอุตสาหกรรมทรัพยากร (IND4) มีค่าเฉลี่ยต่ำสุดเท่ากับ 0.9188 ในส่วนของความยั่งยืนของกำไร (EAR_PER) พบว่า อุตสาหกรรมทรัพยากร (IND4) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดเท่ากับ 0.3468 รองลงมา คือ อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (IND3) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2164 ส่วนอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (IND5) มีค่าเฉลี่ยต่ำสุดเท่ากับ 0.1384

ในส่วนของตัวแปรอิสระที่เป็นกลุ่มปัจจัยสามารถสรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูล ดังนี้ โครงสร้างเงินทุน (CAP_STR) พบว่า อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (IND3) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดเท่ากับ 0.5472 รองลงมา คือ อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (IND) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.5461 และอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (IND2) มีค่าเฉลี่ยต่ำสุดเท่ากับ 0.4837 การ

เติบโตของกิจการ (GROWTH) พบว่า อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (IND3) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดเท่ากับ 0.1703 รองลงมา คือ อุตสาหกรรมบริการ (IND1) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.1259 และอุตสาหกรรมทรัพยากร (IND4) มีค่าเฉลี่ยต่ำที่สุดเท่ากับ 0.0618 กำไรในปีปัจจุบัน (EAR) พบว่า อุตสาหกรรมเทคโนโลยี (IND2) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดเท่ากับ 0.1717 รองลงมา คือ อุตสาหกรรมบริการ (IND1) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.1157 และอุตสาหกรรมทรัพยากร (IND4) มีค่าเฉลี่ยต่ำสุดเท่ากับ 0.0689 องค์ประกอบของกระแสเงินสดจากกระแสเงินสดคงเหลือที่มีไว้ใช้ในกิจการ (CASHFOLW) พบว่า อุตสาหกรรมเทคโนโลยี (IND2) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดเท่ากับ 0.0261 รองลงมา คือ อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (IND5) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0213 อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (IND3) มีค่าเฉลี่ยต่ำสุดเท่ากับ 0.0050 รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (DA) พบว่า อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (IND3) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดเท่ากับ 0.0891 รองลงมา คือ อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (IND5) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0493 และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (IND2) มีค่าเฉลี่ยต่ำสุดเท่ากับ -0.0214 การกำกับกาดูแลกิจการจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบการกระจุกตัว (CG_COS) พบว่า อุตสาหกรรมทรัพยากร (IND4) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดเท่ากับ 0.6896 รองลงมาคือ อุตสาหกรรมเทคโนโลยี (IND2) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.6574 และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (IND3) มีค่าเฉลี่ยต่ำสุดเท่ากับ 0.4786 ขนาดของกิจการ (SIZE) พบว่า อุตสาหกรรมทรัพยากร (IND4) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดเท่ากับ 18.6681 รองลงมาคือ อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (IND5) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 17.8568 และอุตสาหกรรมบริการ (IND1) มีค่าเฉลี่ยต่ำสุดเท่ากับ 17.0947

4.3 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน (Inference Analysis)

4.3.1 ผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไรและมูลค่ากิจการ

ตาราง 4.5 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ (n = 213)

	TobinQ	EAR_PER	CAP_STR	GROWTH	EAR	CASHFLOW	DA	CG_COS	SIZE	INDs
TobinQ	1.000									
EAR_PER	.102	1.000								
CAP_STR	-.246 **	.024	1.000							
GROWTH	-.022	-.102	.180 **	1.000						
EAR	.753 **	.124	-.361 **	.038	1.000					
CASHFLOW	.025	.128	-.017	.104	.109	1.000				
DA	-.357 **	.045	-.022	.072	-.051	.028	1.000			
CG_COS	.016	.050	-.047	-.062	.076	.079	-.177 **	1.000		
SIZE	-.158 *	-.001	.230 **	-.012	-.165 *	-.013	-.095	.324 **	1.000	
INDs	-.300 **	-.055	.120	.149 *	-.215 **	-.094	.325 **	-.350 **	-.086	1.000

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

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

โดยที่

TobinQ	คือ มูลค่ากิจการ
EAR_PER	คือ ความยั่งยืนของกำไร
CAP_STR	คือ โครงสร้างเงินทุน
GROWTH	คือ การเติบโตของบริษัท
EAR	คือ กำไรสุทธิปีปัจจุบัน
CASHFLOW	คือ องค์ประกอบของกระแสเงินสด
DA	คือ รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร
CG_COS	คือ การกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบการกระจุกตัว)
SIZE	คือ ขนาดกิจการ วัดจากลอการิทึม

จากตารางที่ 4.5 การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่าของกิจการ โดยการวิเคราะห์ค่า Pearson Correlation พบว่า การเติบโตของกิจการ (GROWTH) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุน (CAP_STR) ถ้ากิจการเติบโตมากขึ้น จะส่งผลทำให้โครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้นตามไปด้วย กล่าวคือ กิจการที่มียอดขายเพิ่มขึ้นในแต่ละปี จะทำให้สภาพความเสี่ยงทางการเงินของกิจการเพิ่มขึ้นด้วย จากรายการหนี้สินและรายการสินทรัพย์เพิ่มขึ้น เช่น ลูกหนี้การค้า สินค้าคงเหลือ และเจ้าหนี้การค้าเพิ่มขึ้นไปด้วย สำหรับกำไรของปีปัจจุบัน (EAR) พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุน (CAP_STR) ถ้ากำไรของปีปัจจุบันเพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้สภาพความเสี่ยงทางการเงินลดลงตามไปด้วย กล่าวคือ กิจการที่มีกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นในแต่ละปีนั้นส่งผลทำให้รายการสินทรัพย์ลดลง เช่น เงินสดหรือรายการเทียบเท่าเงินสด สินค้าคงเหลือ เป็นต้น และส่งผลต่อหนี้สินที่เพิ่มขึ้น เช่น เจ้าหนี้การค้าที่มาจากสั่งซื้อสินค้าเพื่อขาย เป็นต้น ซึ่งในทางกลับกันหากกิจการมีกำไรในปีนั้นลดลง จะส่งผลทำให้สภาพความเสี่ยงทางการเงินเพิ่มขึ้น เกิดจากกิจการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินเพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนภายในกิจการ ซึ่งการกู้ยืมเงินนั้นจะส่งผลทำให้เกิดต้นทุนทางการเงินเพิ่มขึ้น และการกำกับดูแลกิจการวัดจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว (CG_COS) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (DA) แสดงให้เห็นว่าถ้ากิจการมีการถือหุ้นแบบกระจุกตัวสูงส่งผลทำให้รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลย

พินิจของผู้บริหารต่ำ กล่าวคือ กิจการส่วนใหญ่จะผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว และบริหารงานของกิจการเป็นครอบครัว ส่งผลทำให้เกิดการจัดการกำไร (Earning Management) โดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหารน้อยลง หากกิจการมีการถือหุ้นแบบกระจายตัวมากจะทำให้การบริหารงานของฝ่ายบริหารใช้ดุลยพินิจในการตกแต่งตัวเลขทางการเงินโดยผ่านช่องทางของการกำหนดนโยบายทางบัญชี อีกทั้งการจัดทำรายงานทางการเงินที่ต้องเผยแพร่สาธารณะเพื่อให้เป็นไปตามเป้าหมายของฝ่ายบริหาร

สำหรับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรควบคุม พบว่า ขนาดของกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุน (CAP_STR) แสดงให้เห็นว่าถ้าขนาดของกิจการเพิ่มขึ้นจะส่งผลต่อสภาพความเสี่ยงทางการของกิจการเพิ่มมากขึ้นด้วย ส่วนกำไรของปีปัจจุบัน (EAR) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับขนาดของกิจการ (SIZE) กล่าวคือ บริษัทที่มีขนาดกิจการสูงจะส่งผลทำให้กำไรในปีปัจจุบันนั้นลดลง และการกำกับดูแลกิจการจากการถือหุ้นแบบกระจุกตัว (CG_COS) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับขนาดกิจการ (SIZE) ดังนั้นบริษัทที่ถือหุ้นแบบกระจุกตัวสูงจะส่งผลทำให้ขนาดของกิจการมีมูลค่าสูงตามไปด้วย ประเภทอุตสาหกรรม (INDs) พบว่า อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (INDs) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเติบโตของกิจการ ส่วนกำไรของปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์เชิงลบกับประเภทอุตสาหกรรม ในส่วนของการกำกับดูแลกิจการจากการถือหุ้นแบบกระจุกตัว (CG_COS) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับประเภทอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

4.3.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ จากค่า Tolerance และ ค่า Variance Inflation Factor (VIF)

การวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ โดยการวิเคราะห์ถดถอยพหุ (Multiple Regression) ตัวแปรอิสระจะต้องมีความเป็นอิสระต่อกัน ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระจากค่า Tolerance และ ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ถ้าค่า Tolerance ของตัวแปรอิสระ มีค่าใกล้ศูนย์ และค่า VIF มีค่ามากกว่า 10 ขึ้นไป จะถือว่าตัวแปรอิสระนั้นอยู่ในระดับที่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity ได้ ซึ่งผลการวิเคราะห์สามารถแสดงตามตาราง ดังนี้

ตาราง 4.6 ผลการวิเคราะห์ค่า Tolerance และ ค่า VIF ของตัวแบบที่ 1

Variable	Tolerance	VIF
CAP_STR	0.7980	1.2531
GROWTH	0.9196	1.0874
EAR	0.8080	1.2376
CASHFLOW	0.9666	1.0346
DA	0.8830	1.1325
SIZE	0.9180	1.0893
INDs	0.8169	1.2241

ตารางที่ 4.7 ผลการวิเคราะห์ค่า Tolerance และ ค่า VIF ของตัวแบบที่ 2

Variable	Tolerance	VIF
EAR_PER	0.9425	1.0610
CAP_STR	0.7851	1.2737
GROWTH	0.9018	1.1089
EAR	0.7912	1.2638
CASHFLOW	0.9489	1.0539
DA	0.8757	1.1420
CG_COS	0.7769	1.2871
SIZE	0.8206	1.2186
INDs	0.7532	1.3277

ตาราง 4.8 ผลการวิเคราะห์ค่า Tolerance และ ค่า VIF ของการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของ ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

Variable	Tolerance	VIF
EAR_PER	0.6010	1.6630
CAP_STR	0.8820	1.1340
GROWTH	0.9320	1.0730
CG_COS	0.7600	1.3170
DA_Dummy	0.4280	2.3340
DA * EAR_PER	0.3730	2.6820
SIZE	0.8320	1.2020
INDs	0.7190	1.3910

จากตาราง 4.6 ตาราง 4.7 และตาราง 4.8 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระจากค่า Tolerance และ ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแบบที่ 1 และตัวแบบที่ 2 พบว่า ค่า Tolerance มีค่าไม่ต่ำกว่า 0.1 และค่า VIF มีไม่เกิน 10 ดังนั้น ผลลัพธ์ที่ได้สามารถยืนยันว่าตัวแปรอิสระของตัวแบบที่ 1 และตัวแบบที่ 2 มีความเป็นอิสระต่อกัน ซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ถดถอยพหุ (Multiple Regression Analysis) และไม่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity ได้

4.3.3 ผลการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ของปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความยั่งยืนของกำไร (Earning Persistence)

จากการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความยั่งยืนของกำไร (EAR_PER) โดยกำหนดให้โครงสร้างเงินทุน (CAP_STR) การเติบโตของกิจการ (GROWTH) กำไรของปีปัจจุบัน (EAR) องค์ประกอบของกระแสเงินสด (CASHFLOW) รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (DA) เป็นตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษา และขนาดของกิจการ (SIZE) ประเภทของกลุ่ม

อุตสาหกรรม (INDs) เป็นตัวแปรควบคุม โดยมีตัวแบบสมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{EARN_PER}_{t+1} = & \alpha + \beta_1 (\text{DEBT}_t) + \beta_2 (\text{GROWTH}_t) + \\ & \beta_3 (\text{EAR}_t) + \beta_4 (\Delta \text{CASH}_t) + \beta_5 (\text{DA}_t) + \\ & \beta_6 (\text{SIZE}_t) + \beta_7 (\text{INDs}_t) + e_i \end{aligned}$$

ตาราง 4.9 ผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุของปัจจัยที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไร (n = 213)

ตัวแปรตาม	EAR_PER		
ตัวแปรอิสระ	ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน	t-test	p-value
(Constant)	0.0884	0.3372	0.7363
CAP_STR	0.1857	1.4611	0.1455
GROWTH	-0.1426	-2.0118**	0.0455**
EAR	0.4616	2.0453**	0.0421**
CASHFLOW	0.528	1.7840*	0.0759*
DA	0.1415	0.9796	0.3285
SIZE	0.0006	0.0424	0.9662
INDs	-0.0122	-0.3298	0.7419
R ²	0.0560	F	1.754
Adjust R ²	0.0240	P - Value	0.98

**ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

*ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10

โดยที่

EAR_PER	คือ	ความยั่งยืนของกำไร
CAP_STR	คือ	โครงสร้างเงินทุน
GROWTH	คือ	การเติบโตของบริษัท
EAR	คือ	กำไรสุทธิปีปัจจุบัน
CASHFLOW	คือ	องค์ประกอบของกระแสเงินสด
DA	คือ	รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร
SIZE	คือ	ขนาดกิจการ วัดจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม
INDs	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม (0 = กลุ่มอุตสาหกรรมอื่น, 1 = กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง)

จากตาราง 4.9 ผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุ (Multiple Regression Analysis) ปัจจัยที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไร (Earning Persistence) พบว่า โครงสร้างเงินทุน (CAP_STR) ไม่มีความสัมพันธ์กับความยั่งยืนของกำไร (EAR_PER) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และ 0.10 การเติบโตของกิจการ (GROWTH) มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน เท่ากับ -0.1426 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.0455 กล่าวคือ การเติบโตของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความยั่งยืนของกำไร (EAR_PER) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.5 แสดงให้เห็นว่ากิจการที่มีการเติบโตของยอดขายจะส่งผลทำให้ความยั่งยืนของกำไรลดลงจากปีก่อน เนื่องจากการเร่งรับรู้รายได้จากการขายหรือการให้บริการในปีปัจจุบันมากเกินไปทำให้เกิดรายการคงค้างในปีปัจจุบัน เช่น ลูกหนี้การค้า เจ้าหนี้การค้า เป็นต้น ซึ่งทำให้การรับรู้รายได้ในปีถัดไปลดลง เมื่อรายได้ลดลงกำไรในปีนั้นก็ลดลง จึงทำให้ความยั่งยืนของกำไรลดลงไปด้วยนั่นเอง ดังนั้นการวิเคราะห์กำไรในปีปัจจุบันกับความยั่งยืนของกำไร พบว่า กำไรในปีปัจจุบัน (EAR) มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน เท่ากับ 0.4616 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.0421 กล่าวคือ กำไรของปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความยั่งยืนของกำไร (EAR_PER) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.5 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีกำไรในปีปัจจุบันสามารถอธิบายความยั่งยืนของกำไรได้ในปีต่อไป สำหรับองค์ประกอบของกระแสเงินสด (CASHFLOW) มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน เท่ากับ 0.5218 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.0759 กล่าวคือ เงินสดคงเหลือที่มีไว้ในกิจการเพื่อการลงทุนในเงินลงทุนระยะสั้นมี

ความสัมพันธ์เชิงบวกกับความยั่งยืนของกำไร (EAR_PER) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.10 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดคงเหลือที่ใช้ลงทุนในเงินลงทุนระยะสั้นนั้นก่อให้เกิดความยั่งยืนของกำไรในอนาคต ส่วนรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (DA) ผลการวิจัยพบว่า ไม่มีความสัมพันธ์กับความยั่งยืนของกำไร (EAR_PER) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และ 0.10

สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่า ขนาดของกิจการ (SIZE) และประเภทของอุตสาหกรรม (INDs) ไม่มีความสัมพันธ์กับความยั่งยืนของกำไร (EAR_PER) ที่ระดับนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าขนาดของกิจการต่างกัน และประเภทอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างไม่มีผลต่อความยั่งยืนของกำไร

4.3.4 ผลการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ของปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ

จากการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) โดยกำหนดให้ Tobin's Q เป็นตัววัดมูลค่ากิจการ โดยมีความยั่งยืนของกำไร (EAR_PER) โครงสร้างเงินทุน (CAP_STR) การเติบโตของกิจการ (GROWTH) องค์ประกอบของกระแสเงินสด (CASHFLOW) รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (DA) และการกำกับดูแลกิจการ (CG_COS : วัดจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว) เป็นตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษา รวมถึงกำหนดให้ขนาดของกิจการ (SIZE) และประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม (INDs) เป็นตัวแปรควบคุม โดยมีตัวแบบสมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_i = & \alpha + \beta_1 (\text{EARN_PER}_i) + \beta_2 (\text{DEBT}_i) + \\ & \beta_3 (\text{GROWTH}_i) + \beta_4 (\text{EAR}_i) + \beta_5 (\Delta \text{CASH}_i) + \\ & \beta_6 (\text{DA}_i) + \beta_7 (\text{COS}_i) + \beta_8 (\text{SIZE}_i) + \beta_9 (\text{INDs}_i) \\ & + e_i \end{aligned}$$

ตาราง 4.10 ผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุของปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ (n = 213)

ตัวแปรตาม	Tobin's Q		
ตัวแปรอิสระ	ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน	t-test	p-value
(Constant)	6.8180	4.5560	0.0000
EAR_PER	0.8290	2.0200**	0.0450**
CAP_STR	-2.4700	-3.4530**	0.0010**
GROWTH	0.5330	1.2690	0.2060
CASHFLOW	-0.2280	-0.1300	0.8970
DA	-4.4380	-5.1590**	0.0000**
COS	-0.8830	-1.2740	0.2040
SIZE	-0.1790	-1.9510*	0.0520*
INDs	-0.7060	-3.1310**	0.0020**
R ²	0.2660	F	9.2260
Adjust R ²	0.2370	P - Value	0.0000

**ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

*ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10

โดยที่

TOBINQ	คือ	มูลค่ากิจการ
EAR_PER	คือ	ความยั่งยืนของกำไร
CAP_STR	คือ	โครงสร้างเงินทุน
GROWTH	คือ	การเติบโตของบริษัท
CASHFLOW	คือ	องค์ประกอบของกระแสเงินสด
DA	คือ	รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร

CG_COS	คือ	โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบการกระจุกตัว
SIZE	คือ	ขนาดกิจการ วัดจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม
INDs	คือ	ประเภทอุตสาหกรรม (0 = กลุ่มอุตสาหกรรมอื่น, 1 = กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง)

จากตาราง 4.10 ผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุ (Multiple Regression Analysis) ของปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ พบว่า ความยั่งยืนของกำไร (EAR_PER) มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน เท่ากับ 0.8290 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.0450 กล่าวคือ ความยั่งยืนของกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ (TOBINQ) อย่างมีระดับนัยสำคัญที่ 0.05 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีความยั่งยืนของกำไรสูงจะส่งผลทำให้มูลค่าของบริษัทสูงเพิ่มขึ้นด้วย โครงสร้างเงินทุน (CAP_STR) มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน เท่ากับ -2.4700 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.0010 กล่าวคือ สภาพความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงทางการเงินลดลงจะส่งผลทำให้มูลค่ากิจการสูงขึ้น อย่างมีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับการตัดสินใจของผู้บริหาร (DA) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มาตรฐาน เท่ากับ -4.4380 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.0000 กล่าวคือ รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับการตัดสินใจของผู้บริหารที่ลดลงจะส่งผลทำให้มูลค่ากิจการสูง อย่างมีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 ในส่วนของการเติบโตของกิจการ (GROWTH) องค์ประกอบของกระแสเงินสด (CASHFLOW : วัดจากเงินสดคงเหลือที่กิจการมีไว้ใช้เพื่อการลงทุนในเงินลงทุนระยะสั้น) และการกำกับดูแลกิจการ (CG : วัดจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบการกระจุกตัว) ผลการวิจัยพบว่า ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ (TOBINQ)

สำหรับการศึกษาตัวแปรควบคุม ผลการวิจัยพบว่า ขนาดของกิจการ (SIZE) มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน เท่ากับ -0.17970 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.0520 กล่าวคือ ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีขนาดของกิจการเล็กจะส่งผลทำให้บริษัทมีมูลค่ากิจการที่สูงขึ้น และประเภทอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน เท่ากับ -0.7060 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.0020 กล่าวคือบริษัทที่นอกเหนือจากอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์มีมูลค่าของกิจการที่สูงกว่าอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง อย่างมีระดับนัยสำคัญ 0.05

4.3.5 ผลการวิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivity Analysis) ของปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

ในส่วนของ การวิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivity Analysis) โดยผู้วิจัยได้ทำการแบ่งระดับของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร คือ ระดับสูง และระดับต่ำ เพื่อดูผลกระทบต่อความยั่งยืนของกำไร ผลการวิเคราะห์สามารถอธิบายตามตาราง 4.9 ได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_t = & \alpha + \beta_1 (\text{EARN_PER}_t) + \beta_2 (\text{DEBT}_t) + \\ & \beta_3 (\text{GROWTH}_t) + \beta_4 (\text{CG_COS}_t) + \beta_5 (\text{DA_Dummy}_t) \\ & + \beta_6 (\text{DA} * \text{EAR_PER}_t) + \beta_7 (\text{SIZE}_t) + \beta_8 (\text{INDs}_t) + e_i \end{aligned}$$



ตาราง 4.11 ผลการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ

ตัวแปรตาม	Tobin's Q		
ตัวแปรอิสระ	ค่าสัมประสิทธิ์ความ ถดถอยมาตรฐาน	t-test	p-value
(Constant)	6.5746	4.3299	0.0000
EAR_PER	1.2417	2.3598**	0.0192**
CAP_STR	-2.2657	-3.1153**	0.0021**
GROWTH	0.3694	0.8722	0.3841
COS	-1.2053	-1.6954*	0.0915*
DA_Dummy	-0.5923	-1.9504*	0.0525*
DA * EAR_PER	-1.4196	-1.6620*	0.0980*
SIZE	-0.1527	-1.6467	0.1012
INDs	-0.7259	-3.0591**	0.0025**
R ²	0.2450	F	8.2780
Adjust R ²	0.2150	P - Value	0.0000

**ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 *ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10

โดยที่

TOBINQ	คือ มูลค่ากิจการ
EAR_PER	คือ ความยั่งยืนของกำไร
CAP_STR	คือ โครงสร้างเงินทุน
GROWTH	คือ การเติบโตของบริษัท
DA_Dummy	คือ รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร ที่มีระดับการรับรู้รายการคงค้างสูง

DA * EAR_PER	คือ ผลกระทบของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารที่มีระดับการรับรู้รายการคงค้างสูง
CG_COS	คือ โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบการกระจุกตัว
SIZE	คือ ขนาดกิจการ วัดจากลอการิทึมธรรมชาติ
INDs	คือ ประเภทอุตสาหกรรม (0 = กลุ่มอุตสาหกรรมอื่น, 1 = กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง)

จากตาราง 4.11 ผลการวิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivity Analysis) ของปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ (TOBINQ) โดยการแบ่งระดับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารในระดับสูง - ต่ำ ผลการวิจัยพบว่า ความยั่งยืนของกำไร (EAR_PER) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่มีความถดถอยมาตรฐานเท่ากับ 1.2417 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.0192 กล่าวคือ ความยั่งยืนของกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีความยั่งยืนของกำไรเพิ่มขึ้นจะทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นตามไปด้วย โครงสร้างเงินทุน มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานเท่ากับ -2.2657 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.0021 กล่าวคือ โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงทางการเงินต่ำจะส่งผลทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น แต่ในขณะที่บางบริษัทที่มีความเสี่ยงทางการเงินสูงจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการจะลดลงในปีนั้น

สำหรับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารที่รับรู้รายการคงค้างในระดับสูง (DA_Dummy) ผลวิจัยพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานเท่ากับ -0.5923 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.0525 กล่าวคือ รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารที่รับรู้รายการคงค้างในระดับสูงมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ (TOBINQ) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.10 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีการรับรู้รายการคงค้างในระดับต่ำจากดุลยพินิจของผู้บริหารนั้นจะทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น ดังนั้นผู้วิจัยจึงได้ทำการวิจัยเพิ่มเติมระหว่างรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (DA) และความยั่งยืนของกำไร (EAR_PER) โดยกำหนดเป็นตัวแปรอิสระขึ้นมาใหม่อีก 1 ตัว คือ รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารที่มีต่อความยั่งยืนของกำไร (DA * EAR_PER) ผลการวิจัยพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานเท่ากับ -1.4196 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.0980 กล่าวคือ รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารที่มีต่อความ

ยั่งยืนของกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ (TOBINQ) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.10 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีการตกแต่งตัวเลขทางการเงินในระดับต่ำจะทำให้ความยั่งยืนของกำไร (EAR_PER) ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการได้ดีกว่าบริษัทที่รับรู้รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับการดุลยพินิจของผู้บริหารสูง ในส่วนของการกำกับดูแลกิจการที่วัดจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว พบว่ามีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมาตรฐานเท่ากับ -1.2053 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.0915 กล่าวคือ โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ (TOBINQ) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.10 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวจะส่งผลทำให้มูลค่าของกิจการลดลง ในขณะที่บริษัทที่มีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวจะส่งผลต่อมูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น สำหรับการเติบโตของกิจการ (GROWTH) ที่วัดจากการเปลี่ยนแปลงของยอดขายไม่พบความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ (TOBINQ)

ในส่วนของผลการวิจัยตัวแปรควบคุม พบว่า ประเภทของอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้างมีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานเท่ากับ -0.7259 ที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.0025 กล่าวคือ อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าของกิจการ (TOBINQ) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 แสดงให้เห็นว่าอุตสาหกรรมอื่น ๆ ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการได้ดีกว่าอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และขนาดของกิจการ (SIZE) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่ากิจการ (TOBINQ)

สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อความยั่งยืนของกำไรและมูลค่ากิจการ จากความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา โดยการศึกษาค้นคว้าจากหนังสือ เอกสารวิชาการ ตำรา และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง จนสามารถกำหนดตัวแปรที่สนใจศึกษา และตัวแบบ (Model) ที่ใช้ในการศึกษาวิจัย ทั้งนี้ยังสามารถกำหนดระเบียบวิธีวิจัยที่ใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ในงานวิจัยเล่มด้วย ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100 ในช่วงระหว่างปี 2554 – 2558 ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ธนาकार และธุรกิจประกันภัย โดยผู้วิจัยได้วิเคราะห์ลักษณะเบื้องต้นของประชากรจากผลกำไรของกิจการที่ต่อเนื่องเป็นระยะเวลา 5 ปี ผลการวิเคราะห์ลักษณะเบื้องต้น พบว่า มีประชากรที่เข้าเงื่อนไขจำนวนรวมทั้งสิ้น 44 บริษัท รวมกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 213 ตัวอย่าง สำหรับผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงสถิติผู้วิจัยได้อธิบายผลการวิเคราะห์ไว้ในบทที่ 4 แล้ว นั้น ซึ่งในบทนี้จะเป็นการนำเสนอในส่วนของผลสรุปการวิจัย การอภิปรายผลการวิจัย ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย ข้อจำกัดในการวิจัย และข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต สามารถสรุปผลการวิจัยได้ดังนี้

5.1 สรุปผลการวิจัย

ปัจจัยที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไร ผลการวิจัยพบว่า บริษัทที่มีการเติบโตของกิจการ โดยการวัดจากยอดขายนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความยั่งยืนของกำไร ในขณะที่กำไรของปีปัจจุบันนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับความยั่งยืนของกำไร ส่วนองค์ประกอบของกระแสเงินสดที่วัดจากเงินสดคงเหลือที่กิจการมีไว้ใช้เพื่อการลงทุนในเงินลงทุนระยะสั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับความยั่งยืนของกำไร สำหรับโครงสร้างเงินทุนพบว่า บริษัทที่มีสภาพความเสี่ยงทางการเงิน และการรับรู้รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารนั้นไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีระดับนัยสำคัญกับความยั่งยืนของกำไร ในส่วนของตัวแปรควบคุม พบว่า บริษัทที่มีขนาดกิจการไม่ว่าจะมีขนาดเล็กหรือขนาดใหญ่ไม่พบความสัมพันธ์

กับความยั่งยืนของกำไร เช่นเดียวกับประเภทอุตสาหกรรมที่ใช้ในการศึกษา คือ อุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างก็ไม่พบความสัมพันธ์กับความยั่งยืนของกำไร

ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ผลการวิจัยพบว่า บริษัทที่มีความยั่งยืนของกำไรนั้น ส่งผลให้มูลค่ากิจการนั้นเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ในส่วนของโครงสร้างเงินทุน พบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ และรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการเช่นกัน ในขณะที่การเติบโตของ บริษัทที่วัดจากยอดขายของกิจการ องค์ประกอบของกระแสเงินสดที่วัดจากเงินสดคงเหลือที่มีไว้ใช้ในกิจการเพื่อลงทุนในเงินลงทุนระยะสั้น และโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว พบว่า ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ ในขณะที่ตัวแปรควบคุม พบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ และประเภทของอุตสาหกรรมที่ใช้ในการศึกษา คือ อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ ด้วยเช่นกัน

เมื่อผู้วิจัยได้ผลการวิจัยถึงปัจจัยที่มีผลต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการตามข้างต้นแล้วนั้น ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivity Analysis) ของตัวแปรแต่ละตัวที่มีผลต่อมูลค่ากิจการ โดยการกำหนดระดับการรับรู้รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารเป็น 2 ระดับ คือ ระดับสูง และระดับต่ำ จากนั้นได้เพิ่มจำนวนตัวแปรอิสระ 2 ตัวแปร คือ (1) รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารที่มีระดับการรับรู้รายการคงค้างสูง และ (2) ผลกระทบของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารที่มีระดับการรับรู้รายการคงค้างสูง ที่มีต่อความยั่งยืนของกำไร ผลการวิจัยพบว่า ความยั่งยืนของกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการ ในขณะที่โครงสร้างเงินทุน และโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ ในส่วนของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารที่มีระดับการรับรู้รายการคงค้างสูง และผลกระทบของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารที่มีระดับการรับรู้รายการคงค้างสูงที่มีต่อความยั่งยืนของกำไร มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการในทิศทางตรงกันข้าม สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่า ประเภทของอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างนั้นมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการในทิศทางตรงกันข้าม และขนาดของกิจการไม่พบว่ามีผลสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการแต่อย่างใด

5.2 อภิปรายผล

จากการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ พบว่า การเติบโตของกิจการที่วัดจากการเติบโตของยอดขาย กำไรของปีปัจจุบัน และองค์ประกอบของกระแสเงินสดที่วัดจากเงินสดคงเหลือที่กิจการมีไว้ใช้เพื่อลงทุนในเงินลงทุนระยะสั้นมีความสัมพันธ์กับความยั่งยืนของกำไร ในขณะที่ความยั่งยืนของกำไร โครงสร้างเงินลงทุน รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร และตัวแปรควบคุมที่ประกอบด้วย ขนาดของกิจการ และประเภทอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างนั้นมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการด้วยเช่นกัน ในส่วนการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ยังพบว่า รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารที่มีระดับการรับรู้รายการคงค้างสูง และผลกระทบของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารที่มีระดับการรับรู้รายการคงค้างสูงที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไรนั้นมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ ดังนั้นผลการวิจัยที่ออกมาจึงสามารถอภิปรายได้ ดังนี้

ในส่วนที่ 1 การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไร ผลการวิจัยพบว่า กำไรในปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์กับความยั่งยืนของกำไรนั้นสรุปได้ว่ากำไรในปีปัจจุบันสามารถอธิบายความยั่งยืนของกำไรได้ กล่าวคือบริษัทที่มีกำไรในปีปัจจุบันเพิ่มขึ้นจะส่งผลทำให้บริษัทมีความยั่งยืนของกำไรในปีถัดไป สอดคล้องกับงานวิจัยของ Sloan (1996) Mahmoud and Zohre (2014) วิชา สุธีรยงประเสริฐ (2550) เยาวลักษณ์ สุขวิบูลย์ (2553) วีรวิทย์ และ สมชัย (2558) สำหรับการเติบโตของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความยั่งยืนของกำไรนั้น กล่าวคือบริษัทที่ยอดขายเพิ่มขึ้นในปีปัจจุบันนั้นเป็นเพราะบริษัทต้องการรับรู้รายได้เพื่อให้เป็นไปตามเป้าหมายหรือตามความต้องการของฝ่ายบริหาร จึงทำให้รายได้ในปีถัดไปลดลง และส่งผลทำให้เกิดรายการคงค้าง เช่น ลูกหนี้การค้า สินค้าคงเหลือ และเจ้าหนี้การค้า เป็นต้น ดังนั้นการเติบโตของกิจการที่วัดจากยอดขายที่เพิ่มขึ้นในปีปัจจุบันจึงมีแนวโน้มส่งผลทำให้ความยั่งยืนของกำไรลดลง สอดคล้องกับงานวิจัยของ วิชา สุธีรยงประเสริฐ (2550) ในกรณีที่องค์ประกอบของกระแสเงินสดที่วัดจากเงินสดคงเหลือที่กิจการมีไว้ใช้เพื่อการลงทุนในเงินลงทุนระยะสั้นนั้นมีความสัมพันธ์กับความยั่งยืนของกำไร ดังนั้น เงินสดคงเหลือที่กิจการมีไว้ใช้เพื่อการลงทุนในเงินลงทุนระยะสั้นจึงสามารถอธิบายถึงความยั่งยืนของกำไรได้ กล่าวคือ บริษัทที่มีเงินสดคงเหลือจากการ

ดำเนินงานส่วนใหญ่จะถูกนำไปใช้ในการลงทุนระยะสั้นเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนในอนาคต สอดคล้องกับงานวิจัยของ ธีระพล เลี้ยงวัฒนธรรม (2555) ซึ่งขัดแย้งกับผลการวิจัยของ Dechow, Reichardson and Sloan (2008) ที่พบว่าองค์ประกอบของกระแสเงินสดในส่วนของกระแสเงินสดจ่ายให้กับผู้ถือหุ้นหรือชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้มีความยั่งยืนของกำไรมากกว่าการนำกระแสเงินสดคงเหลือที่มีไว้ใช้เพื่อการลงทุนในเงินลงทุนระยะสั้น ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสำหรับโครงสร้างเงินทุน และรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารซึ่งผู้วิจัยใช้แบบจำลอง The Modify Jones (1995) ไม่มีความสัมพันธ์กับความยั่งยืนของกำไร กล่าวคือ บริษัทที่มีสภาพความเสี่ยงทางการเงินจะสูงหรือต่ำนั้นไม่มีผลต่อความยั่งยืนของกำไร และการรับรู้รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารนั้นไม่ว่าจะบริษัทจะมีการจัดการกำไรจากฝ่ายบริหารสูงหรือต่ำก็ไม่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไรเช่นกัน

ในส่วนที่ 2 การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ผลการวิจัยพบว่า ความยั่งยืนของกำไรมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ กล่าวคือ บริษัทที่มีกำไรนั้นควรสะท้อนถึงกำไรที่จะเกิดขึ้นในอนาคตของบริษัท ดังนั้นความยั่งยืนของกำไรสามารถประเมินมูลค่าของกิจการได้ ด้านโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ กล่าวคือ บริษัทที่มีอัตราสินทรัพย์รวมต่อหนี้สินรวมต่ำนั้น แสดงให้เห็นว่าบริษัทได้จัดหาเงินทุนเพื่อนำมาลงทุนในสินทรัพย์จึงทำให้ความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทอยู่ในเกณฑ์ที่ต่ำ จึงส่งผลทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ วรภพ เสือพราย (2554), วิจิตรา จำลองราษฎร์ สุพรรณณี บัวสุข เกตุจันทร์ จำปาไชยศรี วรธรณี เตโชโยธิน (2557) และ Hariandy Hasbi (2015) ในส่วนของรายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ กล่าวคือ บริษัทที่มีการรับรู้รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจต่ำจะส่งผลทำให้มูลค่ากิจการสูง สอดคล้องกับงานวิจัยของ กอบแก้ว ชุมสาย ณ อยุธยา (2550) พบว่า กำไรที่มีองค์ประกอบของกระแสเงินสดต่ำนั้น แต่มีรายการคงค้างทางบัญชีสูง จะส่งผลต่อมูลค่าของกิจการต่ำ ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ วรภพ เสือพราย (2554) ที่ใช้การวิเคราะห์ด้วยวิธีคงค้างจากการดำเนินงานสุทธิรวม ในขณะที่บริษัทที่มีขนาดกิจการใหญ่โต และประเภทอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีผลต่อมูลค่ากิจการ

ในส่วนที่ 3 การศึกษาปัจจัย (เพิ่มเติม) ที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการโดยการวิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitive Analysis) ผลการวิจัยพบว่า ความยั่งยืนของกำไรยังคงสามารถอธิบาย

มูลค่ากิจการได้ ในขณะที่โครงสร้างเงินทุนยังคงแสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนสินทรัพย์รวมต่อหนี้สินรวมที่ต่ำจะส่งผลทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น สำหรับโครงสร้างความเป็นเจ้าของนั้น พบว่า บริษัทที่มีการถือหุ้นแบบกระจุกตัวจะส่งผลทำให้มูลค่ากิจการต่ำ แต่ในขณะที่บริษัทที่มีการถือหุ้นแบบกระจายตัวนั้นจะส่งผลทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น แสดงให้เห็นว่าการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นนั้นมีผลต่อมูลค่ากิจการในทิศทางตรงกันข้าม เนื่องจากการถือหุ้นแบบกระจุกตัวนั้นในบางบริษัทเป็นการถือหุ้นภายใต้ครอบครัว ดังนั้น อำนาจในการบริหารกิจการที่มีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมากเกินไปนั้นจะส่งผลทำให้เกิดการถ่ายโอนผลประโยชน์ของตนและผู้ที่เกี่ยวข้อง จนทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยเสียโอกาสบางอย่างไปได้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ จารุตม์ คุณานภดล (2554) แต่ตรงกันข้ามกับงานวิจัยของ นิตยา วงศ์ภินันท์วัฒนา (2552), วิลาวรรณ ยัสโยธา และดร.เอกฤทธิ์ แก้วประพันธ์ (2557) ที่พบว่าการถือหุ้นแบบการกระจายตัวนั้นจะส่งผลทำให้มูลค่ากิจการลดลงนั้น อาจทำให้ตลาดหลักทรัพย์ขาดความเสถียรภาพได้ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงเพิ่มเติมปัจจัยที่อาจจะส่งผลต่อมูลค่ากิจการคือ รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารที่มีระดับการรับรู้รายการคงค้างสูง พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ การรับรู้รายการคงค้างที่สูงนั้นจะส่งผลทำให้มูลค่ากิจการลดลง เนื่องจากผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการเลือกใช้นโยบายบัญชีที่เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีที่กำหนด เช่น การเร่งรับรู้รายได้ในปีปัจจุบัน การเลือกใช้นโยบายสินค้านำค้างเหลือ การตีราคาค่าเสื่อมราคาทรัพย์สิน เป็นต้น ซึ่งทำให้กำไรในปีปัจจุบันที่ได้นั้นจึงทำให้รายการคงค้างในกำไรขาดทุนมีมากกว่ากระแสเงินสดในการดำเนินงาน จึงส่งผลทำให้มูลค่าการลดลง ดังนั้น บริษัทที่มีการรับรู้รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารจึงสามารถเพิ่มมูลค่ากิจการได้มากกว่า ในส่วนของผลกระทบของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารที่มีระดับการรับรู้รายการคงค้างสูงทำให้ความยั่งยืนของกำไรต่ำลง แสดงให้เห็นว่ารายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารที่มีระดับการรับรู้สูงนั้นมาจากการตกแต่งตัวเลขทางการเงินของฝ่ายบริหารโดยอาศัยช่องว่างของมาตรฐานการบัญชีหรือกฎหมายอื่นที่เกี่ยวข้องมาเป็นตัวกำหนดในการออกรายงานทางการเงินประจำปีให้เป็นไปตามเป้าหมายที่ได้กำหนดไว้ เช่น การรับรู้รายได้ในปีปัจจุบันจนทำให้รายได้ในปีถัดไปลดลง จึงทำให้ความยั่งยืนของกำไรในปีถัดไปนั้นลดลงไปด้วย เป็นต้น ทำให้มูลค่ากิจการในปีนั้นลดลงตามไปด้วยนั่นเอง

ดังนั้น ผลการวิจัยในครั้งนี้ ผู้วิจัยคาดหวังว่าจะสามารถนำผลการวิจัยที่ได้ไปใช้ประโยชน์ในด้านการตัดสินใจเลือกลงทุนหลักทรัพย์ในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET 100 ของกลุ่มนักลงทุน หรือผู้ที่สนใจจะศึกษา โดยการพิจารณาจากรายงานทางการเงินที่เป็นตัวสะท้อนถึงความสามารถในการดำเนินงานของกิจการได้ และสามารถสร้างผลตอบแทนในการลงทุนให้กับนักลงทุนได้มากที่สุดโดยปราศจากความเสียน้อยที่สุด

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

งานวิจัยในครั้งนี้ ผู้วิจัยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความยั่งยืนของกำไร และปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า

5.3.1 บริษัทที่มีกำไรในการดำเนินอย่างต่อเนื่องนั้น มีผลต่อความยั่งยืนของกำไรในอนาคตด้วย ดังนั้น นักลงทุนจึงให้ความสนใจในกำไรปัจจุบันและกำไรในปีต่อ ๆ ไป แต่ในความยั่งยืนของกำไรนั้น ยังคงมีปัจจัยอีกหลายปัจจัยที่นักลงทุนควรให้ความสนใจดังเช่นผลการวิจัยนี้ที่ผลการวิจัยแสดงให้เห็นถึงปัจจัยที่ด้านกระแสเงินสดเหลือที่กิจการมีไว้ใช้ลงทุนในเงินลงทุนระยะสั้น ซึ่งบริษัท จะได้รับผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ยหรือผลตอบแทนอื่น ๆ ภายในระยะเวลาสั้น ๆ แต่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในปีปัจจุบันและการเติบโตของยอดขายนั้น บริษัทอาจมีการรับรู้รายได้ในปีปัจจุบันสูงเกินความเป็นจริง จึงทำให้เกิดรายการค้างภายในปีนั้นเพิ่มมากขึ้นจึงมีผลต่อความยั่งยืนของกำไรในอนาคต ดังนั้น นักลงทุนควรให้ความสนใจและศึกษาถึงผลกระทบในปัจจัยดังกล่าวเพิ่มเติมอีกด้วย

5.3.2 สำหรับนักลงทุนที่ให้ความสนใจด้านมูลค่ากิจการนั้น ผลการวิจัยนี้แสดงให้เห็นว่าปัจจัยที่ทำให้มูลค่ากิจการนั้นเพิ่มขึ้นหรือลดลง อันได้แก่ ความยั่งยืนของกำไรโดยเกิดจากความสามารถในการดำเนินงานของกิจการที่มีผลกำไรอย่างต่อเนื่อง ปัจจัยทางด้านของระดับความเสี่ยงทางการเงินที่ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่าระดับความเสี่ยงที่ต่ำนั้นจะทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น ดังนั้น นักลงทุนควรเลือกลงทุนในกิจการที่มีความเสี่ยงอยู่ระดับต่ำ เพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุนและอาจส่งผลดีต่อผลตอบแทนที่จะได้รับในอนาคตอีกด้วย ปัจจัยด้านสุดท้ายที่นัก

ลงทุนควรให้ความสำคัญเป็นอย่างมากคือ รายการคงค้างที่อยู่ในงบการเงินนั้น ซึ่งเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการมาก เนื่องจากรายการคงค้างที่ผู้วิจัยนำมาศึกษานั้นเป็นรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร ซึ่งรายการคงค้างประเภทนี้มาจากการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารที่มาจากทางเลือกใช้นโยบายทางบัญชี หรือนโยบายจากการบริหารงานภายในบริษัท ซึ่งการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารนี้มีเป้าหมาย เพื่อให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์หรือเป้าหมายหลักของทีมบริหารที่ได้มีการกำหนดแผนการดำเนินงานไว้แล้วล่วงหน้า โดยรายการคงค้างประเภทนี้นักลงทุนควรให้ความสำคัญมาก เช่น รายการคงค้างของลูกหนี้การค้า สินค้าคงเหลือ เจ้าหนี้การค้า หรือรายการอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง เป็นต้น เนื่องจากกิจการที่รับรู้รายการคงค้างสูง ๆ นั้น อาจแสดงผลการดำเนินงานในรูปแบบของกำไรที่สูง แต่ผลกระทบที่จะเกิดขึ้น เช่น การจ่ายเงินปันผลให้กับนักลงทุนอาจไม่สามารถทำได้ หรืออาจส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องของกิจการในอนาคตได้ สำหรับปัจจัยที่นักลงทุนควรใช้ในพิจารณาเลือกลงทุนอีกหนึ่งปัจจัยคือ โครงสร้างของการถือหุ้นในบริษัทที่สนใจจะลงทุน เนื่องจากบริษัทในประเทศไทยนั้นมักจะดำเนินการเป็นครอบครัว ดังนั้นการถือหุ้นจึงมีลักษณะของการกระจุกตัวเป็นส่วนใหญ่ จากผลการวิจัยนี้ แสดงให้เห็นว่าการถือหุ้นแบบกระจุกตัวนั้นมีผลต่อมูลค่ากิจการ เพราะฉะนั้นการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทนี้ จึงควรมองที่การกระจายตัวของหุ้นด้วย เพื่อความโปร่งใสในการดำเนินงานของกิจการนั่นเอง

5.3.3 การเลือกกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้เลือกกลุ่มตัวอย่างเจาะจงเฉพาะกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET 100 เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างเป็นกลุ่มตัวอย่างที่มีแรงจูงใจในการศึกษาถึงการจัดการกำไรที่มีต่อความยั่งยืนของกำไรและมูลค่ากิจการที่มาจากฝ่ายบริหาร รวมถึงแรงจูงใจเกี่ยวกับรายงานทางการเงินที่นักลงทุนให้ความสนใจในกลุ่มดัชนีนี้เป็นอย่างมาก ดังนั้น หากมีการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความยั่งยืนของกำไรและมูลค่ากิจการในอนาคตนั้น ผู้ที่สนใจศึกษาวิจัยอาจเลือกใช้กลุ่มตัวอย่างโดยการขยายขอบเขตของกลุ่มตัวอย่างเป็นการเลือกแบบไม่เจาะจงกลุ่มตัวอย่าง เพื่อให้การศึกษาวิจัยดังกล่าวที่เลือกกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถเห็นผลการวิจัยโดยภาพรวม และผลการวิจัยที่ได้นั้นมีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น

บรรณานุกรม

- กนิษฐาน ไสตามรรค. (2554). ความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลพินิจของผู้บริหารกับค่าสอบบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SET 100 ปี พ.ศ. 2553. การศึกษาด้วยตนเองปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- กิตติภาพ ต้นสุวรรณ. (2556). การวัดคุณภาพกำไรจากการวิเคราะห์งบกระแสเงินสด. วารสารปัญญาวิวัฒน์ ปีที่ 4 ฉ.2 (มกราคม – มิถุนายน) : หน้า 136 – 145.
- โกศล ดีศีลธรรม. (2552). การบริหารงานเพื่อสร้างผลตอบแทนทางเศรษฐศาสตร์. Technology Management (มิถุนายน – กรกฎาคม) Vol.36 no.205 หน้า 16 - 20.
- เจษฎา ใหม่ตาจักร. (2548). การเปรียบเทียบองค์ประกอบของกำไรและสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิกับกำไรในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ ปริญญามหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- จันทนา สาขากร, นิพันธ์ เห็นโชคชัยชนะ และศิปพร ศรีจันเพชร. (2551). การควบคุมและการตรวจสอบภายใน. กรุงเทพมหานคร ที่พีเอ็น เพรส.
- วิชา สุธีรียงประเสริฐ. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของรายการคงค้าง กำไรในอนาคตและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- วีวรรณ ชูสนุก และอัมพล ชูสนุก. (2555). อิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารดุสิตบัณฑิตทางสังคมศาสตร์ (ฉบับมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์) ปีที่ 2 ฉ.1 (ม.ค. – เม.ย.) : 59 – 77.
- ณัฐชานนท์ โกมุกพุดพิงศ์. (2557). การวัดคุณภาพกำไรเพื่อการวิเคราะห์หลักทรัพย์. จุฬาลงกรณ์ปริทัศน์ ปีที่ 36 ฉ.136 (ม.ค.-มี.ค.) : 1 - 17.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- ธนธร จงศิริจิตต์ศักดิ์. (2555). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับคุณภาพกำไรของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในดัชนี SET 50. วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยธนบุรีกรุงเทพ ปีที่ 1 ฉ.1 (ก.ค. - ธ.ค. 55) : 19 – 26.
- ธีระพล เลี้ยงวัฒนธรรม. (2555). ความยั่งยืนและการตอบรับของราคาหลักทรัพย์ต่อ องค์ประกอบของกระแสเงินสดในกำไรและรายการคงค้าง. การศึกษาด้วยตนเอง ปริญญาโท สาขาบริหารธุรกิจ, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ธัญพร ตันตียวงค์. (2552). การศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการวางแผนภาษีและความสัมพันธ์ระหว่างการวางแผนภาษีกับมูลค่าของกิจการ; หลักฐานเชิง ประจักษ์จากประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ประภาพร ณ นรงค์. (2549). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท สาขาวิชาการบัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- พิชามญช์ อุตสาหกรรม. (2553). มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับมูลค่าของกิจการ. การศึกษา ด้วยตนเองปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต (บริหารการเงิน), คณะพาณิชยศาสตร์และการ บัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- พูนสิน กลิ่นประทุม อภิศักดิ์ เจียรสุคนธ์ และมนตรี ช่วยชู. (2557). ผลกระทบของการกำกับ ดูแลกิจการที่ดีที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ดุษฎีบัณฑิต, คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม.
- พวงเพ็ชร คุ้มั่นคงไพศาล. (2549). ความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการ บริษัทและคณะกรรมการตรวจสอบกับคุณภาพกำไร ของบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท สาขาวิชาการ บัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- มาตรฐานการบัญชีไทย ฉบับที่ 7 (ฉบับปรับปรุง 2557) เรื่อง งบกระแสเงินสด.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- มนวิกา ผดุงสิทธิ์. (2548). การประเมินผลการปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin-Tobin's Q
วารสารบริหารธุรกิจ ปีที่ 28 ฉบับที่ 106 (เม.ย. – มิ.ย.) : 13 – 22.
- เยาวรักษ์ สุขวิบูลย์. (2552). การวัดคุณภาพกำไรจากผลกระทบจากภาวะผูกพันทาง
การเงินด้วยการวัดเสถียรภาพของกำไรของกลุ่มสถาบันการเงินซึ่งจดทะเบียนอยู่
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิชาชีพบัญชี. ปีที่ 5 ฉบับที่ 12 (เมษายน) :
52 – 67.
- เยาวรักษ์ สุขวิบูลย์. (2553). การวัดเสถียรภาพกำไรจากรายการนอกงบดุลของธนาคาร
พาณิชย์ไทยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิชาชีพบัญชี. ปีที่ 6 ฉบับที่ 15
(เมษายน) : 29 – 50.
- วรพงศ์ แก้วคำ. (2557). ขนาดและองค์ประกอบคณะกรรมการบริษัทกับมูลค่ากิจการ:
หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์
ปริญญาโทบริหารธุรกิจ สาขาวิชาการบัญชี, มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์.
- วรภพ เสือพลาย. (2554). ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับมูลค่าบริษัท. การศึกษา
ด้วยตนเองปริญญาโท สาขาบริหารธุรกิจ, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- วรศักดิ์ ทุมมานนท์. (2543). คุณรู้จัก Creative Accounting และคุณภาพกำไรแล้วหรือยัง?
กรุงเทพมหานคร : ไอออนอินเตอร์เทรด รีซอสเซส.
- วรศักดิ์ ทุมมานนท์. (2552). มิติใหม่ของการเงิน และการวิเคราะห์. กรุงเทพมหานคร:
ไอออนอินเตอร์เทรด รีซอสเซส. ธรรมนิติ เพลส.
- วิจิตรา จำลองราษฎร์ สุพรรณิ บัวสุข เกตุจันทร์ จำปาไชยศรี และวรรณิ เตโชโยธิน. (2557).
ตัวอย่างของความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการภายใต้ภาวะ
ความไม่สมมาตรของข้อมูล. วารสารวิชาการระดับชาติ. วิทยาการจัดการวิชาการ.
- วิลาวรรณ ยัสโยธา. (2557). อิทธิพลของโครงสร้างความเป็นเจ้าของต่อมูลค่ากิจการ:
หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100.
International Conference on Management Science, Innovation, and Technology.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- ศรายุทธ เรืองสุวรรณ, ภัทรพร ปิยะเครือทิพย์, วิภาสสิริ วิมานรัตน์, ปณิธาน ศิริวัฒนานุกุล, เมธี จิรัฐติกาลไชย. (2552). ระดับของบรรษัทภิบาลมีผลต่อมูลค่าของบริษัทหรือไม่. วารสารวิชาชีพบัญชี ปีที่ 5 ฉ.12 (เมษายน) หน้า 78 - 83.
- ศิริพันธุ์ แซ่ซ่ง. (2549). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดปลดภาระ ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2551). บทบาทหน้าที่ของกรรมการ กลไกการกำกับดูแลกิจการ. วารสารบริหารธุรกิจ ปีที่ 31 (มกราคม - มีนาคม) : 1 - 2.
- สัตยา ตันจันทร์พงศ์. (2558). การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานผ่านการวางแผนภาษีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. Journal of the Association of Researchers. Vol.20 No.2 (พ.ค. – ส.ค.) : 105 – 113.
- สุทธิษา เกริกฤทธิ. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับสัดส่วนถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- อัฉรา เรืองสุวรรณ. (2549). ผลกระทบของการใช้ตราสารอนุพันธ์อัตราแลกเปลี่ยนที่มีต่อมูลค่ากิจการก่อนและหลังการรับรู้ตราสารอนุพันธ์. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- อัญญา ชันฉวีชัย ศิลปพร ศรีจันเพ็ญ และเดือนเพ็ญ จันทร์ศิริศรี. (2552). การกำกับดูแลกิจการเพื่อสร้างมูลค่ากิจการ. กรุงเทพมหานคร ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- อุษณา ภัทรมนตรี. (2550). การตรวจสอบภายในสมัยใหม่ แนวคิดและกรณีศึกษา. กรุงเทพมหานคร : มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- อุษณี วรพันธ์พิทักษ์. (2549). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรที่มีต่อราคาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- Bartov. E., Gul. F.A., & Tsui, J.S.L. (2000). Discretionary-accruals models and audit qualifications. *Journal of Accounting and Economics*, Vol.30 no.3 pp.421-452.
- Boopen Seetanah. (2014). Capital Structure and firm performance: evidence from an emerging economy. *The Business & Management Review*. Vol.4 no.4.
- Chidambaran, H.K. Palia, D. Zheng. (2006). "Dose Better Corporate Governance "Cause" Better Firm Performance?", Available from : <http://ssrn.com/abstract=891556> (2015, Apr 29).
- Chung and Pruitt. (1994). A Sample Approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, Vol.23, No.3.
- Gompers. P.A., Ishil. J.L. and Metrick. A. (2003). "Corporate Governance and Equity price", *Quarterly Journal of Economics*. Vol.118, No.1, pp. 107 - 155.
- Feng Li. (2006). Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence. Ross School of Business, University of Michigan.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. (2004). Cost of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*, Vol. 79 No.4 pp. 967 - 1010.
- Hahmoud Moienadin. (2014). Examining the Earnings Persistence and Its Components in Explaining the Future Profitability. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business* V.5, No.10 (February); pp. 104 - 117.
- Hariandy Hasbi. (2015). Islamic Microfinance Institution: The Capital Structure, Growth, Performance and Value of Firm in Indonesia. *Procedia-Social and Behavioral Sciences* 211, pp. 1073 – 1080.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Scott A. Richardson, Richard G. Sloan, Mark T. Soliman and Irem Tuna. (2005). Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. *Journal of Accounting and Economics* 39, pp. 437 - 485.
- Sloan, G. (1996). The Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings. *The Accounting Review* 3 : pp. 289 – 315.
- Varun Dawer. (2014). Earnings persistence and stock prices: empirical evidence from an emerging market. *Journal of Financial Reporting and Accounting* Vol.12 No.2, pp. 117 - 134.



ภาคผนวก



ภาคผนวก ก
การตรวจสอบการแจกแจงปัจจัยที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกำไร
และมูลค่ากิจการ



ภาคผนวก ก

การตรวจสอบการแจกแจงของปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่ากิจการ

จากการตรวจสอบค่าความคลาดเคลื่อนที่มีการแจกแจงปกติหรือไม่ โดยการใช้สถิติ Kolmogorov-Smirnov Test สามารถอธิบายผลการวิเคราะห์ตามตาราง ก.1 ได้ดังนี้

ตาราง ก.1 ผลการวิเคราะห์การแจกแจงข้อมูลของปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความยั่งยืนของกำไร และมูลค่า
กิจการ

ตัวแปร	Skewness	Kurtosis	Kolmogorov-Smirnov ^a	
			Statistic	Sig.
EAR_PER	1.0832	0.2125	0.1676	0.0000*
CAP_STR	-0.4951	0.5285	0.0758	0.0047*
EAR	2.2988	6.7867	0.1702	0.0000*
DA	1.7641	10.5380	0.1171	0.0000*
GROWTH	2.1048	12.2806	0.1615	0.0000*
CASHFLOW	0.7092	6.1531	0.1486	0.0000*
CG_COS	0.0067	-0.5631	0.0708	0.0114*
SIZE	0.6429	1.3056	0.0642	0.0327*
INDs	0.4354	-1.8277	0.3952	0.0000*

a. Lilliefors Significance Correction

1. การวิเคราะห์การทดสอบความยั่งยืนของกำไร ว่ามีการแจกแจงปกติหรือไม่ โดยตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H_0 : ความยั่งยืนของกำไร (EAR_PER) ไม่มีการแจกแจงปกติ

H_1 : ความยั่งยืนของกำไร (EAR_PER) มีการแจกแจงปกติ

จากตาราง ก.1 ผลการวิเคราะห์การแจกแจงปกติของข้อมูลความยั่งยืนของกำไร พบว่าค่า Skewness เท่ากับ 1.0832 ค่า Kurtosis เท่ากับ 0.2125 ค่าการแจกแจงปกติ (Kolmogorov-smirnov) เท่ากับ 0.1676 ค่า Sig เท่ากับ 0.0000 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 ที่ได้กำหนดไว้ ดังนั้น จึงต้องปฏิเสธ H_0 และยอมรับ H_1 จึงสรุปได้ว่าความยั่งยืนของกำไรมีการแจกแจงปกติ

2. การวิเคราะห์การทดสอบโครงสร้างเงินทุน ว่ามีการแจกแจงปกติหรือไม่ โดยตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H_0 : โครงสร้างเงินทุน (CAP_STR) ไม่มีการแจกแจงปกติ

H_1 : โครงสร้างเงินทุน (CAP_STR) มีการแจกแจงปกติ

จากตาราง ก.1 ผลการวิเคราะห์การแจกแจงปกติของข้อมูลโครงสร้างเงินทุน (CAP_STR) พบว่า ค่า Skewness เท่ากับ -0.4951 ค่า Kurtosis เท่ากับ 0.5285 ค่าการแจกแจงปกติ (Kolmogorov-smirnov) เท่ากับ 0.0758 ค่า Sig เท่ากับ 0.0047 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 ที่ได้กำหนดไว้ ดังนั้น จึงต้องปฏิเสธ H_0 และยอมรับ H_1 จึงสรุปได้ว่าโครงสร้างเงินทุนมีการแจกแจงปกติ

3. การวิเคราะห์การทดสอบกำไรในปัจจุบัน ว่ามีการแจกแจงปกติหรือไม่ โดยตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H_0 : กำไรในปัจจุบัน (EAR) ไม่มีการแจกแจงปกติ

H_1 : กำไรในปัจจุบัน (EAR) มีการแจกแจงปกติ

จากตาราง ก.1 ผลการวิเคราะห์การแจกแจงปกติของข้อมูลกำไรในปีปัจจุบัน (EAR) พบว่า ค่า Skewness เท่ากับ 2.2988 ค่า Kurtosis เท่ากับ 6.7867 ค่าการแจกแจงปกติ (Kolmogorov-smirnov) เท่ากับ 0.1702 ค่า Sig เท่ากับ 0.0000 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 ที่ได้กำหนดไว้ ดังนั้น จึงต้องปฏิเสธ H_0 และยอมรับ H_1 จึงสรุปได้ว่ากำไรในปีปัจจุบันมีการแจกแจงปกติ

4. การวิเคราะห์การทดสอบรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร ว่ามีการแจกแจงปกติหรือไม่ โดยตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H_0 : รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร (DA) ไม่มีการแจกแจงปกติ

H_1 : รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร (DA) มีการแจกแจงปกติ

จากตาราง ก.1 ผลการวิเคราะห์การแจกแจงปกติของข้อมูลรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร (DA) พบว่า ค่า Skewness เท่ากับ 1.7641 ค่า Kurtosis เท่ากับ 10.5380 ค่าการแจกแจงปกติ (Kolmogorov-smirnov) เท่ากับ 0.1171 ค่า Sig เท่ากับ 0.0000 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 ที่ได้กำหนดไว้ ดังนั้น จึงต้องปฏิเสธ H_0 และยอมรับ H_1 จึงสรุปได้ว่ารายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารมีการแจกแจงปกติ

5. การวิเคราะห์การทดสอบการเติบโตของกิจการ ว่ามีการแจกแจงปกติหรือไม่ โดยตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H_0 : การเติบโตของกิจการ (GROWTH) ไม่มีการแจกแจงปกติ

H_1 : การเติบโตของกิจการ (GROWTH) มีการแจกแจงปกติ

จากตาราง ก.1 ผลการวิเคราะห์การแจกแจงปกติของข้อมูลการเติบโตของกิจการ (GROWTH) พบว่า ค่า Skewness เท่ากับ -0.4951 ค่า Kurtosis เท่ากับ 0.5285 ค่าการแจกแจงปกติ (Kolmogorov-smirnov) เท่ากับ 0.0758 ค่า Sig เท่ากับ 0.0047 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับ

นัยสำคัญ 0.05 ที่ได้กำหนดไว้ ดังนั้น จึงต้องปฏิเสธ H_0 และยอมรับ H_1 จึงสรุปได้ว่าโครงสร้างเงินทุน มีการแจกแจงปกติ

6. การวิเคราะห์การทดสอบองค์ประกอบของกระแสเงินสด ว่ามีการแจกแจงปกติหรือไม่ โดยตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H_0 : องค์ประกอบของกระแสเงินสด (CASHFLOW) ไม่มีการแจกแจงปกติ

H_1 : องค์ประกอบของกระแสเงินสด (CASHFLOW) มีการแจกแจงปกติ

จากตาราง ก.1 ผลการวิเคราะห์การแจกแจงปกติของข้อมูลองค์ประกอบของกระแสเงินสด (CASHFLOW) พบว่า ค่า Skewness เท่ากับ 0.7092 ค่า Kurtosis เท่ากับ 6.1531 ค่าการแจกแจงปกติ (Kolmogorov-smirnov) เท่ากับ 0.1486 ค่า Sig เท่ากับ 0.0000 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 ที่ได้กำหนดไว้ ดังนั้น จึงต้องปฏิเสธ H_0 และยอมรับ H_1 จึงสรุปได้ว่าองค์ประกอบของกระแสเงินสดมีการแจกแจงปกติ

7. การวิเคราะห์การทดสอบโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว ว่ามีการแจกแจงปกติหรือไม่ โดยตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H_0 : โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว (COS) ไม่มีการแจกแจงปกติ

H_1 : โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว (COS) มีการแจกแจงปกติ

จากตาราง ก.1 ผลการวิเคราะห์การแจกแจงปกติของข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว (COS) พบว่า ค่า Skewness เท่ากับ 0.0067 ค่า Kurtosis เท่ากับ -0.5631 ค่าการแจกแจงปกติ (Kolmogorov-smirnov) เท่ากับ 0.0708 ค่า Sig เท่ากับ 0.0114 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 ที่ได้กำหนดไว้ ดังนั้น จึงต้องปฏิเสธ H_0 และยอมรับ H_1 จึงสรุปได้ว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีการแจกแจงปกติ

8. การวิเคราะห์การทดสอบขนาดของกิจการ ว่ามีการแจกแจงปกติหรือไม่ โดยตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H_0 : ขนาดของกิจการ (SIZE) ไม่มีการแจกแจงปกติ

H_1 : ขนาดของกิจการ (SIZE) มีการแจกแจงปกติ

จากตาราง ก.1 ผลการวิเคราะห์การแจกแจงปกติของข้อมูลขนาดของกิจการ (SIZE) พบว่า ค่า Skewness เท่ากับ 0.6429 ค่า Kurtosis เท่ากับ 1.3056 ค่าการแจกแจงปกติ (Kolmogorov-smirnov) เท่ากับ 0.0642 ค่า Sig เท่ากับ 0.0327 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 ที่ได้กำหนดไว้ ดังนั้น จึงต้องปฏิเสธ H_0 และยอมรับ H_1 จึงสรุปได้ว่าขนาดของกิจการ (SIZE) มีการแจกแจงปกติ

9. การวิเคราะห์การทดสอบประเภทอุตสาหกรรม ว่ามีการแจกแจงปกติหรือไม่ โดยตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H_0 : ประเภทอุตสาหกรรม (INDs) ไม่มีการแจกแจงปกติ

H_1 : ประเภทอุตสาหกรรม (INDs) มีการแจกแจงปกติ

จากตาราง ก.1 ผลการวิเคราะห์การแจกแจงปกติของข้อมูลประเภทอุตสาหกรรม (INDs) พบว่า ค่า Skewness เท่ากับ 0.4354 ค่า Kurtosis เท่ากับ -1.8277 ค่าการแจกแจงปกติ (Kolmogorov-smirnov) เท่ากับ 0.3952 ค่า Sig เท่ากับ 0.0000 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 ที่ได้กำหนดไว้ ดังนั้น จึงต้องปฏิเสธ H_0 และยอมรับ H_1 จึงสรุปได้ว่าประเภทอุตสาหกรรม (INDs) มีการแจกแจงปกติ

ภาคผนวก ข
รายชื่อบริษัทกลุ่มตัวอย่าง



ภาคผนวก ข
รายชื่อบริษัทกลุ่มตัวอย่าง

SERVICES INDUSTRY

1	AOT	AIRPORTS OF THAILAND PUBLIC COMPANY LIMITED
2	BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES PCL
3	BEC	BEC WORLD PUBLIC COMPANY LIMITED
4	BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL PUBLIC COMPANY LIMITED
5	CENDEL	CENTRAL PLAZA HOTEL PUBLIC COMPANY LIMITED
6	CPALL	CP ALL PUBLIC COMPANY LIMITED
7	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER PUBLIC COMPANY LIMITED
8	LOXLEY	LOXLEY PUBLIC COMPANY LIMITED
9	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP PUBLIC COMPANY LIMITED
10	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE PUBLIC COMPANY LIMITED
11	RS	RS PCL

TECHNOLOGY INDUSTRY

12	ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE PUBLIC COMPANY LIMITED
13	DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED
14	DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION PUBLIC COMPANY LIMITED
15	HANA	HANA MICROELECTRONICS PUBLIC COMPANY LIMITED
16	INTUCH	INTOUCH HOLDINGS PUBLIC COMPANY LIMITED
17	JAS	JASMINE INTERNATIONAL PUBLIC COMPANY LIMITED
18	SAMART	SAMART CORPORATION PUBLIC COMPANY LIMITED

#

 PROPERTY & CONSTRUCTION INDUSTRY

19	AMATA	AMATA CORPORATION PUBLIC COMPANY LIMITED
20	AP	AP (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED
21	CK	CH. KARNCHANG PUBLIC COMPANY LIMITED
22	CPN	CENTRAL PATTANA PUBLIC COMPANY LIMITED
23	LH	LAND AND HOUSES PUBLIC COMPANY LIMITED
24	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT PUBLIC COMPANY LIMITED
25	PS	PRUKSA REAL ESTATE PUBLIC COMPANY LIMITED
26	QH	QUALITY HOUSES PUBLIC COMPANY LIMITED
27	SCC	THE SIAM CEMENT PUBLIC COMPANY LIMITED
28	SF	SIAM FUTURE DEVELOPMENT PUBLIC COMPANY LIMITED
29	SIRI	SANSIRI PUBLIC COMPANY LIMITED
30	SPALI	SUPALAI PUBLIC COMPANY LIMITED
31	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION PUBLIC CO.,LTD.
32	STPI	STP&I PUBLIC COMPANY LIMITED
33	TICON	TICON INDUSTRIAL CONNECTION PUBLIC COMPANY LIMITED
34	TPIPL	TPI POLENE PUBLIC COMPANY LIMITED
35	UV	UNIVENTURES PUBLIC COMPANY LIMITED

 RESOURCES INDUSTRY

36	BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM PUBLIC COMPANY LIMITED
37	EGCO	ELECTRICITY GENERATING PUBLIC COMPANY LIMITED
38	GLOW	GLOW ENERGY PUBLIC COMPANY LIMITED
39	PTT	PTT PUBLIC COMPANY LIMITED
40	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
41	TTW	TTW PUBLIC COMPANY LIMITED

#

AGRO & FOOD INDUSTRY

42	CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS PUBLIC COMPANY LIMITED
43	GFPT	GFPT PUBLIC COMPANY LIMITED
44	MINT	MINOR INTERNATIONAL PUBLIC COMPANY LIMITED



ประวัติการศึกษาและการทำงาน

ชื่อ นามสกุล นายพลภัทร พลบูรณ์

วัน ปี เกิด วันที่ 10 ตุลาคม 2530

ภูมิลำเนา อำเภอบ้านโป่ง จังหวัดราชบุรี

ประวัติการศึกษา

วุฒิการศึกษา	ชื่อสถาบัน	ปีที่สำเร็จการศึกษา
ปริญญาตรี (บัญชีบัณฑิต)	มหาวิทยาลัยฟาร์อีสเทอร์น	2554

ตำแหน่งและสถานที่ทำงานปัจจุบัน

เจ้าหน้าที่บัญชีอาวุโส บริษัท ซ้างอินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด

อาคารแสงโสม ถนนวิภาวดี - รังสิต แขวงจอมพล เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร

