

## บทที่ 2

### การทบทวนวรรณกรรม

การวิจัยเรื่อง การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยทำการทบทวนวรรณกรรมเพื่อนำมากำหนดตัวแปรที่จะใช้ในการศึกษา และกรอบแนวคิดของการวิจัย ซึ่งในบทนี้มุ่งเน้นการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง โดยผู้วิจัยได้ค้นคว้ารวบรวมจากเอกสาร ทั้งแนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง และได้จัดลำดับการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง รวมถึงงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ดังต่อไปนี้

#### ตอนที่ 1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

- 1.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- 1.2 ตลาดการเงิน
- 1.3 ประเภทของตลาดทุน
- 1.4 การให้บริการระบบการซื้อขายหลักทรัพย์
- 1.5 สัญลักษณะที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขาย
- 1.6 กลุ่มอุตสาหกรรม
- 1.7 ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดทุน
- 1.8 การกำหนดราคาหลักทรัพย์

#### ตอนที่ 2 ผลตอบแทนหลักทรัพย์

- 2.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ประกอบด้วย ความเป็นมา และความหมายของผลตอบแทนหลักทรัพย์ แนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์ การวัดผลตอบแทนหลักทรัพย์ ปัจจัยที่ก่อให้เกิดผลตอบแทนหลักทรัพย์
- 2.2 งานวิจัยเกี่ยวกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

### ตอนที่ 3 โครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้น

3.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ ประกอบด้วย ความเป็นมาและความหมายของการกำกับดูแลกิจการ หลักการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างของคณะกรรมการและผู้ถือหุ้น

3.2 งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการกับผู้ถือหุ้นกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

### ตอนที่ 4 ข้อมูลจากรายงานทางการเงิน

4.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับข้อมูลจากรายงานทางการเงิน ประกอบด้วย ความเป็นมาและความหมายของข้อมูลในงบการเงิน องค์ประกอบของงบการเงิน

4.2 งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลจากรายงานทางการเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

### ตอนที่ 5 คุณภาพกำไร

5.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับคุณภาพกำไร ประกอบด้วย ความเป็นมาและความหมายของคุณภาพกำไร การวิเคราะห์คุณภาพกำไร เทคนิคการวิเคราะห์คุณภาพกำไร

5.2 งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

### ตอนที่ 6 งานวิจัยเกี่ยวกับโมเดลสมการโครงสร้าง

## ตอนที่ 1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 1.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นองค์กรหนึ่งซึ่งจัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ.2517 เริ่มดำเนินกิจการเมื่อวันที่ 30 เมษายน พ.ศ.2518 โดยมีวัตถุประสงค์ต้องการจัดให้มีสถานที่เป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ รวมทั้งบริการที่เกี่ยวข้อง และมีมาตรการอันเหมาะสมเพื่อคุ้มครองประโยชน์ของประชาชนส่วนรวมและเพื่อส่งเสริมการระดมเงินทุนในการพัฒนาประเทศและพัฒนาตลาดทุน

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2553) อธิบายว่า ในปี พ.ศ. 2515 รัฐบาลในขณะนั้นได้เข้ามามีบทบาทโดยการแก้ไข “ประกาศคณะปฏิวัติที่ 58 เกี่ยวกับการควบคุมธุรกิจการค้าที่มีผลกระทบต่อความปลอดภัยและความเป็นอยู่ของประชาชน” ผลของการแก้ไขดังกล่าวรัฐบาลสามารถกำกับดูแลการดำเนินงานของบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ ซึ่งทำให้การดำเนินงานเป็นไปอย่างมีระเบียบและยุติธรรม ต่อมาในปี พ.ศ. 2517 ได้มีการประกาศใช้พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อจัดให้มีแหล่งกลางสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อเป็นการส่งเสริมการออมทรัพย์และการระดมเงินทุนภายในประเทศ จากสาเหตุดังกล่าวจึงมีการแก้ไขบทบัญญัติเกี่ยวกับรายได้ เพื่อให้สามารถนำเงินออมมาลงทุนในตลาดทุนได้ จนกระทั่งในปี พ.ศ. 2518 ข้อกำหนดทางกฎหมายต่างๆ ได้รับการแก้ไขปรับปรุงจนมีความเหมาะสม และในวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ชื่อภาษาอังกฤษในขณะนั้น คือ Securities Exchange of Thailand) ได้เปิดทำการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างเป็นทางการ ในเวลาต่อมาจึงได้เปลี่ยนชื่อภาษาอังกฤษเป็น “The Stock Exchange of Thailand” (SET) เมื่อวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2534

### 1.2 ตลาดการเงิน

ตลาดการเงิน (Financial Markets) เป็นตลาดซึ่งผู้ขายนำสินทรัพย์ทางการเงินมาขายและผู้ซื้อนำเงินมาเพื่อซื้อสินทรัพย์ทางการเงินนั้น ผู้ขายรายนั้นจะ “สร้าง” หรือ “ผลิต” สินทรัพย์ทางการเงินตามวิธีการทางการเงิน การขายสินทรัพย์ทางการเงินทำให้ผู้ขายได้เงินซึ่งเป็นเงินทุนที่ระดมได้จากการขายเพื่อใช้ลงทุนต่อไปในโครงการที่ยังขาดแคลนเงินลงทุน ส่วนการที่ผู้ซื้อสินทรัพย์ทางการเงินจ่ายเงินซื้อออกไปถือเป็นการให้ผู้ขายสินทรัพย์ได้ใช้เงินทุนในส่วนที่ผู้ซื้อได้เก็บสะสมเอาไว้ก่อน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548)

ตลาดการเงินหากจำแนกประเภทตามอายุของตราสารทางการเงินหรืออายุของสัญญาที่เป็นเครื่องมือในการโยกย้ายเงินทุนได้จำแนกเป็น 2 ประเภท คือ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2553)

1. ตลาดเงิน (Money Market) เป็นตลาดที่มีการซื้อขายตราสารทางการเงินที่มีอายุไม่เกิน 1 ปี เช่น ตั๋วเงิน ตั๋วเงินคลัง ใบรับฝากเงินที่เปลี่ยนมือได้ และตั๋วสัญญาใช้เงินระยะสั้น โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะระดมทุนไปใช้จ่ายเพื่อเสริมสภาพคล่องสำหรับการทำธุรกรรมปกติในแต่ละวัน

2. ตลาดทุน (Capital Market) เป็นตลาดที่มีการซื้อขายตราสารทางการเงินที่มีอายุมากกว่า 1 ปีขึ้นไป เช่น หุ้นสามัญ หุ้นกู้ และพันธบัตรประเภทต่างๆ โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะนำมาใช้ในการลงทุนในโครงการระยะยาว

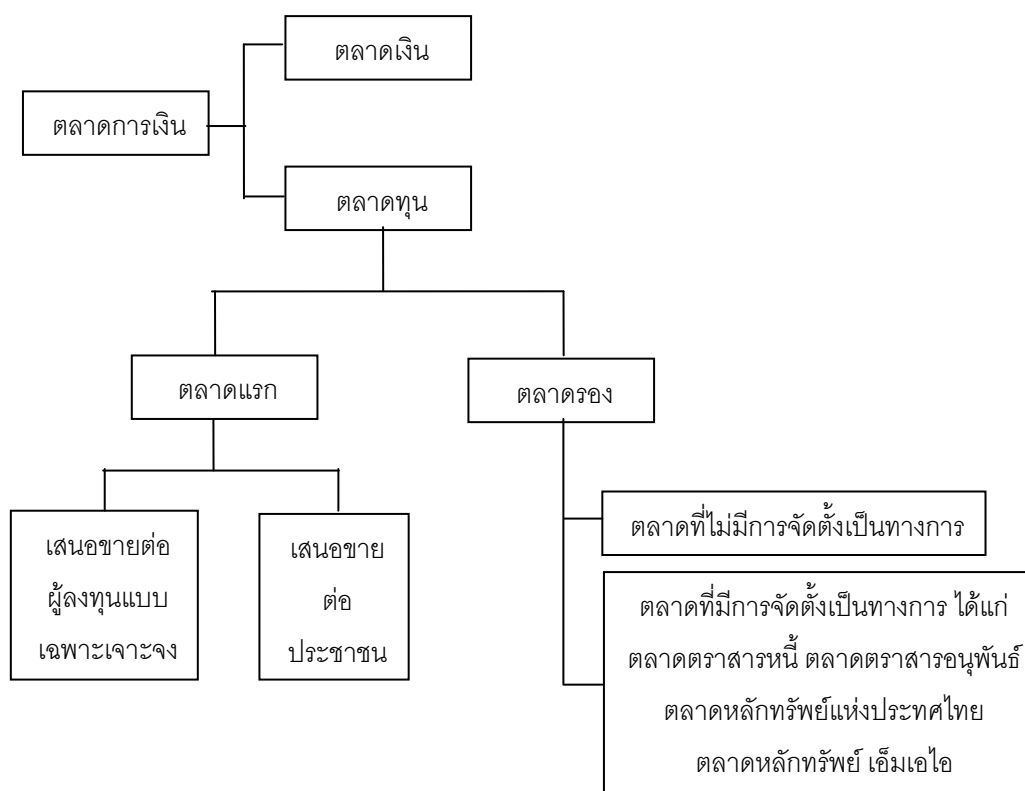
### 1.3 ประเภทของตลาดทุน

ตลาดทุนที่มีตราสารหรือหลักทรัพย์เปลี่ยนมือได้เป็นเครื่องมือในการระดมทุน หรือที่เรียกสั้นๆ ว่าตลาดหลักทรัพย์ สามารถจำแนกเป็น 2 ประเภท คือ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2553)

1. **ตลาดแรก (Primary Market)** เป็นแหล่งกลางในการเสนอขายและซื้อหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ เมื่อธุรกิจต้องการเงินทุนเพิ่มจากภายนอกกิจการสำหรับการดำเนินงานและขยายกิจการ การเสนอขายหลักทรัพย์อาจจะกระทำโดยธุรกิจผู้ต้องการเพิ่มทุนเอง หรือธุรกิจนั้นอาจให้สถาบันการเงินช่วยจัดการให้ได้

2. **ตลาดรอง (Secondary Market)** เป็นแหล่งกลางในการเสนอขายและซื้อหลักทรัพย์ซึ่งเคยผ่านการซื้อขายในตลาดแรกมาแล้ว ตลาดรองที่มีประสิทธิภาพช่วยให้ผู้ลงทุนมีสภาพคล่องมากขึ้น โดยการซื้อขายในตลาดรองอาจกระทำขึ้นเนื่องจากการซื้อขายเพื่อให้สอดคล้องกับความต้องการเงินทุนในช่วงเวลานั้นๆ หรือเป็นการซื้อขายเพื่อทำกำไร ทั้งนี้การซื้อขายในตลาดรองนั้นกระแสทุนที่เกิดขึ้นไม่ได้มีการเคลื่อนย้ายเข้าสู่ธุรกิจผู้ออกตราสารเหมือนในตลาดแรก

ทั้งนี้เพื่อให้เห็นภาพของตลาดการเงินที่มีองค์กรกำกับดูแลและสถาบันการเงินที่เกี่ยวข้องดำเนินอยู่ จึงขอแสดงโครงสร้างตลาดการเงินไว้ดังภาพประกอบที่ 2.1 แสดงภาพรวมของตลาดการเงิน



ภาพประกอบที่ 2.1 แสดงภาพรวมของตลาดการเงิน

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2553)

#### 1.4 การให้บริการระบบการซื้อขายหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้พัฒนาระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยคอมพิวเตอร์ (Automated System For the Stock Exchange of Thailand : ASSET) เพื่ออำนวยความสะดวกในการซื้อขายหลักทรัพย์ให้แก่บริษัทสมาชิกและผู้ลงทุน โดยคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ที่ส่งเข้ามาจากบริษัทสมาชิก ระบบการซื้อขายหลักทรัพย์จะทำการจับคู่คำสั่งซื้อขายโดยอัตโนมัติ (Automatic Order Matching : AOM) ซึ่งจะนำไปตามเกณฑ์การจัดลำดับของราคาและเวลา โดยคำสั่งซื้อขายที่มีลำดับราคาและเวลาที่ดีที่สุดจะถูกจับคู่ซื้อขายก่อน หลังจากที่มีการจับคู่คำสั่งซื้อขายแล้ว ระบบการซื้อขายหลักทรัพย์จะยืนยันรายการซื้อขายดังกล่าวกลับไปยังบริษัทสมาชิก เพื่อให้ทราบผลในทันที นอกจากนี้ยังมีการซื้อขายรองที่เรียกว่า Put-Through (PT) นั่นคือการที่บริษัทสมาชิกผู้ซื้อและบริษัทสมาชิกผู้ขายได้เจรจาตกลงการซื้อขายกันก่อนแล้ว จึงให้บริษัทสมาชิกผู้ขายเป็นผู้บันทึกรายการซื้อขายเข้ามาในระบบการซื้อขายหลักทรัพย์และให้บริษัทสมาชิกผู้ซื้อเป็นผู้รับรองรายการซื้อขายดังกล่าว

AOM เป็นวิธีการซื้อขายแบบจับคู่คำสั่งอัตโนมัติ เป็นวิธีการซื้อขายที่ผู้ซื้อและผู้ขายส่งคำสั่งซื้อขายผ่านคอมพิวเตอร์เข้ามายังระบบการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์ โดยระบบคอมพิวเตอร์ของตลาดหลักทรัพย์จะเรียงลำดับและจับคู่คำสั่งซื้อขายโดยอัตโนมัติด้วยหลักการราคาและเวลาที่ดีที่สุดซึ่งหมายความว่าคำสั่งซื้อที่มีราคาสูงที่สุดและคำสั่งราคาขายที่ราคาต่ำที่สุดจะถูกจับคู่ซื้อขายก่อน

PT เป็นวิธีซื้อขายแบบมีการตกลงกันระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายเป็นวิธีการซื้อขายที่บริษัทหลักทรัพย์ผู้ซื้อและผู้ขายทำความตกลงซื้อขายหุ้นกันเอง เมื่อตกลงซื้อขายกันได้แล้วก็บันทึกรายละเอียดของรายการซื้อขายดังกล่าวผ่านระบบการซื้อขายเพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทราบ ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอนุญาตให้ใช้การซื้อขายแบบ PT สำหรับการซื้อขายรายใหญ่ (Big Lot Trading) หรือเป็นการซื้อขายหุ้นที่มีชาวต่างชาติเป็นเจ้าของ

### 1.5 สัญลักษณ์ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขาย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีหน้าที่ในการกำกับดูแลให้ผู้ลงทุนได้รับข่าวสารต่างๆ จากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อย่างเท่าเทียมกัน การแจ้งข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์จะใช้วิธีแสดงด้วยสัญลักษณ์หรือเครื่องหมายต่างๆ เพื่อให้ผู้ลงทุนใช้ความระมัดระวังในการลงทุน (Bodie, Kane & Marcus, รวี ลงกานี, แปล, 2550) และเพื่อให้เกิดความมั่นใจในความถูกต้องและประสิทธิภาพในการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งสัญลักษณ์หรือเครื่องหมายต่างๆ ที่กำกับอยู่ข้างหลักทรัพย์บนกระดานซื้อขายหลักทรัพย์ จะบอกความหมายให้แก่ผู้ลงทุน ดังต่อไปนี้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2553)

XD (Excluding Dividend) เป็นเครื่องหมายที่แสดงว่า ราคาที่เสนอซื้อหรือขายหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นราคาที่ไม่รวมถึงเงินปันผลที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์ในการปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหลักทรัพย์ หรืออาจกล่าวได้ว่าผู้ที่ซื้อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนไม่มีสิทธิได้รับเงินปันผลที่บริษัทประกาศจ่ายในงวดนั้นนั่นเอง

XI (Excluding Interest) เป็นเครื่องหมายที่แสดงว่า ราคาที่เสนอซื้อหรือขายหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นราคาที่ไม่รวมถึงดอกเบี้ยที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์ในการปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหลักทรัพย์คราวนั้น หรืออาจกล่าวได้ว่าผู้ที่ซื้อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนไม่มีสิทธิได้รับดอกเบี้ยจ่ายในงวดนั้น (เฉพาะการซื้อขายหุ้นกู้)

XR (Excluding Right) เป็นเครื่องหมายแสดงว่า ราคาที่เสนอซื้อหรือขายหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นราคาที่ไม่รวมถึงสิทธิในการจองซื้อหุ้นใหม่ที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ให้แก่

ผู้ถือหลักทรัพย์ ในการปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหลักทรัพย์คราวนั้น หรืออาจกล่าวได้ว่า ผู้ที่ซื้อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนไม่มีสิทธิในการจองซื้อหุ้นสามัญจากการเพิ่มทุนในครั้งนั้น

XW (Excluding Warrant) เป็นเครื่องหมายแสดงว่า ราคาที่เสนอซื้อหรือขายหลักทรัพย์เป็นราคาที่ไม่รวมถึงสิทธิในการได้รับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหลักทรัพย์หรือวอแรนท์ ที่มีกำหนดเวลาเกิน 2 เดือน แต่ไม่เกิน 10 ปี นับแต่วันที่ออก ที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์ในการปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหุ้นในคราวนั้น หรืออาจกล่าวได้ว่า ผู้ที่ซื้อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนไม่มีสิทธิในการได้รับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหลักทรัพย์หรือวอแรนท์ ที่มีกำหนดเวลาเกิน 2 เดือน แต่ไม่เกิน 10 ปี นับแต่วันที่ออก

XS (Excluding Short-Term Warrants) เป็นเครื่องหมายแสดงว่า ราคาที่เสนอซื้อหรือขายหลักทรัพย์เป็นราคาที่ไม่รวมถึงสิทธิในการได้รับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหลักทรัพย์หรือวอแรนท์ที่มีกำหนดเวลาไม่เกิน 2 เดือน นับแต่วันที่ออก ที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์ในการปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหุ้นในคราวนั้น หรืออาจกล่าวได้ว่า ผู้ที่ซื้อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนไม่มีสิทธิในการได้รับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหลักทรัพย์หรือวอแรนท์ ที่มีกำหนดเวลาไม่เกิน 2 เดือน นับแต่วันที่ออก

XT (Excluding Transferrable Subscription Rights) เป็นเครื่องหมายแสดงว่า ราคาที่เสนอซื้อหรือขายหลักทรัพย์เป็นราคาที่ไม่รวมถึงสิทธิในการได้รับใบแสดงสิทธิในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนที่โอนสิทธิได้ ที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์ในการปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหุ้นในคราวนั้น หรืออาจกล่าวได้ว่า ผู้ที่ซื้อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนไม่มีสิทธิในการได้รับใบแสดงสิทธิในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนที่โอนสิทธิได้

XA (Excluding All) เป็นเครื่องหมายแสดงว่า ราคาที่เสนอซื้อหรือขายหลักทรัพย์เป็นราคาที่ไม่รวมถึงสิทธิประโยชน์มากกว่า 1 สิทธิ เช่น เงินปันผล สิทธิในการจองซื้อหุ้นใหม่ หรือสิทธิในการได้รับใบสำคัญแสดงสิทธิ เป็นต้น ที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์ในการปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหุ้นในคราวนั้น หรืออาจกล่าวได้ว่า ผู้ที่ซื้อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนไม่มีสิทธิได้รับประโยชน์มากกว่า 1 สิทธิ เช่น เงินปันผล สิทธิในการจองซื้อหุ้นใหม่ หรือสิทธิในการได้รับใบสำคัญแสดงสิทธิ เป็นต้น ในครั้งนั้นๆ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะขึ้นเครื่องหมาย X ดังกล่าว ล่วงหน้า 3 วันทำการก่อนวันที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์กำหนดปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหลักทรัพย์

NP (Notice Pending) เป็นเครื่องหมายที่แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนมีข่าวสารหรือสารสนเทศต้องชี้แจงหรือรายงานต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจะขึ้นเครื่องหมายนี้เมื่อ

บริษัทจดทะเบียนไม่จัดส่งงบการเงินหรือรายงานให้ตลาดหลักทรัพย์ภายในระยะเวลาที่กำหนด หรือตลาดหลักทรัพย์อยู่ระหว่างรอคำชี้แจงหรือรายงานเพิ่มเติมจากบริษัทจดทะเบียน หรือข่าวสารที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนยังไม่ครบถ้วนหรือชัดเจนเพียงพอ

NR (Notice Received) เป็นเครื่องหมายที่แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนได้ชี้แจงข้อมูลหรือรายงานข่าวสารหรือสารสนเทศต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว และข่าวสารดังกล่าวได้เผยแพร่แก่ผู้ลงทุนแล้ว โดยตลาดหลักทรัพย์จะปลดเครื่องหมาย NP และจะขึ้นเครื่องหมาย NR เป็นเวลา 1 วัน

H (Trading Halt) เป็นเครื่องหมายแสดงการห้ามซื้อขายหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนนั้นเป็นการชั่วคราว โดยแต่ละครั้งมีระยะเวลาไม่เกินหนึ่งรอบการซื้อขาย ซึ่งตลาดหลักทรัพย์มีหลักเกณฑ์ในการขึ้นเครื่องหมาย H ดังนี้

1. มีข้อมูลหรือข่าวสารที่สำคัญที่อาจมีผลกระทบต่อสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหลักทรัพย์หรือต่อการตัดสินใจในการลงทุนหรือต่อการเปลี่ยนแปลงในราคาของหลักทรัพย์ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ ยังไม่ได้รับรายงานจากบริษัท และอยู่ระหว่างการสอบถามข้อเท็จจริงและรอคำชี้แจงจากบริษัท และตลาดหลักทรัพย์เห็นว่าบริษัทสามารถชี้แจงได้ในทันที
  2. ภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทใดบริษัทหนึ่งน่าสงสัยว่าจะมีผู้ลงทุนบางกลุ่มทราบข้อมูลหรือข่าวสารที่สำคัญ และอยู่ระหว่างการสอบถามข้อเท็จจริงจากบริษัท และตลาดหลักทรัพย์เห็นว่าบริษัทสามารถชี้แจงได้ในทันที
  3. บริษัทร้องขอให้ตลาดหลักทรัพย์ สั่งห้ามการซื้อขายหลักทรัพย์ของตนเป็นการชั่วคราว เนื่องจากบริษัทอยู่ในระหว่างรอการเปิดเผยข้อมูลหรือข่าวสารที่สำคัญ และตลาดหลักทรัพย์เห็นว่าบริษัทสามารถชี้แจงได้ในทันที
  4. มีเหตุอื่นใดที่อาจมีผลกระทบอย่างร้ายแรงต่อการซื้อขายหลักทรัพย์
- นั้น

SP (Trading Suspension) เป็นเครื่องหมายแสดงการห้ามซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนเป็นการชั่วคราว โดยแต่ละครั้งมีระยะเวลาเกินกว่าหนึ่งรอบการซื้อขาย ซึ่งตลาดหลักทรัพย์มีหลักเกณฑ์ในการขึ้นเครื่องหมาย SP ดังนี้

1. เมื่อเกิดกรณีเช่นเดียวกับข้อ 1 ถึง 3 ของการขึ้นเครื่องหมาย H และตลาดหลักทรัพย์เห็นว่าบริษัทไม่สามารถชี้แจงหรือเปิดเผยข้อมูลได้ในทันที



2. บริษัทฝ่าฝืนหรือละเลยไม่ปฏิบัติตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศ คำสั่ง มติคณะกรรมการ ข้อตกลง ตลอดจนหนังสือเวียนที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้บริษัทปฏิบัติตาม
3. บริษัทไม่นำส่งงบการเงินให้ตลาดหลักทรัพย์ภายใน 5 วันนับแต่วันที่ตลาดหลักทรัพย์ขึ้นเครื่องหมาย NP ไว้บนกระดานของหลักทรัพย์
4. บริษัทนำส่งงบการเงินล่าช้าติดต่อกัน 3 ครั้ง
5. หลักทรัพย์อยู่ระหว่างการพิจารณาเพิกถอนหรืออยู่ระหว่างการปรับปรุงสภาพเพื่อให้พ้นข่ายการถูกเพิกถอน
6. หลักทรัพย์จะครบกำหนดเวลาในการไถ่ถอนหรือการแปลงสภาพหรือการใช้สิทธิหรือการขายคืนหรือมีเหตุการณ์ที่อาจส่งผลกระทบต่อการซื้อขายหลักทรัพย์

## 1.6 กลุ่มอุตสาหกรรม

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดกลุ่มอุตสาหกรรม (Industry Group) ระบบใหม่ครอบคลุมหมวดย่อยๆ เพื่อให้โครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรมมีความกระชับและชัดเจนมากขึ้น เพราะบริษัทที่ประกอบธุรกิจลักษณะเดียวกัน จะนำมาเรียงใกล้กัน อำนวยความสะดวกให้แก่ผู้ลงทุนในการสรรหาบริษัทเพื่อลงทุนอย่างเป็นลำดับขั้นตอนจากกลุ่มอุตสาหกรรมใหญ่ไปถึงกลุ่มอุตสาหกรรมย่อย และสามารถพิจารณาเปรียบเทียบการเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์ในระดับกลุ่มอุตสาหกรรมของไทยกับตลาดอื่นๆ ได้ เพราะโครงสร้างที่จัดใหม่นี้สอดคล้องกับที่มีอยู่ในต่างประเทศ แบ่งออกเป็น 8 กลุ่ม โดยมีรายละเอียดดังนี้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2553)

1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Agro & Food Industry) ประกอบด้วย หมวดธุรกิจการเกษตรและหมวดอาหารและเครื่องดื่ม
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products) ประกอบด้วย หมวดของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน หมวดของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์ และหมวดแฟชั่น
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน (Financials) ประกอบด้วย หมวดธนาคาร หมวดเงินทุนและหลักทรัพย์ และหมวดประกันภัยและประกันชีวิต
4. กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม (Industrials) ประกอบด้วย หมวดปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์ หมวดวัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร หมวดบรรจุภัณฑ์ หมวดกระดาษและวัสดุการพิมพ์ และหมวดยานยนต์

5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property & Construction) ประกอบด้วย หมวดวัสดุก่อสร้าง และหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ หมวดกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

6. กลุ่มทรัพยากร (Resources) ประกอบด้วย หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค และหมวดเหมืองแร่

7. กลุ่มบริการ (Services) ประกอบด้วย หมวดพาณิชย์ หมวดการท่องเที่ยวและสันทนาการ หมวดการแพทย์ หมวดสื่อและสิ่งพิมพ์ หมวดบริการเฉพาะกิจ และหมวดขนส่งและโลจิสติกส์

8. กลุ่มเทคโนโลยี (Technology) ประกอบด้วย หมวดเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร และหมวดชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์

### 1.7 ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดทุน

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2553) มีข้อความว่า ประสิทธิภาพของตลาดเป็นสิ่งที่พึงประสงค์ของในทุกประเทศ ตลาดที่มีการทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ (Efficient Market) หมายถึง ตลาดซึ่งมีราคาของหลักทรัพย์ที่สามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารทุกประเภทอย่างรวดเร็ว ถูกต้องและทั่วถึง โดยผ่านการรับรู้ของผู้ลงทุนและผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายในตลาด ผลของข้อมูลนั้นๆ สามารถสะท้อนให้อยู่ในราคาของหลักทรัพย์ได้ ซึ่งข้อมูลนั้นอาจเป็นทั้งข้อมูลในอดีต ปัจจุบัน และการคาดการณ์ร่วมกันของตลาดเกี่ยวกับเหตุการณ์ที่มีที่คาดว่าจะเกิดในอนาคต ทั้งนี้ ข้อมูลข่าวสารนั้นจะเป็นข่าวสารข้อมูลได้ก็ต่อเมื่อเป็นสาระสำคัญซึ่งเกี่ยวข้องกับการประเมินราคาของหลักทรัพย์ (Relevant Information) และการเปลี่ยนแปลงของราคาเพื่อตอบสนองต่อข่าวสารนั้นจะเป็นการเปลี่ยนแปลงที่ถาวร เมื่อตลาดทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ และทุกคนมีข่าวสารข้อมูลที่ถูกต้องเท่าเทียมกัน กระบวนการทำกำไรในตลาดอย่างไม่เป็นธรรม หรือการสร้างผลตอบแทนส่วนเกินปกตินั้นก็ไม่สามารถเกิดขึ้นได้เลย

#### สมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุน (Efficient Market Hypothesis)

ข้อมูลที่มีการเผยแพร่ต่อตลาดหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนในการเลือกว่าจะลงทุนในหลักทรัพย์ใด หรือไม่นั้น จะเป็นไปตามสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุน ซึ่ง Fama (1970) ศึกษาเรื่อง Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work และนักทฤษฎีทางการเงินได้อธิบายว่าตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพมี 3 ระดับ ดังนี้ (Fama, 1970; Brigham & Houston, 2001)

1. ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak Form Market Efficiency) ประสิทธิภาพของตลาดทุนในลักษณะนี้ ชุดของข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่ทำให้เกิดการเคลื่อนไหวหรือเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในอดีต ได้ถูกสะท้อนอยู่ในราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบัน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายในปัจจุบันจะคำนวณโดยอิงราคาหลักทรัพย์ในอดีตเท่านั้น จากการทดสอบพบว่า การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดทุนระดับนี้ มีลักษณะเป็นแบบสุ่ม (Random Walk) คือ มีความเป็นอิสระต่อกัน จากลักษณะแบบสุ่มเช่นนี้ ทำให้ค่าคาดการณ์เกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ขึ้นกับราคาในอดีตเท่านั้น ดังนั้น หากเชื่อว่าราคาตลาดในปัจจุบันได้สะท้อนถึงผลตอบแทนในอดีตทั้งหมดของหลักทรัพย์ และข้อมูลต่าง ๆ เกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์แล้ว สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำย่อมจะบอกให้ทราบว่า อัตราผลตอบแทนในอดีต รวมทั้งข้อมูลตลาดในอดีต ไม่ควรจะมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในอนาคต (เนื่องจากอัตราผลตอบแทนในอดีตและอัตราผลตอบแทนในอนาคตควรเป็นอิสระต่อกัน ตามสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพ) ด้วยเหตุนี้ นักลงทุนจะได้กำไรน้อยมาก ถ้าตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยอาศัยข้อมูลอัตราผลตอบแทนในอดีต หรือข้อมูลตลาดอื่นในอดีต ไม่ว่านักลงทุนจะใช้กฎเกณฑ์หรือเทคนิคใด ๆ ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์

2. ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง (Semi-strong Form Market Efficiency) ประสิทธิภาพของตลาดทุนในลักษณะนี้ ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่เปิดเผยให้สาธารณชนได้ทราบแล้วทั้งหมด หรือหมายถึง เมื่อมีการประกาศข้อมูลข่าวสารให้สาธารณชนทราบ ราคาหลักทรัพย์จะตอบสนองต่อข่าวสารนั้น ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลางนี้ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันไม่ได้เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในอดีตเท่านั้น แต่จะรวมผลของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายในปัจจุบันโดยการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายจะมีการปรับราคาทันทีที่มีการประกาศข้อมูลในตลาดได้อย่างถูกต้องและเป็นกลาง โดยตลาดทุนจะมีความเห็นพ้องกันในราคาที่กำหนดตามข้อมูลพื้นฐานทางเศรษฐกิจของธุรกิจตามที่แสดงไว้ในรายงานการเงินหรือข้อมูลทางการบัญชี ซึ่งเป็นแหล่งข้อมูลสาธารณะ (Public Information) ที่สำคัญที่สุดสำหรับนักลงทุน (Bushman & Smith, 2003) ซึ่งข้อมูลสาธารณะจะประกอบด้วยข้อมูล 2 ส่วน ดังนี้ 1) ข้อมูลตลาด (Market Information) เช่น ราคาหลักทรัพย์ในอดีต อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ และข้อมูลอื่น ๆ ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด เช่น การซื้อขายหน่วยย่อย (Odd Lot) และการซื้อขายรายใหญ่ (Block Trade) เป็นต้น 2) ข้อมูลที่

ไม่ใช่ข้อมูลตลาด (Nonmarket Information) เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับการประกาศตัวเลขรายได้ของธุรกิจ และข้อมูลเกี่ยวกับการประกาศการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (Price-to-Earning หรือ P/E Ratios) อัตราส่วนเงินปันผลต่อผลตอบแทน (Dividend-Yield Ratios) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Price-Book Value หรือ P/BV ratios) การแตกหุ้น (Stock Splits) ข่าวเกี่ยวกับเศรษฐกิจ และข่าวเกี่ยวกับการเมือง เป็นต้น ตลาดทุนจะมีความเห็นพ้องกันในราคาที่กำหนดตามข้อมูลพื้นฐานทางเศรษฐกิจของธุรกิจตามที่แสดงไว้ในรายงานการเงินหรือข้อมูลทางบัญชี ซึ่งเป็นแหล่งข้อมูลสาธารณะที่สำคัญที่สุด ดังนั้น ภายใต้สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลางนี้ นักลงทุนที่ตัดสินใจลงทุนอาศัยข่าวสารใหม่ๆ ที่สำคัญใดๆ ก็ตามหลังจากที่ข้อมูลนั้นได้ประกาศให้สาธารณะชนรับรู้แล้ว ก็ไม่ควรที่จะได้รับผลตอบแทนเกินกว่าอัตราผลตอบแทนที่รับรู้ หรือไม่ควรได้รับกำไรที่สูงกว่ากำไรที่รับรู้ความเสี่ยงโดยเฉลี่ย หรืออาจเรียกว่า กำไรเกินปกติ ที่คาดว่าจะได้จากการลงทุน หลังจากหักค่าใช้จ่ายต่างๆ ในการซื้อขายแล้ว

3. ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong Form Market Efficiency) ประสิทธิภาพของตลาดทุนในลักษณะนี้ ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมด ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลที่ได้ประกาศให้ทราบแล้ว หรือเป็นข้อมูลภายในของบริษัท สมมติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับสูงนี้ นอกจากจะครอบคลุมทั้งสมมติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ และความมีประสิทธิภาพในระดับปานกลางของตลาดไว้แล้ว สมมติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับสูง ยังขยายขอบเขตสมมติฐานโดยอธิบายลักษณะของตลาดที่มีประสิทธิภาพว่า ในตลาดที่มีประสิทธิภาพ นักลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารทั้งหมด โดยไม่มีต้นทุน และนักลงทุนจะได้รับข้อมูลข่าวสารเหล่านั้นพร้อมๆ กันทุกคนภายในเวลาเดียวกัน จากการยอมรับสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูงตามที่ได้กล่าวมาแล้ว จะหมายความว่าไม่มีนักลงทุนกลุ่มใดมีความสามารถในการผูกขาดความเป็นเจ้าของข้อมูลทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ได้ ดังนั้น จึงไม่มีนักลงทุนกลุ่มใดได้รับผลตอบแทนเหนืออัตราผลตอบแทนที่รับรู้ความเสี่ยงโดยเฉลี่ยได้ตลอดเวลา

กล่าวโดยสรุป ภายใต้สมมติฐานนี้ การศึกษาประสิทธิภาพตลาดทุนจะพิจารณาว่าราคาหลักทรัพย์หรืออัตราผลตอบแทนที่เปลี่ยนแปลงไปเพื่อตอบสนองต่อข้อมูลที่เข้าในตลาดทุน มีความผิดปกติใดๆ หรือไม่ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ตลาดสามารถรับรู้ข้อมูลข่าวสารในตลาดทุนหรือไม่ อย่างไร และราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวกับข่าวสารได้รวดเร็วเพียงใด โดยเฉพาะสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง (Semi-Strong Form Efficient Market) ซึ่งจะให้ความสำคัญกับข่าวสารที่ปรากฏในงบการเงิน (Bartov, 2008)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2553) กล่าวว่า สมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ประกอบด้วย

1. จำนวนผู้ซื้อและผู้ขายมีจำนวนมากจนกระทั่งไม่มีบุคคลหนึ่งบุคคลใดมีอำนาจในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ราคาที่เกิดขึ้นจะเป็นราคาที่มีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพของตลาดหลักทรัพย์ หรืออาจกล่าวได้ว่าตลาดที่มีประสิทธิภาพจะประกอบไปด้วยผู้ลงทุนจำนวนมาก โดยที่แต่ละคนไม่มีอิทธิพลโดยตรงกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์
2. ผู้ลงทุนแต่ละคนมีพื้นฐานในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์เหมือนกัน (Homogeneous Expectation) ซึ่งกำหนดขึ้นจากความน่าจะเป็น (Probability Distribution) ของอัตราผลตอบแทน
3. ผู้ซื้อและผู้ขายในตลาดหลักทรัพย์มีความรู้อย่างสมบูรณ์ (Perfect Knowledge) เกี่ยวกับราคาและข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้น
4. ผู้ลงทุนจะเลือกการลงทุนที่ก่อให้เกิดอรรถประโยชน์สูงสุด กล่าวคือ ณ ระดับความเสี่ยงระดับหนึ่งผู้ลงทุนต้องการลงทุน ณ ระดับที่ก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนสูงสุด หรือในทางตรงข้าม ณ ระดับอัตราผลตอบแทนระดับหนึ่ง ผู้ลงทุนจะทำการลงทุนเมื่อระดับความเสี่ยงต่ำสุด

### 1.8 การกำหนดราคาหลักทรัพย์

การพิจารณาความมีประสิทธิภาพตลาดทุน นักลงทุนพยายามหาข้อมูลที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ เพื่อประเมินหาราคาหลักทรัพย์กับมูลค่าของธุรกิจ โดยมีวิธีกำหนดราคาหลักทรัพย์ ดังนี้ (Alexakis & Apergis, 1996; Helfert, 2003)

1. **การกำหนดด้วยราคาของสินทรัพย์** มีแนวปฏิบัติ 2 ลักษณะคือ การวัดมูลค่าจากสินทรัพย์รวม และการวัดมูลค่าจากสินทรัพย์สุทธิ หรือส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งการวัดมูลค่าจากส่วนของผู้ถือหุ้นจะสอดคล้องกับทฤษฎีความเป็นหน่วยงาน ซึ่งสมการพื้นฐานของทฤษฎีความเป็นหน่วยงาน คือ  $\text{สินทรัพย์} = \text{ส่วนของผู้ถือหุ้น} + \text{หนี้สิน}$  โดยส่วนของผู้ถือหุ้นประกอบด้วยหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งต่างก็มีสิทธิในกิจการ แต่จะต่างกันที่การวัดมูลค่าของสินทรัพย์นั้น โดยสิทธิของเจ้าหนี้จะถูกแยกออกมาต่างหากเมื่อบริษัทล้มละลาย ในขณะที่สิทธิของผู้ถือหุ้นวัดมูลค่าจากสินทรัพย์ที่ลงทุนบวกด้วยส่วนที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงจากการดำเนินงานและมูลค่าทรัพย์สินที่ถูกตีราคาเปลี่ยนแปลงในภายหลัง ดังนั้น ตามทฤษฎีความเป็นหน่วยงานนี้ หนี้สินจึงถูกมองว่า เป็นภาระผูกพันของกิจการ

2. **การกำหนดมูลค่าด้วยกำไร (Earnings Valuations)** กำไรถือเป็นตัวเลขที่มีความสำคัญ เพราะเป็นข้อมูลที่สรุปถึงผลการดำเนินงานของกิจการในรอบเวลาหนึ่งๆ หากกล่าวถึงกำไรจะมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ดังนี้ 1) ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันสัมพันธ์กับเงินปันผลในอนาคต 2) เงินปันผลในอนาคตสัมพันธ์กับกำไรในอนาคต 3) กำไรในอนาคตสัมพันธ์กับกำไรในปัจจุบัน ดังนั้น จึงพิจารณาได้ว่า กำไร คือ ค่าประมาณของกำไรทางเศรษฐกิจซึ่งเกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดที่นักลงทุนจะได้รับจากการลงทุน กำไรจึงเป็นข้อมูลพื้นฐานที่สำคัญต่อการนำไปใช้ในการวิเคราะห์กำหนดหรือประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ โดยเฉพาะกำไรต่อหุ้นซึ่งเป็นตัววัดที่นักลงทุนให้ความสนใจมากที่สุด ดังนั้น หากกำไรเป็นกำไรที่มีเสถียรภาพสูง (ผันผวนน้อย) การนำกำไรไปใช้ในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ของกิจการบนพื้นฐานของการคาดหวังผลตอบแทนในอนาคตและความเสี่ยงจากการลงทุน จะมีความแม่นยำสูงกว่ากำไรที่มีเสถียรภาพต่ำ (ผันผวนมาก) สามารถอธิบายกำไรที่มีเสถียรภาพสูงกับกำไรที่มีเสถียรภาพต่ำ ดังนี้

**กำไรที่มีเสถียรภาพสูง** เป็นกำไรในปีปัจจุบันที่มีความสม่ำเสมอในระยะเวลาต่อเนื่องและคาดว่าจะเกิดขึ้นอีกในอนาคต อันเป็นผลมาจากกำไรปีปัจจุบันประกอบด้วย รายการประจำที่เกิดขึ้นบ่อยเป็นจำนวนมาก เช่น รายได้ หรือค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงาน ทั้งนี้ กำไรที่มีเสถียรภาพสูงจะนำไปสู่กำไรที่มีคุณภาพ เนื่องจากในบางมุมมองคุณภาพของกำไรจะเป็นความสามารถของกำไรในการสะท้อนกระแสเงินสดในอนาคตที่อยู่เบื้องหลังการเกิดกำไร ดังนั้น กำไรที่มีเสถียรภาพสูง สามารถสะท้อนกระแสเงินสดส่วนเกินในอนาคตและสามารถใช้ในการประมาณกระแสเงินสดได้เป็นอย่างดี อย่างไรก็ตาม ในการดำเนินงานธุรกิจย่อมถูกกระทบด้วยปัจจัยภายในและภายนอก ซึ่งทำให้ธุรกิจต้องเผชิญกับความไม่แน่นอน (ความเสี่ยง) อยู่ตลอดเวลา โดยเฉพาะความผันผวนทางเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นปัจจัยที่ไม่สามารถควบคุมได้และมักส่งผลให้เกิดความผันผวนของกำไรหรือความไม่แน่นอนของกำไรที่ธุรกิจได้รับ ความไม่แน่นอนของยอดขายและค่าใช้จ่ายประจำ รวมทั้งประสิทธิภาพในการบริหารจัดการธุรกิจ อันจะส่งผลกระทบต่อเนืองไปยังความสามารถในการสร้างกำไร ความสามารถในการชำระหนี้ การจ่ายเงินปันผล เป็นต้น เมื่อผลประกอบการของธุรกิจมีความไม่แน่นอน ผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังจะได้รับการลงทุนในหลักทรัพย์จะมีความไม่แน่นอนด้วย

**กำไรที่มีเสถียรภาพต่ำ** เป็นกำไรในปีปัจจุบันที่ไม่คาดว่าจะเกิดขึ้นอีกในอนาคตเนื่องจากกำไรปีปัจจุบันประกอบด้วย ส่วนประกอบที่เกิดขึ้นเพียงชั่วคราวเป็นจำนวนมาก จึงทำให้กำไรในปัจจุบันไม่สะท้อนกระแสเงินสดส่วนเกินในอนาคต การมีส่วนประกอบที่เกิดขึ้นเพียงชั่วคราว ได้แก่ กำไรขาดทุนจากการขายสินทรัพย์ กำไรขาดทุนจากการจำหน่ายส่วนงานธุรกิจ

กำไรขาดทุนจากการลงทุนในบริษัทย่อย บริษัทร่วม เป็นต้น รายการเหล่านี้อาจเป็นสิ่งที่ทำให้กำไรผันผวนไปจากตัวเลขที่ควรจะเป็น และไม่เป็นเครื่องมือที่ดีในการใช้ประกอบการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจ กำไรที่มีเสถียรภาพต่ำเป็นเครื่องบ่งชี้ว่า คุณภาพกำไรด้อยลง เพราะฉะนั้น การนำกำไรไปใช้ประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ อาจทำให้ผลของการพยากรณ์ขาดความแม่นยำ

**3. การกำหนดค่าด้วยกระแสเงินสดที่คิดลดเป็นมูลค่าปัจจุบัน** (Discounted Cash Flow Valuations) ซึ่งเป็นวิธีที่จะต้องใช้การคาดคะเนกระแสเงินสดของธุรกิจ โดยการนำข้อมูลทางการบัญชีมาปรับปรุงสมมติฐานต่าง ๆ เพื่อหามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดเพื่อวัดมูลค่าบริษัท ณ เวลาหนึ่ง ๆ

ดังนั้น การประเมินหาราคาหลักทรัพย์ ทั้งสามวิธีดังกล่าวข้างต้นเป็นวิธีที่ใช้ข้อมูลทางการบัญชีเป็นข้อมูลพื้นฐานในการกำหนดมูลค่าของธุรกิจ หรือกล่าวได้ว่า ข้อมูลทางการบัญชีเป็นข้อมูลที่มีความสำคัญต่อนักลงทุนในการนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์

## ตอนที่ 2 ผลตอบแทนหลักทรัพย์

### 2.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

#### ความเป็นมาและความหมายของผลตอบแทนหลักทรัพย์

ผลตอบแทนหลักทรัพย์ ถือเป็นแรงจูงใจที่สำคัญในการลงทุนของนักลงทุน ซึ่งผลตอบแทนนี้แสดงถึงความมั่งคั่งที่เกิดขึ้นจากการลงทุน ทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนมีความเกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงของความมั่งคั่งที่เกิดขึ้นจากการลงทุน การเปลี่ยนแปลงจะเกิดจากกระแสเงินสดรับที่เพิ่มขึ้น เช่น เงินปันผล หรืออาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามในการลงทุนผู้ลงทุนต้องระลึกเสมอว่าผลตอบแทนจากการลงทุนที่เกิดขึ้นนั้นเป็นสิ่งที่เกิดขึ้นได้ในอนาคต จึงมีโอกาสที่จะเกิดความไม่แน่นอนต่างๆ ที่จะส่งผลกระทบต่อการได้รับผลตอบแทนของผู้ลงทุน ความไม่แน่นอนดังกล่าวมักจะถูกเรียกว่า ความเสี่ยง (Risk) และการลงทุนในตลาดทุนผู้ลงทุนต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนที่สูงที่สุดบนระดับความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนสามารถยอมรับได้ ซึ่งในทางปฏิบัติผู้ลงทุนจะนำอัตราผลตอบแทนที่คำนวณได้ปรับด้วยระดับความเสี่ยงไปใช้ในการเลือกลงทุนในการลงทุน โดยผู้ลงทุนจะเลือกการลงทุนที่สร้างผลตอบแทนสูงที่สุดบนระดับความเสี่ยงที่เท่ากัน หรือหากเป็นทางเลือกการลงทุนที่มีผลตอบแทนตอบแทนที่เท่ากัน ผู้ลงทุนจะเลือกทางเลือกการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำที่สุด ดังนั้น การลงทุนในหลักทรัพย์แต่ละตัว

ผู้ลงทุนจึงควรคำนึงถึงอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงควบคู่กันไปในการพิจารณาตัดสินใจลงทุน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2553)

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า นักวิจัยและนักวิชาการได้ให้ความหมายหรือคำจำกัดความของคำว่า ผลตอบแทนหลักทรัพย์ ดังตารางที่ 2.1

ตารางที่ 2.1 แสดงความหมายของผลตอบแทนหลักทรัพย์

นักวิจัยและนักวิชาการ	ความหมายของผลตอบแทนหลักทรัพย์
Ross, Westerfield & Jaffe (1999)	ผลรวมของข้อมูลผลตอบแทนในรูปของร้อยละจากจำนวนเงินลงทุนซึ่งประกอบด้วยเงินปันผลและราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลง
Abdoli & Royae (2012)	ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งมี 2 ส่วน คือ กระแสเงินสดหรือรายได้ในรูปของเงินปันผล หรือดอกเบี้ย และกำไร(ขาดทุน) จากการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2545)	ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง (Realized Return) และผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเป็นผลตอบแทนที่เกิดขึ้นหลังความเป็นจริงได้เกิดขึ้น หรือได้รับผลตอบแทนนั้นแล้ว ส่วนผลตอบแทนที่คาดหวังคือผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับในอนาคต ซึ่งอาจจะเป็นผลตอบแทนที่มีขึ้นก่อนความจริงจะเกิดขึ้น ได้แก่ ดอกเบี้ย (Interest) เงินปันผล (Dividend) และกำไรจากการที่ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น (Capital Gain) หรือลดลง (Capital Loss) ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับประเภทของหลักทรัพย์ที่ถืออยู่
อภิชาติ พงศ์สุพัฒน์ (2550)	ผลตอบแทนจากการถือหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลาหนึ่ง คือเงินสดที่ได้รับจากความเป็นเจ้าของ (เช่น เงินปันผล ดอกเบี้ย) บวกด้วยการเปลี่ยนแปลงของราคาตลาด

### แนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์

การวิเคราะห์หลักทรัพย์เป็นเครื่องมือที่ช่วยในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ มีอยู่สองแนวคิด คือ การวิเคราะห์ปัจจัยขั้นพื้นฐาน (Fundamental Analysis) และการวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) ส่วนอีกแนวความคิดหนึ่งเป็นความคิดที่ช่วยให้เข้าใจพฤติกรรมราคา



หลักทรัพย์ในแต่ละตลาดได้ดียิ่งขึ้น ได้แก่ แนวความคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

### 1. การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน(Fundamental Analysis)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2553) กล่าวถึง การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน ว่าแนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน เป็นแนวคิดที่มุ่งวิเคราะห์ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดราคาหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงจากการลงทุน ปัจจัยพื้นฐานต่างๆ ดังกล่าวได้แก่ ปัจจัยด้านภาวะเศรษฐกิจ ภาวะทางการเมือง ปัจจัยด้านภาวะอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง และปัจจัยที่เกี่ยวกับผลการดำเนินงาน รวมทั้งฐานะทางการเงินของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ดังนั้นวิธีวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานจึงเป็นการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ ภาวะการเมือง ภาวะอุตสาหกรรม และภาวะบริษัทเพื่อนำมาใช้ในการกำหนดมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ การวิเคราะห์หลักทรัพย์เป็นการวิเคราะห์ที่ประกอบด้วยขั้นตอนการเก็บรวบรวมข้อมูล การศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูล และการตีความ ผลที่ได้จากการศึกษาเพื่อนำมาพิจารณากำหนดหลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์ที่จะลงทุนตามระดับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง เพื่อให้ได้มาซึ่งหลักทรัพย์และกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนที่ดีที่สุด ที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุด ณ ความเสี่ยงระดับที่ผู้ลงทุนนั้นๆ สามารถยอมรับได้ ซึ่งอาจแตกต่างกันไป ดังนั้น ผู้วิเคราะห์หลักทรัพย์จำเป็นต้องวิเคราะห์ข้อมูล ตรวจสอบ และตัดสินใจให้สอดคล้องกับเป้าหมายการลงทุนที่ผู้ลงทุนตั้งไว้อย่างชัดเจนและสมเหตุสมผล

วัตถุประสงค์สุดท้ายของการวิเคราะห์ตามแนวคิดการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน คือ การกำหนดมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ เพื่อเปรียบเทียบกับราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้น และตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ ดังนี้

1. หากพบว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงที่คำนวณได้ หรือที่เรียกว่าราคาตลาดต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Underprice) ก็ควรซื้อหลักทรัพย์นั้น เพราะย่อมหมายถึงการจะได้รับอัตราผลตอบแทนในระดับที่สูงกว่าที่ผู้ลงทุนต้องการ

2. หากพบว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์ดังกล่าวสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงที่คำนวณได้ หรือที่เรียกว่า ราคาตลาดสูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overprice) ก็ไม่ควรซื้อหลักทรัพย์นั้น หรือหากถือหลักทรัพย์นั้นอยู่ก็ควรขายหลักทรัพย์นั้นไป หากผู้ลงทุนเกิดไปซื้อหลักทรัพย์ที่มีราคาตลาดสูงกว่าที่ควรจะเป็น ย่อมทำให้ผู้ลงทุนได้รับอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าระดับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ

ตามเหตุผลทางทฤษฎีที่ใช้สนับสนุนการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานนั้น มีรากฐานจากแนวคิดที่ว่า ราคาตลาดของหลักทรัพย์จะปรับตัวเข้าหามูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) ของหลักทรัพย์ กล่าวคือ เมื่อผู้ลงทุนพบว่าราคาตลาดต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Underprice) ก็ตัดสินใจซื้อ หากผู้ลงทุนหลายๆ คนเห็นเช่นนี้ การซื้อจะเป็นการกระตุ้นให้ราคาของหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้น จนกระทั่งราคาตลาดเข้าหามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งเป็นราคาคุณภาพ อันเป็นราคาที่ทำให้ผู้ลงทุนได้รับอัตราผลตอบแทนเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ และกลับกันหากผู้ลงทุนพบว่าราคาตลาดสูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overprice) ก็ตัดสินใจขาย การขายของผู้ลงทุนต่างๆ เป็นการกระตุ้นให้ราคาตลาดของหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง จนกระทั่งราคาตลาดเข้าหามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งเป็นราคาคุณภาพ อันเป็นราคาที่ทำให้ผู้ลงทุนได้รับอัตราผลตอบแทนเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการเช่นกัน

การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานเริ่มจากการวิเคราะห์สภาพเศรษฐกิจ มายังสภาพอุตสาหกรรมตลอดถึงผลการดำเนินงานของบริษัท โดยรวบรวมข้อมูลทางเศรษฐกิจ อุตสาหกรรม และของบริษัทมาวิเคราะห์แต่ละส่วนเพื่อนำไปสู่การคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท และทำให้ผู้ลงทุนสามารถกำหนดตัวแปรที่ใช้ในการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ อันประกอบด้วยกระแสเงินสดรับจากการลงทุนและความเสี่ยงได้ ซึ่งการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานมีขั้นตอนดังนี้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2553)

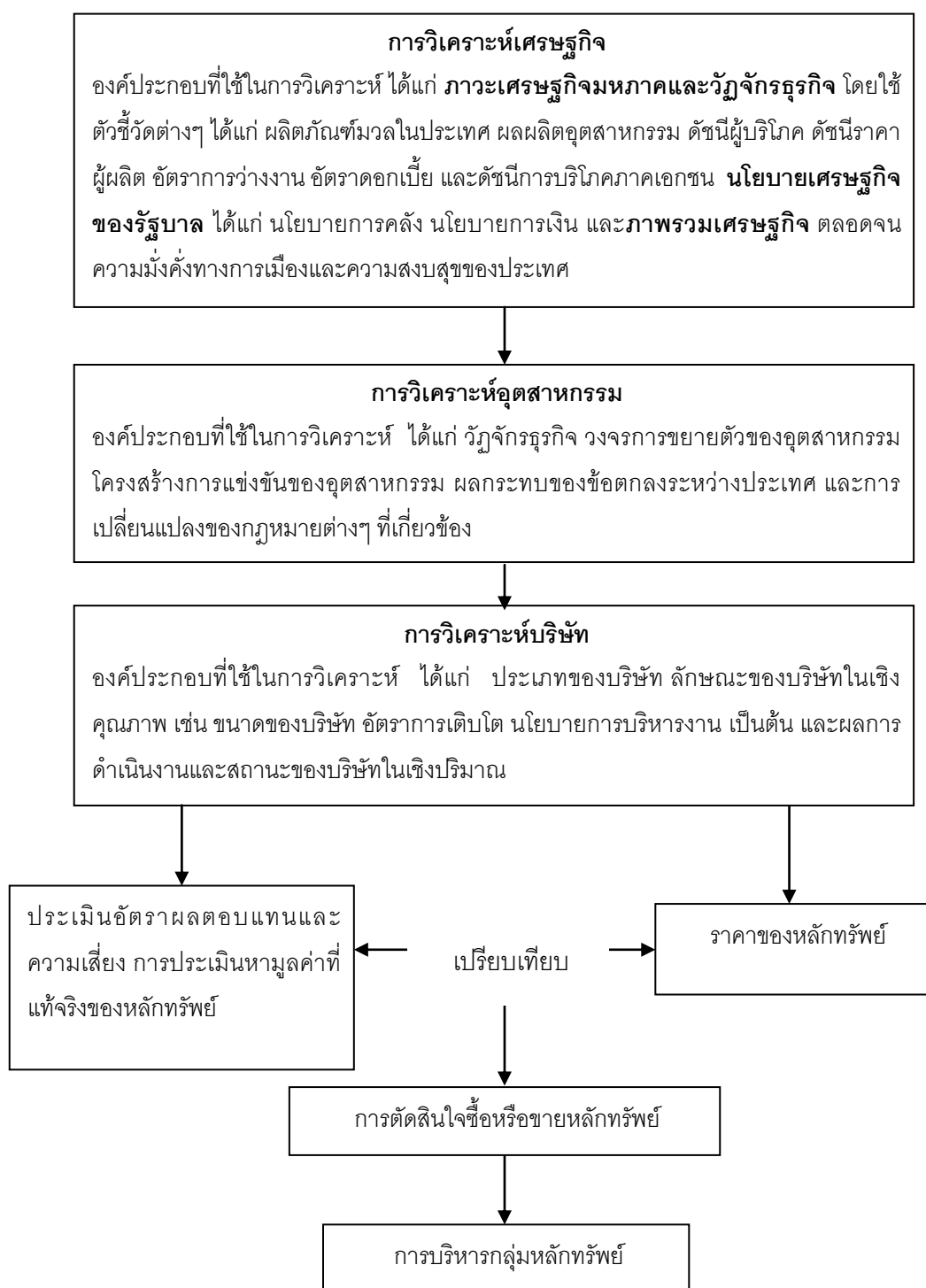
1. การวิเคราะห์เศรษฐกิจโดยทั่วไป (Economic Analysis) เป็นการวิเคราะห์เศรษฐกิจ โดยเน้นการวิเคราะห์แนวโน้มภาวะเศรษฐกิจในอนาคตทั้งแนวโน้มระยะยาว และระยะสั้น ทั้งเศรษฐกิจของประเทศและเศรษฐกิจโลก นอกจากนั้น การวิเคราะห์เศรษฐกิจนี้ยังรวมถึงการวิเคราะห์วัฏจักรธุรกิจ รวมทั้งนโยบายเศรษฐกิจของรัฐ เช่น นโยบายการเงิน นโยบายการคลัง นโยบายการค้าระหว่างประเทศ ว่าจะมีผลกระทบต่อธุรกิจที่ออกหลักทรัพย์มากน้อยเพียงใด

2. การวิเคราะห์อุตสาหกรรม (Industry Analysis) เป็นการวิเคราะห์อุตสาหกรรมโดยเน้นการวิเคราะห์วงจรอุตสาหกรรม (Industry Life Cycle) สภาพการแข่งขันในอุตสาหกรรม ตลอดจนอนาคตของอุตสาหกรรมว่า จะมีแนวโน้มอัตราการเจริญเติบโตอย่างไร ขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายอย่างด้วยกัน เช่น นโยบายของรัฐบาลที่จะให้การสนับสนุนหรือเป็นอุปสรรค โครงสร้างการเปลี่ยนแปลงของระบบภาษีของรัฐบาล โครงสร้างของอุตสาหกรรมแต่ละประเภท เป็นต้น

3. การวิเคราะห์บริษัท (Company Analysis) เป็นการวิเคราะห์บริษัท ขั้นตอนสุดท้าย โดยเน้นการวิเคราะห์ประเภทของบริษัทและประเภทของหลักทรัพย์ โดยวิเคราะห์

ทั้งเชิงคุณภาพ (Qualitative Analysis) ได้แก่ การวิเคราะห์กลยุทธ์การบริหารงานของบริษัท การวิเคราะห์นโยบายผลิตภัณฑ์ ส่วนแบ่งการตลาดของบริษัท โครงการขยายโรงงานของบริษัท เป็นต้น และการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) ได้แก่ การวิเคราะห์จากงบแสดงฐานะการเงินของธุรกิจในอดีตและปัจจุบัน เพื่อนำมาประมาณการกำไรต่อหุ้นและราคาหุ้นในอนาคตได้ เป็นต้น

ภาพรวมการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน เริ่มจากการวิเคราะห์เศรษฐกิจทั่วไป นั่นคือการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจในอนาคตและวัฏจักรธุรกิจ โดยใช้ตัวชี้วัดจากผลิตภัณฑ์มวลในประเทศ ผลผลิตอุตสาหกรรม ดัชนีผู้บริโภค ดัชนีราคาผู้ผลิต อัตราการว่างงาน อัตราดอกเบี้ย และดัชนีการบริโภคภาคเอกชน และนโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาล ได้แก่ นโยบายการคลัง นโยบายการเงิน ตลอดจนความมั่นคงทางการเมืองและความสงบสุขของประเทศ จากนั้นทำการวิเคราะห์อุตสาหกรรม โดยเน้นวัฏจักรธุรกิจ วงจรการขยายตัวของอุตสาหกรรม โครงสร้างการแข่งขันของอุตสาหกรรม ผลกระทบของข้อตกลงระหว่างประเทศ และการเปลี่ยนแปลงของกฎหมายต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง สุดท้ายทำการวิเคราะห์บริษัท โดยวิเคราะห์ประเภทของบริษัท ลักษณะของบริษัทในเชิงคุณภาพ เช่น ขนาดของบริษัท อัตราการเติบโต นโยบายการบริหารงาน เป็นต้น และผลการดำเนินงานของบริษัทในเชิงปริมาณ หลักจากนั้นทำการเปรียบเทียบระหว่างอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง และมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์กับราคาของหลักทรัพย์ เพื่อประกอบการตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ สามารถแสดงได้ดังภาพประกอบที่ 2.2 แสดงภาพรวมการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน



ภาพประกอบที่ 2.2 แสดงภาพรวมการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน  
ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2553)

## 2. การวิเคราะห์หลักทรัพย์ทางเทคนิค

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2545) ให้ความหมายว่า การวิเคราะห์หลักทรัพย์ทางเทคนิค หมายถึงการวิเคราะห์พฤติกรรมราคาหลักทรัพย์ในอดีต โดยใช้หลักทางสถิติและการวิเคราะห์ความต้องการซื้อและความต้องการขายของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง แล้วนำมาคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตและจังหวะการลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ที่เหมาะสม โดยเชื่อว่าแนวโน้มของราคาหลักทรัพย์จะหมุนเวียนกลับมาเป็นอย่างที่เคยเป็นในอนาคตอีก

การวิเคราะห์ทางเทคนิค เป็นการวิเคราะห์หลักทรัพย์ประเภทหนึ่ง que ศึกษาพฤติกรรมหรือรูปแบบของราคาปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ย้อนหลัง เพื่อการคาดการณ์ถึงแนวโน้มของราคาในอนาคตในขณะที่การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานใช้ข้อมูลพื้นฐานของเศรษฐกิจอุตสาหกรรม และบริษัทการหามูลค่าหลักทรัพย์ แต่การวิเคราะห์ทางเทคนิคเห็นว่าไม่จำเป็นเพราะอุปสงค์และอุปทานการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นเป็นผลมาจากการที่ตลาดได้มีข้อมูลปัจจัยพื้นฐานแล้ว ถ้าปัจจัยพื้นฐานดีจะทำให้อุปสงค์ในหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นในขณะที่อุปทานของหลักทรัพย์นั้นมีจำกัดจะผลักดันให้ราคาหลักทรัพย์นั้นสูงขึ้น ในทางตรงกันข้ามถ้าปัจจัยพื้นฐานส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์ อุปสงค์ในหลักทรัพย์จะลดลง และมีแรงจูงใจให้เทขายหลักทรัพย์ ทำให้อุปทานของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2553)

การวิเคราะห์หลักทรัพย์ทางเทคนิค เป็นวิเคราะห์พฤติกรรมของหลักทรัพย์ โดยการหาราคาที่เหมาะสมต่อการซื้อหรือสัญญาณซื้อ (Buy Signal) และการหาราคาที่น่าขายหรือสัญญาณขาย (Sell Signal) โดยวิเคราะห์จากราคาหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขาย และช่วงจังหวะเวลา โดยมีได้หาสาเหตุหรือปัจจัยที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง

ข้อสมมติฐานของการวิเคราะห์ทางเทคนิคอยู่ภายใต้ความเชื่อพื้นฐาน หรือข้อสมมติฐาน ดังนี้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2553)

1. ราคาตลาดหลักทรัพย์สะท้อนถึงทุกสิ่งทุกอย่างในอนาคต ปัจจัยต่างๆ ในตลาดจะส่งอิทธิพลต่อระดับราคาในปัจจุบันโดยผ่านความต้องการ (Demand) และปริมาณ (Supply) หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ราคาตลาดถูกกำหนดโดยมีความต้องการ (Demand) และปริมาณ (Supply) นั่นคือปัจจัยต่างๆ ที่ทำให้ราคาตลาดของหลักทรัพย์สูงขึ้นหรือต่ำลงไม่ว่าจะเป็นเหตุผลหรือปัจจัยที่ไม่มีเหตุผลต่างสะท้อนสูงขึ้นในระดับราคาตลาดในปัจจุบันเรียบร้อยแล้ว จึงไม่จำเป็นต้องวิเคราะห์ถึงสาเหตุที่ทำให้เกิดราคาในปัจจุบัน

2. ราคาหลักทรัพย์จะเคลื่อนไหวในสถานการณ์เป็นแนวโน้ม หากไม่คำนึงถึงการเปลี่ยนแปลงเล็กๆ น้อยๆ ของราคาหลักทรัพย์แล้ว นักวิเคราะห์ทางเทคนิคเชื่อว่าราคาหลักทรัพย์เคลื่อนไหวเป็นทิศทางที่ต่อเนื่อง จนกว่าจะมีปัจจัยมาทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในทางความต้องการ (Demand) และปริมาณ (Supply) ราคาจึงเปลี่ยนทิศทาง

3. ลักษณะของราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้วในอดีต จะเกิดขึ้นซ้ำอีกในอนาคต นักวิเคราะห์ทางเทคนิคเชื่อว่ารูปแบบราคาหลักทรัพย์ที่เคยเกิดขึ้นย่อมเกิดขึ้นอีก เพราะผู้ลงทุนจะสนองตอบต่อรูปแบบของราคาอย่างเช่นที่เคยเกิดขึ้น เช่น เมื่อราคาหลักทรัพย์หนึ่งเคยสูงถึงระดับหนึ่งแล้วตกลงมา เมื่อราคาหลักทรัพย์ถึงระดับดังกล่าวอีกครั้งผู้ลงทุนจึงซื้อขายหลักทรัพย์ การสนองตอบของผู้ลงทุนเช่นนี้จึงทำให้ราคาหลักทรัพย์ตกลงมาเช่นเดียวกับในอดีต

ในการศึกษาเกี่ยวกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ควรให้ความสำคัญกับข้อมูลดังต่อไปนี้

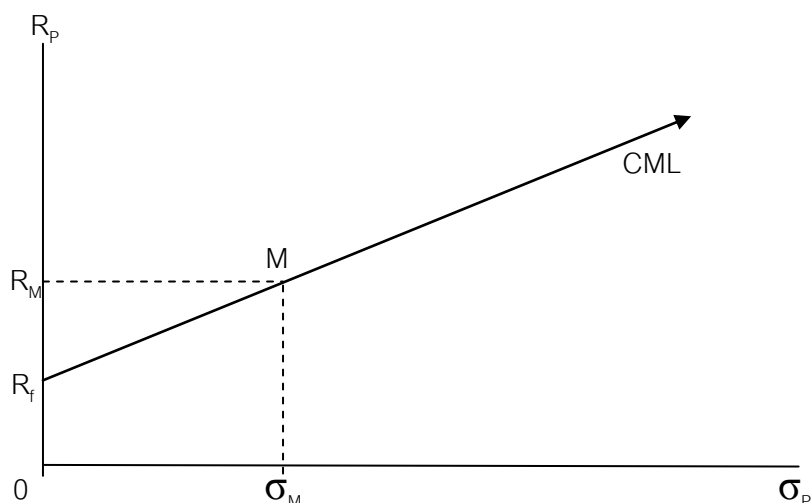
1. **ความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์** นักลงทุนจะตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ใด ๆ นั้น นักลงทุนจะทำการประเมินอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ เปรียบเทียบกับความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องของการลงทุนในแต่ละทางเลือกนั้น จากลักษณะของนักลงทุนโดยทั่วไปถูกสมมติว่าเป็นผู้ที่ต้องการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงและมีเหตุมีผล ดังนั้น นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มี 2 ประเภท คือ นักลงทุนระยะสั้นกับนักลงทุนระยะยาว โดยผลตอบแทนที่นักลงทุนในระยะยาวมุ่งหวังจะอยู่ในรูปของเงินปันผล แต่เนื่องจากภาวะความไม่แน่นอนของผลตอบแทนในทั้งสองกรณีที่นักลงทุนได้รับอาจแตกต่างกันไปจากผลตอบแทนที่คาดหวัง ซึ่งการเบี่ยงเบนของผลตอบแทน หรือที่เรียกว่า ความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนมี 2 ลักษณะ คือ ความเสี่ยงเนื่องจากภาวะทางการตลาด หมายถึง ความเสี่ยงที่เป็นระบบ และความเสี่ยงเนื่องจากลักษณะเฉพาะของกิจการ หมายถึง ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ

ความเสี่ยงเนื่องจากลักษณะเฉพาะของกิจการ เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากความสามารถของผู้บริหารของกิจการ ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน นโยบายการเงิน การผลิต การตลาด กลยุทธ์ที่ใช้ในการฟ้องร้องคดีและเหตุการณ์อื่นๆ ที่เกิดขึ้นกับกิจการใดกิจการหนึ่งโดยเฉพาะ เนื่องจากเหตุการณ์เหล่านี้เป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นเป็นครั้งคราวและเหตุการณ์ที่ไม่ดีจากกิจการหนึ่งจะถูกชดเชยด้วยเหตุการณ์ที่ดีของอีกกิจการหนึ่ง ดังนั้น ผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อความเสี่ยงในการลงทุนของกลุ่มหลักทรัพย์จึงสามารถขจัดให้หมดได้โดยการกระจายการลงทุนไปในหลักทรัพย์ต่างๆ ในทางตรงกันข้ามความเสี่ยงเนื่องจากภาวะทางการตลาดเป็นความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยต่าง ๆ ซึ่งมีผลกระทบต่อทุกกิจการอย่างเป็นระบบ เช่น เมื่อเกิดสงครามจะมีผลทำให้ภาวะเศรษฐกิจเกิดการถดถอยและระดับอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดจะสูงขึ้น เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์

ส่วนใหญ่มีแนวโน้มที่จะได้รับผลกระทบจากปัจจัยต่าง ๆ เหล่านี้ในทางลบ ดังนั้น ความเสี่ยงที่เป็นระบบนี้ไม่อาจจัดให้หมดไปได้โดยการกระจายการลงทุน ไม่ว่าจะความเสี่ยงของผลตอบแทนจะมาจากแหล่งใดก็ตาม เพื่อเพิ่มความมั่นใจแก่นักลงทุนในการตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ให้ได้ผลตอบแทนสูงสุด โดยที่ความเสี่ยงอยู่ในระดับต่ำสุด จึงจำเป็นต้องมีการประเมินความเสี่ยงของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์โดยอาศัยการวิเคราะห์ข้อมูลผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หรือ การศึกษาปัจจัยบ่งชี้ความเสี่ยงที่อาศัยข้อมูลทางการบัญชีเป็นองค์ประกอบสำคัญ

ตามทฤษฎีตลาดทุน (Capital Market Theory) จะอธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับความเสี่ยง โดยแสดงด้วยกราฟ ที่เรียกว่า เส้น Capital Market Line : CML หรือ เส้นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ เป็นเส้นที่แสดงให้เห็นว่า การลงทุนที่มีประสิทธิภาพที่สุดอยู่บนเส้นตรง เป็นการลงทุนระหว่างหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk-free securities:  $R_f$ ) เนื่องจากทุกๆ จุดบนเส้นนี้จะให้ความสัมพันธ์ที่ดีที่สุดระหว่างผลตอบแทนและความเสี่ยง (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2553) สามารถสรุปได้ว่า 1) นักลงทุนไม่ชอบความเสี่ยง โดยนักลงทุนจะเลือกลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่เรียงตัวอยู่ที่เส้นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ โดยจะเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ใด ขึ้นอยู่กับเส้นอรรถประโยชน์ที่นักลงทุนนั้น 2) นักลงทุนสามารถกู้ยืม และให้กู้ยืม โดยปราศจากความเสี่ยง โดยอัตราดอกเบี้ยจากการให้กู้ และการกู้ยืมมีค่าเท่ากัน 3) ไม่พิจารณาภาษี และค่าใช้จ่ายในการซื้อขาย 4) ไม่มีการเปลี่ยนแปลงในระดับเงินเฟ้อ และอัตราดอกเบี้ย 5) ตลาดทุนอยู่ในภาวะดุลยภาพ นั่นคือ การลงทุนทุกประเภทให้อัตราผลตอบแทนที่เหมาะสมกับระดับความเสี่ยง (David, 2000)

จากภาพประกอบที่ 2.3 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับความเสี่ยง ซึ่งตามทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ของ Markowitz และทฤษฎีตลาดทุน ใช้มาตรวจวัดความเสี่ยงสำหรับเส้น CML จากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ ( $\sigma_p$ ) ดังนั้น ทุกจุดบนเส้น CML จะแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ( $R_p$ ) กับความเสี่ยงของหลักทรัพย์ ที่วัดจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกลุ่มหลักทรัพย์ ( $\sigma_p$ ) ณ ระดับดุลยภาพ ส่วนค่า  $R_M$  คือ อัตราผลตอบแทนที่ต้องการของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด และค่า  $\sigma_M$  คือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด ซึ่งหมายถึง ทุกจุดที่อยู่บนเส้น CML นั้น จะมีความสัมพันธ์ที่ดีที่สุดระหว่างอัตราผลตอบแทนที่ต้องการและความเสี่ยงของหลักทรัพย์จากการลงทุน โดยที่ความเสี่ยงจากการลงทุนทั้งหมด ประกอบด้วย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2553)



ภาพประกอบที่ 2.3 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับความเสี่ยง  
ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2553)

1.1 ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risks) เป็นความเสี่ยงที่นักลงทุนไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ หรือไม่มีใครสามารถควบคุมได้ กล่าวคือ ความผันผวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของกิจการเมื่อเทียบกับความผันแปรของผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ ซึ่งความเสี่ยงที่เป็นระบบเป็นความเสี่ยงที่ทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง โดยขึ้นอยู่กับความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ต่างๆ ทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นผลจากปัจจัยทางการเมือง ปัจจัยทางด้านสังคม และการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ เช่น การเปลี่ยนแปลงรัฐบาล การลดค่าเงินบาท การขึ้นลงของอัตราดอกเบี้ย เป็นต้น โดยที่ราคาของหลักทรัพย์ต่างๆ ส่วนใหญ่จะเคลื่อนไหวไปตามปัจจัยเหล่านี้ หากพิจารณาในแง่ของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์จะเห็นว่าความเสี่ยงประเภทนี้เป็นความเสี่ยงที่ไม่สามารถควบคุมได้และไม่สามารถขจัดไปได้โดยการกระจายการลงทุน ทั้งนี้ เนื่องจากเป็นความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยภายนอกหรือสภาวะแวดล้อมอื่นๆ ที่ส่งผลกระทบต่อภาระดำเนินงานของธุรกิจ และก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงราคาและผลตอบแทนของการลงทุนของหลักทรัพย์ในที่สุด

1.2 ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risks) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยภายในของกิจการ กล่าวคือ ความผันแปรของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ส่วนที่ไม่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยทั่วไปในตลาด ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบนี้เป็น



ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากปัจจัยที่มีผลกระทบต่อกิจการใดกิจการหนึ่งโดยเฉพาะ หรือผลกระทบต่อราคาหุ้นของกิจการนั้นเพียงแห่งเดียว ทำให้กิจการนั้นเปลี่ยนแปลงผิดไปจากกิจการอื่น โดยไม่มีผลกระทบต่อราคาของหุ้นอื่น ๆ ในตลาด ปัจจัยดังกล่าว ได้แก่ การนัดหยุดงานของแรงงาน ความผิดพลาดด้านการบริหารธุรกิจหรือการเปลี่ยนแปลงที่ผู้บริหาร รวมทั้งความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ และความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) เป็นต้น ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ไม่มีผลกระทบต่ออุตสาหกรรมและตลาดหลักทรัพย์โดยรวม และเป็นความเสี่ยงที่สามารถขจัดให้หมดไปได้โดยการกระจายการลงทุน

สำหรับความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบนี้เป็นความเสี่ยงที่นำมาใช้ในการพัฒนาสมมติฐานการวิจัยเกี่ยวกับความมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชี กล่าวคือ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบสามารถอธิบายได้ด้วยข้อมูลที่ปรากฏในงบการเงิน เพราะความเสี่ยงดังกล่าวนั้นจะมีลักษณะเฉพาะของธุรกิจแต่ละแห่ง หมายถึง มีความเป็นไปได้ที่ข้อมูลทางการบัญชีของบริษัทจะสามารถอธิบายความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบของบริษัทนั้น ๆ และเมื่อความเสี่ยงดังกล่าวมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ หรือข้อมูลทางการบัญชีของบริษัทน่าจะอธิบายอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์

**2. ตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์** การพัฒนาตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (The Capital Asset Pricing Model : CAPM) เริ่มต้นจากการพัฒนาภายใต้สมมติฐานว่า ตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดทุนที่แน่นอนและสมบูรณ์ หมายถึง ตลาดทุนที่มีลักษณะ ดังนี้

- 2.1 นักลงทุนสามารถรู้จำนวนกระแสเงินสดในอนาคตและปัจจุบันของบริษัทอย่างแน่นอน
- 2.2 การลงทุนของนักลงทุนคนใดคนหนึ่งจะไม่มีผลกระทบต่อการลงทุนของนักลงทุนคนอื่น
- 2.3 นักลงทุนสามารถกู้ยืมเงินทุนกันได้ตามอัตราดอกเบี้ยตลาด
- 2.4 ไม่มีต้นทุนในการจัดหาข้อมูลข่าวสารรวมทั้งภาษี และ
- 2.5 นักลงทุนทุกคนเป็นคนที่มีความเสี่ยงในการตัดสินใจ

ภายใต้ข้อสมมตินี้ มูลค่าของกิจการจะเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการ (Brigham & Houston, 2001; Omran, 2004) ต่อมา Sharpe (1964) ปรับปรุงตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ภายใต้ข้อสมมติว่า ตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดทุนที่ไม่แน่นอน สำหรับตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ เป็นตัวแบบที่ใช้กำหนดราคาหลักทรัพย์ ณ วันต้นปี โดย

กำหนดให้มีการลงทุนในหลักทรัพย์ในวันต้นปี และนักลงทุนจะได้รับกระแสเงินสดจากการลงทุนในวันสิ้นปีภายใต้ข้อสมมติ ดังนี้ 1) อัตราผลตอบแทนในหลักทรัพย์เท่ากับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง 2) ตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดสมบูรณ์ 3) นักลงทุนเป็นผู้ที่มีเหตุผลและหลีกเลี่ยงความเสี่ยงและมีความต้องการที่ได้รับอรรถประโยชน์จากการลงทุนสูงสุด 4) นักลงทุนคนอื่นๆ เป็นผู้ที่มีเหตุผล และมีความคาดหวังในอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงในลักษณะเดียวกัน 5) มีหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงในตลาด นักลงทุนสามารถกู้ยืมและให้ยืมระหว่างกัน ในอัตราผลตอบแทนเท่ากับอัตราผลตอบแทนในหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง

จากแนวคิดในการพัฒนาตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ภายใต้ข้อสมมติของตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่ไม่แน่นอน กรณีช่วงระยะเวลาการลงทุนมากกว่า 1 ปี ราคาหลักทรัพย์ ณ วันต้นปีจะเท่ากับผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับ ซึ่งมีอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเป็นอัตราส่วนลดมูลค่าปัจจุบัน โดยอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจะแตกต่างกันไปในแต่ละปี ซึ่งจุดประสงค์ในการตรวจสอบความสามารถของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ของนักวิจัยเริ่มแรกมีขึ้นเพื่อสนับสนุนแนวคิดทางการเงิน ซึ่งเป็นหลักฐานที่แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนใช้ข้อมูลทางบัญชีประเมินราคาหลักทรัพย์ (Lehavy & Sloan, 2008) และในการตรวจสอบความสามารถของข้อมูลทางการบัญชีกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ นักวิจัยใช้ตัวแบบตลาดทุน (Market Model) ของ Sharpe (1964) ในการประมาณค่าอัตราผลตอบแทนที่ไม่คาดหวัง ซึ่งเป็นตัวแบบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนของตลาด

**3. กลุ่มหลักทรัพย์และตัวแบบตลาดทุน** แนวคิดเกี่ยวกับกลุ่มหลักทรัพย์และการใช้ตัวแบบตลาดทุน สามารถสรุปได้ ดังนี้

3.1 กลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio) หมายถึง การลงทุนในหลักทรัพย์มากกว่า 1 ประเภท และหรือจำนวนของกิจการมากกว่า 1 กิจการ ซึ่งในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์นั้น นักลงทุนอาจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์หลายชนิด โดยยึดหลักว่า ยิ่งกระจายการลงทุนไปในหลักทรัพย์อื่นมากๆ จะช่วยลดความเสี่ยงโดยรวมในการลงทุน ซึ่งตามทฤษฎีของ Markowitz กล่าวว่า นักลงทุนที่พยายามจะลดความเสี่ยงโดยการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์หลายๆ ประเภท ไม่ได้ช่วยลดความเสี่ยงหรือความแปรปรวนของผลตอบแทนของกลุ่มการลงทุน หากผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละชนิดนั้นเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันอยู่ตลอดเวลา

(Fabozzi & Markowitz, 2002) แนวคิดโดยทั่วไปนักลงทุนจะตัดสินใจโดยยึดตามความมั่งคั่งและความพอใจของตนเป็นหลัก ในทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์สามารถอธิบายบทบาทของข้อมูลทางการบัญชีที่จำเป็นสำหรับการตัดสินใจ ในช่วงเวลาหนึ่งนั้นจะมีปัจจัยที่นักลงทุนสนใจ คือ ผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) และความแปรปรวน (Variance of Return) ของหลักทรัพย์ที่สนใจ สำหรับบทบาทของข้อมูลทางการบัญชี จะเป็นการเสริมความเชื่อมั่นของนักลงทุน เช่น ความมั่นใจเกี่ยวกับผลตอบแทนและความเสี่ยงที่คาดการณ์ไว้สำหรับแต่ละกลุ่มลงทุน ดังนั้น บทบาทของข้อมูลจะอยู่ในความผันแปรของปัจจัยจากความเชื่อของนักลงทุน

3.2 ตัวแบบตลาดทุน (Market Model) สำหรับตัวแบบตลาดทุนมีข้อสมมติว่านักลงทุนเป็นผู้ที่มีความระมัดระวังเกี่ยวกับความเสี่ยง มุ่งที่ผลระยะสั้นมากกว่าระยะยาว มีความคาดหวังที่จะได้รับอรรถประโยชน์สูงสุด โดยคำนึงถึงผลตอบแทนและความเสี่ยงในการเลือกถือหลักทรัพย์ตามหลักทรัพย์ทั่วไป ตามนัยของตัวแบบตลาดทุน คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในเชิงเส้นตรงกับอัตราผลตอบแทนของตลาด หรืออีกนัยหนึ่งคือ ปัจจัยมหภาคหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบต่าง ๆ จะสะท้อนอยู่ในรูปของปัจจัยเพียงปัจจัยเดียวคือ อัตราการเปลี่ยนแปลงดัชนีตลาด อย่างไรก็ตาม ปัจจัยดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ไม่เท่ากัน ขึ้นอยู่กับความอ่อนไหวของหลักทรัพย์แต่ละตัว (Sensitivity:  $\beta$ ) ต่อปัจจัยนั้น ความอ่อนไหวนั้นได้จากการวิเคราะห์ความถดถอย ดังนี้

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

โดยที่

$$R_{it} = \text{อัตราผลตอบแทนของบริษัท } i \text{ ณ เวลา } t$$

$$R_{mt} = \text{อัตราผลตอบแทนของตลาด ณ เวลา } t$$

$$\alpha_i = \text{ส่วนประกอบของผลตอบแทนของบริษัท } i \text{ ที่ไม่ขึ้นตรงกับ}$$

ผลตอบแทนโดยรวมของตลาด

$$\beta_i = \text{ค่าสัมประสิทธิ์ที่แสดงการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่}$$

คาดหวังของบริษัท } i \text{ เมื่อเทียบกับการเปลี่ยนแปลงของอัตรา}

ผลตอบแทนโดยรวมของตลาด

$$\epsilon_{it} = \text{ค่าความผิดพลาดหรือค่าความคาดเคลื่อน}$$

จากตัวแบบตลาดทุน (Market model) ของ Sharpe (1964) โดย William Sharpe ได้คิดตัวแบบที่ง่ายขึ้น (Simplified Model) หรือ ตัวแบบดัชนีตลาด เพื่อการวิเคราะห์กลุ่มหลักทรัพย์

มีข้อสมมติฐานว่า ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์แต่ละชนิดมิได้ขึ้นอยู่กับลักษณะเฉพาะของหลักทรัพย์นั้นๆ แต่เพียงประการเดียว หากแต่ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ยังได้รับอิทธิพลจากการเปลี่ยนแปลงสภาวะธุรกิจและเศรษฐกิจอีกด้วย ตัวแบบตลาดทุน (Market Model) ของ Sharpe (1964) เป็นตัวแบบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างอัตราผลตอบแทนของบริษัทใดบริษัทหนึ่งกับอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของตลาด เป็นตัวแบบที่ถูกพัฒนาขึ้นมาเพื่อให้คำนวณค่าคาดหวังอัตราผลตอบแทน แนวคิดที่ใช้ในการพัฒนาตัวแบบมาจากแนวความคิดเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนและความเสี่ยง กล่าวคือภายใต้สถานการณ์ไม่แน่นอนผู้ลงทุนจะต้องเผชิญกับความเสี่ยงในการลงทุน เนื่องจากความไม่แน่นอนในผลตอบแทนจากการลงทุนที่คาดหวังเป็นผลมาจากสังเกต 2 ประการ คือ จากสภาวะทางตลาด ซึ่งทฤษฎีการเงินเกี่ยวกับการลงทุนเรียกว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบ และจากคุณลักษณะเฉพาะของกิจการซึ่งเป็นผลมาจากการดำเนินงาน เรียกว่า ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Brigham, 1992) ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่สามารถจัดให้หมดไปได้โดยการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์เป็นรายกลุ่ม (Portfolio Investment) ถ้าตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบของตลาดจะมีค่าเป็นศูนย์ จะเหลือแต่ความเสี่ยงที่เป็นระบบเท่านั้น เพราะฉะนั้นในการประมาณอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ จึงสอดคล้องกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนโดยรวมของตลาด หรือดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาด เพราะถือว่าความเสี่ยงที่เป็นระบบเป็นความเสี่ยงที่ตลาดไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ ผลกระทบของภาวะทางตลาดจึงมีต่อหลักทรัพย์โดยรวม ด้วยเหตุนี้ตัวแบบที่ใช้ในการประมาณค่าคาดหวังอัตราผลตอบแทนของ Sharpe จึงอยู่ในรูปของตัวแบบความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างอัตราผลตอบแทนในหลักทรัพย์ของบริษัทใดบริษัทหนึ่งกับอัตราผลตอบแทนโดยรวมของตลาดนั่นเอง

ทฤษฎีทางการเงิน ได้แบ่งส่วนประกอบของอัตราผลตอบแทนของบริษัทออกเป็น 2 ส่วน คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนส่วนที่เป็นระบบ ( $\beta_i R_{mt}$ ) ซึ่งเป็นส่วนที่สะท้อนถึงอัตราผลตอบแทนของบริษัทใดบริษัทหนึ่งที่เปลี่ยนแปลงไปตามอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์อื่นๆ ในตลาด ( $R_{mt}$ ) และอีกส่วนหนึ่งคืออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนส่วนที่ไม่เป็นระบบ หรือเรียกว่า อัตราผลตอบแทนส่วนที่เหลือ (Residual Returns) เท่ากับ  $\alpha_i + \epsilon_i$  ซึ่งเป็นส่วนของอัตราผลตอบแทนที่ไม่เปลี่ยนแปลงไปตามอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์อื่นๆ ในตลาด อัตราผลตอบแทนที่เป็นระบบของบริษัทจะได้รับผลกระทบจากสภาวะแวดล้อมทาง

เศรษฐกิจ ซึ่งเป็นผลกระทบโดยรวมต่อหลักทรัพย์ของทุกบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ในขณะที่อัตราผลตอบแทนของบริษัทส่วนที่เหลือ คือ  $E_{it}$  จะเป็นผลกระทบจากลักษณะเฉพาะของกิจการนั้นๆ

### การวัดผลตอบแทนหลักทรัพย์

ผู้ลงทุนทั้งประเภทบุคคลธรรมดาและสถาบันต่างมุ่งหวังในสิ่งเดียวกันคือ ผลตอบแทนจากการลงทุนในอัตราที่น่าพอใจและคุ้มค่ากับการลงทุน และระดับความเสี่ยงจากการลงทุนนั้นๆ ผลตอบแทนรวมจากการลงทุน (Total Return) ประกอบด้วย เงินได้ทุกประเภทที่ได้รับจากการลงทุนและกำไรส่วนเกินทุน ผลตอบแทนรวมจากการลงทุนสามารถคำนวณได้ดังนี้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2553)

$$\begin{aligned} \text{ผลตอบแทนรวม} = & \text{เงินปันผล} + \text{ดอกเบี๋ยรับ} + \text{ส่วนลดรับ} \\ & + (\text{กำไรส่วนเกินทุน} - \text{ขาดทุนส่วนทุน}) + \text{สิทธิ} \end{aligned}$$

โดยที่

เงินปันผล = กระแสเงินสดรับจากการลงทุนของผู้ลงทุน กรณีลงทุนในหุ้นสามัญ

ดอกเบี๋ยรับ = กระแสเงินสดรับจากการลงทุนของผู้ลงทุน กรณีลงทุนในตราสารหนี้

ส่วนลดรับ = ผลต่างของราคาที่ได้รับและราคาของผู้ลงทุนจ่ายเงินซื้อตราสารหนี้ระยะสั้น กรณีลงทุนในตั๋วเงินคลัง

กำไรส่วนเกินทุน = กำไรที่ได้รับจากการขายหลักทรัพย์ได้ในราคาสูงกว่าราคาซื้อ

ขาดทุนส่วนทุน = ขาดทุนจากการขายหลักทรัพย์ในราคาต่ำกว่าราคาซื้อ

สิทธิ = ผลประโยชน์ที่ผู้ถือตราสารได้รับจากผู้ออกตราสาร เช่น การได้สิทธิในการซื้อหุ้นสามัญเพิ่มทุน เป็นต้น

อย่างไรก็ตามการลงทุนทุกประเภทย่อมมีค่าใช้จ่าย ได้แก่ ค่าธรรมเนียมที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนและค่านายหน้าในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนต้องจ่าย ดังนั้น ผู้ลงทุนคำนึงถึงผลตอบแทนสุทธิจากการลงทุน (Net Return) ซึ่งเป็นผลต่างของผลตอบแทนรวมจากการลงทุนกับค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากการลงทุนนั่นเอง

อภิชาติ พงศ์สุพัฒน์ (2550) อธิบายเกี่ยวกับผลตอบแทน (Return) ไว้ว่า ผลตอบแทนจากการถือหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลาหนึ่ง คือเงินสดที่ได้รับจากความเป็นเจ้าของ (เช่น เงินปันผล ดอกเบี๋ย) บวกด้วยการเปลี่ยนแปลงของราคาตลาด เมื่อนำผลตอบแทนที่เป็นจำนวนเงินมาหารด้วยราคาเริ่มต้นหรือเงินที่จ่ายลงทุน จะได้อัตราผลตอบแทนในรูปของเปอร์เซ็นต์ ดังนั้น

ผลตอบแทนจะเกิดขึ้นจากสองแหล่งคือ รายได้จากความเป็นเจ้าของหลักทรัพย์ บวกด้วยราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงสูงขึ้น(หรือลดลง) ซึ่งเมื่อเวลาผ่านไป 1 งวด หุ้นสามัญจะคำนวณอัตราผลตอบแทนได้ ดังนี้

$$k = \frac{D_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

โดยที่

k	คือ อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง (หรือคาดหวัง)
t	คือ งวดเวลาใดเวลาหนึ่งในอดีต (ในอนาคต)
$D_t$	คือ เงินปันผล ณ สิ้นงวด t
$P_t$	คือ ราคาหุ้นเมื่อสิ้นงวด t
$P_{t-1}$	คือ ราคาหุ้นเมื่อสิ้นงวด t-1

จะสังเกตพบว่าจากสูตรนี้สามารถนำไปใช้คำนวณได้ทั้งอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริง(เมื่อพิจารณาจากข้อมูลในอดีต) และอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ (เมื่อใช้เงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับและราคาตลาดที่คาดว่าจะเกิดขึ้น) สำหรับช่วงเวลาหนึ่ง โดยแยกอัตราผลตอบแทนได้ดังนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend yield)} = \frac{D_t}{P_{t-1}}$$

$$\text{อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (Capital gain or loss)} = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

ผลตอบแทน (Return) จากการลงทุน สามารถวัดผลตอบแทนได้จากองค์ประกอบ 2 ส่วน ดังนี้ (Ross, Westerfield & Jaffe, 1999; Sinkey, 2002; Abdoli & Royae, 2012)

1. Yield คือ กระแสเงินสดหรือรายได้ที่นักลงทุนจะได้รับระหว่างช่วงระยะเวลาลงทุน อาจอยู่ในรูปของเงินสด เงินปันผลหรือดอกเบี้ย ที่ผู้ออกตราสารหรือหลักทรัพย์จ่ายให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์

2. Capital Gain (Loss) คือ กำไร (หรือขาดทุน) จากการขายหลักทรัพย์ได้ในราคาที่สูงขึ้น (หรือต่ำลง) กว่าราคาซื้อ หรือเรียกว่า การเปลี่ยนแปลงราคา (Price Change) ของหลักทรัพย์

ในกรณีนักลงทุนอยู่ในภาวะซื้อเพื่อรอขาย (Long Position) ผลตอบแทนส่วนนี้ ได้แก่ ค่าความแตกต่างระหว่างราคาที่จะขายหรือราคาขายหลักทรัพย์กับราคาซื้อ ส่วนผลตอบแทนรวม (Total Return) ของหลักทรัพย์ คือ ผลรวมของผลตอบแทนจากกระแสเงินสดหรือรายได้ที่นักลงทุนได้รับระหว่างงวดกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์นั้น ดังนี้

$$\text{Total Return} = \text{Yield} + \text{Price Change}$$

โดยที่ องค์ประกอบของส่วนของ Yield อาจมีค่าเป็น 0 หรือเป็นบวก (+)

องค์ประกอบของ Price Change อาจมีค่าเป็น 0 หรือเป็นบวก (+)

เป็นลบ (-)

ผลตอบแทนจากการลงทุนส่วนใหญ่มักจะคิดเป็นระยะเวลาต่อหนึ่งปี ซึ่งเป็นตัวบอกถึงผลได้ที่นักลงทุนจะได้รับ หรือจะได้รับในหนึ่งงวดของการลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ๆ นักลงทุนจะใช้อัตราผลตอบแทนนี้เปรียบเทียบกับความเสี่ยงที่จะต้องเผชิญ หรืออาจเปรียบเทียบกับการลงทุนประเภทอื่นๆ อย่างไรก็ตาม อัตราผลตอบแทนของการลงทุนใด ๆ คำนวณจากการเปรียบเทียบกับผลตอบแทนรวมจากการลงทุนกับเงินลงทุนต้นงวดในรูปร้อยละ ดังนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทน} = \frac{\text{กระแสเงินสดรับ} + (\text{มูลค่าหลักทรัพย์ปลายงวด} - \text{มูลค่าหลักทรัพย์ต้นงวด})}{\text{มูลค่าหลักทรัพย์ต้นงวด}}$$

$$\text{หรือ} = \frac{\text{กระแสเงินสดรับ} + \text{การเปลี่ยนแปลงมูลค่าหลักทรัพย์}}{\text{มูลค่าหลักทรัพย์ต้นงวด}}$$

การคำนวณอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญระยะเวลา 1 ปี (Holding Period Return : HPR) ใช้แนวคิดในการคำนวณแบบเดียวกับการคำนวณอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นกู้ แต่กระแสเงินสดรับจากการลงทุนในหุ้นสามัญ คือ เงินปันผลรับ ดังนั้น การคำนวณอัตราผลตอบแทนจากหุ้นสามัญจึงต้องปรับใช้ตามความเหมาะสม ดังนี้

### 1. อัตราผลตอบแทนกรณีไม่มีเงินปันผล

$$\text{HPR}_{st} \text{ 1 ปี} = \frac{D_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

โดยที่

$\text{HPR}_{st}$  1 ปี คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญระยะเวลา 1 ปี

$D_t$  คือ เงินปันผลในช่วงเวลาปีที่  $t$

$P_t$  คือ ราคาหุ้นสามัญปลายปีที่  $t$

$P_{t-1}$  คือ ราคาหุ้นสามัญต้นปี  $t$

อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญระยะเวลา 1 ปี ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทน 2 ส่วน คือ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) และอัตราผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นสามัญ (Capital Gain (Loss)) ซึ่งสามารถจำแนกอัตราผลตอบแทนทั้ง 2 ประเภท ตามสมการ ดังนี้

$$\text{Dividend Yield} = \frac{D_t}{P_{t-1}}$$

$$\text{Capital Gain (loss)} = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

การวัดอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญที่อยู่ในรูปเงินปันผล (Dividend Yield) เป็นการวัดผลประโยชน์ที่นักลงทุนได้รับ ในขณะที่ผู้ถือหุ้นสามัญในรูปเงินปันผลซึ่งจ่ายจากกำไรของกิจการ กำไรส่วนที่เหลือจากการจ่ายเงินปันผล กิจการจะเก็บอยู่ในรูปของกำไรสะสม เพื่อนำไปลงทุนต่อไปในกิจการ หากการลงทุนดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพ จะทำให้กำไรของกิจการขยายตัวมากขึ้น ทำให้เงินปันผลที่นักลงทุนได้รับมีมูลค่ามากขึ้นในอนาคต และราคาตลาดของหุ้นสามัญจะสูงขึ้นตาม จากงานวิจัยของ Abdoli & Royae (2012) ทำการศึกษาเกี่ยวกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ โดยใช้ราคาหุ้นที่เปลี่ยนแปลงและเงินปันผลประกอบการคำนวณหาผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ ส่วน Tripath (2009) ได้คำนวณผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลง



2. อัตราผลตอบแทนกรณีมีการให้สิทธิผู้ถือหุ้นเดิมซื้อหุ้นเพิ่มทุน ในกรณีที่งวดเวลาที่ใช้ในการคำนวณอัตราผลตอบแทน มีการให้สิทธิผู้ถือหุ้นเดิมเพิ่มทุนได้ในราคาที่กำหนดหรือให้สิทธิในการซื้อหุ้นก่อน (Preemptive Right) ดังนั้น การคำนวณอัตราผลตอบแทนโดยคำนึงถึงมูลค่าสิทธิ สามารถคำนวณตามสมการ ดังนี้

$$\text{HPR}_{st} \text{ 1 ปี} = \frac{D_t + (P_t - P_{t-1}) + n_n(P_t - P_s)}{P_{t-1}}$$

โดยที่

$D_t$  คือ เงินปันผลรับในช่วงเวลาปีที่  $t$

$P_t$  คือ ราคาหุ้นสามัญปลายปีที่  $t$

$P_{t-1}$  คือ ราคาหุ้นสามัญต้นปี  $t$

$n_n$  คือ จำนวนหุ้นใหม่ที่ผู้ถือหุ้นเดิมมีสิทธิซื้อ ซึ่งมีวันหมดสิทธิของหุ้น (XD) ในงวดที่  $t$

$P_s$  คือ ราคาหุ้นที่ผู้ถือหุ้นเดิมมีสิทธิซื้อ (Subscription Price)

3. อัตราผลตอบแทนกรณีมีการแตกหุ้น ในกรณีที่กิจการแตกหุ้น ทำให้ราคาหุ้นตราไว้ลดลงและจำนวนหุ้นสูงขึ้น สามารถคำนวณอัตราผลตอบแทนในงวดแรกที่กิจการแตกหุ้นสามารถคำนวณได้ตามสมการ ดังนี้

$$\text{HPR}_{st} \text{ 1 ปี} = \frac{D_t + (P_t + n_n P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

โดยที่

$D_t$  คือ เงินปันผลในช่วงเวลาปีที่  $t$

$P_t$  คือ ราคาหุ้นสามัญปลายปีที่  $t$

$P_{t-1}$  คือ ราคาหุ้นสามัญต้นปี  $t$

$n_n$  คือ จำนวนหุ้นใหม่ที่ผู้ถือหุ้นเดิมได้รับเพิ่มจากหุ้นเก่า 1 หุ้น ภายหลังการแตกหุ้นซึ่งเกิดขึ้นในงวดที่  $t$  เช่น หากแตกหุ้นจาก 1 เป็น 10 หุ้น  $n_n$  จะเท่ากับ 9

4. อัตราผลตอบแทนกรณีจ่ายหุ้นปันผล กรณีที่กิจการจ่ายเงินปันผลเป็นหุ้น ทำให้ผู้ถือหุ้นมีหุ้นจำนวนมากขึ้น สามารถคำนวณอัตราผลตอบแทนได้ตามสมการ ดังนี้

$$\text{HPR}_{st} \text{ 1 ปี} = \frac{P_t + n_d P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

โดยที่

$n_d$  คือ จำนวนหุ้นปันผลที่ผู้ถือหุ้นได้รับเพิ่มจากการถือหุ้น 1 หุ้น โดยมี  
วันหมดสิทธิรับหุ้นปันผล (XD) ในงวดที่ t

$P_t$  คือ ราคาหุ้นสามัญปลายปีที่ t

$P_{t-1}$  คือ ราคาหุ้นสามัญต้นปี t

อย่างไรก็ตาม ผลตอบแทนหลักทรัพย์ เป็นสิ่งที่นักลงทุนต้องการ และก่อนที่นักลงทุนจะตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ได้นั้น นักลงทุนต้องทำการศึกษาและรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องมาพิจารณาประกอบการตัดสินใจลงทุน เพื่อให้ได้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ตามที่ต้องการ

### ปัจจัยที่ก่อให้เกิดผลตอบแทนหลักทรัพย์

การลงทุนในหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนสนใจจะซื้อขายหลักทรัพย์ใดต้องประเมินและคาดการณ์ทิศทาง การเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ เพื่อให้ได้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตในรูปแบบของเงินปันผลจากกำไรสุทธิ หรือดอกเบี้ยจากการลงทุนในหุ้นกู้ ผู้ลงทุนจึงต้องพิจารณาว่ามีปัจจัยใดบ้างที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคต และการพิจารณาผลกระทบของปัจจัยต่างๆ นั้น จำเป็นต้องอาศัยข้อมูลจำนวนมากเพื่อประกอบการพิจารณาในการประเมิน กำหนด และการเสนอราคาเพื่อซื้อหรือขายหลักทรัพย์ โดยเฉพาะข้อมูลข่าวสารทางบัญชีและการเงิน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2553) เนื่องจากข้อมูลเหล่านี้มีความสำคัญต่อการกำหนดราคาของหลักทรัพย์ ซึ่งข้อมูลที่เป็นปัจจัยพื้นฐานในการพิจารณาลงทุนในหลักทรัพย์ เช่น **ข้อมูลเชิงคุณภาพ** ประกอบด้วย ลักษณะของธุรกิจ การบริหารงาน แผนงานในอนาคต ความสามารถในการดำเนินงานของผู้ถือหุ้นหลักทรัพย์ ลักษณะและการแข่งขันในอุตสาหกรรม คณะผู้บริหาร โอกาสทางธุรกิจ สภาวะเศรษฐกิจ ผลกระทบจากเหตุการณ์ที่อาจเกิดขึ้นโดยคาดไม่ถึง **ข้อมูลเชิงปริมาณ** ประกอบด้วย ผลประกอบการของธุรกิจที่แสดงในงบ

การเงิน หมายถึงประกอบงบการเงิน เป็นต้น ซึ่งส่งผลกระทบต่อกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคต อย่างไรก็ตามข้อมูลปัจจัยพื้นฐานที่ใช้ประกอบการวิเคราะห์และประกอบการพิจารณาตัดสินใจลงทุนอาจแบ่งได้ 3 ระดับ ได้แก่ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2553)

### ระดับที่ 1 ข้อมูลในระดับมหภาค

ข้อมูลที่เป็นข้อมูลทางเศรษฐกิจในระดับมหภาคซึ่งถึงสภาวการณ์ทางเศรษฐกิจในภาพรวม ทั้งในระดับประเทศ ระดับภูมิภาค และระดับโลก ข้อมูลนี้มีความสำคัญเพราะเศรษฐกิจระดับมหภาคกระทบต่อความสำเร็จของอุตสาหกรรมและบริษัท ซึ่งมีผลต่อระดับผลประโยชน์ที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลที่ผู้ลงทุนควรให้ความสนใจ ได้แก่ ระดับและอัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ (GNP) ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) และรายได้ประชาชาติซึ่งระบุถึงความอยู่ดีกินดีของประชาชนในรูปตัวเงิน อัตราดอกเบี้ยซึ่งเป็นต้นทุนของทรัพยากรเงินทุนที่จะนำมาใช้ในการลงทุนและเกณฑ์ในการกำหนดผลตอบแทนที่พึงได้จากการลงทุน ดัชนีราคาผู้ผลิตและผู้บริโภคและอัตราเงินเฟ้อที่สามารถบ่งชี้ถึงอำนาจซื้อของประชาชน การบริโภค การออมและการลงทุน การใช้จ่ายของภาครัฐ มูลค่าการนำเข้าและมูลค่าการส่งออกของสินค้าและบริการ ดุลการค้าและดุลการชำระเงิน อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ นโยบายทางเศรษฐกิจ ได้แก่ เสถียรภาพของราคา การจ้างงานเต็มที่ การสร้างความเจริญทางเศรษฐกิจ คุณภาพของตลาด และการกระจายรายได้ที่จะส่งผลกระทบต่อทั้งตลาดโดยรวม

### ระดับที่ 2 ข้อมูลในระดับอุตสาหกรรม

ข้อมูลระดับอุตสาหกรรมเป็นข้อมูลที่จะแสดงให้เห็นถึงโอกาสในการดำเนินธุรกิจในอนาคต ผู้ลงทุนสามารถนำข้อมูลนี้ไปวิเคราะห์ประกอบกับข้อมูลการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของบริษัทแต่ละบริษัทในอุตสาหกรรมนั้นๆ ซึ่งข้อมูลนี้แสดงให้เห็นถึงสภาพแวดล้อมของอุตสาหกรรม ลักษณะของธุรกิจ การบริหารงาน แผนงานในอนาคต คณะผู้บริหาร ความสามารถในการดำเนินงาน ลักษณะและการแข่งขันในอุตสาหกรรม ผลประกอบการของธุรกิจที่แสดงในงบการเงิน

### ระดับที่ 3 ข้อมูลในระดับบริษัท

ข้อมูลนี้เป็นข้อมูลที่สามารถชี้ถึงความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่กำลังพิจารณาเป็นการเฉพาะเจาะจง เพื่อพยากรณ์ผลประกอบการและกระแสเงินสดที่บริษัทจะจ่ายให้แก่ผู้ลงทุนในอนาคต พร้อมทั้งกับระดับความเสี่ยง ทั้งความเสี่ยงของธุรกิจ (Business Risk) และความ

เสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) ที่จะกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ ซึ่งการวิเคราะห์บริษัทนี้ต้องมีข้อมูลที่ครบถ้วนและทันเวลา โดยข้อมูลอาจเป็นข้อมูลที่รายงานไว้ในงบการเงินอันประกอบด้วย งบดุล งบกำไรขาดทุน งบแสดงการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสด ผู้ลงทุนต้องให้ความสนใจเป็นพิเศษแม้จะเป็นข้อมูลที่รายงานถึงผลประกอบการในอดีต แต่ข้อมูลนี้เป็นฐานสำคัญจะให้ผู้ลงทุนสามารถพยากรณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตได้อย่างแม่นยำมากยิ่งขึ้น

ปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน ซึ่งถือเป็นข้อมูลพื้นฐานในการลงทุน (Basic Information) โดยข้อมูลพื้นฐานในการลงทุนมีความสำคัญในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ผู้วิจัยจำแนกปัจจัยเป็นปัจจัยทางเศรษฐกิจ ปัจจัยทางการเมือง ปัจจัยที่เกิดจากผลกระทบอื่นๆ และปัจจัยของตลาดหลักทรัพย์หรือตัวหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นข้อมูลพื้นฐานที่ต้องเข้าใจและใช้ในการพิจารณาเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ดังนั้นนักลงทุนควรคำนึงถึงปัจจัยต่าง ๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อการลงทุน ซึ่งก็มีความสำคัญต่อทิศทางตลาดหลักทรัพย์ หรือมีผลต่อราคาหุ้นที่อยู่ในความสนใจ ซึ่งปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจลงทุน มีดังนี้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545)

1. **ปัจจัยทางเศรษฐกิจ** ถือว่าเป็นผลกระทบที่สำคัญที่สุด เนื่องจากหากเกิดปัญหาทางเศรษฐกิจ ก็อาจส่งผลกระทบต่อปัญหาด้านอื่น ๆ ได้อีกมากมาย และเป็นสาเหตุสำคัญที่สร้างความหวั่นไหวให้กับผู้ลงทุนมากที่สุด ตลาดหลักทรัพย์มักอยู่ในภาวะซบเซาเมื่อเกิดปัญหาทางด้านเศรษฐกิจดังต่อไปนี้

1.1 สภาพคล่องทางการเงิน เมื่อใดก็ตามที่เกิดปัญหาการขาดสภาพคล่องทางการเงิน ซึ่งหมายความว่าธุรกิจหรือกิจการทั้งหลายขาดเงินหมุนเวียนที่จะใช้ในการดำเนินงาน ย่อมก่อให้เกิดปัญหาอื่น ๆ ตามมาได้

1.2 อัตราดอกเบี้ย เมื่อเกิดปัญหาสภาพคล่องทางการเงินอัตราดอกเบี้ยจะขยับตัวสูงขึ้น ทำให้ต้นทุนการผลิตของกิจการหรืออุตสาหกรรมต่างๆ สูงขึ้นตามไปด้วย ในทางตรงกันข้าม หากสภาพคล่องทางการเงินมีมาก อัตราดอกเบี้ยจะลดต่ำลง ผู้คนในสังคมจะมีกำลังซื้อมากขึ้นส่งผลให้อุตสาหกรรมขยายตัว ธุรกิจต่าง ๆ รวมถึงการลงทุนในหลักทรัพย์ก็จะได้รับผลดีตามไปด้วย

1.3 อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศหรือค่าของเงิน ซึ่งปัญหาอัตราแลกเปลี่ยนอาจเกิดขึ้นเฉพาะอุตสาหกรรมที่ต้องพึ่งพาวัตถุดิบจากต่างประเทศ เนื่องจากหากค่าของเงินอ่อนลง ย่อมทำให้ค่าใช้จ่ายในการสั่งซื้อสินค้าเข้ามาผลิตหรือจำหน่ายสูงขึ้นตามไปด้วย แต่สำหรับกิจการที่ส่งสินค้าหรือบริการที่รับเงินกลับเข้ามาในประเทศ อาจได้รับผลดีเนื่องจากอัตรา

แลกเปลี่ยนทำให้สินค้าหรือบริการมีมูลค่าสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม สำหรับประเทศไทย ซึ่งอุตสาหกรรมส่วนใหญ่พึ่งพการนำเข้า และมีภาระหนี้สินต่างประเทศค่อนข้างมาก ค่าของเงินบาทที่อ่อนลงจะส่งผลกระทบต่อลบที่รุนแรง

1.4 การผลิต ซึ่งภาพโดยกว้างอาจหมายรวมไปถึงตลาดการค้า โดยเฉพาะอย่างยิ่งในปัจจุบันคือตลาดต่างประเทศ หากอุตสาหกรรมภาคการผลิตและบริการของเรา สามารถผลิตและจำหน่ายสินค้าที่ตรงตามความต้องการของประเทศคู่ค้าได้ ทั้งยังมีราคาและคุณภาพเหมาะสมหรือดีกว่าสินค้าจากประเทศคู่แข่ง มีต้นทุนการผลิตที่ต่ำ ได้รับการสนับสนุนที่เข้มแข็งจากภาครัฐ ปัจจัยเหล่านี้ก็จะส่งผลให้สามารถนำเงินตราจากต่างประเทศเข้ามาเสริมสร้างสภาพคล่องได้มากขึ้น และกำลังซื้อก็จะกระจายไปยังกิจการอื่น ๆ ในประเทศได้

1.5 สภาวะเศรษฐกิจต่างประเทศ โดยเฉพาะประเทศคู่ค้าหากสภาวะเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าเราดี ความต้องการของสินค้านำเข้ามีมากขึ้น ส่งผลดีต่อยอดขายและเม็ดเงินที่กลับเข้ามา ในทางตรงข้าม หากเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าประสบปัญหา ก็จะทำให้ยอดขายสินค้านำเข้าของอุตสาหกรรมแขนงต่าง ๆ ของเราลดลง อันจะก่อให้เกิดผลกระทบต่อเศรษฐกิจโดยรวม

2. ปัจจัยทางการเมือง เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคารู้นได้รวดเร็วและรุนแรง โดยเฉพาะการเมืองในประเทศ เนื่องจากภาคการเมืองหรือรัฐบาลเป็นผู้กำหนดนโยบายต่าง ๆ ที่อาจมีผลเอื้อประโยชน์หรือขัดขวางต่อการลงทุนอย่างมากที่สุด นอกจากนี้ ภาคการเมืองยังมีความเกี่ยวข้องในด้านการกำหนดอัตราภาษี การส่งเสริมการลงทุน รวมทั้งการช่วยหาตลาดต่างประเทศที่สำคัญด้วย

3. ปัจจัยที่เกิดจากผลกระทบอื่นๆ เช่น ปัจจัยจากธรรมชาติอันได้แก่ ฝนแล้ง น้ำท่วม แผ่นดินไหว หรือภัยพิบัติใดๆ รวมทั้งความไม่สงบทั้งภายในและภายนอก เช่น บริเวณชายแดนหรือประเทศใกล้เคียงด้วย ซึ่งแน่นอนว่าจะต้องกระทบต่อสภาพการณ์ต่างๆ โดยเฉพาะปัจจัยทางเศรษฐกิจ

4. ปัจจัยของตลาดหลักทรัพย์หรือตัวหลักทรัพย์ เช่น การเกิดข่าวลือ การเก็งกำไรที่มากเกินไปจนปัจจัยพื้นฐานรองรับไม่ไหว กฎระเบียบที่เข้มงวดหรือหย่อนยานจนเกินไป อัตราส่วนเพิ่ม (Margin) และดอกเบี้ยที่ไม่เอื้อต่อผู้ลงทุน เหล่านี้คือปัจจัยทางลบของตลาด ส่วนปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวหลักทรัพย์โดยตรงได้แก่ ผลกำไร สถานะทางการเงิน ผู้บริหาร รวมทั้งการประกาศเพิ่มทุน จ่ายเงินปันผล ก็อาจส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ได้ทั้งสิ้น

ซึ่งปัจจัยที่กล่าวมาข้างต้นนี้เป็นข้อมูลพื้นฐานที่นักลงทุนควรทราบและนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในการซื้อขายหลักทรัพย์ และสามารถพยากรณ์ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตได้อย่างถูกต้อง

## 2.2 งานวิจัยเกี่ยวกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

ผลตอบแทนหลักทรัพย์ เป็นสิ่งที่นักลงทุนต้องการและก่อนที่นักลงทุนจะตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ใด นักลงทุนต้องทำการศึกษาและรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องมาพิจารณาประกอบการตัดสินใจลงทุน เพื่อให้ได้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ตามที่คาดหวังและต้องการ ซึ่งข้อมูลที่นักลงทุนนำมาประกอบการตัดสินใจจะเป็นข้อมูลทางบัญชีที่ปรากฏอยู่ในงบการเงิน เช่น งบแสดงฐานะการเงิน ซึ่งประกอบด้วยรายการสินทรัพย์ หนี้สิน ส่วนของผู้ถือหุ้น งบกำไรขาดทุน ซึ่งประกอบด้วยรายการรายได้ ค่าใช้จ่าย กำไร และงบกระแสเงินสด ซึ่งประกอบด้วยกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน รวมถึง นโยบายการบัญชี หมายเหตุประกอบงบการเงิน รายงานของผู้สอบบัญชี เป็นต้น ข้อมูลทางบัญชีนี้มีนักวิจัยหลายท่านทำการศึกษาและผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ แต่อาจมีระดับความสัมพันธ์ที่แตกต่างกันขึ้นอยู่กับปัจจัยทางเศรษฐกิจ สังคม การเมือง ลักษณะเฉพาะของกิจการ เป็นต้น ดังนั้นข้อมูลทางบัญชีที่ปรากฏอยู่ในตลาดทุนเป็นข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน มีความสำคัญและเป็นปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจ เพื่อให้ผลตอบแทนตามที่คาดหวัง ทั้งนี้ข้อมูลทางบัญชีต้องมีความถูกต้อง โปร่งใส และน่าเชื่อถือสามารถช่วยป้องกันนักลงทุนไม่ให้ตัดสินใจผิดพลาด และทำให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนตามที่ต้องการภายใต้ความเสี่ยงที่ยอมรับได้ แต่ปัญหาก็คือ นักลงทุนจะมั่นใจได้อย่างไรว่าข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชนสามารถนำมาประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ได้จริง

การวิจัยในครั้งนี้เป็นการศึกษาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางบัญชี ซึ่งประกอบด้วยโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้น ข้อมูลจากรายงานทางการเงิน และคุณภาพกำไร ที่มีต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ ซึ่งมีงานวิจัยที่ทำการศึกษาผลตอบแทนหลักทรัพย์ ตัวอย่างเช่น งานวิจัยของ Bauer, Gunster & Otten (2004); Gruszczynski (2006) และ Khatab et al (2011) ทำการศึกษาระดับของการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยวัดผลตอบแทนหลักทรัพย์จากเงินปันผลจากการลงทุนในหุ้นสามัญ ส่วนงานวิจัยของ Francis & Shipper (1999); Charitou, Clubb & Andreou (2001); Gompers, Ishii & Metrick (2003); Bhagat & Bolton (2008); Samontaray (2010) ที่ทำการศึกษาข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนหลักทรัพย์โดยวัด

ผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ หรือเป็นงานวิจัยของ Livnat & Zarowin (1990); Francis & Shipper (1999); Graham, King & Bailes (2000); Sponholtz (2004); Tripathi (2009); Sari & Hutagaol (2011) ที่วัดผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ รวมถึงงานวิจัยที่ทำการศึกษาคุณภาพกำไรกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ตัวอย่างเช่น Samadiyan, Pooryeganeh, Khanegah & Ghanbari (2012); Chan, Jegadeesh, Chan-Louis & Lakonishok (2006); Penman & Zhang (2002) ที่วัดผลตอบแทนหลักทรัพย์จากราคาหลักทรัพย์

สำหรับงานวิจัยของ Charitou, Clubb & Andreou (2001) และ Bo (2009) ทำการศึกษารายการกำไรทางบัญชีและรายการกระแสเงินสดที่สามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ (ราคาหลักทรัพย์) ผลการศึกษาพบว่ารายการกำไรทางบัญชีและรายการกระแสเงินสดสามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ และ Charitou, Clubb & Andreou (2001) ทำการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับกำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ภายใต้ข้อสมมติฐานว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองต่อข้อมูลกำไรอาจจะได้รับผลกระทบจากปัจจัยต่างๆ เช่น ความเสถียรภาพของกำไร การเติบโตของกิจการ และขนาดของกิจการ ผลการศึกษาพบว่าเมื่อกำไรไม่มีเสถียรภาพความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะลดลง ในขณะที่เดียวกันความสามารถของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ก็ไม่ได้เพิ่มขึ้นเช่นกัน ส่วน Ahsan (2004); Nichols & Wahlen (2004) ได้ทำการศึกษารายการกำไรทางบัญชีกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ (ราคาหลักทรัพย์) ผลการศึกษาพบว่าการประกาศข่าวกำไรจะทำให้ให้นักลงทุนมีการตอบสนองต่อข่าวนั้นๆ ทำให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์สูงขึ้น นอกจากนี้ Nichols & Wahlen (2004) ระบุว่าในตลาดทุนยังคงให้ความสำคัญกับกำไรทางบัญชี โดยเฉพาะกลุ่มผู้ลงทุน ผู้จัดการ คณะกรรมการ นักวิเคราะห์ ผู้ตรวจสอบ และผู้ที่ต้องการใช้ข้อมูลกำไรทางบัญชี ซึ่งคนกลุ่มเหล่านี้ยังคงให้ความสำคัญกับกำไรทางบัญชีอยู่เสมอ อย่างไรก็ตามยังคงมีรายการอื่นที่มีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ เช่น งานวิจัยของ Samontaray (2010) ทำการศึกษาปัจจัย 14 ตัวแปร ประกอบด้วย ผลตอบแทนจากการใช้เงินทุน (ROCE) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) ราคาต่อกำไร (P/E) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (RONW) ราคาหุ้นต่อมูลค่าตามบัญชี (P/B) สินทรัพย์ถาวรสุทธิ (Net Fixed Assets) กำไรหลังภาษี (PAT) ยอดขาย (Sale) กำไรก่อนค่าเสื่อมราคา ดอกเบี้ยภาษีและค่าตัดจำหน่าย (PBDITA) ค่าเสื่อมราคา (Depreciation) สินค้าคงเหลือ (Inventory) ค่าเบต้า (Beta) และระดับคะแนนของการกำกับดูแลกิจการ (CG core) ว่ามีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ (ราคาหลักทรัพย์) หรือไม่ โดยทำการรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี และราคาหุ้น

ของ 50 บริษัท (Nifty 50) ในประเทศอินเดีย ผลการศึกษาพบว่ากำไรต่อหุ้น (EPS) ยอดขาย (Sale) สินทรัพย์ถาวรสุทธิ (Net Fixed Assets) และระดับคะแนนของการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ หรือจะเป็นงานวิจัยของ Tripathi (2009) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานของบริษัทกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยปัจจัยพื้นฐานของบริษัท ได้แก่ 1) มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด 2) ราคาหลักทรัพย์หารกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio) 3) อัตราส่วนมูลค่าการตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี 4) ความเสี่ยงทางการเงิน วัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ส่วนผลตอบแทนหลักทรัพย์ วัดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่าทั้ง 4 รายการมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ส่วน Sari & Hutagaol (2011) ทำการศึกษาปัจจัยความเสี่ยงที่มีต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยปัจจัยความเสี่ยงประกอบด้วย 1) ความเสี่ยงโครงสร้างของเงินลงทุน วัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) 2) ความเสี่ยงทางธุรกิจ วัดจากระดับการเปลี่ยนแปลงการดำเนินงาน (Degree of Operating Leverage) และ 3) ความเสี่ยงทางการตลาด วัดจากค่าเบต้า (Stock Beta) กับผลตอบแทนจากการลงทุน วัดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่าทั้ง 3 ปัจจัยความเสี่ยงไม่มีอิทธิพลอย่างเป็นนัยสำคัญทางสถิติต่อผลตอบแทนจากการลงทุน เป็นต้น

จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับผลตอบแทนหลักทรัพย์จะพบว่าผลตอบแทนหลักทรัพย์มาจาก 2 ส่วน คือ เงินปันผลซึ่งได้รับจากความเป็นเจ้าของหลักทรัพย์ และราคาของหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลง ผู้วิจัยจึงใช้ตัวแปรผลตอบแทนหลักทรัพย์เป็นตัวแปรแฝง และกำหนดตัวแปรสังเกตที่ใช้เป็นตัวแปรวัดผลตอบแทนหลักทรัพย์จำนวน 2 ตัวแปร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล และอัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง จึงสรุปได้ว่า ตัวแปรแฝง “ผลตอบแทนหลักทรัพย์” ซึ่งมีตัวแปรสังเกต ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนเงินปันผล และอัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง โดยมีรายละเอียดดังนี้



$$1. \text{ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล} = \frac{D_{it}}{P_{it-1}} \times 100$$

(Dividend yield)

โดยที่  $t$  = งวดเวลาใดเวลาหนึ่ง

$D_{it}$  = เงินปันผลต่อหุ้นของบริษัท  $i$  เวลา  $t$

$P_{it-1}$  = ราคาปิดของหลักทรัพย์ก่อนวันส่งงบการเงินของบริษัท  $i$  เวลา  $t$

$$2. \text{ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง} = \frac{(P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}} \times 100$$

(Capital gain or loss)

โดยที่  $t$  = งวดเวลาใดเวลาหนึ่ง

$P_{it}$  = ราคาปิดของหลักทรัพย์วันที่ส่งงบการเงินของบริษัท  $i$  เวลา  $t$

$P_{it-1}$  = ราคาปิดของหลักทรัพย์ก่อนวันส่งงบการเงินของบริษัท  $i$  เวลา  $t$

### ตอนที่ 3 โครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้น

#### 3.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ

##### ความเป็นมาและความหมายของการกำกับดูแลกิจการ

ปัจจุบันตลาดทุนทั่วโลกให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) กันมากขึ้นไม่ว่าจะเป็นตลาดทุนในประเทศที่พัฒนาแล้วอย่างประเทศสหรัฐอเมริกา และอังกฤษได้ให้ความสนใจและมีการดำเนินการศึกษาในเรื่องนี้ เพื่อพิจารณาทบทวนการปฏิบัติเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Practices) ที่เป็นอยู่และนำผลที่ได้มาใช้เป็นแนวทางในการกำหนดระเบียบวิธีปฏิบัติที่ดีที่สุดของการกำกับดูแลกิจการ (Code of Best Practices for Corporate Governance) สำหรับตลาดทุนของประเทศนั้นๆ ซึ่งการกำกับดูแลกิจการนี้จะช่วยป้องกันการทุจริต ทำให้ข้อมูลทางบัญชีที่เปิดเผยต่อสาธารณชนมีความโปร่งใสและน่าเชื่อถือ (Bushman & Smith, 2001, 2003; Garcia, Barbadillo & Perez, 2010; Virginia, Eleni, Dimitrios & Chrysoula, 2010) นอกจากนี้ Cheung & Chan (2004) ได้ทำการศึกษาการกำกับดูแลกิจการในแถบเอเชีย ได้แก่ ประเทศมาเลเซีย ประเทศเกาหลี ประเทศไทย และฮ่องกง

พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยยกระดับตลาดทุนให้สูงขึ้น ข้อมูลมีความโปร่งใส ปกป้องคุ้มครองผู้ลงทุน และเพิ่มความยั่งยืนให้กับตลาดทุน ซึ่ง Shil (2008) กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการเป็นสิ่งที่สำคัญในการดำเนินธุรกิจ ช่วยให้เกิดความยั่งยืนในระยะยาว และควรจัดให้มีสถาบันที่คอยให้การสนับสนุนและให้รางวัลสำหรับบริษัทที่มีการปฏิบัติตามมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการที่ดี เป็นเรื่องที่ได้รับการสนใจอย่างกว้างขวางในประเทศไทย โดยเฉพาะภายหลังจากปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจของประเทศที่เกิดขึ้นในช่วง พ.ศ. 2540 บริษัทจำนวนมากประสบปัญหาการดำเนินงานเนื่องจากการบริหารงานไม่มีประสิทธิภาพ ขาดการควบคุมภายในที่ดี ข้อมูลภายในขาดความน่าเชื่อถือและความโปร่งใส การเปิดเผยข้อมูลไม่เพียงพอ ทำให้นักลงทุนหรือแม้แต่ฝ่ายจัดการของบริษัทยังไม่สามารถประเมินความเสี่ยงได้อย่างถูกต้อง ปัญหาที่เกิดขึ้นเหล่านี้แสดงให้เห็นถึงการขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดี

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า นักวิจัยและนักวิชาการได้ให้ความหมายหรือคำจำกัดความของคำว่า การกำกับดูแลกิจการ ดังตารางที่ 2.2 แสดงความหมายของการกำกับดูแลกิจการ

**ตารางที่ 2.2** แสดงความหมายของการกำกับดูแลกิจการ

นักวิจัยและนักวิชาการ	ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ
Cheung & Chan (2004)	ระบบการควบคุมและติดตามพฤติกรรมของบริษัท และสร้างความสัมพันธ์ภายในระหว่างฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น รวมถึงการลดความขัดแย้งระหว่างกลุ่มของผู้บริหาร และผู้ลงทุน
Shil (2008)	เป็นความรับผิดชอบพื้นฐานของคณะกรรมการ โดยคณะกรรมการมีหน้าที่สนับสนุนการบริหารจัดการและพนักงาน ปฏิบัติตามกฎหมายระเบียบ และมีแนวคิดในการให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสีย และผู้ถือหุ้น
Ali shah & Hasan (2009)	การจัดสรรทรัพยากรโดยผู้จัดการ หรือผู้มีส่วนได้เสีย เพื่อควบคุมให้ผลประโยชน์ของบริษัทดีขึ้น
Samontary (2010)	หลักการด้านสิทธิ ความถูกต้อง ความยุติธรรม สร้างความเชื่อมั่นระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสีย ลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทน (Agent) กับ ตัวการ (Principal)

ตารางที่ 2.2 แสดงความหมายของการกำกับดูแลกิจการ (ต่อ)

นักวิจัยและ นักวิชาการ	ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ
องค์การเพื่อความ ร่วมมือทางเศรษฐกิจ และการพัฒนา (OECD)(1999 อ้างใน Ravichandra & Vasudevan, 2007)	ระบบกำกับและควบคุมกิจการ โดยการแบ่งแยกสิทธิและหน้าที่ของผู้มีส่วนเกี่ยวข้องต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นคณะกรรมการ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น หรือผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ ซึ่งกำหนดในหลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติเพื่อใช้ในการตัดสินใจในกรณีต่างๆ ขึ้นในกิจการ โดยยึดวัตถุประสงค์ของกิจการเป็นสำคัญ
นวพร เรืองสกุล (2545)	หลักการบริหารจัดการธุรกิจให้เติบโตขึ้นอย่างมั่นคง ด้วยการสร้างกลไกควบคุมการดำเนินงานขององค์กรให้เป็นไปอย่างโปร่งใส และเกิดความเป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้น คณะกรรมการ ผู้บริหาร พนักงาน คู่ค้า ลูกค้า ตลอดจนรับผิดชอบต่อชุมชนและสิ่งแวดล้อม หรือเป็นจรรยาบรรณของคนที่ทำธุรกิจที่ใส่ใจกับหลักคุณธรรมควบคู่ไปกับการอยู่รอดเติบโตขององค์กรและสังคม
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2550)	ระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน นำไปสู่ความเจริญเติบโตและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่น
เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์ (2554)	กลไกที่ถูกสร้างขึ้นเพื่อใช้ในการควบคุมดูแล (Monitor) การทำงานและการประสานผลประโยชน์ของฝ่ายต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับกิจการดำเนินธุรกิจ ได้แก่ ผู้จัดการหรือผู้บริหาร เจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ และผู้บริโภคน เป็นต้น

จากการให้ความหมายหรือคำจำกัดความของคำว่า การกำกับดูแลกิจการ ที่นักวิจัยและนักวิชาการได้กล่าวไว้ข้างต้น ซึ่งอาจมีความหมายแตกต่างกันในเนื้อหาปลีกย่อยบางส่วน แต่ความหมายหลักส่วนใหญ่จะสอดคล้องกัน การวิจัยในครั้งนี้ ผู้วิจัยจึงสรุปความหมายหรือคำจำกัดความของคำว่า การกำกับดูแลกิจการ หมายถึง ระบบหรือหลักการบริหารจัดการธุรกิจที่มีโครงสร้างและกระบวนการแบ่งแยกสิทธิและหน้าที่ของผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง ตามกรอบขององค์การ

เพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา(OECD) สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และหลักเกณฑ์ในการพิจารณาประเมินและคัดเลือกให้เป็นบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีของสมาคมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) เพื่อให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี สร้างความสามารถในการแข่งขัน มีการเติบโตอย่างมั่นคงและยั่งยืน

### หลักการกำกับดูแลกิจการ

ปัจจุบันกรอบงานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทในประเทศไทย ซึ่งถือเป็นประเทศกำลังพัฒนา ได้เริ่มดำเนินการพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการในตลาดทุนเพื่อยกระดับความสามารถในการแข่งขันของประเทศ โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยผลักดันให้บริษัทจดทะเบียนมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี และจัดกิจกรรมหรือโครงการต่างๆ เพื่อสร้างแรงกระตุ้นให้ผู้เกี่ยวข้องตระหนักถึงคุณค่าและประโยชน์ที่ได้รับจากการที่บริษัทได้ชื่อว่ามีผลการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งนอกจากจะทำให้ภาพพจน์ของบริษัทดีขึ้นแล้วยังเป็นการเพิ่มมูลค่าหุ้นของบริษัท เพิ่มขีดความสามารถทางการแข่งขัน เพิ่มความสามารถในการทำกำไรในอนาคต และลดความเสี่ยงหรือป้องกันการล่มสลายขององค์กร เป็นต้น ในปัจจุบันมีโครงการที่เกิดขึ้นจากความร่วมมือของหลายหน่วยงาน ได้แก่ โครงการประเมินโครงการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนที่จัดตั้งขึ้นโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors Association: IOD) ซึ่งได้รับความร่วมมือจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และ แมคคินซี แอนด์ คอมพานี ประเทศไทย (McKinsey & Company Inc Thailand) มีวัตถุประสงค์เพื่อทำการประเมินและวัดผลด้านการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ พ.ศ.2544 เป็นประจำทุกปี โดยใช้หลักเกณฑ์ในการประเมินที่พัฒนาจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีขององค์การเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา หรือ โออีซีดี (Organization for Economic Cooperation and Development: OECD) เป็นองค์กรที่จัดทำแนวทางในการประเมินและข้อกำหนดเพื่อพัฒนาความเป็นบรรษัทภิบาล ซึ่งรัฐบาลต่างๆ ได้ยึดเป็นแนวทางในการกำกับดูแลกิจการของประเทศตนเอง และเป็นองค์การระหว่างประเทศของกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วที่ยอมรับระบอบประชาธิปไตยและเศรษฐกิจการค้าเสรี ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้พัฒนาหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทที่จดทะเบียนปี 2549 เป็นการนำข้อพึงปฏิบัติจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ที่ได้ประกาศใช้เมื่อเดือนมีนาคม 2545 ให้เทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการขององค์การเพื่อ

ความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา ซึ่งเนื้อหาโดยสรุปของหลักการ 15 ข้อ มีดังนี้ (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2555)

#### 1. นโยบายเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ

คณะกรรมการบริษัทควรจัดทำรายงานเป็นลายลักษณ์อักษรเกี่ยวกับนโยบายการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งควรระบุว่ามียุทธศาสตร์เกี่ยวกับกำกับดูแลบริษัทครอบคลุมหลักการใดบ้าง เช่น สิทธิและความเท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย คณะกรรมการบริษัทมีโครงสร้างบทบาท หน้าที่ ความรับผิดชอบ และความเป็นอิสระ การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส การควบคุมและจัดการความเสี่ยง และจริยธรรมธุรกิจ พร้อมทั้งเปิดเผยในรายงานประจำปีให้ผู้ถือหุ้นและผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายได้ทราบโดยทั่วกัน คณะกรรมการบริษัท ควรรายงานในรายงานประจำปีถึงการนำหลักการกำกับดูแลกิจการไปใช้

#### 2. สิทธิและความเท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้น

คณะกรรมการบริษัท ควรจัดกระบวนการประชุมผู้ถือหุ้นในลักษณะที่สนับสนุนให้มีการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นทุกรายอย่างเท่าเทียมกัน ในการเข้าประชุมไม่ควรมีวิธีการที่ยุ่งยากหรือหลักการกำกับดูแลกิจการไปใช้

#### 3. สิทธิของผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มต่างๆ

ในระบบการกำกับดูแลมีผู้มีส่วนได้เสียหลายกลุ่มด้วยกันที่สำคัญได้แก่ กลุ่มลูกค้า ฝ่ายจัดการ ลูกจ้าง คู่ค้า ผู้ถือหุ้น หรือผู้ลงทุน ผู้สอบบัญชี รัฐบาล และชุมชนที่บริษัทตั้งอยู่ กลุ่มผู้มีส่วนได้เสียอื่น ได้แก่ สหภาพ คู่แข่งขัน และเจ้าหนี้ เป็นต้น แต่ละกลุ่มมีวัตถุประสงค์และความคาดหวังจากกิจกรรมที่แตกต่างกันไป ซึ่งคณะกรรมการบริษัท ควรรับรู้ถึงสิทธิของผู้มีส่วนได้เสียตามที่กฎหมายกำหนด และดูแลให้มั่นใจว่าสิทธิดังกล่าวได้รับการคุ้มครองและปฏิบัติด้วยดี และควรสนับสนุนให้มีการร่วมมือกันระหว่างบริษัทและผู้มีส่วนได้เสียในการสร้างความมั่งคั่ง สร้างงาน และสร้างกิจการให้มีฐานะการเงินที่มั่นคง

#### 4. การประชุมผู้ถือหุ้น

ประธานที่ประชุมผู้ถือหุ้นควรจัดสรรเวลาให้เหมาะสม และส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นมีโอกาสโดยเท่าเทียมกัน ในการแสดงความเห็น และตั้งคำถามใดๆ ต่อที่ประชุมตามระเบียบวาระการประชุมและเรื่องที่เสนอกรรมการทุกคนและประธานคณะกรรมการชุดต่างๆ ควรเข้าประชุมผู้ถือหุ้น เพื่อตอบคำถามที่ประชุม

#### 5. ภาวะผู้นำและวิสัยทัศน์

คณะกรรมการบริษัทควรมีภาวะผู้นำ วิสัยทัศน์ และมีความเป็นอิสระในการตัดสินใจ เพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทและผู้ถือหุ้นโดยรวม คณะกรรมการและฝ่ายจัดการมีความรับผิดชอบตามหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้น จึงควรมีการแบ่งแยกบทบาทหน้าที่ที่รับผิดชอบระหว่าง คณะกรรมการบริษัทกับฝ่ายจัดการ และระหว่างคณะกรรมการบริษัทกับผู้ถือหุ้นไว้ให้ชัดเจน

#### 6. ความขัดแย้งของผลประโยชน์

คณะกรรมการบริหาร ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้นควรจัดปัญหาความขัดแย้งของผลประโยชน์ อย่างรอบคอบ ซื่อสัตย์สุจริต มีเหตุมีผลและเป็นอิสระภายในกรอบจริยธรรมที่ดี ตลอดจนมีการเปิดเผยข้อมูลอย่างครบถ้วน เพื่อผลประโยชน์ของบริษัทโดยรวม

#### 7. จริยธรรมธุรกิจ

คณะกรรมการบริหารควรส่งเสริมให้จัดทำแนวทางเกี่ยวกับจริยธรรมหรือจรรยาบรรณ เพื่อให้กรรมการและลูกจ้างทุกคนได้ทราบ และเข้าใจถึงมาตรฐานการปฏิบัติตนตามที่บริษัทและผู้ถือหุ้นคาดหวัง รวมทั้งเฝ้าสังเกตให้มีการปฏิบัติตามอย่างจริงจัง

#### 8. การถ่วงดุลของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร

คณะกรรมการบริหารควรมีจำนวนเท่าใด และประกอบด้วยกรรมการที่เป็นผู้บริหาร และกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารที่เป็นอิสระในสัดส่วนอย่างไร เป็นเรื่องที่คณะกรรมการบริษัทจะ กำหนดด้วยความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตามมีข้อเสนอให้คณะกรรมการบริหาร ประกอบด้วยกรรมการที่เป็นอิสระหนึ่งในสามของจำนวนกรรมการทั้งหมด และอย่างน้อย 3 คน ทั้งนี้ คุณสมบัติของกรรมการที่เป็นอิสระให้พิจารณาโดยใช้แนวทางเดียวกันกับคุณสมบัติของ กรรมการตรวจสอบตามประกาศตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยคุณสมบัติและขอบเขตการดำเนินงานของ คณะกรรมการตรวจสอบ

#### 9. การรวมหรือแยกตำแหน่ง

คณะกรรมการบริหารและผู้ถือหุ้นควรมีเสรีภาพที่จะเลือกวิธีที่เหมาะสมที่สุดกับ บริษัท โดยอาจรวมบทบาทของประธานกรรมการกับของผู้จัดการใหญ่อยู่ในตำแหน่งเดียวกันหรือ แยกกัน โดยให้กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารที่เป็นอิสระเป็นประธานกรรมการก็ได้ ไม่ว่าจะเลือกวิธีใด ควรมีการแยกอำนาจหน้าที่ระหว่างกันให้ชัดเจน โดยไม่ให้คนใดคนหนึ่งมีอำนาจโดยไม่จำกัด

#### 10. ค่าตอบแทนของกรรมการและผู้บริหาร

การกำหนดค่าตอบแทนเป็นเรื่องเกี่ยวกับผลประโยชน์ของกรรมการโดยตรง จึงควร ดำเนินการด้วยความโปร่งใสและได้รับอนุมัติจากผู้ถือหุ้น คณะกรรมการควรเปิดเผยถึงนโยบาย

คำตอบแทนและจำนวนคำตอบแทนกรรมการ และผู้บริหารระดับสูงตามที่ประกาศของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) กำหนด ในรายงานประจำปี ระดับและองค์ประกอบคำตอบแทนแก่กรรมการของบริษัทควรเพียงพอที่จะจูงใจและรักษากรรมการที่มีคุณภาพตามต้องการ แต่ควรหลีกเลี่ยงการจ่ายคำตอบแทนกรรมการที่เกินสมควร

#### 11. การประชุมคณะกรรมการ

บริษัทควรกำหนดการประชุมไว้ล่วงหน้าเป็นประจำ ในการประชุมประธานคณะกรรมการควรส่งเสริมให้มีการใช้ดุลยพินิจที่รอบคอบ และจัดสรรเวลาไว้เพียงพอที่ฝ่ายจัดการจะเสนอเรื่อง และมากพอที่กรรมการจะอภิปรายปัญหาสำคัญกันอย่างรอบคอบ กรรมการมีหน้าที่ต้องเข้าประชุมคณะกรรมการทุกครั้ง ยกเว้นกรณีที่มีเหตุผลพิเศษจริงๆ และควรเปิดเผยจำนวนครั้งที่กรรมการแต่ละคนเข้าร่วมประชุมคณะกรรมการในรายงานประจำปีด้วย

#### 12. คณะอนุกรรมการ

คณะอนุกรรมการควรจัดให้มีคณะกรรมการชุดต่างๆ เพื่อช่วยศึกษาในรายละเอียดและกลั่นกรองงานตามความจำเป็นของสถานการณ์ โดยเฉพาะคณะกรรมการตรวจสอบและคณะกรรมการกำหนดคำตอบแทน โดยกำหนดนโยบายและกรอบงานไว้อย่างชัดเจนเกี่ยวกับคุณสมบัติของสมาชิก หน้าที่รับผิดชอบ การดำเนินการประชุม และการรายงานต่อคณะกรรมการ สมาชิกทุกคนหรือส่วนใหญ่ควรเป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร และประธานอนุกรรมการควรเป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารที่มีความเป็นอิสระ

#### 13. ระบบการควบคุมและการตรวจสอบภายใน

คณะกรรมการควรจัดทำ รักษาไว้และทบทวนระบบการควบคุมภายในทั้งทางการเงิน การดำเนินงานและการกำกับดูแลการปฏิบัติงาน ตลอดจนจัดการความเสี่ยงและการให้ความสำคัญกับสัญญาณเตือนภัยล่วงหน้าและรายการผิดปกติทั้งหลาย และควรจัดให้มีงานตรวจสอบภายในแยกเป็นหน่วยงานหนึ่งของบริษัท

#### 14. รายงานของคณะกรรมการ

คณะกรรมการควรทำรายงานอธิบายถึง ความรับผิดชอบของตนในการจัดทำรายงานทางการเงิน โดยแสดงควบคู่ไปกับรายงานของผู้สอบบัญชีไว้ในรายงานประจำปี รายงานของคณะกรรมการควรครอบคลุมในเรื่องสำคัญๆ ตามข้อพึงปฏิบัติที่ดีสำหรับกรรมการบริษัทจดทะเบียนที่ตลาดหลักทรัพย์เสนอแนะ

### 15. ความสัมพันธ์กับผู้ลงทุน

คณะกรรมการควรดูแลให้มั่นใจว่า บริษัทได้เปิดเผยสารสนเทศที่สำคัญของบริษัทอย่างถูกต้อง ทันเวลา และโปร่งใส ควรจัดให้มีหน่วยงานหรือผู้รับผิดชอบงานเกี่ยวกับ “ผู้ลงทุนสัมพันธ์” เพื่อเป็นตัวแทนในการสื่อสารกับผู้ลงทุนที่เป็นสถาบัน ผู้ถือหุ้น รวมทั้งนักวิเคราะห์ทั่วไป และภาครัฐที่เกี่ยวข้อง คณะกรรมการควรจัดหาทรัพยากรอย่างเพียงพอ เพื่อช่วยพัฒนาความรู้ความสามารถของเจ้าหน้าที่ในการนำเสนอสารสนเทศและการติดต่อสื่อสาร

จากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ข้างต้นที่ได้ประกาศใช้เมื่อเดือนมีนาคม 2545 มีหลักเกณฑ์ในการพิจารณา แบ่งออกเป็น 5 หมวดหลัก ดังนี้

1. สิทธิของผู้ถือหุ้น (Right of Shareholders) ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในความเป็นเจ้าของ โดยควบคุมบริษัทในการแต่งตั้งคณะกรรมการให้ทำหน้าที่แทนตนและมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัท บริษัทจึงควรส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิของตน

2. การปฏิบัติที่เท่าเทียมกันต่อผู้ถือหุ้น (Equitable Treatment of Shareholders) ผู้ถือหุ้นทุกราย ทั้งผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่ไม่เป็นผู้บริหาร รวมทั้งผู้ถือหุ้นต่างชาติ ควรได้รับการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกันและเป็นธรรม ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่ถูกละเมิดสิทธิควรมีโอกาสได้รับการชดเชย

3. บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย (Role of Stakeholders) ผู้มีส่วนได้เสียควรได้รับการดูแลจากบริษัทตามสิทธิที่มีตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง คณะกรรมการควรพิจารณาให้มีกระบวนการส่งเสริมให้เกิดความร่วมมือระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียในการสร้างความมั่นคง ความมั่นคงทางการเงินและความยั่งยืนของกิจการ

4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (Disclosure and Transparency) คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัททั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่ไม่ใช่ข้อมูลทางการเงินอย่างถูกต้อง ทันเวลา โปร่งใส ผ่านช่องทางที่เข้าถึงข้อมูลได้ง่าย มีความเท่าเทียมกันและน่าเชื่อถือ

5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (Board of Responsibilities) คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการมีความรับผิดชอบต่อการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ

ทั้งนี้เพื่อนำเสนอผลการประเมินในภาพรวมให้บริษัทจดทะเบียนได้ใช้เป็นแนวทางในการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการของบริษัทให้ดียิ่งขึ้นไป รวมทั้งเป็นแนวทางในการพิจารณากำหนดนโยบายและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ นอกจากนี้มีโครงการติดตามบริษัทที่มี



การกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งจัดขึ้นจากความร่วมมือของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยมีบริษัท ไทยเรทติ้ง แอนด์ อินฟอร์เมชันเซอร์วิส จำกัด เป็นผู้จัดอันดับ มีวัตถุประสงค์เพื่อติดตามการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น และให้ความสำคัญในเรื่องการเปิดเผยข้อมูล โดยแบ่งโครงการออกเป็น 3 ด้าน ได้แก่ 1) การจัดอันดับบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance Rating) 2) การให้รางวัลบริษัทที่มีการเปิดเผยรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ที่ดี (Disclosure Awards) และ 3) บริษัทที่จัดทำคำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการ (Management Discussion and Analysis: MD&A) รายไตรมาสโดยสมัครใจ ซึ่งบริษัทจดทะเบียนที่เข้าร่วมโครงการและได้รับผลการจัดอันดับในระดับดีขึ้นไป จะได้รับสิทธิประโยชน์เพิ่มเติมจากการได้รับการลดหย่อนค่าธรรมเนียมต่างๆ รวมทั้งการระดมทุนสามารถทำได้อย่างสะดวกและรวดเร็ว

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2555) ได้ให้ความสำคัญกับหลักธรรมาภิบาล และกล่าวว่า “ธรรมาภิบาล (Good Governance) เป็นหลักการที่ได้รับการยอมรับในระดับสากลว่า เป็นระบบที่ทำให้องค์กรสามารถดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ประสิทธิภาพ และที่สำคัญเป็นไปอย่างโปร่งใสน่าเชื่อถือและเป็นธรรมต่อทุกฝ่าย จึงเป็นหลักการที่หลายองค์กรได้ให้ความสำคัญในการนำมาปฏิบัติเพื่อให้สามารถบรรลุเป้าหมายและพันธกิจที่กำหนดไว้” จึงมีโครงการที่จัดขึ้นเพื่อสนับสนุนการส่งเสริมธรรมาภิบาล คือ การจัดอันดับบรรษัทภิบาล (Corporate Governance Rating) ของบริษัทจดทะเบียน ได้แก่ โครงการ CG Rating เป็นโครงการที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ริเริ่มดำเนินการโดยมีบริษัท ไทยเรทติ้ง แอนด์ อินฟอร์เมชันเซอร์วิส จำกัด (TRIS) ทำหน้าที่เป็นผู้จัดอันดับ โดยโครงการนี้มีแนวคิดที่จะสนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักถึงความสำคัญของธรรมาภิบาลหรือการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance) ซึ่งจะทำให้บริษัทจดทะเบียนที่มีธรรมาภิบาลหรือการกำกับดูแลกิจการที่ดีอยู่แล้วได้รับประโยชน์ทั้งในด้านการรับรู้ของประชาชนโดยทั่วไป และการได้รับสิทธิประโยชน์ต่างๆ จากทางการ รวมทั้งเพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถใช้ผลการจัดอันดับเป็นปัจจัยประกอบการตัดสินใจลงทุน ซึ่งความต้องการลงทุนในบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีดังกล่าว น่าจะจูงใจให้บริษัทจดทะเบียนอื่นๆ ปรับปรุงระบบการกำกับดูแลกิจการให้ดียิ่งขึ้นด้วย

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) เป็นสถาบันที่ยกระดับการเป็นกรรมการสู่ระดับมืออาชีพ ส่งผลให้บริษัทไทยเจริญเติบโตด้วยความมั่นคง กรรมการบริษัทเป็นผู้ที่

มีบทบาทสำคัญอย่างยิ่งในการกำกับดูแลกิจการ เพื่อสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น รวมทั้งดูแลผลประโยชน์ของผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสีย กับกิจการให้เป็นธรรมกับทุกฝ่าย ดังนั้นสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย จึงถูกก่อตั้งขึ้นมาเพื่อพัฒนา และสนับสนุนกรรมการให้ปฏิบัติหน้าที่ที่สำคัญนี้อย่างมีประสิทธิภาพด้วยมาตรฐาน ซึ่งเป็นที่ยอมรับในระดับสากลและทางสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ได้จัดทำเว็บไซต์ที่รวบรวมข้อมูลและข่าวสาร เกี่ยวกับสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ที่น่าสนใจ เป็นประโยชน์ต่อบุคคลโดยทั่วไปและผู้ที่เกี่ยวข้องเรื่องธรรมาภิบาลหรือการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance) โดยเฉพาะ

ส่วนหลักเกณฑ์ในการพิจารณาประเมินและคัดเลือกให้เป็นบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors Association: IOD) ประกอบด้วย 5 หมวดหลัก ได้แก่ การพิจารณาจาก

1. สิทธิของผู้ถือหุ้น (Right of shareholders)
2. การปฏิบัติที่เท่าเทียมกันต่อผู้ถือหุ้น (Equitable treatment of shareholders)
3. บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย (Role of stakeholders)
4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (Disclosure and transparency)
5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (Board of responsibilities)

หลักเกณฑ์ที่ใช้ในการประเมินการกำกับดูแล (CGR) จากรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนประจำปี 2549 ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) กำหนดให้พิจารณาจากการจัดกลุ่มตามช่วงคะแนนโดยใช้จำนวนตราสัญลักษณ์ของคณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติแสดงผลคะแนนในแต่ละระดับ ดังนี้

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์ (Number of Logo)	Description	ความหมาย
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A	N/A
50 - 59	1 ตราสัญลักษณ์	Pass	ผ่าน
60 - 69	2 ตราสัญลักษณ์	Satisfactory	ดีพอใช้
70 - 79	3 ตราสัญลักษณ์	Good	ดี
80 - 89	4 ตราสัญลักษณ์	Very Good	ดีมาก
90 - 100	5 ตราสัญลักษณ์	Excellent	ดีเลิศ

หลักการที่กล่าวมาข้างต้น สรุปให้เข้าใจกันแบบง่าย ๆ ก็คือมาตรฐานของบริษัทที่จะได้รับการประเมินและคัดเลือกให้เป็นบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้น จะต้องเป็นบริษัทที่เกิดจากการรวมตัวของผู้ถือหุ้นที่สามารถบริหารฐานะทางการเงินของบริษัทให้มีความมั่นคงทางเศรษฐกิจ มีความโปร่งใส ชัดเจนสามารถตรวจสอบได้ มีความยุติธรรมกับทุกฝ่าย เป็นบริษัทที่ได้รับความเชื่อถือและยอมรับจากสาธารณชนในการบริหาร และดำเนินงานด้วยความซื่อสัตย์ โดยสามารถรักษามาตรฐานดังกล่าวได้สม่ำเสมอตลอดระยะเวลาในการดำเนินกิจการ

### โครงสร้างของคณะกรรมการและผู้ถือหุ้น

หลักการกำกับดูแลกิจการขององค์การเพื่อความร่วมมือและการพัฒนาทางเศรษฐกิจ (OECD) กล่าวว่า iva บริษัทควรมีโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทที่เน้นหน้าที่หลักของกรรมการทั้งในเรื่องการกำกับดูแลกิจการของบริษัท และการกำกับดูแลการปฏิบัติงานของคณะผู้บริหาร ซึ่งคณะกรรมการต้องทำหน้าที่ในการป้องกันมิให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์และต้องสร้างสมดุลที่บุคคลต่างๆ ที่เกี่ยวข้องเรียกร้องที่จะได้รับผลประโยชน์จากบริษัท อย่างไรก็ตาม คณะกรรมการบริษัทมิเพียงรับผิดชอบในผลของการปฏิบัติของตนที่มีต่อบริษัทและผู้ถือหุ้นเท่านั้น แต่ยังคงมีหน้าที่รับผิดชอบในการปฏิบัติงานอย่างเหมาะสมและยุติธรรม โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียทุกรายไม่ว่าจะเป็น พนักงานและลูกจ้าง เจ้าหนี้ ลูกค้า คู่ค้า และชุมชนที่บริษัทตั้งอยู่

จากคู่มือกรรมการบริษัทจดทะเบียน (2547) กล่าวว่า iva คณะกรรมการดำเนินงานโดยคำนึงถึงหลักบรรษัทภิบาลที่ดี คือ ตระหนักถึงหน้าที่ความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ เคารพสิทธิผู้ถือหุ้น ปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียอื่นอย่างเป็นธรรม มีความโปร่งใสในการดำเนินงาน และมีการเปิดเผยข้อมูลอย่างถูกต้องเพียงพอ ทั้งนี้ คณะกรรมการควรมีการประชุมกันอย่างเพียงพอที่จะทำให้กรรมการรู้สึกว่าได้ปฏิบัติหน้าที่ที่มีความรับผิดชอบสูงยิ่งนี้ ด้วยความระมัดระวังแล้ว โดยการทำหน้าที่ของคณะกรรมการควรมีการบันทึกเป็นลายลักษณ์อักษร อย่างถูกต้องครบถ้วน และมีระบบจัดเก็บที่ทำให้สามารถตรวจสอบในภายหลังได้ รวมถึงกล่าวไว้ว่า โครงสร้างคณะกรรมการ กำหนดไว้เพื่อให้การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการมีประสิทธิภาพ ซึ่งคณะกรรมการสามารถแต่งตั้งคณะกรรมการย่อย (Committee) เพื่อปฏิบัติหน้าที่แทนคณะกรรมการบางส่วนได้ตามความจำเป็นของแต่ละบริษัท โดยพิจารณาจากขนาด ปริมาณธุรกิจ ความซับซ้อน หรือความต้องการความเชี่ยวชาญเฉพาะด้าน เป็นต้น แต่คณะกรรมการยังมีหน้าที่ติดตามการดำเนินงานของคณะกรรมการย่อย เพื่อให้เป็นไปตามเป้าหมายและขอบเขตที่

คณะกรรมการกำหนดไว้ ทั้งนี้คณะกรรมการย่อยที่มีการแต่งตั้ง และมีบทบาทมากขึ้นในปัจจุบัน ได้แก่ คณะกรรมการบริหาร คณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการสรรหา คณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน คณะกรรมการบริหารความเสี่ยง

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกล่าวไว้ว่า กรรมการ หมายถึงบุคคลใดๆ ที่ดำรงตำแหน่ง อยู่ในคณะกรรมการ ซึ่งสามารถแบ่งออกเป็นกรรมการที่เป็นผู้บริหาร กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร และกรรมการอิสระ ซึ่งโครงสร้างคณะกรรมการ คือคณะกรรมการบริษัทที่ประกอบด้วยกรรมการที่เป็นผู้บริหาร กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร และกรรมการอิสระ ซึ่งจะทำหน้าที่ดูแล ติดตามการดำเนินงานของฝ่ายจัดการ และให้คำปรึกษาตลอดจนกำหนดกลยุทธ์การดำเนินธุรกิจ และยังคงกล่าวถึงผู้ถือหุ้นว่า ผู้ถือหุ้น คือผู้มีสิทธิในความเป็นเจ้าของ โดยควบคุมบริษัทในการแต่งตั้ง คณะกรรมการให้ทำหน้าที่แทนตนและมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัท บริษัทจึงควรส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิของตนเกี่ยวกับสิทธิในการแต่งตั้งกรรมการ และสิทธิในการออกเสียงในประเด็นที่อาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าของหุ้น

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดข้อพึงปฏิบัติสำหรับกรรมการบริษัทจดทะเบียน เพื่อให้เป็นแนวทางปฏิบัติที่ดีสำหรับกรรมการของบริษัทจดทะเบียน และเชื่อว่าการดำเนินตามแนวทางปฏิบัติดังกล่าวจะเป็นประโยชน์ต่อบริษัทจดทะเบียน เพราะเป็นการแสดงให้เห็นว่าคณะกรรมการบริษัท มีมาตรฐานการบริหารจัดการกิจการที่ดี อันเป็นสิ่งที่พึงคาดหวังจากบริษัทจดทะเบียน ซึ่งจะสร้างความเชื่อมั่นให้เกิดขึ้น แก่ผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน และผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย โดยกำหนดองค์ประกอบคณะกรรมการและบทบาทหน้าที่ความรับผิดชอบของคณะกรรมการไว้ดังนี้

### องค์ประกอบคณะกรรมการ

คณะกรรมการเป็นผู้ที่มีหน้าที่หลักในการกำกับดูแลกิจการของบริษัทและกำกับดูแลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร มีองค์ประกอบคณะกรรมการดังนี้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2542)

#### 1. คณะกรรมการบริษัท ประกอบด้วย

1.1 กรรมการที่เป็นผู้บริหาร (Executive Director) หมายถึง กรรมการที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับกับการบริหารงานประจำหรือกรรมการผู้มีอำนาจลงนามผูกพันบริษัท

1.2 กรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร (Non-Executive Director) แบ่งออกเป็น

- *กรรมการที่เป็นอิสระ* (Independent Director) หมายถึงกรรมการจากภายนอกที่ไม่ได้มีตำแหน่งเป็นผู้บริหารหรือพนักงานประจำของบริษัท ไม่ได้เป็นกรรมการบริหารหรือกรรมการผู้มีอำนาจลงนามผูกพันบริษัท และเป็นอิสระจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ผู้บริหาร และผู้ที่เกี่ยวข้อง สามารถทำหน้าที่คุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นทุกรายอย่างเท่าเทียมกัน และสามารถช่วยดูแลไม่ให้เกิดรายการที่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างบริษัทกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน

- *กรรมการจากภายนอกอื่น* (Outside Director) หมายถึง กรรมการจากภายนอกที่ไม่ได้มีตำแหน่งเป็นผู้บริหารหรือพนักงานประจำของบริษัท ไม่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ แต่อาจเป็นตัวแทนจากผู้ที่มีผลประโยชน์หรือมีส่วนได้เสียกับบริษัท เช่น ลูกค้า ซัพพลายเออร์ หรือเจ้าหน้าที่ เป็นต้น

2. คณะกรรมการบริษัทจดทะเบียนควรประกอบด้วยกรรมการที่เป็นอิสระ (Independent Director) และกรรมการจากภายนอกอื่น (Outside Director) ในจำนวนที่เพียงพอที่จะสามารถสร้างกลไก เพื่อถ่วงดุลอำนาจภายในคณะกรรมการของบริษัท ไม่ให้บุคคลใดหรือกลุ่มบุคคลใดมีอำนาจเหนือการตัดสินใจของคณะกรรมการบริษัท และทำให้กรรมการทุกคนสามารถแสดงความเห็น ได้อย่างอิสระ

3. ประธานกรรมการ (Chairman) ควรเลือกมาจากกรรมการที่เป็นอิสระ และไม่ควรเป็นบุคคลเดียวกับกรรมการผู้จัดการ เพื่อให้มีการแบ่งแยกหน้าที่ในการกำหนดนโยบายการกำกับดูแล และการบริหารงานประจำ

4. การแต่งตั้งกรรมการและกรรมการเฉพาะเรื่อง ควรพิจารณาแต่งตั้งคณะกรรมการเฉพาะเรื่อง เพื่อช่วยดูแลรายงานทางการเงิน ระบบการควบคุมภายใน และระบบการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ให้เป็นไปตามนโยบายที่กำหนดไว้ เช่น คณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee) คณะกรรมการสรรหา (Nominating Committee) คณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน (Remuneration Committee) เป็นต้น

### **บทบาท หน้าที่ และความรับผิดชอบของคณะกรรมการ**

โครงสร้างของคณะกรรมการ ประกอบด้วย กรรมการที่เป็นผู้บริหาร กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร และกรรมการอิสระ ซึ่งมีบทบาท หน้าที่ และความรับผิดชอบที่สำคัญดังนี้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2542)

1. กรรมการต้องมีความรู้ ความสามารถ และประสบการณ์ที่จะเป็นประโยชน์ต่อการดำเนินธุรกิจ มีความสนใจในกิจการของบริษัทที่ตนเองเป็นกรรมการมีความตั้งใจและมีจริยธรรม (Honesty and Integrity) ในการดำเนินธุรกิจ
2. กรรมการต้องปฏิบัติหน้าที่ให้เป็นไปตามกฎหมาย วัตถุประสงค์ และข้อบังคับของบริษัท ตลอดจนมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น ด้วยความซื่อสัตย์ สุจริต ระมัดระวังรักษาผลประโยชน์ของบริษัท และมีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นโดยสม่ำเสมอ (Accountability to Shareholders)
3. คณะกรรมการมีหน้าที่กำหนดนโยบายและทิศทางการดำเนินงานของบริษัท (Direct) และกำกับควบคุมดูแล (Monitor and Supervise) ให้ฝ่ายจัดการดำเนินการให้เป็นตามนโยบายที่กำหนดไว้อย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล เพื่อเพิ่มมูลค่าทางเศรษฐกิจสูงสุดให้แก่กิจการและความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น (Maximize Economic Value and Shareholders' Wealth)
4. คณะกรรมการควรติดตามการดำเนินกิจการของบริษัทตลอดเวลาและควรได้รับรู้ถึงการปฏิบัติตามกฎหมายและข้อกำหนดในสัญญาที่เกี่ยวข้องของบริษัท และควรกำชับให้ฝ่ายจัดการบอกกล่าวเรื่องที่สำคัญของบริษัท เพื่อให้การดำเนินกิจการของบริษัทเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ
5. คณะกรรมการควรดำเนินการให้บริษัทจดทะเบียนมีระบบการควบคุมภายใน (Internal Control) และการตรวจสอบภายใน (Internal Audit) ที่มีประสิทธิภาพ
6. กรรมการที่เป็นอิสระและกรรมการจากภายนอกอื่นควรพร้อมที่จะใช้ดุลยพินิจของตนอย่างเป็นอิสระในการพิจารณากำหนดกลยุทธ์ การบริหารงานการใช้ทรัพยากร การแต่งตั้งกรรมการและการกำหนดมาตรฐานการดำเนินกิจการ ตลอดจนพร้อมที่จะคัดค้านการกระทำของกรรมการอื่นๆ หรือฝ่ายจัดการในกรณีที่มีความเห็นขัดแย้งในเรื่องที่มีผลกระทบต่อความเท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้นทุกราย
7. ในกรณีที่จำเป็นคณะกรรมการอาจแสวงหาความเห็นทางวิชาชีพจากที่ปรึกษาภายนอกเกี่ยวกับการดำเนินกิจการด้วยค่าใช้จ่ายของบริษัท
8. คณะกรรมการควรจัดให้มีเลขานุการบริษัท (Company Secretary) เพื่อช่วยดูแลกิจกรรมต่างๆ ของคณะกรรมการ และช่วยให้คณะกรรมการและบริษัทปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมายและระเบียบ ข้อบังคับที่เกี่ยวข้องต่างๆ

9. คณะกรรมการควรจัดให้มีบทบัญญัติเกี่ยวกับจรรยาบรรณทางธุรกิจ (Code of Corporate Conduct) จริยธรรมทางธุรกิจ จริยธรรมของกรรมการ ผู้บริหารและพนักงาน (Code of Ethics) เพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติภายในองค์กร

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงสรุปความหมายหรือคำจำกัดความของคำว่า โครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้น (Board and Shareholders Structure) หมายถึง กรรมการที่ดำรงตำแหน่งอยู่ในคณะกรรมการ ประกอบด้วย กรรมการที่เป็นผู้บริหาร กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร และกรรมการอิสระ โดยคณะกรรมการเป็นบุคคลที่ได้รับเลือกหรือได้รับแต่งตั้งเข้าเป็นคณะร่วมกันทำงานหรือกระทำการบางอย่างซึ่งได้รับมอบหมายทั้งในเรื่องการกำกับดูแลกิจการของบริษัท และการกำกับดูแลการปฏิบัติงานของคณะผู้บริหาร โดยมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ของตนทั้งต่อบริษัทและต่อผู้ถือหุ้น โดยผู้ถือหุ้น คือผู้ที่มีสิทธิในความเป็นเจ้าของ โดยควบคุมบริษัทในการแต่งตั้งคณะกรรมการให้ทำหน้าที่แทนตนและมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัท บริษัทจึงควรส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิของตน เกี่ยวกับสิทธิในการแต่งตั้งกรรมการ และสิทธิในการออกเสียงในประเด็นที่อาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าของหุ้น

จากการทบทวนวรรณกรรมจะพบว่า คณะกรรมการคือหัวใจของการสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดี เนื่องจากกรรมการมีบทบาท หน้าที่ และความรับผิดชอบที่สำคัญในการส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการของบริษัท และกำกับดูแลการปฏิบัติงานของคณะผู้บริหาร เพื่อลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ สร้างความเสมอภาคให้กับผู้มีส่วนได้เสียอย่างเหมาะสม และยุติธรรม ผู้วิจัยจึงกำหนดตัวแปรโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นจากหลักการการกำกับดูแลกิจการตามกรอบขององค์การเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (OECD) สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และหลักเกณฑ์ในการพิจารณาประเมินและคัดเลือกให้เป็นบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีของสมาคมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) และผลงานวิจัยที่ผ่านมา ซึ่งตัวแปรการกำกับดูแลกิจการสอดคล้องกับการกำกับดูแลกิจการทั้ง 5 หมวด ดังนี้

หมวดที่ 1 สิทธิของผู้ถือหุ้น (Right of Shareholders) และหมวดที่ 2 การปฏิบัติที่เท่าเทียมกันต่อผู้ถือหุ้น (Equitable Treatment of Shareholders) บริษัทจดทะเบียนจะสามารถคำนึงถึงสิทธิของผู้ถือหุ้นและปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นทุกรายอย่างเท่าเทียมกันได้นั้น บริษัทจะต้องทราบสัดส่วนการกระจายการถือหุ้นของบริษัทและทราบผู้ถือหุ้นรายใหญ่ถือหุ้นรวมกันเป็นสัดส่วนเท่าใด และผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นรวมกันเป็นสัดส่วนเท่าใด ซึ่งสัดส่วนดังกล่าวจะบ่งชี้ว่าบริษัทจะสามารถมีความเป็นกลางต่อผู้ถือหุ้นได้มากน้อยเพียงใด โดยที่หากบริษัทมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ถือหุ้นรวมกัน

เป็นจำนวนมากจะทำให้บริษัทสูญเสียความเป็นกลางไปเนื่องจากจะได้รับอิทธิพลในการบริหารจัดการจากผู้ถือหุ้นใหญ่ที่ถือเสียงข้างมากในขณะนั้น ดังนั้นงานวิจัยฉบับนี้จึงใช้สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย(Percent of Free Float: PFF) เป็นตัวแปรแทนหลักการกำกับดูแลกิจการในหมวดที่ 1 และหมวดที่ 2 ซึ่งวัดจากสัดส่วนจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยต่อจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมดของบริษัท ตามงานวิจัยของ Majid Makki (2010); โมตรี เอื้อจิตอนันตกุล และเสาวนีย์ สิทธิวัฒน์ (2549); ศิลปพร ศรีจันเพชร (2551); ศราวุธ เรื่องสุวรรณ และคณะ (2552) ที่ศึกษาโดยใช้ตัวแปรจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อย

หมวดที่ 3 บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย (Role of Stakeholders) บริษัทจดทะเบียนควรดูแลผู้มีส่วนได้เสียตามสิทธิที่มีตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง คณะกรรมการควรพิจารณาให้มีกระบวนการส่งเสริมและประสานผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายอย่างสมดุล ตอบสนองความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียอย่างเหมาะสม ซึ่งจะทำให้บริษัทได้รับการสนับสนุนจากผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย และสามารถดำเนินงานต่อไปอย่างมั่นคง คณะกรรมการที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้สนับสนุนให้บริษัทสรรหา คือกรรมการอิสระ เพื่อให้การกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนอยู่ในระดับมาตรฐานสากล คณะกรรมการอิสระต้องมีคุณสมบัติและบทบาทหน้าที่ตามประกาศตลาดหลักทรัพย์กำหนดไว้ ดังนั้นงานวิจัยฉบับนี้จึงใช้สัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด(Percent of Independent Directors: PID) มาเป็นตัวแปรแทนหลักการกำกับดูแลกิจการในหมวดที่ 3 ซึ่งวัดจากสัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด ตามงานวิจัยของ Bhagat & Black (2002); Beiner, Drobetz, Schmid & Zimmerman (2004); Coleman (2007); Sivaramakrishnan & Yu (2008); ศิลปพร ศรีจันเพชร (2551); ศราวุธ เรื่องสุวรรณ และคณะ (2552) ที่ศึกษาโดยใช้ตัวแปรจำนวนกรรมการอิสระ

หมวดที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (Disclosure and Transparency) บริษัทจดทะเบียนจะต้องดำเนินการและเปิดเผยข้อมูลการดำเนินงานอย่างโปร่งใส ครบถ้วน ถูกต้องและทันเวลา โดยคณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่ไม่ใช่ข้อมูลทางการเงินอย่างถูกต้อง ทันเวลา โปร่งใส ผ่านช่องทางที่เข้าถึงข้อมูลได้ง่าย มีความเท่าเทียมกันและน่าเชื่อถือ ดังนั้นงานวิจัยฉบับนี้จึงใช้กรรมการที่มีความรู้ความสามารถทางบัญชีหรือการเงิน(Percent of Financial or Accounting Expertise: PFAE) มาเป็นตัวแปรแทนหลักการกำกับดูแลกิจการในหมวดที่ 4 โดยวัดจากสัดส่วนจำนวนกรรมการที่เชี่ยวชาญทางบัญชีหรือการเงินต่อจำนวนกรรมการตรวจสอบทั้งหมด ตามงานวิจัยของ



Defond, Hann & Hu (2005); Carcello, Hollingsworth, Klein & Neal (2006); ศราวุธ เรื่องสุวรรณ และคณะ (2552) ที่ศึกษาโดยใช้ตัวแปรกรรมการที่มีความรู้ความสามารถทางบัญชีหรือการเงิน

หมวดที่ 5 ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (Board of Responsibilities) คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการมีความรับผิดชอบต่อการปฏิบัติหน้าที่ ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ หน้าที่สำคัญอย่างหนึ่งที่กรรมการต้องปฏิบัติ คือ หน้าที่ที่ต้องเข้าร่วมประชุมคณะกรรมการทุกครั้ง เพื่ออภิปรายปัญหาสำคัญ ดังนั้นงานวิจัยฉบับนี้จึงใช้สัดส่วนจำนวนกรรมการที่เข้าประชุม (Percent of Board Meeting) แทนหลักการกำกับดูแลกิจการหมวด 5 ซึ่งวัดจากสัดส่วนจำนวน กรรมการที่เข้าประชุมทุกครั้งต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด ตามงานวิจัยของ Majid Makki (2010); ศิลปพร ศรีจันเพชร (2551) ที่ศึกษาโดยใช้ตัวแปรกรรมการที่เข้าร่วมประชุม นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ Coleman (2007); Garcia , Barbadillo & Perez (2010); Yasser, Entebang & Mansor (2011) ที่ทำการศึกษขนาดของคณะกรรมการบริษัท ผู้วิจัยจึงนำตัวแปรจำนวน คณะกรรมการบริษัท (Board of Director: BOD) มาทำการศึกษาวิจัยในครั้งนี้

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงศึกษาตัวแปรโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้น โดยมีตัวแปรสังเกต จำนวน 5 ตัวแปร ประกอบด้วย สัดส่วนจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยต่อจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมดของ บริษัท สัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด สัดส่วนจำนวนกรรมการที่ เชี่ยวชาญทางการบัญชีหรือการเงินต่อจำนวนกรรมการตรวจสอบทั้งหมด สัดส่วนจำนวนกรรมการ ที่เข้าประชุมทุกครั้งต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด และจำนวนคณะกรรมการบริษัท เพื่อเป็นตัว แปรวัดของโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้น

### 3.2 งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นกับ ผลตอบแทนหลักทรัพย์

จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้น มีนักวิจัย ทำการศึกษาข้อมูลการกำกับดูแลกิจการเกี่ยวกับโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้น โครงสร้าง การกำกับดูแลกิจการ หรือกลไกการกำกับดูแลกิจการ หรือมาตรการกำกับดูแลกิจการ ตัวอย่างเช่น Swanstrom (2001) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการและ ผลตอบแทนไม่ปกติ โดยโครงสร้างของการกำกับดูแลกิจการศึกษาจากลักษณะการดำเนินการ ขนาดของคณะกรรมการ ความสามารถของผู้บริหารต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น เงินสดจ่าย และ ขนาดของบริษัท ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ

ผลตอบแทนไม่ปกติ ส่วน Yasser, Entebang & Mansor (2011) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับผลประกอบการของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย ปากีสถาน โดยกลไกการกำกับดูแลกิจการ ประกอบด้วย ขนาดของคณะกรรมการ โครงสร้างคณะกรรมการ ผู้บริหารหรือผู้จัดการใหญ่ และคณะกรรมการตรวจสอบ ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของคณะกรรมการ โครงสร้างคณะกรรมการ และคณะกรรมการตรวจสอบ มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลประกอบการของบริษัท ซึ่งมีความสอดคล้องกับ งานวิจัยของ Coleman (2007) ที่ศึกษาเกี่ยวกับลักษณะของคณะกรรมการ(ขนาดของกรรมการ กรรมการอิสระ กรรมการที่มีตำแหน่งประธานบริษัท จำนวนครั้งการประชุม) ลักษณะของคณะกรรมการตรวจสอบ(ขนาดของกรรมการ กรรมการตรวจสอบอิสระ จำนวนครั้งการประชุม) ลักษณะของบริษัท (จำนวนพนักงาน อายุบริษัท การเติบโตของบริษัท) กับผลประกอบการบริษัท ได้แก่ ผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) และ Tobin's Q ผลการศึกษาพบว่าขนาดของคณะกรรมการและกรรมการอิสระจำนวนมากสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่บริษัทได้ ส่วนกรรมการที่มีตำแหน่งประธานบริษัท มีผลในเชิงลบต่อผลประกอบการบริษัท และขนาดของกรรมการ จำนวนครั้งการประชุมมีอิทธิพลในเชิงบวกต่อผลประกอบการของบริษัท รวมถึงงานวิจัยของ Garcia , Barbadillo & Perez (2010) ทำการศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการกับตกแต่งกำไร โดยศึกษาว่าคณะกรรมการตรวจสอบและการตรวจสอบภายใน จะช่วยให้ข้อมูลทางการเงินมีความโปร่งใสและเชื่อถือได้หรือไม่ ผลการศึกษาพบว่า คณะกรรมการตรวจสอบและการตรวจสอบภายใน ช่วยให้มีการตกแต่งรายการกำไรน้อยลง ซึ่ง Samontaray (2010) ได้ทำการศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อราคาหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่า กำไรต่อหุ้น (EPS) ยอดขาย (Sales) สินทรัพย์ถาวรสุทธิ (Net Fixed Assets) และระดับการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Bauer, Gunster & Otten (2004); Gruszczynski (2006) และ Khatab et al (2011) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่า ระดับของการกำกับดูแลกิจการสัมพันธ์กับข้อมูลทางบัญชีการเงินและผลตอบแทนหลักทรัพย์ นั่นคือ ถ้าระดับการกำกับดูแลกิจการดีบริษัทมีกำไรเพิ่มขึ้นและมีหนี้สินลดลง ทำให้ผลตอบแทนหุ้นสามัญและมูลค่าของบริษัทเพิ่ม ส่วนงานวิจัยของ Klapper & Love (2002) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน ซึ่งใช้การจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการที่จัดทำโดย Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) การวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาบริษัทใน 14 ประเทศ คือ บราซิล ชิลี ฮองกง อินโดนีเซีย อินเดีย เกาหลี มาเลเซีย ปากีสถาน ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ แอฟริกาใต้ ไต้หวัน ตุรกี และประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า

การจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่สูง ไม่ว่าจะเป็นอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์(Return on Assets) และมูลค่าของกิจการ

อย่างไรก็ตามมีนักวิจัยที่ทำการศึกษาโครงสร้างของผู้ถือหุ้น ไม่ว่าจะป็นงานวิจัยของ Gompers, Ishii & Metrick (2003); Beiner, Drobetz, Schmid & Zimmermann (2003); Bauer, Gunster & Otten (2004); Lei & Song (2004); Ali shah, Butt & Hasan (2009); Moradi & Nezami (2011) ทำการศึกษาสัดส่วนของผู้ถือหุ้น สิทธิและหน้าที่ของผู้ถือหุ้นกับผลตอบแทนของบริษัท ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของบริษัท นั้นหมายถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดีทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนมากขึ้น อีกทั้งมีงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับคณะกรรมการบริษัท ตัวอย่างเช่น งานวิจัยของ Defond, Hann & Hu (2005) ทำการศึกษาว่าคณะกรรมการที่มีความรู้ความสามารถเกี่ยวกับการบัญชีการเงินที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของผู้ถือหุ้นหรือไม่ ผลการศึกษาพบว่าคณะกรรมการที่มีความรู้ความสามารถเกี่ยวกับการบัญชีการเงินทำให้เกิดมูลค่าเพิ่มแก่ผู้ถือหุ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Carcello, Hollingsworth, Klein & Neal (2006) พบว่าคณะกรรมการที่มีความรู้ความสามารถเกี่ยวกับการบัญชีการเงินมีส่วนช่วยลดการแต่งข้อมูลทางบัญชี และกลไกการกำกับดูแลกิจการช่วยส่งเสริมให้คณะกรรมการปฏิบัติงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้เกิดการปรับปรุงคุณภาพของรายงานทางการเงินตามมาตรฐานที่กำหนด

ส่วนงานวิจัยที่สนับสนุนว่าการกำกับดูแลกิจการไม่ได้ทำให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ของกิจการดีขึ้น ตัวอย่างเช่น งานวิจัยของ Bhagat & Black (2002) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการอิสระกับผลการดำเนินงานของบริษัทมหาชนในประเทศสหรัฐอเมริกา เนื่องจากนักลงทุนเชื่อว่าคณะกรรมการอิสระเป็นส่วนประกอบสำคัญที่ทำให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี ทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการดีขึ้น ผลการศึกษาพบว่ากิจการที่มีคณะกรรมการอิสระจำนวนมากไม่ได้มีผลทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการสูงขึ้นแต่อย่างใด และ Beiner, Drobetz, Schmid & Zimmermann (2003) ศึกษากลไกการกำกับดูแลกิจการ 4 กลไก ได้แก่ 1) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท 2) สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท 3) โครงสร้างการถือหุ้น และ 4) ระดับภาระหนี้สิน ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างการถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการรายการอื่นไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ ส่วน Chidambaran, Palia & Zheng (2006) ศึกษาการกำกับดูแลกิจการจากตัววัด 13 ตัว เกี่ยวกับลักษณะของคณะกรรมการ การจ่ายค่าตอบแทนให้ผู้บริหารระดับสูง สิทธิของผู้ถือหุ้นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน เป็นต้น มีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์หรือไม่ โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างตามผลประกอบการของบริษัท 3 กลุ่ม ได้แก่

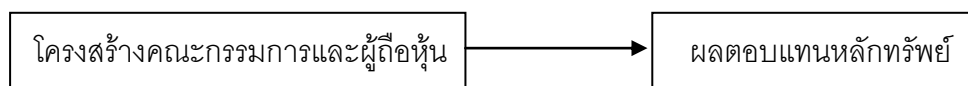
1) บริษัทที่มีผลประกอบการดีมาก 2) บริษัทที่มีผลประกอบการตกต่ำมาก 3) บริษัทที่มีผลประกอบการค่อนข้างคงที่ ซึ่งผลประกอบการนี้วัดจากผลตอบแทนหลักทรัพย์ และกำไรของกิจการ ผลการศึกษาพบว่าบริษัทจะมีผลการกำกับดูแลกิจการดีหรือไม่นั้น ไม่มีผลต่อผลประกอบการของบริษัท ดังนั้นการกำกับดูแลกิจการที่ดีไม่มีผลทำให้บริษัทมีผลประกอบการที่ดีขึ้น

ส่วนงานวิจัยในประเทศไทยนั้น ได้มีการศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ ตัวอย่างเช่น กิตติชัย สถิตยัมน์วิวัฒน์ (2548) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างกลไกควบคุมตามหลักการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีใช้สถาบันการเงิน โดยกลไกควบคุมตามหลักการกำกับดูแลกิจการวัดจากสัดส่วนของระดับการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท การควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหาร และสัดส่วนของกรรมการที่เป็นเครือข่ายในคณะกรรมการบริษัท ผลการศึกษาพบว่าสัดส่วนของกรรมการที่เป็นเครือข่ายในคณะกรรมการบริษัทส่งผลเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน สำหรับสัดส่วนของระดับการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท และการควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนงานวิจัยของ ไมตรี เอื้อจิตอนันตกุล และเสาวนีย์ สีขณวัฒน์ (2549) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ด้านการกำกับดูแลกิจการกับการลงทุนของนักลงทุนสถาบันและต่างประเทศ โดยการกำกับดูแลกิจการ ประกอบด้วย 1) สิทธิผู้ถือหุ้นและการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นทุกรายอย่างเท่าเทียมกัน วัดจากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย 2) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย วัดจากจำนวนกรณีข้อพิพาททางกฎหมายกับผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท 3) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส วัดจากการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินที่ถูกต้องทันเวลาผ่าน Website ของบริษัท และการเปิดเผยคำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการ หรือ MD&A รายไตรมาส 4) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ วัดจากการจัดตั้งคณะกรรมการสรรหาและคณะกรรมการพิจารณาคำตอบแทน และสัดส่วนกรรมการอิสระ ผลการศึกษาพบว่าการกำกับดูแลกิจการเกี่ยวกับจำนวนกรณีข้อพิพาททางกฎหมายและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยมีความสัมพันธ์กับการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน ส่วนตัวแปรอื่นไม่มีความสัมพันธ์ ส่วนการกำกับดูแลกิจการเกี่ยวกับจำนวนกรณีข้อพิพาททางกฎหมาย และการจัดตั้งคณะกรรมการสรรหาและคณะกรรมการพิจารณาคำตอบแทนมีความสัมพันธ์กับการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ สรุปได้ว่านักลงทุนสถาบันและต่างประเทศให้ความสำคัญกับจำนวนกรณีพิพาททางกฎหมายเป็นประเด็นที่สำคัญมากที่สุดในการนำเงินมาลงทุน สำหรับบริษัทที่ต้องการเงินลงทุนจากนักลงทุนสถาบัน ต้องมีสัดส่วนการถือหุ้น

ของผู้ถือหุ้นรายย่อยต่ำหรือการกระจายผู้ถือหุ้นรายย่อยในระดับต่ำ และบริษัทที่ต้องการเงินลงทุนจากนักลงทุนต่างประเทศควรให้ความสำคัญกับการจัดตั้งคณะกรรมการสรรหาและคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทนเพิ่มอีกหนึ่งปัจจัย และ ศิลปพร ศรีจันเพชร (2551) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของกลไกการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 50) กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ศึกษามี 2 กลไก ได้แก่ 1) บทบาทความรับผิดชอบของคณะกรรมการ ประกอบด้วย สัดส่วนของกรรมการที่เป็นอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ จำนวนครั้งการประชุมของคณะกรรมการบริษัท และ 2) โครงสร้างของผู้ถือหุ้น ประกอบด้วย สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและกรรมการบริหาร ผลการศึกษาพบว่ากลไกด้านการกำกับดูแลกิจการในเรื่องความเป็นอิสระของประธานกรรมการมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ รวมถึง ศราวุธ เรืองสุวรรณ และคณะ (2552) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของบรรษัทภิบาลกับมูลค่าของบริษัท โดยระดับการกำกับดูแลกิจการวัดจากสัดส่วนจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยต่อจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมดของบริษัท จำนวนข้อพิพาททางกฎหมายของบริษัท สัดส่วนจำนวนกรรมการที่เชี่ยวชาญทางการบัญชีหรือการเงินต่อจำนวนกรรมการตรวจสอบทั้งหมด สัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด ส่วนมูลค่าของบริษัทวัดจาก Tobin's Q มีกลุ่มตัวอย่างจำนวน 80 บริษัท จากบริษัทที่ผ่านเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เข้าคำนวณในดัชนี SET 100 ทั้งหมดอุตสาหกรรมยกเว้นบริษัทที่ประกอบธุรกิจธนาคาร ประกันภัย การเงิน และกองทุนเพื่อการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่าระดับบรรษัทภิบาลไม่สามารถกำหนดมูลค่าของบริษัทได้ อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาค่านัยสำคัญของสัมประสิทธิ์ของตัวแปรพบว่าตัวแปรสัดส่วนจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยต่อจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมดของบริษัทมีค่านัยสำคัญกับมูลค่าของบริษัท แต่ตัวแปรอื่นไม่แสดงนัยสำคัญทางสถิติแต่อย่างใด

จากการทบทวนวรรณกรรมจะพบว่า มีผลงานวิจัยบางส่วนที่ไม่สอดคล้องกัน แต่มีวรรณกรรมจำนวนมากที่สนับสนุนว่า โครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นมีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ ดังนั้นการวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยจึงสามารถแสดงกรอบแนวคิด และสมมติฐานของการวิจัยได้ดังภาพประกอบที่ 2.4 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 1 โครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ทางตรงในเชิงบวกต่อ  
ผลตอบแทนหลักทรัพย์



**ภาพประกอบที่ 2.4** แสดงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นกับ  
ผลตอบแทนหลักทรัพย์

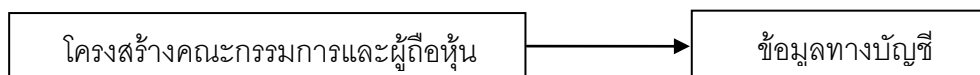
นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่ทำการศึกษเกี่ยวกับโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นที่ส่งผลกระทบต่อข้อมูลจากรายงานทางการเงินและคุณภาพกำไร ซึ่งผลการศึกษาพบว่าการกำกับดูแลกิจการมีผลทำให้ข้อมูลทางบัญชีที่แสดงในรายงานงานทางการเงินมีคุณภาพ และก่อให้เกิดคุณภาพของกำไร ทำให้นักลงทุนตัดสินใจไม่ผิดพลาด ตัวอย่างเช่น งานวิจัยของ Sivaramakrishnan & Yu (2008) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและคุณภาพกำไร เพื่อสำรวจกิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการอย่างเข้มแข็ง จะส่งผลกระทบต่อคุณภาพกำไรหรือไม่ ผลการศึกษาพบว่ากิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการอย่างเข้มแข็ง ทำให้เกิดคุณภาพของรายงานการเงิน และทำให้กำไรของกิจการมีคุณภาพมากขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Shiri, Vaghfi, Soltani & Esmaeli (2012) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและคุณภาพกำไรของบริษัทตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอิหร่าน เพื่อประเมินผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการในการปรับปรุงคุณภาพรายงานการเงิน เพื่อลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้จัดการกับผู้ถือหุ้น ผลการศึกษาพบว่าการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับคุณภาพกำไร และ Wan Ismail, Dunstan & Van Zijl (2010) ได้ทำการสำรวจความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและคุณภาพกำไร หลังจากมีการปรับปรุงพัฒนาหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการในประเทศมาเลเซียเมื่อปี ค.ศ.2001 ว่าการกำกับดูแลกิจการยังคงมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับคุณภาพกำไรหรือไม่ ผลการศึกษาพบว่าขนาดของคณะกรรมการอำนวยการและขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อคุณภาพกำไร และในประเทศมาเลเซียเชื่อมั่นได้ว่าการกำกับดูแลกิจการและคุณภาพกำไรมีความสัมพันธ์กันอย่างแท้จริง ส่วน Moradi & Nezami (2011) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียน ในประเทศอิหร่าน เช่นเดียวกับ

Abdoli & Royaee (2012) โดย Moradi & Nezami (2011) ทำการศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างของ ผู้ถือหุ้น แต่ Abdoli & Royaee (2012) ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างของคณะกรรมการ ผลการศึกษา เป็นที่สอดคล้องกันว่าการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับคุณภาพกำไร

อย่างไรก็ตามมีผลงานวิจัยที่สะท้อนถึงความสำคัญและประโยชน์ของการกำกับดูแล กิจการ ตัวอย่างเช่น คณะกรรมการที่มีความรู้ความสามารถเกี่ยวกับการบัญชีการเงิน มีส่วนช่วย ลดการตกแต่งข้อมูลทางบัญชี และกลไกการกำกับดูแลกิจการช่วยส่งเสริมให้คณะกรรมการที่มี ความรู้ความสามารถเกี่ยวกับการบัญชีการเงินปฏิบัติงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้เกิดการ ปรับปรุงคุณภาพของรายงานทางการเงินตามมาตรฐานที่กำหนด (Carcello, Hollingsworth, Klein & Neal, 2006) และคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการทำให้การเปิดเผยข้อมูลรายงานทางการเงิน ของบริษัทได้รับความเชื่อถือและความไว้วางใจ (Ali shah, Butt & Hasan, 2009) รวมถึง โครงสร้างการควบคุมและกำกับดูแลกิจการ เป็นเครื่องมือที่ช่วยป้องกันการทุจริต ก่อให้เกิด คุณภาพของรายงานทางการเงิน (Sivaramakrishnan & Yu, 2008; Shiri, Vaghfi, Soltani & Esmaeli, 2012) และช่วยส่งเสริมคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีการเงินเกี่ยวกับความน่าเชื่อถือ ความ โปร่งใส ความยุติธรรม ความรับผิดชอบ ช่วยปกป้องนักลงทุนไม่ให้ตัดสินใจผิดพลาด และส่งเสริม การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ให้มีประสิทธิภาพ (Virginia, Eleni, Dimitrios & Chrysoula, 2010; Garcia , Barbadilo & Perez, 2010; อมรา ติรศรีวัฒน์, 2549) รวมถึงนักลงทุนยอมที่จะ จ่ายเงินเพิ่ม หากบริษัทนั้นมีมาตรการในการกำกับดูแลกิจการ (Lei & Song, 2004)

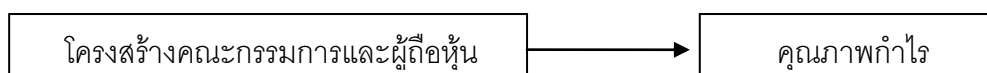
อย่างไรก็ตามโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์กับข้อมูลจากรายงาน ทางการเงิน (Bushman & Smith, 2003; Shil, 2008) ช่วยให้มีการตกแต่งข้อมูลทางบัญชีลดลง (Garcia, Barbadilo & Perez, 2010) และเมื่อระดับการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับที่ดีมีผลทำให้ บริษัทมีกำไรเพิ่มขึ้น (Gruszczynski, 2006) และการกำกับดูแลกิจการยังมีผลในเชิงบวกกับ คุณภาพของกำไร (Sivaramakrishnan & Yu, 2008; Wan Ismail, Dunstan & Van Zijll, 2010; Moradi & Nezami, 2011; Abdoli & Royaee, 2012; Shiri, Vaghfi, Soltani & Esmaeli, 2012) จากการทบทวนวรรณกรรมจะพบว่ามีผลงานวิจัยที่สนับสนุนว่า การกำกับดูแลกิจการที่เกี่ยวกับ โครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นมีผลต่อข้อมูลจากรายงานทางการเงินที่แสดงอยู่ในรายงาน ทางการเงิน รวมทั้งยังมีผลต่อคุณภาพกำไร ดังนั้นการวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยจึงสามารถแสดงกรอบ แนวคิด และสมมติฐานการวิจัย ได้ดังภาพประกอบที่ 2.5 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้าง คณะกรรมการและผู้ถือหุ้นกับข้อมูลจากรายงานทางการเงิน และภาพประกอบที่ 2.6 แสดง ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นกับคุณภาพกำไร

สมมติฐานที่ 2 โครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ทางตรงในเชิงบวก  
ต่อข้อมูลจากรายงานทางการเงิน



ภาพประกอบที่ 2.5 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นกับข้อมูล  
จากรายงานทางการเงิน

สมมติฐานที่ 3 โครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ทางตรงในเชิงบวก  
ต่อคุณภาพกำไร



ภาพประกอบที่ 2.6 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นกับคุณภาพ  
กำไร

ซึ่งผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้น ผู้วิจัยได้สรุปไว้ใน  
ตารางที่ 2.3 สรุปผลงานวิจัยโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ดังนี้



ตารางที่ 2.3 สรุปผลงานวิจัยโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

ชื่อนักวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา		ผลการศึกษา
	ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม	
Swanstrom (2001)	โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการ (ลักษณะการดำเนินการ ขนาดของ คณะกรรมการ ไหวพริบของ ผู้บริหารต่อการเปลี่ยนแปลงราคา หุ้น เงินสดจ่าย และขนาดของ บริษัท)	ผลตอบแทนไม่ปกติ	มีความสัมพันธ์ใน เชิงบวก
Bhagat & Black (2002)	คณะกรรมการอิสระ ที่เป็น คณะกรรมการจากภายนอก	วัดผลการดำเนินงาน จาก ROA อัตราส่วน ยอดขายต่อสินทรัพย์ และมูลค่าของกิจการ วัดจาก Tobin's Q	ความสัมพันธ์กันใน เชิงลบกับผลการ ดำเนินงาน
Klapper & Love (2002)	การกำกับดูแลกิจการ	1) ผลการดำเนินงานวัด จาก ROA 2) มูลค่าของกิจการวัด จาก Tobin's Q	การกำกับดูแล กิจการที่ดีทำให้ผล การดำเนินงานและ มูลค่าของกิจการ สูงขึ้น
Beiner, Drobotz, Schmid & Zimmermann (2003)	กลไกการกำกับดูแลกิจการ 4 กลไก ได้แก่ 1. ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (จำนวนคณะกรรมการของบริษัท) 2. สัดส่วนของกรรมการอิสระใน คณะกรรมการบริษัท (จำนวน คณะกรรมการที่มาจากภายนอก) 3. โครงสร้างการถือหุ้น (ร้อยละ ของการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นราย ใหญ่) 4. ระดับภาระหนี้สิน (อัตราส่วน หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม)	มูลค่าของกิจการวัด จาก Tobin's Q	- โครงสร้างการถือ หุ้นมีความสัมพันธ์ กับมูลค่าของ กิจการ ส่วนตัวแปร อื่นไม่มี ความสัมพันธ์

ตารางที่ 2.3 สรุปผลงานวิจัยโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นกับผลตอบแทนหลักทรัพย์(ต่อ)

ชื่อนักวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา		ผลการศึกษา
	ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม	
Gompers, Ishii & Metrick (2003)	ระดับการกำกับดูแลกิจการ (ความมีคุณภาพของสิทธิของผู้ถือหุ้น)	มูลค่าของกิจการวัดจาก Tobin's Q	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก
Bauer, Gunster & Otten (2004)	ระดับการกำกับดูแลกิจการ (สิทธิและหน้าที่ของผู้ถือหุ้น ช่วงในการป้องกันการครอบงำกิจการ การเปิดเผยบรรษัทภิบาลและโครงสร้าง และหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัท)	มูลค่าของบริษัทวัดจากการเพิ่มขึ้นของกำไร และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก
Lei & Song (2004)	มาตรการการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างกรรมการ ค่าตอบแทนผู้บริหาร โครงสร้างการถือหุ้น ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ และความโปร่งใส)	มูลค่าของกิจการ	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก
Chi (2005)	การกำกับดูแลกิจการ (สิทธิผู้ถือหุ้น)	มูลค่าของกิจการ	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก และลดต้นทุน
Defond, Hann & Hu (2005)	การกำกับดูแลกิจการ (คณะกรรมการที่มีความรู้ความสามารถเกี่ยวกับการบัญชีการเงิน)	มูลค่าของผู้ถือหุ้นวัดจากผลตอบแทนไม่ปกติสะสม	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก
Gruszczynski (2006)	ระดับของการกำกับดูแลกิจการ (5 ระดับ ได้แก่ A-, B+, B, B- และ C+)	ข้อมูลทางบัญชีการเงิน วัดจากกำไรและหนี้สิน	กำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลให้กำไรเพิ่มขึ้นและมีหนี้สินลดลง

ตารางที่ 2.3 สรุปผลงานวิจัยโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นกับผลตอบแทนหลักทรัพย์(ต่อ)

ชื่อนักวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา		ผลการศึกษา
	ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม	
Carcello, Hollingsworth, Klein & Neal (2006)	คณะกรรมการที่มีความรู้ ความสามารถเกี่ยวกับการบัญชี การเงิน กลไกการกำกับดูแล กิจการ และการจัดการกำไร	คุณภาพของ รายงานทางการเงิน	มีความสัมพันธ์ในเชิง บวก
Chidambaran, Palia & Zheng (2006)	กำกับดูแลกิจการ (ตัววัด 13 ตัว เช่น ลักษณะของคณะกรรมการ การจ่ายผลตอบแทนให้ผู้บริหาร ระดับสูง สิทธิของผู้ถือหุ้นการถือ หุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน เป็นต้น)	ผลประกอบการของ บริษัท	กำกับดูแลกิจการจะดี หรือไม่ดี ไม่มีผลต่อผล ประกอบการของบริษัท
Coleman (2007)	1. ลักษณะของคณะกรรมการ (ขนาดของกรรมการ กรรมการ อิสระ กรรมการที่มีตำแหน่ง ประธานบริษัท จำนวนครั้งการ ประชุม) 2. ลักษณะของคณะกรรมการ ตรวจสอบ (ขนาดของกรรมการ กรรมการตรวจสอบอิสระ จำนวน ครั้งการประชุม) 3. ลักษณะของบริษัท (จำนวน พนักงาน อายุบริษัท การเติบโต ของบริษัท)	ผลประกอบการ บริษัท ได้แก่ ผลตอบแทน สินทรัพย์(ROA) และมูลค่าของ กิจการ(Tobin's Q)	ขนาดของคณะกรรมการ และกรรมการอิสระมี จำนวนมาก จะสามารถ สร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ บริษัทได้ ส่วนกรรมการที่ มีตำแหน่งประธานบริษัท มีผลในเชิงลบต่อผล ประกอบการบริษัท และ ขนาดของกรรมการ จำนวนครั้งการประชุมมี อิทธิพลในเชิงบวกต่อผล ประกอบการ ของบริษัท
Sivaramakrishnan & Yu (2008)	การกำกับดูแลกิจการ(สัดส่วน ของกรรมการอิสระ และขนาด ของกรรมการ)	คุณภาพของกำไร	มีความสัมพันธ์เชิงบวก
Ali shah, Butt & Hasan (2009)	คุณภาพของการกำกับดูแล กิจการ (โครงสร้างคณะกรรมการ โครงสร้างการถือหุ้น และ คณะกรรมการตรวจสอบอิสระ)	การจัดการกำไรวัด จากรายการคงค้าง ของบริษัท	มีความสัมพันธ์เชิงลบ

ตารางที่ 2.3 สรุปผลงานวิจัยโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นกับผลตอบแทนหลักทรัพย์(ต่อ)

ชื่อนักวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา		ผลการศึกษา
	ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม	
Virginia, Eleni, Dimitrios & Chrysoula (2010)	โครงสร้างการควบคุมและการกำกับดูแลกิจการ	ข้อมูลบัญชีการเงินและการทุจริต	ช่วยป้องกันการทุจริต ส่งเสริมคุณค่าของข้อมูลบัญชีการเงิน และส่งเสริมการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์
Garcia , Barbadilo & Perez (2010)	คณะกรรมการตรวจสอบและการตรวจสอบภายใน (ขนาดและจำนวนการประชุม)	การจัดการกำไรวัดจาก Abnormal Accrual	มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ
Wan Ismail, Dunstan & Van Zijll (2010)	ขนาดของคณะกรรมการ อำนวยการและขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ	คุณภาพกำไร	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก
Majid Makki (2010)	1. การกำกับดูแลกิจการ (คณะกรรมการที่มีตำแหน่งประธานบริษัท สัดส่วนกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการ สัดส่วนค่าตอบแทนกรรมการ จำนวนผู้ถือหุ้น) 2. ประสิทธิภาพลงทุนทางปัญญา (ประสิทธิภาพลงทุนมนุษย์ ประสิทธิภาพโครงสร้างทุน ประสิทธิภาพลงทุนพนักงาน จำนวนผู้บริหาร และการเข้าร่วมประชุมคณะกรรมการ)	ผลประกอบการทางการเงิน วัดจากผลตอบแทนการลงทุน (ROI) กำไรหลังภาษี (NPAT) ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(ROE)	การกำกับดูแลกิจการไม่มีโดยตรงต่อผลประกอบการทางการเงิน แต่การกำกับดูแลกิจการสามารถทำให้ผลประกอบการทางการเงินดีขึ้นได้โดยผ่านทุนทางปัญญา

ตารางที่ 2.3 สรุปผลงานวิจัยโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นกับผลตอบแทนหลักทรัพย์(ต่อ)

ชื่อนักวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา		ผลการศึกษา
	ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม	
Samontaray (2010)	14 ตัวแปร คือ ผลตอบแทนจากการใช้เงินทุน กำไรต่อหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ราคาต่อกำไร อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ราคาหุ้นต่อมูลค่าตามบัญชี สินทรัพย์ถาวรสุทธิ กำไรหลังภาษี ยอดขาย กำไรก่อนค่าเสื่อมราคา ดอกเบี้ย ภาษี และค่าตัดจำหน่าย ค่าเสื่อมราคา สินค้าคงเหลือ ค่าเบต้า และระดับการกำกับดูแลกิจการ	ราคาหลักทรัพย์	กำไรต่อหุ้น ยอดขาย สินทรัพย์ถาวรสุทธิ และระดับคะแนนของการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์
Khatib et al (2011)	การกำกับดูแลกิจการ	ผลประกอบการ (ROA, ROE)	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก
Moradi & Nezami (2011)	การกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างของผู้ถือหุ้น)	คุณภาพกำไร	ไม่มีความสัมพันธ์กัน
Yasser, Entebang & Mansor (2011)	กลไกการกำกับดูแลกิจการ (ขนาดของคณะกรรมการ โครงสร้างคณะกรรมการ ผู้บริหารหรือประธานบริษัท และคณะกรรมการตรวจสอบ)	ผลประกอบการ คือ ผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น และกำไรส่วนเพิ่ม	ขนาดของคณะกรรมการ โครงสร้างคณะกรรมการ และคณะกรรมการตรวจสอบ มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลประกอบการของบริษัท
Abdoli & Royae (2012)	โครงสร้างของคณะกรรมการ (สัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นผู้บริหาร สัดส่วนคณะกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร คณะกรรมการที่มีควมรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่กับประธานกรรมการบริษัท)	คุณภาพกำไร	สัดส่วนกรรมการที่เป็นผู้บริหารส่งผลเชิงบวกต่อคุณภาพกำไรแต่ต่ำกว่า สัดส่วนคณะกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร ส่วนบริษัทที่คณะกรรมการมีการควมรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่กับประธานกรรมการบริษัททำให้คุณภาพกำไรลดลง

ตารางที่ 2.3 สรุปผลงานวิจัยโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นกับผลตอบแทนหลักทรัพย์(ต่อ)

ชื่อนักวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา		ผลการศึกษา
	ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม	
Shiri, Vaghfi, Soltani & Esmali (2012)	กลไกการกำกับดูแลกิจการ	คุณภาพกำไร	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก
กิตติชัย สถิตย์มันน์วิวัฒน์ (2548)	กลไกควบคุมตามหลักการกำกับ ดูแลกิจการ (ระดับการเปิดเผย ข้อมูล สัดส่วนของกรรมการ อิสระ คณะกรรมการบริษัท การ ควรรวมตำแหน่งของประธาน กรรมการและผู้บริหาร และ สัดส่วนของกรรมการที่เป็นเครือ ญาติในคณะกรรมการบริษัท)	ผลการดำเนินงาน ของบริษัทวัดจาก มูลค่าของกิจการ (Tobin's Q)	1. สัดส่วนของกรรมการที่ เป็นเครือญาติมีอิทธิพล ทางลบ 2. ระดับการเปิดเผยข้อมูล สัดส่วนของกรรมการอิสระ และการควรรวมตำแหน่ง ของประธานกรรมการและ ผู้บริหารไม่มีอิทธิพลต่อผล การดำเนินงาน
ไมตรี เอื้อจิตอนันตกุล และเสาวนีย์ สิขณวิวัฒน์ (2549)	การกำกับดูแลกิจการ 1. สิทธิผู้ถือหุ้นและการปฏิบัติต่อผู้ ถือหุ้นทุกรายอย่างเท่าเทียมกัน (สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นราย ย่อย) 2. บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย (จำนวนกรณีข้อพิพาททางกฎหมาย กับผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท) 3. การ เปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (การเปิดเผยข้อมูลทางการเงินที่ ถูกต้องทันเวลาผ่าน Website ของ บริษัท และการเปิดเผยคำอธิบาย และการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการ หรือ MD&A รายไตรมาส) 4. ความ รับผิดชอบของคณะกรรมการ (การ จัดตั้งคณะกรรมการสรรหาและ คณะกรรมการพิจารณา ค่าตอบแทน และสัดส่วนกรรมการ อิสระ)	การลงทุนของนัก ลงทุนสถาบันและ ต่างประเทศ	นักลงทุนสถาบันและ ต่างประเทศให้ความสำคัญ กับจำนวนกรณีพิพาททาง กฎหมายเป็นประเด็นที่สำคัญ มากที่สุดในการนำเงินมา ลงทุน สำหรับบริษัทที่ ต้องการเงินลงทุนจากนัก ลงทุนสถาบัน ต้องมีสัดส่วน การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นราย ย่อยต่ำหรือการกระจายผู้ถือ หุ้นรายย่อยในระดับต่ำ และ บริษัทที่ต้องการเงินลงทุน จากนักลงทุนต่างประเทศควร ให้ความสำคัญกับการจัดตั้ง คณะกรรมการสรรหาและ คณะกรรมการพิจารณา ค่าตอบแทนเพิ่มอีกหนึ่ง ปัจจัย

ตารางที่ 2.3 สรุปผลงานวิจัยโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นกับผลตอบแทนหลักทรัพย์(ต่อ)

ชื่อนักวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา		ผลการศึกษา
	ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม	
อมรา ติรศรีวัฒน์ (2549)	1. ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการ 2. ปัจจัยจากสภาวะแวดล้อม	ความน่าเชื่อถือของ รายงานการเงิน ตามทฤษฎีของ นักวิเคราะห์การ ลงทุนไทย	ปัจจัยที่เกิดจากการกำกับ ดูแลที่ดีในองค์กรมี ความสำคัญมากกว่าปัจจัย จากสภาวะแวดล้อมใน องค์กร
ศิลปพร ศรีจันเพชร (2551)	กลไกการกำกับดูแลกิจการ 1. บทบาทความรับผิดชอบของ คณะกรรมการ ประกอบด้วย สัดส่วนของกรรมการที่เป็น อิสระและกรรมการที่ไม่เป็น ผู้บริหาร ความเป็นอิสระของ ประธานกรรมการ จำนวนครั้ง การประชุมของคณะกรรมการ บริษัท และ 2. โครงสร้างของผู้ ถือหุ้น ประกอบด้วย สัดส่วน การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และกรรมการบริหาร	มูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์ของ กิจการ	ความเป็นอิสระของ ประธานกรรมการมี ความสัมพันธ์เชิงบวกกับ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ของกิจการ สัดส่วนการ กระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมี ความสัมพันธ์เชิงลบกับ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ของกิจการ
ศราวุธ เรืองสุวรรณ และคณะ (2552)	ระดับการกำกับดูแลกิจการ (สัดส่วนจำนวนผู้ถือหุ้นราย ย่อยต่อจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมด ของบริษัท จำนวนข้อพิพาท ทางกฎหมายของบริษัท สัดส่วนจำนวนกรรมการที่ เชี่ยวชาญทางการบัญชีหรือ การเงินต่อจำนวนกรรมการ ตรวจสอบทั้งหมด สัดส่วน จำนวนกรรมการอิสระต่อ จำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด)	มูลค่าของกิจการวัด จาก Tobin's Q	ระดับบรรษัทภิบาลไม่ สามารถกำหนดมูลค่าของ บริษัทได้ อย่างไรก็ตามเมื่อ พิจารณาค่านัยสำคัญของ สัมประสิทธิ์ของตัวแปร พบว่าสัดส่วนจำนวนผู้ถือ หุ้นรายย่อยต่อจำนวนผู้ถือ หุ้นทั้งหมดของบริษัทที่มีค่า นัยสำคัญกับมูลค่าของ กิจการ แต่ตัวแปรอื่นไม่ แสดงนัยสำคัญทางสถิติ

## ตอนที่ 4 ข้อมูลจากรายงานทางการเงิน

### 4.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับข้อมูลจากรายงานทางการเงิน

#### ความเป็นมาและความหมายของข้อมูลในงบการเงิน

ตามแม่บทการบัญชี (ปรับปรุง 2552) ได้ระบุไว้ว่า “งบการเงินเป็นส่วนหนึ่งของกระบวนการรายงานการเงิน งบการเงินที่สมบูรณ์ประกอบด้วย งบดุล งบกำไรขาดทุน งบแสดงการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงิน(ซึ่งอาจจัดทำและนำเสนอได้หลายรูปแบบ เช่น งบกระแสเงินสดหรืองบกระแสทุน) หมายเหตุประกอบงบการเงิน งบประกอบอื่น และคำอธิบายที่ทำให้ งบการเงินนั้นสมบูรณ์ งบการเงินที่บริษัทต่างๆ ในประเทศจัดทำขึ้นเพื่อนำเสนอต่อผู้ใช้ งบการเงินที่เป็นบุคคลภายนอกอาจมีความแตกต่างกัน” ซึ่งคณะกรรมการกำหนดมาตรฐานการบัญชีเชื่อว่า งบการเงินที่จัดทำขึ้นสามารถตอบสนองความต้องการโดยทั่วไปของผู้ใช้งบการเงินในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจ เช่น 1) ตัดสินใจซื้อ ถ้าวัว หรือขายเงินทุนในตราสารทุน 2) ประเมินการบริหารงานหรือความรับผิดชอบของฝ่ายบริหาร 3) ประเมินความสามารถของกิจการในการจ่ายและให้ผลประโยชน์อื่นแก่พนักงานบริษัท 4) ประเมินความปลอดภัยในการให้กู้ยืมแก่กิจการ 5) กำหนดนโยบายทางภาษี 6) กำหนดการจัดสรรกำไรและเงินปันผล 7) จัดเตรียมรายได้ประชาชาติหรือใช้เป็นข้อมูลสถิติ 8) กำกับดูแลกิจกรรมของกิจการ (สภาวิชาชีพบัญชี, 2554)

แม่บทการบัญชี เป็นแนวคิดและหลักการ พื้นฐานในการจัดทำและนำเสนองบการเงินของกิจการ เพื่อให้ข้อมูลทางการเงินในรูปแบบของตัวเงินทางเศรษฐกิจการค้า อันเป็นประโยชน์แก่ผู้ใช้งบการเงินที่เป็นบุคคลภายนอก และผู้ที่เกี่ยวข้อง ที่จะสามารถเข้าใจข้อมูลทางการเงิน อันเป็นประโยชน์ในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้อง โดยวัตถุประสงค์ของแม่บทการบัญชี มีดังนี้

1. เป็นแนวทางสำหรับคณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีในการพัฒนามาตรฐานการบัญชีในอนาคต และในการทบทวนปรับข้อกำหนดมาตรฐานและการปฏิบัติการบัญชีที่เคยประกาศใช้ อยู่ในปัจจุบันให้สอดคล้องและเหมาะสมยิ่งขึ้น
2. เป็นแนวทางสำหรับผู้จัดทำงบการเงิน(นักบัญชี) ในการนำมาตรฐานการบัญชีมาปฏิบัติ รวมทั้งแนวทางในการปฏิบัติสำหรับเรื่องที่ยังไม่มีมาตรฐานการบัญชีรับรอง
3. เป็นแนวทางสำหรับ ผู้สอบบัญชี ในการแสดงความเห็นต่องบการเงินว่า ได้จัดทำขึ้นตามมาตรฐานการบัญชีหรือไม่ (รายงานผู้สอบบัญชีต้องเขียนรายงานให้ครอบคลุม)



4. ช่วยให้ผู้ใช้งบการเงิน สามารถจะเข้าใจความหมายของข้อมูลที่แสดงในงบการเงิน (จัดทำขึ้นตามมาตรฐานการบัญชี) ผู้ใช้งบการเงิน 7 กลุ่ม มีความต้องการในการใช้ข้อมูลต่างกัน ดังนี้

4.1 ผู้ลงทุน คือผู้ที่เป็นเจ้าของเงินทุนในปัจจุบันและผู้สนใจที่จะลงทุนในอนาคต ต้องการข้อมูลที่ช่วยในการประเมินเกี่ยวกับความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุน และช่วยในการพิจารณาตัดสินใจซื้อขาย หรือถือเงินลงทุนนั้นต่อไป

4.2 ลูกจ้างหรือพนักงาน คือ ผู้ที่กิจการว่าจ้าง รวมทั้งกลุ่มตัวแทนลูกจ้าง เช่น สหภาพแรงงาน ตัวแทนคนงาน ต้องการข้อมูลเกี่ยวกับความมั่นคง ความสามารถในการหาทำไร ของกิจการ ความสามารถในการจ่ายค่าตอบแทนในรูปของค่าจ้าง บำเหน็จ บำนาญ รวมทั้งโอกาสในการจ้างงานในอนาคตด้วย

4.3 ผู้ให้กู้ คือ ผู้ที่ให้กิจการกู้ยืมเงิน ต้องการข้อมูลทางการเงินของกิจการเพื่อใช้ประเมินความเสี่ยงในการให้กู้ยืมหรือไม่ พิจารณาวางเงินให้กู้ อัตราดอกเบี้ยและเงื่อนไขการให้กู้ยืม อื่นๆ

4.4 ผู้ขายสินค้า หรือเจ้าหนี้ของกิจการ คือผู้ที่ทำการค้ากับกิจการ ต้องการข้อมูลในการพิจารณาให้สินเชื่อ เพื่อให้แน่ใจว่าจะได้รับชำระครบตามกำหนดเวลา

4.5 ลูกค้าของกิจการ คือ ผู้ที่ต้องการข้อมูลเกี่ยวกับความต่อเนื่องของการทำการค้าของกิจการ เพื่อพิจารณาการพึ่งพาในเชิงเศรษฐกิจซึ่งกันและกันในอนาคต

4.6 รัฐบาล และหน่วยราชการ คือ หน่วยงานที่ต้องการข้อมูลการดำเนินงานของกิจการในการจัดสรรทรัพยากร การกำกับดูแล การกำหนดนโยบาย การภาษีอากร ช่วยเป็นฐานข้อมูลในการคำนวณรายได้ประชาชาติ และจัดทำสถิติต่างๆ ของรัฐบาล หน่วยงานราชการ

4.7 สาธารณชน คือ ประชาชนทั่วไปที่เกี่ยวข้องกับกิจการนั้น ต้องการข้อมูลเกี่ยวกับแนวโน้ม ความสำเร็จของกิจการ อันจะกระทบต่อสาธารณชนในด้านต่างๆ เช่น การว่าจ้างงาน การรับซื้อสินค้าหรือบริการในท้องถิ่นนั้นๆ

5. ช่วยให้ผู้สนใจ ได้ทราบข้อมูลเกี่ยวกับแนวทางในการกำหนดมาตรฐานการบัญชี ของคณะกรรมการมาตรฐานการบัญชี

จึงสรุปได้ว่า แม่บทการบัญชีเป็นแนวทางให้มีการกำหนดมาตรฐานการบัญชีอย่างมีหลักการที่จะสร้างความน่าเชื่อถือ และความมั่นใจให้กับงบการเงินที่จัดทำขึ้น และสามารถตอบสนองความต้องการของผู้ใช้งบการเงินแต่ละกลุ่มเพื่อใช้ในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจในอนาคตได้

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า นักวิจัยและนักวิชาการได้ให้ความหมายหรือคำจำกัดความของคำว่า ข้อมูลจากรายงานทางการเงิน ดังตารางที่ 2.4 แสดงความหมายของข้อมูลจากรายงานทางการเงิน

**ตารางที่ 2.4** แสดงความหมายของข้อมูลจากรายงานทางการเงิน

นักวิจัยและนักวิชาการ	ความหมายของข้อมูลจากรายงานทางการเงิน
Bushman & Smith (2001)	ข้อมูลในรายงานทางการเงินที่เปิดเผยมารูปของตัวเลขในงบดุล งบกำไรขาดทุน และงบกระแสเงินสด ที่ผ่านการตรวจสอบแล้ว
Lehavy & Sloan (2008)	เป็นข้อมูลพื้นฐานสำคัญที่นักลงทุนนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์
Vishnani & Shah (2008)	เป็นข้อมูลตัวเลขทางการเงินที่แสดงไว้ในรายงานทางการเงินในรูปแบบของงบการเงินบริษัท ที่สามารถใช้เป็นสื่อกลางในการสื่อสารให้กับผู้ถือหุ้นและสาธารณชนอย่างโปร่งใส
Abdoli & Royae (2012)	เป็นกระบวนการจัดทำรายงานทางการเงินสำหรับผู้ถือหุ้น โดยรายงานทางการเงินต้องมีคุณภาพสูง เพื่อตอบสนองความต้องการของผู้ที่นำข้อมูลไปใช้
สมนึก เอื้อจิระพงษ์พันธ์ (2552)	ข้อมูลที่เกิดจากการจัดเก็บและรวบรวมตามขั้นตอนการบันทึกบัญชีต่างๆ ตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป รวมถึงข้อมูลที่ผู้บริหารนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจและวางแผนเกี่ยวกับการดำเนินธุรกิจ
สภานิติศาสตร์ (2554)	เป็นข้อมูลที่จัดทำและนำเสนอในรายงานการเงินตามแนวทางที่กำหนดในมาตรฐานการบัญชีอย่างมีหลักการที่จะสร้างความน่าเชื่อถือ และความมั่นใจให้กับงบการเงินที่จัดทำขึ้น และสามารถตอบสนองความต้องการของผู้ใช้งบการเงินแต่ละกลุ่มเพื่อใช้ในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจในอนาคตได้

จากการให้ความหมายหรือคำจำกัดความของคำว่า ข้อมูลจากรายงานทางการเงิน ที่นักวิจัยและนักวิชาการได้กล่าวไว้ข้างต้น ซึ่งอาจมีความหมายแตกต่างกันในเนื้อหาปลีกย่อยบางส่วน แต่ความหมายหลักส่วนใหญ่จะสอดคล้องกัน การวิจัยในครั้งนี้ ผู้วิจัยจึงสรุปความหมายหรือคำจำกัดความของคำว่า ข้อมูลจากรายงานทางการเงิน หมายถึง ข้อมูลที่ปรากฏในรายงาน

ทางการเงินตามแม่บทการบัญชี (Accounting Framework) ประกอบด้วยงบกำไรขาดทุนหรืองบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ งบดุลหรืองบแสดงฐานะการเงิน และงบกระแสเงินสด เป็นข้อมูลที่เกิดจากการจัดเก็บและรวบรวมตามขั้นตอนการบันทึกบัญชีต่างๆ ตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป สามารถนำไปใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจและวางแผนเกี่ยวกับการลงทุนในตลาดทุน

### องค์ประกอบของงบการเงิน

แม่บทการบัญชี (ฉบับปรับปรุง 2552) ได้กล่าวถึงองค์ประกอบของงบการเงิน คือ ประเภทของรายการและเหตุการณ์ทางบัญชีตามลักษณะเชิงเศรษฐกิจของรายการและเหตุการณ์นั้นๆ ที่แสดงไว้ในงบการเงิน ซึ่งแม่บทการบัญชีได้ให้คำนิยามองค์ประกอบต่าง ๆ ซึ่งเกี่ยวข้องโดยตรงกับการวัดฐานะการเงินในงบดุล ได้แก่ สินทรัพย์ หนี้สิน ส่วนของเจ้าของ และองค์ประกอบที่เกี่ยวข้องโดยตรงกับการวัดผลการดำเนินงานในงบกำไรขาดทุน ได้แก่ รายได้ ค่าใช้จ่าย ดังนี้

1. **สินทรัพย์** หมายถึง ทรัพยากรที่อยู่ในความควบคุมของกิจการ ทรัพยากรดังกล่าวเป็นผลของเหตุการณ์ในอดีตซึ่งกิจการคาดว่าจะได้รับประโยชน์เชิงเศรษฐกิจจากทรัพยากรนั้นในอนาคต
2. **หนี้สิน** หมายถึง ภาระผูกพันในปัจจุบันของกิจการ ภาระผูกพันดังกล่าว เป็นผลของเหตุการณ์ในอดีตซึ่งการชำระภาระผูกพันนั้นคาดว่าจะส่งผลให้กิจการสูญเสียทรัพยากรที่มีประโยชน์เชิงเศรษฐกิจ
3. **ส่วนของเจ้าของ** หมายถึง ส่วนได้เสียคงเหลือในสินทรัพย์ของกิจการหลังจากหักหนี้สินทั้งสิ้นออกแล้ว
4. **รายได้** หมายถึง การเพิ่มขึ้นของประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในรอบระยะเวลาบัญชีในรูปกระแสเข้าหรือการเพิ่มค่าของสินทรัพย์ หรือการลดลงของหนี้สินอันส่งผลให้ส่วนของเจ้าของเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ไม่รวมถึงเงินทุนที่ได้รับจากผู้มีส่วนร่วมในส่วนของเจ้าของ
5. **ค่าใช้จ่าย** หมายถึง การลดลงของประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในรอบระยะเวลาบัญชีในรูปกระแสออกหรือการลดค่าของสินทรัพย์หรือการเพิ่มขึ้นของหนี้สิน อันส่งผลให้ส่วนของเจ้าของลดลง ทั้งนี้ไม่รวมถึงการแบ่งปันส่วนทุนให้กับผู้มีส่วนร่วมในส่วนของเจ้าของ

อย่างไรก็ตามยังคงมีข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสดของกิจการมีประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงิน เพื่อให้เป็นเกณฑ์ในการประเมินความสามารถของกิจการในการก่อให้เกิดเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด และความต้องการใช้กระแสเงินสดของกิจการในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของผู้ใช้งบการเงิน จะต้องมีการประเมินความสามารถของกิจการในการก่อให้เกิดเงินสดและ

รายการเทียบเท่าเงินสด ระยะเวลาและความแน่นอนของการก่อให้เกิดเงินสด ซึ่งในปัจจุบัน ประเทศไทยได้ออกมาตราฐานการบัญชี ฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2552) เรื่อง งบกระแสเงินสด เพื่อเป็นการให้ข้อมูลเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงในอดีตของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดของกิจการ ผ่านทางงบกระแสเงินสดซึ่งจำแนกกระแสเงินสดในระหว่างงวดเป็นเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงิน ดังนี้ (Albrighe & Ingram, 2007; Wild & Chiappetta, 2007; Megginson, Smart, Graham, 2010; Gibson, C. H., 2011)

กิจกรรมดำเนินงาน หมายถึง กิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการ และกิจกรรมอื่นที่มีใช้กิจกรรมลงทุน หรือกิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานจึงเป็นข้อบ่งชี้ที่สำคัญที่แสดงถึงความสามารถในการดำเนินงานของกิจการในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอเพื่อจ่ายชำระหนี้ผูกมัด เพื่อกิจการดำเนินงานของกิจการ เพื่อจ่ายเงินปันผล และเพื่อการลงทุนใหม่ๆ โดยไม่ต้องพึ่งพาการจัดหาเงินจากแหล่งเงินภายนอก ลักษณะโดยทั่วไปของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานจะมาจากกิจกรรมที่ก่อให้เกิดรายได้หลักของกิจการ เช่น เงินสดรับจากการขายสินค้าและการให้บริการ เงินสดรับจากรายได้ค่าสิทธิ ค่าธรรมเนียม ค่านายหน้า และรายได้อื่น เงินสดจ่ายผู้ขายสำหรับสินค้าและบริการ เงินจ่ายแก่พนักงานและจ่ายแทนพนักงาน เงินสดรับและจ่ายจากสัญญาที่ถือไว้เพื่อขายหรือเพื่อค่า เป็นต้น ข้อมูลองค์ประกอบแต่ละรายการของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เกิดขึ้นในอดีตจะเป็นประโยชน์เมื่อพิจารณาประกอบกับข้อมูลอื่นในการพยากรณ์กระแสจากกิจกรรมดำเนินงานในอนาคต

กิจกรรมลงทุน หมายถึง การได้มาและจำหน่ายสินทรัพย์ระยะยาวและเงินลงทุนอื่นซึ่งไม่รวมอยู่ในรายการเทียบเท่าเงินสด กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมลงทุนเป็นรายจ่ายที่จ่ายไปเพื่อให้ได้มาซึ่งทรัพยากรต่างๆ ที่จะก่อให้เกิดรายได้และกระแสเงินสดในอนาคต ได้แก่ การซื้อหรือการจำหน่ายสินทรัพย์ระยะยาว เงินลงทุนอื่นของกิจการซึ่งไม่รวมอยู่ในรายการเทียบเท่าเงินสด เช่น เงินสดที่จ่ายเพื่อซื้อที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ สินทรัพย์ไม่มีตัวตน และสินทรัพย์ระยะยาวอื่น เงินสดที่รับจากการขายที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ สินทรัพย์ไม่มีตัวตน และสินทรัพย์ระยะยาวอื่น เงินสดที่จ่ายเพื่อได้มาซึ่งตราสารทุนหรือตราสารหนี้ของกิจการอื่น และส่วนได้เสียในการร่วมค้า เงินสดที่รับจากการขายตราสารทุนหรือตราสารหนี้ของกิจการอื่น และส่วนได้เสียในการร่วมค้า เป็นต้น

กิจกรรมจัดหาเงิน หมายถึง กิจกรรมที่มีผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในขนาดและองค์ประกอบของส่วนของผู้ถือหุ้นและส่วนของการกู้ยืมเงินของกิจการ กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นประโยชน์ในการคาดคะเนสิทธิเรียกร้องในกระแสเงินสดในอนาคตจากผู้ให้เงินทุนแก่

กิจการ เช่น เงินสดรับจากการออกหุ้นทุนหรือตราสารทุนอื่น เงินสดจ่ายให้กับผู้เป็นเจ้าของเพื่อซื้อหรือไถ่ถอนหุ้นของกิจการนั้น เงินสดรับจากการออกหุ้นกู้ เงินกู้ยืม ตัวเงิน พันธบัตร การจำนอง และเงินกู้ยืมระยะสั้นหรือระยะยาวอื่น เงินสดที่จ่ายชำระเงินกู้ยืม เป็นต้น

### **ข้อมูลจากรายงานทางการเงินต้องมีลักษณะเชิงคุณภาพของงบการเงิน**

เพื่อให้งบการเงินจะมีประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงินตามวัตถุประสงค์ที่วางไว้ก็ต่อเมื่องบการเงินนั้น มีลักษณะเชิงคุณภาพตามที่แม่บทการบัญชีกำหนดไว้ ดังนี้

#### **ความเข้าใจได้**

ข้อมูลในงบการเงินต้องสามารถเข้าใจได้ในทันทีที่ผู้ใช้งบการเงินใช้ข้อมูลดังกล่าวภายใต้ ข้อสมมติที่ว่าผู้ใช้งบการเงินมีความรู้ตามควรเกี่ยวกับธุรกิจกิจกรรมเชิงเศรษฐกิจและการบัญชี รวมทั้งมีความตั้งใจตามควรที่จะศึกษาข้อมูลดังกล่าว

#### **ความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ**

ข้อมูลจะมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของผู้ใช้งบการเงินได้นั้นต้องเป็นข้อมูลที่ช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถประเมินเหตุการณ์ในอดีตปัจจุบันและอนาคตรวมทั้งช่วยยืนยัน หรือชี้ข้อผิดพลาดของผลการประเมินที่ผ่านมาของผู้ใช้งบการเงินได้ อย่างไรก็ตามผู้ใช้งบการเงินควรคำนึงถึงความมีนัยสำคัญในการพัฒนาความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของข้อมูลนั้น ข้อมูลจะถือว่ามีนัยสำคัญเมื่อการละเว้นที่จะแสดงข้อมูลนั้นหรือการแสดงข้อมูลนั้นอย่างผิดพลาด ทำให้ผู้ใช้งบการเงินตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจผิดพลาดหรือตัดสินใจแตกต่างไปจากที่ควรจะเป็นหากผู้ใช้งบการเงินได้ทราบข้อมูลนั้น

#### **ความเชื่อถือได้**

ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต้องเชื่อถือได้โดยเป็นข้อมูลที่ปราศจากความผิดพลาดที่มีนัยสำคัญและความลำเอียงซึ่งประกอบด้วยลักษณะดังต่อไปนี้

1. **การเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรม** หมายถึง ข้อมูลควรแสดงตามเหตุการณ์ที่ได้เกิดขึ้นแล้วนั้นคือเป็นข้อมูลที่เข้าเกณฑ์การรับรู้รายการ ณ วันที่เสนอรายงาน
2. **เนื้อหาสำคัญกว่ารูปแบบ** หมายถึง ข้อมูลต้องบันทึกและแสดงตามเนื้อหาและความเป็นจริงเชิงเศรษฐกิจไม่ใช่ตามรูปแบบทางกฎหมายเพียงอย่างเดียว
3. **ความเป็นกลาง** หมายถึง ข้อมูลที่แสดงต้องมีความเป็นกลางหรือปราศจากความลำเอียงโดยไม่มีวัตถุประสงค์ที่จะชี้นำผู้ใช้งบการเงิน

4. **ความระมัดระวัง** หมายถึง การใช้ดุลยพินิจที่จำเป็นในการประมาณการภายใต้ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับเหตุการณ์ต่าง ๆ เพื่อให้เงินมีความน่าเชื่อถือ

5. **ความครบถ้วน** หมายถึง ข้อมูลในงบการเงินต้องมีความครบถ้วน โดยพิจารณาความมีนัยสำคัญและต้นทุนในการจัดทำ หมายถึง เพื่อมิให้มีความผิดพลาด หรือทำให้ผู้ใช้งบการเงินเข้าใจผิด

### การเปรียบเทียบกันได้

ผู้ใช้งบการเงินต้องสามารถเปรียบเทียบงบการเงินในรอบระยะเวลาต่างกันของกิจการเดียวกันและงบการเงินในรอบระยะเวลาเดียวกันของกิจการแต่ละกิจการได้ แต่ไม่ได้หมายความว่าข้อมูลต้องอยู่ในรูปแบบเดียวกันตลอดไป และไม่สามารถยกเป็นข้ออ้างที่จะไม่นำมาตราฐานการบัญชีที่เหมาะสมกว่ามาถือปฏิบัติ เพื่อให้ข้อมูลสามารถเปรียบเทียบกันได้ การเปรียบเทียบกันได้ของข้อมูลช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถคาดคะเนถึงแนวโน้มของฐานะการเงิน และผลการดำเนินงานของกิจการนั้น รวมทั้งเปรียบเทียบแนวโน้มกับกิจการอื่นก่อนที่จะตัดสินใจลงทุน

จากการทบทวนวรรณกรรม ผู้วิจัยกำหนดตัวแปรข้อมูลจากรายงานทางการเงินสำหรับการวิจัยในครั้งนี้ โดยใช้ข้อมูลจากงบดุลหรืองบแสดงฐานะการเงิน งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ และงบกระแสเงินสด ประกอบด้วย กำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย มูลค่าตามบัญชี กระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหนี้สินรวม ซึ่งรายการกำไรทางบัญชีเป็นรายการที่นิยมมากที่สุดและเป็นที่น่าสนใจของนักลงทุนในการนำมาพิจารณาประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ผู้วิจัยจึงใช้รายการกำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย จากงบกำไรขาดทุนหรืองบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จในการศึกษาครั้งนี้ ส่วนรายการมูลค่าตามบัญชีและอัตราส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหนี้สินรวม ได้มาจากงบดุลหรืองบแสดงฐานะการเงิน และรายการกระแสเงินสด ได้ข้อมูลมาจากงบกระแสเงินสด แต่รายการกระแสเงินสดนี้ ผู้วิจัยใช้ตัวแปรกระแสเงินสดอิสระ ตามแนวคิดของ Rahman & Saleh (2008); Habib (2012) ที่พบว่ากระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกผลตอบแทนหลักทรัพย์ ทำให้นักลงทุนใช้ข้อมูลกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการตัดสินใจเกี่ยวกับราคาหลักทรัพย์ลดลง แสดงว่ากระแสเงินสดอิสระมีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุน จึงสรุปได้ว่าผู้วิจัยทำการศึกษาข้อมูลจากรายงานทางการเงินที่ประกอบด้วย กำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย มูลค่าตามบัญชี กระแสเงินสดอิสระ และอัตราส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหนี้สินรวม ซึ่งรายการเหล่านี้ต้องอาศัยข้อมูลตัวเลขจากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

#### 4.2 งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลจากรายงานทางการเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

การลงทุนเป็นการตัดสินใจทางการเงินอย่างหนึ่ง ซึ่งผู้ลงทุนต้องอาศัยข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุน และการได้รับข้อมูลที่ถูกต้อง การรู้หลักในการรวบรวมข้อมูลและการวิเคราะห์ข้อมูลไม่ว่าจะเป็นข้อมูลตัวเลขหรือไม่เป็นตัวเลขจะมีส่วนสำคัญอย่างยิ่งในการประเมินผลและตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2553) ข้อมูลที่นักลงทุนนำมาใช้จะเป็นข้อมูลที่เกี่ยวข้องโดยตรงกับข้อมูลที่เกี่ยวข้องโดยอ้อม ข้อมูลที่เกี่ยวข้องโดยตรง ได้แก่ ข้อมูลจากบริษัทที่เป็นผู้ออกหลักทรัพย์ เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับงบการเงิน ผลิตภัณฑ์ของบริษัท การเปลี่ยนแปลงการดำเนินงานของบริษัท เป็นต้น ส่วนข้อมูลที่เกี่ยวข้องโดยอ้อม ได้แก่ ข้อมูลมีผลกระทบต่อหลักทรัพย์ เช่น ภาวะเศรษฐกิจ อุตสาหกรรม ค่านิยมของผู้บริโภค นโยบายรัฐบาล เป็นต้น

การวิจัยความมีคุณค่าของข้อมูลทางการเงิน มีขึ้นเพื่อทดสอบความเกี่ยวข้องกันระหว่างข้อมูลหลักทรัพย์กับข้อมูลจากรายงานทางการเงิน ซึ่งข้อมูลจากรายงานทางการเงินเป็นข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในรายงานทางการเงิน ประกอบด้วยงบดุลหรืองบแสดงฐานะการเงิน งบกำไรขาดทุนหรืองบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ งบกระแสเงินสด ได้แก่ รายการสินทรัพย์ หนี้สิน ส่วนของเจ้าของ รายได้และค่าใช้จ่าย ข้อมูลในรายงานทางการเงินเหล่านี้ให้ข้อมูลพื้นฐานที่สำคัญในตลาดทุนสามารถใช้อธิบายข้อมูลของบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ (Vishnahi & Shah, 2008)

จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับข้อมูลจากรายงานทางการเงิน มีนักวิจัยหลายท่านศึกษาเกี่ยวกับรายการกำไรทางบัญชี เพราะกำไรทางบัญชี เป็นกำไรที่เกิดจากรายการและเหตุการณ์ทางบัญชีที่รับรู้ตามเกณฑ์คงค้าง ซึ่งกำหนดให้รับรู้รายการเมื่อเกิดขึ้น มิใช่เมื่อมีการรับหรือจ่ายเงินสด โดยรายการต่างๆ จะบันทึกบัญชีและแสดงในงบการเงินตามงวดที่เกี่ยวข้อง จึงทำให้กำไรทางบัญชีเป็นตัวเลขที่สะท้อนถึงผลการดำเนินงานในช่วงเวลาหนึ่ง และเป็นสิ่งบ่งชี้ถึงความสามารถในการสร้างกำไรของบริษัท ดังนั้นการศึกษาและการวิจัยคุณค่าของข้อมูลกำไรสุทธิทางบัญชี มีขึ้นเพื่อพิสูจน์ว่ากำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ให้ข่าวสารหรือข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อตลาดหรือผู้ลงทุนหรือไม่ โดยอาศัยแนวคิดทางทฤษฎีการเงินเกี่ยวกับตลาดทุนและผลการวิจัยเชิงประจักษ์เกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาดทุน ซึ่งกล่าวว่ากำไรทางบัญชีเป็นตัวชี้วัดกระแสเงินสดในอนาคตหรือเงินปันผลที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับจากการลงทุนหลักทรัพย์ ซึ่งมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ ตัวอย่างเช่น งานวิจัยของ Ball & Brown (1968); Beaver (1968); Ahsan (2004); Nichols & Wahlen (2004); Sponholtz (2004) การประเมินคุณค่าของตัวเลข

กำไรสุทธิประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยศึกษาว่าตลาดหลักทรัพย์มีการตอบสนองต่อการประกาศข้อมูลกำไรประจำปีหรือไม่ ผลการศึกษาพบว่านักลงทุนในตลาดทุนมีการตอบสนองต่อการประกาศข้อมูลกำไรประจำปีจริง และทำให้ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์และราคาของหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลง นั่นคือกำไรทางบัญชีมีผลต่อราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ อีกทั้งยังส่งผลให้พฤติกรรมการตัดสินใจของนักลงทุนที่ได้รับข้อมูลเปลี่ยนแปลงไป ต่อมา Foster, 1981 ได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีการประกาศกำไรกับบริษัทที่ไม่ได้มีการประกาศกำไร พบว่าบริษัทที่ประกาศกำไรกับบริษัทที่ไม่ได้ประกาศกำไรมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Easton & Harris (1991) ที่ทำการศึกษารายการกำไรกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์โดยแยกเป็นกำไรในงวดปัจจุบัน กำไรในงวดก่อน และการเปลี่ยนแปลงของกำไรงวดปัจจุบัน ผลการศึกษาพบว่า กำไรในงวดปัจจุบัน กำไรในงวดก่อน และการเปลี่ยนแปลงของกำไรงวดปัจจุบันส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน เมื่อเปรียบเทียบกำไรแต่ละรายการ พบว่า กำไรงวดปัจจุบันสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่าการเปลี่ยนแปลงของกำไรและกำไรในงวดก่อนตามลำดับ นอกจากนี้ เมื่อพิจารณากำไรงวดปัจจุบันและการเปลี่ยนแปลงของกำไรงวดปัจจุบันร่วมกัน ยังสามารถใช้อธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติและอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์ได้ แสดงว่า กำไรทางบัญชีเป็นข้อมูลที่นักลงทุนสามารถใช้อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ และ Nichols & Wahlen (2004) ยังระบุว่าตลาดทุนยังคงให้ความสำคัญกับกำไรทางบัญชี โดยเฉพาะกลุ่มผู้ลงทุนผู้จัดการ คณะกรรมการ นักวิเคราะห์ ผู้ตรวจสอบ และผู้ที่ต้องการใช้ข้อมูลกำไรทางบัญชี ซึ่งคนกลุ่มเหล่านี้ยังคงให้ความสำคัญกับกำไรทางบัญชีอยู่เสมอ

นอกจากนี้ยังมีนักวิจัยที่ทำการศึกษาค่าข้อมูลทางการบัญชีรายการอื่นๆ ตัวอย่างเช่น Lipe (1986) ได้ทำการศึกษาค่าข้อมูลในงบกำไรขาดทุน ประกอบด้วย กำไรขั้นต้น ค่าใช้จ่ายในการบริหาร ค่าเสื่อมราคา ดอกเบี้ยจ่าย และกำไรก่อนภาษี กับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ Strong & Walker (1993) ทำการศึกษาค่าข้อมูลทางบัญชีและปัจจัยอื่นได้แก่ กำไรก่อนรายการพิเศษ และรายการพิเศษ ขนาดของบริษัท ชนิดของอุตสาหกรรม Biddle, Seow & Siegel (1995) ศึกษาเปรียบเทียบความสามารถของข้อมูลทางการบัญชี รายการกำไรและรายได้สุทธิในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกลุ่มอุตสาหกรรมในประเทศสหรัฐอเมริกา ส่วน Collins, Maydew & Weiss (1997) ทำการทดสอบข้อมูลทางการบัญชีที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำ เช่น รายการพิเศษ การยกเลิกส่วนงาน ผลสะสมของการเปลี่ยนแปลงหลักการ



บัญชี รายการที่ผิดปกติ รายการที่ไม่เกิดขึ้นบ่อย รวมถึงกำไร (ขาดทุน) จากการจำหน่ายสินทรัพย์ เงินลงทุน และสำรองผลขาดทุนทางบัญชีที่ยังไม่เกิดขึ้นจริง ในตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา และ Kallunki, Martikainen, M. & Martikainen, T (1998) ศึกษาว่านักลงทุนสนใจข้อมูลทางบัญชี รายการใดเพื่อนำมาประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ในประเทศฟินแลนด์ โดยข้อมูลทางบัญชี ได้แก่ ยอดขายสุทธิหรือรายได้สุทธิ กำไรจากการดำเนินงาน กำไรหลังค่าใช้จ่ายทางการเงิน กำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรสุทธิ ส่วน Francis & Shipper (1999) ศึกษาข้อมูลทางบัญชีรายการสินทรัพย์รวมและหนี้สินรวมกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ จึงยืนยันได้ว่าตั้งแต่ในอดีตข้อมูลทางบัญชีที่ปรากฏในงบการเงินมีความสำคัญและเป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ที่นักลงทุนนำมาใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ไม่ว่าจะเป็นการซื้อหรือขายหลักทรัพย์

นอกจากนี้ยังมีผลงานวิจัยที่ศึกษาข้อมูลจากรายงานทางการเงินและพบว่าข้อมูลจากรายงานทางการเงินมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ลดลง ตัวอย่างเช่น Lev (1989) ที่ศึกษาความมีคุณค่าของกำไรในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เพื่อประเมินความมีคุณค่าของข้อมูลจากรายงานทางการเงินรายการกำไร ผลการศึกษาพบว่ากำไรสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ลดลง และมีแนวโน้มว่าประโยชน์ของข้อมูลทางการเงินบัญชีรายการกำไรนำมาตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจลดลง สอดคล้องกับงานวิจัยของ Lev & Zarowin (1999) ได้ศึกษาข้อมูลจากรายงานทางการเงินรายการกำไร กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และมูลค่าตามบัญชี ว่ามีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์หรือไม่ ผลการศึกษาพบว่า ข้อมูลทางการเงินบัญชีทั้งหมดที่ใช้ทดสอบสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ลดลง มีประโยชน์ลดลง เพราะการเปลี่ยนแปลงของธุรกิจมีการลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมากขึ้น อีกทั้ง Graham, King & Bales (2000) และ Davis-Friday, Eng & Liu (2006) ศึกษาความสามารถของมูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจที่มีการลดค่าเงินบาท ผลการศึกษาพบว่าความสามารถของมูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ลดลงในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจที่มีการลดค่าเงินบาท ส่วน Charitou, Clubb & Andreou (2001) และ Bo (2009) ได้ศึกษาความสามารถของกำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่ากำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ แต่กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากกว่ากำไรทางบัญชีเมื่อกำไรไม่มีเสถียรภาพ ทำให้ความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะลดลง จึงเริ่มเกิดประเด็นปัญหาที่ว่าข้อมูลกำไรมีประโยชน์ต่อนักลงทุนในการนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน

ในหลักทรัพย์หรือไม่ สามารถสะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของกิจการ หรือมูลค่าของกิจการ (Value of Firm) ได้หรือไม่ ประกอบกับการศึกษาความมีคุณค่าของกำไรยังจำกัดอยู่เฉพาะกำไร และส่วนประกอบของกำไรเท่านั้น จึงทำให้นักวิจัยเริ่มให้ความสำคัญ ข้อมูลรายการอื่น ตัวอย่างเช่น Livnat & Zarowin (1990) ได้ศึกษาคุณค่าของข้อมูลกระแสเงินสดที่ถูกจำแนก ออกเป็น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสด จากกิจกรรมจัดหาเงิน ตามมาตรฐานการบัญชีแห่งประเทศไทยว่า มีผลต่อผลตอบแทน หลักทรัพย์หรือไม่ ผลการศึกษาพบว่า การจำแนกรายการในกระแสเงินสด สามารถอธิบายการ เปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ได้ดีขึ้น ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในการใช้ข้อมูลเพื่อการตัดสินใจ ลงทุนได้ดียิ่งขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับ Garrod & Hadi (1998) ที่ศึกษาคุณค่าของข้อมูลกระแสเงินสด ต่ออัตราผลตอบแทน ผลการศึกษาพบว่า ข้อมูลกระแสเงินสดในทุกรายการมีผลต่ออัตรา ผลตอบแทน นอกจากนี้ยังชี้ให้เห็นว่ารายละเอียดหรือข้อมูลที่ประกอบกันเป็นงบการเงินนั้นมี ประโยชน์แก่ผู้ใช้งบการเงินมากกว่าจำนวนกำไรที่ปรากฏในบรรทัดสุดท้ายของงบการเงิน และ งานวิจัยของ Cheng, Liu & Schaefer (1996) ศึกษาเกี่ยวกับความสามารถของกำไรทางบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ นิวยอร์กและตลาดหลักทรัพย์แห่งอเมริกา ผลการศึกษาพบว่า กำไรทางบัญชีและกระแสเงินสด จากการดำเนินงานต่างเป็นตัวชี้วัดที่มีประโยชน์ต่อนักลงทุน และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน จะมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุนมากกว่ากำไรทางบัญชีเมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ รวมถึง งานวิจัยของ Leatherbury (2001) ทำการศึกษาข้อมูลจากรายงานทางการเงิน รายการกระแสเงินสด กำไรทางบัญชี กระแสเงินสดต่อหนี้สินระยะยาว และอัตราส่วนมูลค่าทางการตลาดว่ามีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ (Security Returns) หรือไม่ ผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสด มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนหลักทรัพย์มากกว่ากำไรและกระแสเงินสดต่อหนี้สินระยะ ยาว แต่อย่างไรก็ตาม นักลงทุนยังคงจำเป็นต้องใช้ข้อมูลทางการเงินและบัญชีประกอบการ ตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ นอกจากนี้ยังมีนักวิจัยที่ทำการศึกษาระแสเงินสดอิสระ ซึ่งต่างจาก งานวิจัยที่กล่าวมาข้างต้น คือ Rahman & Saleh (2008) ทำการศึกษาผลกระทบของกระแสเงินสด อิสระของบริษัทต่อความสัมพันธ์ของกำไรและมูลค่าตามบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศมาเลเซีย ผลการศึกษาพบว่ากำไรและมูลค่าตามบัญชีมีคุณค่าต่อราคา หลักทรัพย์ แต่หากบริษัทมีกระแสเงินสดอิสระสูงและโอกาสการเติบโตของบริษัทมีแนวโน้มลดลง นั้นหมายความว่านักลงทุนจะใช้ข้อมูลกำไรและมูลค่าตามบัญชีในการตัดสินใจเกี่ยวกับราคาหุ้น น้อยลง แสดงว่ากระแสเงินสดอิสระมีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุน (Habib, 2012)

งานวิจัยของ Tripathi (2009) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานของบริษัท 4 รายการ ได้แก่ 1) มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด 2) ราคาหลักทรัพย์หารกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio) 3) อัตราส่วนมูลค่าการตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี 4) ความเสี่ยงทางการเงิน วัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่วัดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่ามูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด และราคาหลักทรัพย์หารกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ส่วนอัตราส่วนมูลค่าการตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี และความเสี่ยงทางการเงินหรืออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ และ Saeedi & Ebrahimi (2010) ได้ทำการศึกษาบริบทของปัจจัยกำไร กระแสเงินสด และลักษณะเฉพาะของธุรกิจ ประกอบด้วยกำไรชั่วคราว ขนาดบริษัท ภาระทางการเงิน โอกาสการเติบโต ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่ากำไรและกระแสเงินสดไม่ใช่ข้อมูลสำคัญในการอธิบายราคาหุ้น แต่ตัวแปรลักษณะเฉพาะของบริษัทเป็นปัจจัยที่สามารถใช้ประกอบการอธิบายได้

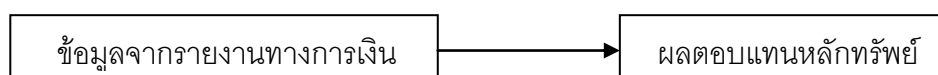
Ni, Fah, & Nassir (2009) ทำการศึกษาผลกระทบจากการประกาศกำไรและความเสี่ยงทางการเงินมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่าการประกาศกำไรและความเสี่ยงทางการเงินมีผลต่อความเคลื่อนไหวของราคาหุ้น ส่วนงานวิจัยของ Liu & Switzer (2009) ทำการศึกษาผลกระทบของความเสียงด้านสภาพคล่อง ความเสียงบริษัท และความเสียงด้านผลตอบแทนที่มีต่ออัตราผลตอบแทนไม่ปกติ ผลการศึกษาพบว่า ความเสียงด้านสภาพคล่องและความเสียงด้านผลตอบแทนมีนัยสำคัญในเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนไม่ปกติ รวมทั้งงานวิจัยของ Sari & Hutagaol (2011) ทำการศึกษาความมีอิทธิพลของปัจจัยความเสี่ยง ประกอบด้วย 1) ความเสียงโครงสร้างของเงินลงทุน วัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) 2) ความเสี่ยงทางธุรกิจ วัดจากระดับผลการเปลี่ยนแปลงการดำเนินงาน (Degree of Operating Leverage) และ 3) ความเสี่ยงทางการตลาด วัดจากค่าเบต้า (Stock Beta) ที่มีต่อผลตอบแทนจากการลงทุน ผลการศึกษาพบว่าทั้ง 3 ปัจจัยความเสี่ยงไม่มีอิทธิพลอย่างเป็นทางการเป็นนัยสำคัญทางสถิติต่อผลตอบแทนจากการลงทุนหรือไม่มีผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ Aghdaei & Ghasemi (2012) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินมูลค่าการตลาด สภาพคล่องของบริษัท และผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ผลการศึกษาพบว่าอัตราส่วนหนี้สินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าการตลาด สภาพคล่องของบริษัท และผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

ส่วนในประเทศไทยมีงานวิจัยที่เป็นการวิจัยในตลาดทุน เพื่อศึกษาข้อมูลจากรายงานทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ ตัวอย่างเช่น งานวิจัยของ พิมพ์พนา ศรีสวัสดิ์ (2539) ศึกษาข้อมูลกำไรสุทธิว่ามีประโยชน์ต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์หรือไม่และมีประโยชน์ต่อนักลงทุนหรือไม่ ผลการศึกษาพบว่า นักลงทุนในตลาดทุนไทยตอบสนองอย่างรวดเร็วต่อการประกาศกำไรเป็นรายไตรมาส เพราะกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่สูง หรืออาจเป็นเพราะผลจากการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างพื้นฐานทางบัญชี เช่น การเปลี่ยนแปลงข้อบังคับทางบัญชี และสภาพแวดล้อมที่เกี่ยวข้องกับข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งส่งผลกระทบต่อเบื้องไปยังคุณภาพของกำไร ทำให้นักลงทุนในตลาดทุนของประเทศไทยนำข้อมูลจากรายงานทางการเงินดังกล่าวไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ นิมนวล เขียวรัตน์ (2539) ที่ศึกษาผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิทางบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิจัยพบว่าการประกาศผลกำไรมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นหลักฐานแสดงว่าการประกาศกำไรสุทธิเป็นข่าวสารที่มีประโยชน์ต่อผู้ลงทุน แต่ผู้ลงทุนไม่ได้ให้ความสำคัญกับข่าวสารกำไรเพียงอย่างเดียว แต่ให้ความสำคัญต่อข่าวสารอย่างอื่นของบริษัทด้วยจนบางครั้งอาจมากกว่าข่าวผลกำไรในปัจจุบันทำให้ประโยชน์ของการประกาศกำไรสุทธิน้อยลง ต่อมา ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์ (2545) ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษพบว่าความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ไม่แตกต่างกัน แต่เมื่อมีปัจจัยอื่น ได้แก่ รายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำ ขาดทุนจากการดำเนินงานหลัก ขนาดของกิจการ รายการตีราคาสินทรัพย์ใหม่ ผลต่างจากอัตราแลกเปลี่ยน เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบทำให้มูลค่าตามบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไรทางบัญชี ส่วนอัตรากำไรเติบโตของกำไรและระดับกำไรที่มีเสถียรภาพ เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบทำให้กำไรทางบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ามูลค่าตามบัญชี ขณะที่การยึดหลักจับคู่ค่าใช้จ่ายกับรายได้ เป็นปัจจัยที่ทำให้มูลค่าตามบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไรทางบัญชี ส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่สามารถบันทึกบัญชีไม่ใช่ปัจจัยที่ทำให้มูลค่าตามบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไรทางบัญชี รวมถึง กนกพร นาคทับที (2543) ศึกษาผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีในตลาดทุนประเทศไทยว่า ในตัววัดผลการดำเนินงาน 5 ปัจจัย ได้แก่ กำไรทางบัญชี กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน และรายได้จากการดำเนินงาน ข้อมูลใดสามารถใช้อธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้มากกว่า ผลการศึกษพบว่า

กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินสามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้มากที่สุด รองลงมาคือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กำไรทางบัญชีและรายได้จากการดำเนินงาน ตามลำดับ

จากการทบทวนวรรณกรรมจะพบว่า มีผลงานวิจัยบางส่วนที่ไม่สอดคล้องกัน แต่มีวรรณกรรมจำนวนมากที่สนับสนุนว่า ข้อมูลจากรายงานทางการเงินมีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ ดังนั้นการวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยจึงสามารถแสดงกรอบแนวคิด และสมมติฐานของการวิจัยได้ดังภาพประกอบที่ 2.7 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลจากรายงานทางการเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

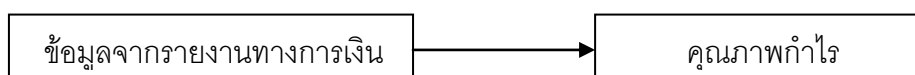
สมมติฐานที่ 4 ข้อมูลจากรายงานทางการเงินมีความสัมพันธ์ทางตรงในเชิงบวกต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์



**ภาพประกอบที่ 2.7** แสดงความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลจากรายงานทางการเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

ซึ่งจากงานวิจัยของ Sivaramakrishnan & Yu (2008); Garcia, Barbadillo & Perez (2010); Virginia, Eleni, Dimitrios & Chrysoula (2010); Shiri, Vaghfi, Soltani & Esmaeli (2012) ที่พบว่าข้อมูลทางบัญชีที่มีคุณภาพก่อให้เกิดคุณภาพของรายงานทางการเงิน และช่วยส่งเสริมคุณค่าของข้อมูลทางการเงินเกี่ยวกับความน่าเชื่อถือ ความโปร่งใส ความยุติธรรม ความรับผิดชอบ ช่วยปกป้องนักลงทุนไม่ให้เกิดตัดสินใจผิดพลาด นั่นคือ คุณภาพกำไรมาจากข้อมูลในรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพ ซึ่งหากข้อมูลจากรายงานทางการเงินมีคุณภาพจะก่อให้เกิดคุณภาพกำไรด้วย ดังภาพประกอบที่ 2.8 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลจากรายงานทางการเงินกับคุณภาพกำไร

สมมติฐานที่ 5 ข้อมูลจากรายงานทางการเงินมีความสัมพันธ์ทางตรงในเชิงบวกต่อคุณภาพกำไร



ภาพประกอบที่ 2.8 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลจากรายงานทางการเงินกับคุณภาพกำไร

ซึ่งผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับข้อมูลจากรายงานทางการเงิน ผู้วิจัยได้สรุปไว้ในตารางที่ 2.5 สรุปผลงานวิจัยข้อมูลจากรายงานทางการเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ดังนี้

ตารางที่ 2.5 สรุปผลงานวิจัยข้อมูลจากรายงานทางการเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

ชื่อนักวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา		ผลการศึกษา
	ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม	
Ball & Brown (1968)	การประกาศข้อมูลกำไรประจำปี	ผลตอบแทนที่ไม่ปกติของหลักทรัพย์	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก
Beaver (1968)	การประกาศกำไรทางบัญชี	ราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก
Foster (1981)	การประกาศกำไร	ผลตอบแทนของบริษัท	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก
Lipe (1986)	1. กำไรขั้นต้น 2. ค่าใช้จ่ายในการบริหาร 3. ค่าเสื่อมราคา ดอกเบี้ยจ่าย 4. กำไรก่อนภาษี	อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก
Lev (1989)	1. กำไร 2. รายได้ 3. ค่าใช้จ่าย 4. รายการคงค้าง 5. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน	ผลตอบแทนของหลักทรัพย์	ทุกรายการมีความสัมพันธ์แต่กำไรสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลง
Livnat & Zarowin (1990)	กระแสเงินสด (กิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงิน)	การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก

ตารางที่ 2.5 สรุปผลงานวิจัยข้อมูลจากรายงานทางการเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์(ต่อ)

ชื่อนักวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา		ผลการศึกษา
	ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม	
Ball & Kothari (1991)	1. ความเสี่ยง 2. ผลตอบแทน 3. อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ	ราคาหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศผลตอบแทน	อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศผลตอบแทน
Easton & Harris (1991)	1. กำไรในงวดปัจจุบัน 2. กำไรในงวดก่อน 3. การเปลี่ยนแปลงของกำไรในงวดปัจจุบัน	อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์	กำไรในงวดปัจจุบันสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่าการเปลี่ยนแปลงของกำไร และกำไรในงวดก่อน
Strong & Walker (1993)	1. กำไรก่อนรายการพิเศษ 2. รายการพิเศษ ตัวแปรควบคุม: ขนาดของบริษัท และชนิดของอุตสาหกรรม	อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก
Biddle, Seow & Siegel (1995)	กำไรและรายได้สุทธิ	อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก โดยกำไรอธิบายได้มากกว่ารายได้สุทธิ
Cheng, Liu & Schaefer (1996)	1. กำไรทางบัญชี 2. กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	ผลตอบแทนของหลักทรัพย์	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก
Collins, Maydew & Weiss (1997)	รายการที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นประจำ	ผลตอบแทนหลักทรัพย์	กลุ่มธุรกิจที่มีรายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำทำให้ความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ลดลง ส่วนกลุ่มธุรกิจที่ไม่มีรายการที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นประจำกำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเกินกว่ามูลค่าตามบัญชี
Caserta, Danielsson, De Vries (1998)	ข้อมูลความเสี่ยง	การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์	ความเสี่ยงมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์สูงสุด

ตารางที่ 2.5 สรุปผลงานวิจัยข้อมูลจากรายงานทางการเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ (ต่อ)

ชื่อนักวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา		ผลการศึกษา
	ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม	
Garrod & Hadi (1998)	ข้อมูลกระแสเงินสด	อัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสม	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก
Kallunki, Martikainen, M. & Martikainen, T. (1998)	1. ยอดขายสุทธิหรือรายได้สุทธิ 2. กำไรจากการดำเนินงาน 3. กำไรหลังค่าใช้จ่ายทางการเงิน 4. กำไรก่อนรายการพิเศษ 5. กำไรสุทธิ	การตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์	ข้อมูลทางการเงินบัญชีทุกตัวแปรเป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ที่นักลงทุนนำมาใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์
Francis & Shipper (1999)	1. สินทรัพย์รวมและหนี้สินรวม 2. กำไรและการเปลี่ยนแปลงของกำไร 3. มูลค่าตามบัญชีและกำไร	อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หรือราคาหลักทรัพย์	1.สินทรัพย์รวมและหนี้สินรวมอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้เพิ่มขึ้น 2.กำไรและการเปลี่ยนแปลงของกำไรอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ลดลง 3.มูลค่าตามบัญชีและกำไรอธิบายการเปลี่ยนแปลงราคาตลาดของหลักทรัพย์ได้เพิ่มขึ้น
Lev & Zarowin (1999)	1. มูลค่าตามบัญชี 2. กำไรทางบัญชี 3. กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน	ความสัมพันธ์ในเชิงบวก
Graham, King & Bailes (2000)	1. มูลค่าตามบัญชี 2. กำไรทางบัญชี	การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในการอธิบายในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ	มูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ลดลงในช่วงการลดค่าเงินบาท



ตารางที่ 2.5 สรุปผลงานวิจัยข้อมูลจากรายงานทางการเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ (ต่อ)

ชื่อนักวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา		ผลการศึกษา
	ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม	
Pawlukiewicz, Cagle & Webb (2000)	ความเสี่ยงจากเหตุการณ์เกี่ยวกับ การขายหุ้นสามัญ ขายหุ้นกู้ การซื้อคืนหุ้นสามัญและหุ้นกู้	ผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้นสามัญหลังการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น	ความเสี่ยงจากการขายหุ้นสามัญขายหุ้นกู้ และการซื้อคืนหุ้นสามัญมีส่วนทำให้ผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้นสามัญลดลง
Charitou, Clubb & Andreou (2001)	1. กำไรทางบัญชี 2. กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	ผลตอบแทนหลักทรัพย์	เมื่อกำไรทางบัญชีไม่มีเสถียรภาพส่งผลให้ความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะลดลงและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานก็ไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น
Leatherbury (2001)	1. กระแสเงินสด 2. กำไร 3. กระแสเงินสดต่อหนี้สินระยะยาว 4. อัตราส่วนมูลค่าทางการตลาด	ผลตอบแทนหลักทรัพย์	กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนหลักทรัพย์มากกว่ากำไรและกระแสเงินสดต่อหนี้สินระยะยาว
Ahsan (2004)	การประกาศกำไร	ผลตอบแทนหลักทรัพย์	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก
Nichols & Wahlen (2004)	กำไรทางบัญชี	ผลตอบแทนหลักทรัพย์	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก
Sponholtz (2004)	การประกาศกำไรทางบัญชี	การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์และพฤติกรรมกรรมการตัดสินใจของนักลงทุน	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก
Davis-Friday, Eng & Liu (2006)	1. มูลค่าตามบัญชี 2. กำไรทางบัญชี	ราคาหลักทรัพย์ในการอธิบายในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ	กำไรทางบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ลดลงในช่วงการลดค่าเงินบาท และมูลค่าตามบัญชีอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรทางบัญชี

ตารางที่ 2.5 สรุปผลงานวิจัยข้อมูลจากรายงานทางการเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ (ต่อ)

ชื่อนักวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา		ผลการศึกษา
	ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม	
Rahman & Saleh (2008)	1. กำไร 2. มูลค่าตามบัญชี 3. กระแสเงินสดอิสระ	ราคาหลักทรัพย์	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก แต่เมื่อกระแสเงินสดอิสระสูง ทำให้กำไรและมูลค่าตามบัญชีมีผลลดลง
Bo (2009)	1. กำไรทางบัญชี 2. กระแสเงินสด	ราคาหลักทรัพย์	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก แต่กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์มากกว่ากำไรทางบัญชี
Liu & Switzer (2009)	1. ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง 2. ความเสี่ยงบริษัท 3. ความเสี่ยงด้านผลตอบแทน	อัตราผลตอบแทนไม่ปกติ	ความเสี่ยงด้านสภาพคล่องและความเสี่ยงด้านผลตอบแทนมีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนไม่ปกติ
Ni, Fah & Nassir (2009)	ประกาศกำไรและความเสี่ยงทางการเงิน	ราคาหลักทรัพย์	ประกาศกำไรและความเสี่ยงทางการเงินมีผลต่อราคาหลักทรัพย์
Tripathi (2009)	ปัจจัยพื้นฐานของบริษัท 1. มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด 2. ราคาหลักทรัพย์หารกำไรต่อหุ้น (P/E ratio) 3. อัตราส่วนมูลค่าการ ตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี 4. ความเสี่ยงทางการเงิน วัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น	ผลตอบแทนหลักทรัพย์ วัดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์	มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์
Saeedi & Ebrahimi (2010)	1. ปัจจัยกำไร 2. กระแสเงินสด 3. ลักษณะเฉพาะของธุรกิจ (กำไรชั่วคราว ขนาดบริษัท ภาวะทางการเงิน โอกาสการเติบโต)	การอธิบายราคาหลักทรัพย์	ลักษณะเฉพาะของบริษัทเป็นปัจจัยสำคัญกว่ากำไรและกระแสเงินสด ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์

ตารางที่ 2.5 สรุปผลงานวิจัยข้อมูลจากรายงานทางการเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ (ต่อ)

ชื่อนักวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา		ผลการศึกษา
	ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม	
Sari & Hutagaol (2011)	ปัจจัยความเสี่ยง	ผลตอบแทนจากการลงทุน	ทั้ง 3 ปัจจัยความเสี่ยงไม่มีอิทธิพล อย่างเป็นนัยสำคัญทางสถิติต่อ ผลตอบแทนจากการลงทุน
Aghdai & Ghasemi (2012)	อัตราส่วนหนี้สิน	มูลค่าการตลาด สภาพคล่องของ บริษัท และ ROE	มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ
นิมณฑล เขียวรัตน์ (2539)	การประกาศกำไรสุทธิทางบัญชี	ราคาหลักทรัพย์	ผลกำไรเป็นข่าวดี (ข่าวไม่ดี) การ ตอบสนองของราคาหลักทรัพย์มี ความสัมพันธ์ในทางบวก(ลบ)
พิมพ์พนา ศรีสวัสดิ์ (2539)	กำไรสุทธิ(กำไรต่อหุ้น)	ราคาหลักทรัพย์	กำไรต่อหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับ ผลตอบแทนในช่วงแรก แต่จะมี ความสัมพันธ์กันในช่วงหลัง
ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์ (2545)	กำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชี	ราคาหลักทรัพย์	มูลค่าตามบัญชี สามารถอธิบาย ราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไร ทางบัญชี
กนกพร นาคทับที (2543)	1. กำไรทางบัญชี 2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน 3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน 4. กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน 5. รายได้จากการดำเนินงาน	ผลตอบแทน หลักทรัพย์	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก

## ตอนที่ 5 คุณภาพกำไร

### 5.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับคุณภาพกำไร

#### ความเป็นมาและความหมายของคุณภาพกำไร

ข้อมูลจากรายงานทางการเงินรายการกำไรเป็นข้อมูลรายการหนึ่งที่นักลงทุนนำมาใช้เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน ถ้าตัวเลขของกำไรเป็นข้อมูลที่มีความสำคัญกับการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนและมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ดังนั้นตัวเลขกำไรที่มีคุณภาพ ก็คือตัวเลขกำไรที่มีความถูกต้อง เชื่อถือได้ สอดคล้องกับมาตรฐานการบัญชี สามารถใช้ประโยชน์ในการพยากรณ์และการวิเคราะห์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งแม่บททางการบัญชี (ปรับปรุง 2552) ได้ระบุว่าการเงินที่แสดงในรายงานทางการเงินต้องเป็นงบการเงินที่มีคุณภาพ คือ เข้าใจได้ เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ เชื่อถือได้ เปรียบเทียบกันได้ และจากลักษณะเชิงคุณภาพของงบการเงินย่อมส่งผลให้เกิดคุณภาพกำไร ตามงานวิจัยของ Myers & Omer, 2003; Schipper & Vincent, 2003; Sivaramakrishnan & Yu (2008); Shiri, Vaghfi, Soltani & Esmali (2012) ที่พบว่าคุณภาพกำไรมาจากรายงานทางการเงินที่มีลักษณะเชิงคุณภาพ ซึ่งหากรายงานทางการเงินมีคุณภาพจะก่อให้เกิดกำไรที่มีคุณภาพ หรือเรียกว่า “คุณภาพกำไร” ดังนั้นคุณภาพกำไรและคุณภาพรายงานทางการเงินมีความสอดคล้องกับประโยชน์การตัดสินใจของผู้ใช้รายงานทางการเงิน โดยเฉพาะการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน

แนวคิดคุณภาพกำไร เป็นแนวคิดที่มีวิวัฒนาการมาจากการวิเคราะห์ปัจจัยขั้นพื้นฐานที่ ต้องการค้นหาว่าหลักทรัพย์ใดเป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าสูงหรือต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) แนวคิดนี้เกิดขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกาประมาณปี ค.ศ. 1930 โดยมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์จะสามารถตรวจสอบยืนยันได้จากการวิเคราะห์งบการเงินของกิจการอย่างละเอียดถี่ถ้วน เพื่อค้นหาสารสนเทศที่จะเป็นตัวบ่งชี้ว่าหลักทรัพย์ของกิจการ ควรจะซื้อหรือขายในราคาที่สูงหรือต่ำกว่ามูลค่าตลาดในขณะนั้น (สรั้อยเพชร สุขเสริม, 2550) สำหรับแนวคิดคุณภาพกำไรในสหรัฐอเมริกากลายเป็นที่รู้จักอย่างแพร่หลายในช่วงปลายปี ค.ศ. 1960 และในตอนต้นปี ค.ศ. 1970 (Ayles, 1994) ซึ่ง Ayles ได้ให้ข้อคิดเห็นว่าการตระหนักถึงปัจจัยต่างๆ ที่มีผลต่อคุณภาพกำไรที่ตลาดเข้ามามีส่วนรับรู้คือ สิ่งสำคัญสำหรับผู้บริหารที่ต้องเผชิญกับการตัดสินใจว่าจะเลือกใช้นโยบายบัญชีใด จึงจะส่งผลต่อคุณภาพกำไรในทิศทางที่ผู้บริหารต้องการ เนื่องจากปัจจัยต่างๆ มีผลกลับมายังคุณภาพกำไรของกิจการ ผู้บริหารจึงจำเป็นต้องพิจารณาข้อดีข้อเสียของการทำให้กำไรของกิจการปรับตัวไปในทางที่ดีขึ้นกับการมองคุณภาพกำไรไปในทางลบที่จะตามมา

หากมีผู้ตั้งข้อสังเกตว่าการปรับตัวไปในทางที่ดีขึ้นนั้นอันที่จริงแล้วคือการทำให้คุณภาพกำไรลดลง

นักลงทุนโดยส่วนใหญ่จะให้ความสนใจเฉพาะตัวเลขกำไรของกิจการ โดยไม่สนใจตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการตัวอื่นๆ เช่น คุณภาพกำไรของกิจการ เพราะตัวเลขกำไรสุทธิเป็นเพียงบทสรุปสุดท้ายที่ผ่านหลายๆ ขั้นตอนตามกระบวนการทางบัญชี ซึ่ง Chan, Chan-Louis, Jegadeesh & Lakonishok (2001) มองว่านอกจากจะให้ความสนใจต่อตัวเลขกำไรสุทธิในงบกำไรขาดทุนแล้วต้องให้ความสนใจกับคุณภาพกำไร เพราะคุณภาพกำไร เป็นตัวบ่งบอกได้ว่ากำไรสุทธิของกิจการนั้นมีความแตกต่างกัน ดังนั้นหากกำไรสุทธิของแต่ละกิจการมีความแตกต่างกันด้วยคุณภาพกำไร ส่งผลให้ประโยชน์ของข้อมูลกำไรในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกิจการแตกต่างกันด้วย จากงานวิจัยของ Schipper & Vincent (2003) ทำการศึกษาเรื่องคุณภาพกำไรตามกรอบแนวคิดทางบัญชี (Conceptual Framework) โดยให้คำจำกัดความของกำไรว่า “เป็นผลกำไรที่กิจการสามารถนำไปใช้ได้ในช่วงงวด โดยทำให้กิจการสามารถรักษาระดับความมั่งคั่ง ณ วันปลายงวด เท่ากับฐานะเมื่อต้นงวด” และพบว่าคุณภาพกำไร คือ ข้อมูลกำไรที่มีลักษณะเชิงคุณภาพตามกรอบแนวคิดทางบัญชีจริง

อย่างไรก็ตามข้อมูลที่เปิดเผยในงบการเงินอาจไม่สะท้อนถึงคุณภาพของกำไรที่แท้จริงสำหรับนำไปใช้ประโยชน์ในด้านต่างๆ เนื่องจากในปัจจุบันผู้ใช้งบการเงินมีหลายกลุ่ม อันได้แก่ผู้ซื้อขายหุ้น เจ้าหนี้ และแหล่งเงินทุนต่าง ๆ หน่วยงานราชการ เช่น กรมสรรพากร อาจารย์ นักศึกษา และคู่แข่งชั้นทางการค้าบุคคลเหล่านี้ต่างใช้งบการเงินเพื่อการศึกษา การวิเคราะห์ข้อมูล และใช้ในการตัดสินใจเพื่อการลงทุนทางธุรกิจ ข้อมูลทางบัญชีจึงเป็นประโยชน์ต่อบุคคลหลายฝ่าย ดังนั้นการวิเคราะห์คุณภาพกำไรจึงเป็นแนวทางที่สำคัญทางหนึ่งเพื่อจะได้ทราบถึงคุณภาพกำไรที่แท้จริงของกิจการ และมีประโยชน์ต่อนักลงทุนโดยนักลงทุนมองว่ากิจการที่มีคุณภาพกำไรสูงย่อมมีความเสี่ยงน้อยกว่ากิจการที่มีคุณภาพต่ำ เนื่องจากกิจการเหล่านั้นจะจัดทำตัวเลขกำไรโดยใช้นโยบายบัญชีที่ยืดหลักความระมัดระวัง (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2552)

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า นักวิจัยและนักวิชาการได้ให้ความหมายหรือคำจำกัดความของคำว่า คุณภาพกำไร ดังตารางที่ 2.6 แสดงความหมายของคุณภาพกำไร

ตารางที่ 2.6 แสดงความหมายของคุณภาพกำไร

นักวิจัยและ นักวิชาการ	ความหมายของคุณภาพกำไร
Bernstein & Wild (2000)	การรับรู้ผลกำไร ซึ่งมีความสำคัญในการประเมินค่าทางธุรกิจ โดยต้องอาศัยตัวเลขกำไรทางบัญชีเป็นตัววัด โดยกำไรทางบัญชีนี้นั้นขึ้นอยู่กับสมมติฐานและหลักการบัญชีที่ธุรกิจเลือกใช้ กำไรทางบัญชีจะมีความแตกต่างกันระหว่างเกณฑ์คงค้างและเกณฑ์เงินสด โดยคุณภาพกำไรของธุรกิจจะต้องอยู่ภายใต้เงื่อนไขของการใช้เกณฑ์คงค้างและเกณฑ์เงินสดในการรับรู้
Hriber & Collins (2002)	การเปรียบเทียบรายการคงค้างระหว่างข้อมูลในงบแสดงฐานะการเงินและงบกระแสเงินสด โดยมีแนวคิดที่ว่า กำไรที่มีคุณภาพ คือ กำไรที่ใกล้เคียงกระแสเงินสด
Schipper & Vincent (2003)	ระดับความสามารถของกำไรที่ได้จากรายงานทางการเงินที่สะท้อนความเป็นจริงของกำไรทางเศรษฐศาสตร์ โดยผู้บริหารต้องเลือกใช้นโยบายการบัญชีที่กำหนดในมาตรฐานการบัญชี เพื่อให้ข้อมูลมีความน่าเชื่อถือแสดงผลการดำเนินงานและฐานะการเงินอย่างเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรม สะท้อนเนื้อหาเชิงเศรษฐกิจมากกว่ารูปแบบทางกฎหมาย มีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของผู้ใช้งบการเงิน และมีความสามารถเปรียบเทียบกันได้ ซึ่งคุณภาพกำไร คือ ข้อมูลกำไรที่มีลักษณะเชิงคุณภาพ ความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ ความสามารถเปรียบเทียบกันได้ และความเชื่อถือได้
The Financial Accounting Standards Board (FASB) (อ้างใน วรศักดิ์ ทุมานนท์, 2552)	กำไรที่แท้จริง (Real Earnings) หรือกำไรที่มีคุณภาพควรเป็นกำไรที่เกิดจากการดำเนินงานตามปกติ สามารถเปลี่ยนกลับมาเป็นเงินสดที่เพียงพอต่อการเปลี่ยนแทนสินทรัพย์ที่เสื่อมค่าได้ และเป็นกำไรที่ได้มาจากรายได้ที่เกิดขึ้นเป็นประจำ รวมทั้งกิจกรรมที่มีนัยสำคัญที่ก่อให้เกิดกำไรได้ดำเนินการเสร็จสิ้นแล้ว

**ตารางที่ 2.6** แสดงความหมายของคุณภาพกำไร (ต่อ)

นักวิจัยและนักวิชาการ	ความหมายของคุณภาพกำไร
Abdoli & Royayee (2012)	ลักษณะปัจจัยพื้นฐานในการจัดสรรทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพในตลาดทุน
วรศักดิ์ ทูมมานนท์ (2543)	ระดับของสหสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชี (Accounting Income) กับกำไรในเชิงเศรษฐกิจ(Economic Income Schroeder)
สร้อยเพชร สุขเสริม (2550)	กำไรที่เกิดจากการดำเนินงานตามปกติ สามารถเปลี่ยนแปลงกลับมาเป็นเงินสดที่เพียงพอต่อการเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์ที่เสื่อมค่าได้และเป็นกำไรที่มาจากรายได้ที่เกิดขึ้นเป็นประจำ รวมทั้งกิจกรรมที่มีนัยสำคัญที่ก่อให้เกิดกำไรหรือระดับความระมัดระวังที่อยู่เบื้องหลังการจัดทำตัวเลขกำไรของบริษัท
อังครัตน์ เปรียบจริยวัฒน์ (2551)	การใช้วิธีการและข้อสมมติฐานทางการบัญชีซึ่งไม่ทำให้รายได้และกำไรในรายงานทางการเงินสูงกว่าที่ควรจะเป็น การอธิบายเกี่ยวกับการรับรู้รายได้และค่าใช้จ่ายในตอนต้นของบทเรียนได้ให้แนวคิดเกี่ยวกับผลกระทบของวิธีการและข้อสมมติทางการบัญชีที่มีต่อตัวเลขผลการดำเนินงานของกิจการ

จากการให้ความหมายหรือคำจำกัดความของคำว่า คุณภาพกำไร ที่นักวิจัยและนักวิชาการได้กล่าวไว้ข้างต้น ซึ่งอาจมีความหมายแตกต่างกันในเนื้อหาปลีกย่อยบางส่วน แต่ความหมายหลักส่วนใหญ่จะสอดคล้องกัน การวิจัยในครั้งนี้ ผู้วิจัยจึงสรุปความหมายหรือคำจำกัดความของคำว่า คุณภาพกำไร หมายถึง กระแสเงินสดของกิจการที่อยู่ในรูปของกำไรจากการดำเนินงานที่ได้รายงานไว้ในงบการเงินตามเกณฑ์คงค้าง รวมทั้งกิจกรรมที่มีนัยสำคัญที่ก่อให้เกิดกำไรแต่กำไรที่จะมีคุณภาพต้องเป็นกำไรที่เกิดขึ้นอย่างสม่ำเสมอ ไม่ผันผวนขึ้นลงอย่างรุนแรง เป็นกำไรที่ได้มาจากการดำเนินงานที่แท้จริงและมีนโยบายการบัญชีที่นำมาใช้ในการวัดกำไรอย่างเหมาะสมและควรตั้งอยู่บนพื้นฐานของหลักความระมัดระวัง

## คุณลักษณะของกำไรที่มีคุณภาพ

การวิเคราะห์คุณภาพกำไรจะมีความแตกต่างกันไปตามวัตถุประสงค์ของการวิเคราะห์ ตลอดจนการกำหนดคุณลักษณะของกำไรที่มีคุณภาพด้วย อย่างไรก็ตามผู้ลงทุนและผู้วิเคราะห์หลักทรัพย์มักแยกความแตกต่างระหว่างกำไรที่มีคุณภาพและกำไรที่ไม่มีคุณภาพออกเป็นแต่ละประเด็น ดังนี้ (Pearlman, 1978 อ้างใน วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2552)

1. กำไรที่มีคุณภาพควรเป็นกำไรที่คำนวณขึ้นจากการใช้หลักการบัญชีที่ยึดหลักความระมัดระวัง
2. กำไรที่มีคุณภาพควรเป็นกำไรที่มีความเป็นไปได้สูงที่จะสามารถนำไปจัดสรรในรูปเงินสด ไม่ควรเป็นกำไรที่มีแนวโน้มว่าจะไม่สามารถเปลี่ยนกลับมาเป็นเงินสดที่จะสามารถไปจัดสรรให้แก่ผู้ถือหุ้นได้
3. กำไรที่มีคุณภาพควรเป็นกำไรที่ไม่ผันผวนไปจากเส้นแนวโน้มกำไรในอดีต (Earnings Trend Line) และไม่ควรเป็นกำไรที่ผันผวนขึ้นลงจากเส้นแนวโน้มกำไรมาโดยตลอด
4. กำไรที่มีคุณภาพควรเป็นกำไรที่ไม่ว่าจะเป็นกำไรในอดีต หรือกำไรในปัจจุบัน จะต้องเป็นตัวบ่งชี้ที่ดีของกระแสกำไร (Earnings Stream) ในอนาคต และไม่ควรเป็นกำไรที่ไม่สามารถบ่งชี้กระแสกำไรในอนาคตได้
5. กำไรที่มีคุณภาพควรเป็นกำไรที่เกิดจากการประกอบธุรกิจพื้นฐานของกิจการอย่างต่อเนื่อง ไม่ควรเป็นกำไรที่จะไม่เกิดขึ้นอีก หรือเกิดจากกิจกรรมอื่นๆ ที่นอกเหนือไปจากกิจกรรมขั้นพื้นฐานทางธุรกิจของกิจการ
6. กำไรที่มีคุณภาพควรเป็นกำไรที่สะท้อนถึงความระมัดระวังและความเป็นจริง (Prudent, Realistic View) ของกิจการในการมองสถานการณ์ที่กิจการประสบอยู่ในปัจจุบันและที่คาดว่าจะเกิดขึ้น ไม่ควรเป็นกำไรที่ไม่สะท้อนความเป็นจริงทางเศรษฐกิจ และเกิดจากหลักการบัญชีที่เกิดจากการมองอนาคตในแง่ดีมากเกินไป
7. กำไรที่มีคุณภาพควรเป็นกำไรที่เมื่อผู้วิเคราะห์ได้พิจารณางบแสดงฐานะการเงินควบคู่กันไป พบว่าไม่มีการปกปิดซ่อนเร้นสิ่งผิดปกติใดๆ ที่อาจเป็นไปได้ เช่น การตัดจำหน่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตนเป็นค่าใช้จ่ายทันทีในงวดที่เกิดขึ้น และไม่ควรเป็นกำไรที่ตั้งอยู่บนพื้นฐานของการแสดงสินทรัพย์ที่ในราคาที่สูงเกินไปกว่าราคาที่สามารถขายได้ (Realizable Assets)
8. กำไรที่มีคุณภาพควรเป็นกำไรที่เกิดจากการดำเนินงานอย่างแท้จริง และไม่ควรเป็นกำไรที่เกิดจากการทำธุรกรรมทางการเงินที่เป็นที่น่าสงสัย หรือธุรกรรมทางการเงินที่ทำพรั้งเพื่อซึ่งอาจก่อให้เกิดความเสียหายต่อส่วนได้เสียของผู้ถือหุ้นในกิจการตามมา



9. กำไรที่มีคุณภาพควรเป็นกำไรที่เกิดจากการดำเนินธุรกิจภายในประเทศ และไม่ควรได้มาจากการดำเนินงานในต่างประเทศเป็นหลัก

10. กำไรที่มีคุณภาพควรเป็นกำไรที่สามารถเข้าใจได้โดยง่าย และไม่ควรที่จะต้องศึกษาจากหมายเหตุประกอบงบการเงินที่ตามมาหลาย ๆ หน้า ซึ่งจะมีแต่เฉพาะผู้ที่ศึกษาในระดับปริญญาเอกทางการบัญชี และภาษาศาสตร์ร่วมกันเท่านั้นที่จะสามารถเข้าใจได้

วรศักดิ์ ทูมานนท์ (2552) กล่าวว่า จากคุณสมบัติของกำไรที่มีคุณภาพสูงหรือต่ำข้างต้น อาจสรุปได้ว่าปัจจัยที่จำเป็นต่อการวิเคราะห์คุณภาพกำไร มีดังนี้

1. ผลกระทบของสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่มีต่อกิจการ
2. ความผันผวนของกำไร
3. รายการที่เกิดขึ้นเพียงครั้งเดียวหรือไม่บ่อยครั้ง
4. ฐานะการเงินของกิจการ
5. นโยบายภาษี
6. วัตถุประสงค์ของผู้ใช้ข้อมูลกำไร
7. คุณภาพสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้
8. นโยบายบัญชี
9. กิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นเป็นประจำ
10. กระแสเงินสดที่อยู่เบื้องหลังการเกิดกำไร

อีกทั้ง วรศักดิ์ ทูมานนท์ (2552) ยังกล่าวว่า ผู้วิเคราะห์ต้องตระหนักด้วยว่าจวบจนปัจจุบันนี้ยังไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจนว่าปัจจัยต่างๆ เหล่านี้มีผลกระทบต่อมูลค่าของหลักทรัพย์อย่างไร นอกจากนี้ในการประเมินคุณภาพกำไร ยังไม่มีผู้ใดกำหนดมาตรฐานในการจัดอันดับความสำคัญของปัจจัยทั้ง 10 ข้างต้น ประการสุดท้ายนี้สำคัญของแต่ละปัจจัยย่อมเปลี่ยนแปลงไปตามแนวโน้มของเศรษฐกิจและความสามารถของผู้ลงทุนแต่ละรายที่จะยอมรับความเสี่ยงจากปัจจัยต่างๆ ข้างต้น

### องค์ประกอบของคุณภาพกำไร

คุณภาพกำไรเป็นเครื่องมือในการประเมินความเสี่ยงของหลักทรัพย์ คุณภาพกำไรสามารถที่จะจำแนกวัตถุประสงค์ของผู้ใช้และสามารถวิเคราะห์จากองค์ประกอบของคุณภาพกำไรได้แก่ (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2543)

1. ความระมัดระวังในการทำบัญชี การใช้หลักความระมัดระวังในการจัดทำข้อมูลทางบัญชีคุณลักษณะของกำไรที่มีคุณภาพสูงนั้นขึ้นอยู่กับวิธีปฏิบัติทางบัญชีที่กิจการใช้อยู่ ดังนั้นหากกิจการสองแห่งที่มีลักษณะการดำเนินธุรกิจและโครงการทางการเงินเหมือนกันทุกประการ ยกเว้น กิจการหนึ่งที่ใช้หลักการบัญชีที่หละหลวมกว่าอีกกิจการหนึ่ง กิจการที่ใช้หลักการบัญชีที่ยึดหลักความระมัดระวังในระดับที่สูงจะสะท้อนให้เห็นในแง่ของการแสดงกำไรที่ต่ำกว่า และการนำเสนอ งบแสดงฐานะการเงินที่ตั้งอยู่บนพื้นฐานของการใช้ดุลยพินิจในการประมาณรายการต่างๆ ด้วยความระมัดระวัง

2. ความผันผวนหรือความมีเสถียรภาพของกำไร ความผันผวนและความไม่แน่นอนของตัวเลขเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีส่วนในการกำหนดคุณภาพกำไรเนื่องจากตลาดจะหวงวิตกในความไม่แน่นอนและสะท้อนอารมณ์อ่อนไหวนี้ออกมาในแง่ของอัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไร ดังนั้น กำไรที่มีคุณภาพเป็นสัญลักษณ์ของกำไรที่มีเสถียรภาพและสามารถใช้ในการพยากรณ์กำไรในอนาคตได้เป็นอย่างดี ผู้ลงทุนจะใช้ตัวเลขกำไรในการตัดสินใจได้ถูกต้องมากขึ้น

3. ระดับความสัมพันธ์กำไรทางบัญชีและกำไรทางเศรษฐกิจ ความเป็นจริงทางเศรษฐกิจที่มีคุณภาพกำไรมีความใกล้เคียงกันระหว่างกำไรทางบัญชีกับความเป็นจริงทางเศรษฐกิจที่อยู่เบื้องหลังการจัดทำตัวเลขกำไรแม้ว่าการประเมินความเป็นจริงทางเศรษฐกิจค่อนข้างที่จะโอนเอียงไปตามดุลยพินิจของผู้วิเคราะห์แต่ละราย แต่ผู้วิเคราะห์ที่ใช้เกณฑ์นี้เชื่อว่าสามารถค้นหาความเป็นจริงทางเศรษฐกิจได้ในที่สุดที่จะนำมาใช้ในการเปรียบเทียบกับผลกำไรของแต่ละกิจการ

4. ความสามารถของกำไรที่สะท้อนกระแสเงินสด โดยให้ความสำคัญในการจ่ายเงินปันผล คุณภาพกำไรสัมพันธ์กับความสามารถในการจ่ายปันผลของกิจการ เงินสดจากการดำเนินงานนอกจากจะต้องเพียงพอต่อการจ่ายปันผลแล้วยังต้องสามารถนำกลับไปลงทุนในสินทรัพย์ใหม่และลดภาระหนี้สินได้ด้วย กระแสเงินสดในลักษณะนี้นักลงทุนจะต้องมุ่งที่กลยุทธ์การลงทุนด้านเงินปันผล ผลกำไรนี้สามารถที่จะสะท้อนเงินสดที่สามารถนำไปจัดสรรได้จริง

5. ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรตามเกณฑ์สิทธิกับกระแสเงินสดที่อยู่เบื้องหลังกำไร ความโปร่งใสทางการบัญชี โดยการใช้เกณฑ์ในการจัดทำบัญชี ลักษณะข้อมูลเชิงคุณภาพ

สามารถนำตัวเลขมาใช้ในการพิจารณาทำไรที่ผ่านมาและการประมาณการทำไรได้อย่างถูกต้องตรงไปตรงมาและให้ข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานที่ไม่ซับซ้อนเข้าใจง่าย

6. การมีผลต่อการตัดสินใจจะเป็นข้อมูลในงบการเงินต้องมีประโยชน์เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของผู้ใช้งบการเงิน โดยข้อมูลนั้นต้องช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถประเมินเหตุการณ์ในอดีต ปัจจุบัน และอนาคตได้ รวมทั้งช่วยยืนยันหรือชี้ข้อผิดพลาดของผลการประเมินที่ผ่านมาได้เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับปริมาณและโครงสร้างของสินทรัพย์ที่กิจการมีอยู่ในปัจจุบัน จะช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถสามารถคาดคะเนถึงความสามารถของกิจการในการรับประโยชน์จากโอกาสใหม่ๆ รวมทั้งช่วยยืนยันความถูกต้องของการคาดคะเนในอดีตที่เกี่ยวกับโครงสร้างของกิจการและผลการดำเนินงานตามที่วางแผนไว้ หรือข้อมูลเกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงานในอดีตของกิจการ สามารถใช้ในการคาดคะเนถึงฐานะการเงินและผลการดำเนินงานในอนาคต

7. ความโปร่งใสในการบัญชีเป็นการสร้างหลักและแนวทางในการจัดทำบัญชีที่ตรงกันและมีความยุติธรรม เป็นกลาง และมีความน่าเชื่อถือ โดยทำการปรับปรุงการทำงานขององค์กรทุกวงการให้มีความโปร่งใส มีการเปิดเผยข้อมูลข่าวสารที่เป็นประโยชน์อย่างตรงไปตรงมาด้วยภาษาที่เข้าใจง่าย ผู้ใช้สามารถเข้าถึงข้อมูลข่าวสารได้สะดวก และมีกระบวนการให้ผู้ที่เกี่ยวข้องไปทำการตรวจสอบสามารถตรวจสอบความถูกต้องได้อย่างชัดเจนได้

8. หลักการจัดทำงบการเงินเป็นหลักการบัญชีที่กิจการ ห้างร้าน และบริษัทใช้ซึ่งอาจแตกต่างกันไปจากหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป ดังนั้นงบการเงินรวมและงบการเงินเฉพาะบริษัทระหว่างกาลนี้ได้จัดทำขึ้นโดยมีจุดประสงค์ที่จะแสดงฐานะการเงินและผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดให้สอดคล้องกับหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปที่กำหนดไว้และงบการเงินรวมและงบการเงินเฉพาะบริษัทระหว่างกาลนี้จัดทำขึ้นสำหรับผู้ที่เกี่ยวข้องหลักการและวิธีปฏิบัติทางการบัญชีที่รับรองทั่วไปในประเทศไทย

### การวิเคราะห์คุณภาพกำไร

ในการวิเคราะห์คุณภาพกำไร ผู้วิเคราะห์ไม่ควรพิจารณาเฉพาะตัวเลขในงบกำไรขาดทุน แต่ควรให้ความสำคัญกับโครงสร้างทางการเงิน ฐานะทางการเงิน ความพร้อมของแหล่งเงินทุน ตลอดจนโครงสร้างค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของกิจการด้วยและควรใช้หลักในการพิจารณาดังนี้ (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2552)

1. การใช้หลักความระมัดระวังในการจัดทำข้อมูลทางบัญชี คุณลักษณะของกำไรที่มีคุณภาพสูง เช่น การใช้หลักความระมัดระวังในการจัดทำตัวเลขทางบัญชีและนำเสนองบแสดงฐานะการเงินที่สะท้อนฐานะการเงินที่เป็นจริงขึ้นอยู่กับวิธีปฏิบัติทางบัญชีที่กิจการใช้อยู่ ดังนั้นหากกิจการสองแห่งเหมือนกันทุกประการยกเว้นกิจการหนึ่งใช้หลักการบัญชีที่หละหลวมกว่าอีกกิจการหนึ่ง กิจการที่ใช้หลักการบัญชีที่ยึดหลักความระมัดระวังในระดับที่มากกว่าจะสะท้อนให้เห็นในแง่ของการแสดงกำไรที่ต่ำกว่า และการนำเสนองบแสดงฐานะการเงินที่ตั้งอยู่บนพื้นฐานของการใช้ดุลยพินิจในการประมาณรายการต่างๆ ด้วยความระมัดระวัง อย่างไรก็ตามภายใต้ทฤษฎีตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ ตลาดสามารถมองเห็นความแตกต่างในตัวเลขกำไรของสองกิจการอันเกิดจากการใช้นโยบายบัญชีที่แตกต่างกันได้อย่างทะลุปรุโปร่งและยินดีที่จะซื้อหลักทรัพย์ของสองกิจการด้วยราคาเท่ากัน หากทฤษฎีนี้เป็นจริงและมองในแง่คณิตศาสตร์แบบง่ายๆ กิจการที่แสดงกำไรที่ต่ำกว่ากิจการที่ใช้หลักความระมัดระวังที่มากกว่าย่อมมีอัตราราคาต่อกำไร (P/E Ratio) สูงกว่ากิจการที่แสดงกำไรสูงกว่า กิจการที่ใช้หลักการบัญชีที่หละหลวมกว่าเพราะมูลค่าหลักทรัพย์ที่เท่ากันจะถูกหารด้วยตัวเลขกำไร ที่ต่ำกว่านั่นเอง

2. ความมีสหสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับความเป็นจริงทางเศรษฐกิจ ความใกล้เคียงกันระหว่างกำไรกับความเป็นจริงทางเศรษฐกิจ (Economic Reality) ที่อยู่เบื้องหลังการจัดทำตัวเลขกำไร แม้ว่าการประเมินความเป็นจริงทางเศรษฐกิจค่อนข้างที่จะโอบเอียงไปตามดุลยพินิจของผู้วิเคราะห์แต่ละราย แต่ผู้วิเคราะห์ที่เฝ้าเกณฑ์นี้ในการวิเคราะห์เชื่อว่าพวกเขาจะต้องสามารถค้นหาความเป็นจริงทางเศรษฐกิจได้ในที่สุดที่จะนำมาใช้ในการเปรียบเทียบกับผลกำไรของแต่ละกิจการ สมมติว่าผู้วิเคราะห์สามารถค้นหาความเป็นจริงทางเศรษฐกิจที่จะนำมาใช้เป็นเกณฑ์ในการวัดคุณภาพกำไรได้ในที่สุด ก็จะได้ข้อสรุปที่ว่ากำไรที่มีคุณภาพสูงที่สะท้อนความเป็นจริงทางเศรษฐกิจได้ใกล้เคียงว่า (Accrual High – Quality Earnings) ย่อมมีคุณค่าในสายตาของผู้วิเคราะห์มากกว่ากำไรที่ว่ามีคุณภาพสูงเกิดจากการจัดการกำไร (Earnings Management)

3. ความผันผวนขึ้นลงหรือความมีเสถียรภาพของกำไร ความผันผวนและความไม่แน่นอนของตัวเลขกำไรเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีส่วนในการกำหนดคุณภาพกำไร เนื่องจากตลาดจะหวงวิตกในความไม่แน่นอนและสะท้อนความอ่อนไหวนี้ออกมาในแง่ของอัตราราคาต่อกำไร (P/E Ratio) ต่ำ ดังนั้นเนื่องจากกำไรที่มีคุณภาพเป็นสัญลักษณ์ของกำไรที่มีเสถียรภาพและสามารถใช้ในการพยากรณ์ในอนาคตได้เป็นอย่างดี ผู้ลงทุนที่ยึดติดกับตัวเลขกำไรในการตัดสินใจลงทุนจึงมีแนวโน้มที่จะยอมซื้อหลักทรัพย์ของกิจการหนึ่งด้วยราคาที่สูงกว่า (P/E Ratio ที่สูงกว่า) อีกกิจการหนึ่งซึ่งมีกำไรที่ค่อนข้างผันผวนและมีความไม่แน่นอนสูง

4. ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรที่คำนวณขึ้นตามเกณฑ์สิทธิกับกระแสเงินสดที่อยู่เบื้องหลังกำไรความแตกต่างระหว่างกำไรที่คำนวณขึ้นตามเกณฑ์สิทธิกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เกี่ยวข้อง การทราบสาเหตุที่ทำให้เกิดความแตกต่างเช่นนั้นขึ้นจะช่วยให้ผู้วิเคราะห์สามารถประเมินคุณภาพกำไรของกิจการได้ดียิ่งขึ้นเนื่องจากกระแสเงินสดที่คำนวณขึ้นจะมีความน่าเชื่อถือและความเที่ยงธรรมมากกว่ากำไร (ขาดทุน) ที่คำนวณขึ้นตามเกณฑ์สิทธิเพราะเป็นวิธีที่ได้ตัดผลกระทบที่เกิดจากการใช้วิธีการบัญชีที่แตกต่างกันสำหรับรายการและเหตุการณ์เดียวกันออกไปในขณะที่การวัดผลการดำเนินงานในรูปแบบกำไรจำเป็นต้องอาศัยดุลยพินิจเกี่ยวกับการตั้งเป็นรายการค้างรับ รายการค้างจ่าย รายการรับล่วงหน้า รายการจ่ายล่วงหน้า (Accruals) การปันส่วน (Allocations) และการกำหนดมูลค่าของรายการต่างๆ (Valuations)

5. ความสามารถของกำไรในการสะท้อนกระแสเงินสดที่อยู่เบื้องหลังการเกิดกำไรคุณภาพกำไรยังขึ้นอยู่ความสามารถในปัจจุบันของกิจการในการจ่ายเงินปันผล ความใกล้เคียงกันระหว่างตัวเลขกำไรกับเงินสดจากการดำเนินงานที่จะสามารถนำไปจัดสรรในรูปแบบเงินปันผลเงินสดจากการดำเนินงานนอกจากจะต้องเพียงพอต่อการจ่ายเงินปันผลแล้วยังจะต้องสามารถนำกลับไปลงทุนต่อในสินทรัพย์ใหม่หรือชำระคืนหนี้ได้ด้วย

#### 6. ข้อพิจารณาทางการเงินและการดำเนินงาน ได้แก่

6.1 ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงในยอดขายที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงในกำไรแสดงถึงระดับของต้นทุนคงที่ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของโครงสร้างทุนของกิจการหมายถึงต้นทุนคงที่ในเปอร์เซ็นต์ที่สูง ระดับของผลกำไรจากการดำเนินงานจะสูงตามไปด้วย ทำให้มีผลกระทบต่อกำไรเป็นอย่างมากเมื่อระดับของยอดขายเปลี่ยนแปลงไป กิจการที่มีความผันผวนของกำไรสูงระดับกำไรก็จะลดลงส่งผลให้การลงทุนมีความเสี่ยงสูง

6.2 ลักษณะทางการเงินโดยให้ความสำคัญเกี่ยวกับความเสี่ยงทางการเงิน ถ้าหากโครงสร้างหนี้สินของกิจการปรับตัวสูงขึ้น การจัดหาแหล่งเงินทุนได้ในที่สุดอัตราดอกเบี้ยก็มักจะสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยของภาระหนี้สินที่กิจการในขณะนั้นและเมื่อค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยปรับตัวสูงขึ้นกำไรก็必将มีความผันผวนมาก แหล่งเงินทุน (Fund) เป็นสิ่งสำคัญต่อการเติบโตของกิจการในอนาคต การจะได้มาซึ่งแหล่งเงินทุนหรือไม่ขึ้นอยู่กับคุณภาพกำไรของกิจการเป็นสิ่งสำคัญหากกิจการไม่สามารถจัดหาแหล่งเงินทุนเพื่อการขยายการดำเนินงานที่มีต้นทุนทางการเงินที่สมเหตุสมผลก็จะไม่สามารถรักษาอัตราการเจริญเติบโตได้และความมีเสถียรภาพของกำไรได้สภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity) ซึ่งเป็นตัววัดความสามารถของกิจการในการจ่ายชำระหนี้สินระยะสั้นแม้ว่าสภาพคล่องทางการเงินไม่ได้ขึ้นอยู่กับกำไรที่กิจการประกาศในแต่ละงวด

กิจการที่ไม่สามารถชำระคืนหนี้ในระยะสั้นได้มักจะใช้มาตรการอื่น ๆ ซึ่งอาจส่งผลให้เกิดความไม่แน่นอนในกำไรในอนาคตและความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นได้

6.3 ความสามารถในการรักษาระดับทุนความสามารถในการรักษาระดับทุนอย่างเพียงพอเป็นตัวบ่งชี้คุณภาพกำไรของกิจการ หากกิจการไม่ได้มีการรักษาระดับทุนไว้อย่างเพียงพอกำไรจะสูงเกินความเป็นจริง เมื่อพิจารณาจากความสามารถของกิจการในการจัดสรรเงินปันผลและความสามารถรักษาความมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานกำไรในลักษณะนี้ถือว่าเป็นกำไรที่ด้อยคุณภาพ

### เทคนิคการวิเคราะห์คุณภาพกำไร

Schroeder (1995 อ้างใน วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2552) กล่าวถึงเทคนิคที่ผู้วิเคราะห์สามารถนำมาวิเคราะห์คุณภาพกำไรได้ มีดังนี้

1. เปรียบเทียบระหว่างหลักการบัญชีที่กิจการใช้อยู่กับหลักการบัญชีที่ธุรกิจที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันใช้อยู่และที่ใช้อยู่ในกิจการคู่แข่งกัน เพื่อพิจารณาว่าหลักการบัญชีที่กิจการใช้อยู่ทำให้กำไรสูงเกินกว่าความเป็นจริงหรือไม่
2. ทบทวนการเปลี่ยนแปลงหลักการบัญชีและการเปลี่ยนแปลงในประมาณการต่างๆ ในงวดบัญชีที่ผ่านมาเพื่อพิจารณาว่ากำไรในงวดที่ผ่านมาสูงเกินไปหรือไม่
3. พิจารณาว่ากิจการมีการชะลอค่าใช้จ่ายที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารออกไปในงวดหน้าบ้างหรือไม่ เช่น ค่าโฆษณา โดยการเปรียบเทียบกับค่าใช้จ่ายในทำนองเดียวกันนี้ของงวดบัญชีที่ผ่านมา
4. ประเมินว่าค่าใช้จ่ายบางรายการ เช่น ค่าใช้จ่ายอันเกิดจากการรับประกันซ่อมฟรี มีการแสดงไว้ในงบกำไรขาดทุนหรือไม่
5. หาราคาเปลี่ยนทดแทนของสินค้าคงเหลือและสินทรัพย์อื่นๆ เพื่อนำมาประกอบการพิจารณาว่ากิจการสามารถก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้เพียงพอต่อการเปลี่ยนทดแทนสินทรัพย์เหล่านั้นหรือไม่
6. ทบทวนหมายเหตุประกอบงบการเงินเพื่อพิจารณาว่ากิจการมีผลขาดทุนอันอาจเกิดขึ้นหรือไม่ที่จะทำให้กำไรและกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการลดลง
7. ทบทวนความสัมพันธ์ระหว่างยอดขายกับบัญชีลูกหนี้การค้าเพื่อพิจารณาว่าบัญชีลูกหนี้การค้าเติบโตเร็วกว่ายอดขายหรือไม่

8. ทบทวนคำแถลงของประธานกรรมการบริษัทและบทวิเคราะห์ผลการดำเนินงานและฐานะการเงินตามที่ปรากฏในรายงานประจำปีที่ผ่านมา ตลอดจนทบทวนรายงานของผู้สอบบัญชีเพื่อศึกษาความคิดเห็นของผู้บริหารที่มีต่อกิจการในอนาคตและระบุประเด็นปัญหาทางบัญชีที่สำคัญๆ

แนวคิดคุณภาพกำไรเกิดจากความจำเป็นที่ผู้วิเคราะห์จะต้องเปรียบเทียบกำไรของแต่ละกิจการและตระหนักถึงคุณภาพกำไรของแต่ละกิจการ เมื่อมีการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ในการวัดคุณภาพกำไร การวิเคราะห์คุณภาพกำไรเป็นการตรวจสอบความน่าเชื่อถือของงบการเงิน ตลอดจนประเมินงบการเงินนั้นได้มีการตกแต่งตัวเลขในงบการเงินหรือไม่ เพื่อป้องกันการตัดสินใจลงทุนที่ผิดพลาดของนักลงทุน เทคนิคการวิเคราะห์คุณภาพกำไรที่นิยมใช้ในปัจจุบัน มีดังนี้ (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2552)

1. การประเมินผลกระทบของนโยบายบัญชีที่กิจการใช้อยู่ที่มีผลต่อคุณภาพกำไร (Evaluation of Accounting Policy affect to Quality of Earning)
2. ประเมินฝ่ายบริหาร (Management Appraisal)
3. วัดความแปรปรวนและความเสี่ยง (Standard Deviation and Risk Measurement)
4. อัตราส่วนจากงบกระแสเงินสด (Cash Flow Ratio)

#### 1. การประเมินผลกระทบของนโยบายบัญชีที่กิจการใช้อยู่ที่มีผลต่อคุณภาพกำไร (Evaluation of Accounting Policy affect to Quality of Earning)

การประเมินผลกระทบของนโยบายการบัญชีที่กิจการใช้อยู่ที่มีผลต่อคุณภาพกำไรมาเป็นตัววัด โดยเกณฑ์ที่ใช้ในการวัดนั้นจะดูจากลักษณะของนโยบายการบัญชีที่กิจการใช้อยู่และประเมินออกมาเป็น 3 ค่า คือ “ค่าบวก” แสดงให้เห็นถึงนโยบายบัญชีที่กิจการที่ดี และปรากฏให้เห็น แต่ถ้าเป็น “ค่าลบ” จะเป็นภาพที่สะท้อนให้เห็นลักษณะของนโยบายการบัญชีที่ส่งผลให้คุณภาพกำไรด้อยลง แต่ถ้าเกณฑ์ที่นำมาใช้ในการประเมินผลกระทบของนโยบายการบัญชีแล้วไม่ปรากฏว่ากิจการได้ปฏิบัติหรือใช้เกณฑ์นั้นๆ อยู่ก็จะประเมินว่า “ไม่ปรากฏ” แทนการประเมินผลกระทบของนโยบายการบัญชีที่มีต่อคุณภาพกำไร ดังนี้

**ตารางที่ 2.7 แสดงผลกระทบของนโยบายการบัญชีที่มีผลต่อคุณภาพกำไร**

ลักษณะของนโยบายการบัญชี	ผลกระทบที่มีต่อคุณภาพกำไร
1. หละหลวม (Liberal)	ทางลบ
2. ระมัดระวังมากเกินไป (Ultraconservative)	ทางลบ
3. สะท้อนความเป็นจริงทางเศรษฐกิจ	ทางบวก
4. ค่าต่าง ๆ ที่ประมาณขึ้นต่างไปจากค่าที่แท้จริงอย่างมีสาระสำคัญ	ทางลบ
5. นโยบายการบัญชีของกิจการแตกต่างไปจากนโยบายการบัญชีที่ใช้อยู่ในอุตสาหกรรมนั้น	ทางลบ
6. การตั้งค่าใช้จ่ายที่โอกาสที่จะก่อให้เกิดประโยชน์ต่อกิจการในอนาคตมีน้อยมาก เป็นค่าใช้จ่ายรอการตัดบัญชี	ทางลบ
7. การเปลี่ยนแปลงทางบัญชีเพื่อให้สอดคล้องกับนโยบายการบัญชีที่ทางการกำหนดหรือที่ทางการเสนอแนะ	ทางบวก
8. การเปลี่ยนแปลงทางบัญชีที่ขาดเหตุผลสนับสนุน ทั้งนี้เมื่อได้พิจารณาจากข้อเท็จจริงรอบด้าน	ทางลบ
9. การเปลี่ยนแปลงทางบัญชีเกิดขึ้นบ่อยครั้ง	ทางลบ
10. การทำ Income Smoothing	ทางลบ
11. กำไรที่ได้มาจากการขยับรายได้ในอนาคตเข้ามาเป็นรายได้ในงวดปัจจุบัน หรือ การนำรายได้ของงวดก่อนมารับรู้เป็นรายได้ในงวดปัจจุบัน	ทางลบ
12. กำไรสุทธิไม่สัมพันธ์ไปทางเดียวกันกับค่าขาย	ทางลบ
13. รับรู้รายได้ก่อนที่การให้บริการที่มีนัยสำคัญจะเสร็จสิ้น	ทางลบ
14. ชะลอการรับรู้รายได้ออกไปโดยขาดเหตุผล	ทางลบ
15. ในงวดปัจจุบันมีการโอนกลับกำไรที่รับรู้ไปแล้วในงวดก่อน	ทางลบ
16. ในงวดปัจจุบันมีการโอนกลับรายการตัดจำหน่ายสินทรัพย์ของงวดก่อน	ทางลบ
17. ตั้งค่าใช้จ่ายค้างจ่ายไว้ต่ำเกินไป	ทางลบ
18. ตั้งค่าใช้จ่ายค้างจ่ายไว้สูงเกินไป	ทางลบ



**ตารางที่ 2.7 ผลกระทบของนโยบายการบัญชีที่มีผลต่อคุณภาพกำไร (ต่อ)**

ลักษณะของนโยบายการบัญชี	ผลกระทบที่มีต่อคุณภาพกำไร
19. ในงวดปัจจุบันมีการตั้งสำรองค่าใช้จ่ายหรือขาดทุนที่จะเกิดขึ้นในอนาคตที่มีนัยสำคัญอันเป็นผลมาจากการขาดความระมัดระวังในการตั้งสำรองอย่างเพียงพอในงวดที่ผ่านมา	ทางลบ
20. การล้างบาง (Taking a Financial Bath) โดยการตัดจำหน่ายสินทรัพย์เป็นค่าใช้จ่ายครั้งใหญ่ภายหลังจากที่ผู้บริหารชุดใหม่เข้าทำการครอบงำกิจการ	ทางลบ

**ที่มา:** วรศักดิ์ ทูมมานนท์ (2552)

## 2. ประเมินฝ่ายบริหาร (Management Appraisal)

การวิเคราะห์คุณภาพกำไรโดยใช้วิธีการหักคะแนนลงโทษเป็นแต่ละจุดตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่า การที่กิจการเลือกรับนโยบายการบัญชีใดมาใช้นั้น ส่วนหนึ่งก็ขึ้นอยู่กับอุปนิสัยส่วนตัวของผู้บริหาร คะแนนลงโทษจะพิจารณาตัดจากนโยบายการบัญชีที่ผู้ศึกษาเห็นว่า หละหลวมเกินไป ยกตัวอย่างเช่น หากกิจการตัดค่าเสื่อมราคาโดยใช้วิธีเส้นตรง จะตัด 1 คะแนน แต่ถ้าหากไม่พบว่ากิจการมีการตัดค่าเสื่อมราคาโดยใช้วิธีเส้นตรง ก็จะไม่มีการตัดคะแนนและใช้คำว่า “ไม่พบ” แทน ยิ่งกิจการสะสมคะแนนลงโทษไว้มากเท่าไร คุณภาพกำไรของกิจการก็ยิ่งลดลงต่ำเท่านั้น

**ตารางที่ 2.8 แสดงรายการตรวจสอบคุณภาพกำไร**

คุณลักษณะของกำไรที่ไม่มีคุณภาพ	คะแนนลงโทษ
1. การตัดค่าเสื่อมราคาโดยวิธีเส้นตรง Investment Tax	-1
2. Credit ที่คำนวณขึ้นโดยใช้วิธี Flow Through	-1
3. การตั้งสิทธิบัตรเป็นค่าใช้จ่ายรอกการตัดบัญชี	-2
4. การใช้วิธีต้นทุนเต็ม (Full Cost Accounting) ในธุรกิจน้ำมัน	-5
5. การตั้งค่าใช้จ่ายก่อนเริ่มดำเนินงานเป็นค่าใช้จ่ายรอกการตัดบัญชี	-1
6. การตั้งสำรองเผื่อขาดทุนไว้ต่ำกว่าผลขาดทุนที่ควรจะได้บันทึกไว้ในทางบัญชี	-1
7. การตัดจำหน่ายค่าใช้จ่ายรอกการตัดบัญชีโดยใช้ระยะเวลาที่ยาวเกินไป	-1
8. การตัดค่าเสื่อมราคาโดยอิงอายุการใช้งานกับอายุจริง (Physical Life) ซึ่งยาวกว่าอายุที่จะให้ประโยชน์ในเชิงเศรษฐกิจแก่กิจการ (Economic Life)	-1
9. จำนวนเงินจ่ายขาดในหนี้สินเงินบำนาญ (ส่วนเกินของหนี้สินเงินบำนาญที่เกินกว่าราคายุติธรรมของทรัพย์สินโครงการบำนาญ)	
จำนวนเงินจ่ายขาดเทียบเท่ากับกำไร ½ ปี	-1
จำนวนเงินจ่ายขาดเทียบเท่ากับกำไร 1 ปี	-2
จำนวนเงินจ่ายขาดเทียบเท่ากับกำไร 2 ปี	-3
10. การรับรู้รายได้จากสัญญาก่อนการชำระเงินจะเสร็จสิ้น	-1
11. การรับรู้รายได้จากงานที่ทำเสร็จเพียงบางส่วน	-1
12. การจัดจำแนกลูกหนี้ระยะยาวเป็นสินทรัพย์หมุนเวียน	-2
13. การตั้งค่าใช้จ่ายทางการตลาดเป็นค่าใช้จ่ายรอกการตัดบัญชี	-1
14. การจัดจำแนกที่ดินรอกการพัฒนาไว้เป็นสินทรัพย์หมุนเวียน	-3
15. ไม่ได้ตัดจำหน่ายค่าความนิยมที่ได้บันทึกไว้	-1
16. การตีราคาสินค้าคงเหลือโดยใช้วิธี FIFO	-1
17. ไม่ได้ใช้สำนักงานสอบบัญชีในกลุ่ม Big Four	-1
18. การรวมกำไรจากการจำหน่ายสินทรัพย์ไว้เป็นส่วนหนึ่งของรายได้จากการดำเนินงานปกติ	-1
19. การจัดสรรต้นทุนที่ไม่เกี่ยวข้องเข้าสู่ส่วนงานที่ได้มีการยกเลิกการดำเนินงานมากเกินไป	-1
20. สมควรได้รับคะแนนลงโทษในประเด็นอื่น ๆ	-5

ที่มา: วรศักดิ์ ทุมมานนท์ (2552)

### 3. วัดความแปรปรวนและความเสี่ยง (Standard Deviation and Risk Measurement)

จากแนวคิดของ Schipper & Vincent (2003) และ Leuz, Nanda & Wysocki (2003) มีแนวคิดสอดคล้องกันว่า การเกลี้ยกำไร (Income Smoothing) มีความสัมพันธ์กับความผันผวนของกำไร ซึ่งกำไรที่มีคุณภาพสูง คือกำไรที่มีระดับความผันผวนต่ำ เกิดจากการนำเทคนิคการเกลี้ยกำไรของผู้บริหารมาใช้ในการปรับแต่งกำไรในงวดนั้นๆ และเพื่อลดความผันผวนของกำไร ดังนั้นคุณภาพกำไรอาจวัดได้จากความผันผวนของกำไรไปจากเส้นแนวโน้มกำไรในช่วงที่ผ่านมา เนื่องจากความผันผวนของกำไรที่น้อยกว่า จะเป็นตัวบ่งชี้บอกว่าหลักทรัพย์นั้นมีความเสี่ยงต่อการลงทุนน้อยกว่า ความผันผวนของกำไรที่น้อยกว่าจึงตามมาด้วยกำไรที่มีคุณภาพสูงกว่า ตัววัดเชิงสถิติที่นำมาใช้ในการวัดความแปรปรวนและความเสี่ยงอันเกี่ยวเนื่องกับกำไร ได้แก่

1. ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)
2. ค่าสัมประสิทธิ์ความแปรปรวนของกำไร (Coefficient of Variation)

#### ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน

ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานจะเป็นตัวบ่งบอกว่ากำไรที่นำมาใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างผันผวนไปจากค่าเฉลี่ยของการกระจายตัวเลขกำไรเพียงใด ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งสามารถบ่งบอกได้ว่ายิ่งค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรสูงเท่าไร ความมีเสถียรภาพของกำไรของกิจการก็ลดน้อยลงเท่านั้น ดังนั้นค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่สูงจึงเป็นตัวบ่งบอกว่ากำไรนั้นมีคุณภาพต่ำ สามารถคำนวณจากสูตรดังนี้

$$\text{สูตร } S = \sqrt{\sum(x - \bar{x})^2 / N}$$

- โดย S = ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน  
 x = กำไรที่ประกาศในปีที่ t  
 $\bar{x}$  = กำไรถัวเฉลี่ย  
 N = จำนวนปี

### สัมประสิทธิ์ความแปรปรวนของกำไร

สัมประสิทธิ์ความแปรปรวนจะเป็นตัวบ่งบอกการกระจายกำไรสัมพัทธ์ กล่าวคือ ตัววัดอัตราร้อยละของความเบี่ยงเบนมาตรฐานเมื่อเทียบกับกำไรเฉลี่ย เนื่องจากในบางสถานการณ์การพิจารณาเฉพาะค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเพียงอย่างเดียวอาจก่อให้เกิดการหลงผิด เช่นในกรณีที่มีการกระจายความน่าจะเป็นของตัวเลขกำไรแตกต่างกัน ไม่ได้หมายความว่ากำไรนั้น จะมีคุณภาพเสมอไป ในกรณีเช่นนี้ผู้วิเคราะห์ควรคำนวณสัมประสิทธิ์ความแปรปรวน ซึ่งจะช่วยให้สามารถแยกความแตกต่างของคุณภาพกำไรของแต่ละกิจการที่นำมาเปรียบเทียบกัน ยิ่งสัมประสิทธิ์ของความแปรปรวนของกิจการยิ่งมีมากขึ้นเท่าใด กระแสกำไรของกิจการจะยิ่งมีความเสี่ยงมากขึ้นเท่านั้น และถือว่าเป็นกำไรที่ด้อยคุณภาพ สามารถคำนวณจากสูตรดังนี้

$$\text{สูตร} \quad CV = S / \bar{X}$$

โดยที่

$$CV = \text{สัมประสิทธิ์ของความแปรปรวน}$$

$$S = \text{ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน}$$

$$\bar{X} = \text{กำไรถัวเฉลี่ย}$$

#### 4. อัตราส่วนจากงบกระแสเงินสด (Cash Flow Ratio)

แนวคิดการวัดคุณภาพกำไรโดยใช้อัตราส่วนทางการเงินที่คำนวณขึ้นจากงบกระแสเงินสด มีจุดเริ่มต้นมาจากการที่ผู้วิเคราะห์มักมีอุปสรรคในการตีความหมายและวิเคราะห์งบการเงิน โดยเฉพาะเมื่อกำไรที่คำนวณขึ้นตามเกณฑ์คงค้างกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานไม่สัมพันธ์ไปในทางเดียวกัน การคำนวณและการใช้กระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการวิเคราะห์งบการเงินน่าจะเป็นวิธีการหนึ่งที่จะช่วยจัดการบิดเบือนอันเกิดขึ้นจากการเปรียบเทียบกำไรของแต่ละกิจการที่คำนวณขึ้นโดยการใช้นโยบายการบัญชีที่แตกต่างกันอัตราส่วนทางการเงินที่จะกล่าวถึงต่อไปจะช่วยไขความกระจ่างให้กับผู้วิเคราะห์ว่า 1) กิจการสามารถก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้มากน้อยเพียงใดที่จะชดเชยความจำเป็นในการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร ความจำเป็นในการถือสินค้าคงเหลือ ความจำเป็นในการจ่ายเงินปันผลรวมทั้งความจำเป็นในการชำระหนี้เมื่อครบกำหนด (Operating capital needs) 2) กิจการยังคงสามารถรักษาระดับสินทรัพย์

ไว้ได้หรือไม่ (ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการกับกำไรจากการดำเนินงาน) 3) ค่าเสื่อมราคามีผลกระทบต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเล็กน้อยเพียงใด

อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหนี้สินหมุนเวียน (Cash Flow from Operation-to-Current Liability Ratio)

$$= \frac{\text{กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}} \times 100$$

อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินหมุนเวียน แสดงให้เห็นถึงกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการ เมื่อนำมาเทียบกับหนี้สินหมุนเวียนยังมีกระแสเงินสดในสัดส่วนที่สูงเมื่อเทียบกับหนี้สินหมุนเวียนก็ยิ่งดี ทั้งนี้อัตราส่วนที่ถือว่าแสดงฐานะทางการเงินอยู่ในระดับดี อยู่ที่ร้อยละ 40 ขึ้นไป

ดัชนีกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operating Cash Index)

$$= \frac{\text{กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน}}{\text{กำไรสุทธิ}}$$

ดัชนีกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน เป็นสิ่งที่บ่งบอกว่า หากกิจการสามารถก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้เท่ากับกำไรสุทธิที่รายงานไว้ ย่อมแสดงให้เห็นว่ากำไรนั้นเกิดจากการดำเนินงานที่แท้จริง ไม่ใช่การทำธุรกรรมทางการเงินและถือว่าเป็นกำไรที่มีคุณภาพในทางกลับกันหากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีค่าเป็นลบติดต่อกันหลายปี ในขณะที่กำไรสุทธิเป็นบวกหรือสูงกว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานติดต่อกันเป็นระยะเวลาานาน กำไรที่เกิดขึ้นก็จัดเป็นกำไรที่ด้อยคุณภาพ

ผลกระทบของค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจำหน่ายที่มีต่อกระแสเงินสด (Depreciation / Amortization Impact Ratio)

$$= \frac{\text{ค่าเสื่อมราคา}}{\text{กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน}}$$

อัตราส่วนผลกระทบของค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจำหน่ายที่มีต่อกระแสเงินสดเป็นตัวบ่งบอกว่าอัตราร้อยละของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ได้มาจากการบวกกลับค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจำหน่ายกลับไปตัวเลขกำไร อัตราส่วนนี้จึงถือว่าเป็นตัววัดประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกิจการไปด้วยในตัว โดยทั่วไปผู้วิเคราะห์จะมองว่าการดำเนินงานของกิจการ

เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ หากค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจำหน่ายมีผลกระทบต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

อัตราส่วนการลงทุนต่อ (Reinvestment Ratio)

$$= \frac{\text{เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร}}{\text{ค่าเสื่อมราคา + เงินรับจากการขายสินทรัพย์}}$$

อัตราส่วนการลงทุนต่อมักใช้เปรียบเทียบกับอัตราส่วนผลกระทบของค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจำหน่ายที่มีต่อกระแสเงินสด เพื่อให้เกิดความกระจ่างชัดเกี่ยวกับความเพียงพอของการลงทุนต่อและการรักษาระดับทุนของกิจการ (Asset Maintenance Base)

อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio)

$$= \frac{\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษี}}{\text{ดอกเบี้ยจ่ายเป็นเงินสดระหว่างปี}}$$

อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย เป็นตัวบ่งบอกว่ากิจการสามารถจัดหาเงินจากกิจกรรมดำเนินงาน เพื่อนำไปชำระดอกเบี้ยได้อย่างมีประสิทธิภาพหรือไม่ ซึ่งอัตราส่วนที่ดีควรมีค่ามากกว่า 1 ยิ่งอัตราส่วนมีค่ามากก็แสดงว่ากิจการมีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและมีสภาพคล่องสูงอีกด้วย

อัตราผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (Cash Flow Return on Assets)

$$= \frac{\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

อัตราส่วนผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัววัดผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ในรูปกระแสเงินสด ยิ่งอัตราส่วนนี้สูงเท่าไร ก็เท่ากับว่ากิจการใช้สินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพและกำไรของกิจการนั้นก็ถือว่ามีความคุณภาพไปด้วย

นอกจากนี้ยังมีนักวิจัยในต่างประเทศ ตัวอย่างเช่น Robinson, Munter and Grant (2004), Salehi, Valipour & Zodi (2012) ที่ทำการศึกษาคุณภาพกำไร ซึ่งได้อธิบายถึงการวัดคุณภาพกำไรโดยเปรียบเทียบกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานซึ่งถือเป็นกำไรสุทธิตามเกณฑ์เงินสดกับกำไรสุทธิทางบัญชีหรือกำไรสุทธิที่คำนวณขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง มีสูตรในการคำนวณ ดังนี้

ดัชนีกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operating Cash Index)

$$= \frac{\text{กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน}}{\text{กำไรสุทธิ}}$$

อัตราส่วนนี้จะแสดงคุณภาพกำไรโดยมีหลักวิเคราะห์ว่า ถ้าอัตราส่วนนี้มีค่าใกล้เคียงเท่ากับ หรือมากกว่า 1 แสดงว่าคุณภาพกำไรอยู่ในเกณฑ์ที่ดี นั่นคือดัชนีกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operating Cash Index) จะช่วยบ่งบอกว่าหากกิจการสามารถก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้ในจำนวนที่สูงพอๆ กับกำไรก็มีความเป็นไปได้ว่ากำไรนั้นจะเกิดขึ้นจากการดำเนินงานอย่างแท้จริงและถือเป็นกำไรที่มีคุณภาพ ในทางกลับกันถ้ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีค่าเป็นลบ ซึ่งมีกำไรสุทธิสูงเกินกว่ากระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานติดต่อกันเป็นระยะเวลาสั้น แสดงว่ากำไรด้อยคุณภาพ

การคำนวณหาคุณภาพกำไรเป็นอัตราส่วนที่บ่งบอกถึงความแตกต่างระหว่างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานกับกำไรที่ได้รายงานในงบกำไรขาดทุน หากผลของการวิเคราะห์อัตราส่วนคุณภาพกำไร บ่งชี้ว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความแตกต่างจากกำไรอย่างเห็นได้ชัด เช่น อัตราส่วนคุณภาพกำไรเป็นลบ ก็จะเป็นสัญญาณเตือนภัยให้กับผู้วิเคราะห์ที่ต้องค้นหาสาเหตุของความผิดปกติที่อาจเกิดจากการตกแต่งงบการเงิน กล่าวคือ กิจการอาจมีการรับรู้รายได้เร็วกว่าที่ควรจะเป็น หรือการตั้งפקค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนบางรายการไว้เป็นค่าใช้จ่ายรอดัดบัญชีในอนาคต พยายามหลบเลี่ยงการตัดค่าเสื่อมราคา หลบเลี่ยงการด้อยค่าของสินทรัพย์ วิธีดังกล่าวทำให้กำไรสุทธิสูงขึ้น แต่ไม่ทำให้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเพิ่มขึ้น กำไรที่เกิดขึ้นก็จะเป็นกำไรที่ไม่มีคุณภาพ

นอกจากนี้ Hashim & Devi (2007); Sivaramakrishnan & Yu (2008) ได้วัดคุณภาพกำไรจากอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Asset) ซึ่งอัตราส่วนนี้เป็นตัววัดผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ในรูปกระแสเงินสด ยิ่งอัตราส่วนนี้สูงเท่าไร หมายความว่ากิจการใช้สินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพและถือว่ากำไรของกิจการมีคุณภาพสูง มีสูตรในการคำนวณ ดังนี้

ดัชนีกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operating Cash Flow on Total Asset)

$$= \frac{\text{กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

ส่วน Francis, LaFond, Olsson & Schipper (2004) ทำการศึกษาคุณภาพกำไรและระบุว่าโมเดลคุณภาพกำไรต้องอาศัยข้อมูลทางบัญชีและข้อมูลทางตลาดในการคำนวณและได้จัดประเภทตัวชี้วัดคุณภาพกำไรดังนี้

1. คุณภาพของเกณฑ์คงค้าง (Accrual Quality) เป็นโมเดลคุณภาพกำไรที่อาศัยข้อมูลทางบัญชีในการคำนวณ โดยแยกองค์ประกอบของตัวเลขกำไรสุทธิทางบัญชีเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนที่ 1 กระแสเงินสดจากการดำเนินงานรวม กับ ส่วนที่ 2 รายการปรับยอดตามเกณฑ์คงค้าง

2. ความสามารถประมาณค่ากำไรของปีปัจจุบัน (Earnings Persistence) เป็นโมเดลคุณภาพกำไรภายใต้สมมติฐานที่ว่ากำไรของปีก่อนย้อนหลัง 1 ปี ถือเป็นตัวแปรที่ดีที่สุดในการประมาณค่ากำไรของปีปัจจุบัน

3. ความสามารถพยากรณ์กำไรในอนาคต (Earnings Predictability) เป็นโมเดลคุณภาพกำไรภายใต้สมมติฐานที่ว่าคุณภาพกำไร หมายถึง ความสามารถของกำไรปีปัจจุบันในการพยากรณ์กำไรในอนาคต หากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่คำนวณได้มีค่าต่ำ แสดงว่ากิจการรายงานตัวเลขกำไรที่มีคุณภาพสูง เพราะมีความผันผวนของรายการคงเหลือ (Residuals) ค่อนข้างต่ำ

4. ตัวเลขกำไรที่สม่ำเสมอ (Earnings Smoothness) เป็นโมเดลคุณภาพกำไรที่พิจารณาจากสัดส่วนค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานเมื่อเทียบกับค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานกำไรสุทธิ ซึ่งสัดส่วนนี้ช่วยสะท้อนการที่ผู้บริหารกิจการเลือกใช้วิธีการตามเกณฑ์คงค้างเพื่อให้ตัวเลขกำไรเป็นไปตามที่ต้องการ

5. หลักความระมัดระวัง (Conservatism) เป็นโมเดลคุณภาพกำไรที่พิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ของการตอบสนองของกิจการระหว่างการรับรู้ข่าวดี และข่าวร้ายที่ใช้ข้อมูลสมมติฐานว่าหากกิจการรับรู้ข่าวร้ายเร็วกว่าข่าวดีแสดงว่ากิจการยึดหลักความระมัดระวัง ส่งผลให้คุณภาพกำไรสูงขึ้น

6. ความไวในการตอบสนองต่อข้อมูลกำไร (Timeliness) เป็นโมเดลคุณภาพกำไรที่พิจารณาจากความไวในการตอบสนองต่อข้อมูลกำไรระหว่างกิจการที่มีข่าวดีและกิจการที่มีข่าวร้าย

7. ความสามารถในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น (Value Relevance) เป็นโมเดลคุณภาพกำไร โดยพิจารณาจากความสามารถของตัวแปรทางบัญชีในการอธิบายความผันผวนของตัวแปรตาม คือ ราคาตลาดของหุ้นสามัญ



นอกจากนี้ Chan, Jegadeesh, Chan-Louis & Lakonishok (2006) เชื่อว่าคุณภาพกำไรส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นอย่างมีสาระสำคัญ และอธิบายถึงสาเหตุที่รายการคงค้างสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นได้นั้นเกิดจากปัจจัย 3 ประการ ได้แก่

- 1) มูลค่าของรายการคงค้างในปริมาณสูงทำให้ผู้ใช้งบการเงินอาจเกิดข้อสงสัยในพฤติกรรมกรรมการบริหารงานที่ผิดปกติของผู้บริหาร เช่น การรับรู้รายได้ที่สูงเกินจริงจากรายการคงค้าง
- 2) มูลค่าของรายการคงค้างอาจจะเป็นข้อบ่งชี้ถึงสัญญาณในความมั่นคงของกิจการจากการเกิดรายการคงค้างค่อนข้างมาก และ 3) รายการคงค้างอาจจะสะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานที่ผ่านมาของกิจการเมื่อมองผ่านมุมมองของการเจริญเติบโตในช่วงเวลาที่ผ่านมาได้เป็นอย่างดี

นอกจากนี้ยังพบว่ากำไรที่เกิดจากรายการคงค้างแสดงจุดอ่อนของการสะท้อนการเจริญเติบโตของกิจการ ดังนั้น จึงก่อให้เกิดการตกแต่งตัวเลขทางการบัญชีเพื่อให้เกิดคุณภาพของกำไร

อย่างไรก็ตามการวัดคุณภาพกำไรมีหลากหลายวิธีตามงานวิจัยของ Abdelghany (2005); Samadiyan, Pooryeganeh, Khanegah & Ghanbari (2012) ได้กล่าวถึงคุณภาพกำไรไว้ว่ามีวิธีการหลากหลายที่จะวัดคุณภาพกำไร และวิธีการที่แตกต่างกันทำให้ผลการประเมินคุณภาพกำไรแตกต่างกันด้วย โดยแต่ละบริษัทจะพยายามใช้เทคนิคหรือวิธีการที่จะทำให้คุณภาพกำไรของบริษัทสูง และได้ทำการสรุปโมเดลที่ใช้ในการวัดคุณภาพกำไรไว้ 3 วิธีดังนี้

1. การวัดคุณภาพกำไร โดยคำนวณจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรจากการดำเนินงานหารค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ตามแนวคิดของ Leuz, Nanda & Wysocki (2003)
2. การวัดคุณภาพกำไร โดยคำนวณจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิหารยอดขายสุทธิ ตามแนวคิดของ Barton & Simko (2002)
3. การวัดคุณภาพกำไร โดยคำนวณจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานหารกำไรสุทธิ ตามแนวคิดของ Penman (2001)

ซึ่งผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าในการวิเคราะห์คุณภาพกำไรต้องใช้มากกว่า 1 วิธีในวัดคุณภาพกำไร เพื่อเป็นหลักฐานที่ชัดเจนบ่งบอกถึงระดับคุณภาพกำไรและเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Moradi & Nezami (2011) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียน โดยวัดคุณภาพกำไรจาก 6 รายการ ได้แก่ 1) เงินสดจากการดำเนินงานต่อกำไรจากการดำเนินงาน 2) จำนวนรายการคงค้าง 3) อัตราการเติบโตของกำไร 4) อัตรากำไรขั้นต้น 5) สัมประสิทธิ์ความแปรปรวนของกำไร 6) อัตราการเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้ต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย ส่วนงานวิจัย

ของ Nikoomaram et al. (2011) ทำการศึกษากรอบแนวคิดสำหรับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรและต้นทุนของเงินทุน โดยวัดคุณภาพกำไรจาก คุณภาพรายการคงค้าง ความผันผวนของกำไร การใช้หลักการบัญชีที่ยืดหลักความระมัดระวัง บัญชีพื้นฐานในการประกอบธุรกิจ ความสามารถในการพยากรณ์กำไร และความสม่ำเสมอของกำไร ผลการศึกษาพบว่า กำไรที่เกิดจากบัญชีพื้นฐานในการประกอบธุรกิจไม่มีผลต่อคุณภาพกำไร แต่รายการคงค้างและความสม่ำเสมอของกำไรมีผลกระทบต่อคุณภาพกำไร

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า การวัดคุณภาพกำไรมีทั้งการวัดจากข้อมูลเชิงปริมาณและข้อมูลเชิงคุณภาพ แต่การวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยมุ่งเน้นการวิจัยข้อมูลเชิงปริมาณเป็นหลัก ผู้วิจัยจึงกำหนดตัวแปรคุณภาพกำไรตามแนวคิดของ Schipper and Vincent (2003), Leuz, Nanda & Waddock (2003); Moradi & Nezami (2011) ที่วัดคุณภาพกำไรจากสัมประสิทธิ์ความแปรปรวนของกำไร ส่วน Ross, Westerfield & Jaffe (1999); Moradi & Nezami (2011) ระบุว่าคุณภาพกำไรคือกำไรที่มีความสม่ำเสมอ สามารถคำนวณได้จากอัตรากำไรสุทธิต่อรายได้รวม (Net Profit on Total Revenue) และแนวคิดของ Penman(2001); Robinson, Munter and Grant (2004); Abdelghany (2005); Moradi & Nezami (2011); Salehi, Valipour & Zodi (2012); Samadiyan, Pooryeganeh, Khanegah, Ghanbari (2012) วัดคุณภาพกำไรจากดัชนีกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operating Cash Index) รวมถึง Hashim, Devi (2007); Sivaramakrishnan & Yu (2008); Nikoomaram et al. (2011) ที่วัดคุณภาพกำไรจากดัชนีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม จึงสรุปได้ว่าผู้วิจัยวัดคุณภาพกำไรจากตัวแปรสังเกตจำนวน 4 ตัวแปร ประกอบด้วย สัมประสิทธิ์ความแปรปรวนของกำไร อัตรากำไรสุทธิต่อรายได้รวม ดัชนีกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และดัชนีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม

## 5.2 งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับคุณภาพกำไร มีนักวิจัยทำการศึกษาข้อมูลคุณภาพกำไร ตัวอย่างเช่น งานวิจัยของ Sloan (1996) ศึกษาราคาของหลักทรัพย์ที่สะท้อนมาจากข้อมูลในส่วนประกอบของกำไรในปัจจุบัน ซึ่งได้แก่ รายการคงค้าง และกระแสเงินสด ในการอธิบายผลตอบแทนในอนาคต ผลการศึกษาพบว่า ความยั่งยืนของกำไรขึ้นอยู่กับส่วนประกอบของกำไรในปัจจุบัน คือ รายการคงค้างและกระแสเงินสด โดยที่ความยั่งยืนของกำไรจะเพิ่มขึ้นถ้ากำไรที่ได้รับส่วนใหญ่มาจากส่วนของกระแสเงินสด ขณะที่ความยั่งยืนของกำไรจะลดลงถ้ากำไรที่ได้รับส่วน

ใหญ่มาจากส่วนของรายการคงค้าง เพราะกระแสเงินสดที่ใช้ในการวัดผลการดำเนินงานของกิจการจะมีการบิดเบือนได้น้อยกว่ากำไรสุทธิ เพราะระบบของรายการคงค้างสามารถสร้างตัวเลขรายการรับจ่ายขึ้นมาได้ และ Sloan (1996) ยังระบุว่านักวิเคราะห์จึงมักเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดกับกำไรสุทธิในการตรวจสอบคุณภาพกำไร โดยนักวิเคราะห์บางคนเชื่อว่าอัตราส่วนของกระแสเงินสดกับกำไรสุทธิที่สูงแสดงถึงคุณภาพกำไรที่สูงตามด้วย ดังนั้นจึงเป็นที่น่าสงสัยว่าบริษัทที่มีกำไรสูงแต่มีกระแสเงินสดต่ำ มักจะมีการตกแต่งกำไรผ่านทางรายการคงค้าง อย่างไรก็ตามผลการศึกษายังพบว่าถึงแม้กระแสเงินสดจะมีอิทธิพลสูงและมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกำไรในอนาคต แต่นักลงทุนกลับไม่สามารถแยกลักษณะที่แตกต่างของส่วนประกอบของกำไรในปัจจุบันได้ โดยนักลงทุนมักให้ราคาหลักทรัพย์สูงกว่าความเป็นจริง (Overvalue) กับหลักทรัพย์ที่มีรายการคงค้างสูงเพราะลักษณะของกิจการที่มีรายการคงค้างสูงมักจะเป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานในอดีตดี (Growth Stock) และราคาจะกลับเข้าสู่ราคาที่เหมาะสมก็ต่อเมื่อกำไรในอนาคตถูกประกาศออกมาซึ่งต่ำกว่าที่คาดหวัง ทำให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์เกินปกติในอนาคตมีค่าเป็นลบ โดย Sloan ได้ทำการทดสอบโดยใช้กลยุทธ์การซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีอยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีรายการคงค้างต่ำ และขายหลักทรัพย์ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีรายการคงค้างสูง สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยจากการซื้อขายตลอด 30 ปี มากกว่า 10% ต่อปี โดยอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นบวก 28 ปี จาก 30 ปี ที่ทดสอบ ดังนั้นการลงทุนในระยะยาว ควรพิจารณากิจการที่มีรายการคงค้างต่ำ สามารถบ่งบอกได้ว่ากิจการมีการจัดทำรายงานทางการเงินตามหลักความระมัดระวัง ซึ่งถือเป็นพื้นฐานของกำไรที่มีคุณภาพ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Chan, Chan-Louis, Jegadeesh & Lakonishok (2001) ที่ทำการศึกษาคุณภาพกำไรและผลตอบแทนต่อหุ้น เนื่องจากมองว่านอกจากจะให้ความสนใจต่อตัวเลขกำไรสุทธิในงบกำไรขาดทุนแล้วต้องให้ความสนใจกับคุณภาพกำไร ซึ่งหลักการบัญชีตามเกณฑ์คงค้างทำให้เกิดความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีและกระแสเงินสด โดยพิจารณาตัวชี้วัดเกณฑ์คงค้างจากการเปลี่ยนแปลงในสินค้า การเปลี่ยนแปลงในลูกหนี้ การเปลี่ยนแปลงในเจ้าหนี้ ผลการศึกษาพบว่า ตัวชี้วัดเกณฑ์คงค้างที่มีค่าเป็นบวก จำนวนยิ่งมากยิ่งทำให้คุณภาพกำไรลดลง เพราะกำไรสุทธิจากงบกำไรขาดทุนมีมากกว่ากระแสเงินสดที่มาจากการดำเนินงานของบริษัท ส่วน Hriber & Collins (2002) ทำการศึกษารายการคงค้างจากงบดุล ผลการศึกษาพบว่าถ้าอัตราร้อยละของรายการคงค้างรวมสูงกว่าสินทรัพย์รวม เป็นสัญญาณของกำไรไม่มีคุณภาพ

งานวิจัยข้างต้นที่ทำการศึกษเกี่ยวกับรายการคงค้าง ตามหลักการบัญชีที่ใช้เกณฑ์คงค้าง และผลการศึกษาพบว่า รายการเหล่านี้เป็นสิ่งที่บ่งบอกถึงกำไรที่ไม่มีคุณภาพ และกำไรที่ไม่ยั่งยืน ซึ่ง Penman & Zhang (2002) มองว่ายังคงมีการบันทึกบัญชีตามวิธีปฏิบัติทางการบัญชีแบบยึดหลักความระมัดระวังที่สามารถบ่งบอกถึงกำไรที่มีคุณภาพ จึงทำการศึกษาคูณภาพกำไรตามการบัญชีที่ยึดหลักความระมัดระวัง และผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น ผลการศึกษาพบว่าวิธีปฏิบัติทางการบัญชีแบบยึดหลักความระมัดระวัง ทำให้คุณภาพกำไรสูง ซึ่งคุณภาพกำไรสามารถใช้พยากรณ์ผลตอบแทนจากการลงทุนหลักทรัพย์ในอนาคต ซึ่ง Salehi, Valipour & Zodi (2012) ทำการศึกษาคูณภาพกำไรและผลตอบแทนของหุ้น ผลการศึกษาพบว่า หากคุณภาพกำไรของแต่ละบริษัทไม่แตกต่างกัน จะทำให้ผลตอบแทนของหุ้นก็ไม่แตกต่างกัน

ตามแนวคิดของ Samadiyan, Pooryeganeh, Khanegah & Ghanbari (2012) ได้ให้ข้อเสนอแนะว่าก่อนที่นักลงทุนจะตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ควรใช้วิธีการประเมินคุณภาพกำไรมากกว่า 1 วิธี เนื่องจาก Samadiyan, Pooryeganeh, Khanegah & Ghanbari (2012) ได้ทำการศึกษาคูณภาพกำไรที่มีต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยทำการประเมินคุณภาพกำไร 3 วิธี คือ วิธีที่ 1 ตามแนวคิดของ Leuz, Nanda & Wysocki (2003) วิธีที่ 2 ตามแนวคิดของ Barton and Simko (2002) วิธีที่ 3 ตามแนวคิดของ Penman (2001) ผลการศึกษาพบว่า การประเมินคุณภาพกำไรแต่ละวิธีมีผลการประเมินที่แตกต่างกัน และยังพบว่าการประเมินคุณภาพกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์แตกต่างกันตามลักษณะวงจรชีวิตของบริษัท

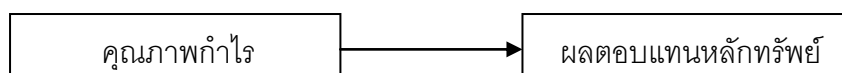
Myers & Omer (2003) ศึกษาคุณภาพกำไรโดยเชื่อว่ากำไรที่มีคุณภาพเกิดจากวิธีการสอบบัญชีที่มีคุณภาพ นั่นคือหากกิจการไม่มีการเปลี่ยนแปลงผู้สอบบัญชีอาจนำมาซึ่งกำไรที่มีคุณภาพต่ำ เนื่องจากการวิจัยก่อนหน้านี้เชื่อว่าผู้บริหารจะมีส่วนในการกำหนดรายการคงค้าง และถ้าผู้สอบบัญชีมีความเป็นอิสระน้อยลงเนื่องจากความสัมพันธ์ที่ยาวนานกับบริษัทลูกค้าจะทำให้เกิดกำไรที่ไม่มีคุณภาพ โดยวัดจากค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างในปัจจุบัน และค่าสัมบูรณ์ของรายการจ่ายที่ขึ้นกับการพิจารณาของผู้บริหารเป็นตัวแทนของคุณภาพกำไรที่มีความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มที่มีการหมุนเวียนผู้สอบบัญชีจะลดการเข้าแทรกแซงของผู้บริหารในการจัดทำรายงานทางการเงินได้ นอกจากนี้ Hirshleifer, Hou, Teoh & Zhang (2004) และ Papanastasopoulos, Thomakos & Wang (2009) ที่ให้ความสำคัญกับสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ และพบว่าสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเป็นรายการหนึ่งที่มีความสำคัญต่อนักลงทุนในการพิจารณาตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่ง Hirshleifer, Hou, Teoh & Zhang (2004) ได้ทำการศึกษาคูณภาพความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้าง รายการกระแสเงินสด และสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิต่อราคาหลักทรัพย์ในอนาคต

ของกิจการ ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิมีความสามารถในการนำไปคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้มากกว่ารายการคงค้าง และรายการกระแสเงินสด ซึ่งหากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิสูงขึ้น จะมีแนวโน้มทำให้กำไรของกิจการลดลงเรื่อยๆ และหากรายการสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิลดลงจะมีแนวโน้มทำให้กำไรของกิจการเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ เช่นกัน นั่นหมายความว่าสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิมีผลต่อคุณภาพกำไรของกิจการ และราคาหลักทรัพย์ในอนาคต ส่วน Papanastasopoulos, Thomakos, & Wang (2009) ได้ขยายผลจากงานวิจัยของ Hirshleifer, Hou, Teoh & Zhang (2004) โดยศึกษาความสัมพันธ์ของสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ดังนั้นหากนักลงทุนใช้กลยุทธ์ในการลงทุนโดยการเลือกซื้อหลักทรัพย์ของกิจการที่มีระดับสินทรัพย์ดำเนินงานต่ำ และขายหลักทรัพย์ของกิจการที่มีระดับสินทรัพย์ดำเนินงานสูงก็จะสามารถทำกำไรจากการลงทุนได้

ส่วนในประเทศไทย มีงานวิจัยของ เกรียงไกร บุญเลิศอุทัย (2006) ที่ศึกษาผลกระทบของระดับการคุ้มครองผู้ลงทุน (Investor Protection) ต่อคุณภาพกำไร โดยคุณภาพกำไร (Earnings Attributes) วัดจากคุณภาพของรายการคงค้าง (Accruals Quality) คุณภาพของตัวเลขกำไรปีก่อนในการคาดคะเนกำไรปัจจุบัน (Earnings Persistence) ความสามารถในการคาดคะเนของตัวเลขกำไร (Earnings Predictability) และการใช้รายการตามเกณฑ์คงค้างเพื่อปรับแต่งตัวเลขกำไร (Earnings Smoothness) ผลการวิจัยพบว่าประเทศที่มีระดับการคุ้มครองผู้ลงทุนสูง จะมีการตกแต่งตัวเลขกำไรโดยใช้เกณฑ์คงค้าง (Earnings Smoothness) อยู่ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตามพบว่าผลลัพธ์เป็นไปในทางตรงกันข้าม กล่าวคือประเทศที่มีระดับการคุ้มครองผู้ลงทุนต่ำ จะมีคุณภาพกำไรที่สูงกว่าประเทศที่มีระดับการคุ้มครองผู้ลงทุนสูง หากตัววัดคุณภาพกำไรคำนวณขึ้นโดยอาศัยตัววัดกำไรจากคุณภาพจากรายการคงค้าง (Accruals Quality) และความสามารถในการคาดคะเนของตัวเลขกำไร (Earnings Predictability) ดังนั้นจึงไม่อาจหาข้อสรุปเกี่ยวกับผลกระทบของระดับการคุ้มครองผู้ลงทุนที่มีต่อคุณภาพกำไรของแต่ละประเทศกล่าวอีกนัยหนึ่ง คือ ข้อสรุปจะเป็นแง่บวกหรือลบขึ้นอยู่กับประเภทของตัววัดคุณภาพกำไรที่นำมาใช้

จากการทบทวนวรรณกรรมจะพบว่า มีผลงานวิจัยบางส่วนที่ไม่สอดคล้องกัน แต่มีวรรณกรรมจำนวนมากที่สนับสนุนว่า คุณภาพกำไรมีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ ดังนั้นการวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยจึงสามารถแสดงกรอบแนวคิด และสมมติฐานของการวิจัย ได้ดังภาพประกอบที่ 2.9 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 6 คุณภาพกำไรมีความสัมพันธ์ทางตรงในเชิงบวกต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์



ภาพประกอบที่ 2.9 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

คุณภาพกำไรเป็นรายการหนึ่งที่ได้รับ ความสนใจจากนักลงทุน และนักลงทุนควรพิจารณาและคำนวณหาคุณภาพกำไรเพื่อนำมาวิเคราะห์หลักทรัพย์ก่อนการตัดสินใจลงทุน อีกทั้งคุณภาพกำไรยังสามารถช่วยปกป้องนักลงทุนของแต่ละประเทศ และหากประเทศใดมีระบบการปกป้องนักลงทุนจะส่งผลให้คุณภาพกำไรสูงขึ้น (Leuz, Nanda & Wysocki, 2003) และในการศึกษาคุณภาพกำไรจำเป็นต้องอาศัยข้อมูลทางบัญชีการเงินและข้อมูลทางการตลาด (Francis, La Fond, Olsson & Schipper, 2004) ซึ่งกำไรที่มีคุณภาพคือกำไรที่ยั่งยืน แต่หากผู้บริหารมีการตกแต่งกำไรจะทำให้กำไรไม่มีคุณภาพและไม่ยั่งยืน (Penman & Zhang, 2002)

ซึ่งผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับคุณภาพกำไร ผู้วิจัยได้สรุปไว้ในตารางที่ 2.9 สรุปผลงานวิจัยคุณภาพกำไรกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ดังนี้

ตารางที่ 2.9 สรุปผลงานวิจัยคุณภาพกำไรกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

ชื่อนักวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา		ผลการศึกษา
	ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม	
Sloan (1996)	1. รายการพึงรับพึงจ่าย 2. กระแสเงินสด	ผลตอบแทนหลักทรัพย์เกินปกติ	รายการพึงรับพึงจ่าย ความสัมพันธ์ในเชิงลบ แต่รายการกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก
Chan, Chan-Louis, Jegadeesh & Lakonishok (2001)	คุณภาพกำไร	ผลตอบแทนต่อหุ้น	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก
Penman & Zhang (2002)	คุณภาพกำไรตามการบัญชีที่ยืดหลักความระมัดระวัง	ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก

ตารางที่ 2.9 สรุปผลงานวิจัยคุณภาพกำไรกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ (ต่อ)

ชื่อนักวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา		ผลการศึกษา
	ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม	
Hriber & Collins (2002)	1. รายการคงค้างในงบดุล 2. รายการคงค้างตามงบกระแสเงินสด	คุณภาพกำไร	รายการคงค้างในงบดุลไม่มีนัยสำคัญ แต่รายการคงค้างที่งบกระแสเงินสดมีนัยสำคัญ
Leuz, Nanda & Wysocki (2003)	ระบบการปกป้องผู้ลงทุน	คุณภาพกำไร	ประเทศที่มีระบบการปกป้องนักลงทุนสูงส่งผลให้คุณภาพกำไรสูงตามด้วย
Myers & Omer (2003)	การเปลี่ยนแปลงผู้สอบบัญชี	คุณภาพกำไร	ไม่มีผลต่อกัน
Richardson (2003)	คุณภาพกำไร	การซื้อขายหลักทรัพย์ระยะสั้น	คุณภาพกำไรไม่มีความสำคัญต่อนักลงทุนระยะสั้น
Francis, LaFond, Olsson & Schipper (2004)	1. คุณภาพของเกณฑ์คงค้าง 2. ความสามารถประมาณค่ากำไรของปีปัจจุบัน 3. ความสามารถพยากรณ์กำไรในอนาคต 4. ตัวเลขกำไรที่สม่ำเสมอ 5. หลักความระมัดระวัง 6. ความไวในการตอบสนองต่อข้อมูลกำไร 7. ความสามารถในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น	คุณภาพกำไร	จัดลำดับความสำคัญ 4 รายการแรกที่วัดคุณภาพกำไร
Hirshleifer, Hou, Teoh & Zhang. (2004)	1. รายการคงค้าง 2. กระแสเงินสด 3. สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ (NOA)	ราคาหลักทรัพย์	NOA สามารถคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ดีที่สุด และหาก NOA สูง(ต่ำ) กำไรลดลง(เพิ่ม)
Chan-Louis & Lakonishok (2006)	รายการคงค้างในงบดุล	ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์	มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก
Papanastasopoulos, Thomakos, & Wang (2009)	สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ(NOA)	ผลตอบแทนหลักทรัพย์	มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ

ตารางที่ 2.9 สรุปผลงานวิจัยคุณภาพกำไรกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ (ต่อ)

ชื่อนักวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา		ผลการศึกษา
	ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม	
Nikoomaram et al. (2011)	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. คุณภาพรายการคงค้าง</li> <li>2. ความผันผวนของกำไร</li> <li>3. การใช้หลักการบัญชีที่ยึดหลักความระมัดระวัง</li> <li>4. บัญชีพื้นฐานในการประกอบธุรกิจ</li> <li>5. ความสามารถในการพยากรณ์กำไร</li> <li>6. ความสม่ำเสมอของกำไร</li> </ol>	ต้นทุนของเงินทุน	กำไรที่เกิดจากบัญชีพื้นฐานในการประกอบธุรกิจไม่มีผลต่อคุณภาพกำไร แต่รายการคงค้างและความสม่ำเสมอของกำไรมีผลกระทบต่อคุณภาพกำไร สุดท้ายพบว่าโมเดลสมการโครงสร้างของคุณภาพกำไรประกอบด้วยคุณภาพรายการคงค้าง ความสม่ำเสมอของกำไร ที่ส่งผลต่อต้นทุนทางการเงิน
Salehi, Valipour & Zodi (2012)	คุณภาพกำไร ตามแนวคิดของ Penman (2001)	ผลตอบแทนของหุ้น	คุณภาพกำไรและผลตอบแทนของหุ้นไม่แตกต่างกัน
Samadiyan, Pooryeganeh, Khanegah & Ghanbari (2012)	ประเมินคุณภาพกำไร 3 วิธี ได้แก่ วิธีที่ 1 ตามแนวคิดของ Leuz, Nanda & Wysocki (2003) วิธีที่ 2 ตามแนวคิดของ Barton and Simko (2002) วิธีที่ 3 ตามแนวคิดของ Penman (2001)	ผลตอบแทนหลักทรัพย์	3 วิธีมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์



## ตอนที่ 6 งานวิจัยที่เกี่ยวกับโมเดลสมการโครงสร้าง

ธีระวัฒน์ สุชีสาร (2554) กล่าวว่า โมเดลสมการโครงสร้าง กำลังเป็นที่นิยมมากในวงการวิจัยหลายสาขา เนื่องจากสามารถใช้วิเคราะห์ข้อมูลได้หลายรูปแบบ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการวิเคราะห์วิถีทวิผล (Path Analysis) และช่วยผ่อนคลายข้อตกลงเบื้องต้นเกี่ยวกับความคลาดเคลื่อนของการวัดได้ด้วย

งานวิจัยในต่างประเทศที่ใช้เทคนิคการวิเคราะห์สมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ดังตัวอย่างเช่น งานวิจัยของ Majid Makki (2010) ทำการศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการ ประสิทธิภาพทุนทางปัญญา และผลประกอบการทางการเงิน โดยการกำกับดูแลกิจการ ประกอบด้วยคณะกรรมการที่มีตำแหน่งประธานกรรมการ สัดส่วนกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการ สัดส่วนค่าตอบแทนกรรมการ จำนวนผู้ถือหุ้น ส่วนประสิทธิผลทุนทางปัญญา ประกอบด้วย ประสิทธิภาพทุนมนุษย์ ประสิทธิภาพโครงสร้างทุน ประสิทธิภาพทุนพนักงาน จำนวนผู้บริหาร และการเข้าร่วมประชุมคณะกรรมการ และผลประกอบการทางการเงินประกอบด้วย ผลตอบแทนการลงทุน (ROI) กำไรหลังภาษี (NPAT) ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งทำการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ผลการศึกษาพบว่า การกำกับดูแลกิจการไม่มีผลกระทบโดยตรงต่อผลประกอบการทางการเงิน แต่การกำกับดูแลกิจการสามารถทำให้ผลประกอบการทางการเงินดีขึ้นได้โดยผ่านทุนทางปัญญา ส่วนงานวิจัยของ Nikoomaram et al (2011) ทำการศึกษารอบแนวคิดสำหรับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรและต้นทุนของเงินทุน โดยวัดคุณภาพกำไรจาก คุณภาพรายการคงค้าง ความผันผวนของกำไร การใช้หลักการบัญชีที่ยึดหลักความระมัดระวัง ปัจจัยพื้นฐานในการประกอบธุรกิจ ความสามารถในการพยากรณ์กำไร และความสม่ำเสมอของกำไร ซึ่งทำการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ผลการศึกษาพบว่า กำไรที่เกิดจากปัจจัยพื้นฐานในการประกอบธุรกิจไม่มีผลต่อคุณภาพกำไร แต่รายการคงค้างและความสม่ำเสมอของกำไรมีผลกระทบต่อคุณภาพกำไร สุดท้ายพบว่าโมเดลสมการโครงสร้างของคุณภาพกำไรประกอบด้วย คุณภาพรายการคงค้าง ความสม่ำเสมอของกำไร ที่ส่งผลต่อต้นทุนทางการเงิน

สำหรับในประเทศไทย ผู้วิจัยพบงานวิจัยของ นุจรี พิเชษฐกุลและ พนารัตน์ ปานมณี (2555) ที่ทำการศึกษาศักยภาพในการกำหนดพฤติกรรมต้นทุนที่ไม่สมมาตรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบ่งต้นทุนออกเป็น 3 ส่วน คือ ต้นทุนในการปรับตัว

(สินทรัพย์ต่อยอดขาย จำนวนพนักงานต่อยอดขาย มูลค่าตามบัญชีหุ้นต่อยอดขาย ส่วนของผู้ถือหุ้นต่อยอดขาย และสินทรัพย์ถาวรต่อยอดขาย) ต้นทุนตัวแทน(สินทรัพย์ถาวรต่อยอดขาย ความเสี่ยง (ค่าเบต้า) อัตราส่วนภาษี ขนาดวัดจากสินทรัพย์) และต้นทุนการเมือง(ขนาดวัดจากสินทรัพย์ กระแสเงินสดอิสระ ยอดขายต่อสินทรัพย์รวม ค่าใช้จ่ายต่อยอดขาย กำไรต่อยอดขาย หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม) โดยใช้วิธีโมเดลสมการโครงสร้าง โปรแกรม AMOS (Analysis of Moment Structures) มาใช้ในการสร้างตัวแปรวัดในการพัฒนาต้นทุนพฤติกรรม เพื่อยืนยันตัวแปรแฝงของตัวแบบพฤติกรรมด้วยวิธีการวิเคราะห์ปัจจัยเชิงยืนยัน นอกจากนี้ยังทำการวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสำรวจและการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณเพื่อกำหนดปัจจัยที่ทำให้เกิดความไม่สมมาตรของต้นทุน ผลการศึกษาพบว่า โมเดลวัดมีความเหมาะสมดี ซึ่งต้นทุนในการปรับและต้นทุนตัวแทนมีผลทำให้ระดับความไม่สมมาตรของต้นทุนเพิ่มขึ้น ในขณะที่ต้นทุนทางการเมืองและบรรษัทภิบาลมีผลทำให้ระดับความไม่สมมาตรของต้นทุนลดลง