

บทที่ 4

ผลการวิจัย

วัตถุประสงค์ของการศึกษาในครั้งนี้ เพื่อศึกษาคุณค่าของข้อมูลกำไรและข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ และศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีต่อคุณค่าของข้อมูลกำไรและข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน โดยนำข้อมูลที่ได้มาประมวลผลด้วยวิธีการทางสถิติที่เหมาะสมเพื่อทดสอบสมมติฐาน และวิเคราะห์ผลโดยใช้เทคนิควิเคราะห์ความถดถอยอย่างง่าย (Simple Regression Analysis) และวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้ผ่านการทดสอบเงื่อนไขตามสมมติฐานของการวิเคราะห์ความถดถอยทุกข้อ ตามที่แสดงไว้ในภาคผนวก ค ซึ่งผลการศึกษาในครั้งนี้มีดังนี้

การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ

คุณลักษณะเบื้องต้นของข้อมูลที่นำมาศึกษา

ตารางที่ 4-1 ตัวอย่างงบการเงินที่ใช้ในการทดสอบระหว่างปี พ.ศ. 2544 – 2546

	2544	2545	2546	รวม
จำนวนบริษัทที่มีการกำกับดูแลที่ดีตามเงื่อนไข	35	29	57	121
หัก จำนวนบริษัทที่มีข้อมูลไม่ตรงตามเกณฑ์ที่เลือก	(10)	(8)	(11)	(29)
จำนวนบริษัทที่ติดตามข้อมูลไม่ได้	(4)	(1)	(7)	(12)
จำนวนตัวอย่างที่มีการกำกับดูแลที่ดี	21	20	39	80
จำนวนตัวอย่างที่ไม่ได้รับการประเมินกำกับดูแลที่ดี	21	20	39	80
จำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น	42	40	78	160

ตารางที่ 4 – 2 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร

	N	Minimum	Maximum	Mean	std.Deviation
CAR	160	-1.244	8.812	-.114	.926
UE	160	-1.381	14.140	.162	1.202
UCFO	160	-2.229	2.837	.052	.454
UE*d _i	160	-1.381	0.996	.012	.251
UCFO*d _i	160	-2.229	1.397	-.003	.296

ตารางที่ 4 – 1 นำเสนอการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างที่ตรงตามหลักเกณฑ์ซึ่งได้กล่าวไว้แล้วในบทที่ 3 ซึ่งมีจำนวนบริษัทที่มีข้อมูลไม่ตรงตามเกณฑ์ที่เลือกจำนวน 29 บริษัท นอกจากนั้นยังมีจำนวนข้อมูลที่ไม่สามารถติดตามข้อมูลได้อีก 12 บริษัท ซึ่งเป็นข้อมูลที่ติดตามไม่ได้ในช่วงเวลาที่ต้องใช้ข้อมูลเพื่อประเมินค่า อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ จึงไม่มีข้อมูลเพียงพอที่จะประมาณค่าตาม Market Model. ซึ่งการไม่มีข้อมูลที่เพียงพอถือว่าเป็นปัญหาในการประมาณค่าตาม Market Model (Brown and Warner, 1985) ด้วยเหตุผลนี้ 80 บริษัทจึงเป็นบริษัทที่มีข้อมูลสมบูรณ์ที่จะใช้วิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ ซึ่งชื่อหลักทรัพย์และมูลค่าตลาดของกิจการของบริษัทเหล่านี้ได้นำเสนอไว้ในภาคผนวก ก.

สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรแต่ละตัวแสดงไว้ในตารางที่ 4 – 2 ตัวแปรทุกตัว (UE, UCFO, UE*d_i และ UCFO*d_i) มีการปรับค่าด้วยมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ ณ ต้นงวด (MVE_{t-1}) เช่นเดียวกับการวิจัยที่ผ่านมา (เช่น Livnat & Zarowin, 1990; Clubb, 1995; Biddle et al., 1995; Rayburn, 1986; Ali, 1994; Charitou et al., 2000; Cheng et al., 1996 & 1997; Kanokporn Narktubtee, 2000) ตัวแปร UE*d_i และ UCFO*d_i เป็นตัวแปรหุ่นที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยการวิเคราะห์ความถดถอย

การทดสอบสมมติฐานที่ 1 ข้อมูลกำไรมีความสัมพันธ์กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์

ตัวแบบที่ 1

$$CAR_{it} = \beta'_0 + \beta'_1 UE_{it} + \varepsilon_{it}$$

สมการดังกล่าวผู้วิจัยคาดหวังทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรไว้ดังนี้ ถ้าไรที่ไม่คาดหวังมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม

ตารางที่ 4-3 ผลการวิเคราะห์ตามตัวแบบ

$$CAR_{it} = \beta_0^1 + \beta_1^1 UE_{it} + \varepsilon_{it}$$

	F-statistics (p-value)	Adjusted R^2	Intercept β_0^1	UE β_1^1
Model 1	141.370*** (0.000)	0.469		
Coefficient			-0.198	0.526
t-statistics			-3.628***	11.890***
p-value			0.000	0.000
Expected Sign				+

หมายเหตุ *** ณ ระดับนัยสำคัญ .01

** ณ ระดับนัยสำคัญ .05

* ณ ระดับนัยสำคัญ .10

โดยที่ CAR_{it} = อัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของกิจการ i เวลา t
 UE_{it} = กำไรที่ไม่คาดหวังของกิจการ i เวลา t
 ε_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อนในกิจการ เวลา อันเนื่องมาจากตัวแปรอื่นๆ ที่ไม่ได้นำมาศึกษา

ตารางที่ 4-3 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเพื่อทดสอบสมมติฐานของงานวิจัยที่ 1 พบว่าค่าสถิติทดสอบ F เป็น 141.370 อย่างมีนัยสำคัญ (p-value = 0.000) หมายถึงกำไรที่ไม่คาดหวังมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมในรูปเชิงเส้น และมีค่า $R^2 = 0.469$ หมายความว่า สัดส่วนที่ตัวแปรกำไรที่ไม่คาดหวังจะสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมได้นั้น เป็น 46.90 เปอร์เซ็นต์ โดยสามารถประมาณ ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย β_1^1 ของกำไรที่ไม่คาดหวังเป็น 0.526 ซึ่งมีค่าเป็นบวก อย่างมีนัยสำคัญ (p-value = 0.000) ซึ่งเป็นไปตามทิศทางที่คาดหวัง หมายความว่า กำไรที่ไม่คาดหวัง มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสม ซึ่งแสดงให้เห็นคุณค่าของข้อมูลกำไรที่มีต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ เป็นไปตามสมมติฐานที่ 1 ถ้าไรมีประโยชน์ในการ

กำหนดราคาหลักทรัพย์ กล่าวคือข้อมูลกำไรสะท้อนถึงปัจจัยที่ใช้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Watt & Zimmerman, 1986) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าข้อมูลกำไรเป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการกำหนดราคาของหลักทรัพย์

การทดสอบสมมติฐานที่ 2 ข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์

ตัวแบบที่ 2

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 UCFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

สมการดังกล่าวผู้วิจัยคาดหวังทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรไว้ดังนี้ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวังมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม

ตารางที่ 4-4 ผลการวิเคราะห์ตามตัวแบบ

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 UCFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

	F-statistics (p-value)	Adjusted R ²	Intercept β_0	UCFO β_1
Model 2	147.623*** (0.000)	0.480		
Coefficient			-0.173	0.522
t-statistics			-3.221***	12.150***
p-value			0.002	0.000
Expected Sign				+

หมายเหตุ *** ณ ระดับนัยสำคัญ .01

** ณ ระดับนัยสำคัญ .05

* ณ ระดับ นัยสำคัญ .10

โดยที่ CAR_{it} = อัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของกิจการ i เวลา t
 $UCFO_{it}$ = กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวัง ของกิจการ i เวลา t
 ε_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อนในกิจการ เวลา อันเนื่องมาจากตัวแปรอื่น ๆ ที่ไม่ได้นำมาศึกษา

ตารางที่ 4-4 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเพื่อทดสอบสมมติฐานของงานวิจัยที่ 2 พบว่าค่าสถิติทดสอบ F เป็น 147.623 อย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} = 0.000$) หมายถึงกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวังมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมในรูปเชิงเส้น และมีค่า $R^2 = 0.480$ หมายความว่า สัดส่วนที่ตัวแปรกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวังจะสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมได้นั้น เป็น 48.00 เปอร์เซ็นต์ โดยสามารถประมาณ ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (β_1) ของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวังเป็น 0.522 ซึ่งมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} = 0.000$) หมายความว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวังมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสม เป็นไปตามทิศทางที่คาดหวัง ซึ่งแสดงให้เห็นคุณค่าของข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่มีต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ เป็นไปตามสมมติฐานที่ 2 กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีประโยชน์ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์

การทดสอบสมมติฐานที่ 3 คุณค่าของข้อมูลกำไรในกิจการที่มีการกำกับดูแลที่ดีมีมากกว่าคุณค่าของข้อมูลกำไรในกิจการที่ไม่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลที่ดี

ตัวแบบที่ 3

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 UE_{it} + \beta_2 D_{it} + \beta_3 UE_{it} * D_{it} + \varepsilon_{it}$$

สมการดังกล่าวผู้วิจัยคาดหวังทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรไว้ดังนี้ กำไรที่ไม่คาดหวังในกิจการที่มีการกำกับดูแลที่ดีมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม

ตารางที่ 4-5 ผลการวิเคราะห์ตามตัวแบบ

$$CAR_{it} = \beta_0^3 + \beta_1^3 UE_{it} + \beta_2^3 D_t + \beta_3^3 UE_{it} * D_t + \varepsilon_{it}$$

	F-statistics (p-value)	Adjusted R ²	Intercept β_0^3	UE β_1^3	D _t β_2^3	UE*D _t β_3^3
Model 3	72.570*** (0.000)	0.581				
Coefficient			-0.154	0.565	-0.100	0.659
t-statistics			-2.220**	14.126***	-1.029	3.734***
p-value			0.028	0.000	0.305	0.000
Expected Sign				+	?	+

หมายเหตุ *** ณ ระดับนัยสำคัญ .01

** ณ ระดับนัยสำคัญ .05

* ณ ระดับ นัยสำคัญ .10

โดยที่ CAR_{it} = อัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของกิจการ
 UE_{it} = กำไรที่ไม่คาดหวัง
 D_t = 1 หมายถึง กิจการที่ได้รับการประเมินให้มีการกำกับดูแลที่ดี
 0 หมายถึง กิจการที่ไม่ได้รับการประเมินให้ มีการกำกับดูแลที่ดี
 ε_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อนในกิจการ เวลา อันเนื่องมาจากตัวแปรอื่น ๆ ที่ไม่ได้นำมาศึกษา

ตารางที่ 4-5 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเพื่อทดสอบสมมติฐานของงานวิจัยที่ 3 พบว่าค่าสถิติทดสอบ F เป็น 72.570 อย่างมีนัยสำคัญ (p-value = 0.000) หมายถึงมีตัวแปรตามอย่างน้อย 1 ตัวในสมการนี้ที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม และมีค่า $R_a^2 = 0.581$ หมายความว่า สัดส่วนที่ตัวแปรตามทั้งหลายในสมการจะสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมได้นั้น เป็น 58.10 เปอร์เซ็นต์ โดยสามารถประมาณ ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย β_1^3 ของกำไรที่ไม่คาดหวังเป็น 0.565 ซึ่งมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ (p-value = 0.000) หมายความว่า กำไรที่ไม่คาดหวังมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสม เป็นไปตามทิศทางที่คาดหวัง แต่ค่าสัมประสิทธิ์การ

ถดถอย β_2 ของตัวแปรหุ่น D_i เป็น -0.100 ($p\text{-value} = 0.305$) หมายถึง การเป็นกิจการที่ได้รับ การกำกับดูแลที่ดีมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนไม่ปกติ

อย่างไม่มีนัยสำคัญ ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย β_3 ของตัวแปร $UE \cdot D$ เป็น 0.659 มีค่าเป็นบวก อย่างมีนัยสำคัญ ($p\text{-value} = 0.000$) หมายความว่า ถ้าไรที่ไม่คาดหวังของกิจการที่มีการกำกับดูแล ที่ดีมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสม หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ การกำกับดูแลที่ดีของกิจการ มีอิทธิพลต่อกำไรในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นไปตาม สมมติฐานโดยที่กิจการที่มีการกำกับดูแลที่ดีทำให้ข้อมูลกำไรมีคุณค่ามากกว่าข้อมูลกำไรของ กิจการที่ไม่ได้มีการกำกับดูแลที่ดี ดังนั้น ข้อมูลกำไรจึงสะท้อนให้เห็นถึงปัจจัยที่นำไปใช้ในการ กำหนดราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่า จึงเรียกได้ว่ามีประโยชน์มากกว่า

การทดสอบสมมติฐานที่ 4 คุณค่าของข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในกิจการ ที่มีการกำกับดูแลที่ดี มีมากกว่าคุณค่าของข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในกิจการที่ไม่ได้ รับการประเมินการกำกับดูแลที่ดี

ตัวแบบที่ 4

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 UCFO_{it} + \beta_2 D_i + \beta_3 UCFO_{it} * D_i + \varepsilon_{it}$$

สมการดังกล่าวผู้วิจัยคาดหวังทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรไว้ดังนี้ กระแส เงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวังในกิจการที่มีการกำกับดูแลที่ดีมีความสัมพันธ์ในทิศทาง เดียวกันกับอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม

ตารางที่ 4-6 ผลการวิเคราะห์ตามตัวแบบ

$$CAR_{it} = \beta_0^4 + \beta_1^4 UCFO_{it} + \beta_2^4 D_t + \beta_3^4 UCFO_{it} * D_t + \varepsilon_{it}$$

	F-statistics (p-value)	Adjusted R ²	Intercept β_0^4	UCFO β_1^4	D _t β_2^4	UCFO*D _t β_3^4
Model 4	51.139*** (0.000)	0.486				
Coefficient			-0.147	0.540	-0.077	-0.319
t-statistics			-1.912	12.037***	-0.712	-1.897*
p-value			0.058	0.000	0.478	0.060
Expected Sign				+	?	+

หมายเหตุ *** ณ ระดับนัยสำคัญ .01

** ณ ระดับนัยสำคัญ .05

* ณ ระดับนัยสำคัญ .10

โดยที่ CAR_{it} = อัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสมของกิจการ
 $UCFO_{it}$ = กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวัง
 D_t = 1 หมายถึง กิจการที่ได้รับการประเมินให้มีการกำกับดูแลที่ดี
 0 หมายถึง กิจการที่ไม่ได้รับการประเมินให้มีการกำกับดูแลที่ดี
 ε_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อนในกิจการ เวลา อันเนื่องมาจากตัวแปรอื่น ๆ ที่ไม่ได้นำมาศึกษา

ตารางที่ 4-6 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเพื่อทดสอบสมมติฐานของงานวิจัยที่ 4 พบว่าค่าสถิติทดสอบ F เป็น 51.139 อย่างมีนัยสำคัญ (p-value = 0.000) หมายถึงมีตัวแปรตามอย่างน้อย 1 ตัวในสมการนี้ที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม และมีค่า $R_{adj}^2 = 0.486$ หมายความว่า สัดส่วนที่ตัวแปรตามทั้งหลายในสมการนี้จะสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมได้นั้น เป็น 48.60 เปอร์เซ็นต์ โดยสามารถประมาณ ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย β_1^4 ของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานกำไรที่ไม่คาดหวัง เป็น 0.540 ซึ่งมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ (p-value = 0.000) หมายความว่ากระแสเงินสดจากการ

ดำเนินงานที่ไม่คาดหวังมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสม เป็นไปตามทิศทางที่คาดหวัง แต่ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย β_4 ของตัวแปรหุ่น D_t เป็น -0.077 (p-value = 0.478) หมายถึง การเป็นกิจการที่ได้รับการกำกับดูแลที่ดี มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสม อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติเช่นเดียวกับ ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย β_4 ของตัวแปร $UCFO \cdot D_t$ เป็น -0.319 อย่างไม่มีนัยสำคัญ (p-value = 0.060) หมายความว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานในกิจการที่มีการกำกับดูแลที่ดีมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสม หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ การกำกับดูแลที่ดีของกิจการ ไม่มีอิทธิพลต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐาน

ตารางที่ 4-7 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานของตัวแปร

สมมติฐาน	ผลการทดสอบ
H_1 ข้อมูลกำไรมีความสัมพันธ์กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์	ยอมรับ
H_2 ข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์	ยอมรับ
H_3 คุณค่าของข้อมูลกำไรในกิจการที่มีการกำกับดูแลที่ดี มีมากกว่าคุณค่าของข้อมูลกำไรในกิจการที่ไม่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลที่ดี	ยอมรับ
H_4 คุณค่าของข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในกิจการที่มีการกำกับดูแลที่ดี มีมากกว่าคุณค่าของข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในกิจการที่ไม่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลที่ดี	ปฏิเสธ