

บทที่ 4

ผลการวิจัย

ค่าสถิติของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

เนื่องจากการศึกษานี้จะใช้วิธีการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) และการวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวาง (Cross-sectional Regression Analysis) ค่าสถิติของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยจึงแยกพิจารณาได้ดังนี้

1. ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ ค่าสถิติที่ใช้ คือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เพื่อพิจารณาเบื้องต้นว่า ตัวแปรต่าง ๆ ที่ใช้ในการวิเคราะห์มีความสัมพันธ์กันหรือไม่ อย่างไร
2. ผลการวิเคราะห์ความถดถอยค่าสถิติที่ใช้ คือ ค่าสถิติ Adjusted R^2 ที่ใช้วัดความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ และระดับความมีนัยสำคัญของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Beta) ของตัวแปรอิสระในตัวแบบต่าง ๆ
3. การทดสอบว่า การใช้วิธีวิเคราะห์ความถดถอยเป็นไปตามสมมติฐานหรือไม่ ค่าสถิติที่ใช้ คือ ค่าเคอร์บิน-วัตสัน ใช้วัดความเป็นอิสระของตัวแปรตาม ค่าความเป็นอิสระของตัวแปร (Variance Inflation Factor หรือ VIF) ใช้วัดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระในสมการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ เป็นต้น

ลักษณะทั่วไปของข้อมูล

จากตารางที่ 1 ในภาคผนวก กลุ่มตัวอย่างที่นำมาทดสอบจะเป็นกลุ่มตัวอย่างที่มีคุณสมบัติครบตามเกณฑ์ที่กำหนดไว้คือเป็นบริษัทที่มีการซื้อขายกันบนกระดานต่างประเทศ ณ วันที่มีการนำส่งงบการเงินและบริษัทที่มีการซื้อขายภายใน 5 วันทำการก่อนหรือหลังวันนำส่งงบการเงิน นอกจากนี้จากข้อมูลข้างต้นพบว่าผู้ลงทุนชาวต่างประเทศจะเลือกลงทุนในบริษัทใหญ่ที่มีความมั่นคงมีการลงทุนในสินทรัพย์เป็นจำนวนมาก เช่น กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มธนาคาร กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ กลุ่มสื่อสาร กลุ่มวัสดุก่อสร้างและตกแต่งตามลำดับซึ่งเมื่อพิจารณาในรายละเอียดจากข้อมูลที่รวบรวมแล้วพบว่าในกลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นจะมีการถือครองหุ้นจากชาวต่างประเทศคิดเป็นเปอร์เซ็นต์สัดส่วนการถือครองหุ้นตามข้อจำกัดเรื่องการถือครองหุ้นของชาวต่างประเทศมากที่สุด นอกจากนี้ยังมีข้อสังเกตว่า

1. จำนวนบริษัทที่มีการซื้อ-ขายหลักทรัพย์บนกระดานต่างประเทศแนวโน้มลดลง

อาจจะเนื่องมาจากในปัจจุบันผู้ลงทุนชาวต่างชาติมีทางเลือกมากขึ้นและหันไปให้ความสนใจลงทุนด้วยระบบใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงไทย (Non-Voting Depository Receipt–NVDR) มากขึ้นเพราะได้รับความสะดวกในการสั่งซื้อขายซึ่งสามารถทำการซื้อ-ขายกันบนกระดานหลักทำให้ได้ซื้อหุ้นได้ในราคาต่ำกว่าบนกระดานต่างประเทศ แต่การซื้อขายแบบ NVDR ผู้ลงทุนชาวต่างประเทศจะไม่มีสิทธิในการออกเสียง ดังนั้นจึงยังคงมีการซื้อ-ขายบนกระดานต่างประเทศอยู่ เนื่องจากยังมีนักลงทุนชาวต่างประเทศที่ต้องการลงทุนในระยะยาวและต้องการมีสิทธิในการเป็นเจ้าของ

2. ภายหลังวิกฤตการณ์ทางการเงิน ในช่วงปี พ.ศ. 2540-2542 ทำให้ผู้ลงทุนระมัดระวังการซื้อขายหลักทรัพย์และชะลอการลงทุนมากขึ้นส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์มีสภาพคล่องน้อย ก่อปรกับบริษัทจดทะเบียนที่ประสบปัญหาการเงินถูกจัดเข้าอยู่ในกลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการเพราะมูลค่าตามบัญชีของบริษัทต่ำกว่าศูนย์ ทำให้ผู้ลงทุนไม่ซื้อขายหลักทรัพย์กลุ่มนี้ บางบริษัทไม่นำส่งงบการเงินประจำปีตามกำหนดเวลาจึงถูกขึ้นเครื่องหมายห้ามซื้อขายหลักทรัพย์รวมถึงมีบริษัทที่ถูกเพิกถอนหรือสมัครใจยกเลิกการเป็นบริษัทจดทะเบียน ทำให้จำนวนตัวอย่างลดลง

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์

จากผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์ อัตราส่วนสภาพคล่อง มูลค่าตามบัญชี และกำไรทางบัญชีซึ่งได้ผลการทดสอบตามตารางที่ 3 โดยได้ค่าสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation) และค่าสหสัมพันธ์ของสเปียร์แมน (Spearman's Correlation) ไม่แตกต่างกันมากจึงสรุปผลการทดสอบว่า

1. ราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในรูปเชิงเส้นกับมูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และเป็นความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน จึงอาจกล่าวได้ว่าทั้งมูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์

2. มูลค่าตามบัญชีมีความสัมพันธ์กับกำไรทางบัญชีที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน อาจจะเนื่องมาจากเมื่อสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีในแต่ละรอบจะมีการนำกำไร (ขาดทุน) สุทธิโอนไปเป็นส่วนหนึ่งของมูลค่าตามบัญชีเสมอ ดังนั้นหากบริษัทมีกำไรย่อมทำให้มูลค่าตามบัญชีเพิ่มขึ้นด้วยและถ้าบริษัทมีผลขาดทุนก็ย่อมทำให้มูลค่าตามบัญชีลดลงเช่นเดียวกัน

สำหรับผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์ อัตราส่วนสภาพคล่อง สิทธิพิเศษ หนี้สิน รายได้และค่าใช้จ่าย ซึ่งได้ผลการทดสอบตามตารางที่ 4 โดยได้ค่าสหสัมพันธ์ของเพียร์สันและค่าสหสัมพันธ์ของสเปียร์แมน ไม่แตกต่างกันมากจึงสรุปผลการทดสอบว่า

1. ราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับสินทรัพย์ หนี้สิน รายได้และค่าใช้จ่าย ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน จึงอาจกล่าวได้ว่าทั้งสินทรัพย์ หนี้สิน รายได้และค่าใช้จ่ายน่าจะสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์
2. สินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับหนี้สินและมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ทั้งนี้ อาจเนื่องมาจากหนี้สินเป็นแหล่งที่มาของเงินทุนที่ใช้ในการจัดหาสินทรัพย์ ดังนั้นเมื่อหนี้สินเพิ่มสินทรัพย์ย่อมเพิ่มตามไปด้วย เช่นเดียวกับเมื่อมีการชำระหนี้สินย่อมทำให้สินทรัพย์ลดลง
3. สินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับรายได้และมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งเป็นไปตามคำนิยามของแม่บทการบัญชีที่ว่า รายได้คือการเพิ่มขึ้นของประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในรอบระยะเวลาบัญชีในรูปกระแสเข้าหรือการเพิ่มค่าของสินทรัพย์นั่นเอง
4. สินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับค่าใช้จ่ายและมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันซึ่งก็เป็นไปตามคำนิยามของแม่บทการบัญชีที่ว่า ค่าใช้จ่ายคือการลดลงของประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในรอบระยะเวลาบัญชีในรูปกระแสออกหรือการลดค่าของสินทรัพย์
5. หนี้สินมีความสัมพันธ์กับค่าใช้จ่ายและมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันและเป็นไปตามคำนิยามของแม่บทการบัญชีที่ว่าค่าใช้จ่ายคือการเพิ่มขึ้นของหนี้สินนั่นเอง
6. รายได้มีความสัมพันธ์กับค่าใช้จ่ายและมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันซึ่งอาจเป็นไปได้ว่ากิจการจะรับรู้รายได้และค่าใช้จ่ายตามเกณฑ์คงค้างเพื่อแสดงผลการดำเนินงานของกิจการในงวดหนึ่งตามเกณฑ์การรับรู้โดยไม่คำนึงถึงตัวเงินสด กิจการจะรับรู้ค่าใช้จ่ายในงบกำไรขาดทุนโดยใช้เกณฑ์ความเกี่ยวพันโดยตรงระหว่างต้นทุนที่เกิดขึ้นกับรายได้ที่มาจากรายการเดียวกันซึ่งเป็นไปตามเกณฑ์การจับคู่รายได้และค่าใช้จ่าย(Matching Concept)

การทดสอบสมมติฐาน

สมมติฐานที่ 1 การศึกษาความสามารถของมูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์บนกระดานต่างประเทศ ในช่วงปี พ.ศ.2540-2545 สามารถวิเคราะห์ผลจากตัวแบบที่ประยุกต์ใช้ได้ดังนี้

ค่า Adjusted R^2 รวมที่ได้จากตัวแบบรวมเท่ากับ 38.30% ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 สรุปได้ว่ามูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีมีความสามารถร่วมกันในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ 38.30% ซึ่งหมายถึงมูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีมีประโยชน์ในการใช้กำหนดราคาหลักทรัพย์ แม้จะมีข้อจำกัดด้านสภาพคล่องในการถือครองหลักทรัพย์ของชาวต่างประเทศก็ตาม นอกจากนี้เมื่อพิจารณาจากค่าค่าเคอร์บิน-วัตสันที่ใช้วัดความเป็นอิสระของตัวแปรตามอยู่ในระดับที่ยอมรับได้คือ 1.735 ในขณะที่ค่าความเป็นอิสระของตัวแปร(VIF) ที่ใช้วัดความสัมพันธ์ของตัวแปร

อิสระไม่เกิน 10 จึงสรุปได้ว่าตัวแปรอิสระเป็นอิสระต่อกันซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอย

ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าทั้งมูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ทั้งสองรายการ และเมื่อพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์มาตรฐาน (Standardized Coefficient) พบว่าปัจจัยด้านสภาพคล่องไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่มูลค่าตามบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไรทางบัญชี จากผลการทดสอบดังกล่าวอาจเป็นไปได้ว่าภายหลังจากที่มีการเปลี่ยนแปลงแนวคิดทางบัญชีและมาตรฐานการบัญชีในปี พ.ศ. 2542 โดยให้ความสำคัญกับรายการในงบดุล (Balance Sheet Approach) มากกว่ารายการในงบกำไรขาดทุนทำให้มูลค่าตามบัญชีสามารถสะท้อนมูลค่ายุติธรรมมากขึ้นสอดคล้องกับงานวิจัยของฟรานซิสและชิปเปอร์ (Francis & Schipper, 1999) ที่พบว่ามูลค่าตามบัญชีสามารถใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไรทางบัญชีเช่นกัน หรืออาจเป็นไปได้ว่าในการวิเคราะห์ได้นำข้อมูลของปี พ.ศ. 2540 ซึ่งเป็นปีที่เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินทำให้งบการเงินมีรายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำอยู่เป็นจำนวนมาก เช่น ผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนทำให้กำไรทางบัญชีเกิดความไม่สม่ำเสมอ และไม่สามารถเปรียบเทียบกันได้ทำให้นำกำไรไปกำหนดราคาหลักทรัพย์ได้ยากขึ้น ผู้ลงทุนจึงเปลี่ยนไปใช้มูลค่าตามบัญชีแทน

สมมติฐานที่ 2 การศึกษาความสามารถขององค์ประกอบมูลค่าตามบัญชีและองค์ประกอบของกำไรทางบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์บนกระดานต่างประเทศ ในช่วงปี พ.ศ. 2540-2545 ได้กำหนดให้ราคาหลักทรัพย์เป็นตัวแปรตาม สินทรัพย์ต่อหุ้น หนี้สินต่อหุ้น รายได้ต่อหุ้น และค่าใช้จ่ายต่อหุ้นเป็นตัวแปรอิสระ จากผลการทดสอบในครั้งแรกพบว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองสูง (Multicollinearity) ผู้วิจัยจึงแปลงค่าตัวแปรโดยใช้ logธรรมชาติเพื่อแก้ปัญหาดังกล่าว ซึ่งสามารถวิเคราะห์ผลจากตัวแบบที่ใช้ในการวิเคราะห์ได้ดังนี้

ค่า Adjusted R^2 รวมที่ได้จากตัวแบบรวมเท่ากับ 44.20% ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 สรุปได้ว่า องค์ประกอบของมูลค่าตามบัญชีอันได้แก่ สินทรัพย์ หนี้สินและองค์ประกอบของกำไรทางบัญชีอันได้แก่ รายได้ และรายจ่าย มีความสามารถร่วมกันในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ 44.20% เป็นไปตามสมมติฐานที่ 2 สำหรับการทดสอบความเป็นอิสระของตัวแปรตามที่พิจารณาจากค่าเคอร์บิน-วัตสัน พบว่าตัวแปรตามมีความเป็นอิสระเนื่องจากได้ค่าเท่ากับ 1.578 เช่นเดียวกับตัวแปรอิสระก็มีความเป็นอิสระจากกันเนื่องจากได้ค่าความเป็นอิสระของตัวแปร (VIF) ไม่เกิน 10 ซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอย

จากการทดสอบข้างต้นกล่าวได้ว่าองค์ประกอบของมูลค่าตามบัญชีและองค์ประกอบของกำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ แม้ว่าจะถูกจำกัดด้วยสภาพ

คล่องในการถือครองหลักทรัพย์ของชาวต่างประเทศก็ตาม นอกจากนี้ยังสรุปได้ว่า สินทรัพย์และรายได้มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์เป็นไปในทิศทางเดียวกัน ขณะที่หนี้สินและค่าใช้จ่ายจะมีความสัมพันธ์แปรผกผันหรือทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์ จากผลการวิจัยดังกล่าวอาจเป็นไปได้ที่นักลงทุนจะมองว่าสินทรัพย์เป็นตัววัดฐานะการเงินของบริษัท รายได้เป็นสิ่งที่ชี้ให้เห็นถึงผลการดำเนินงาน หนี้สินเป็นสิ่งที่ชี้ให้เห็นถึงภาระผูกพันในอนาคตที่จะเกิดขึ้นดังนั้นบริษัทที่มีหนี้สินมาก ๆ ก็มีความเสี่ยงที่จะมีผลการดำเนินงานต่อเนื่องสูง และอาจทำให้บริษัทขาดสภาพคล่องได้เช่นเดียวกับค่าใช้จ่ายถ้ามีมูลค่าสูงมาก ๆ อาจแสดงให้เห็นถึงการด้อยประสิทธิภาพในการดำเนินงานก็เป็นได้

สมมติฐานที่ 2.1 การศึกษาความสามารถขององค์ประกอบมูลค่าตามบัญชี ซึ่งได้แก่ สินทรัพย์และหนี้สินในช่วงปีพ.ศ.2540-2545 กำหนดให้ราคาหลักทรัพย์เป็นตัวแปรตาม สินทรัพย์ต่อหุ้น และหนี้สินต่อหุ้นเป็นตัวแปรอิสระ จากผลการทดสอบในครั้งแรกพบว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองสูง (Multicollinearity) ผู้วิจัยจึงแปลงค่าตัวแปรด้วยการใช้ $\log$ ธรรมชาติเพื่อแก้ปัญหาดังกล่าว ซึ่งสามารถวิเคราะห์ผลจากตัวแบบที่ใช้ในการวิเคราะห์ได้ดังนี้

ค่า Adjusted R^2 เท่ากับ 38.50% ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 สรุปได้ว่าองค์ประกอบของมูลค่าตามบัญชีอันได้แก่ สินทรัพย์และหนี้สินมีความสามารถร่วมกันในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ 38.50% แม้ว่าจะถูกจำกัดด้วยสภาพคล่องในการถือครองหลักทรัพย์ของชาวต่างประเทศก็ตาม สำหรับการทดสอบความเป็นอิสระของตัวแปรตามที่พิจารณาจากค่าคอรีบิน-วัตสัน พบว่าตัวแปรตามมีความเป็นอิสระเนื่องจากได้ค่าเท่ากับ 2.033 เช่นเดียวกับตัวแปรอิสระก็มีความเป็นอิสระจากกันเนื่องจากได้ค่าความเป็นอิสระของตัวแปร(VIF) ไม่เกิน 10 นอกจากนี้ยังพบว่าสินทรัพย์มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์มากกว่าหนี้สินซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ 2.1 ที่สมมติว่าสินทรัพย์และหนี้สินมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้แตกต่างกัน อาจเป็นไปได้ว่าในการลงทุนนักลงทุนต่างประเทศจะให้ความสำคัญกับความมั่นคงหรือขนาดของกิจการก่อนที่จะพิจารณาถึงภาระผูกพันในปัจจุบันของกิจการเพราะถ้าบริษัทมีความมั่นคงแล้ว โอกาสที่จะมีผลการดำเนินงานต่อเนื่องก็มีสูงซึ่งน่าจะลดปัญหาเกี่ยวกับความสามารถในการชำระหนี้ไปได้เองโดยอัตโนมัติ

สมมติฐานที่ 2.2 การศึกษาความสามารถขององค์ประกอบกำไรทางบัญชี ซึ่งได้แก่ สินทรัพย์และหนี้สินในช่วงปี พ.ศ.2540-2545 กำหนดให้ราคาหลักทรัพย์เป็นตัวแปรตาม รายได้ต่อหุ้นและค่าใช้จ่ายต่อหุ้นเป็นตัวแปรอิสระ จากผลการทดสอบในครั้งแรกพบว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองสูง ผู้วิจัยจึงแปลงค่าตัวแปรด้วยการใช้เลขฐานธรรมชาติ(Log)เพื่อแก้ปัญหาดังกล่าว ซึ่งสามารถวิเคราะห์ผลจากตัวแบบที่ใช้ในการวิเคราะห์ได้ดังนี้

ค่า Adjusted R^2 รวมที่ได้จากตัวแบบรวมเท่ากับ 34.00% ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 สำหรับการทดสอบความเป็นอิสระของตัวแปรตามที่พิจารณาจากค่าเดอร์บิน-วัตสัน พบว่าตัวแปรตามมีความเป็นอิสระเนื่องจากได้ค่าเท่ากับ 1.981 เช่นเดียวกับตัวแปรอิสระก็มีความเป็นอิสระจากกันเนื่องจากได้ค่าความเป็นอิสระของตัวแปร(VIF) ไม่เกิน 10 สรุปได้ว่า องค์ประกอบของกำไรทางบัญชีอันได้แก่ รายได้และค่าใช้จ่าย มีความสามารถร่วมกันในการอธิบายราคาหลักทรัพย์แม้ว่าจะถูกจำกัดด้วยสภาพคล่องในการถือครองหลักทรัพย์ของชาวต่างประเทศก็ตาม ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของสวามินาธานและเวียนธอร์ป (Swaminathan & Weintrop, 1991) ที่พบว่ารายได้และค่าใช้จ่ายเป็นข้อมูลที่มีคุณค่า นอกจากนี้ยังพบว่ารายได้มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากกว่าค่าใช้จ่ายซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่า รายได้และค่าใช้จ่ายมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้แตกต่างกัน ทั้งนี้เป็นไปได้ที่นักลงทุนต่างประเทศอาจให้ความสำคัญกับรายได้มากกว่าค่าใช้จ่าย เนื่องจากรายได้แสดงให้เห็นถึงการเพิ่มขึ้นของประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในรอบระยะเวลาบัญชีในรูปแบบกระแสเข้า ซึ่งถ้ารายได้ของบริษัทเติบโตในขณะที่การบริหารงานมีประสิทธิภาพโอกาสที่นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนสูงก็มีมาก