

ความเกี่ยวข้องกับมูลค่าของกิจการจากส่วนประกอบของกำไรสุทธิ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในทศวรรษที่ผ่านมา*

The Value Relevance of Net Income Components of Listed Firms in the Stock Exchange of Thailand in the Last Decade

พัชรสุดา ปัญญาชื่นสกุลสุข**

พงศ์พรต ฉัตรภรณ์***

วิลาสินี วงศ์แก้ว****



บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสามารถของส่วนประกอบของกำไรสุทธิได้แก่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงของความสามารถของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนจำนวน

* ผู้วิจัยขอขอบคณาจารย์ ดร.วรศักดิ์ ทูมมานนท์ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ยิ่งยศ เจริญวาทิน และผู้เข้าร่วมการสัมมนาและเสนอผลงานทางวิชาการระดับชาติของงานวิจัยด้านธุรกิจและเศรษฐศาสตร์ ครั้งที่ 1 มหาวิทยาลัยบูรพา สำหรับคำแนะนำที่เป็นประโยชน์ต่องานวิจัยนี้

** มหาวิทยาลัยมหิดลจากหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

*** ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

**** อาจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



17 กลุ่มธุรกิจจาก 6 กลุ่มอุตสาหกรรม ระหว่างปี พ.ศ. 2542 ถึง 2549 (ก่อนการเปลี่ยนแปลงเป็นมาตรฐานการบัญชีไทย (ฉบับปรับปรุง 2550))

จากการวิจัยพบว่าทั้งกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และรายการคงค้างนั้นสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้ทั้งนี้กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

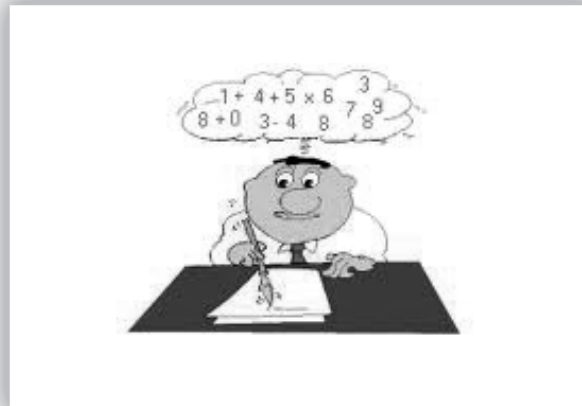
จะมีความสามารถส่วนเพิ่มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้างโดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงปี พ.ศ. 2547 ถึง 2549 เนื่องจากสาเหตุหลักคือ 1) กำไรหรือขาดทุนจากการดำเนินงานหลักมาก 2) สินทรัพย์มาก 3) อัตราการเติบโตของกำไรสูง และ 4) ความผันผวนของกำไรสูง

คำสำคัญ : กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน รายการคงค้าง

Abstract

The objectives of this research are to study the explanatory power of accrual items and cash flows from operating activities in explaining stock price of listed firms in the Stock Exchange of Thailand, and to study the factors affecting the change between the explanatory power of accrual items and cash flows from operating activities in explaining stock price. The sample consists of listed companies in the Stock Exchange of Thailand, including 17 business sectors from 6 industry groups during the year 1999 to 2006 (before the change to Thai Accounting Standard (Revised 2550))

The results of this study show that cash flows from operating activities and accrual items have a power to explain the change in stock prices. Cash flows from operating activities in fact have more incremental explanatory power than accrual items in explaining stock price especially during the year 2004-2006. The main reasons are from 1) high level of net income or net loss from operation, 2) high amount of assets, 3) high earnings growth rate, and 4) high transitory earnings.



Keywords : Cash Flows from Operating Activities, Accrual Items.

บทนำ

กำไรสุทธิของแต่ละกิจการนั้นสามารถสะท้อนถึงมูลค่าของกิจการได้ ซึ่งเป็นการบ่งบอกถึงความสำคัญของกำไรทางบัญชีในด้านความเกี่ยวข้องกับมูลค่าของกิจการ (Value Relevance) โดยกำไรสุทธิหรือขาดทุนสุทธิในงบการเงินเป็นข้อมูลที่ใช้สรุปผลการดำเนินงานของกิจการในรอบเวลาหนึ่งๆ ที่ช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถประเมินถึงผลการดำเนินงานของฝ่ายบริหารและกระแสเงินสดในอนาคตได้ ซึ่งจากการทบทวนการวิจัยที่ผ่านมาพบว่ากำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นข้อมูลทางบัญชีที่ผู้ลงทุนให้ความสำคัญมากที่สุด โดยมีแนวคิดที่ว่า ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับกระแสเงินสดหรือเงินปันผลในอนาคตที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับ ซึ่งกำไรสุทธิสามารถใช้พยากรณ์กระแสเงินสดในอนาคตได้ กำไรสุทธิจึงเป็นข้อมูลที่มีความสำคัญอย่างยิ่งในการวิเคราะห์งบการเงิน เนื่องจากกำไรสุทธิเป็นตัววัดผลสำเร็จในการดำเนินงานของกิจการ (Dechow, 1994) และด้วยแนวคิดในการวัดผลกำไรที่เกิดจากแม่บทการบัญชีรวมถึงข้อสมมติเรื่องเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) ของแม่บทการบัญชีในการจัดทำและนำเสนองบการเงินจึงส่งผลทำให้กำไรประกอบขึ้นด้วยองค์ประกอบที่สำคัญ 2 ส่วน ได้แก่ องค์ประกอบส่วนของกระแสเงินสด (Cash Flows Component of Earnings) และองค์ประกอบส่วนของรายการคงค้าง (Accruals Component of Earnings) หากทั้งสององค์ประกอบนี้รวมตัวกันจะได้เป็นกำไรสุทธิที่แสดงในงบการเงิน เรียกโดยรวมว่า “องค์ประกอบของกำไร” (Earnings Components) โดยองค์ประกอบส่วนของกระแสเงินสดสามารถแบ่งได้ตามกิจกรรมที่แสดงและนำเสนอในงบกระแสเงินสด คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน และในองค์ประกอบส่วนของรายการคงค้างทั้งหมดสามารถแบ่งได้เป็น

2 ประเภท คือ แบ่งตามระยะเวลา ได้แก่ รายการคงค้างระยะสั้น (Current Accruals) กับรายการคงค้างระยะยาว (Long-Term Accruals) และแบ่งตามการควบคุม ได้แก่ รายการคงค้างจากฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals) กับรายการคงค้างจากการดำเนินธุรกิจ (Non-Discretionary Accruals) ส่งผลให้งานวิจัยทางบัญชีส่วนใหญ่ให้ความสนใจวิจัยคุณค่าข้อมูล ของกำไรทางบัญชี (Information Content of Earnings) ที่มีต่อตลาดทุน โดยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ เพื่อยืนยันว่าข้อมูลกำไรที่จัดทำตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป เป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของผู้ใช้งบการเงินในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ของกิจการ ซึ่งแรงจูงใจในงานวิจัยลักษณะนี้ มีที่มาจากการที่ผู้ลงทุนและสื่อมวลชนต่างๆ ในสหรัฐอเมริกา วิจารณ์เกี่ยวกับประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีว่า ข้อมูลทางบัญชีมีความสำคัญและเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุนลดลง ทำให้สมาคมวิชาชีพบัญชีจัดตั้งคณะกรรมการพิเศษ (Jenkins Committee) ในปี ค.ศ. 1994 เพื่อปรับปรุงรายงานการเงินของกิจการให้เป็นประโยชน์ยิ่งขึ้นโดยเฉพาะต่อกลุ่มผู้ใช้งบการเงินที่เป็นผู้ลงทุน

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสามารถของส่วนประกอบของกำไรสุทธิ ได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยอาศัยตัวแบบจากงานวิจัยของ Feltham and Ohlson (1995) และ Collins, Maydew, and Weiss (1997) เป็นพื้นฐาน และเพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงของความสามารถของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ซึ่งจะช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินไม่ว่าจะเป็นผู้กำหนดมาตรฐานการบัญชี ผู้กำหนดนโยบายของตลาดทุน นักลงทุน นักวิเคราะห์ แม้กระทั่งบริษัทจดทะเบียนเอง ได้เข้าใจและเห็นถึงความสำคัญของข้อมูล

ทางการบัญชีในตลาดทุนของประเทศไทยที่ช่วยในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจได้ดีขึ้น ทั้งนี้ งานวิจัยนี้ได้ศึกษาข้อมูลงบการเงินในช่วงปี พ.ศ. 2542 ถึง พ.ศ. 2549 ซึ่งเป็นช่วงเวลาก่อนที่จะมีการเปลี่ยนแปลงมาตรฐานการบัญชีไทยเป็นฉบับปรับปรุง พ.ศ. 2550

แนวคิดและทฤษฎี

โดยปกติแล้ว ผู้ลงทุนจะให้ความสำคัญกับกำไรทางบัญชีอย่างมาก เพราะตามแนวคิดกำไรจากมุมมองของข่าวสาร (Earnings from an Information Perspective) ได้เชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับกำไรไว้ดังนี้

1. ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันสัมพันธ์กับเงินปันผลในอนาคต
2. เงินปันผลในอนาคตสัมพันธ์กับกำไรในอนาคต
3. กำไรในอนาคตสัมพันธ์กับกำไรในปัจจุบัน (Beaver, 1998)

ทำให้พิจารณาได้ว่า กำไรทางบัญชี คือ ค่าประมาณของกำไรทางเศรษฐศาสตร์ซึ่งเกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในธุรกิจ นักวิจัยทางบัญชีจึงมุ่งศึกษาความสำคัญของกำไรทางบัญชี โดยการวิจัยเชิงประจักษ์ในต่างประเทศส่วนใหญ่จะเป็นการศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลกำไร อาทิ งานวิจัยของ Ball and Brown (1968) Beaver (1968) รวมถึงข้อมูลที่เป็นองค์ประกอบของกำไร เช่น รายได้และค่าใช้จ่าย ในงานวิจัยของ Swaminathan and Weintrop (1991) เป็นต้น

กำไรสุทธิทางบัญชียังมีส่วนประกอบสองส่วน ได้แก่ ส่วนแรกเป็นกระแสเงินสดที่ได้รับจากการดำเนินงานและส่วนที่สองซึ่งเป็นผลจากการบันทึกรายการตามเกณฑ์คงค้าง ซึ่งกิจการต้องบันทึกเพื่อให้เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีที่ยอมรับโดยทั่วไป ถึงแม้จะยังไม่ได้รับเงินสดเข้ามาหรือจ่ายออกไปก็ตาม

รายการคงค้างสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท ได้แก่

1. แบ่งตามช่วงระยะเวลา แบ่งออกเป็น

- รายการคงค้างระยะสั้น (Current Accruals) คือ การแก้ไขในส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน เช่น การรับรู้รายได้รับล่วงหน้า หรือการชะลอการรับรู้ค่าใช้จ่าย

- รายการคงค้างระยะยาว (Non-Current Accruals) เกี่ยวข้องกับการแก้ไขในส่วนของสินทรัพย์สุทธิระยะยาว เช่น การชะลอตัดค่าเสื่อมราคา

2. แบ่งตามการควบคุมของฝ่ายบริหาร แบ่งออกเป็น

- รายการคงค้างจากฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals) คือ การเปลี่ยนแปลงอันเนื่องมาจากการตัดสินใจของฝ่ายบริหาร เช่น ค่าตอบแทนพิเศษแก่กรรมการ โบนัสพิเศษแก่กรรมการ เป็นต้น

- รายการคงค้างจากการดำเนินธุรกิจ (Non-Discretionary Accruals) คือ การเปลี่ยนแปลงจากการดำเนินธุรกิจ เช่น ยอดขาย เป็นต้น

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Srisawadi (1996) ได้ศึกษาถึงความสามารถของข้อมูลกำไรในการเปลี่ยนการตัดสินใจของผู้ใช้ข้อมูลในตลาดทุนของประเทศไทย พบว่าข้อมูลกำไรซึ่งจัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง (ปี 2529-2533) มีความสามารถในการเปลี่ยนการตัดสินใจโดยที่ก่อนหน้านี้ (ปี 2522-2528) ไม่พบหลักฐานดังกล่าว ทั้งนี้เป็นผลจากการพัฒนาอย่างต่อเนื่องในมาตรฐานการบัญชีแห่งประเทศไทยและข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย Allen (2000) ได้กล่าวว่านักวิเคราะห์ทางการเงินเชื่อว่ากระแสเงินสดมีแนวโน้มที่จะถูกยักยัดโดยผู้บริหารได้ไม่มาก

เท่ากับรายการตามเกณฑ์คงค้างผ่านวิธีการเลือกปฏิบัติทางการบัญชี ในทางกลับกันนักบัญชีก็เชื่อว่าเงินสดง่ายต่อการย้ายผ่านทางเลือกในการรับ-จ่ายเงินสด Bowen, Burgstahler, and Daley (1987) และ Sirisom (2003) ได้กล่าวถึงบทบาทของข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ว่าแบ่งได้ 2 มุมมอง คือ

1) การบัญชีตามเกณฑ์คงค้างเป็นข้อมูลที่มีความสามารถในการเปลี่ยนการตัดสินใจ และตรวจสอบว่าข้อมูลกระแสเงินสดเป็นข้อมูลเพิ่มเติมให้กับข้อมูลกำไรหรือไม่ ซึ่งจะทำให้เกิดคำถามว่าข้อมูลกระแสเงินสดเป็นข้อมูลที่ให้ประโยชน์หรือไม่

2) ข้อมูลกระแสเงินสดเป็นข้อมูลที่มีความสามารถในการเปลี่ยนการตัดสินใจ และตรวจสอบว่าข้อมูลกำไรเป็นข้อมูลเพิ่มเติมให้กับข้อมูลกระแสเงินสดหรือไม่ ซึ่งจะทำให้เกิดคำถามว่าข้อมูลตามเกณฑ์คงค้างเป็นข้อมูลที่ให้ประโยชน์หรือไม่

งานที่ยืนยันว่าข้อมูลกำไรตามเกณฑ์คงค้างยังคงมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ซึ่งได้แก่ งานวิจัยของ Board and Day (1989) ที่ศึกษาความสามารถของข้อมูลกระแสเงินสดในการเปลี่ยนการตัดสินใจ ซึ่งผลแสดงให้เห็นว่ากำไรสุทธิที่จัดทำตามเกณฑ์คงค้างนั้นมีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของผู้ใช้ข้อมูลมากกว่าข้อมูลกระแสเงินสด และ Dyna (1996) ที่ศึกษาถึงข้อมูลตามเกณฑ์คงค้างเปรียบเทียบกับข้อมูลกระแสเงินสด พบว่าข้อมูลกระแสเงินสดไม่มีแนวโน้มที่จะเพิ่มความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจไปมากกว่าข้อมูลที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง ซึ่งตรงกับผลการศึกษาลักษณะของข้อมูลตามเกณฑ์คงค้างและข้อมูลกระแสเงินสดในตลาดทุนประเทศจีน ของ Haw, Qi, and Wu (2001) ที่ทำการทดสอบถึงการมีคุณค่าส่วนเพิ่ม (Incremental

Information Content) ของข้อมูลกำไร กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และรายการคงค้าง พบว่ากำไรสุทธิสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และรายการคงค้างก็มีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน โดยให้เหตุผลว่ากำไรได้รวมส่วนประกอบที่เป็นเกณฑ์คงค้างซึ่งเป็นข้อมูลที่มีความสามารถส่วนเพิ่มในการเปลี่ยนการตัดสินใจและนำไปใช้พยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ดีกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน นอกจากนี้ การที่ตลาดทุนของประเทศจีนเป็นตลาดทุนที่กำลังพัฒนา การลงทุนส่วนใหญ่มาจากนักลงทุนภายในประเทศและยังไม่มีทางเลือกในการปฏิบัติทางบัญชีภายใต้มาตรฐานการบัญชีของจีน (People's Republic of China Accounting Standard : PRC-GAPP) ให้เลือกมากนัก ดังนั้น โอกาสที่บริษัทจะเลือกทำการจัดการกำไร (Earnings Management) จึงมีน้อยส่งผลให้กำไรสุทธิเป็นข้อมูลที่นักลงทุนสามารถยึดเป็นหลักในการนำไปใช้ตัดสินใจลงทุนได้ ส่วน Seethamraju (2000) ศึกษาถึงความเกี่ยวข้องของเครื่องหมายการค้ากับการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ พบว่ากำไรสุทธิมีความเกี่ยวข้องกับการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์แต่ไม่มีนัยสำคัญอีกหนึ่งงานวิจัยที่ให้ผลตรงกันคือ ความสัมพันธ์ระหว่างกำไร กระแสเงินสด และผลตอบแทนหลักทรัพย์ของ Yoon and Miller (2003) แต่มีเหตุผลที่ต่างไปว่าการที่ข้อมูลกำไรสามารถอธิบายได้ดีกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานอาจเป็นผลจากการตกแต่งตัวเลขกำไรที่ทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้น ซึ่งทำให้นักลงทุนที่ไม่มีประสบการณ์มากนักเข้าใจผิดทั้งที่มูลค่าบริษัทจริงๆ แล้วไม่ใช่อย่างที่รายงาน

ข้อมูลกำไรสุทธิและข้อมูลกระแสเงินสดที่ใช้เป็นตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งศึกษาในบทบาทของข้อมูลตามเกณฑ์คงค้างทางบัญชีของ Dechow (1994) พบว่าข้อมูลกำไรที่เป็นเกณฑ์คงค้างมีผลต่อ

การเปลี่ยนการตัดสินใจ และมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว ทั้งนี้หากกิจการอยู่ในช่วงภาวะเศรษฐกิจขาลงก็เป็นไปได้ว่าข้อมูลกำไรจะมีปัญหาในเรื่องของความทันเวลาและหลักการจับคู่ที่รุนแรงกว่าข้อมูลกระแสเงินสด ส่งผลให้ข้อมูลกำไรสุทธิเป็นข้อมูลที่ไม่ทันต่อการตัดสินใจของนักลงทุน คือไม่สะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานในอนาคตได้ดีเท่าควร ส่วน Biddle, Seow, and Siegel (1995) ศึกษาถึงความสัมพันธ์และความสามารถส่วนเพิ่มในการเปลี่ยนการตัดสินใจ พบว่าอุตสาหกรรมส่วนใหญ่ข้อมูลกำไรมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีในบางอุตสาหกรรมเท่านั้นที่สนับสนุนข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน แต่ในการศึกษาดังกล่าวไม่ได้มีการควบคุมในเรื่องของวงจรชีวิตของอุตสาหกรรม

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่ศึกษาถึงความสามารถส่วนเพิ่มในการเปลี่ยนการตัดสินใจของข้อมูลตามเกณฑ์คงค้างเปรียบเทียบกับข้อมูลกระแสเงินสดของ Bowen, Burgstahler, and Daley (1987) ที่พบว่าทั้งข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ และยังมีความสัมพันธ์กันระหว่างข้อมูลกำไรกับกระแสเงินสด โดยที่ข้อมูลกระแสเงินสดเป็นข้อมูลเพิ่มเติมต่อข้อมูลกำไรในส่วนที่เป็นเกณฑ์เงินสดและเกณฑ์คงค้าง เช่นเดียวกับความสัมพันธ์ระหว่างกำไรกระแสเงินสดและผลตอบแทนหลักทรัพย์ของ Jones (2003) ที่ศึกษาเพิ่มเติมต่อผลของ Lev and Zarowin (1999) ผลการศึกษาพบว่าทั้งข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์แต่เป็นความสามารถในการอธิบายที่ไม่มากนัก ส่วน Black (1998) ที่ศึกษาผลกระทบของวงจรชีวิตต่อความสามารถในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของตัววัดกำไรและกระแสเงินสด เห็นว่าข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องกับการกำหนด

ราคาหลักทรัพย์แตกต่างกันไปตามช่วงวงจรชีวิต (Life-Cycle Stages) ซึ่งกล่าวถึงช่วงเจริญเติบโต (Growth Phase) และช่วงเจริญเติบโตเต็มที่ (Mature Phase) เป็นช่วงที่ก่อให้เกิดกำไรและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ส่วนช่วงตกต่ำ (Decline or Stagnant Phase) นั้นมูลค่าของการก่อให้เกิดกระแสเงินสดในอนาคตจากการดำเนินงานยังคงมีอยู่ แต่โอกาสในการเจริญเติบโตอาจถูกจำกัด และทำกำไรได้น้อยลง ซึ่งนักลงทุนเชื่อว่าในช่วงนี้โอกาสในการจัดหาเงินของบริษัทจะถูกจำกัดหรือเกิดต้นทุนที่สูงมาก งานวิจัยที่ให้ผลตรงกันข้ามของ Joseph and Lipka (2006) ที่ศึกษาถึงประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีต่อบริษัทที่ประสบกับความลำบากและความเสื่อมถอยของเศรษฐกิจ คือไม่สนับสนุนทั้งข้อมูลกำไรตามเกณฑ์คงค้างและข้อมูลกระแสเงินสดในกิจการที่ประสบกับความลำบากทางการเงิน เนื่องจากประโยชน์ของข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดจะลดลงด้วยปัญหาการดำเนินงาน แต่หากพิจารณากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานร่วมกับรายการคงค้างทางบัญชีแล้วจะเป็นข้อมูลที่มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีขึ้น

อย่างไรก็ตาม ยังมีผลงานวิจัยที่ให้ผลการศึกษตรงกันข้ามกับงานวิจัยต่างๆ ข้างต้น โดยสนับสนุนข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานว่ามีความสามารถในการอธิบายและกำหนดราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่าข้อมูลตามเกณฑ์คงค้าง ได้แก่ การศึกษาถึงความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและรายการคงค้างกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดย Rayburn (1986) ที่เห็นว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์มากกว่า เนื่องจากกำไรรวมรายการที่เป็นกระแสเงินสดของงวดถัดๆ ไป อาจทำให้ไม่สะท้อนถึงการพยากรณ์กระแสเงินสดในอนาคตได้ดีเท่าที่ควร Al-Harbi (2003) ศึกษาว่า นักลงทุนผูกติดกับตัววัดที่เป็นกระแสเงินสดมากกว่า

ตัววัดตามเกณฑ์คงค้างหรือไม่ในการวัดมูลค่าของบริษัท ผลปรากฏว่าในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีการลงทุนในเทคโนโลยีขั้นสูงนั้นนักลงทุนสนใจมูลค่าของกระแสเงินสดและข้อมูลกระแสเงินสดยังมีความเกี่ยวข้องกับการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ด้วย Graham and Knight (2000) ศึกษาเกี่ยวกับข้อมูลกระแสเงินสดเปรียบเทียบกับข้อมูลกำไรในการวัดมูลค่าบริษัท พบว่ามูลค่าของบริษัท (ราคาหลักทรัพย์) ขึ้นอยู่กับกระแสเงินสดที่คาดหวังในอนาคตไม่ใช่กำไรสุทธิที่รายงาน โดยให้เหตุผลว่าความแตกต่างที่เกิดขึ้นเป็นผลจากค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสด โดยเฉพาะค่าเสื่อมราคาสินทรัพย์ ซึ่งขึ้นอยู่กับต้นทุนในอดีต (Historical Cost) ของสินทรัพย์นั้นๆ รวมถึงค่าเช่าสินทรัพย์ที่มักผันผวนตามราคาตลาดอยู่ตลอดเวลา Wayne (1987) ศึกษาความสัมพันธ์ของความสามารถของข้อมูลกำไรและข้อมูลกระแสทุนทางการบัญชีในการเปลี่ยนการตัดสินใจในการประเมินราคาหลักทรัพย์ในตลาดหุ้น Ainsworth (1988) ศึกษาความสามารถของข้อมูลกระแสเงินสดในการเปลี่ยนการตัดสินใจ และ Kochanek and Norgaard (1988) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไร คุณภาพกำไรและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการประเมินความคล่องทางการเงินและการพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ ทั้งสามการศึกษาพบว่ากระแสเงินสดเป็นตัวพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรสุทธิทางบัญชี นอกจากนี้ Kochanek and Norgaard (1988) ยังชี้ให้เห็นถึงความสามารถของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการประเมินสภาพคล่องทางการเงินได้ดีกว่ากำไรสุทธิ เช่นเดียวกับผลการศึกษาดังกล่าวที่เพิ่มขึ้นจากการใช้ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการตัดสินใจของ Allen (2000) ที่พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนโดยนักลงทุนและให้กู้ยืมและสินเชื่อโดย Creditors โดยให้เหตุผลว่ากระแสเงินสดนั้นให้ข้อมูลเกี่ยวกับสภาพคล่องและความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท ซึ่งช่วยในการประเมินความ

สามารถในการทำกำไรและความสามารถในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดในอนาคตได้ดีกว่าอีกงานวิจัยที่ให้ผลคล้ายกันคือ Narktabtee (2000) ที่ศึกษาถึงการให้ข้อมูลทางการบัญชีในตลาดทุนของประเทศไทย ซึ่งกล่าวว่านักลงทุนรับรู้ถึงข้อมูลที่ถ่ายทอดโดยกระแสเงินสดต่างจากที่ถ่ายทอดโดยกำไร โดยพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องกับการอธิบายราคาหลักทรัพย์มากกว่ากำไรสุทธิ แต่เมื่อพิจารณาแยกตามแต่ละกิจกรรมของกระแสเงินสดแล้วจะพบว่าทั้งข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ไม่แตกต่างกัน

Sloan (1996) ศึกษาถึงราคาหลักทรัพย์ที่มีผลกระทบมาจากรายการคงค้างและกระแสเงินสดเพื่อใช้ในการพยากรณ์กำไรในอนาคต จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (NYSE) ได้กล่าวไว้ว่ากำไรสุทธิทางบัญชีมี 2 ส่วนประกอบ คือ กำไรส่วนที่เป็นเกณฑ์คงค้างและกำไรส่วนที่เป็นกระแสเงินสด และพบว่าทั้ง 2 ส่วนมีความสัมพันธ์กันหากมีกำไรส่วนที่เป็นกระแสเงินสดมาก นอกจากนี้ยังช่วยเพิ่มความถาวรของกำไรได้อย่างต่อเนื่องมากกว่าการที่มีกำไรที่เป็นเกณฑ์คงค้างเป็นจำนวนมาก เพราะรายการคงค้างจำนวนมากที่ช่วยเพิ่มผลกำไรนั้น ผลที่ตามมาคือกำไรมีความถาวรจริงแต่ไม่ถาวรอย่างต่อเนื่อง ซึ่งต่างจากกำไรส่วนที่เป็นกระแสเงินสดที่ส่งผลให้เกิดความถาวรของกำไรอย่างต่อเนื่องแต่โดยมากแล้วผู้ใช้งบการเงินมักมองที่ตัวกำไรโดยไม่ดูส่วนประกอบของกำไรที่เกิดขึ้นจากระดับการเปลี่ยนแปลงรายการในเกณฑ์คงค้างและกระแสเงินสดที่มีผลทำให้เกิดความผิดพลาดต่อการลงทุนและผลตอบแทนที่คาดหวังไว้ แม้ว่าบริษัทมีกำไรแต่อาจเป็นผลมาจากรายการคงค้างที่มีจำนวนมากก็เป็นได้ นอกจากนี้ยังแนะนำว่านักลงทุนควรลดระดับความสำคัญของเกณฑ์คงค้างลงและให้ความสำคัญกับกระแสเงินสดให้มากขึ้นรวมทั้งคำนึงถึงคุณภาพกำไรด้วย เพราะถึงแม้ว่าตลาดทุนในประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ

(Market Efficiency) ก็ตาม แต่ผู้ใช้งบการเงินยังคงขาดความสนใจถึงแหล่งที่มาของตัวเลขกำไร ส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์เป็นไปอย่างไม่ถูกต้องด้วย

การที่มีการจัดทำงบกระแสเงินสดซึ่งเป็นอีกแหล่งข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนในการประเมินความน่าเชื่อถือของข้อมูลกำไร หากบริษัทแสดงผลกำไรที่ดีแต่ในส่วนของกำไรก่อให้เกิดกระแสเงินสดมีน้อยก็อาจเป็นสัญญาณเตือนว่ากำไรนั้นไม่ใช่กำไรที่แท้จริง (Weil, 2004) ดังนั้นข้อมูลกระแสเงินสดจึงเป็นข้อมูลที่ให้ประโยชน์ในการตัดสินใจตัวหนึ่งที่ควรนำมาพิจารณา ผู้ใช้งบการเงินมักจะมองกำไรที่รายงานว่าเป็นตัวแทนที่แสดงถึงกำไรในอนาคต ดังนั้นหากปีใดกำไรติดลบ (ขาดทุนสุทธิ) ความคาดหวังของตลาดก็จะลดลงเรื่อยๆ Ettredge and Fuller, (1991) ศึกษาผลกระทบของกำไรสุทธิติดลบพบว่าเมื่อบริษัทประสบผลขาดทุน แม้ว่าในปีถัดมาจะเกิดกำไรให้ผู้ใช้งบการเงินอาจไม่รู้ถึงกำไรที่เพิ่มขึ้นทำให้ผู้ใช้งบการเงินขาดความเชื่อถือในข้อมูลกำไรได้ เรียกผลกระทบต่อกำไรนี้ว่า “Negative Earnings Effect” ซึ่งส่งผลให้คุณภาพกำไรลดลง ประกอบกับเริ่มมีงานวิจัยต่างๆ ที่ทำการวิเคราะห์ถึงความมีประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีอื่นๆ เปรียบเทียบกับข้อมูลตามเกณฑ์คงค้าง จะเห็นได้ว่ายังมีข้อมูลทางบัญชีอื่นที่สามารถนำมาใช้ในการพิจารณาเพิ่มเติมในการตัดสินใจได้นอกจากข้อมูลกำไร รวมทั้งข้อมูลกำไรสุทธิมีความไม่แน่นอนเนื่องจากการบัญชีตามเกณฑ์คงค้างได้รวมประมาณการความไม่แน่นอนของเหตุการณ์ในอนาคตโดยผู้บริหาร และผู้บริหารเองก็มีแรงจูงใจโดยการใช้โอกาสในการรายงานผลการดำเนินงาน โดยการจัดการกำไรให้เป็นไปตามที่ตนเองต้องการเพื่อประโยชน์ส่วนตัว (DeFond and Hung, 2003)

นักลงทุนยังให้ความสำคัญกับกำไรสุทธิลดลง (ปัญหา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์, 2545) หากบริษัทประสบกับผลขาดทุนจากการดำเนินงาน ซึ่งอาจเกิดจากแนวทาง

ปฏิบัติทางบัญชีเรื่องหลักความระมัดระวัง หลักการนี้จะใช้ในกรณีที่รายการค้าของธุรกิจยังมีความไม่แน่นอนในสภาพการณ์ที่เป็นอยู่ โดยหลักความระมัดระวังจะกำหนดให้ธุรกิจต้องบันทึกรับรู้ผลขาดทุนและหนี้สินทันทีขณะที่ไม่บันทึกรับรู้หากเป็นผลกำไรหรือสินทรัพย์ โอกาสบันทึกรายการที่ไม่เท่าเทียมกันนี้อาจทำให้กำไรสุทธิของธุรกิจลดความสามารถในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ลงความเอนเอียงดังกล่าวทำให้กำไรต่ำกว่าความคาดหวังของนักลงทุน

อย่างไรก็ตาม ยังไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจนว่าข้อมูลตามเกณฑ์คงค้างหรือข้อมูลตามเกณฑ์เงินสดเป็นข้อมูลที่เหมาะสมที่สุดในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ แม้ว่ายังมีนักลงทุนและนักวิเคราะห์ที่ไม่น้อยที่ยังคงให้ความสำคัญกับข้อมูลในงบกำไรขาดทุนมากกว่าการดูกระแสเงินสด แต่จากการศึกษาถึงงานวิจัยของต่างประเทศที่ผ่านมาโดยส่วนใหญ่มีความเห็นและสนับสนุนว่าข้อมูลกระแสเงินสดสะท้อนถึงปฏิภพของตลาดได้ดีกว่าข้อมูลตามเกณฑ์คงค้าง ประกอบกับการที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต้องทำตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 25 เรื่องงบกระแสเงินสด และรายงานเป็นส่วนหนึ่งของงบการเงินประจำปี ทำให้ผู้ใช้งบการเงินไม่เพียงแต่มีข้อมูลจากงบกำไรขาดทุนและงบดุลเท่านั้น แต่ยังมีข้อมูลกระแสเงินสดที่แยกเป็น 3 กิจกรรม ซึ่งจะช่วยให้เป็นข้อมูลเพิ่มเติมในการตัดสินใจได้ดีขึ้น รวมถึงคุณภาพกำไรที่อาจลดลง อย่างไรก็ตาม ยังคงไม่สามารถหาข้อสรุปที่ชัดเจนได้ ผู้ทำวิจัยจึงทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อราคาหลักทรัพย์ เพื่อให้เป็นอีกผลการศึกษาหนึ่งที่ยืนยันผลการศึกษามีอยู่ก่อนหน้า ซึ่งหากผลการศึกษานี้สนับสนุนข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน นั่นก็หมายถึงว่าข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีข้อมูลส่วนเพิ่มในการอธิบาย

ราคาหลักทรัพย์ได้ดีขึ้น แต่ถ้าผลการศึกษาออกมาในทางตรงกันข้ามก็แสดงถึงว่านักวิเคราะห์ก็ยังอาจผูกติดอยู่กับข้อมูลกำไร

ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ มีดังต่อไปนี้

1. กำไร (ขาดทุน) จากการดำเนินงานหลัก (Income or Loss from Operation)

Bowen, Burgstahler, and Daley (1987) ศึกษาเกี่ยวกับความสามารถของข้อมูลส่วนเพิ่มในการเปลี่ยนการตัดสินใจระหว่างรายการคงค้างกับกระแสเงินสด โดยศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างในฐานข้อมูล COMPUSTAT ช่วงปี ค.ศ. 1972-1982 ผลการศึกษาพบว่าทั้งข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ และยังมีความสัมพันธ์กันระหว่างข้อมูลกำไรกับกระแสเงินสด โดยที่ข้อมูลกระแสเงินสดเป็นข้อมูลเพิ่มเติมต่อข้อมูลกำไรในส่วนที่เป็นเกณฑ์เงินสดและเกณฑ์คงค้าง Ettredge and Fuller (1991) ศึกษาผลกระทบของข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนในการประเมินความน่าเชื่อถือ พบว่าหากปีใดกำไรติดลบความคาดหวังของตลาดก็จะลดลงเรื่อยๆ เมื่อกิจการประสบผลขาดทุนแม้ว่าในปีถัดมาจะเกิดกำไรผู้ใช้งบการเงินอาจไม่รับรู้ถึงกำไรที่เพิ่มขึ้นจึงทำให้ผู้ใช้งบการเงินขาดความเชื่อใจในข้อมูลกำไรได้

2. ขนาดของกิจการ (Firm Size)

Fama and French (1992) ศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังในกิจการที่มีขนาดใหญ่ โดยศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างในฐานข้อมูล COMPUSTAT ช่วงปี ค.ศ. 1962-1989 พบว่ากระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังในกิจการที่มีขนาดใหญ่มีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ Freeman (1987) อธิบายถึงขนาดของกิจการที่มีผลต่อการเปิดเผยข้อมูลอื่นๆ กับ

ความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์ โดยศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างในฐานข้อมูล COMPUSTAT ช่วงปี ค.ศ. 1966-1982 พบว่า ราคาหลักทรัพย์ของกิจการขนาดใหญ่เป็นราคาที่สะท้อนข้อมูลเกี่ยวกับกำไรของกิจการได้เร็วกว่าขนาดเล็ก กล่าวคือ ผู้ลงทุนจะมีความมั่นใจในการวิเคราะห์ข้อมูลทั้งกำไรและกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการขนาดใหญ่ McKinnon and Dalimunthe (1993) สนับสนุนงานวิจัยของ Freeman (1987) กล่าวคือ ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ต่อความสนใจในการเปิดเผยข้อมูลมากขึ้น เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวช่วยให้กิจการได้รับผลประโยชน์

3. กำไรที่มีอัตราการเติบโต (Earnings Growth Rate)

Collin and Kothari (1989) ทำการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลทำให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง โดยศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างในฐานข้อมูล COMPUSTAT ช่วงปี ค.ศ. 1968-1982 พบว่ากำไรที่มีความเสถียรภาพและการเติบโตของกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน โดยการเติบโตของกำไรนั้นจะมีความสัมพันธ์กับกำไรในปัจจุบันน้อย แต่ก็ยังสามารถใช้ในการศึกษาถึงโอกาสการเติบโตของกำไรและการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ได้

ส่วนในประเทศอังกฤษ Charitou, Clubb, and Andreou (2001) ได้ศึกษาในเรื่องเดียวกันกับของ Collin and Kothari (1989) โดยใช้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน (London Stock Exchange) ในช่วงปี ค.ศ. 1985-1993 ซึ่งผลการวิจัยก็ไม่มีความแตกต่างกัน คือกำไรที่มีความเสถียรภาพและการเติบโตของกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน โดยการเติบโตของกำไรนั้นก็มีความสัมพันธ์กับกำไรในปัจจุบันน้อยเช่นเดียวกับ Collin and Kothari (1989)

ณัฐฉิณี ครบปรัชญา (2548) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของกำไรที่ไม่คาดหวังและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งการวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ 2 ประการคือ เพื่อศึกษาผลกระทบของความเสถียรภาพของกำไร การเติบโตของกำไรและขนาดของกิจการที่มีต่อตัวเลขกำไรและกระแสเงินสดของกิจการในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์และเพื่อศึกษาทิศทางความสัมพันธ์ของปัจจัยดังกล่าวกับกำไรและกระแสเงินสดของกิจการในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยศึกษาจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 3 กลุ่มธุรกิจคือ กลุ่มธุรกิจพาณิชย์ กลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม และกลุ่มการพิมพ์และสิ่งพิมพ์ ในช่วงเวลา พ.ศ. 2543 - 2547 จากการศึกษาพบว่าในกิจการที่มีการเติบโตของกำไรที่สูงกระแสเงินสดจากการดำเนินงานจะสามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์มากกว่ากำไร

4. ระดับกำไรที่มีเสถียรภาพ (Earnings Permanence and Stability)

Cheng, Liu, and Schaefer (1996) ได้ศึกษาลักษณะของกำไรที่มีเสถียรภาพ และควมมีคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในช่วงปี ค.ศ. 1988-1992 พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่ม เนื่องจากกำไรก่อนรายการพิเศษมีลักษณะของกำไรที่เกิดขึ้นชั่วคราว (Transitory Earnings) อยู่มาก โดยควมมีคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานจะเพิ่มขึ้น หากกำไรมีระดับของกำไรที่มีเสถียรภาพน้อย นอกจากนี้แล้วยังพบว่ากำไรก่อนรายการพิเศษมีคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่ม ภายใต้เงื่อนไขที่ว่ากำไรก่อนรายการพิเศษนั้นจะต้องมีลักษณะเป็นกำไรที่มีเสถียรภาพ

Narktabtee (2000) ได้ตรวจสอบว่าข้อมูลของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีคุณค่าหรือไม่ และ

ควมมีคุณค่าของข้อมูลนี้เหนือกว่าควมมีคุณค่าของกำไรสุทธิหรือไม่ พร้อมทั้งศึกษาว่าระดับกำไรที่มีเสถียรภาพและระดับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่มีเสถียรภาพมีผลต่อควมมีคุณค่าของข้อมูลอย่างไร โดยเก็บกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี ค.ศ. 1994-1997 พบว่ากำไรทางบัญชีมีควมมีคุณค่าของข้อมูลเหนือกว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีควมมีคุณค่าของข้อมูลเหนือกำไรทางบัญชี เฉพาะกรณีที่มีกระแสเงินสดนั้นอยู่ในระดับที่มีเสถียรภาพและกำไรทางบัญชีเป็นกำไรที่ไม่มีเสถียรภาพ

5. สภาพคล่องและความสามารถในการชำระหนี้ (Liquidity and Leverage)

Kochanek and Norgaard (1988) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไร คุณภาพกำไรและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการประเมินควมคล่องทางการเงินและการพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ ทั้งสามการศึกษาพบว่ากระแสเงินสดเป็นตัวพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรสุทธิทางบัญชี นอกจากนี้ ยังชี้ให้เห็นถึงควมสามารถของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการประเมินสภาพคล่องทางการเงินได้ดีกว่ากำไรสุทธิอีกด้วย Allen (2000) ได้ศึกษาถึงคุณค่าที่เพิ่มขึ้นจากการใช้ข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการตัดสินใจพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนโดยนักลงทุนและให้กู้ยืมและสินเชื่อโดย Creditors โดยให้เหตุผลว่ากระแสเงินสดนั้นให้ข้อมูลเกี่ยวกับสภาพคล่องและความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท ซึ่งช่วยในการประเมินควมสามารถในการทำกำไรและความสามารถในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดในอนาคตได้ดีกว่า

6. รายการบัญชีที่ยึดถือหลักจับคู่ค่าใช้จ่ายกับรายได้ (Matching Concept)

Dechow (1994) ได้ทำการศึกษาลึกลับกำไรสุทธิทางบัญชีและกระแสเงินสด เพื่อใช้วัดผลการดำเนินงานของกิจการ ในบทบาทของการจัดทำบัญชีตามเกณฑ์คงค้าง โดยกล่าวว่ากำไรสุทธิเป็นข้อมูลทางบัญชีที่นักลงทุนให้ความสำคัญมากที่สุด แต่ด้วยข้อจำกัดตามหลักการรับรู้รายได้และหลักการจับคู่ค่าใช้จ่ายให้ตรงกับรายได้ที่รับรู้ในงวดบัญชีนั้นๆ ส่งผลให้ข้อมูลของกำไรสุทธิไม่ทันต่อการตัดสินใจต่อผู้ลงทุน อีกทั้งความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetries) ระหว่างฝ่ายบริหารและผู้ใช้งบการเงิน รวมถึงนโยบายการบัญชีที่มาตรฐานการบัญชีกำหนดให้ฝ่ายบริหารสามารถเลือกใช้ได้ จึงเป็นช่องทางหนึ่งที่ทำให้ฝ่ายบริหารเลือกที่จะใช้นโยบายหรือข้อมูลที่เอื้อประโยชน์แก่ตนเองหรือองค์กรของตน ดังนั้นการวัดผลการดำเนินงานภายใต้กระแสเงินสดเริ่มมีบทบาทมากขึ้น เพื่อดูถึงความเพียงพอของเงินสดว่าสามารถชดเชยภาระผูกพันของกิจการที่มีอยู่ได้หรือไม่ด้วยเหตุนี้ผู้วิจัยจึงทำการศึกษากลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (NYSE) ช่วงปี ค.ศ. 1960 - 1989 ถึงตัววัดผลการดำเนินงานในลักษณะสามารถสะท้อนผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากันภายใต้กลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา แบ่งตามระยะเวลาในการสำรวจออกเป็น 3 กลุ่ม คือ สำรวจรายไตรมาส (Firm-Quarter) สำรวจเป็นรายปี (Firm-Year) และสำรวจรายสี่ปี (Firm-Four-Year) ผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและกระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในการประเมินผลระยะสั้น จึงควรนำกระแสเงินสดมาประเมินสภาพคล่องของการดำเนินงานโดยถือเป็นอีกหนึ่งเครื่องมือของการวัดผลการดำเนินงานที่ผู้ใช้งบการเงินควรใส่ใจเพื่อใช้แก้ปัญหาของความทันต่อเวลาในการใช้ข้อมูลและการจับคู่รายได้ค่าใช้จ่ายกับรายได้ที่เกิดขึ้นในงวดบัญชีส่วนกำไรสุทธิทางบัญชีนั้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมากกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในระยะสั้นและระยะยาว โดยให้เหตุผลว่ากำไรสุทธิเป็นสิ่งที่สะท้อนถึงกิจกรรม

การดำเนินงานตามวงจรการดำเนินธุรกิจทั้งด้านความสามารถในการลงทุนต่อไปและจัดหาเงินเพื่อผลประโยชน์ที่ตามมาหรือการทำกำไรในอนาคตคืนสู่ผู้ลงทุน

วิธีดำเนินการวิจัย

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

การวิจัยนี้เป็นการศึกษาลึกลับความสามารถส่วนเพิ่มของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ โดยใช้สมการที่อ้างอิงและปรับปรุงมาจากงานวิจัยของ Feltham and Ohlson (1995) และของ Collins, Maydew, and Weiss (1997) ที่ทำการศึกษาลึกลับความสามารถส่วนเพิ่มของกำไรสุทธิและราคาตามบัญชีต่อการอธิบายราคาหลักทรัพย์ และ Narktabtee (2000) ที่ทำการศึกษาลึกลับความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีในตลาดทุนของประเทศไทย โดยในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้แบ่งการวิเคราะห์เป็นขั้นตอนดังต่อไปนี้

1. วิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ในการอธิบายค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และการกระจายข้อมูลของตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษา
2. การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation) เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของทั้งตัวแปรตามและตัวแปรอิสระทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา เพื่อตรวจสอบทิศทางและระดับความสัมพันธ์เบื้องต้นระหว่างตัวแปรดังกล่าว
3. การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระต่างๆ แบบภาคตัดขวาง (Cross-Sectional) โดยใช้ค่า Adjusted R² เป็นตัววัดความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ ได้มีการตรวจสอบค่าผิดปกติ (Outliers) ของข้อมูลที่จะนำมาศึกษา เพื่อให้ข้อมูลมีการแจกแจง

ແບບປັດທິຫຼືໂຄ້ດເຊິ່ງແບບປັດທິ ຈຶ່ງທຳການເຮັດຂໍ້ມູນ ຕົວແປຕາມຈາກນ້ອຍໄປຫາຫຼາຍ ແລະທຳການຕັດຂໍ້ມູນທີ່ ຜິດປັດທິຕາມຄ່າຕົວແປຕາມທັງສູງສຸດແລະຕໍ່າສຸດຢ່າງລະ 1% ຂອງຂໍ້ມູນ (Swanson, Rees, and Juarez-Valdes, 2003, Easton and Harris, 1991 ແລະ Schwertman and Rapti, 2007)

ການເກັບຮວບຮວມຂໍ້ມູນ

ຂໍ້ມູນສຳຄັນສຳຫຼັບໃຊ້ໃນການວິຈານຄັ້ງນີ້ ເປັນຂໍ້ມູນ ທຸດຍິຍຸມີ (Secondary Data) ເນື່ອງຈາກວິຈານຄັ້ງນີ້ ເປັນວິຈານວິຈານເຊິ່ງປະຈຳກັບ (Empirical Research) ປະກອບ ໄປດ້ວຍຂໍ້ມູນຂອງບັນດາງົບການເງິນແລະໝາຍເຫດປະກອບ ບັນດາງົບການເງິນຂອງບຣິຫຈດຕະເບີຍນາໃນຕະຫຼາດຫຼັກທຳກິຣຳ ແຫ່ງປະເທດໄທ ຂໍ້ມູນດັ່ງກ່າວຫຼັກທຳກິຣຳ ແລະຂໍ້ມູນລາຄາ ຕະຫຼາດຂອງຫຸ້ນສາມັດໃນປີ ພ.ສ. 2542-2549 ຮວມ 8 ປີ ໃຊ້ແຫຼ່ງຂໍ້ມູນຈາກຫຼັກຂໍ້ມູນຂອງຕະຫຼາດຫຼັກທຳກິຣຳແຫ່ງ ປະເທດໄທ (SETSMART) ແລະຫຼັກຂໍ້ມູນ DataStream ໂດຍຂໍ້ມູນທີ່ຕ້ອງການມີດັ່ງນີ້

1. ຂໍ້ມູນລາຄາຕາມບັນຍາຍຂອງສິນທຳກິຣຳສຸກຣີ (BV) ຂໍ້ມູນກຳໄລສຸກຣີ (E) ແລະຂໍ້ມູນກະແສເງິນສົດຈາກກິດຈະການ ດຳເນີນການ (CFO) ສຳຫຼັບປີ 2542-2549 ເນື່ອງຈາກ ໃນປີ 2540 ເປັນໄລຍະທີ່ເສຍກຳລັງໃນປະເທດໄທເກີດວິກລຸດຊື່ນ ຊຶ່ງອາດທຳໃຫ້ສົ່ງຜົນກະທົບເຖິງປີ 2541 ແລະອາດສົ່ງຜົນໃຫ້ ຂໍ້ມູນບໍ່ມີຄວາມນຳເຊື່ອຄື ຕໍ່ມາໄລຍະປີ 2542 ເປັນປີທີ່ມີ ການປະກາດໃຊ້ແມ່ບຫາກບັນຍາຍໄທເປັນຄັ້ງແກ່ ຈົນເຖິງ ປີ 2549 ຊຶ່ງເປັນປີສຸດທ້າຍກ່ອນທີ່ຈະມີການປະກາດໃຊ້ມາຕຣູກຳ ການບັນຍາຍໄທຈົນບັນປັບປຸງໃໝ່ໃນປີ 2550

2. ຂໍ້ມູນລາຄາປັດຂອງຫຸ້ນ (P) ຄຸ ວັນທີ່ນຳສົ່ງ ບັນດາງົບການເງິນ (Habib, 2004 ແລະ Narktabtee, 2000) ສຳຫຼັບປີ 2542 - 2549 ເນື່ອງຈາກຕະຫຼາດຫຼັກທຳກິຣຳແຫ່ງ ປະເທດໄທກຳນົດໃຫ້ບຣິຫຈດຕະເບີຍນາໃນຕະຫຼາດຫຼັກທຳກິຣຳ ແຫ່ງປະເທດໄທຕ້ອງສົ່ງບັນດາງົບການເງິນໃນ 60 ວັນ ຫຼັງຈາກ ວັນປັດບັນຍາຍ ຈຶ່ງໃຊ້ລາຄາປັດຂອງຫຸ້ນ ຄຸ ວັນທີ່ນຳສົ່ງບັນດາງົບການເງິນ

ເພື່ອໃຫ້ສອດຄ້ອງກັບສົມມຸດຕິຖານເຖິງປະສິທິທິພາບຂອງ ຕະຫຼາດຫຸ້ນ

3. ຂໍ້ມູນທີ່ໃຊ້ສຶກສາເຖິງປັດຈຸບັນທີ່ທຳໃຫ້ກະແສເງິນສົດ ຈາກກິດຈະການດຳເນີນການສາມາດໃຊ້ອື່ນຢາລາຄາຫຼັກທຳກິຣຳ ໄດ້ດີກວ່າລາຍການຄັດຄ້າ ໄດ້ແກ່

3.1 ກຳໄລ (ຂາດຫຸ້ນ) ຈາກການດຳເນີນການຫຼັກ ໃຊ້ ຂໍ້ມູນກຳໄລ (ຂາດຫຸ້ນ) ກ່ອນຕອກເບີຍຈ່າຍແລະກາຍເງິນໄດ້ ນິຕິບຸກຄລາດດ້ວຍຈຳນວນຫຸ້ນຄົວເລີຍຄ່າຄ່ວນຳໜັກທີ່ກິດຈະການ ເປີດເຜີຍໄວ້ໃນລາຍງານທາງການເງິນໃນແຕ່ລະປີ (Collins, Maydew, and Weiss, 1997)

3.2 ຂະໜາດຂອງກິດຈະການ ໃຊ້ຍອດສິນທຳກິຣຳຮວມ ຫາດດ້ວຍຈຳນວນຫຸ້ນຄົວເລີຍຄ່າຄ່ວນຳໜັກທີ່ກິດຈະການເປີດເຜີຍ ໄວ້ໃນລາຍງານທາງການເງິນໃນແຕ່ລະປີ (Bauwhede, Willekens, and Gaeremynck, 2003)

3.3 ກຳໄລທີ່ມີອັດຕາການເຕີບໂຕ ໃຊ້ຜົນຕ່າງຂອງກຳໄລ ສຸກຣີຕໍ່ຫຸ້ນປັດຈຸບັນກັບກຳໄລສຸກຣີຕໍ່ຫຸ້ນປັດກ່ອນແລະຫາດດ້ວຍ ກຳໄລສຸກຣີຕໍ່ຫຸ້ນປັດກ່ອນ (Sirisom, 2003)

3.4 ຣະດັບກຳໄລທີ່ມີເສລີຍຣາກຳ ຄຳນວນຄ່າສົມບູຣຸດ ຂອງຜົນຕ່າງຂອງກຳໄລຮ່ວງປີຫາດດ້ວຍລາຄາຫຼັກທຳກິຣຳ ຄຸ ຕົ້ນປີ (Cheng, Liu, and Schaefer, 1996 ແລະ Narktabtee, 2000)

3.5 ສະພາບຄ່ອງແລະຄວາມສາມາດໃນການຈຳຮຳຮຸ້ນ ໃຊ້ອັດຕາສ່ວນໜີ້ສິນຮວມຕໍ່ສິນທຳກິຣຳຮວມ (Debt Ratio) ຄື ໜີ້ສິນຮວມຫາດດ້ວຍສິນທຳກິຣຳຮວມ (Hutchison and Gul, 2004)

3.6 ລາຍການບັນຍາຍຕາມຫຼັກຈັບຄູ່ຄ່າໃຊ້ຈ່າຍກັບລາຍໄດ້ ໃຊ້ຂໍ້ມູນລາຍການຄ່າໃຊ້ຈ່າຍຮອດການຕັດບັນຍາຍຫາດດ້ວຍ ຈຳນວນ ຫຸ້ນຄົວເລີຍຄ່າຄ່ວນຳໜັກທີ່ກິດຈະການເປີດເຜີຍໄວ້ໃນລາຍງານ ທາງການເງິນໃນແຕ່ລະປີ (ປັນຍາ ສັມສຸກຣີປະດິຍຸດ, 2545)

ໃນການສຶກສາຄັ້ງນີ້ໃຊ້ຂໍ້ມູນຈາກບັນດາງົບການເງິນຮວມ ເນື່ອງຈາກບັນດາງົບການເງິນຮວມເປັນບັນດາງົບການເງິນດຳເນີນການ

ของกิจการทั้งหมดไว้ด้วยกัน เพราะบริษัทย่อย/บริษัท ร่วมก็ถือเป็นส่วนหนึ่งของกิจการ

สำหรับข้อมูลกำไรสุทธิในการศึกษาครั้งนี้จะใช้ กำไรจากการดำเนินงานตามปกติที่เปิดเผยในงบการเงิน ทั้งนี้ ไม่รวมกำไรขาดทุนจากการปรับโครงสร้างหนี้ กำไรขาดทุนจากรายการพิเศษ และรายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำ (One-Time Item) เพราะทำให้กำไรมีความผันผวน เนื่องจากรายการดังกล่าวทำให้ไม่สามารถรักษาระดับกำไรให้สม่ำเสมอ ทำให้นักลงทุนนำกำไรสุทธิไปใช้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ได้ยาก (Collins, Maydew, and Weiss 1997)

เกณฑ์การคัดเลือกข้อมูล

1. ไม่เป็นข้อมูลของบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูกิจการ และ/หรือถูกถอดถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Non-Rehabco) ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

2. ไม่เป็นข้อมูลของธุรกิจที่มีลักษณะเฉพาะในโครงสร้างทางการเงินที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ได้แก่ ธุรกิจธนาคาร ธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต และธุรกิจเงินทุนหลักทรัพย์ อีกทั้งยังมีรายการบัญชีเกี่ยวกับดอกเบี้ยรับและดอกเบี้ยจ่ายซึ่งถือเป็นส่วนสำคัญในการดำเนินธุรกิจ ดังนั้น ในการจัดประเภทของรายการบัญชีดังกล่าวเข้าเป็นส่วนหนึ่งของกิจกรรมจากกระแสเงินสดจึงมักแตกต่างจากธุรกิจอื่นๆ จึงไม่นำกลุ่มธุรกิจข้างต้นมารวมในการวิเคราะห์เพื่อให้การวิเคราะห์เป็นไปในแนวทางเดียวกัน

3. ไม่มีความแตกต่างด้านระยะเวลา (Time Lag) ในการรับรู้รายการระหว่างกำไรและกระแสเงินสดมากนัก เช่น มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 26 เรื่องการรับรู้รายได้ จากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ที่กำหนดให้รับรู้รายได้โดยการรับรู้กระแสเงินสดและกำไร (ขาดทุน) สุทธิมีความแตกต่างกัน คือกลุ่มธุรกิจประเภทดังกล่าวจะรับรู้กระแส

เงินสดก่อน ส่วนกำไรขาดทุนจะรับรู้ในภายหลัง จึงเป็นไปได้ว่าการรับรู้รายได้ที่เป็นกระแสเงินสดและการรับรู้รายได้ที่เป็นกำไรสุทธิอาจอยู่คนละช่วงเวลากัน อาจทำให้ผลการวิเคราะห์ผันผวนได้ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ได้แก่ ธุรกิจวัสดุก่อสร้าง และ ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

4. ไม่รวมธุรกิจสิ่งทอและธุรกิจการท่องเที่ยวและ สันทนาการ เนื่องจากธุรกิจดังกล่าวมีสภาพคล่องของการซื้อขายน้อยมาก ทำให้ไม่เกิดประโยชน์ในการศึกษาครั้งนี้ อีกทั้งธุรกิจทั้ง 2 กลุ่มนี้ส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นคนเดียว หรือเป็นบริษัทแบบครอบครัว ซึ่งจะ ทำให้ข้อมูลไม่สะท้อนความเป็นจริงของตลาดการซื้อขายหลักทรัพย์ได้

5. เป็นข้อมูลของบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชี สิ้นสุด ณ วันที่ 31 ธันวาคม เพื่อให้ได้ข้อมูลที่เกิดจากการดำเนินงานของช่วงเวลาเดียวกันในแต่ละรอบระยะเวลาบัญชีในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

จากการคัดเลือกข้อมูลตามเกณฑ์การคัดเลือก ข้อมูลข้างต้น ทำให้ได้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในเบื้องต้นจำนวน 1,289 ข้อมูล (8 ปี) จาก 17 กลุ่มธุรกิจ

ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

P_{it} คือ ราคาปิดของหุ้น ณ วันที่นำส่งงบการเงินของบริษัท i สำหรับสิ้นปี t

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

BV_{it} คือ ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิของบริษัท i สำหรับสิ้นปี t

ACC_{it+1} คือ รายการคงค้างทางบัญชีของบริษัท i สำหรับสิ้นปี $t + 1$

CFO_{it+1} คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานของบริษัท i สำหรับสิ้นปี $t+1$

$TIME_t$ คือ ระยะเวลาปี t

$EARN_{it}$ คือ กำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้นิติบุคคลของบริษัท i สำหรับสิ้นปี t

$SIZE_{it}$ คือ ขนาดของกิจการของบริษัท i สำหรับสิ้นปี t

$GROWTH_{it}$ คือ กำไรที่มีอัตราการเจริญเติบโตของบริษัท i สำหรับสิ้นปี t

$STABLE_{it}$ คือ ระดับกำไรที่มีเสถียรภาพของบริษัท i สำหรับสิ้นปี t

LEV_{it} คือ สภาพคล่องและความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท i สำหรับสิ้นปี t

IOA_{it} คือ รายการที่ยึดหลักการจับคู่รายได้กับค่าใช้จ่ายของบริษัท i สำหรับสิ้นปี t

ตัวแปรราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ รายการคงค้างทางบัญชี กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กำไร(ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้นิติบุคคลขนาดของกิจการ และรายการที่ยึดหลักการจับคู่รายได้กับค่าใช้จ่าย จะทำให้อยู่ในรูปฐานเดียวกันคือ อัตราต่อหุ้น โดยใช้งานวนหุ้นถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก สำหรับการศึกษาครั้งนี้

ตัวแบบที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแบบหรือสมการที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้อ้างอิงและปรับปรุงมาจากงานวิจัยของ Feltham and Ohlson (1995) และของ Collins, Maydew, and Weiss (1997) ได้แก่

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 ACC_{it+1} + \alpha_3 CFO_{it+1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

ข้อมูลกำไรสุทธิประกอบด้วยกำไรตามเกณฑ์เงินสดและกำไรตามเกณฑ์คงค้าง ซึ่งในส่วนของกำไรตามเกณฑ์เงินสดก็คือข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) และกำไรตามเกณฑ์คงค้างก็คือรายการคงค้างบัญชี (ACC) ทั้งนี้ รายการคงค้างทางบัญชีได้จากการนำกำไรสุทธิหักด้วยกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

ในการเปรียบเทียบความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ซึ่งวัดจากค่า Adjusted R^2 จากสมการที่ (1) เป็นการวัดความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของทั้งรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานร่วมกัน

ซึ่งจากสมการดังกล่าวสามารถแยกเป็นการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้เป็น 3 ส่วนประกอบ คือ

1. ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของทั้งรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานร่วมกัน (R^2_T)
2. ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้าง (R^2_2)
3. ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (R^2_3)

ในการคำนวณค่า Adjusted R^2 (Adj R^2) ของส่วนประกอบเหล่านี้ สามารถแยกเป็น 2 สมการ ดังนี้

(2)

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 ACC_{it+1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$P_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 BV_{it} + \gamma_2 CFO_{it+1} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

จากสมการ (1) (2) และ (3) จะได้ค่า R^2_T , R^2_2 และ R^2_3 ตามลำดับ โดยจะมีราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิเป็นตัวแปรควบคุมสำหรับทั้งสามสมการ และในการใช้ข้อมูลราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ ณ วันสิ้นปี ก็เนื่องจากว่าในแต่ละสมการจะมีตัวแปรรายการคงค้างและตัวแปรกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ซึ่งที่สุดแล้วข้อมูลทางบัญชีทั้งสองตัวก็จะไปรวมอยู่ในราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ (ส่วนของผู้ถือหุ้น) ในบดุล ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี ดังนั้นเพื่อไม่ให้เกิดการซ้อนกันของข้อมูลจึงใช้ตัวแปรราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ ณ วันสิ้นปี

ในการที่จะเปรียบเทียบค่า adj R^2 ของแต่ละสมการโดยตรงได้นั้น ตัวแปรตามของสมการที่นำมาเปรียบเทียบต้องเหมือนกัน (Gujarati, 1999) และจากสมการที่ใช้ในงานวิจัยนี้มีตัวแปรตามเหมือนกันคือ P_{it} จึงสามารถเปรียบเทียบค่า adj R^2 ที่ได้จากทั้งสามสมการดังกล่าวได้

ความสามารถส่วนเพิ่มของรายการคงค้างในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ (R^2_{ACC}) วัดได้จากความแตกต่างของ R^2_T และ R^2_3 ส่วนความสามารถส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ (R^2_{CFO}) วัดได้จากความแตกต่างของ R^2_T และ R^2_2 ส่วนที่เหลือจาก $R^2_T - R^2_{ACC} - R^2_{CFO}$ แสดงถึงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของทั้งรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานร่วมกัน (R^2_{COMMON}) ซึ่งแสดงในรูปของสมการได้ดังนี้

$$R^2_{ACC} = R^2_T - R^2_3$$

$$R^2_{CFO} = R^2_T - R^2_2$$

$$R^2_{COMMON} = R^2_T - R^2_{ACC} - R^2_{CFO}$$

ต่อมาในขั้นตอนนี้จะเป็นการศึกษาว่า ปัจจัยใดที่มีผลกระทบต่อทำให้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสามารถใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ารายการคงค้าง ซึ่งวิธีการศึกษาจะใช้วิธีการแบ่งกลุ่ม 10 กลุ่ม (Decile) ในแต่ละปัจจัยที่ได้กล่าวมาแล้วในข้างต้น เพื่อเป็นการศึกษาความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานครั้งละ 1 ปัจจัย ในลักษณะเดียวกับระเบียบวิธีวิจัยของ Collins, Maydew, and Weiss (1997)

ผลการวิจัย

สถิติเชิงพรรณนา

ตารางที่ 1 แสดงการคัดเลือกจากประชากรที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2542-2549 จำนวน 3,165 ข้อมูล โดยยกเว้นบริษัทกลุ่มธุรกิจธนาคารจำนวน 89 ข้อมูล บริษัทกลุ่มธุรกิจเงินทุนหลักทรัพย์จำนวน 231 ข้อมูล บริษัทกลุ่มธุรกิจประกันชีวิตและประกันภัยจำนวน 167 ข้อมูล บริษัทกลุ่มธุรกิจวัสดุก่อสร้างจำนวน 213 ข้อมูล บริษัทกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จำนวน 308 ข้อมูล บริษัทกลุ่มธุรกิจสิ่งทอจำนวน 194 ข้อมูล บริษัทกลุ่มธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการ จำนวน 95 ข้อมูล และยกเว้นบริษัทที่มีข้อมูลไม่ตรงตามเกณฑ์เลือกตัวอย่างเท่ากับ 561 ข้อมูล ได้แก่บริษัทที่หลักทรัพย์ไม่มีการซื้อขาย/บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ/บริษัทที่ไม่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุด ณ 31 ธันวาคม และข้อมูลที่ผิดปกติ (Outliers) จำนวน 18 ข้อมูล

ตารางที่ 1 จำนวนประชากรและกลุ่มตัวอย่างจำแนกรายปี

ส่วนที่ 1	ปี								จำนวน	
	2542	2543	2544	2545	2546	2547	2548	2549	รวม	ร้อยละ
บริษัทที่จดทะเบียนหุ้นสามัญ	374	356	348	359	385	421	458	464	3,165	100
หัก บริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจ ดังต่อไปนี้										
ธนาคาร	10	9	10	11	12	12	12	13	89	3
เงินทุนหลักทรัพย์	22	21	24	28	29	34	36	37	231	7
ประกันชีวิตและประกันภัย	22	22	21	21	21	21	20	19	167	5
วัสดุก่อสร้าง	25	25	24	20	22	30	38	29	213	7
พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	31	26	23	29	33	43	57	66	308	10
สิ่งทอ*	24	25	24	24	24	23	25	25	194	6
การท่องเที่ยวและสันทนาการ*	12	12	12	11	10	12	11	15	95	3
บริษัทหลังหักกลุ่มธุรกิจที่ไม่ใช่ในงานวิจัย	228	216	210	215	234	246	259	260	1,868	59

ส่วนที่ 2	ปี								จำนวน	
	2542	2543	2544	2545	2546	2547	2548	2549	รวม	ร้อยละ
บริษัทหลังหักกลุ่มธุรกิจที่ไม่ใช่ในงานวิจัย	228	216	210	215	234	246	259	260	1,868	100
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่ตรงตามเกณฑ์										
เลือกตัวอย่าง**	78	94	51	53	70	66	64	85	561	30
ข้อมูลที่ผิดปกติ (Outliers)	2	2	2	2	2	2	4	2	18	1
บริษัททั้งหมดที่ใช้เป็นตัวอย่างในการศึกษา	148	120	157	160	162	178	191	173	1,289	69

* จากข้อมูลอัตราหมุนเวียนหลักทรัพย์ระหว่างปี 2542-2549 พบว่า ธุรกิจสิ่งทอ และธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการ มีอัตราหมุนเวียนหลักทรัพย์ที่ 452.88% และ 317.4% ตามลำดับ ซึ่งถือว่ามีความคล่องน้อยมาก เมื่อเทียบกับธุรกิจสื่อและสิ่งพิมพ์ที่มีอัตราหมุนเวียนหลักทรัพย์ 3,303.20% ซึ่งเป็นธุรกิจที่มีอัตราหมุนเวียนหลักทรัพย์สูงสุด

** ได้แก่ บริษัทที่หลักทรัพย์ไม่มีการซื้อขาย/บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ/บริษัทที่ไม่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุด ณ 31 ธันวาคม

ดังนั้น บริษัทที่ใช้เป็นตัวอย่างในการศึกษาทั้งสิ้น จำนวน 1,289 ข้อมูล คิดเป็นร้อยละ 69 ของบริษัท หลังหักกลุ่มธุรกิจที่ไม่ใช้ในงานวิจัย

ตารางที่ 2 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ เก็บข้อมูลจากงบการเงิน พบว่าข้อมูลส่วนใหญ่มีค่าเฉลี่ย มากกว่าค่ามัธยฐาน และมีค่าความเบ้ (Skewness) เป็น บวก แสดงว่าข้อมูลส่วนใหญ่มีการแจกแจงแบบเบ้ขวา ยกเว้นกำไรที่มีอัตราการเติบโตเท่ากันที่มีการแจกแจง แบบเบ้ซ้าย

ตารางที่ 2 สถิติเชิงพรรณนา

ส่วนที่ 1 ข้อมูลรวม

ตัวแปร	จำนวน ข้อมูล	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธย ฐาน	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	Skewness	Kurtosis
P	1,289	0.30	280.00	27.25	14.20	36.41	3.11	12.39
BV	1,289	-57.28	548.30	26.75	16.97	37.13	4.50	39.95
ACC	1,289	-86.82	124.20	-1.57	-0.79	7.90	1.86	69.09
CFO	1,289	-108.22	97.72	4.20	1.92	9.11	1.12	34.85
EARN	1,289	-45.44	76.81	3.90	1.77	8.17	1.94	13.10
SIZE	1,289	0.43	1076.78	55.96	38.72	68.79	4.47	42.61
GROWTH	1,289	-139.77	132.97	-0.49	-0.14	8.66	-3.74	142.64
STABLE	1,289	0.00	64.08	1.07	0.06	4.50	8.73	95.21
LEV	1,289	0.02	2.11	0.47	0.46	0.27	1.01	3.36
IOA	1,289	0.00	71.77	1.40	0.02	5.53	7.40	66.00

ตารางที่ 2 สถิติเชิงพรรณนา (ต่อ)

ส่วนที่ 2 ข้อมูลรายปี

Year	P					BV					ACC					CFO					
	N	Min	Max	Mean	Median	S.D.	Min	Max	Mean	Median	S.D.	Min	Max	Mean	Median	S.D.	Min	Max	Mean	Median	S.D.
2542	148	2.50	190.00	29.38	16.50	35.23	-57.28	247.75	32.85	24.12	37.87	-52.05	24.48	-3.24	-2.14	9.43	-10.51	66.39	5.81	3.13	10.22
2543	123	1.50	420.00	37.11	17.00	57.50	-48.91	261.81	37.32	27.22	41.14	-31.30	41.39	-3.01	-2.21	8.86	-23.43	66.83	7.01	4.51	11.72
2544	161	1.18	242.00	34.27	16.90	46.77	-20.75	295.34	33.72	24.09	39.49	-31.02	29.66	-2.31	-1.63	6.45	-23.84	63.93	6.09	3.47	9.89
2545	164	1.00	238.00	33.62	16.85	45.74	-19.96	325.24	32.14	29.45	40.72	-63.47	124.20	-0.81	-0.91	12.23	-106.22	97.72	3.98	2.19	13.20
2546	162	0.90	496.00	36.95	18.80	55.58	-19.60	319.49	26.31	16.25	37.99	-30.52	29.02	-0.91	-0.38	5.73	-22.02	56.94	3.86	1.69	7.87
2547	178	0.60	220.00	23.58	13.00	29.56	-20.14	158.35	20.77	11.51	27.92	-39.96	35.29	-1.21	-0.62	6.02	-32.03	39.74	3.24	1.53	6.69
2548	191	0.30	484.00	26.06	10.50	54.39	-5.41	548.30	25.77	10.43	55.61	-86.82	23.32	-1.67	-0.58	7.66	-12.36	66.36	3.93	1.19	8.63
2549	173	0.40	214.00	19.94	8.70	28.67	0.29	127.16	16.09	6.25	21.54	-9.72	52.29	-0.38	-0.45	5.27	-37.46	39.22	2.20	1.10	5.99

N คือ จำนวนข้อมูล Min คือ ค่าต่ำสุด Max คือ ค่าสูงสุด Mean คือ ค่าเฉลี่ย Median คือ ค่ามัธยฐาน S.D. คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน S.E. คือ ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของข้อมูล

P คือ ราคาปิดของหุ้น ณ วันที่ส่งงบการเงิน

BV คือ ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิต่อหุ้น ACC คือ ค่ารายได้คงค้างต่อหุ้น CFO คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น

EARN คือ กำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้มีบุคคลต่อหุ้น

Growth คือ กำไรที่มีอัตราการเจริญเติบโตต่อหุ้น โดยใช้ผลต่างของกำไรสุทธิต่อหุ้นมีปัจจุบันกับกำไรสุทธิต่อหุ้นปีก่อนและหารด้วยกำไรสุทธิต่อหุ้นปีก่อน

Stable คือ ระดับกำไรที่มีเสถียรภาพต่อหุ้น โดยคำนวณค่าสัมบูรณ์ของผลต่างกำไรระหว่างปีหารด้วยราคาหลักทรัพย์ ณ ต้นปี

LEV คือ สภาพคล่องและความสามารถในการชำระหนี้ต่อหุ้น โดยใช้อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Debt Ratio) คือ หนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม

IOA คือ รายการที่ยึดหลักการจัดรายการบัญชีรายได้กับค่าใช้จ่ายต่อหุ้นโดยใช้ข้อมูลรายการค่าใช้จ่ายรายการตัดบัญชีหารด้วย จำนวนหุ้นแล้วเฉลี่ยต่อหน่วยที่กิจการเปิดเผยไว้ในรายงานทางการเงินในแต่ละปี

นอกจากนี้บริษัทโดยเฉลี่ยมีรายการคงค้างที่มีค่าลบ ซึ่งจะแสดงเป็นรายการบวกในงบกระแสเงินสด เนื่องจาก รายการคงค้างที่มีค่าลบดังกล่าวจะแสดงเป็นรายการ หักในงบกำไรขาดทุน อย่างไรก็ตาม รายการคงค้าง ของบริษัทที่เกิดขึ้นไม่ว่าจะมีค่าเป็นบวกหรือลบนั้น ถ้ารายการคงค้างของกิจการยิ่งมาก ย่อมส่งผลให้กำไร ของบริษัทไม่มีคุณภาพมากตามไปด้วย กล่าวคือ กำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีของบริษัทมีแนวโน้ม ที่จะเปลี่ยนเป็นกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน ได้ยาก และอาจส่งผลต่อกำไรในอนาคตของบริษัทได้ ทำให้กำไรมีความผันผวน ยกแก่การคาดการณ์แนวโน้ม ของบริษัท นอกจากนี้ในบางครั้งเพื่อให้ผลการดำเนินงาน ของบริษัทแสดงเป็นกำไร เพื่อเป็นการดึงดูดใจนักลงทุน บริษัทอาจมีความพยายามที่จะจัดการกำไร (Earnings Management) จึงส่งผลให้รายการคงค้างที่ปรากฏอยู่ใน งบการเงินบางส่วนอาจเป็นผลมาจากการตกแต่งตัวเลข ของบริษัท กล่าวโดยสรุป ยิ่งรายการคงค้างของบริษัทมี เป็นจำนวนมาก นอกจากจะส่งผลให้กำไรมีความผันผวน ด้อยคุณภาพอาจเป็นสัญญาณเตือนเกี่ยวกับความพยายาม ในการจัดการกำไรของบริษัทเหล่านั้นได้ ซึ่งส่งผลให้กิจการ มีกำไรที่ด้อยคุณภาพตามมา

ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิของบริษัทใน กลุ่มตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 26.75 บาทต่อหุ้น ซึ่งราคา ตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -57.28 บาท ต่อหุ้น และราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิค่าสูงสุดอยู่ที่ 548.30 บาทต่อหุ้น จะสังเกตได้ว่าค่าต่ำสุดแตกต่างกับ ค่าสูงสุดถึงประมาณ 600 บาทต่อหุ้น

รายการคงค้าง จากค่าเฉลี่ย พบว่าบางบริษัทมี ความเป็นไปได้ที่จะมีการตกแต่งตัวเลข เนื่องจากเกณฑ์ คงค้างมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 124.20 บาทต่อหุ้น แต่จากค่าเฉลี่ย พบว่า เป็นไปได้ยากที่บริษัทจะทำการตกแต่งตัวเลขทาง บัญชี เนื่องจากค่าเฉลี่ยที่ได้มีค่าเท่ากับ -1.57 บาทต่อหุ้น ซึ่งรายการคงค้างของบริษัทสามารถเป็นไปได้ทั้งค่าลบ

และค่าบวก โดยการลดรายการที่มีค่าลบให้น้อยลง โดย อาจตั้งค่าเสื่อมราคาให้น้อยลง เปลี่ยนนโยบายทางบัญชี หรือยืดอายุการใช้งานของสินทรัพย์ให้นานขึ้น ดังนั้น หากมีการยืดอายุการใช้งาน ก็จะทำให้รายการค่าเสื่อม ราคามีมูลค่าน้อยลง จึงน่าจะเป็นสิ่งบ่งชี้ได้ว่า บริษัทมี การบริหารจัดการกำไรผ่านการปรับปรุงรายการคงค้าง โดยรายการซึ่งเป็นส่วนประกอบในรายการคงค้างรายการหนึ่ง คือ รายการค่าเสื่อมราคานั้นเอง

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน จากการเก็บ ข้อมูลพบว่า บริษัทมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เฉลี่ยอยู่ที่ 4.20 บาทต่อหุ้น ซึ่งบางบริษัทมีกระแส เงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสูงถึง 97.72 บาทต่อหุ้น แต่ก็มีบางบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ติดลบถึง 108.22 บาทต่อหุ้น

กำไร (ขาดทุน) จากการดำเนินงานหลัก จากการ เก็บข้อมูลกำไร (ขาดทุน) จากการดำเนินงานหลัก พบว่า บริษัทส่วนใหญ่ยังมีกำไรจากการดำเนินงานอยู่ เนื่องจาก มีค่าเฉลี่ยเป็นบวก ซึ่งอยู่ที่ 3.90 บาทต่อหุ้น แต่มี บางบริษัทที่มีผลขาดทุนจากการดำเนินงาน เนื่องจาก ค่าต่ำสุดติดลบอยู่ที่ 45.44 บาทต่อหุ้น และบางบริษัท สามารถทำกำไรได้สูงถึง 76.81 บาทต่อหุ้น

ขนาดของกิจการ ซึ่งดูจากยอดสินทรัพย์รวมของ บริษัท พบว่ามียอดสินทรัพย์รวมต่ำสุดอยู่ที่ 0.43 บาท ต่อหุ้น และมียอดสินทรัพย์รวมสูงสุดอยู่ที่ 1,076.78 บาท ต่อหุ้น และมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 55.96 บาทต่อหุ้น

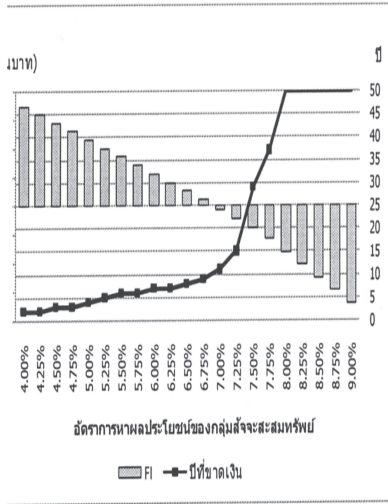
บริษัทส่วนใหญ่มีอัตราการเติบโตของกำไรลด น้อยลง เนื่องจากค่าเฉลี่ยอยู่ที่ -0.49% เนื่องจากปัญหา ของเศรษฐกิจที่ตกต่ำลงทำให้ยากต่อการที่บริษัทจะทำ กำไรได้เท่าเดิม แต่ก็มีบางบริษัทที่สามารถทำกำไรได้ มากขึ้นจากปีก่อนได้มากถึง 132.97%

ระดับกำไรของบริษัทค่อนข้างมีเสถียรภาพ เนื่องจาก ค่าเฉลี่ยมีค่าเท่ากับ 1.07 แต่ก็มีบางบริษัทที่พบว่าระดับ กำไรมีความผันผวนมากเนื่องจากมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 64.08

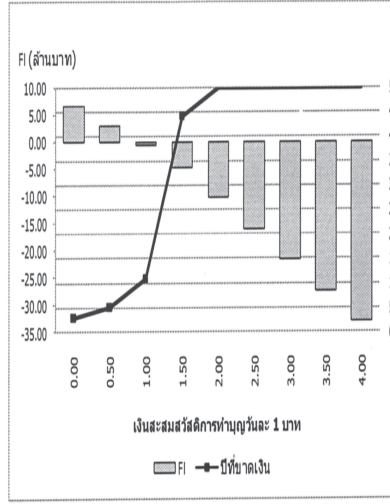
บริษัทบางแห่งมีความเสี่ยงที่จะชำระหนี้ไม่ทันตามกำหนดเนื่องจากมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 2.11 แต่โดยรวมแล้วถือว่าบริษัทมีสภาพคล่องที่ดีและสามารถชำระหนี้ได้ทันตามกำหนด เนื่องจากมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.47

นอกจากนี้ บริษัทบางแห่งไม่มีการตั้งค่าใช้จ่ายรอตัดบัญชี เนื่องจากมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.00 และจากค่าเฉลี่ยพบว่า บริษัทส่วนใหญ่ไม่ค่อยมีการตั้งค่าใช้จ่ายรอตัดบัญชี ซึ่งมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.4 แต่ก็มีบางบริษัทที่มีการตั้งค่าใช้จ่ายรอตัดบัญชี เนื่องจากพบว่าค่าสูงสุดอยู่ที่ 71.77

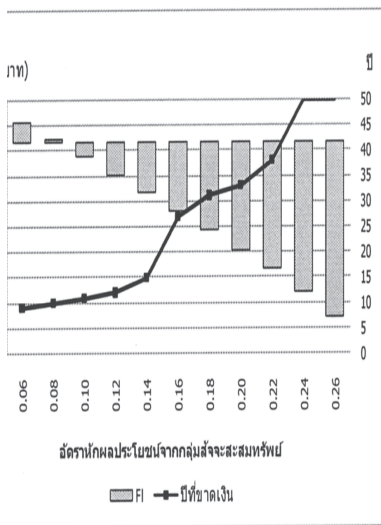
ตารางที่ 3 ความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์



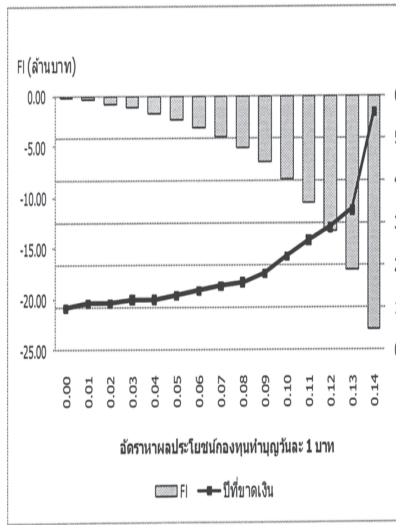
ภาพ 3 (ค) ความอ่อนไหวของอัตราหักหักผลประโยชน์จากกลุ่มสังจะสมทรัพย์



ภาพ 3 (ง) ความอ่อนไหวของอัตราผลประโยชน์กองทุนทำบุญวันละ 1 บาท



การวิเคราะห์การถดถอย



ตารางที่ 3 ความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ (ต่อ)

ระดับนัยสำคัญ ณ 0.05 ตัวเลขในวงเล็บ คือค่า p-value N คือ ค่าข้อมูล P_{it} คือ ราคาปิดของหุ้น ณ วันที่ส่งงบการเงินของบริษัท i สำหรับเส้นที่ t BV_{it} คือ ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิต่อหุ้นของบริษัท i สำหรับเส้นที่ t $ACC_{it,t+1}$ คือ ค่ารายได้คงค้างต่อหุ้น ของบริษัท i สำหรับเส้นที่ $t+1$

$CFO_{it,t+1}$ คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นของบริษัท i สำหรับเส้นที่ $t+1$ R^2_1 คือ ความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานร่วมกันในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ R^2_2 คือ ความสามารถของรายการคงค้างในการอธิบายราคาหลักทรัพย์

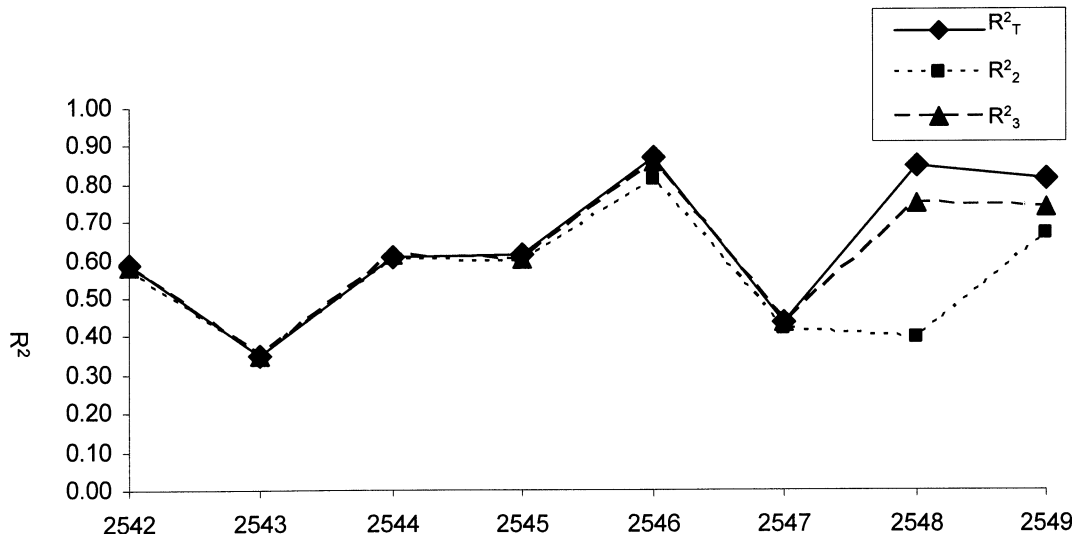
R^2_3 คือ ความสามารถของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ R^2_{ACC} คือ ความสามารถของส่วนเพิ่มของรายการคงค้างในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ R^2_{CFO} คือ ความสามารถของส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์

ตารางที่ 3 ส่วนที่ 1 จากการวิเคราะห์การถดถอยแบบ Pooled ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ในตัวแบบที่ 1 ได้ค่า $adj R^2$ เท่ากับ 0.63 ซึ่งให้เห็นว่ารายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ร่วมกัน (R^2_T) ประมาณ 63% และจากการวิเคราะห์ถดถอยแบบ Pooled ในตัวแบบที่ 2 และ 3 ซึ่งให้เห็นว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีค่า R^2 เท่ากับ 0.57 มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้าง ซึ่งมีค่า R^2 เท่ากับ 0.51 ดังนั้นจึงสามารถอธิบายได้ว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้าง โดยเมื่อพิจารณาเป็นรายปีค่า R^2 ของตัวแบบที่ 1 พบว่า ค่า R^2 ลดลงจาก 0.59 ในปี 2542 เป็น 0.35 ในปี 2543 ก่อนจะเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ จนถึง 0.87 ในปี 2546 และ ปี 2547 มีค่า R^2 ลดลงมาเป็น 0.43 ต่อมาในปี 2548 ค่า R^2 มีค่า R^2 ซึ่งเป็นค่า R^2 ที่สูงสุดอยู่ที่ 0.85 โดยปี 2548 รายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ร่วมกันได้มากที่สุด อยู่ที่ 85% ส่วนในปี 2543 รายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ร่วมกันได้น้อยที่สุด อยู่ที่ 35% แต่เมื่อพิจารณาในตัวแบบที่ 2 ในปี 2546 รายการคงค้างมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ (R^2_2) ได้ดีที่สุดในปีที่ 81% และในปี 2543 มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ร่วมกันได้น้อยที่สุดอยู่ที่ 35% และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ (R^2_3) ได้มากที่สุดในปี 2546 อยู่ที่ 81% ส่วนในปี 2543 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ร่วมกัน

ได้น้อยที่สุด อยู่ที่ 35% และจากการแยกพิจารณาเป็นรายปีในตัวแบบที่ 2 และตัวแบบที่ 3 ทำให้ทราบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้าง แม้ในบางปีมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้เท่ากัน

จากผลลัพธ์ที่ได้จากการทดสอบทางสถิติจะเห็นได้ว่าปีแรกๆ จะมีค่า R^2 น้อยและเพิ่มขึ้นสลับกันไปตั้งแต่ปี 2542-2549 ซึ่งสาเหตุที่ทำให้ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ที่สลับกันไปมา สาเหตุแรกมาจากเป็นช่วงเศรษฐกิจมีการเข้าสู่ภาวะตกต่ำตั้งแต่ปี 2540 ทำให้เกิดการตกต่ำตัวเลขกำไรขึ้น เพื่อให้ราคาหลักทรัพย์มีมูลค่าสูงเกินความเป็นจริง ซึ่งทำให้รายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่สามารถสะท้อนราคาหลักทรัพย์ได้ดีเท่าที่ควร และเมื่อเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจปกติ รายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสามารถสะท้อนถึงราคาของหลักทรัพย์ได้ดี และอีกหนึ่งสาเหตุคือในแต่ละปีประสบภาวะปัญหาเศรษฐกิจไม่เหมือนกันทำให้ค่า R^2 มีการขึ้นๆ ลงๆ ซึ่งจะเห็นปัญหาได้ชัดเจนที่สุดในปี 2547 เนื่องจากรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ร่วมกันลดลงอยู่มาก ซึ่งอยู่ที่ 43% โดยรายการคงค้างมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ อยู่ที่ 42% และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์อยู่ที่ 43% ซึ่งสาเหตุหลักมาจากการที่ประเทศไทยประสบกับปัญหาใช้หนี้จากการถูกไต่สวนการทุ่มตลาดกึ่งในสหรัฐ ผลกระทบจากภัยแล้งในช่วงปลายปี รวมทั้งปัญหาความไม่สงบในภาคใต้ ซึ่งต่อเนื่องตลอดปี รวมถึงราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นมากด้วย

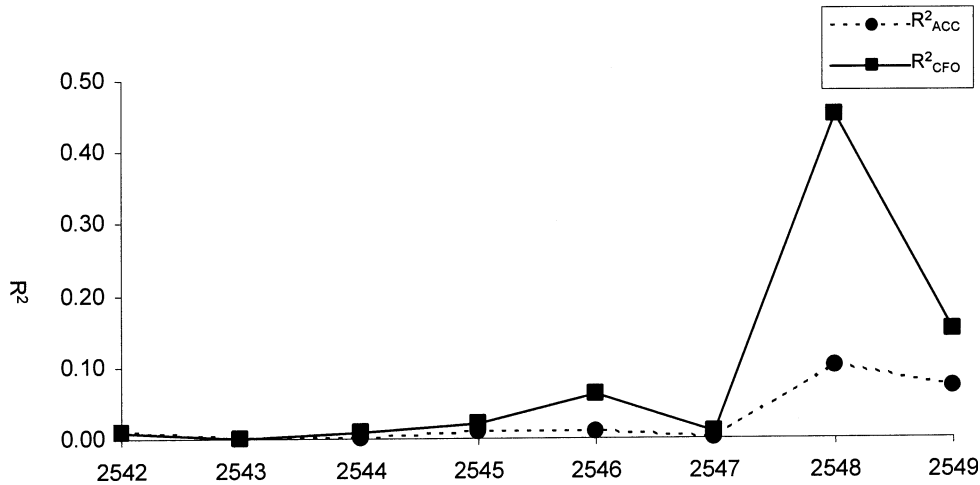
ภาพที่ 1 กราฟแสดงความสามารถของรายการคงค้าง กับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์



จากภาพที่ 1 จะเห็นว่าส่วนใหญ่กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้าง โดยเฉพาะปี 2548 ที่พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (R^2_{CFO}) มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้าง (R^2_{ACC}) ทั้งนี้เพราะว่าในปี 2548 เป็นปีที่เศรษฐกิจในประเทศไทยเริ่มเข้าสู่วิกฤติทางเศรษฐกิจอีกครั้งเหมือนกับช่วงปี 2540-2541 ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Dechow (1994) ที่พบว่าข้อมูลกำไรตามเกณฑ์คงค้างจะมีปัญหาในเรื่องของความทันเวลาและหลักการจับคู่ที่รุนแรงกว่าข้อมูลกระแสเงินสดหาก

เศรษฐกิจอยู่ในช่วงขาลง ทำให้นักลงทุนเชื่อถือข้อมูลทางบัญชีน้อยลง เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ ปัญญาสัมฤทธิ์ประดิษฐ์ (2545) ที่พบว่า บริษัทที่ประสบกับปัญหาทางผลการดำเนินงาน ทำให้กำไรของกิจการลดความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ลง ซึ่งอาจเป็นผลมาจากแนวทางปฏิบัติทางบัญชีในเรื่องหลักความระมัดระวังที่ทำให้เกิดโอกาสในการบันทึกรายการที่ไม่เท่าเทียมกัน ทำให้กำไรต่ำกว่าความคาดหวังของนักลงทุน และส่งผลต่อความสามารถของกำไรตามเกณฑ์คงค้างในการอธิบายราคาหลักทรัพย์

ภาพที่ 2 กราฟแสดงความสามารถส่วนเพิ่มของรายการคงค้างกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์



เมื่อพิจารณาเป็นรายปีตามภาพที่ 2 พบว่าส่วนใหญ่กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถส่วนเพิ่มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้าง โดยเฉพาะปี 2548 ที่พบว่าความสามารถส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่าความสามารถส่วนเพิ่มของรายการคงค้างอย่างเห็นได้ชัดเจน

สำหรับปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสามารถของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและรายการคงค้างในการอธิบายราคาหลักทรัพย์นั้น จะศึกษาถึงปัจจัยเกี่ยวกับกำไร(ขาดทุน)จากการดำเนินงานหลัก ขนาดของกิจการ กำไรที่มีอัตราการเติบโต ระดับกำไรที่มีเสถียรภาพ สภาพคล่องและความสามารถในการชำระหนี้ และรายการบัญชีตามหลักจับคู่ค่าใช้จ่ายกับรายได้ โดยจำแนกกลุ่มตัวอย่างเป็นกลุ่มที่ไม่มีปีจายนั้นหรือมีปีจายน้อยที่สุดไปถึงกลุ่มที่มีปีจายมากที่สุดจำนวน 10 กลุ่ม เพื่อหาค่า R²_{ACC} และ R²_{CFO} ซึ่งใช้เปรียบเทียบว่า ปัจจัยดังกล่าว

ทำให้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้างหรือไม่

จากผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นการจำแนกกลุ่มออกเป็นปัจจัยละ 10 กลุ่ม ทำให้สามารถอธิบายได้ดังนี้

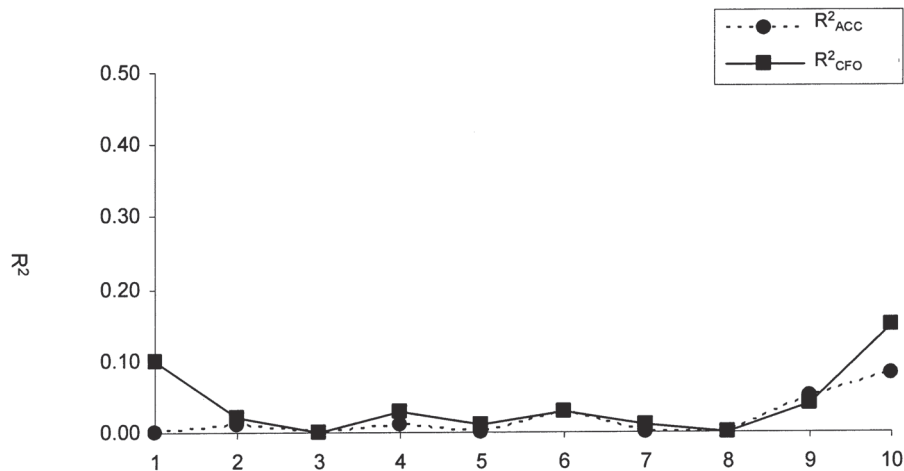
1. กำไร (ขาดทุน) จากการดำเนินงานหลัก

จากการพิจารณาโดยการนำกำไร (ขาดทุน) จากการดำเนินงานหลัก ซึ่งเป็นปัจจัยหนึ่งที่ต้องการศึกษาเมื่อนำปัจจัยดังกล่าวมาแบ่งกลุ่มเป็น 10 กลุ่ม คือ กลุ่มที่ 1 เป็นกลุ่มที่มีผลขาดทุนจากการดำเนินงานหลักมากที่สุดไปจนถึงกลุ่มที่ 10 เป็นกลุ่มที่มีผลกำไรจากการดำเนินงานหลักมากที่สุด ซึ่งจากการแบ่งกลุ่มทำให้พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความ

สามารถส่วนเพิ่มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ใกล้เคียงกับรายการคงค้าง ยกเว้นในกลุ่มที่ 1 และกลุ่มที่ 10 ที่ความสามารถส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่าความสามารถส่วนเพิ่มของรายการคงค้าง เนื่องจากในสถานะที่กิจการขาดทุน การที่นักลงทุนนำกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมาใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้าง เป็นเพราะกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน จะสะท้อนการเงินได้ชัดเจนกว่ารายการคงค้าง สืบเนื่องจากงบกระแสเงินสดช่วยประเมินความสามารถของกิจการในการก่อให้

รายได้ที่เป็นเงินสด ทำให้พยากรณ์จำนวนเงิน ระยะเวลาและความแน่นอนที่จะเกิดขึ้นของกระแสเงินสดในอนาคตได้ เมื่อเทียบกับรายการคงค้างแล้วบางครั้งอาจมีรายการที่ยังไม่มีการรับรู้ในส่วนของกำไร (ขาดทุน) เนื่องจากกิจการไม่ต้องการแสดงผลการดำเนินงานที่มีผลกำไรหรือขาดทุนไปมากกว่านี้ ในส่วนกลุ่มที่ 10 เช่นเดียวกับกลุ่มที่ 1 ในสถานะที่มีกำไรมากๆ การใช้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ช่วยในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้าง เนื่องจากรายการคงค้างอาจจะมีกำไรรับรู้กำไรล่วงหน้าทั้งที่ความจริงอาจยังไม่เกิดขึ้น

ภาพที่ 3 กราฟแสดงความสามารถส่วนเพิ่มของรายการคงค้างกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์-กำไร (ขาดทุน) จากการดำเนินงานหลัก

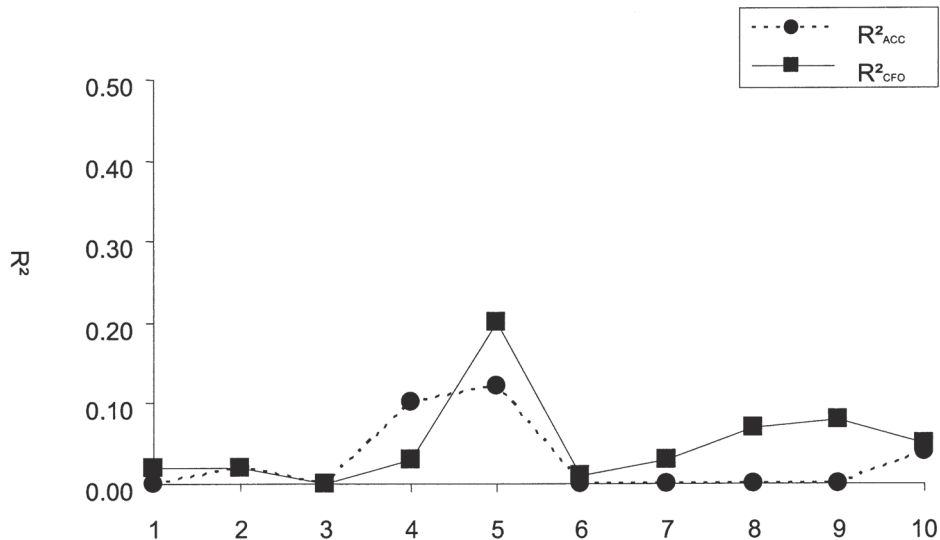


1 คือ กลุ่มบริษัทที่มีขาดทุนก่อนดอกเบี๋ยจ่ายและภาษีเงินได้นิติบุคคลมากที่สุด

10 คือ กลุ่มกลุ่มบริษัทที่มีกำไรก่อนดอกเบี๋ยจ่ายและภาษีเงินได้นิติบุคคลมากที่สุด

2. ขนาดของกิจการ

ภาพที่ 4 กราฟแสดงความสามารถส่วนเพิ่มของรายการคงค้างกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์-ขนาดของกิจการ



1 คือ กลุ่มกิจการขนาดเล็กที่สุด 10 คือ กลุ่มกิจการขนาดใหญ่ที่สุด

จากการพิจารณาโดยนำขนาดของกิจการซึ่งคำนวณมาจากยอดสินทรัพย์รวมของกิจการ เมื่อนำมาแบ่งกลุ่มของกิจการ ซึ่งกลุ่มที่ 1 จะเป็นกิจการที่มีขนาดเล็กที่สุดไปจนถึง กลุ่มที่ 10 เป็นกลุ่มที่มีขนาดใหญ่ที่สุด และจากการแบ่งกลุ่มเป็น 10 กลุ่มพบว่า ตั้งแต่กลุ่มที่ 7-10 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถส่วนเพิ่มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้าง เนื่องจากในกิจการที่มีสินทรัพย์มาก บางครั้งในการใช้หลักเกณฑ์รายการคงค้างนั้นยังไม่มีกรรับรู้ค่าเสื่อมราคาหรือการเพิ่มมูลค่าของสินทรัพย์ทันที หากยังไม่มีการขายสินทรัพย์นั้นออกไป ทำให้ข้อมูลที่ได้จากรายการคงค้างจะมีความน่าเชื่อถือน้อยกว่าการ

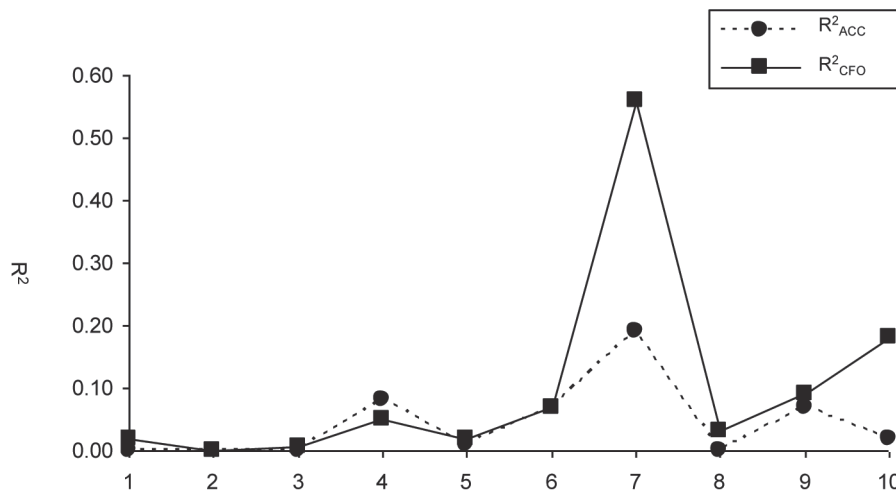
ใช้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน รวมถึงราคาหลักทรัพย์ของกิจการขนาดใหญ่ เป็นราคาที่สะท้อนข้อมูลเกี่ยวกับกำไรของกิจการได้เร็วกว่ากิจการขนาดเล็ก ทำให้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถส่วนเพิ่มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้าง ซึ่งตรงกับงานวิจัยของ Freeman (1987) และ McKinnon and Dalimunthe (1993) ที่พบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ต่อความสมัครใจในการเปิดเผยข้อมูลมากขึ้น และราคาหลักทรัพย์ของกิจการขนาดใหญ่สะท้อนข้อมูลเกี่ยวกับกำไรได้ดีกว่าขนาดเล็ก ซึ่งทำให้นักลงทุนมีความมั่นใจในการวิเคราะห์ข้อมูลทั้งกำไรและกระแสเงินสดในขนาดของกิจการขนาดใหญ่

3. กำไรที่มีอัตราการเติบโต

จากการนำอัตราการเติบโตของกำไรซึ่งเป็นปัจจัยหนึ่งในการศึกษา มาแบ่งกลุ่มออกเป็น 10 กลุ่ม ซึ่งกลุ่มที่ 1 เป็นกลุ่มบริษัทที่มีอัตราการเติบโตของกำไรน้อยที่สุด ไปจนถึง กลุ่มที่ 10 เป็นกลุ่มบริษัทที่มีอัตราการเติบโตของกำไรที่มากที่สุด จากการแบ่งกลุ่มพบว่า ตั้งแต่กลุ่มที่ 7-10 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถส่วนเพิ่มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้าง เพราะนักลงทุนมองว่ากำไรที่เกิดขึ้นของกิจการที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงตามเกณฑ์คงค้าง เกิดขึ้นมาจาก

แนวทางในการเลือกปฏิบัติทางการรับรู้รายได้ ส่งผลให้อัตราการเติบโตของกำไรตามเกณฑ์คงค้างมีความน่าเชื่อถือน้อยกว่างบกระแสเงินสดที่แสดงผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจริง ดังนั้นเมื่อกิจการมีอัตราการเติบโตของกำไรที่สูงขึ้น นักลงทุนจึงให้ความสนใจกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมากกว่ารายการคงค้าง จึงทำให้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถส่วนเพิ่มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้าง

ภาพที่ 5 กราฟแสดงความสามารถส่วนเพิ่มของรายการคงค้างกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์-กำไรที่มีอัตราการเติบโต



1 คือ กลุ่มบริษัทที่มีอัตราการเติบโตของกำไรน้อยที่สุด

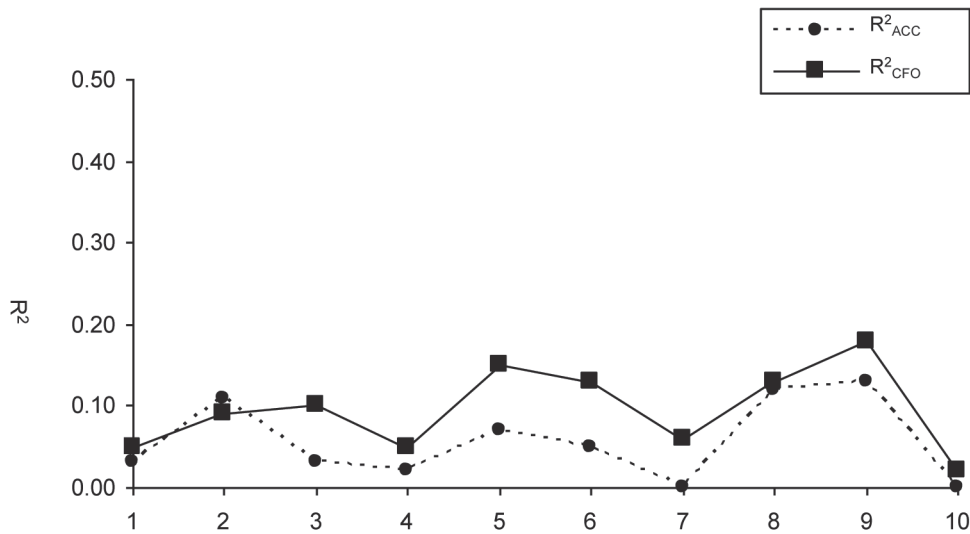
10 คือ กลุ่มบริษัทที่มีอัตราการเติบโตของกำไรมากที่สุด

4. ระดับกำไรที่มีเสถียรภาพ

ความมีเสถียรภาพของกำไร เป็นปัจจัยหนึ่งซึ่งมีผลกระทบต่อความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของรายการคงค้างและความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ซึ่งวิธีการศึกษาได้แบ่งกลุ่มออกเป็น 10 กลุ่ม โดยกลุ่มที่ 1 จะเป็นกลุ่มที่บริษัทมีกำไรที่มีเสถียรภาพสูงที่สุด ไปจนถึงกลุ่มที่ 10 จะเป็นกลุ่มที่บริษัทมีกำไรเกิดความผันผวนสูงที่สุด จากการทดสอบพบว่า ตั้งแต่กลุ่มที่ 3-10 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถส่วนเพิ่มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการ

คงค้าง เนื่องจากระดับเสถียรภาพของกำไรยิ่งมีความผันผวนมาก โอกาสที่จะมีการตกแต่งตัวเลขก็จะมีความเป็นไปได้สูง จึงทำให้นักลงทุนมองว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถส่วนเพิ่มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้าง ในกรณีที่กำไรมีความผันผวน ซึ่งตรงกับงานวิจัยของ Cheng, Liu, and Schaefer (1996) ที่พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถส่วนเพิ่มมากขึ้น เนื่องจากกำไรก่อนรายการพิเศษมีลักษณะของกำไรที่เกิดขึ้นชั่วคราวโดยความสามารถส่วนเพิ่มจะมากขึ้น หากกำไรมีระดับของกำไรที่มีเสถียรภาพน้อย

ภาพที่ 6 กราฟแสดงความสามารถส่วนเพิ่มของรายการคงค้างกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์-ระดับกำไรที่มีเสถียรภาพ



1 คือ กลุ่มบริษัทที่ระดับกำไรมีเสถียรภาพมากที่สุด

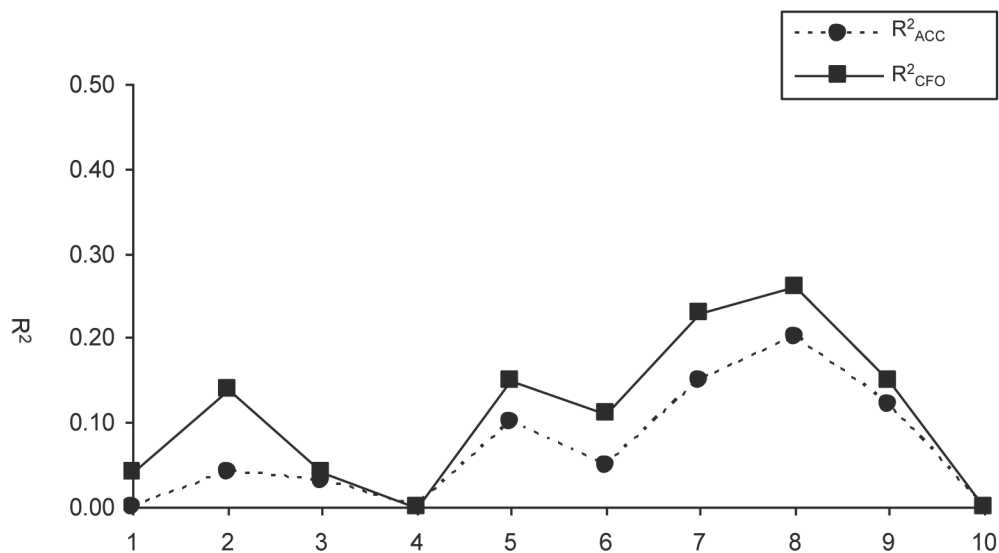
10 คือ กลุ่มบริษัทที่ระดับกำไรมีความผันผวนมากที่สุด

5. สภาพคล่องและความสามารถในการชำระหนี้

จากการนำสภาพคล่องและความสามารถในการชำระหนี้ ซึ่งเป็นปัจจัยหนึ่งที่น่ามาศึกษา โดยการแบ่งสภาพคล่องและความสามารถในการชำระหนี้เป็น 10 กลุ่ม ซึ่งกลุ่มที่ 1 เป็นกลุ่มที่มีความเสี่ยงสูงที่สุดที่ไม่สามารถชำระหนี้ได้ ไปจนถึงกลุ่มที่ 10 ซึ่งเป็นกลุ่มที่มีความเสี่ยงต่ำที่สุดที่ไม่สามารถชำระหนี้ได้ พบว่า ความสามารถ

ส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและรายการคงค้างมีความสามารถส่วนเพิ่มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ไม่แตกต่างกัน เนื่องจากทั้งกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและรายการคงค้างเป็นสิ่งที่สะท้อนถึงกิจกรรมการดำเนินงานตามวงจรการดำเนินธุรกิจทั้งด้านความสามารถในการลงทุนและจัดหาเงินเพื่อกำไรในอนาคต

ภาพที่ 7 กราฟแสดงความสามารถส่วนเพิ่มของรายการคงค้างกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์-สภาพคล่องและความสามารถในการชำระหนี้

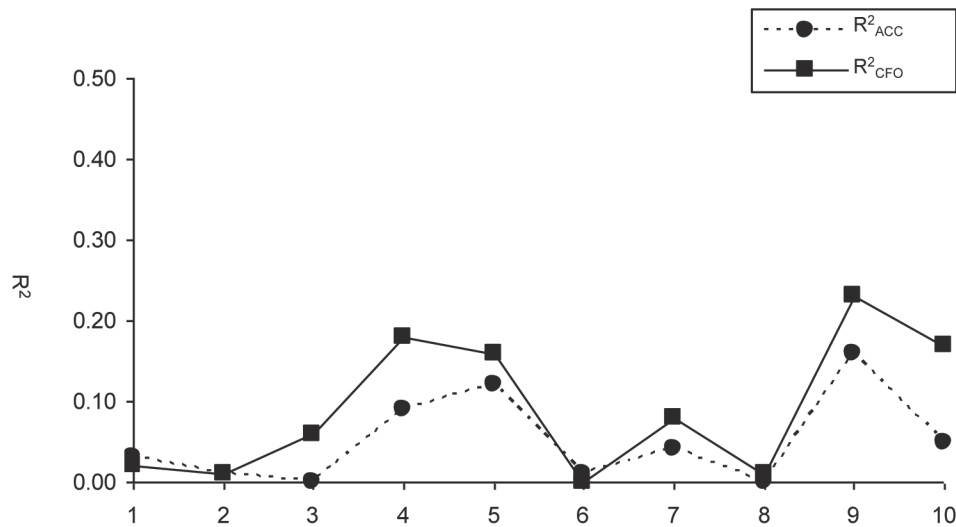


1 คือ กลุ่มบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงที่สุดจะไม่สามารถชำระหนี้ได้

10 คือ กลุ่มบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำที่สุดจะไม่สามารถชำระหนี้ได้

6. รายการบัญชีตามหลักจับคู่ค่าใช้จ่ายกับรายได้

ภาพที่ 8 กราฟแสดงความสามารถส่วนเพิ่มของรายการคงค้างกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์-รายการบัญชีตามหลักจับคู่ค่าใช้จ่ายกับรายได้



1 คือ กลุ่มบริษัทที่มีค่าใช้จ่ายในการรอดัดบัญชีน้อยที่สุดหรือไม่มีรายการค่าใช้จ่ายในการรอดัดบัญชี

10 คือ กลุ่มบริษัทที่มีค่าใช้จ่ายในการรอดัดบัญชีมากที่สุด

จากการนำปัจจัยรายการบัญชีตามหลักจับคู่ค่าใช้จ่ายกับรายได้จำแนกเป็น 10 กลุ่ม โดยกลุ่มที่ 1 จะเป็นบริษัทที่มีรายการค่าใช้จ่ายในการรอดัดบัญชีน้อยที่สุดหรือไม่มีรายการค่าใช้จ่ายในการรอดัดบัญชี ไปจนถึงกลุ่มที่ 10 ที่เป็นบริษัทที่มีรายการค่าใช้จ่ายในการรอดัดบัญชีมากที่สุด

ผลจากการศึกษาพบว่า ความสามารถส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและรายการคงค้างมีความสามารถส่วนเพิ่มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ไม่แตกต่างกัน

สรุปผลการวิจัย

การศึกษาความสามารถรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นการศึกษาถึงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีดังกล่าว เป็นผลมาจากการที่นักลงทุนมีความรู้ความสามารถเพิ่มขึ้น และข้อมูลทางบัญชีที่ช่วยในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจก็มีมากมาย แต่ผู้ใช้ข้อมูลส่วนใหญ่พิจารณาที่ตัวกำไรสุทธิซึ่งเป็นข้อมูลที่จัดทำขึ้นภายใต้เกณฑ์คงค้าง โดยที่บริษัทใดทำกำไรสุทธิได้มากก็มักจะสะท้อนถึงความสามารถในการทำงานของบริษัทนั้น จนอาจลืมนมองไปว่าตัวเลขกำไรที่เปิดเผยเป็นกำไรที่เกิดจากผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการหรือไม่ และข้อมูลกำไรเป็นข้อมูลที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้างทางบัญชี ซึ่งมีวิธีการต่างๆ ที่ผู้บริหารจะใช้เพื่อให้ผลการดำเนินงานของกิจการออกมาเป็นที่น่าพอใจก็เป็นได้

ผลจากการวิจัยครั้งนี้สามารถสรุปได้ว่าความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์นั้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ารายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถส่วนเพิ่มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ารายการคงค้างทางบัญชี และจากผลการศึกษาใช้ปัจจัยที่มีผลกระทบทำให้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถส่วนเพิ่มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้างเป็นเกณฑ์ในการแบ่งกลุ่มตัวอย่างเพื่อศึกษา พบว่า กิจการที่มีกำไรหรือขาดทุนจากการดำเนินงานหลักมาก กิจการขนาดใหญ่ กิจการที่มีอัตราการเติบโตของกำไรเพิ่มขึ้น

และกิจการที่มีกำไรมีความผันผวนมาก จะส่งผลทำให้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถส่วนเพิ่มในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ารายการคงค้าง

หากนักลงทุนมองเห็นตัวกำไรว่าเป็นตัวแทนของผลการดำเนินงานในปัจจุบัน รวมทั้งใช้ประเมินกำไรในอนาคตของกิจการและนำไปเป็นข้อมูลในการตัดสินใจ อาจมีผลทำให้การตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจไม่เกิดประโยชน์สูงสุด จากผลการวิจัยจึงควรนำข้อมูลอื่นไปพิจารณาประกอบการตัดสินใจเพื่อการลงทุนให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุดด้วย ซึ่งกระแสเงินสดก็เป็นข้อมูลที่ดีตัวหนึ่ง ช่วยทำให้มองเห็นถึงสภาพคล่องทางการเงินของกิจการ และประเมินความสามารถในการทำกำไรได้ อนึ่ง ผลจากการวิจัยครั้งนี้เป็นผลมาจากการใช้มาตรฐานการบัญชีไทยในช่วงปี 2542 ถึง 2549 ซึ่งในปี 2550 นั้น สภาวิชาชีพบัญชีได้ประกาศใช้มาตรฐานการบัญชีไทยฉบับปรับปรุงใหม่ และต่อมาในปี 2552 ก็ได้มีการปรับปรุงมาตรฐานการบัญชีไทยอีกครั้งหนึ่งให้เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (International Financial Reporting Standards) งานวิจัยในอนาคตอาจพิจารณาผลกระทบจากข้อมูลกำไรสุทธิ รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน รวมทั้งข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าตามบัญชีของกิจการที่จะมีผลต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุนตามมาตรฐานการบัญชีที่เปลี่ยนแปลงไป นอกจากนี้ตามมาตรฐานการบัญชีไทยฉบับปรับปรุงใหม่นี้ บริษัทมหาชนในตลาดหลักทรัพย์จะต้องจัดทำงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จด้วย จึงทำให้งานวิจัยในอนาคตสามารถพิจารณาผลกระทบของทั้งกำไรสุทธิของกิจการและกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จอื่นที่จะมีผลต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุน

เอกสารอ้างอิง

ภาษาไทย

ณัฐฉิณี ครอบปรัชญา. (2548). **ความสัมพันธ์ของกำไรที่ไม่คาดหวังและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวัง กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์. (2545). **การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ภาษาอังกฤษ

Ainsworth, P. L. (1988). **The Information Content of Cash Flow Data: An Empirical Investigation**. Doctoral Dissertation, The University of Nebraska-Lincoln.

Allen, M. F. (2000). **An Experimental Investigation of The Incremental Value of Operating Cash Flow in Decision Making**. Ph.D. Thesis, Washington State University.

Al-Harbi, A. D. (2003). **Do Investors Attach Higher Valuation Weights to Cash Flow-Based Measures Than to Accrual-Based Measures in Valuing Intangible-Intensive, High-Technology Stock?** Ph.D. Thesis, Florida Atlantic University.

Ball, R. and Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. **Journal of Accounting Research** 6 (Autumn): 159-178.

Bauwhede, H. V., Willekens, M., and Gaeremynck A. (2003). Audit Firm Size, Public Ownership, and Firms' Discretionary Accruals Management. **The International Journal of Accounting** 38 (1): 1-22.

Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcement. **Journal of Accounting Research** 6 (Supplement): 67-92.

Beaver, W. H. (1998). **Financial Reporting. An Accounting Revolution**. 3rd ed. NJ: Prentice Hall.

Biddle, G. C., Seow, G. S., and Siegel, A. (1995). Relative Versus Incremental Information Content. **Contemporary Accounting Research** 12 : 1-23.

Black, E. L. (1998). Life-Cycle Impacts on The Incremental Value-Relevance of Earnings and Cash Flow Measures. **Journal of Financial Statement Analysis** 4 (Fall) : 40-56.

- Board, J. L. G. and Day, J. F. S. (1989). The Information Content of Cash Flow Figures. **Accounting and Business Research** 19 (77) : 3-11.
- Bowen, R. M., Burgstahler, D., and Daley, L. A. (1987). The Incremental Information Content of Accrual Versus Cash Flow. **The Accounting Review** 62 (October): 723-747.
- Charitou, A., Clubb, C., and Andreou, A. (2001). The Effect of Earnings Permanence, Growth and Firm Size on The Usefulness of Cash Flows and Earnings in Explaining Security Return : Empirical Evidence for The UK. **Journal of Business Finance & Accounting** 28 (5-6): 536-594.
- Cheng, C. S. A., Liu C., and Schaefer, T. (1996). Earnings Permanence and the Incremental Information Content of Cash Flows from Operations. **Journal of Accounting Research** 34 (Spring): 173-181.
- Collins, D. W., Maydew, E. L., and Weiss, I. S. (1997). Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values Over the Past Forty Years. **Journal of Accounting & Economics** 24 : 39-67.
- Collins, D. W. and S. P. Kothari. (1989). An Analysis of Intertemporal and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients. **Journal of Accounting and Economics** 11 (July): 143-181.
- Dechow, P. M. (1994). Accounting Earnings and Cash Flows as Measure of Firm Performance: the Role of Accounting Accruals. **Journal of Accounting and Economics** 18 (July): 3-42.
- DeFond, M. L. and Hung, M. (2003). An Empirical Ananalysis of Analysts' Cash Flow Forecasts. **Journal of Accounting and Economics** 35 (April): 73-100.
- Dyna, S. (1996). Accrual Versus Cash Flows. **Chartered Accountants Journal of New Zealand** 75 (October): 33-35.
- Easton, P. D. and Harris, T. S. (1991). Earnings as an Explanatory Variable for Returns. **Journal of Accounting Research** 29 (Spring): 19-36.
- Ettredge, M. and Fuller, R. (1991). The Negative Earnings Effect. **The Journal of Portfolio Management** 17 (Spring): 27-33.
- Fama, E. F. and French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. **Journal of Finance** 47 (June): 427-465.
- Feltham, G. A. and Ohlson, J. A. (1995). Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. **Contemporary Accounting Research** 11 (Spring): 689-731.

- Freeman, R. N. (1987). The Association between Accounting Earnings and Security Returns for Large and Small Firms. **Journal of Accounting and Economics** 9 (1987): 195-228.
- Graham, C. M. and Knight, J. R. (2000). Cash Flows vs. Earnings in Valuation of Equity REITs. **Journal of Real Estate Portfolio Management** 16 (1): 17-25.
- Gujarati, D. N. (1999). **Essentials of Econometrics**. McGraw Hill International Editions.
- Habib, A. (2004). Impact of Earnings Management on Value-Relevance of Accounting Information: Empirical Evidence from Japan. **Managerial Finance** 30 (11): 1-15.
- Haw, I. M., Qi, D., and Wu, W. (2001). The Nature of Information in Accruals and Cash Flows in An Emerging Capital Market : The Case of China. **The International Journal of Accounting** 36 : 391-406.
- Hutchinson, M. and Gul, F. (2004). Investment Opportunity Set, Corporate Governance Practices and Firm Performance. **Journal of Corporate Finance** 10: 565-614.
- Jones, S. (2003). On The Relationship Between Earnings, Cash Flow and Returns : An Australian Postscripts to Lev and Zarowin (1999). **Review of Accounting & Finance** 2 (1): 73-86.
- Joseph, G. and Lipka, R. (2006). Distressed Firms and the Secular Deterioration in Usefulness of Accounting Information. **Journal of Business Research** 59 (February): 295.
- Kochanek, R. F. and Norgaard, C. T. (1988). Analyzing The Components of Operating Cash Flow: The Charter Company. **Accounting Horizons** 2 (March): 58-66.
- Lev, B. and Zarowin, P. (1999). The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. **Journal of Accounting Research** 37 (Autumn): 353-385.
- McKinnon, J. L. and Dalimunthe, L. (1993). Voluntary Disclosure of Segment Information by Australian Diversified Companies. **Accounting and Finance** 33 (May): 33-50.
- Narktabtee, K. (2000). **The Implications of Accounting Information in the Thai Capital Market**. Ph.D. Thesis, University of Arkansas.
- Rayburn, J. (1986). The Association of Operating Cash Flow and Accruals with Security Returns. **Journal of Accounting Research** 24 (Supplement): 112-138.
- Schwertman, N. C. and Rapti D. S. (2007). Identifying Outliers with Sequential Fences. **Computational Statistics & Data Analysis** 57 (May): 3800-3810.

- Seethamraju, C. (2000). **The Value-Relevance of Trademarks**. Ph.D. Thesis, New York University.
- Sirisom, J. (2003). **Determinants of Incremental Information Content of Cash Flows Beyond Earnings : Evidence from The Stock Exchange of Thailand**. Ph.D. Thesis, Chulalongkorn University.
- Sloan, R. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings? **The Accounting Review** 71 (July): 289-315.
- Srisawadi, P. (1996). **The Relationship Between Stock Returns and Earnings Information in Thailand**. Doctoral Dissertation, School of Management, Boston University.
- Swaminathan, S. and Weintrop, J. (1991). The Information Content of Earnings, Revenues and Expenses. **Journal of Accounting Research** 29 (Autumn): 418-427.
- Swanson, E. P., Rees, L., and Juarez-Valdes, L. F. (2003). The Contribution of Fundamental Analysis After a Currency Devaluation. **The Accounting Review** 78 (July): 875-902.
- Wayne, T. R. (1987). **The Relative Information Content of Earnings and Fund Flow Accounting Numbers Impounded in the Capital Market's Assessment of the Systematic Risk of Equity Securities**. Doctoral Dissertation, University of Kentucky.
- Weil, J. (2004). Moving The Market Tracking The Numbers/Outside Audit: "Cash Flow Never Lies" Or Does It? ; One Company's Investment Is Another's Core Operation; Tripping on The Footnotes. **The Wall Street Journal**: c3-c5.
- Yoon, S. S. and Miller, G. (2003). The Functional Relationships among Earnings, Cash Flows, and Stock Returns in Korea. **Review of Accounting and Finance** 2 (1): 40-59.