

บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเด็น ได้แก่

- 2.1 การศึกษาข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดในการนำไปใช้ในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์
- 2.2 การศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่อข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดในการนำไปใช้ในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์

2.1 การศึกษาข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดในการนำไปใช้ในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์

การตัดสินใจลงทุนในตลาดทุนมีปัจจัยหลายอย่างที่จะช่วยให้ผู้ลงทุนนำมาใช้เป็นข้อมูลเพื่อนำไปประกอบการตัดสินใจ เช่น แนวโน้มของราคาหลักทรัพย์ จำนวนเงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับ ส่วนต่างราคาหลักทรัพย์ (ผลตอบแทนหลักทรัพย์) อัตราส่วนราคาหลักทรัพย์ต่อกำไร (P/E Ratio) งบกระแสเงินสด งบกำไรขาดทุน แนวโน้มการดำเนินงาน แนวโน้มการเติบโตของบริษัท เป็นต้น ซึ่งข้อมูลต่าง ๆ เหล่านี้ล้วนมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกำไรของบริษัทซึ่งจะทำหน้าที่เป็นสัญญาณที่ส่งไปยังผู้ลงทุนเพื่อที่จะทำให้ทราบถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงของบริษัท เช่น ผู้ลงทุนใช้ข้อมูลด้านกำไรและแนวโน้มของราคาหลักทรัพย์ในการประมาณการณ์ราคาตลาดของหลักทรัพย์ ดังนั้น จะเห็นได้ว่าข้อมูลต่าง ๆ เหล่านี้เป็นข้อมูลเชิงตัดสินใจและเป็นตัวแปรชนิดหนึ่งที่น่าไปสู่โอกาสในการประเมินการตัดสินใจหรือกำหนดการตัดสินใจของผู้ใช้ข้อมูลได้และยังช่วยบอกถึงสัญญาณต่าง ๆ เพื่อลดความเสี่ยง (Christensen และ Demski (2003)) ซึ่งข้อมูลใดที่ทำให้ผู้ใช้ข้อมูลเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมตัดสินใจของผู้ใช้ข้อมูลได้ แสดงว่าข้อมูลนั้นมีความสามารถในการเปลี่ยนการตัดสินใจของผู้ใช้การเงินได้ (Information Content)

ข้อมูลด้านการบัญชีเป็นข้อมูลหนึ่งที่เกิดขึ้นมาเพื่อให้ผู้ใช้ข้อมูลได้นำไปใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจ โดยข้อมูลทางบัญชีเป็นการทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลทางเศรษฐกิจของบริษัทเพื่อใช้ในการประเมินมูลค่าของบริษัท ในแง่ของการนำเสนอ ข้อมูลทางบัญชีจะแบ่งออกเป็น 2 มุมมอง (Christensen และ Demski (2003)) กล่าวคือ

1. การบัญชีในฐานะที่เป็นวิธีการที่ใช้ในการวัดมูลค่า (Measure Value Approach) เนื่องจากการบัญชีให้ข้อมูลที่ออกมาในรูปของรายงานทางการเงิน ซึ่งทำให้ผู้ที่ใช้ข้อมูลสามารถมองเห็นถึงฐานะและความสามารถของบริษัท และทำให้สามารถประเมินโอกาสในการทำธุรกิจได้ โดยข้อมูลจะเป็นสัญญาณบอกเหตุการณ์ในอนาคตของบริษัท เพื่อช่วยลดความเสี่ยงต่าง ๆ

2. การบัญชีในฐานะที่เป็นวิธีการหนึ่งในการเป็นข้อมูลที่มีความสามารถในการเปลี่ยนแปลงการตัดสินใจของผู้ใช้ข้อมูลได้ (Information Content Approach) ในมุมมองด้านข้อมูล (Information Perspective) มองว่าการบัญชีเป็นการออกแบบมาเพื่อจัดหาข้อมูล ดังนั้นการบัญชีในมุมมองนี้จึงเปรียบเหมือนภาษาและพีชคณิตในการประเมินมูลค่าของบริษัท โดยจะเน้นไปที่ความสำคัญของระบบการวัดมูลค่าที่เป็นการนำไปสู่ข้อมูลที่มีประโยชน์ (Well Conveys Information)

งานวิจัยในอดีตที่ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดในการใช้อธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์พบว่า ทั้งข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อการอธิบายและกำหนดราคาของหลักทรัพย์ โดยงานวิจัยของ Board และ Day (1989) ให้ผลสรุปว่าข้อมูลกำไรมีความสัมพันธ์ต่อการอธิบายและกำหนดราคาของหลักทรัพย์ได้มากกว่าข้อมูลกระแสเงินสด เนื่องจากกำไรทางบัญชีเป็นกำไรที่จัดทำตามเกณฑ์คงค้างซึ่งสามารถเป็นข้อมูลที่มีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ งานวิจัยต่อมาที่ให้ผลการวิจัยที่ตรงกันได้แก่ งานวิจัยของ Dechow (1994) พบว่ากำไรที่เป็นเกณฑ์คงค้างสามารถเป็นเครื่องมือที่ใช้ในการวัดมูลค่าของกิจการที่ดีทั้งในระยะสั้นและระยะยาว และพบหลักฐานว่าในส่วนของกำไรที่เป็นเกณฑ์คงค้างมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แม้ว่าข้อมูลกำไรจะมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่าข้อมูลกระแสเงินสดตามงานวิจัยที่กล่าวมา แต่ยังมีงานวิจัยของ Ali และ Pope (1995) และ Cheng Liu และ Schaefer (1996) ที่พบว่าทั้งข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดนั้นมีความสามารถในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ทั้งคู่ ในงานวิจัยของ Bowen Burgstahler และ Daley (1987) ยังมีการอธิบายถึงความสัมพันธ์ของข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดอีกว่า ข้อมูลกระแสเงินสดมีการเพิ่มขึ้นของความสามารถของข้อมูลซึ่งมีความสัมพันธ์กับข้อมูลกำไร โดยข้อมูลกระแสเงินสดเป็นข้อมูลเพิ่มเติมให้กับข้อมูลกำไรในส่วนที่เป็นเกณฑ์เงินสดและเกณฑ์คงค้าง อย่างไรก็ตามยังมีงานวิจัยที่ให้ผลสรุปที่ตรงข้ามกันกับงานวิจัยข้างต้น กล่าวคือ พบว่าข้อมูลกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อการอธิบายและกำหนดราคาของหลักทรัพย์ได้มากกว่าการพิจารณาเพียงข้อมูลกำไรเพียงด้านเดียว ในงานวิจัยของ Livnat และ Zarowin (1990) ได้ทำการศึกษาความสามารถของข้อมูลกระแสเงินสดแยกแต่ละกิจกรรม พบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานให้ข้อมูลที่เป็นข้อมูลเพิ่มเติมเกี่ยวกับการประเมิน

ความเกี่ยวข้องกันของเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจมากกว่าการดูข้อมูลกำไรเพียงอย่างเดียว นอกจากนี้ยังมีประเด็นโต้แย้งของกำไรที่ทำให้มีความสัมพันธ์ต่อการอธิบายและกำหนดราคาของหลักทรัพย์ น้อยกว่ากระแสเงินสดเนื่องจากการที่กำไรจัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง โดย Easton (1996) ได้ชี้ให้เห็นถึงความสามารถในการจัดการเกี่ยวกับกำไรตามเกณฑ์คงค้างที่อยู่ภายใต้การตัดสินใจของผู้จัดการว่าเป็นเหมือนดาบสองคมที่ผู้จัดการอาจทำการบริหารจัดการสัญญาณต่าง ๆ เพื่อเปิดเผยข้อมูลให้มีลักษณะเป็นไปตามที่ตนต้องการเพื่อวัตถุประสงค์อย่างใดอย่างหนึ่ง ประเด็นที่มีการโต้เถียงเกี่ยวกับกำไรในการวิจัยสามารถสรุปได้ดังนี้

1. การเปรียบเทียบกันได้ของกำไรระหว่างบริษัทมีน้อย เนื่องจากความแตกต่างกันของนโยบายบัญชี
2. ความสามารถของผู้จัดการในการจัดการเกี่ยวกับกำไรตามเกณฑ์คงค้าง
3. กำไรทางบัญชีเกี่ยวกับการตัดสินใจในการลงทุนที่มีความบกพร่องเนื่องมาจากประเด็นข้อ 1 และ 2

ซึ่งถ้าเป็นอย่างที่กล่าวไว้จะมีผลทำให้กำไรมีความน่าเชื่อถือน้อยลง ดังนั้นข้อมูลกระแสเงินสดจึงเป็นวิธีการวัดมูลค่าของบริษัทที่เหมาะสมกว่าข้อมูลกำไร

นอกจากการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดต่อการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์แล้ว การวิจัยในอดีตโดย Easton และ Harris (1991) พบความสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไรว่ามีบทบาทที่สำคัญต่อการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ จึงสรุปได้ว่าทั้งระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไรสามารถเป็นตัวแทนของกำไรที่ไม่คาดหวัง และยังพบว่าผลตอบแทนหลักทรัพย์จริง (Raw Returns) สามารถเป็นตัวแทนของผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ไม่คาดหวังในการวิจัยเพื่อแสดงความสัมพันธ์ของกำไรและราคาหลักทรัพย์ ในงานวิจัยของ Ali และ Zarowin (1992) ได้สรุปผลการวิจัยเกี่ยวกับการใช้ระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไรที่สามารถใช้ในการอธิบายเพิ่มเติมงานวิจัยของ Easton ได้กล่าวคือ ในการใช้การเปลี่ยนแปลงกำไรเพียงปัจจัยเดียวในการเป็นตัวแทนของกำไรที่ไม่คาดหวัง จะใช้เมื่อการวิจัยอยู่บนสมมติฐานว่าในช่วงเวลาที่ทำการศึกษากำไรไม่มีความเสถียรภาพ แต่ในความเป็นจริงแล้วในช่วงเวลาที่ศึกษากำไรอาจไม่มีความเสถียรภาพทำให้ต้องมีการนำระดับของกำไรมาเป็นตัวแทนของกำไรที่ไม่คาดหวังร่วมกับการเปลี่ยนแปลงของกำไร

ดังนั้นจะเห็นได้ว่าการสรุปว่าปัจจัยใดระหว่างกำไรทางเกณฑ์คงค้างและกระแสเงินสดจะมีประสิทธิภาพต่อการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์จากการลงทุนมากกว่ากันนั้นยังไม่เป็นที่ชัดเจน แต่อย่างไรก็ตามในระยะยาวกำไรตามเกณฑ์คงค้างมีการสะท้อนถึงมูลค่าการเปลี่ยนแปลงของตลาดได้ดีกว่าเมื่อเทียบกับกระแสเงินสด จึงสามารถสรุปได้จากงานวิจัยต่าง ๆ คือ ข้อมูลกระแสเงินสดจะมีการเพิ่มขึ้นของความสามารถของข้อมูลมากกว่าข้อมูลกำไรเมื่อกำไรไม่เสถียรภาพ และทั้งระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไรเป็นตัวอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ไม่คาดหวังได้ดีกว่าการใช้ระดับหรือการเปลี่ยนแปลงของกำไรเพียงตัวใดตัวหนึ่ง จากงานวิจัยดังกล่าวข้างต้นจะเห็นว่าการศึกษาในปัจจุบันได้ให้ความสนใจกับสมการแบบโครงสร้างที่มีทั้งส่วนที่เป็นการเพิ่มขึ้นของความสามารถของข้อมูลทั้งส่วนที่เป็นกำไรและกระแสเงินสด

2.2 การศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่อข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดในการนำไปใช้ในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์

งานวิจัยในอดีตมีการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของผลตอบแทนที่มีความสำคัญต่องานวิจัยด้านตลาดทุนและได้รับความสนใจอย่างมากในการระบุปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่อกำไรและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ตามที่กล่าวไว้ข้างต้น เช่น Brown (1994) ได้มีการกล่าวถึงปัจจัยที่สามารถใช้ในการอธิบายความสัมพันธ์ของผลตอบแทน โดยปัจจัยที่มีผลต่อความสัมพันธ์ของผลตอบแทนที่ศึกษาได้แก่ ต้นทุนทรัพย์สิน อำนาจทางการเงิน โอกาสการเติบโต อัตราผลตอบแทนที่ปลอดความเสี่ยง (Risk Free Rate) ความเสี่ยงจากสินทรัพย์ของบริษัท ความเสี่ยงจากการดำเนินงาน ความเสถียรภาพของกำไร ความสามารถในการพยากรณ์กำไร ขนาดของกิจการ ประเภทของอุตสาหกรรมและระดับความไม่แน่นอน รวมถึงงานวิจัยของ Mark A. B. (2003) ในการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางบัญชีและมูลค่าของบริษัท พบว่าข้อมูลทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายและพยากรณ์ราคาของหลักทรัพย์ และความสามารถดังกล่าวอาจลดลงเมื่อมีปัจจัยต่าง ๆ ของบริษัทที่ส่งผลต่อกำไรในทิศทางต่าง ๆ กัน เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Cho และ Jung (1991) ได้ทำการศึกษาถึงความก้าวหน้าของงานวิจัยต่าง ๆ ที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของผลตอบแทน และเชื่อมโยงส่วนที่เหลือของงานต่าง ๆ โดยการรวบรวมและวิเคราะห์หลักฐานจากงานวิจัยเชิงประจักษ์ และเชื่อมโยงไปยังทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง โดยแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 กลุ่มดังนี้

1. ศึกษาส่วนประกอบของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของผลตอบแทน คือ ความเสถียรภาพของกำไร ค่าเบต้า (Beta) อัตราผลตอบแทนที่ปลอดความเสี่ยง (Risk Free Rate of

Interest) การเติบโตของกำไร ความสามารถในการคาดการณ์กำไรและปัจจัยที่ไม่ใช่ปัจจัยด้านการเงิน เช่น ขนาดของกิจการและอุตสาหกรรม

2. ศึกษาการสื่อของข้อมูลกำไร (Informativeness of Earnings)

การศึกษาถึงส่วนประกอบของค่าสัมประสิทธิ์ของผลตอบแทน ซึ่งเป็นการศึกษาถึงปัจจัยที่กล่าวไว้ในข้อ 1 ผลจากการรวบรวมและเชื่อมโยงข้อมูลจากงานวิจัยต่าง ๆ พบว่า ความเสถียรภาพของกำไร การเติบโตของกำไร ความสามารถในการคาดการณ์กำไรและปัจจัยที่ไม่ใช่ปัจจัยทางการเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนค่าเบต้าและอัตราผลตอบแทนที่ปลอดความเสี่ยงมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของผลตอบแทน

การพบความสัมพันธ์และผลกระทบของปัจจัยต่อการอธิบายผลตอบแทนหลัก ทรัพย์นี้ก่อให้เกิดการพัฒนาทฤษฎีที่ใช้กันทั่วไป (Common sighted theories) 4 ทฤษฎีจากการทดสอบเชิงประจักษ์ (Christensen และ Demski (2003)) ได้แก่

1. “ราคาหลักทรัพย์นำหน้ากำไร” (Price Leads Earnings) เกิดจากการวิจัยในตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Information) ซึ่งข้อมูลจะมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ขณะที่กำไรทางบัญชีไม่ได้เกิดในเวลาที่เหมาะสม เช่น การรายงานที่บกพร่อง การใช้มุมมองด้านอดีต การใช้หลักการบัญชีคู่ ซึ่งไม่ได้มีการรวมเอากำไรในอนาคตมารายงานเป็นกำไรปัจจุบัน

2. ในตลาดทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ จากข้อ 1 ถ้าตลาดไม่มีการพิจารณาและการปฏิบัติเกี่ยวกับข้อมูลที่เหมาะสมหรือปฏิบัติในเวลาที่ไม่เหมาะสม จะส่งมากต่อการลดลงของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของผลตอบแทนและความสัมพันธ์ของค่า R^2 ในสมการถดถอยผลตอบแทน กล่าวคือข้อมูลจะไม่สามารถพยากรณ์ผลตอบแทนได้อย่างเหมาะสมนั่นเอง

3. ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของผลตอบแทนที่ต่ำ มีการสรุปได้ว่าเกิดจากตัวเลขกำไรทางบัญชีที่ไม่ได้เป็นกำไรที่แท้จริง กล่าวคือ บริษัทขึ้นนโยบายการบัญชีที่เกิดจากการตัดสินใจของผู้บริหาร การปรับปรุงบัญชีและอื่น ๆ ทั้งหมดนี้ส่งผลให้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของผลตอบแทนมีค่าลดลง Beaver, Lambert และ Morse (1980) Amir และ Lew (1996) Aboody และ Lev (1998) กล่าวว่า ผลตอบแทนของกำไรที่เกิดจากการดำเนินงานที่ไม่ดี มีความสัมพันธ์กับมาตรฐานการบัญชีที่ไม่มีการนำวัตถุประสงค์ในการจัดทำข้อมูลที่มีความเกี่ยวข้องกับการพยากรณ์กระแสเงินสดในอนาคต

4. ผลกระทบจากความไม่เสถียรภาพของกำไรเป็นปัจจัยหนึ่งที่ทำให้กำไรในปัจจุบันไม่สามารถคาดการณ์กำไรในอนาคตได้ และไม่มีมีความเกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของบริษัทในอนาคต ทั้งหมดนี้มีอิทธิพลต่อกำไรในอนาคต ซึ่งความไม่เสถียรภาพของกำไรนี้เกิดจากหลายปัจจัย เช่น การขายสินทรัพย์ของบริษัทที่ขาดทุน แรงกระตุ้นของช่วงเวลาในการเปิดเผยข่าวร้ายและข่าวดีทำให้เกิดการเบี่ยงเบนกำไรที่แท้จริง ส่งผลให้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ลดลงเช่นกัน

การที่กล่าวมาข้างต้นว่าการใช้ข้อมูลกำไรเพื่ออธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์จะมีความแตกต่างกันอย่างไรขึ้นอยู่กับปัจจัยที่ใช้ในการศึกษา ดังนั้นการวิจัยครั้งนี้จะขอล่าวถึงปัจจัย ได้แก่ ความเสถียรภาพของกำไร การเติบโตของกำไรและขนาดของกิจการ ที่มีความสัมพันธ์ต่อกำไรและกระแสเงินสดในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์

งานวิจัยในอดีตได้มีการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลทำให้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของผลตอบแทนหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง เช่น Collin และ Kothari (1989) พบว่ากำไรที่มีความเสถียรภาพและการเติบโตของกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน โดยการเติบโตของกำไรนั้นจะมีความสัมพันธ์กับกำไรในปัจจุบันน้อย แต่ก็ยังสามารถใช้ในการศึกษาถึงโอกาสการเติบโตของกำไรและการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ได้ ในด้านความเสถียรภาพของกำไรยังมีงานวิจัยของประเทศไทยโดย Kanogporn (2000) พบว่าในธุรกิจที่มีความเสถียรภาพของกำไร ข้อมูลกำไรจะมีความสามารถของข้อมูลในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลกระแสเงินสด ในทางกลับกันหากธุรกิจไม่มีความเสถียรภาพของกำไร ข้อมูลกระแสเงินสดจะมีความสามารถของข้อมูลในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลกำไร ซึ่งตรงกับงานวิจัยของ Charitou Clubb และ Andreou (2001) ที่ได้ทำการศึกษปัจจัยด้านความเสถียรภาพของกำไรเช่นกัน พบว่าเมื่อกำไรไม่มีความเสถียรภาพ ค่าสัมประสิทธิ์ของกำไรที่ไม่คาดหวังในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์จะลดลง แต่ค่าสัมประสิทธิ์ของกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังจะเพิ่มขึ้น นอกจากนี้งานวิจัยดังกล่าวยังมีการศึกษาถึงปัจจัยด้านการเติบโตของกำไรและขนาดของกิจการด้วย โดยพบว่าเมื่อกิจการมีการเติบโตของกำไรสูงขึ้น กำไรที่ไม่คาดหวังสามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้เพิ่มขึ้น แต่พบบางหลักฐานเท่านั้นที่แสดงว่ากระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังจะสามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้เพิ่มขึ้นเหมือนกำไรที่ไม่คาดหวัง และในด้านขนาดของกิจการพบว่าเมื่อกิจการมีขนาดใหญ่ พบบางหลักฐานที่แสดงว่ากำไรที่ไม่คาดหวังสามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้น้อยลง และไม่พบหลักฐานเลยว่ากระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังจะมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ผลงานวิจัยด้านขนาดของกิจการยังมีการวิจัยของ Fama และ

French (1992) ให้ผลสรุปที่แตกต่างกันเล็กน้อยในด้านกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวัง โดยยังพบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังว่าในกิจการที่มีขนาดใหญ่ กระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้น้อยลงเช่นเดียวกับกำไรที่ไม่คาดหวัง นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยอื่น ๆ ที่อธิบายถึงขนาดของกิจการที่มีผลต่อการเปิดเผยข้อมูลอื่น ๆ กับความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์ โดย Freeman (1987) พบว่าราคาของบริษัทขนาดใหญ่เป็นราคาที่สูงขึ้นข้อมูลเกี่ยวกับกำไรของกิจการได้เร็วกว่าบริษัทขนาดเล็ก กล่าวคือผู้ลงทุนจะมีความแม่นยำในการวิเคราะห์ข้อมูลทั้งกำไรและกระแสเงินสดในอนาคตของบริษัทใหญ่ ซึ่งงานวิจัยของ Jill และ Lian (1993) เป็นงานวิจัยที่สนับสนุนงานวิจัยของ Freeman กล่าวคือขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ต่อความสนใจในการเปิดเผยข้อมูลมากขึ้น เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวช่วยให้บริษัทได้รับผลประโยชน์หลายประการ เช่น ลดต้นทุนด้านตัวแทน ทำให้ผู้ที่ใช้ข้อมูลในรายงานทางการเงินมีความแม่นยำยิ่งขึ้น ซึ่ง Marilyn (1996) Kamal (1998) และ Chaney และ Jetter (1991) ยังพบผลการวิจัยในทำนองเดียวกันกับงานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลและขนาดของกิจการอีกว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับปริมาณการเปิดเผยข้อมูล แต่อย่างไรก็ตามยังมีงานวิจัยอื่นที่ขัดแย้งกับงานวิจัยข้างต้นเกี่ยวกับขนาดของกิจการที่การอธิบายผลตอบแทนได้แก่ Collin และ Kothari (1989) พบว่าขนาดของกิจการไม่มีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์เลย