

## บทที่ 2

### ทบทวนวรรณกรรม



#### 2.1 แนวคิดและทฤษฎี

การศึกษาที่เกี่ยวข้องกับความมีประโยชน์ของข้อมูลบัญชีนั้น ส่วนใหญ่ตั้งอยู่บนแนวคิดเกี่ยวกับการตอบสนองของข้อมูลข่าวสาร และความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของข้อมูลบัญชี ซึ่งแต่ละแนวคิดและทฤษฎีมีความเกี่ยวข้องและเชื่อมโยงกัน ดังต่อไปนี้

##### 2.1.1 แนวคิดการตอบสนองของตลาดต่อข้อมูลข่าวสาร

ตามทฤษฎีทางการเงินตั้งอยู่บนสมมติฐานว่า นักลงทุนเป็นผู้มีเหตุมีผลในการตัดสินใจลงทุน จึงมีพฤติกรรมในการเลือกลงทุนโดย ณ ระดับความเสี่ยงเท่ากัน นักลงทุนจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนคาดหวังสูงสุด และ ณ ระดับอัตราผลตอบแทนคาดหวังเท่ากัน นักลงทุนจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีระดับความเสี่ยงต่ำที่สุด

นักลงทุนผู้ซึ่งมีความต้องการข้อมูลข่าวสารเพื่อนำมาใช้ประเมินกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตและความเสี่ยงจากการลงทุน จึงได้มีพฤติกรรมการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสาร ดังนี้

2.1.1.1 นักลงทุนแต่ละรายมีความสามารถในการรับรู้ข้อมูลข่าวสาร ตลอดจนการตีความที่แตกต่างกันแม้ว่าจะได้ข้อมูลข่าวสารจากแหล่งเดียวกันก็ตาม ฉะนั้น ความเชื่อและความคาดหวังต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทและผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตของนักลงทุนแต่ละราย จึงมีความแตกต่างกัน

2.1.1.2 นักลงทุนมีความเชื่อว่า ผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตขึ้นอยู่กับความสามารถในการทำกำไร ณ ปัจจุบันของบริษัท ความเชื่อดังกล่าวยังรวมถึงความคาดหวังเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตด้วย

2.1.1.3 ตามทฤษฎีของ Bayes ได้กล่าวไว้ว่า เมื่อนักลงทุนได้รับทราบการประกาศกำไร ณ ปัจจุบัน นักลงทุนจะทำการวิเคราะห์ตัวเลขกำไรและปรับเปลี่ยนความเชื่อเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท รวมถึงความคาดหวังเกี่ยวกับผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต โดยเมื่อกำไรที่ประกาศสูงกว่ากำไรที่คาดหวังซึ่งถือว่าเป็นข่าวดี (Good news) จะทำให้นักลงทุนคาดหวังความสามารถในการทำกำไรและผลตอบแทนที่จะได้รับในอนาคตสูงขึ้น แต่ถ้ากำไรที่คาดหวังสูงกว่ากำไรที่ประกาศซึ่งถือว่าเป็นข่าวร้าย (Bad news) จะทำให้นักลงทุนคาดหวังความสามารถในการทำกำไรและผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตลดลง

2.1.1.4 หากนักลงทุนได้ปรับเปลี่ยนความเชื่อเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์และคาดหวังผลตอบแทนที่จะได้รับในอนาคตสูงขึ้น มักจะถูกโน้มน้าวหรือเกิดแรงจูงใจที่จะซื้อหลักทรัพย์ในปัจจุบัน ในทางกลับกัน หากนักลงทุนได้ปรับเปลี่ยนความเชื่อเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทและคาดหวังผลตอบแทนที่จะได้รับในอนาคตลดลง มักจะถูกโน้มน้าวหรือเกิดแรงจูงใจที่จะขายหลักทรัพย์ในปัจจุบัน

2.1.1.5 หากนักลงทุนส่วนใหญ่ตีความกำไรที่ประกาศว่าเป็นข่าวดีมากกว่าผู้ที่ตีความว่าเป็นข่าวร้าย ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทก็จะเพิ่มขึ้น ในทางกลับกัน หากนักลงทุนส่วนใหญ่ตีความกำไรที่ประกาศว่าเป็นข่าวร้ายมากกว่าผู้ที่ตีความว่าเป็นข่าวดี ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทก็จะลดลง

## 2.1.2 ความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของข้อมูลบัญชี

การบัญชีเป็นเรื่องของการบันทึกกิจกรรมทางเศรษฐกิจของกิจการโดยอาศัยระบบบัญชีเป็นเครื่องมือสำคัญ ระบบบัญชีจึงเป็นวิธีการนำเอารายการต่าง ๆ ของกิจกรรมทางเศรษฐกิจมาบันทึกให้เป็นระบบ หมวดยุติ และออกรายงานสรุป เพื่อวัตถุประสงค์ทางการเงินและผลการดำเนินงาน รายงานสรุปผลจะถือเป็นผลผลิตจากระบบบัญชี หรือที่เรียกว่างบการเงิน ซึ่งจะต้องจัดทำขึ้นตามมาตรฐานการบัญชีที่รับรองโดยทั่วไป เพื่อให้ข้อมูลในงบการเงินมีลักษณะเชิงคุณภาพอันนำไปสู่ความมั่นใจได้ว่า ข้อมูลดังกล่าวมีความถูกต้องเป็นจริง และมีความโปร่งใสในการจัดทำ

ในแง่มุมมองที่มีประโยชน์ของข้อมูล ข้อมูลบัญชีจะมีประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงินก็ต่อเมื่อข้อมูลนั้นเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของผู้ใช้งบการเงิน โดยช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถค้นหาข้อเท็จจริงเกี่ยวกับฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานอันนำไปสู่การประเมินเหตุการณ์ในอดีต ปัจจุบัน และอนาคตของบริษัท รวมทั้งช่วยยืนยันหรือชี้ข้อผิดพลาดของผลการประเมินที่ผ่านมาของผู้ใช้งบการเงินได้

อย่างไรก็ตาม แม้ว่ามาตรฐานการบัญชีได้กำหนดให้จัดทำและนำเสนอข้อมูลในงบการเงินภายใต้ลักษณะเชิงคุณภาพ เพื่อให้ข้อมูลในงบการเงินมีประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงิน แต่ก็ยังมีข้อถกเถียงกันในประเด็น ดังต่อไปนี้

- เนื่องจากมาตรฐานการบัญชีได้กำหนดแนวทางปฏิบัติหลายวิธีให้เลือกสำหรับรายการหรือเหตุการณ์เดียวกัน ตัวอย่างเช่น การตีราคาสินค้าคงเหลือสามารถเลือกใช้วิธีเข้าก่อน-ออกก่อน หรือถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักได้ เพราะฉะนั้น การเปรียบเทียบข้อมูลจึงทำได้ยาก

- เนื่องจากมาตรฐานการบัญชีได้กำหนดให้ใช้ดุลยพินิจในการประมาณการเหตุการณ์ที่ไม่แน่นอนในอนาคต จึงอาจเป็นช่องทางหนึ่งที่เปิดโอกาสให้ผู้บริหารทำการดบแต่งตัวเลขทางบัญชี เพื่อให้แสดงผลการดำเนินงานตามทิศทางที่ผู้บริหารต้องการ

- การยึดหลักความระมัดระวังมากเกินไปโดยใช้ราคาทุนเดิมในการวัดมูลค่ารายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชี อาจเป็นเหตุให้เกิดความเข้าใจในข้อมูลผิดพลาดและบิดเบือนไปจากความเป็นจริง

ทั้งนี้ ข้อมูลบัญชีที่นักลงทุนต่างให้ความสนใจและเป็นตัวแปรที่ใช้สำหรับงานวิจัยฉบับนี้ คือ กำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

### 2.1.2.1 กำไรทางบัญชี

กำไรทางบัญชี เป็นกำไรที่เกิดจากรายการและเหตุการณ์ทางบัญชีที่รับรู้ตามเกณฑ์คงค้าง ซึ่งกำหนดให้รับรู้รายการเมื่อเกิดขึ้น มิใช่เมื่อมีการรับหรือจ่ายเงินสด โดยรายการต่าง ๆ จะบันทึกบัญชีและแสดงในงบการเงินตามงวดที่เกี่ยวข้อง จึงทำให้กำไรทางบัญชีเป็นตัวเลขที่สะท้อนถึงผลการดำเนินงานในช่วงเวลาหนึ่ง และเป็นสิ่งบ่งชี้ถึงความสามารถในการสร้างกำไรของบริษัท

เนื่องจากกำไรทางบัญชี เป็นตัวเลขที่สะท้อนผลดำเนินงานในช่วงเวลาหนึ่งทุก ๆ รอบระยะเวลา เช่น รายปี รายไตรมาส เป็นต้น ตัวเลขกำไรทางบัญชีจึงมีคุณสมบัติอนุกรมเวลา (Time series) ซึ่งในทางสถิติศาสตร์ได้มีการพัฒนาตัวแบบต่าง ๆ เพื่อให้สามารถอธิบายประเภทหรือรูปแบบที่แตกต่างกันของอนุกรมเวลาได้ ดังนี้

- ถ้าการเปลี่ยนแปลงของกำไรในแต่ละปีเป็นอิสระจากการเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีก่อน ๆ ทั้งหมด หรืออีกนัยหนึ่ง กำไรในปีปัจจุบันเกิดขึ้นในลักษณะเชิงสุ่ม (Random walk) โดยไม่สามารถจับทิศทางของกำไรได้อย่างแน่นอน ฉะนั้น กำไรในปีปัจจุบัน จึงถือเป็นข้อมูลที่ดีที่สุดในการใช้พยากรณ์กำไรในอนาคต แม้ว่าจะมีข้อมูลของกำไรในปีก่อน ๆ ก็ตาม

- ถ้าการเปลี่ยนแปลงของกำไรในแต่ละปีไม่เป็นอิสระจากการเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีก่อน ๆ หรืออีกนัยหนึ่ง กำไรในปีปัจจุบันมีการเติบโตอย่างคงที่ (Constant growth) แม้ว่าบางปีจะมีกำไรสูงหรือต่ำเกินไปบ้างก็ตาม แต่โดยภาพรวมกำไรในแต่ละปีมีแนวโน้มค่อนข้างคงที่ ฉะนั้น กำไรในอดีตทั้งหมด จึงถือเป็นข้อมูลที่ดีที่สุดในการใช้พยากรณ์กำไรในอนาคต

โดยทั่วไป สามารถแบ่งส่วนประกอบของกำไร (Earnings components) ออกเป็น 3 ประเภท ตามความสามารถในการพยากรณ์กระแสเงินสดส่วนเกินในอนาคต ดังนี้

(1) กำไรที่มีความเสถียรภาพ (Permanent earnings) เป็นกำไรในปีปัจจุบันที่มีความสม่ำเสมอและคาดว่าจะเกิดขึ้นอีกในอนาคต จึงสามารถสะท้อนถึงกระแสเงินสดส่วนเกินในอนาคต และสามารถใช้ในการประมาณกระแสเงินสดได้เป็นอย่างดี เช่น กำไรขาดทุนจากการดำเนินงานตามปกติ

(2) กำไรที่เกิดขึ้นชั่วคราว (Transitory earnings) เป็นกำไรในปัจจุบันที่ไม่คาดว่าจะเกิดขึ้นอีกในอนาคต และมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการบ้าง แต่ไม่เป็นเครื่องมือที่ดีในการประมาณกระแสเงินสดส่วนเกินในอนาคต เช่น กำไรขาดทุนจากส่วนงานที่ยกเลิก

(3) กำไรที่ไม่เกี่ยวข้องกับราคา (Noise) เป็นกำไรที่ไม่มีความเกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดทั้งในปัจจุบันและอนาคต จึงไม่สามารถใช้ประมาณกระแสเงินสดส่วนเกินในอนาคตได้ เช่น รายการพิเศษ

ในแต่ละกิจการย่อมมีส่วนประกอบของกำไรไม่เหมือนกัน แม้ว่าจะมีผลกำไรเท่ากัน เพราะฉะนั้น การแยกส่วนประกอบของกำไรทางบัญชีและแสดงให้ผู้ใช้งบการเงินทราบถึงความแตกต่างกัน จะทำให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถพิจารณาถึงคุณภาพของกำไรของแต่ละกิจการได้

### 2.1.2.2 กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

กระแสเงินสด เป็นตัวเลขที่เกิดจากรายการและเหตุการณ์ทางบัญชีที่รับรู้ตามเกณฑ์เงินสด ซึ่งกำหนดให้รับรู้รายการเมื่อมีการรับหรือจ่ายเงินสด สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย (the Institute of Certified Accountants and Auditors of Thailand : ICAAT) ได้ประกาศใช้มาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 25 เรื่องงบกระแสเงินสด (Cash flows statements) โดยให้ถือปฏิบัติสำหรับรอบระยะเวลาบัญชีเริ่มในหรือหลังวันที่ 1 มกราคม 2537 เป็นต้นไป และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดให้จัดทำและนำเสนอของงบกระแสเงินสดถือเป็นส่วนหนึ่งของงบการเงิน เพื่อให้ข้อมูลเพิ่มเติมแก่นักลงทุนนอกเหนือจากงบดุลและงบกำไรขาดทุน ทั้งนี้ มาตรฐานการบัญชีได้กำหนดให้จัดทำและนำเสนอของงบกระแสเงินสดโดยแสดงรายการแยกตามกิจกรรมการดำเนินงาน กิจกรรมการจัดหาเงิน และกิจกรรมการลงทุน

ในส่วนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานถือเป็นแหล่งที่มาของกระแสเงินสดในระยะยาวที่สามารถนำไปใช้จ่ายได้ในทุกด้าน เนื่องจากกิจกรรมการได้มาและใช้ไปของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานนั้น มีความเกี่ยวข้องโดยตรงกับวงจรชีวิตผลิตภัณฑ์หรือบริการของบริษัท ซึ่งมาตรฐานการบัญชีไทยได้กำหนดให้แสดงกระแสเงินสดจากการดำเนินงานโดยใช้วิธีทางตรง (Direct method) หรือวิธีทางอ้อม (Indirect method) วิธีใดวิธีหนึ่ง กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่คำนวณขึ้นภายใต้วิธีทั้งสอง ย่อมมีจำนวนเท่ากัน โดยวิธีทางตรงจะให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ในการประมาณกระแสเงินสดรับจ่ายในอนาคต ซึ่งเหมาะสำหรับการบริหารงาน ส่วนวิธีทางอ้อมจะให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ในการประเมินคุณภาพของกำไร ซึ่งเหมาะสำหรับนักลงทุน เพราะวิธีทางอ้อมช่วยให้ทราบสาเหตุที่ทำให้กำไรทางบัญชีแตกต่างจากกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน

ในแง่มุมมองความมีประโยชน์ของกระแสเงินสด กระแสเงินสดจากการดำเนินงานจะมีประโยชน์ต่อนักลงทุน ก็ต่อเมื่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความ

เกี่ยวข้องกับ การตัดสินใจลงทุน โดยช่วยส่งสัญญาณเตือนการขาดสภาพคล่อง หรือระบุถึง ปัญหาทางการเงิน รวมทั้งการบ่งชี้ถึงคุณภาพของกำไรอันเป็นประโยชน์ต่อการพยากรณ์กระแส เงินสดส่วนเกินในอนาคต และวัฏจักรของธุรกิจ

อย่างไรก็ตาม แม้ว่างบกระแสเงินสดได้จัดผลกระทบอันเกิดจากการใช้ วิธีการบัญชีที่แตกต่างกันสำหรับรายการและเหตุการณ์เดียวกันออกไป จึงสามารถนำกระแส เงินสดของต่างกิจการมาเปรียบเทียบกันได้ แต่ยังคงมีข้อจำกัดอันเนื่องมาจากมาตรฐานการ บัญชีที่ยังคลุมเครือและไม่มีบทสรุปที่แน่ชัดในประเด็นของการจำแนกกระแสเงินสดบางรายการ ออกเป็นกิจกรรมต่าง ๆ เช่น กระแสเงินสดที่เกี่ยวข้องกับดอกเบี้ยรับ เงินปันผลรับ ดอกเบี้ยจ่าย เงินปันผลจ่าย เป็นต้น

จากที่กล่าวมาข้างต้นเป็นแนวคิดและทฤษฎี ต่อไปจะขอลำถึงเอกสาร และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

## 2.2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยฉบับนี้ ได้แบ่งการทบทวนเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องออกเป็น 4 ส่วน ได้แก่ ความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ผลกระทบของ ส่วนประกอบกำไรต่อความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ และ ผลกระทบจากเสถียรภาพข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์

### 2.2.1 ความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์

ในสองทศวรรษที่ผ่านมา ผลงานวิจัยทางบัญชีได้นำแนวคิดและทฤษฎีทางการเงิน มาประยุกต์ในการทดสอบความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคา หลักทรัพย์ (ผลตอบแทนหลักทรัพย์) เพื่อให้ทราบถึงประโยชน์ของข้อมูลบัญชีในการนำมาใช้ ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยแนวคิดและทฤษฎีทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาความมี ประโยชน์ของข้อมูลข่าวสาร ตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่า ข้อมูลข่าวสารใดก็ตามที่นักลงทุนใช้ในการ วิเคราะห์ กำหนด และประเมินมูลค่าหลักทรัพย์จนกระทั่งนำไปสู่การปรับเปลี่ยนความคาดหวัง ในความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุนแล้ว แสดงว่า ข้อมูลข่าวสารนั้น มีความเกี่ยวข้อง กับการตัดสินใจของนักลงทุน แต่หากว่าการประกาศข้อมูลข่าวสารไม่ได้นำไปสู่การ เปลี่ยนแปลงความคาดหวังและการตัดสินใจใด ๆ ก็ย่อมไม่มีการเปลี่ยนแปลงของราคา หลักทรัพย์ แสดงว่า ข้อมูลข่าวสารนั้น ไม่มีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของนักลงทุน

ทั้งนี้ ความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ (Explanatory power of accounting information) จะเป็นการพิจารณาว่า ข้อมูลบัญชีมีความ เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของนักลงทุนหรือไม่ อย่างไร โดยวัดได้จากความสัมพันธ์ระหว่าง ข้อมูลบัญชีกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ซึ่งหากข้อมูลบัญชีมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทน

หลักทรัพย์ ก็จะสะท้อนว่า นักลงทุนได้นำข้อมูลบัญชีไปใช้ในการคาดการณ์ความเสี่ยงและผลตอบแทนหลักทรัพย์ จึงทำให้ข้อมูลบัญชีมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ และเป็นข้อบ่งชี้ว่า ข้อมูลบัญชีมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุน

ข้อมูลบัญชีที่นักลงทุนต่างให้ความสนใจมากที่สุดคือ กำไรทางบัญชี โดยนักลงทุนมองว่า กำไรเป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนผลการดำเนินงานที่สัมพันธ์กับสภาพเชิงเศรษฐกิจ ฉะนั้นงานวิจัยในยุคเริ่มแรกส่วนใหญ่ จึงมุ่งเน้นการทดสอบความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของกำไรทางบัญชี โดยวัดความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ สำหรับหลักฐานในตลาดหุ้นต่างประเทศที่ศึกษาเกี่ยวกับความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจลงทุนของกำไรทางบัญชี มีดังนี้

Beaver (1968) ศึกษาถึงผลกระทบจากการประกาศกำไรที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ ผลการศึกษา พบว่า ความแปรปรวนของระดับราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในสัปดาห์ที่มีการประกาศกำไร มีค่าสูงกว่าสัปดาห์ที่ไม่มีการประกาศกำไร ผลดังกล่าวเป็นข้อบ่งชี้ว่า กำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์

สำหรับหลักฐานในตลาดหุ้นไทยที่ศึกษาความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจลงทุนของกำไรทางบัญชี มีดังนี้

สุจิตรา วัชรจิตติภรณ์ (2534) ศึกษาเกี่ยวกับการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศกำไรรายไตรมาสของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงมกราคม พ.ศ. 2529 ถึงมีนาคม พ.ศ. 2533 ในการศึกษาได้แบ่งตัวอย่างบริษัทออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่ม Good news ซึ่งเป็นกลุ่มบริษัทที่มีกำไรที่ไม่คาดหวังเป็นบวก และกลุ่ม Bad news ซึ่งเป็นกลุ่มบริษัทที่มีกำไรที่ไม่คาดหวังเป็นลบ ผลการศึกษา พบว่า ในกลุ่ม Good news ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์เป็นไปในทิศทางเดียวกัน และในกลุ่ม Bad news ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์เป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม ผลดังกล่าวชี้ว่า ราคาหลักทรัพย์ยังสูงขึ้นแม้ว่าบริษัทจะประกาศว่ามีผลการดำเนินงานไม่ดี โดยผู้วิจัยให้เหตุผลว่า นักลงทุนอาจมีความเชื่อมั่นในปัจจุบันอื่น ๆ ของบริษัทนอกเหนือจากข้อมูลบัญชีเพียงอย่างเดียว ตัวอย่างเช่น สภาพเศรษฐกิจ สถานการณ์ทางการเงิน ภาวะเศรษฐกิจ ความเสี่ยง ความสามารถของทีมบริหาร ฯลฯ

นันทวัล เขียวรัตน์ (2539) ศึกษาเกี่ยวกับการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศกำไรสุทธิทางบัญชีรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2535-2538 ผลการศึกษาพบว่า กรณีการประกาศกำไรเป็นข่าวดี (ข่าวร้าย) ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรที่ไม่คาดหวังกับราคาหลักทรัพย์เป็นไปในทิศทางเดียวกัน (ตรงกันข้าม) และความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณรวมของข้อมูลกับราคาหลักทรัพย์เป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม โดยผู้วิจัยให้เหตุผลว่า ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสไม่ว่าจะเป็นข่าวดีหรือข่าวร้ายจะมีผลกระทบในทางบวกต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์

พิมพ์พนา ศรีสวัสดิ์ (2539) ศึกษาเกี่ยวกับความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยทดสอบความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดหุ้นไทยในระหว่างปี พ.ศ. 2522-2533 ผลการศึกษา พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนกับกำไรทางบัญชีสูงมากตลอดช่วงระยะเวลาที่ศึกษา ค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีไม่มีนัยสำคัญในช่วงแรกของการศึกษา (พ.ศ. 2522-2528) แต่กลับมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันในช่วงหลังของศึกษา (พ.ศ. 2529-2533) นอกจากนี้ ผู้วิจัยยังได้ทดสอบการตอบสนองของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อการประกาศกำไรรายไตรมาส โดยพบว่า นักลงทุนในตลาดหุ้นไทยตอบสนองอย่างรวดเร็วต่อการประกาศกำไรรายไตรมาส ผู้วิจัยให้เหตุผลว่า ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับผลตอบแทนที่สูงมากนั้น อาจเป็นผลจากการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างพื้นฐานทางบัญชี อาทิเช่น การเปลี่ยนแปลงข้อบังคับทางการบัญชี และสภาพแวดล้อมที่เกี่ยวข้องกับข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งส่งผลกระทบต่อเนื่องไปยังคุณภาพของกำไรแล้วทำให้กำไรทางบัญชีมีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจลงทุนเพิ่มขึ้น

อย่างไรก็ตาม ผลงานวิจัยในอดีตบางฉบับได้เสนอแนะว่า กำไรทางบัญชีอาจถูกดัดแปลงขึ้นตามทิศทางที่ผู้บริหารต้องการ อันเนื่องมาจากกำไรทางบัญชีตั้งอยู่บนเกณฑ์คงค้างที่กำหนดให้รับรู้รายการตามแม่บทการบัญชี และให้ปฏิบัติตามแนวทางที่กำหนดไว้ในมาตรฐานการบัญชี ซึ่งในมาตรฐานการบัญชีได้กำหนดแนวทางหลายวิธีให้เลือกปฏิบัติสำหรับรายการและเหตุการณ์ทางบัญชีเดียวกัน รวมทั้งให้ใช้ดุลยพินิจในการประมาณการเหตุการณ์ที่มีความไม่แน่นอน จึงอาจเป็นช่องทางหนึ่ง que ผู้บริหารใช้ในการแสวงหาผลประโยชน์เข้าตนเอง โดย Merchant (1989) ได้ให้นิยามของการดัดแปลงตัวเลขกำไรว่าเป็นการกระทำต่าง ๆ ของฝ่ายบริหารที่กระทบต่อการรายงานกำไร ซึ่งทำให้ข้อมูลไม่สะท้อนสภาพเชิงเศรษฐกิจที่แท้จริงของกิจการ และอาจเป็นผลเสียหายต่อกิจการในระยะยาว นอกจากนี้ Merchant and Rockness (1994) ได้สรุปว่า การดัดแปลงกำไรสามารถมองได้เป็นสองทาง คือ ประเภทของการกระทำ (วิธีปฏิบัติทางบัญชีและวิธีการดำเนินงาน) และทิศทางของผลกระทบที่มีต่อตัวเลขกำไร (กำไรลดลงหรือเพิ่มขึ้น) ทั้งนี้ ผลงานวิจัยของ Healy (1985), DeAngelo (1986) Watts and Zimmerman (1986), และ Dye and Verrecchia (1995) ได้ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของผู้บริหารกับการเปลี่ยนแปลงในส่วนประกอบกำไรที่เป็นรายการพึงรับพึงจ่ายผลดังกล่าวให้หลักฐานสนับสนุนว่า ผู้บริหารใช้รายการพึงรับพึงจ่ายในการดัดแปลงตัวเลขกำไรทางบัญชี

ด้วยเหตุนี้ นักวิเคราะห์ทางการเงินจึงมองว่า กำไรทางบัญชีอาจไม่เพียงพอที่จะทำหน้าที่ส่งสัญญาณในมูลค่ากิจการไปสู่นักลงทุน จึงได้เสนอว่า กระแสเงินสดที่มักถูกมองว่าเป็นตัววัดลำดับสองรองจากกำไรทางบัญชี อาจจะทำหน้าที่เป็นตัวเสริมจากกำไรทางบัญชีในการส่งสัญญาณในมูลค่ากิจการไปสู่นักลงทุนได้ เนื่องจากกระแสเงินสดตั้งอยู่บนเกณฑ์การบันทึกรายการและเหตุการณ์ทางบัญชีตามที่เกิดขึ้นจริง จึงได้ขจัดผลกระทบอันเกิดจากการใช้

วิธีการบัญชีที่แตกต่างกันสำหรับรายการและเหตุการณ์เดียวกันออกไป ดังนั้น งานวิจัยในยุคถัดมา จึงมุ่งเน้นการเปรียบเทียบความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของกำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน โดยวัดความสามารถของกำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น

**ความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น** (Incremental explanatory power of accounting information) เป็นการพิจารณาความมีประโยชน์ของส่วนประกอบของกำไรทางบัญชีที่มีต่อนักลงทุน และกำหนดระดับความชอบของการแยกส่วนประกอบของกำไรทางบัญชี การศึกษาความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น โดยส่วนใหญ่จะเป็นการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อมูลค่าที่ไม่คาดหวังของตัวแปรทางบัญชีสองชนิดหรือมากกว่าสองชนิด ซึ่งค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยที่ไม่เท่ากับศูนย์ของตัวแปรทางบัญชีชนิดหนึ่ง จะถูกตีความว่า ตัวแปรชนิดนั้น มีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้เกินกว่าตัวแปรอื่น ๆ ในตัวแบบเดียวกัน (Jenning, 1990) ผลงานวิจัยในอดีตได้ให้หลักฐานสนับสนุนว่า กำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่างมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเกินกว่าซึ่งกันและกัน อันเป็นสิ่งสะท้อนว่า ส่วนประกอบรายการพึงรับพึงจ่ายและส่วนประกอบกระแสเงินสดต่างเพิ่มความมีประโยชน์ให้แก่กำไรทางบัญชี (Rayburn, 1986; Bowen et. al., 1987) เนื่องจากส่วนประกอบของกำไรที่เป็นรายการพึงรับพึงจ่ายตั้งอยู่บนเกณฑ์คงค้างซึ่งให้ข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานที่สัมพันธ์กับสภาพเชิงเศรษฐกิจ ในขณะที่ส่วนประกอบของกำไรที่เป็นรายการกระแสเงินสดตั้งอยู่บนเกณฑ์เงินสดซึ่งให้ข้อมูลเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงในฐานะทางการเงิน สำหรับหลักฐานในตลาดหุ้นต่างประเทศที่ศึกษาความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจลงทุนของกำไรทางบัญชี กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และตัวชี้วัดอื่น มีดังนี้

Ball and Brown (1968) ศึกษาความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ไม่ปกติ พบว่า กำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายข่าวดี/ข่าวร้ายได้ถูกต้องแม่นยำกว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ผลดังกล่าวสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Beaver and Dukes (1972) ที่พบว่า กระแสเงินสดกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ไม่ปกติมีความสัมพันธ์กันน้อยกว่าความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ไม่ปกติ

Bowen, Burgstahler, and Daley (1986) ศึกษาความแตกต่างในความสามารถของตัวชี้วัดทางบัญชี ได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ กำไรบวกด้วยเงินปันผล โดยใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพื่อประเมินความสามารถของตัวชี้วัดในการกำหนดราคาหลักทรัพย์และในการพยากรณ์กระแสเงินสดจากการดำเนินงานในอนาคต ผลการศึกษา พบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถที่แตกต่างจากตัวชี้วัดอื่นในการกำหนดราคา



หลักทรัพย์ นอกจากนั้น ยังพบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานกับกำไรสุทธิไม่มีความแตกต่างกันในความสามารถในการพยากรณ์กระแสเงินสดจากการดำเนินงานในอนาคต

Wilson (1986) ศึกษาความสามารถของส่วนประกอบของกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างรายการพึงรับพึงจ่ายและรายการกระแสเงินสดกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติในระหว่างปี ค.ศ.1981-1982 โดยใช้ข้อมูลรายวัน (Daily data) เพื่อเปรียบเทียบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ ในช่วงวันที่รายงานประจำปี ส่งถึงคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์และในช่วงวันประกาศกำไรครั้งแรกใน Wall Street Journal ผลการศึกษา พบว่า รายการกระแสเงินสดและรายการพึงรับพึงจ่ายรวมมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้เกินกว่ากำไรทางบัญชี นอกจากนั้น รายการพึงรับพึงจ่ายหมุนเวียนเป็นส่วนประกอบที่ทำให้รายการพึงรับพึงจ่ายรวมมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้เกินกว่ากระแสเงินสด ในขณะที่เดียวกัน รายการพึงรับพึงจ่ายไม่หมุนเวียนมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนที่ไม่ปกติเพียงเล็กน้อย

Wilson (1987) ศึกษาความสามารถของส่วนประกอบกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ทราบว่าส่วนประกอบของกำไรมีประโยชน์มากกว่ากำไรทางบัญชีหรือไม่ การทดสอบได้แยกส่วนประกอบของกำไรทางบัญชีออกเป็นสองความหมาย ได้แก่ ส่วนประกอบที่เป็นรายการพึงรับพึงจ่าย และส่วนประกอบที่เป็นเงินทุน (Funds) โดยได้ทำการทดสอบส่วนประกอบที่เป็นเงินทุนในสองความหมาย คือ เงินทุนหมุนเวียนจากการดำเนินงาน และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ในการทดสอบได้ใช้การวิเคราะห์ความถดถอยระหว่างตัวเลขทางบัญชีกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติ และใช้แนวคิดกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio Approach) ในการแบ่งกลุ่มตัวอย่างเพื่อการทดสอบ โดยใช้ข้อมูลที่ได้รับในช่วงวันประกาศข้อมูลในรายงานประจำปี/10-K filing ผลการศึกษา พบว่า ข้อมูลมีประโยชน์เมื่อเงินทุนถูกนิยามให้เป็นกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและข้อมูลไม่มีประโยชน์เมื่อเงินทุนถูกนิยามให้เป็นกระแสเงินทุนจากการดำเนินงาน

Ali (1994) ศึกษาความสามารถของส่วนประกอบกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินทุนจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และกำไรทางบัญชี กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยในการทดสอบความสัมพันธ์แบบที่ไม่ใช่เชิงเส้นตรงระหว่างผลตอบแทนหลักทรัพย์กับตัวแปรผลการดำเนินงาน ในการศึกษาได้ใช้ตัวอย่างในระหว่างปี ค.ศ. 1974-1988 ผลการศึกษา พบว่า กำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นเกินกว่ากระแสเงินทุนจากการดำเนินงาน และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน นอกจากนั้น กระแสเงินทุนจากการดำเนินงานยังมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นเกินกว่ากำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานด้วย อย่างไรก็ตาม ยังไม่มีหลักฐานเป็นที่แน่ชัดว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการ

อธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเกินกว่ากำไรทางบัญชีและกระแสเงินทุนจากการดำเนินงาน

Ali and Pope (1995) ศึกษาความสามารถของกำไรทางบัญชี เงินทุนหมุนเวียนจากการดำเนินงาน และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลบัญชีกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทั้งในรูปแบบเชิงเส้นตรงและที่ไม่ใช่เชิงเส้นตรง ผลการศึกษา พบว่า ตัวแปรทางบัญชีทุกตัวมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยเฉพาะกำไรทางบัญชีนั้น มีความเกี่ยวข้องต่อการตัดสินใจสูงกว่าตัวแปรอื่นโดยเปรียบเทียบ สำหรับเงินทุนหมุนเวียนมีความเกี่ยวข้องต่อการตัดสินใจสูงกว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานโดยเปรียบเทียบ

Biddle, Seow, and Siegel (1995) ศึกษาเปรียบเทียบความสามารถของข้อมูลบัญชี ได้แก่ กำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และยอดขายสุทธิ ในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ การศึกษาได้ใช้ตัวอย่างอุตสาหกรรมในประเทศสหรัฐอเมริกา ในระหว่างปี ค.ศ. 1974-1986 ผลการศึกษา พบว่า กำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และยอดขายสุทธิต่างมีความสามารถในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ โดยกำไรสุทธิมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเกินกว่ายอดขายสุทธิและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน นอกจากนี้ ยอดขายสุทธิยังมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเกินกว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

Black (1998) ศึกษาความสามารถของข้อมูลบัญชี ได้แก่ กำไรทางบัญชี กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน และกระแสเงินสดจากการลงทุน ในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในแต่ละชั้นวงจรชีวิตของบริษัท อันได้แก่ ชั้นเริ่มต้น ชั้นเติบโต ชั้นอิ่มตัว และชั้นถดถอย ผลการศึกษา พบว่า ความสามารถของกำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากกิจกรรมต่าง ๆ ในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ขึ้นอยู่กับชั้นวงจรชีวิตของบริษัท นอกจากนี้ ยังพบว่า กระแสเงินสดจากการลงทุนมีความเกี่ยวข้องต่อการตัดสินใจในชั้นเริ่มต้นและชั้นเจริญเติบโต ส่วนข้อมูลกระแสเงินสดจากการจัดหาเงินมีความเกี่ยวข้องต่อการตัดสินใจในชั้นเจริญเติบโตและชั้นอิ่มตัว

Ariff, Cheng, and Nasir (2001) ศึกษาความสามารถของกำไรทางบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและกำไรทางบัญชีกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ทั้งรูปแบบเชิงเส้นตรง และรูปแบบที่ไม่ใช่เชิงเส้นตรง การศึกษาได้ขยายงานวิจัยในอดีตโดยการใช้การวิเคราะห์กลุ่มหลักทรัพย์ในการวิเคราะห์ข้อมูล ผลที่ได้จากการวิเคราะห์กลุ่มหลักทรัพย์แล้วจะนำมาเปรียบเทียบกับผลการวิเคราะห์โดยใช้ตัวแบบที่ไม่ใช่เส้นตรง ผลการศึกษา พบว่า กำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเกินกว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานในช่วงระยะสั้นและระยะยาวทั้งในระดับบริษัทและระดับกลุ่มหลักทรัพย์ ในขณะที่เดียวกัน กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบาย

ผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเกินกว่ากำไรทางบัญชีในช่วงระยะเวลาสั้นและในระดับบริษัทเท่านั้น ฉะนั้น คณะผู้วิจัย จึงสรุปว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานเป็นตัวชี้วัดในการสะท้อนสถานะของกิจการในช่วงระยะเวลาสั้น แต่ไม่มีประโยชน์ในช่วงระยะเวลายาวและในระดับกลุ่มหลักทรัพย์

สำหรับหลักฐานในตลาดหุ้นไทยที่ศึกษาความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจลงทุนของกำไรทางบัญชี กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และตัวชี้วัดอื่น มีดังนี้

Graham, King, and Bailes (2000) ศึกษาความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจที่มีการลดค่าเงินบาท คณะผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่า ความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ลดลง โดยอาจเป็นเพราะการขายหุ้นของนักลงทุนต่างชาติอันเนื่องมาจากการลดลงของค่าเงินบาท การศึกษาได้ใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเพื่อทดสอบความสามารถของมูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ในการทดสอบได้ใช้ข้อมูลรายไตรมาส 5 ปีก่อนวิกฤติเศรษฐกิจในปี ค.ศ. 1997 ผลการศึกษา พบว่า ทั้งกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

## 2.2.2 ผลกระทบของส่วนประกอบกำไรที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์

กำไรประกอบไปด้วยส่วนประกอบ 2 ส่วนคือ รายการพึงรับพึงจ่ายและรายการกระแสเงินสด โดยส่วนประกอบของกำไรที่เป็นกระแสเงินสดจะเป็นรายการที่เกิดขึ้นจริงจากการรับ-จ่ายเงินสด เพราะฉะนั้น ผู้บริหารจึงมักเลือกตกแต่งตัวเลขทางบัญชีผ่านรายการพึงรับพึงจ่ายด้วยการรับรู้รายได้เร็วขึ้นและชะลอการรับรู้ค่าใช้จ่ายออกไป ซึ่งรายการพึงรับพึงจ่ายสามารถแบ่งตามการควบคุมเป็น 2 ประเภท คือ

รายการพึงรับพึงจ่ายที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร เป็นส่วนของรายการที่ผู้บริหารสามารถควบคุมได้ หรือการเปลี่ยนแปลงที่เกิดจากการควบคุมของผู้บริหาร

รายการพึงรับพึงจ่ายที่ไม่ได้อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร เป็นรายการที่ขึ้นอยู่กับ การเปลี่ยนแปลงของสถานะเศรษฐกิจ จึงไม่สามารถควบคุมได้

การแยกส่วนประกอบของกำไรทางบัญชีขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์ในการศึกษา โดยผลงานวิจัยในอดีตบางฉบับ ได้แบ่งส่วนประกอบของกำไรทางบัญชีออกเป็น 3 ส่วน ได้แก่ ส่วนประกอบที่ถาวร ส่วนประกอบที่ชั่วคราว และส่วนประกอบที่ไม่เกี่ยวข้องกับราคา

ส่วนประกอบที่ถาวร (Permanent component) เป็นส่วนประกอบที่เกิดจากเหตุการณ์หรือรายการที่เกิดขึ้นสม่ำเสมอ และเป็นส่วนประกอบที่นักลงทุนมักจะให้ความสำคัญในการประเมินความสามารถในการสร้างกำไรของกิจการ เพราะฉะนั้น จำนวนเงินของส่วนประกอบนี้จะมีผลกระทบต่อคาดหวังของนักลงทุนเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไร

ในอนาคตของกิจการ นอกจากนั้น ส่วนประกอบที่ถาวรยังมีความสัมพันธ์กับกระบวนการเกิดกำไรในลักษณะเชิงสุ่ม (Random walk process)

ส่วนประกอบของกำไรที่เป็นรายการถาวร เป็นรายการหรือเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นอย่างสม่ำเสมอในการดำเนินงานธุรกิจ เช่น รายการที่เกิดขึ้นบ่อยและเป็นประจำ ได้แก่ รายได้และค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงาน ซึ่งธุรกิจที่มีรายการถาวรเป็นจำนวนมาก จะสามารถรักษาระดับกำไรให้สม่ำเสมอได้ จึงเป็นเครื่องมือที่ดีในการใช้ประมาณกระแสเงินสดอิสระในอนาคต

ส่วนประกอบที่ชั่วคราว (Transitory component) เป็นส่วนประกอบที่เกิดจากเหตุการณ์หรือรายการที่เกิดขึ้นเพียงชั่วคราว เพราะฉะนั้น จำนวนเงินของรายการนี้จะมีผลกระทบกับกำไรในงวดปัจจุบันเท่านั้น แต่จะไม่มีผลกระทบกับความคาดหวังของนักลงทุนเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการ ซึ่งส่วนประกอบที่ชั่วคราวยังมีความสัมพันธ์กับการเกิดกำไรตามกระบวนการค่าเฉลี่ยย้อนกลับ (Mean reverting process)

ส่วนประกอบของกำไรที่เป็นรายการที่ชั่วคราว เป็นรายการหรือเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นเพียงช่วงเวลาหนึ่ง (One-time Items) มิได้เกิดขึ้นสม่ำเสมอในการดำเนินงานธุรกิจ เช่น รายการพิเศษ รายการที่ผิดปกติ รายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำ ซึ่งได้แก่ การยกเลิกส่วนงาน ผลสะสมของการเปลี่ยนแปลงหลักการบัญชี กำไร(ขาดทุน)จากการจำหน่ายสินทรัพย์ กำไร(ขาดทุน)จากการจำหน่ายเงินลงทุน และสำรองผลขาดทุนทางการบัญชีที่ยังไม่เกิดขึ้นจริง เป็นต้น ซึ่งธุรกิจที่มีรายการที่เกิดขึ้นเพียงชั่วคราว จะไม่สามารถรักษาระดับกำไรให้สม่ำเสมอได้ จึงไม่เป็นเครื่องมือที่ดีในการใช้ประมาณกระแสเงินสดอิสระในอนาคต (Collins et al., 1997) โดยประเด็นปัญหาที่มักจะเกิดขึ้นกับส่วนประกอบกำไรที่เป็นรายการชั่วคราว ได้แก่ การเปิดเผยรายการไม่เพียงพอและไม่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจในการลงทุน จำนวนเงินและระยะเวลาของการบันทึกรายการขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร สำหรับหลักฐานในตลาดหุ้นต่างประเทศที่ศึกษาผลกระทบจากส่วนประกอบชั่วคราวที่มีต่อความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจลงทุนของกำไรทางบัญชี มีดังนี้

Elliott and Hanna (1996) ทดสอบผลกระทบของรายการที่ไม่ปกติหรือรายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำที่มีต่อความสามารถของกำไรทางบัญชี ผลการศึกษาพบว่าค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของกำไรลดลงหากมีการรายงานรายการที่ไม่ปกติเป็นจำนวนมาก (โดยปกติมักเป็นรายการขาดทุนมากกว่ากำไร) นอกจากนั้น ค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของกำไรทางบัญชีจะลดลงต่อไปอีก หากบริษัทรายงานรายการพิเศษที่มีจำนวนเงินมาก

Collins et al. (1997) ทดสอบความสามารถของกำไรทางบัญชีที่ถูกกระทบด้วยรายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำ โดยการแยกวิเคราะห์ความถดถอยเปรียบเทียบระหว่างกลุ่มธุรกิจที่มีรายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำกับกลุ่มที่ไม่มีรายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำ ผลการศึกษา พบว่า กลุ่มที่มีรายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำ ความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ลดลง และมูลค่าตามบัญชีมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเกินกว่ากำไรทางบัญชี ในขณะที่กลุ่มที่ไม่มีรายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็น

ประจำ กำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเกินกว่ามูลค่าตามบัญชี

จากผลงานวิจัยในอดีตข้างต้นให้หลักฐานว่า การที่กำไรประกอบไปด้วยรายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำเป็นจำนวนมาก อาจเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้กำไรมีเสถียรภาพต่ำ ซึ่งส่งผลให้กำไรมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ลดลง ขณะเดียวกันก็ทำให้ความสามารถของตัวชี้วัดอื่นในการอธิบายราคาหลักทรัพย์เกินกว่ากำไรทางบัญชี

ส่วนประกอบที่ไม่เกี่ยวข้องกับราคา (Price-irrelevant component) เป็นความผิดพลาดหรือความแตกต่างระหว่างกำไรที่รายงานกับกำไรที่สัมพันธ์กับราคา จึงเป็นส่วนประกอบที่นักลงทุนไม่ได้คาดหวังว่าจะเกิดขึ้น เพราะเป็นส่วนประกอบที่ไม่มีความเกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดปัจจุบันและอนาคต ซึ่งส่วนประกอบดังกล่าวเกิดจากสาเหตุดังนี้

(1) การตกแต่งตัวเลขกำไรทางบัญชี (Earnings Management) เนื่องจากแรงจูงใจต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นการที่ผลตอบแทนของผู้บริหารผูกติดกับผลการดำเนินงานของบริษัท หรือเพื่อให้เป็นไปตามเงื่อนไขของการกู้ยืมเงิน

(2) มาตรฐานการบัญชีได้กำหนดแนวทางบัญชีที่หลากหลายให้เลือกปฏิบัติสำหรับรายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีเดียวกัน และให้ใช้ดุลยพินิจในการประเมินเหตุการณ์ที่มีความไม่แน่นอน แม้ว่าจะไม่มีวัตถุประสงค์ในการตกแต่งตัวเลขกำไรก็ตาม แต่หากเลือกใช้วิธีการบัญชีที่ไม่สอดคล้องกับเนื้อหาเชิงเศรษฐกิจเพราะการขาดความรู้ความเข้าใจหรือความคลุมเครือของมาตรฐานการบัญชี ก็อาจเป็นสาเหตุที่ทำให้กำไรที่รายงานมีความแตกต่างไปจากกำไรที่มีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์

(3) เหตุการณ์บางอย่างซึ่งมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์และราคาหลักทรัพย์ได้ตอบสนองต่อเหตุการณ์นั้นไปแล้ว ในทางบัญชียังไม่ได้บันทึกเหตุการณ์ดังกล่าวเพราะยังไม่เข้าเกณฑ์การรับรู้ในงวดปัจจุบันแต่จะรับรู้ในงวดถัดไป เพราะฉะนั้นกำไรในปัจจุบันจึงยังไม่รวมเหตุการณ์ดังกล่าว ในขณะที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารของเหตุการณ์นั้นแล้ว จึงเกิดสถานการณ์ที่เรียกว่า ราคานำหน้ากำไร (Prices lead earnings)

สำหรับหลักฐานในตลาดหุ้นต่างประเทศที่ศึกษาความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจลงทุนของส่วนประกอบกำไร มีดังนี้

Ramakrishnan and Thomas (1998) พบว่า กำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์จะมีความสัมพันธ์กันมากน้อยเพียงใดขึ้นอยู่กับส่วนประกอบของกำไร หากกำไรทางบัญชีประกอบด้วยส่วนประกอบถาวร กำไรทางบัญชีจะมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก หากกำไรทางบัญชีประกอบด้วยส่วนประกอบที่ชั่วคราว กำไรทางบัญชีจะมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์บ้างแต่ไม่มาก ฉะนั้นจึงถือว่าส่วนประกอบที่ถาวรและชั่วคราวของกำไรทางบัญชีเป็นส่วนที่มีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์

การแยกส่วนประกอบของกำไรนอกจากจะทำให้ทราบถึงความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของส่วนประกอบต่าง ๆ แล้ว ยังทำให้ทราบถึงการตอบสนองของตลาดต่อส่วนประกอบนั้น ๆ ได้อย่างชัดเจนกว่าการไม่แยกส่วนประกอบของกำไร

### 2.2.3 ผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์

กำไรทางบัญชีเป็นข้อมูลพื้นฐานที่สำคัญต่อการนำไปใช้ในการวิเคราะห์ กำหนดหรือประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ โดยเฉพาะกำไรต่อหุ้นซึ่งเป็นตัววัดที่นักลงทุนให้ความสนใจมากที่สุด ดังนั้น หากกำไรทางบัญชีเป็นกำไรที่มีเสถียรภาพสูง (ผันผวนน้อย) การนำกำไรทางบัญชีไปใช้ในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ของกิจการบนพื้นฐานของการคาดหวังผลตอบแทนในอนาคตและความเสี่ยงจากการลงทุน ก็มีความแม่นยำสูงกว่ากำไรทางบัญชีมีเสถียรภาพต่ำ (ผันผวนมาก)

กำไรที่มีเสถียรภาพสูง เป็นกำไรในปีปัจจุบันที่มีความสม่ำเสมอในระยะเวลาต่อเนื่องและคาดว่าจะเกิดขึ้นอีกในอนาคต อันเป็นผลจากการที่กำไรปีปัจจุบันประกอบด้วยรายการประจำที่เกิดขึ้นบ่อยเป็นจำนวนมาก เช่น รายได้ค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงาน ทั้งนี้กำไรที่มีเสถียรภาพสูงจะนำไปสู่กำไรที่มีคุณภาพ เนื่องจากในบางมุมมอง คุณภาพของกำไรจะเป็นความสามารถของกำไรในการสะท้อนกระแสเงินสดในอนาคตที่อยู่เบื้องหลังการเกิดกำไร ดังนั้น กำไรที่มีเสถียรภาพสูงจึงสามารถสะท้อนกระแสเงินสดส่วนเกินในอนาคตและสามารถใช้ในการประมาณกระแสเงินสดได้เป็นอย่างดี อย่างไรก็ตาม ในการดำเนินงานธุรกิจย่อมถูกกระทบด้วยปัจจัยทั้งภายในและภายนอก ซึ่งทำให้ธุรกิจต้องเผชิญกับความไม่แน่นอน (ความเสี่ยง) อยู่ตลอดเวลา โดยเฉพาะความผันผวนทางเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นปัจจัยที่ไม่สามารถควบคุมได้และมักส่งผลให้เกิดความผันผวนของกำไรหรือความไม่แน่นอนของกำไรที่ธุรกิจได้รับ ความไม่แน่นอนของยอดขายและค่าใช้จ่ายประจำ รวมทั้งประสิทธิภาพในการบริหารจัดการธุรกิจ อันจะส่งผลกระทบต่อเนื่องไปยังความสามารถในการสร้างกำไร ความสามารถในการชำระหนี้ การจ่ายเงินปันผล ฯลฯ เมื่อผลประกอบการของธุรกิจมีความไม่แน่นอน ผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังจะได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ก็จะมี ความไม่แน่นอนด้วย

กำไรที่มีเสถียรภาพต่ำ เป็นกำไรในปีปัจจุบันที่ไม่คาดว่าจะเกิดขึ้นอีกในอนาคต เนื่องจากกำไรปีปัจจุบันประกอบด้วยส่วนประกอบที่เกิดขึ้นเพียงชั่วคราวเป็นจำนวนมาก จึงทำให้กำไรในปีปัจจุบันไม่สะท้อนกระแสเงินสดส่วนเกินในอนาคต ซึ่งการมีส่วนประกอบที่เกิดขึ้นเพียงชั่วคราว ได้แก่ กำไรขาดทุนจากการขายสินทรัพย์ กำไรขาดทุนจากการจำหน่ายส่วนงานธุรกิจ กำไรขาดทุนจากการลงทุนในบริษัทร่วม/ย่อย เป็นต้น รายการเหล่านี้อาจเป็นสิ่งที่ทำให้กำไรทางบัญชีผันผวนไปจากตัวเลขที่ควรจะเป็น และไม่ใช่มือถือที่ดีในการใช้ประกอบการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจ

ถ้าไม่มีเสถียรภาพต่ำเป็นเครื่องบ่งชี้ว่า คุณภาพกำไรด้อยลง เพราะฉะนั้น การนำกำไรทางบัญชีไปใช้ประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ อาจทำให้ผลของการพยากรณ์ขาดความแม่นยำ จึงต้องหาตัวชี้วัดอื่นมาเสริมจากกำไรทางบัญชีในการใช้วิเคราะห์หลักทรัพย์ของบริษัท ซึ่งนักวิเคราะห์ทางการเงินได้เสนอว่า กระแสเงินสด อาจเป็นตัววัดในการทำหน้าที่เสริมจากกำไรได้ เพราะกระแสเงินสดตั้งอยู่บนเกณฑ์เงินสดที่สะท้อนถึงสภาพคล่องที่แท้จริงของกิจการด้วยการแสดงการหมุนเวียนของกระแสเงินสด อันจะเป็นตัวส่งสัญญาณของการเกิดปัญหาสภาพคล่อง อีกทั้งกระแสเงินสดยังไม่ถูกกระทบด้วยการเลือกใช้วิธีทางบัญชีที่แตกต่างกัน จึงสามารถนำมาใช้เพื่อประเมินถึงคุณภาพของกำไรได้ สำหรับหลักฐานในตลาดหุ้นต่างประเทศที่ศึกษาผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ มีดังนี้

Kormedi and Lipe (1987) กล่าวว่า คุณสมบัติอนุกรมเวลาของกำไรจะเป็นปัจจัยสำคัญในความสัมพันธ์ระหว่างกำไรกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ผลการศึกษา พบว่าผลตอบแทนหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับความเสถียรภาพของกำไร สำหรับผลตอบแทนหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความผันผวนของกำไร เช่นเดียวกับผลงานวิจัยของ Lipe (1990) ซึ่งศึกษาทิศทางและความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรกับผลตอบแทนขึ้นอยู่กับความสามารถของกำไรในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์โดยเปรียบเทียบกับข้อมูลอื่นที่ได้ใช้พยากรณ์กำไรในอนาคต กำไรที่มีเสถียรภาพสูงและต่ำเป็นสิ่งที่ตรงกันข้ามกัน เพราะฉะนั้น กำไรที่มีเสถียรภาพต่ำกับผลตอบแทนหลักทรัพย์จึงมีความสัมพันธ์กันในทิศทางตรงกันข้าม

Cheng, Liu, and Schaefer (1996) ศึกษาเกี่ยวกับความสามารถของกำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในระหว่างปี ค.ศ. 1988-1992 ในการทดสอบจะใช้การวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้นภาคตัดตัดขวางระหว่างผลตอบแทนที่ไม่ปกติกับทั้งระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไรทางบัญชีที่ไม่คาดหวังและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวัง ผลการศึกษาพบว่า กำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่างเป็นตัวชี้วัดที่มีประโยชน์ในตัวเองซึ่งแตกต่างจากตัววัดอื่น ๆ คณะผู้วิจัยยังทำการทดสอบต่อไปโดยเพิ่มเงื่อนไขของเสถียรภาพของกำไร โดยใช้ 2 วิธี คือ วิธีค่าสัมบูรณ์ของผลต่างของกำไรระหว่างปีหารด้วยราคาหลักทรัพย์ ณ ต้นปี และกำไรปัจจุบันหารด้วยราคาหลักทรัพย์ ณ ปัจจุบัน ผลการศึกษาพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของทั้งระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไรทางบัญชี (กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน) เป็นลบ (บวก) ซึ่งเป็นข้อบ่งชี้ว่า การเปิดเผยกระแสเงินสดจากการดำเนินงานจะมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจนักลงทุนที่ต่อเมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ

Cheng, Liu, and Schaefer (1997) ศึกษาความเกี่ยวข้องต่อการตัดสินใจของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เปิดเผยภายใต้ SFAS No.95 โดยทดสอบความสัมพันธ์

ระหว่างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เปิดเผยภายใต้ SFAS No.95 กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์หลังการควบคุมกำไรทางบัญชี ซึ่งข้อมูลได้จากฐานข้อมูล Compustat PC PLUS 1994 ในระหว่างปี ค.ศ. 1988-1993 ผลการศึกษา พบว่า กำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่างมีความเกี่ยวข้องในการตัดสินใจที่แตกต่างจากตัววัดอื่น ๆ นอกจากนั้นยังเปรียบเทียบความเกี่ยวข้องในการตัดสินใจระหว่างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานภายใต้ SFAS No.95 กับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ประมาณขึ้นจากข้อมูลในงบดุลและงบกำไรขาดทุน ผลการศึกษา พบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เปิดเผยภายใต้ SFAS No.95 นั้น มีความเกี่ยวข้องในการตัดสินใจมากกว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ประมาณขึ้นจากข้อมูลในงบดุลและงบกำไรขาดทุน ซึ่งผลการศึกษาให้หลักฐานที่สำคัญต่อผู้กำหนดมาตรฐานในการสนับสนุนให้จัดทำและนำเสนองบกระแสเงินสด

Ray, Pieter, May and Lynn (1998) ศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการเปลี่ยนแปลงในส่วนประกอบของกำไรทางบัญชี ในการทดสอบได้ใช้บริษัททั้งหมดในปี ค.ศ. 1997 ที่อยู่ในฐานข้อมูล Compustat CD-ROM และฐานข้อมูลการวิจัย ผลการศึกษา พบว่า รายการกระแสเงินสดมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเกินกว่ารายการพึงรับพึงจ่ายหมุนเวียน นอกจากนั้น ส่วนประกอบรายการกระแสเงินสดมีความสามารถเพิ่มขึ้นเมื่อกระแสเงินสดมีเสถียรภาพสูงและส่วนประกอบรายการพึงรับพึงจ่ายของกำไรทางบัญชีมีเสถียรภาพต่ำ

Charitou, Clubb and Andeou (2001) ศึกษาผลกระทบจากเสถียรภาพของกำไรที่มีต่อความสามารถของกำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหลักทรัพย์กับกำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ซึ่งเสถียรภาพของกำไรวัดจากค่าสัมบูรณ์ของสัดส่วนผลต่างของกำไรในระหว่างปีต่อราคาหลักทรัพย์ ณ ต้นปี ในการทดสอบได้ใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์ลอนดอนในระหว่างปี ค.ศ. 1985-1993 ที่ได้จากฐานข้อมูล Global Vantage 1995 ผลการศึกษา พบว่า เมื่อกำไรมีส่วนประกอบที่ซับซ้อนเป็นจำนวนมาก ความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์จะลดลง ในขณะที่เดียวกันความสามารถของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ไม่ได้เพิ่มขึ้น ซึ่งผลการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์อังกฤษของ Charitou, Clubb and Andeou (2001) ได้ให้หลักฐานที่แตกต่างไปจากผลการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์อเมริกาของ Cheng et al. (1996)

Cheng and Yang (2003) ศึกษาผลกระทบจากเสถียรภาพของกำไรที่มีต่อความสามารถของกำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ คณะผู้วิจัยได้ศึกษาดำเนินงานของ Cheng, Liu and Schaefer (1996) โดยมีสมมติฐานที่ว่า ความสามารถของกำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์อาจขึ้นอยู่กับเสถียรภาพของกำไร การศึกษา



ได้ใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์ NYSE AMEX และ NASDAQ ในระหว่างปี ค.ศ. 1989-1997 ที่ได้รับจากฐานข้อมูล Compustat PC Plus 1997 ผลการศึกษาพบหลักฐานเช่นเดียวกับงานวิจัยของ Cheng, Liu and Schaefer (1996) ที่ว่า เมื่อกำไรมีเสถียรภาพสูง กำไรทางบัญชีจะมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเกินกว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ในขณะที่เดียวกัน เมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานจะมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเกินกว่ากำไรทางบัญชี ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าว ได้ให้หลักฐานในการสนับสนุนว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีบทบาทเสริมจากกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ การจัดทำและนำเสนองบกระแสเงินสดจึงเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจในการลงทุน

สำหรับหลักฐานในตลาดหุ้นไทยที่ศึกษาผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ที่เพิ่มขึ้นในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ มีดังนี้

กนกพร นาคทับที (2543) ศึกษาผลกระทบของข้อมูลบัญชีในตลาดหุ้นประเทศไทย โดยทดสอบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีประโยชน์หรือไม่ และความสามารถของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเหนือกว่าความสามารถของกำไรทางบัญชีหรือไม่ ในการทดสอบผู้วิจัยได้ใช้การวิเคราะห์ความถดถอยระหว่างผลตอบแทนที่ไม่ปกติกับทั้งระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไรและกับทั้งระดับและการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ช่วงปี พ.ศ. 2537-2540 โดยใช้ข้อมูลจากแผ่นซีดีรอมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษา พบว่า กำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนไม่ปกติที่เพิ่มขึ้นเกินกว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานทั้งสามปี คือ ปี พ.ศ. 2537 2538 2540 และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนไม่ปกติที่เพิ่มขึ้นเกินกว่ากำไรทางบัญชีในปี พ.ศ. 2539 เท่านั้น นอกจากนี้ ยังพบว่า เมื่อกำไรมีเสถียรภาพสูง กำไรทางบัญชีจะมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเกินกว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และเมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานไม่มีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเกินกว่ากำไรทางบัญชี โดยให้เหตุผลถึงการที่กำไรมีเสถียรภาพต่ำว่าเป็นเพราะกำไรทางบัญชีเป็นกำไรที่เกิดขึ้นเพียงชั่วคราว ผลการศึกษาดังกล่าว ได้ให้หลักฐานเกี่ยวกับชนิดของข้อมูลสารสนเทศทางบัญชีที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ และผลกระทบของปัจจัยลักษณะของข้อมูลต่อความสามารถของข้อมูลบัญชี

สำหรับหลักฐานในตลาดหุ้นไทยที่ศึกษาผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ที่เพิ่มขึ้นในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ มีดังนี้

จุลสุชาดา ศิริสม (2546) ศึกษาปัจจัยที่มีผลทำให้กระแสเงินสดมีประโยชน์มากกว่ากำไรทางบัญชีในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2541-2544 โดยใช้ข้อมูลจากแผ่นซีดี-รอม (Integrated-SET Information Management System) และฐานข้อมูลจาก DATASTREAM ซึ่งในการศึกษาได้ใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุระหว่างผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมกับตัวเลขทางบัญชี ได้แก่ กำไรทางบัญชี กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน และกระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน รอบวันประกาศข้อมูลงบการเงินของบริษัท เพื่อตรวจสอบคุณลักษณะเฉพาะของบริษัทที่มีผลทำให้ข้อมูลกระแสเงินสดรายไตรมาสมีประโยชน์มากกว่ากำไรรายไตรมาสในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ผลการศึกษา พบว่า หนึ่งในปัจจัยที่ทำให้กระแสเงินสดมีประโยชน์มากกว่ากำไรทางบัญชีในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ คือ กำไรที่มีลักษณะชั่วคราว โดยกำไรที่มีลักษณะชั่วคราวจะผลทำให้ความสามารถของกำไรทางบัญชีในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ลดลง แต่ความสามารถของกระแสเงินสดที่มากกว่ากำไรทางบัญชีก็ไม่ได้มีมากขึ้น

สรุป จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับความสามารถของกำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ตลอดจนผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ประเด็นสำคัญที่พบ สรุปได้ดังต่อไปนี้

#### ผลงานวิจัยในต่างประเทศ

กำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเกินกว่าซึ่งกันและกัน และแตกต่างจากตัววัดอื่น ซึ่งความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจลงทุนของกำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานขึ้นอยู่กับเงื่อนไขเสถียรภาพของกำไร กล่าวคือ เมื่อกำไรมีเสถียรภาพสูง กำไรทางบัญชีจะมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่าเมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ เมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ ความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์จะลดลง โดยกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน จะมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเกินกว่ากำไรทางบัญชี

#### ผลงานวิจัยในประเทศไทย

##### - ในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

ช่วงก่อนปี พ.ศ. 2529 กำไรทางบัญชียังไม่มีมีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจลงทุน แต่ภายหลังปี พ.ศ. 2529 กำไรทางบัญชีกลับมีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ

ลงทุนมากขึ้น โดยอาจเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงสภาพแวดล้อมและโครงสร้างทางบัญชีต่าง ๆ เช่น การเปลี่ยนแปลงกฎ ระเบียบ ข้อบังคับทางบัญชี ฯลฯ ยกเว้น ในช่วงสภาวะเศรษฐกิจมีการเติบโตอย่างก้าวกระโดด จนทำให้กำไรทางบัญชีมีเสถียรภาพต่ำ ส่งผลให้ความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจลงทุนของกำไรทางบัญชีลดลง และได้เพิ่มบทบาทสำคัญให้แก่ตัววัดอื่น เช่น กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ในการนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน นอกจากนี้ ยังพบว่า นักลงทุนรายย่อยทั้งชาวไทยและชาวต่างประเทศต่างให้ความสำคัญกับกำไรทางบัญชีมากกว่าตัววัดอื่นในการใช้วิเคราะห์ กำหนด หรือประเมินมูลค่าหลักทรัพย์

#### - ในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

กำไรทางบัญชียังคงมีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของนักลงทุน ยกเว้น เมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ ความสามารถของกำไรทางบัญชีในการกำหนดราคาหลักทรัพย์จะลดลง แต่ยังไม่เป็นที่แน่ชัดว่า ความสามารถของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการกำหนดราคาหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้นเกินกว่ากำไรทางบัญชี เมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ

อย่างไรก็ดี ผลงานวิจัยในอดีตของประเทศไทยยังไม่มีการศึกษาเรื่องดังกล่าวอย่างจริงจัง ทำให้ผู้วิจัยเกิดแรงดลใจที่จะศึกษาผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีกับความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ที่เพิ่มขึ้นในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจของบริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย