

บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎี

แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยนี้ แบ่งได้เป็น 5 ส่วน คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ประสิทธิภาพของตลาด แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกำไร แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกระแสเงินสด

2.1.1 ผลตอบแทนของหลักทรัพย์

2.1.1.1 คำนิยามของผลตอบแทนของหลักทรัพย์

จอร์จ สังก์แกว (2543) กล่าวว่า ราคาตลาดของหลักทรัพย์ หมายถึง ราคาที่ตกลงซื้อขายหลักทรัพย์กัน ราคาตลาดของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงขึ้นลงตามความต้องการซื้อและเสนอขาย ความต้องการดังกล่าวขึ้นอยู่กับการคาดการณ์แนวโน้มการดำเนินงานของบริษัท

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์เป็นสิ่งที่นักลงทุน มุ่งหวังที่จะได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ ผลตอบแทนนั้น หมายถึง ผลตอบแทนในรูปของตัวเงิน 2 ลักษณะ คือ ผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล(Yield) (เงินสดที่ได้รับจากความเป็นเจ้าของ) และผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (Price change)

$$\text{Yield} = \text{กระแสเงินสดหรือรายได้ที่ผู้ลงทุนได้รับระหว่างช่วงระยะเวลาลงทุน คือ เงินสดปันผลที่บริษัทผู้ออกหุ้นจำหน่ายให้แก่ผู้ถือ}$$

$$\text{Capital gain (loss)} = \text{กำไร(ขาดทุน)จากการขายหลักทรัพย์ได้ในราคาที่สูงขึ้น(หรือต่ำลง)กว่าราคาที่ซื้อไว้ หรือเรียกว่าเป็น การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (Price change)}$$

$$\text{ผลตอบแทนของหลักทรัพย์} = \frac{\text{เงินปันผล} + \text{การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์}}{\text{ราคาหลักทรัพย์ต้นงวด}}$$

โดย เงินปันผล อาจมีค่าเป็น 0 หรือ +

การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ อาจมีค่าเป็น 0 หรือ + หรือ -

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เป็นบวก เกิดจาก การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นระหว่างงวด ซึ่งการเพิ่มขึ้นนี้เป็นผลมาจากการคาดการณ์แนวโน้มผลการดำเนินงานของบริษัทจะดีและสามารถก่อให้เกิดกระแสเงินสดแก่ผู้ถือหุ้นค้ำกับผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ ซึ่งจะทำให้ความต้องการซื้อหุ้นของบริษัทนั้นมาก ราคาหุ้นจะสูงขึ้น

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เป็นลบ เกิดจาก การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่ลดลงระหว่างงวด ซึ่งการลดลงนี้เป็นผลมาจากการคาดการณ์แนวโน้มผลการดำเนินงานของบริษัทจะลดลงและกระแสเงินสดที่จะให้แก่ผู้ถือหุ้นไม่ค้ำกับผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ ซึ่งจะทำให้ความต้องการซื้อหุ้นของบริษัทจะน้อยและการเสนอขายหุ้นจะมาก ราคาหุ้นจะต่ำลง

นักลงทุนจะให้ความสำคัญกับตัวเลขในรายงานทางการเงิน เพื่อใช้ในการตัดสินใจในการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลกำไร ข้อมูลกระแสเงินสด และข้อมูลอื่นๆ นอกจากนี้ ในปัจจุบันการวัดผลการดำเนินงานที่แท้จริงของธุรกิจถือเป็นองค์ประกอบสำคัญอย่างหนึ่งที่จะทำให้การดำเนินธุรกิจประสบผลสำเร็จ โดยมีแนวคิดที่เกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงานใหม่ๆเกิดขึ้นอย่างมากมาย เพื่อให้รับกับสถานะเศรษฐกิจและกลยุทธ์ในการดำเนินงานธุรกิจที่เปลี่ยนแปลงไป ไม่ว่าจะเป็น แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ หรือ EVA และแนวคิดการวัดผลการดำเนินงานใหม่ล่าสุดที่พบ คือ แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด หรือ Cash Value Added (CVA)

ดังนั้น ตัววัดประสิทธิภาพทางการเงิน ไม่ว่าจะเป็น กำไรสุทธิ กำไรจากการดำเนินงาน รายการพิเศษ มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์น่าจะมีความสัมพันธ์กัน เนื่องจาก นักลงทุนได้ใช้ข้อมูลตัวเลขในรายงานทางการเงินมาพิจารณาตัดสินใจเพื่อซื้อหรือขายหลักทรัพย์

2.1.2 ประสิทธิภาพของตลาด

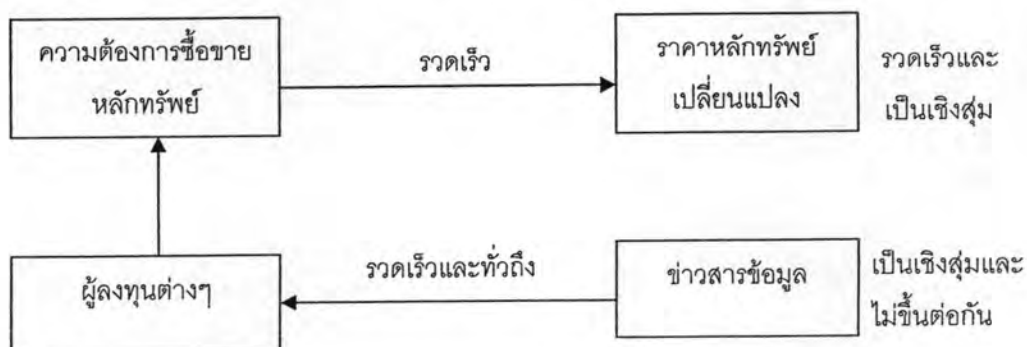
นักลงทุนประเมินราคาหลักทรัพย์บนฐานของกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับจากหลักทรัพย์ และความเสี่ยงที่จะต้องเผชิญ นักลงทุนจะใช้ข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่หรือที่สามารถหา มาได้อย่างสมเหตุสมผลเพื่อประเมินคุณค่าของหลักทรัพย์ ดังนั้นข้อสมมติฐานของแนวคิดความ มีประสิทธิภาพของตลาดมีความสำคัญ ในการวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางการเงิน กับราคาหลักทรัพย์ พบว่า ตลาดที่มีประสิทธิภาพ ราคาของหลักทรัพย์ที่มีอยู่ในตลาดจะสะท้อน ข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องไว้หมดแล้วทั้งข้อมูลในอดีต ข้อมูลปัจจุบัน และข้อมูลที่เกิดจากการ คาดการณ์ในอนาคตด้วย

2.1.2.1 ข้อสมมติฐานของแนวคิดความมีประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis หรือ EMH) (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2543)

ประสิทธิภาพของตลาดจะเกิดขึ้นได้ ภายใต้เงื่อนไขต่อไปนี้

1. ในตลาดมีนักลงทุนเป็นจำนวนมาก โดยเป็นนักลงทุนที่มีเหตุมีผลและ ต้องการทำการกำไรสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง นักลงทุนเหล่านี้เข้าร่วมในตลาดโดยการวิเคราะห์ ประเมินและซื้อขายหลักทรัพย์ ทั้งนี้การตัดสินใจของนักลงทุนเพียงรายเดียวไม่สามารถก่อให้เกิด การเปลี่ยนแปลงของราคาได้
2. ไม่มีต้นทุนในการได้มาซึ่งข่าวสารข้อมูลและนักลงทุนแต่ละรายได้รับ ข่าวสารข้อมูลในเวลาไล่เลี่ยกัน
3. ข่าวสารข้อมูลเกิดขึ้นในเชิงสุ่มและข้อมูลแต่ละชิ้นไม่ขึ้นต่อกัน
4. นักลงทุนสนองตอบต่อข่าวสารข้อมูลใหม่อย่างรวดเร็วและเต็มที่ เป็น เหตุให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงตามข่าวสารข้อมูลอย่างรวดเร็ว

ภาพที่ 2.1 กลไกความมีประสิทธิภาพของตลาด



ข่าวสารข้อมูลที่แพร่ไปยังนักลงทุน สามารถจำแนกได้ออกเป็น 3 ระดับ คือ

1. ข้อมูลตลาด (Market Information) หมายถึง ข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์ในอดีต

2. ข้อมูลสาธารณะทั่วไป (Public Information) หมายถึง ข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานของบริษัท เช่น ข้อมูลกำไร เงินปันผล การแตกหุ้น การรวมกิจการ คุณภาพผู้บริหาร เป็นต้น

3. ข้อมูลทุกประเภท (All Information) หมายถึง ข้อมูลทั้งหมดที่เกิดขึ้น ทั้งข้อมูลสาธารณะและข้อมูลภายใน

การจำแนกประเภทความมีประสิทธิภาพของตลาดตามระดับของข่าวสารข้อมูลที่สะท้อนอยู่ในราคาหลักทรัพย์ แบ่งออกเป็น 3 ระดับ คือ

1. ประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak-Form Efficiency) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารในอดีตที่เกิดขึ้นแล้ว ซึ่งสามารถเรียกข้อมูลในอดีตนั้นว่าเป็นข้อมูลตลาด คือ ข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายในอดีต ดังนั้น ถ้านักลงทุนเชื่อว่าตลาดมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ การพยายามวิเคราะห์การลงทุนจากการใช้ข้อมูลตลาดมาเพื่อพยากรณ์ราคาของหลักทรัพย์ในอนาคต จึงไม่สามารถก่อให้เกิดกำไรที่เกินปกติ (Abnormal Return) ได้ โดยการวิเคราะห์การลงทุนจากข้อมูลตลาด ได้แก่ การวิเคราะห์เชิงเทคนิค

2. ประสิทธิภาพในระดับกลาง (Semi Strong-Form Efficiency) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้อง โดยข้อมูลหมายถึงทั้งข้อมูลตลาด และข้อมูลสาธารณะที่เกี่ยวข้องไม่ว่าจะเป็น ข้อมูลในงบการเงิน ข้อมูลปัจจัยทางเศรษฐกิจ โดยหมายรวมถึง ข้อมูลที่เกิดขึ้นแล้ว ข้อมูลในปัจจุบัน รวมถึงการคาดการณ์ที่เกิดขึ้นด้วย ดังนั้น เมื่อนักลงทุนใช้การวิเคราะห์ขั้นพื้นฐาน (Fundamental Analysis) เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนแล้ว นักลงทุนสามารถหากำไรที่เกินปกติได้ แสดงว่าตลาดยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง

3. ประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong-Form Efficiency) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลทุกประเภทไว้หมดแล้ว โดยข้อมูลดังกล่าวหมายถึง ข้อมูลที่มีใช่ข้อมูลสาธารณะด้วย อาทิเช่นข้อมูลภายใน (Insider Information) ดังนั้น ถ้าตลาดมีประสิทธิภาพในระดับสูงแล้ว นักลงทุนทุกคนในตลาดจะไม่สามารถหากำไรที่เกินกว่าปกติได้เลย

2.1.3 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกำไร

กำไรสุทธิ ถือเป็นตัวเลขที่มีความสำคัญต่อการตัดสินใจทางการเงินเป็นอย่างมาก ทั้งด้านการลงทุนในหุ้นสามัญ หรือการตัดสินใจปล่อยสินเชื่อ ซึ่งนักลงทุนส่วนใหญ่มักใช้กำไรสุทธิหรือข้อมูลเกี่ยวกับกำไรเป็นเกณฑ์ในการวัดผลการดำเนินงาน

กำไรสุทธิ คือ กำไรจากการดำเนินงานตามปกติ บวกหรือหักด้วยรายการพิเศษ

มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 39 เรื่อง กำไรหรือขาดทุนสุทธิสำหรับงวด ข้อผิดพลาดที่สำคัญและการเปลี่ยนแปลงทางบัญชี ของสมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย (ซึ่งเป็นไปตามเกณฑ์ที่กำหนดขึ้นโดยมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ ฉบับที่ 8) ได้ให้แนวทางปฏิบัติทางบัญชีของรายการในงบกำไรขาดทุน โดยมาตรฐานการบัญชีฉบับดังกล่าวกำหนดว่า กำไรหรือขาดทุนสุทธิสำหรับงวดที่แสดงในงบกำไรขาดทุน ประกอบด้วยส่วนประกอบต่อไปนี้

1. กำไรหรือขาดทุนจากการดำเนินงานตามปกติ

การดำเนินงานตามปกติ หมายถึง กิจกรรมซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของการประกอบธุรกิจ หรือเกิดขึ้นจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการ รวมทั้งกิจกรรมอื่น ซึ่งเกี่ยวเนื่องกับการประกอบธุรกิจหรือการดำเนินงานดังกล่าว

การดำเนินงานตามปกติ รวมถึงรายได้และค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการดำเนินธุรกิจหลัก (เช่น การซื้อขายสินค้าและการให้บริการ) รายได้และค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการเก็งกำไรหรือการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (เช่น การซื้อขายเงินลงทุน ราคาที่ลดลงของสินค้าคงเหลือ และ

การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน) ไปจนถึงรายได้และค่าใช้จ่ายที่ไม่ได้เกิดจากการดำเนินงานโดยตรง แต่เกิดขึ้นเกี่ยวเนื่องกับการดำเนินงาน (เช่น ดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้)

สรุปว่า "กำไรจากการดำเนินงานตามปกติ" จะประกอบด้วย รายได้ ค่าใช้จ่าย และกำไรขาดทุนทุกอย่างที่เกิดขึ้นเนื่องจากหรือเกี่ยวเนื่องกับการดำเนินงานตามปกติ แต่จะไม่รวมรายได้หรือค่าใช้จ่ายที่เกิดเป็นครั้งคราวจากเหตุการณ์พิเศษที่ไม่เกี่ยวกับการดำเนินธุรกิจตามปกติ

2. รายการพิเศษ (Extraordinary Items)

มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 39 เรื่อง กำไรหรือขาดทุนสุทธิสำหรับงวด ข้อผิดพลาดที่สำคัญและการเปลี่ยนแปลงทางบัญชี ได้ให้นิยามของรายการพิเศษไว้ดังนี้

รายการพิเศษ หมายถึง รายได้หรือค่าใช้จ่ายที่เกิดจากรายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีที่ต้องเข้าลักษณะครบทั้งสองประการดังนี้

2.1 มีความแตกต่างอย่างชัดเจนจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการ (ไม่ได้เกิดจากการดำเนินงานตามปกติ)

ในการพิจารณารายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีที่มีความแตกต่างอย่างชัดเจนจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการหรือไม่นั้น กิจการต้องคำนึงถึงลักษณะของการประกอบธุรกิจหรือการดำเนินงานตามปกติของกิจการเป็นสำคัญ ด้วยเหตุนี้รายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีที่ถือเป็นรายการพิเศษของกิจการหนึ่งอาจไม่ถือเป็นรายการพิเศษของอีกกิจการหนึ่ง เนื่องจากกิจการทั้งสองมีการดำเนินงานตามปกติที่แตกต่างกัน

2.2 ไม่คาดว่าจะเกิดขึ้นเป็นประจำหรือเกิดขึ้นไม่บ่อย

รายการพิเศษต้องเป็นรายการที่ไม่คาดว่าจะเกิดขึ้นเป็นประจำหรือเกิดขึ้นไม่บ่อย ซึ่งต้องคำนึงถึงสภาพแวดล้อมที่กิจการดำเนินอยู่และโอกาสที่รายการหรือเหตุการณ์นั้นจะเกิดขึ้น การที่เหตุการณ์ของกิจการหนึ่งได้เกิดขึ้นมาแล้วในอดีตอาจเป็น

พยานหลักฐานที่ใช้ประเมินความเป็นไปได้ที่เหตุการณ์นั้นจะเกิดขึ้นอีกในอนาคตอันใกล้ ตัวอย่างของรายการหรือเหตุการณ์ที่กิจการโดยทั่วไปถือเป็นรายการพิเศษได้แก่ การถูกยึดหรือถูกเวนคืนสินทรัพย์ รายการขาดทุนจากภัยธรรมชาติต่างๆ ซึ่งต้องมีลักษณะของรายการพิเศษครบทั้งสองประการ มาตรฐานการบัญชีฉบับดังกล่าวกำหนดให้กิจการต้องนำรายการพิเศษมารวมคำนวณเพื่อกำไรหรือขาดทุนสำหรับงวดนั้น กิจการต้องแสดงรายการพิเศษในงบกำไรขาดทุนเป็นรายการแยกต่างหากถัดจากกำไรหรือขาดทุนจากการดำเนินงานตามปกติและรายการพิเศษต้องแสดงสุทธิจากภาษีเงินได้

รายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีที่มีลักษณะของรายการพิเศษไม่ครบทั้งสองประการถือเป็นรายการไม่ปกติ (Unusual Items) กิจการต้องนำรายการที่ไม่ปกติมารวมในการคำนวณกำไรหรือขาดทุนจากการดำเนินงานตามปกติ โดยกิจการสามารถแสดงรายการที่ไม่ปกติเป็นรายการแยกต่างหากในงบกำไรขาดทุน แต่ต้องไม่แสดงรายการดังกล่าวสุทธิจากภาษีเงินได้หรือแสดงต่อจากกำไรหรือขาดทุนจากการดำเนินงานตามปกติ

รายได้และค่าใช้จ่ายบางรายการไม่ถือเป็นรายการพิเศษ เนื่องจากรายการนั้นไม่เป็นไปตามคำนิยามของรายการพิเศษ ตัวอย่างเช่น

- การตัดบัญชีลูกหนี้เป็นสูญ หรือการลดมูลค่าสินค้าคงเหลือ
- รายการกำไรหรือรายการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ
- การยกเลิกการดำเนินงานบางส่วน
- รายการกำไรหรือรายการขาดทุนจากการขายหรือยกเลิกการใช้ประโยชน์ของที่ดิน อาคารและอุปกรณ์

โดยสรุป หากบริษัทมีกำไรสุทธิ แสดงว่าบริษัทมีผลการดำเนินงานดี (รายได้ > ค่าใช้จ่าย)

หากบริษัทมีขาดทุนสุทธิ แสดงว่าบริษัทมีผลการดำเนินงานไม่ดี (รายได้ < ค่าใช้จ่าย)

2.1.3.1 แนวคิดในการวัดผลกำไรทางบัญชี

1.การวัดผลกำไรจากรายการและเหตุการณ์ทางบัญชี (Transaction Approach)

การวัดผลกำไรตามแนวคิดนี้อาจเป็นรายการและเหตุการณ์ทางบัญชีที่เกิดขึ้นกับภายนอกกิจการ เช่น การกู้ยืม การขายสินค้า เป็นต้น หรือ อาจเป็นรายการและเหตุการณ์ทางบัญชีที่เกิดขึ้นภายในกิจการ เช่น การโอนวัตถุดิบทางตรงเพื่อใช้ในการผลิต การใช้แรงงานทางตรง หรือการปันส่วนค่าใช้จ่ายการผลิต เป็นต้น แนวคิดนี้ทำให้กิจการบันทึกรายการและเหตุการณ์ทางบัญชีที่เกิดขึ้นในรอบระยะเวลาบัญชี ข้อดีของแนวคิดนี้ได้แก่ กิจการสามารถแสดงกำไรตามสาเหตุการเกิดของกำไร เช่น กำไรจากการดำเนินงาน กำไรจากการลงทุน กำไรจากการขายสินค้า เป็นต้น โดยสรุปแล้วกำไรตามแนวคิดนี้มีลักษณะ 5 ประการ ดังนี้ (วรรณุช พัทธตระกูล และ สมศักดิ์ ประถมศรีเมฆ,2546)

1.1 กำไรเป็นผลมาจากเหตุการณ์หรือรายการจริงที่เกิดขึ้นแล้ว (Actual Transaction) โดยเป็นผลมาจากเหตุการณ์หรือรายการที่เกิดขึ้นทั้งจากภายในและภายนอกกิจการ เช่น การขายสินค้าและบริการให้แก่บุคคลภายนอกถือว่ามีกำไรจากรายการภายนอกกิจการ ส่วนเหตุการณ์ภายในกิจการ ได้แก่ การใช้หรือการปันส่วนสินทรัพย์ภายในองค์กร ซึ่งเหตุการณ์ภายนอกจะมีความน่าเชื่อถือมากกว่า เพราะมีเอกสารหลักฐานจากบุคคลภายนอกมาประกอบ

1.2 กำไรทางบัญชีเป็นการวัดผลทางการเงินของกิจการภายในช่วงเวลาที่กำหนด จึงมีการแบ่งรอบระยะเวลาบัญชีออกเป็นงวด ๆ

1.3 กำไรทางบัญชีตั้งอยู่บนพื้นฐานของหลักรายได้ที่นำมาใช้

1.4 กำไรทางบัญชีเป็นการวัดค่าใช้จ่ายโดยใช้ราคาทุนเดิม

1.5 กำไรทางบัญชีใช้หลักจับคู่รายได้ที่เกิดขึ้นกับรายจ่ายที่เกี่ยวข้องกับรายได้นั้น ดังนั้นต้นทุนบางอย่างที่เกิดขึ้นในระหว่างงวดจึงมาจากการปันส่วน เพื่อให้สอดคล้องกับรายได้ ส่วนที่เหลือจึงแสดงในรูปสินทรัพย์ยกไปงวดต่อไป

2. การวัดผลกำไรจากกิจกรรม (Activity Approach)

แนวคิดนี้กิจการจะวัดผลกำไรโดยพิจารณาจากกิจกรรมในการดำเนินธุรกิจ เช่น การผลิต การขาย จนถึงการเก็บเงินค่าขาย ดังนั้น กำไรจึงเกิดขึ้นจากการรายงานผลของความสำเร็จ ซึ่งไม่ใช่รายงานการคาดคะเนถึงความสำเร็จที่อาจเกิดขึ้น กิจการจึงให้ความสนใจในกิจกรรมที่เกิดขึ้นโดยไม่สนใจการเปลี่ยนแปลงในมูลค่า แนวคิดนี้มีข้อดี คือ กิจการสามารถวัดผลกำไรตามวัตถุประสงค์ของการดำเนินงาน และผู้บริหารของกิจการ สามารถวัดประสิทธิภาพในการดำเนินงานของแต่ละกิจกรรมได้ (วิธีนี้ทางบัญชีจะไม่นิยมใช้)

3. การวัดผลกำไรโดยคำนึงถึงการรักษาระดับทุน (Capital Maintenance Approach)

ตามแนวคิดการวัดผลกำไรโดยคำนึงถึงการรักษาระดับทุนนี้ ผลกำไรจะเท่ากับผลต่างระหว่างสินทรัพย์สุทธิ(สินทรัพย์ลบด้วยหนี้สิน) ณ ต้นงวดกับสินทรัพย์สุทธิ ณ ปลายงวด โดยไม่รวมการรับหรือแบ่งปันส่วนทุนให้กับผู้มีส่วนร่วมของเจ้าของ ซึ่งกำไรภายใต้แนวคิดการรักษาระดับทุนนั้นจะรวมผลทุกอย่างที่ทำให้มูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นเปลี่ยนแปลงไปเข้าเป็นผลกำไรสุทธิ ไม่ว่าจะผลของการเปลี่ยนแปลงนั้นๆ จะเกิดจากรายการค้าโดยปกติ หรือเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าสินทรัพย์สุทธิโดยไม่คาดหมายก็ตาม

Beaver (1998) ได้กล่าวว่ากำไรทางบัญชีเป็นแหล่งข้อมูลที่ผู้ลงทุนใช้ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ และอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีและราคาหลักทรัพย์ โดยเชื่อมโยงระหว่างกำไรทางบัญชี เงินปันผล และราคาหลักทรัพย์ได้ดังนี้

1. กำไรในงวดปัจจุบันสามารถให้ข้อมูลเพื่อนำมาพยากรณ์กำไรที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคตได้

2. กำไรที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคตสามารถให้ข้อมูลเพื่อนำมาพยากรณ์เงินปันผลที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคตได้

3. เงินปันผลที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคตสามารถกำหนดราคาหลักทรัพย์ได้ โดยราคาหลักทรัพย์มีค่าเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต

Easton (1996) ได้ชี้ให้เห็นถึงความสามารถในการจัดการเกี่ยวกับกำไรตามเกณฑ์คงค้างที่อยู่ภายใต้การตัดสินใจของผู้จัดการว่าเป็นเหมือนดาบสองคมที่ผู้จัดการอาจทำการบริหารจัดการสัญญาต่าง ๆ เพื่อเปิดเผยข้อมูลให้มีลักษณะเป็นไปตามที่ตนต้องการเพื่อวัตถุประสงค์อย่างใดอย่างหนึ่ง ประเด็นที่มีการโต้เถียงเกี่ยวกับกำไรในการวิจัยสามารถสรุปได้ดังนี้

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

2.1.4 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด

การที่เป้าหมายหลักของการดำเนินธุรกิจของกิจการ จะมุ่งสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น (Shareholder) ที่มีส่วนร่วมในการลงทุนกับธุรกิจ โดยคาดหวังที่จะได้ผลตอบแทนที่สูงกว่าต้นทุนเงินทุน (Cost of Capital) แต่ปัญหาอยู่ที่ว่าองค์กรจะมีแนวทางดำเนินการอย่างไรเพื่อสร้างการเติบโตทางรายได้สูงสุด (Earning growth) ให้กับผู้ถือหุ้น ปัจจุบันได้มีเครื่องมือสนับสนุนการติดตามการสร้างมูลค่าและผลกำไรให้กับธุรกิจ นั่นคือ การบริหารตามฐานมูลค่า (Value based management) หรือ VBM ซึ่งถูกนำมาใช้เป็นแนวทางสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นอย่างเป็นระบบ ดังนั้น VBM จึงมุ่งสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น (Maximizing shareholder wealth) โดยมีการนำต้นทุนของเงินทุนมาใช้ในการคำนวณ

สำหรับแนวคิด VBM จะประกอบด้วยองค์ประกอบหลัก ดังนี้

1. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (Economic Value Added หรือ EVA)

2. มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด (Cash Value Added หรือ CVA)
3. ผลตอบแทนทางกระแสเงินสด
4. การวิเคราะห์มูลค่าผู้ถือหุ้น

ภายใต้แนวคิด VBM นอกจากจะใช้แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added หรือ EVA) เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานแล้วได้มีการพัฒนาแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด (Cash Value Added หรือ CVA) ขึ้นเป็นเครื่องมือในการวัดผลการปฏิบัติงาน (Ottosson and Weissenrider, 1996) โดย CVA ถูกมองว่าวัดเกี่ยวกับมูลค่าของกิจการได้ตรงกว่า เนื่องจากการวัดมูลค่ากิจการนั้นจะมาจากมูลค่าปัจจุบันของการคิดลดกระแสเงินสดในอนาคต (Present Value of Future Cash Flow) มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นและลดลงจะสัมพันธ์กับกระแสเงินสดโดยตรงมากกว่ามูลค่าทางเศรษฐกิจ

จุดประสงค์ของมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดที่พัฒนามาจากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มี 2 ข้อ ดังนี้

1. เพื่อประเมินหน้าที่ของฝ่ายบริหารในการสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น
2. เพื่อแสดงข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในการตัดสินใจ

2.1.4.1 คำนิยามและรูปแบบของมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด

มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด (CVA) คือ ตัววัดผลการดำเนินงานของกิจการเฉพาะรายการที่เกี่ยวข้องกับเงินสด ซึ่งรูปแบบในการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดสามารถคำนวณได้จากสมการ ดังนี้

$$\text{Cash value added (CVA)} = \text{Operating Cash Flow} - \text{Operating Cash Flow Demand}$$

โดยที่

$$\text{Cash value added (CVA)} = \text{มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด}$$

$$\text{Operating Cash Flow (OCF)} = \text{กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน}$$

คำนวณได้จาก กำไรจากการดำเนินงาน

+/- รายการที่ไม่กระทบต่อเงินสด (Non-cash charges)

+/- การเปลี่ยนแปลงจากเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Movement)

- รายจ่ายลงทุนทั่วไปที่ไม่เกี่ยวกับกลยุทธ์ธุรกิจ (Non-strategic investment) ซึ่ง

ก็คือ รายจ่ายเพื่อการเปลี่ยนทดแทนกำลังการผลิต (Replacement)

Operating Cash Flow Demand (OCFD) = กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่จำเป็นต้องมี เพื่อคงไว้ซึ่งกำลังการผลิตและการให้ผลตอบแทนไปยังผู้ถือหุ้น

การหา OCFD มีขั้นตอนการคำนวณ 3 ขั้นตอน คือ

1. ระบุรายจ่ายการลงทุนขั้นต้นที่จำเป็นในการดำเนินกลยุทธ์ธุรกิจของหน่วยนั้นๆ (a strategic business unit)
2. ประมาณอายุการใช้งานเชิงเศรษฐกิจ (Strategic investment's economic life)
3. คำนวณหากระแสเงินสดที่หน่วยกลยุทธ์ธุรกิจต้องการในแต่ละงวด โดยผลรวมของมูลค่าปัจจุบันกระแสเงินสดที่ต้องการ จะเท่ากับ รายจ่ายลงทุนขั้นต้นที่จะใช้ในการดำเนินกลยุทธ์ธุรกิจของหน่วยนั้นๆ (อัตราคิดลดที่ใช้ คือ ต้นทุนหรือผลตอบแทนที่ต้องการ) หรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง กระแสเงินสดในอนาคตที่ทำให้ผลมูลค่าปัจจุบันเท่ากับเงินลงทุน หรืออาจหมายถึง Capital cost หรือ Cost of cash capital (ต้นทุนเงินทุน) ซึ่งก็คือ ดอกเบี้ยจ่าย (Paid interest) และเงินปันผลจ่าย (Cash dividend)

หรือ อาจเขียนได้ในอีกรูปแบบหนึ่ง ดังนี้

$$CVA = \text{Operating net cash profit} - \text{Cost of cash capital}$$

หากมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดมีค่าเป็นบวกหรืออยู่ในระดับสูง แสดงว่าบริษัทจะมีการลงทุนมากและมีการเจริญเติบโตอย่างต่อเนื่อง ในทางกลับกันหากมูลค่าเพิ่มเชิง

กระแสเงินสดมีค่าเป็นลบหรืออยู่ในระดับต่ำ แสดงว่าบริษัทอาจไม่มีเงินสดในการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งอาจจะมีปัญหาการดำเนินงานตามมา (Going Concern) นอกจากนี้ยังมีความสำคัญในการวัดความล้มละลายทางการเงินและการประสบความสำเร็จของกิจการ

2.1.5 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกระแสเงินสด

ข้อมูลกระแสเงินสดมีความสำคัญ เนื่องจาก ข้อมูลกระแสเงินสดให้ข้อมูลที่นอกเหนือไปจากข้อมูลที่มีอยู่ในตัวเลขกำไรและข้อมูลทางการเงินอื่นๆ เพราะกระแสเงินสดเป็นสิ่งจำเป็นต่อการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องของธุรกิจและยังช่วยให้นักวิเคราะห์สามารถประเมินรายละเอียด ดังนี้

1. สภาพคล่องทางการเงิน ซึ่งเป็นตัวสะท้อนว่า สินทรัพย์และหนี้สินที่กิจการมีอยู่เปลี่ยนแปลงไปเป็นเงินสดได้มากน้อยเพียงใด
2. ความสามารถในการชำระหนี้ ซึ่งเป็นตัวสะท้อนความสามารถของกิจการในการจ่ายชำระหนี้สินเมื่อครบกำหนด
3. ความยืดหยุ่นทางการเงิน ซึ่งเป็นตัวสะท้อนความสามารถของกิจการในการตอบสนองและปรับตัวให้เข้ากับโอกาสและอุปสรรคต่างๆ

2.1.5.1 การจัดทำและนำเสนองบกระแสเงินสด

สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย ได้มีการประกาศใช้มาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 25 เรื่องงบกระแสเงินสด ซึ่งกำหนดให้กิจการต้องมีการจัดทำงบกระแสเงินสดตามมาตรฐานการบัญชีดังกล่าวนับแต่ปี 2537 เป็นต้นมา

งบกระแสเงินสด (Cash Flow Statement) มีวัตถุประสงค์เพื่อแสดงข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสดของกิจการ ซึ่งผู้ใช้งบการเงินใช้ข้อมูลดังกล่าวเป็นเกณฑ์ในการพิจารณาความสามารถของกิจการที่จะได้รับกระแสเงินสดหรือรายการเทียบเท่ากระแสเงินสดรวมทั้งความจำเป็นในการใช้กระแสดังนั้น

ความหมายและการแสดงงบกระแสเงินสด

มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 25 เรื่อง งบกระแสเงินสดได้กำหนดความหมายของ เงินสด รายการเทียบเท่าเงินสด และกระแสเงินสดไว้ดังนี้

เงินสด หมายถึง เงินสดในมือและเงินฝากธนาคารทุกประเภทแต่ไม่รวมเงินฝากประเภทที่ต้องจ่ายคืนเมื่อสิ้นระยะเวลาที่กำหนดไว้

รายการเทียบเท่าเงินสด หมายถึง เงินลงทุนระยะสั้นที่มีสภาพคล่องสูงซึ่งพร้อมที่จะเป็นเงินสดในจำนวนที่ทราบได้ และมีความเสี่ยงต่อการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าน้อยหรือไม่มีนัยสำคัญ

กระแสเงินสด หมายถึง การได้มาและการใช้ไปของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด

งบกระแสเงินสดเป็นงบการเงินที่แสดงการได้มาและการใช้ไปของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด โดยทั่วไป การเพิ่มขึ้นหรือลดลงของกระแสเงินสดมีสาเหตุมาจาก 3 กิจกรรม ดังต่อไปนี้

1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Cash Flow from Operating Activities)

กิจกรรมดำเนินงาน หมายถึง กิจกรรมที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการ (กำไรสุทธิ) และกิจกรรมอื่นที่ไม่ใช่กิจกรรมลงทุนหรือกิจกรรมจัดหาเงิน ดังนั้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน จึงหมายถึง เงินสดรับและจ่ายจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการดำเนินงานของกิจการในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอ เพื่อจ่ายชำระเงินกู้ยืม เพื่อกิจการดำเนินงานของกิจการ เพื่อจ่ายเงินปันผลและเพื่อการลงทุนใหม่ๆ โดยไม่ต้องพึ่งพาการจัดหาเงินจากแหล่งภายนอก โดยทั่วไปกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานจะเกิดจากกิจกรรมที่ก่อให้เกิดรายได้หลักของกิจการ ตัวอย่างของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีดังนี้

- แหล่งที่มาของเงินสด ได้แก่ เงินสดจากการขายสินค้าและการให้บริการ
เงินสดรับจากรายได้ค่าสิทธิ ค่าธรรมเนียม ดอกเบี้ยรับ เป็นต้น

- แหล่งใช้ไปของเงินสด ได้แก่ เงินสดจ่ายเพื่อซื้อสินค้าและบริการ
ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน เป็นต้น

หากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีค่าเป็นบวก แสดงว่า บริษัท
มีความสามารถในการดำเนินงานในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอ (บริษัทมีเงินสดที่ได้มา
จากการดำเนินงานมาก) และสามารถบริหารเงินทุนหมุนเวียนได้อย่างมีประสิทธิภาพ (บริษัทมี
เงินสดเหลือ เพื่อไปจ่ายดอกเบี้ย เงินปันผล หรือลงทุนเพื่อขยายกิจการต่อไป)

หากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีค่าเป็นลบ แสดงว่า บริษัทมี
เงินสดที่ใช้ไปในการดำเนินงานมาก โดยถ้ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมียอดเป็นลบ
ติดต่อกันหลายงวด อาจส่งผลไม่ตึงต่อการกิจการ

2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (Cash Flow from Investing Activities)

กิจกรรมลงทุน หมายถึง กิจกรรมเกี่ยวกับการซื้อและจำหน่ายสินทรัพย์
ไม่หมุนเวียนรวมถึงเงินลงทุน ดังนั้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน จึงหมายถึง เงินสดรับและ
จ่ายจากการซื้อสินทรัพย์อื่นที่มีใช้สินค้า กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนแสดงให้เห็นถึงรายจ่ายที่
กิจการจ่ายไป เพื่อซื้อทรัพยากรต่างๆ ที่จะก่อให้เกิดรายได้และกระแสเงินสดรับในอนาคต
โดยทั่วไปกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนจะใช้ข้อมูลจากงบดุลในส่วนของสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน
ซึ่งประกอบด้วย ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ รวมถึงสินทรัพย์อื่นๆ ด้วย ตัวอย่างของกระแสเงินสด
จากกิจกรรมลงทุน มีดังนี้

- แหล่งที่มาของเงินสด ได้แก่ เงินสดรับจากการขายที่ดิน อาคาร และ
อุปกรณ์ สินทรัพย์ไม่มีตัวตนและสินทรัพย์ระยะยาวอื่น เป็นต้น มีผลทำให้สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน
ลดลง และทำให้เงินสดเพิ่มขึ้น

- แหล่งใช้ไปของเงินสด ได้แก่ เงินสดจ่ายเพื่อซื้อที่ดิน อาคาร และ อุปกรณ์ สินทรัพย์ไม่มีตัวตนและสินทรัพย์ระยะยาวอื่น เป็นต้น มีผลทำให้สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนเพิ่มขึ้น และทำให้เงินสดลดลงด้วย แสดงโดยการใส่เครื่องหมายวงเล็บ

สำหรับกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน มีค่าเป็นบวกหรือลบนั้น ต้องพิจารณาแหล่งที่มาและใช้ไปในรายละเอียดว่าเป็นเรื่องดีหรือไม่ดี เช่น กระแสเงินสดมีค่าเป็นลบ เนื่องจากบริษัทจ่ายเงินซื้อเครื่องจักรหรืออุปกรณ์ใหม่ในการขยายโรงงาน อาจถือเป็นเรื่องดีที่นักลงทุนพอใจ เนื่องจากเป็นการเพิ่มศักยภาพในการผลิตให้แก่บริษัท แต่เงินสดที่ได้มาจากการที่ธนาคารยึดทรัพย์สินของบริษัทไปขายทอดตลาดแล้วมีเงินเหลือจึงส่งคืนให้กับบริษัท แม้ว่ากระแสเงินสดมีค่าเป็นบวก แต่ก็ไม่ถือเป็นเรื่องที่ดีนัก

3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (Cash Flow from Financing Activities)

กิจกรรมจัดหาเงิน หมายถึง กิจกรรมเกี่ยวกับโครงสร้างทุน (Capital Structure) ซึ่งประกอบด้วย หนี้สินไม่หมุนเวียน และส่วนของผู้ถือหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการกู้ยืมเงินระยะยาว การจ่ายชำระหนี้สินระยะยาว การออกจำหน่ายหุ้น การจ่ายเงินปันผล เป็นต้น ดังนั้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน จึงหมายถึง เงินสดรับและจ่ายจากเจ้าหนี้เงินกู้ยืมและจากเจ้าของกิจการ กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินแสดงให้เห็นถึงประโยชน์ในการคาดคะเนสิทธิเรียกร้องในกระแสเงินสดในอนาคตจากผู้ให้เงินทุนแก่กิจการ ตัวอย่างของกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน มีดังนี้

- แหล่งที่มาของเงินสด ได้แก่ เงินสดที่ได้รับจากการออกหุ้น หุ้นกู้ เงินกู้ยืมระยะสั้นหรือระยะยาว การลงทุนเพิ่มของผู้ถือหุ้นในกรณีที่กิจการเป็นเจ้าของคนเดียว และกิจการห้างหุ้นส่วน เป็นต้น มีผลทำให้หนี้สินระยะยาว หนี้สินอื่นและส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น และทำให้เงินสดเพิ่มขึ้นด้วย

- แหล่งใช้ไปของเงินสด ได้แก่ เงินสดที่จ่ายให้แก่เจ้าของเพื่อเป็นการไถ่คืน การไถ่ถอนหุ้น การจ่ายผลตอบแทนหรือเงินปันผลให้แก่เจ้าของ การจ่ายคืนทุนให้แก่เจ้าของ

กิจการ การลดหนี้สัญญาเช่าการเงิน เป็นต้น มีผลทำให้หนี้สินระยะยาว หนี้สินอื่นและส่วนของเจ้าของลดลง และทำให้เงินสดลดลงด้วย แสดงโดยการใส่เครื่องหมายวงเล็บ

สำหรับกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน มีค่าเป็นบวกหรือลบนั้น อาจถือเป็นเรื่องดีหรือไม่ดีต้องพิจารณาข้อมูลเพิ่มเติม เช่น การที่กระแสเงินสดมีค่าเป็นบวก เนื่องจากบริษัทกู้ยืมเงินเพิ่มเติม อาจไม่ถือเป็นเรื่องดีหรือไม่ดี เพราะข้อมูลดังกล่าวเพียงแต่บอกให้เราทราบว่าบริษัทได้รับเงินสดมาจากการกู้ยืม แต่การที่บริษัทจะนำเงินกู้นี้ไปทำอะไรแล้วจะมีผลดีต่อบริษัทหรือไม่ เป็นเรื่องที่จะต้องพิจารณาจากข้อมูลอื่นต่อไป

2.1.5.2 ประโยชน์ของงบกระแสเงินสด

1. งบกระแสเงินสดให้ข้อมูลเพื่อช่วยในการประเมินการเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์สุทธิของกิจการ การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างทางการเงิน ซึ่งรวมถึงความสามารถในการชำระหนี้สินของกิจการ ตลอดจนความสามารถในการจัดการเกี่ยวกับจำนวนเงินและจังหวะเวลาของกระแสเงินสด
2. งบกระแสเงินสดให้ข้อมูลที่ช่วยในการประเมินความสามารถของกิจการในการที่จะได้รับเงินสดหรือรายการเทียบเท่าเงินสด ซึ่งให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถใช้ข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสดในการเปรียบเทียบกับกิจการอื่นได้
3. งบกระแสเงินสดให้ข้อมูลกระแสเงินสดซึ่งเป็นตัวชี้ถึงจำนวนเงิน จังหวะเวลาและความแน่นอนของกระแสเงินสดในอนาคต อีกทั้งยังให้ประโยชน์ในการใช้ตรวจสอบความถูกต้องของการประเมินผลของกระแสเงินสดในอนาคตที่ได้จัดทำในอดีต ตลอดจนใช้ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสดสุทธิและผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงระดับราคา

2.2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การทบทวนวรรณกรรมจากเอกสารและงานวิจัย อันได้แก่ วิทยานิพนธ์ งานวิจัย วารสาร บทความทางทฤษฎีและการเงิน ตลอดจนตำราเรียนทั้งในและต่างประเทศที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกำไร ข้อมูลกระแสเงินสด และมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้น พบว่าได้มีผู้ทำการศึกษากันเป็นจำนวนมาก

2.2.1 งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกำไร ข้อมูลกระแสเงินสด และมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

Livnat and Zarowin (1990) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกระแสเงินสด แยกแต่ละกิจกรรม (ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน) กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งทำการศึกษาในช่วงปี ค.ศ.1974-1986 เป็นจำนวน 4,805 ตัวอย่าง โดยใช้วิธีวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) ผลการศึกษา พบว่า ข้อมูลกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยเงินสดรับของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เงินสดจ่ายของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การกู้ยืมเงิน การเพิ่มทุนและการจ่ายเงินปันผล มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และผลการศึกษา ชี้ให้เห็นว่าข้อมูลกระแสเงินสดให้ข้อมูลที่เป็นข้อมูลเพิ่มเติมเกี่ยวกับการประเมินความเกี่ยวข้องกันของเหตุการณ์ต่างๆ มากกว่าการดูข้อมูลกำไรเพียงอย่างเดียว อย่างไรก็ตาม ยังมีประเด็นโต้แย้งข้อมูลกำไรในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ว่าน้อยกว่าข้อมูลกระแสเงินสด เนื่องจาก การที่ข้อมูลกำไรจัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง

Ali (1994) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรก่อนรายการพิเศษ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเงินทุนจากการดำเนินงานกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งทำการศึกษาในช่วงเวลาปี ค.ศ.1974-1988 เป็นจำนวน 8,820 ตัวอย่าง โดยใช้วิธีวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) ผลการศึกษาพบว่า ทั้งข้อมูลกำไร กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและเงินทุนจากการดำเนินงาน สามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้

Cheng, Liu and Schaefer (1996) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรก่อนรายการพิเศษและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ซึ่งทำการศึกษาในช่วงเวลาปี ค.ศ.1988-1992 เป็นจำนวน 5,120 ตัวอย่าง โดยใช้วิธีวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) ผลการศึกษาพบว่า ทั้งข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน สามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้

Biddle, Bowen and Wallace (1997) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA) กำไรส่วนที่เหลือ (RI) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) และกำไรจากการดำเนินงาน (OP) กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งทำการศึกษาในช่วงเวลาปี ค.ศ. 1984-1993 เป็นจำนวน 6,174 ตัวอย่าง จาก 773 บริษัท โดยแยกแต่ละอุตสาหกรรม ผลการศึกษาพบว่า โดยส่วนใหญ่ กำไรจากการดำเนินงาน อธิบาย ความเกี่ยวข้องกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด (13%) รองลงมา คือ กำไรส่วนที่เหลือ (7%) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (6.5%) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (2.8%) ตามลำดับ

Tracey and Worthington (2000) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลที่เป็นประโยชน์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยเปรียบเทียบระหว่าง มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA) กำไรจากการดำเนินงาน (OP) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) ผลการศึกษาพบว่า กำไรจากการดำเนินงาน อธิบาย ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด (23.67%) รองลงมา คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (18.10%) และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (14.29%) ตามลำดับ

Peixoto (2000) ได้ศึกษาเปรียบเทียบข้อมูลระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA) กำไรจากการดำเนินงาน (OP) และกำไรสุทธิ (NP) กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การศึกษาใช้กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่ใช่ธุรกิจการเงิน (Non-financial Portuguese companies listed on the Lisbon Stock Exchange) ซึ่งทำการศึกษาในช่วงเวลาปี ค.ศ.1995-1998 เป็นจำนวน 156 ตัวอย่าง จาก 39 บริษัท โดยใช้วิธีวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) ผลการศึกษาพบว่า กำไรสุทธิ อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด (53.86%) รองลงมา คือ กำไรจากการดำเนินงาน (51.35%) และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (51.22%) ตามลำดับ

Watson and Wells (2005) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกำไรต่างๆ ไม่ว่าจะเป็น EBITDA (Earnings before interest, tax, depreciation and amortization) EBIT (Earnings before interest and tax) NPATABS (Net profit after tax excluding abnormal items) NPAT (Net profit after tax) และ COMPINC (Comprehensive income) และข้อมูลกระแสเงินสดต่างๆ ไม่ว่าจะเป็น OPCF (Operating cash flow) INVCF (Investing cash flow) FINCF (Financing cash flow) NCF (Net cash flow) FCF (Free cash flow) และ OPCFDA (Operating cash flow adjusted for depreciation and amortization) กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การศึกษาใช้กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Australian Stock Exchange) ทั้งหมด โดยใช้ข้อมูลระหว่างปี ค.ศ.1992-2003 ซึ่งได้แบ่งกลุ่มตัวอย่างในการวิเคราะห์เป็นทุกบริษัท เฉพาะบริษัทที่มีกำไร และเฉพาะบริษัทที่มีผลขาดทุน โดยใช้วิธีวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) ผลการศึกษาพบว่า โดยส่วนใหญ่ ข้อมูลกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลกระแสเงินสด

ในปัจจุบันได้มีการพัฒนาแนวคิดการวัดผลดำเนินงานใหม่ล่าสุดที่พบ คือ แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด (Ottosson and Weissenrider, 1996) โดยจุดประสงค์ของมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดที่พัฒนามาจากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มี 2 ข้อ คือ เพื่อประเมินหน้าที่ของฝ่ายบริหารในการสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นและเพื่อแสดงข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในการตัดสินใจ ทำให้มีผู้วิจัยได้นำแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดมาทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยงานวิจัยของ Heidari (2005) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด (CVA) กำไรจากการดำเนินงาน (OP) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การศึกษาใช้กลุ่มตัวอย่าง 4 กลุ่มอุตสาหกรรม โดยใช้วิธี cluster ในการพิจารณาเลือกประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม คือ กลุ่มสิ่งทอ (food stuffs) กลุ่มอุปกรณ์การแพทย์ (drugs & flaunt materials) กลุ่มขนส่ง (transportation means) และกลุ่มเหมืองแร่ (nonmetallic minerals) โดยใช้ข้อมูล 5 ปี ระหว่างปี ค.ศ.1999-2003 จากนั้นได้ทำการวิเคราะห์โดยใช้สมการถดถอย (Regression Analysis) ผลการศึกษาพบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด อธิบาย ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด รองลงมา คือ กำไรจากการดำเนินงาน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ตามลำดับ โดยยกเว้นกลุ่มอุปกรณ์การแพทย์ พบว่ากำไรจากการดำเนินงาน อธิบาย ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด

2.2.2 งานวิจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา

Collin, Maydew and Weiss (1997) ได้ศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยศึกษาข้อมูลงบการเงินและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลระหว่างปี ค.ศ.1953-1993 โดยให้เหตุผลว่า จำนวนธุรกิจขนาดเล็กที่เพิ่มขึ้นในตลาดทุน เป็นปัจจัยทำให้มูลค่าตามบัญชีมีประโยชน์ในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไรทางบัญชี เนื่องจาก ธุรกิจขนาดเล็กอาจมีความสามารถในการดำเนินงานน้อยกว่าและประสบผลขาดทุนได้ง่ายกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ หรือกำไรของธุรกิจขนาดเล็กผันผวนมากกว่า การใช้กำไรทางบัญชีของธุรกิจขนาดเล็กในการวัดมูลค่าของธุรกิจจึงทำได้ยากกว่า ดังนั้น เมื่อมีธุรกิจขนาดเล็กเพิ่มขึ้นในตลาดทุน จึงทำให้กำไรทางบัญชีลดความสำคัญในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ลง และมูลค่าตามบัญชีสามารถใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้เพิ่มขึ้น

สำหรับงานวิจัยในประเทศไทย พบว่ามีการศึกษาถึงความสามารถของข้อมูลกำไร ข้อมูลกระแสเงินสดกับราคาหลักทรัพย์ โดย บัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์ (2545) ได้ศึกษาความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ โดยกำไรทางบัญชีคือกำไรสุทธิต่อหุ้น โดยศึกษาข้อมูลงบการเงินและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ.2527-2542 ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้น กลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ และกลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย ผลการศึกษาพบว่า ความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีร่วมกันในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ลดลงตามระยะเวลา โดยกำไรทางบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ามูลค่าตามบัญชี ซึ่งกำไรที่มีอัตราการเติบโต และระดับกำไรที่มีเสถียรภาพ (Permanent Earnings) เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบทำให้กำไรทางบัญชี สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ามูลค่าตามบัญชี แต่รายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำ ขาดทุนจากการดำเนินงานหลัก ขนาดของกิจการ(กิจการขนาดเล็ก) รายการตีราคาสินทรัพย์ใหม่ ผลต่างจากอัตราแลกเปลี่ยน เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบทำให้มูลค่าตามบัญชี สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไรทางบัญชี

จุลสุขดา ศิริสม (2546) ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลทำให้ข้อมูลกระแสเงินสดมีประโยชน์มากกว่าข้อมูลกำไรในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ โดยศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งคุณลักษณะเฉพาะของบริษัทที่พิจารณาในการศึกษาประกอบด้วย

กำไรที่มีลักษณะชั่วคราว ประเภทของบริษัท (เติบโตและไม่เติบโต) และอัตราส่วนกระแสเงินสด จากกิจกรรมลงทุนต่อกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน ในการศึกษาวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้ การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ เพื่อตรวจสอบประโยชน์ของข้อมูลกระแสเงินสดที่เกินกว่าข้อมูล กำไร ทั้งนี้บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมประกันภัยและการเงินไม่รวมอยู่ในขอบเขตของ การศึกษานี้ ผลการศึกษาพบว่า ข้อมูลกระแสเงินสดมีประโยชน์มากกว่าข้อมูลกำไรในการกำหนด ราคาหลักทรัพย์ กำไรที่มีลักษณะชั่วคราวทำให้ประโยชน์ของข้อมูลกำไรลดลง แต่ประโยชน์ของ ข้อมูลกระแสเงินสดที่เกินกว่าข้อมูลกำไรก็ไม่ได้มีมากขึ้น และผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าประเภทของ หุ้นไม่มีผลกระทบต่อประโยชน์ของข้อมูลกระแสเงินสดที่เกินกว่าข้อมูลกำไร ในขณะที่อัตราส่วน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนต่อกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีผลกระทบต่อ

สามารถสรุปวรรณกรรมความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินกับ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ได้ดังตารางที่ 2.1

ตารางที่ 2.1 สรุปวรรณกรรมความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินกับผลตอบแทน ของหลักทรัพย์

ผู้วิจัย (ประเด็นที่ศึกษา)	ระเบียบวิธีวิจัย (ตัวแปรที่ใช้)	ผลการวิจัย
Livnat and Zarowin (1990) (ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูล กระแสเงินสดแยกแต่ละกิจกรรมกับ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์)	Regression Model (CFO, CFI, CFF)	ข้อมูลกระแสเงินสด สามารถ อธิบายผลตอบแทนของ หลักทรัพย์ได้
Ali (1994) (ศึกษาความสัมพันธ์ ระหว่างกำไรก่อนรายการพิเศษ (OP) กระแสเงินสดจากกิจกรรม ดำเนินงาน (CFO) และเงินทุนจาก การดำเนินงาน (WCFO) กับ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์)	Regression Model (OP, CFO, WCFO)	ข้อมูลกำไร กระแสเงินสด จากกิจกรรมดำเนินงานและ เงินทุนจากการดำเนินงาน สามารถอธิบายผลตอบแทน ของหลักทรัพย์ได้

ตารางที่ 2.1 (ต่อ) สรุปวรรณกรรมความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ผู้วิจัย (ประเด็นที่ศึกษา)	ระเบียบวิธีวิจัย (ตัวแปรที่ใช้)	ผลการวิจัย
Cheng, Liu and Schaefer (1996) (ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรก่อนรายการพิเศษ (OP) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) ในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์)	Regression Model (OP,CFO)	ข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน สามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้
Biddle, Bowen and Wallace (1997) (ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) กำไรส่วนที่เหลือ (RI) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) และกำไรจากการดำเนินงาน (OP) กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์)	Regression Model (EVA,RI,CFO, OP)	กำไรจากการดำเนินงาน อธิบาย ความเกี่ยวข้องกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ได้ดีที่สุด รองลงมา คือ กำไรส่วนที่เหลือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ตามลำดับ
Tracey and Worthington (2000) (ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลที่เป็นประโยชน์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์)	Regression Model (EVA,OP,CFO)	กำไรจากการดำเนินงาน อธิบาย ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ได้ดีที่สุด รองลงมา คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
Peixoto (2000) (ศึกษาเปรียบเทียบ ข้อมูลระหว่าง มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) กำไรจากการดำเนินงาน(OP) และกำไรสุทธิ (NP)กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์)	Regression Model (EVA,OP,NP)	กำไรสุทธิ อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ได้ดีที่สุด รองลงมา คือ กำไรจากการดำเนินงาน และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

ตารางที่ 2.1 (ต่อ) สรุปวรรณกรรมความสัมพันธ์ระหว่างตัววัดประสิทธิภาพทางการเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ผู้วิจัย (ประเด็นที่ศึกษา)	ระเบียบวิธีวิจัย (ตัวแปรที่ใช้)	ผลการวิจัย
Watson and Wells (2005) (ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกำไร และข้อมูลกระแสเงินสด กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์)	Regression Model (EBITDA, EBIT, NPATABS, NPAT, COMPINC, OPCF, INVCF, FINCF, NCF, FCF, OPCFDA)	โดยส่วนใหญ่ ข้อมูลกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลกระแสเงินสด
Heidari (2005) (ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด (CVA) กำไรจากการดำเนินงาน (OP) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์)	Regression Model (CVA, OP, CFO)	มูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสดอธิบาย ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด รองลงมา คือ กำไรจากการดำเนินงาน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

2.3 การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย

2.3.1 ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพในการทำกำไรกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

กำไรทางบัญชีเป็นข้อมูลทางบัญชีรายการหนึ่งที่แสดงถึงผลการดำเนินงานของกิจการและถือเป็นตัวเลขที่มีความสำคัญต่อการตัดสินใจทางการเงินเป็นอย่างมาก ซึ่งนักลงทุนโดยส่วนใหญ่มักใช้กำไรทางบัญชีเป็นเกณฑ์ในการวัดผลการดำเนินงาน

ตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 39 ได้กำหนดว่า กำไรสุทธิในงบกำไรขาดทุนประกอบไปด้วย 2 ส่วน คือ ส่วนที่เป็นกำไรหรือขาดทุนจากการดำเนินงานตามปกติและส่วนที่เป็นรายการพิเศษ โดยส่วนที่เป็นกำไรหรือขาดทุนจากการดำเนินงานตามปกติ จะให้ข้อมูลเกี่ยวกับ

รายได้และค่าใช้จ่ายที่เป็นส่วนหนึ่งของการประกอบธุรกิจหรือเกิดขึ้นจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการ ส่วนรายการพิเศษ จะให้ข้อมูลรายได้หรือค่าใช้จ่ายที่เกิดจากรายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีที่มีความแตกต่างอย่างชัดเจนจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการและไม่คาดว่าจะเกิดขึ้นเป็นประจำหรือเกิดขึ้นไม่บ่อย และจากงานวิจัยของ Watson and Wells (2005) พบว่าข้อมูลกำไร ไม่ว่าจะเป็น EBITDA (Earnings before interest, tax, depreciation and amortization) EBIT (Earnings before interest and tax) NPATABS (Net profit after tax excluding abnormal items) NPAT (Net profit after tax) และ COMPINC (Comprehensive income) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ จึงเชื่อว่าการที่บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทสูงขึ้น ดังนั้น กำไรสุทธิและกำไรจากการดำเนินงาน น่าจะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ดังนั้นสมมติฐานการวิจัย คือ

H_1 ประสิทธิภาพในการทำกำไรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ

2.3.2 ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่มกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

แนวคิดการวัดผลการดำเนินงานใหม่ล่าสุดที่พบ คือ แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด หรือ Cash Value Added (CVA) (Ottosson and Weissenrider, 1996) ซึ่งถือว่าพัฒนามาจากแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added หรือ EVA) โดย CVA ถูกมองว่าวัดเกี่ยวกับมูลค่าของกิจการได้ตรงกว่า เนื่องจากการวัดมูลค่ากิจการนั้นจะมาจากมูลค่าปัจจุบันของการคิดลดกระแสเงินสดในอนาคต (Present Value of Future Cash Flow) มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นและลดลงจะสัมพันธ์กับกระแสเงินสดโดยตรงมากกว่ามูลค่าทางเศรษฐกิจ นอกจากนี้ ในโลกความเป็นจริงทางธุรกิจและการลงทุนการเงิน การเข้าใจในแง่ของกระแสเงินสดจะสอดคล้องกับความเป็นจริงมากกว่า จึงเชื่อว่ามีมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด จะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ดังนั้นสมมติฐานการวิจัย คือ

H_2 ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่มมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ

2.3.3 ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพของกระแสเงินสดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ข้อมูลกระแสเงินสดถือได้ว่าเป็นข้อมูลที่มีความสำคัญอย่างยิ่ง เนื่องจากให้ข้อมูลที่นอกเหนือไปจากข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในงบการเงินอื่นๆ กล่าวคือ งบกระแสเงินสดนอกจากจะรายงานข้อมูลที่ทำให้ทราบถึงเงินสดที่กิจการมีอยู่แล้ว ยังได้แสดงถึงแหล่งที่มาและใช้ไปของเงินสดจากกิจกรรมต่างๆ อีกด้วย และสามารถช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถวิเคราะห์ถึงสภาพคล่องของกิจการ ซึ่งสภาพคล่องนี้เป็นตัวสะท้อนว่า สินทรัพย์และหนี้สินที่กิจการมีอยู่เปลี่ยนแปลงไปเป็นเงินสดได้มากน้อยเพียงใด วิเคราะห์ถึงความสามารถในการชำระหนี้ เพื่อประเมินถึงความสามารถของกิจการในการจ่ายชำระหนี้สินเมื่อครบกำหนดและทราบถึงความยืดหยุ่นทางการเงิน ซึ่งเป็นสิ่งที่สะท้อนถึงความสามารถของกิจการในการตอบสนองและปรับตัวให้เข้ากับโอกาสและอุปสรรคต่างๆ นอกจากนี้ เงินสดยังเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้ธุรกิจดำเนินต่อไปได้อย่างสะดวกและราบรื่น

จากงานวิจัยของ Watson and Wells (2005) พบว่า ข้อมูลกระแสเงินสด ไม่ว่าจะเป็น OPCF (Operating cash flow) INVCF (Investing cash flow) FINCF (Financing cash flow) NCF (Net cash flow) FCF (Free cash flow) และ OPCFDA (Operating cash flow adjusted for depreciation and amortization) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และงานวิจัยของ Livnat and Zarowin (1990) ได้ทำการศึกษาความสามารถของข้อมูลกระแสเงินสดแยกแต่ละกิจกรรม พบว่า ข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมอื่น และข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานให้ข้อมูลที่เป็นข้อมูลเพิ่มเติมเกี่ยวกับการประเมินความเกี่ยวข้องกันของเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจมากกว่าการดูข้อมูลกำไรเพียงอย่างเดียว ดังนั้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนและกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน น่าจะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ดังนั้นสมมติฐานการวิจัย คือ

H_3 ประสิทธิภาพของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการ

2.3.4 การเปรียบเทียบความสามารถของตัววัดประสิทธิภาพทางการเงิน ไม่ว่าจะเป็นประสิทธิภาพในการทำกำไร ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม และประสิทธิภาพของกระแสเงินสด ในการอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ในปัจจุบันนี้การวัดผลการดำเนินงานที่แท้จริงของธุรกิจถือเป็นองค์ประกอบสำคัญอย่างหนึ่งที่จะทำให้การดำเนินธุรกิจประสบผลสำเร็จ และที่สำคัญคือเกณฑ์วัดผลทางบัญชีได้มองข้ามการพิจารณาถึงต้นทุนเงินทุนทั้งหมดของบริษัท ซึ่งความเป็นจริงในแต่ละหน่วยธุรกิจต่างมีต้นทุนของเงินทุนที่แตกต่างกัน ดังนั้นผู้ที่นำข้อมูลไปใช้จึงควรให้ความสนใจต้นทุนเงินทุนของกิจการ โดยแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด หรือ Cash Value Added (CVA) (Ottosson and Weissenrider, 1996) เป็นตัววัดผลการดำเนินงานใหม่ล่าสุดที่พบ และจากงานวิจัยของ Heidari (2005) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด (CVA) กำไรจากการดำเนินงาน (OP) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงกระแสเงินสด อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด ดังนั้นสมมติฐานการวิจัยคือ

H₄ ประสิทธิภาพของมูลค่าเพิ่ม สามารถใช้อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีกว่าประสิทธิภาพในการทำกำไรและประสิทธิภาพของกระแสเงินสด

