



บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาความสัมพันธ์ของกำไร กระแสเงินสด เงินทุนจากการดำเนินงาน ราคา และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยวที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในครั้งนี้ เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ และควมมีคุณค่าข้อมูลโดยเปรียบเทียบของตัววัดผลการดำเนินงาน 6 ตัววัด คือ กำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดปลอดภาษี และเงินทุนจากการดำเนินงาน ผู้วิจัยได้ทบทวนวรรณกรรมในเรื่องที่เกี่ยวข้องดังกล่าว โดยเป็นเป็น 2 ส่วน ดังนี้

ส่วนที่ 1 แนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรม

- สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุน
- แนวคิดเกี่ยวกับการวัดผลกำไร
- ความสำคัญของกำไรทางบัญชีในการกำหนดราคาหลักทรัพย์
- ความมีคุณค่าส่วนเพิ่มและความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบ

ส่วนที่ 2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

- กำไรทางบัญชี
- กระแสเงินสด
- เงินทุนจากการดำเนินงาน

2.1 แนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรม

การศึกษาในส่วนนี้ช่วยให้ผู้วิจัยเกิดความรู้และความเข้าใจเกี่ยวกับแนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องต่าง ๆ มากขึ้น ทั้งยังเป็นที่มาของสมมติฐานในการวิจัย และรูปแบบการวิจัยในครั้งนี้ โดยผู้วิจัยได้ศึกษาและสรุปในประเด็นดังต่อไปนี้

2.1.1 สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุน

Fama (1970) ได้ให้ความหมายของสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุน คือ ลักษณะของตลาดทุนมีการตอบสนอง (Market Reaction) ต่อข้อมูลทั้งหมด โดยผ่านการรับรู้ของผู้ลงทุนและผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายในตลาด ผลของข้อมูลนั้น ๆ สามารถสะท้อนให้อยู่ในราคาของหลักทรัพย์ได้ ซึ่งข้อมูลนั้นอาจเป็นทั้งข้อมูลในอดีต ปัจจุบัน และการคาดการณ์ร่วมกันของตลาดเกี่ยวกับเหตุการณ์ที่มีที่คาดว่าจะเกิดในอนาคต ทั้งนี้ ข้อมูลข่าวสารนั้นจะเป็นข่าวสารได้ก็ต่อเมื่อเป็นสาระสำคัญ เมื่อตลาดทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ และทุกคนมีข่าวสารข้อมูลที่ต้องเท่าเทียมกัน กระบวนการทำกำไรในตลาดอย่างไม่เป็นธรรมหรือการสร้างผลตอบแทนส่วนเกินปกติ นั้นก็จะไม่สามารถเกิดขึ้นได้เลย ซึ่ง Jensen (1978) ได้กล่าวว่าประสิทธิภาพของตลาดทุนนั้นขึ้นอยู่กับชุดข้อมูลที่สามารถทำให้กำไรทางเศรษฐกิจ (Economic Profit) โดยเฉลี่ยของตลาดเท่ากับศูนย์ โดยชุดข้อมูลในที่นี้หมายถึง ข่าวสารที่ประกาศในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งผู้ลงทุนจะได้รับอย่างเท่าเทียมกันและใช้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ซึ่งประสิทธิภาพของตลาดเป็นสิ่งที่ทุกคนและทุกประเทศพึงประสงค์

การทดสอบสมมติฐานแบ่งลักษณะของตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพเป็น 3 ระดับ ขึ้นอยู่กับความสามารถของผู้ลงทุนในการใช้ข่าวสารข้อมูลกลุ่มต่าง ๆ ในการลงทุนเพื่อทำกำไรเกินปกติ ประกอบด้วย ข้อมูลของราคาในอดีต ข้อมูลที่มีการเผยแพร่ต่อสาธารณะ และข้อมูลที่ไม่ได้มีการเปิดเผยต่อสาธารณะหรือเป็นเพียงข้อมูลวงใน โดยในแต่ละระดับสามารถสรุปได้ดังนี้

1) ตลาดทุนมีประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak Form Market Efficiency)

ประสิทธิภาพของตลาดทุนในระดับนี้ การเปลี่ยนแปลงหลักทรัพย์ในปัจจุบันเป็นผลมาจากข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในอดีต หรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง คือ การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายไปปัจจุบันจะคำนวณโดยอิงตามราคาหลักทรัพย์ในอดีตเท่านั้น จากการทดสอบพบว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดทุนระดับนี้ มีลักษณะเป็นแบบสุ่ม (Random Walk) ทำให้คาดการณ์เกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ขึ้นกับราคาในอดีตเท่านั้น

ในการทดสอบสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุน ณ ระดับนี้ จะพิจารณาจากการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อราคาหลักทรัพย์ในอดีตว่า ผลตอบแทนไม่ปกติ (Abnormal Return) เท่ากับศูนย์ ซึ่งแสดงว่าตลาดทุนมีประสิทธิภาพระดับต่ำ

2) ตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง (Semi – Strong Form Market Efficiency)

ประสิทธิภาพของตลาดทุนในระดับนี้ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันไม่ได้เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในอดีตเท่านั้น แต่จะรวมผลของข้อมูลเกี่ยวข้องกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายในปัจจุบัน โดยการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายจะมีการปรับราคาทันทีที่มีการประกาศข้อมูลในตลาดได้อย่างถูกต้อง และเป็นกลาง กล่าวคือ ตลาดทุนจะมีความเห็นพ้องกันในราคาที่กำหนดตามข้อมูลพื้นฐานทางเศรษฐกิจของธุรกิจตามที่แสดงไว้ในรายงานการเงินหรือข้อมูลทางบัญชี ซึ่งเป็นแหล่งข้อมูลสาธารณะ (Public Information) ที่สำคัญที่สุดสำหรับนักลงทุน

การทดสอบสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุนในระดับนี้ พิจารณาจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงหลังการรายงานข้อมูลทางบัญชีว่า การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวสารการประกาศข้อมูลดังกล่าว จะมีผลตอบแทนไม่ปกติเท่ากับศูนย์ แสดงว่าตลาดทุนมีประสิทธิภาพระดับปานกลาง

3) ตลาดทุนมีประสิทธิภาพระดับสูง (Strong Form Market Efficiency)

ประสิทธิภาพของตลาดทุนในระดับนี้ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเป็นผลสะท้อนจากข้อมูลทั้งหมด ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลที่ได้รายงานในตลาดหรือเป็นข้อมูลภายในของธุรกิจ และทุกคนทราบข้อมูลเหล่านั้น ดังนั้น การกำหนดราคาหลักทรัพย์จึงไม่สามารถได้รับเกินปกติได้ แต่ประสิทธิภาพของตลาดทุนระดับนี้จะเกิดขึ้นได้ยาก เพราะผู้จัดทำข้อมูลภายในย่อมไม่เปิดเผยข้อมูลนั้นง่าย ๆ การเข้าถึงข้อมูล (Information Access) จึงมิใช่เรื่องที่สามารถทำได้สะดวก

การทดสอบสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุนในระดับนี้ ยังมีแนวคิดเช่นเดียวกับแนวคิดของสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุน 2 ระดับที่กล่าวมา คือ การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข้อมูลทั้งภายในและภายนอกธุรกิจ จะมีผลตอบแทนไม่ปกติเท่ากับศูนย์ และราคาของหลักทรัพย์จะปรับตัวอย่างรวดเร็วเพื่อตอบสนองต่อข่าวสารนั้น

กล่าวโดยสรุปแล้ว ภายใต้สมมติฐานการศึกษาประสิทธิภาพตลาดทุนจะพิจารณาการตอบสนองของตลาดทุน (Market Reaction) ต่อข้อมูลที่เข้ามาในตลาดทุน เพื่อแสดงให้เห็นว่าข้อมูลข่าวสารมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของตลาดทุน คือข้อมูลที่บริษัทประกาศมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ในตลาดทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุนระดับปานกลางงบการเงินถือว่ามีผลสำคัญมาก เนื่องจากงบการเงินถือเป็นแหล่งข้อมูลสาธารณะที่ฝ่ายบริหารเปิดเผยแก่สาธารณะชน ซึ่งราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนอย่างเต็มที่ต่อข้อมูลเหล่านั้น แต่งบการเงินเป็นผลจากวิธีการบัญชีซึ่งผู้บริหารเป็นผู้กำหนดนโยบายบัญชี ด้วยเหตุนี้ งบการเงินอาจให้ข่าวสารที่บิดเบือนไปจากข้อเท็จจริง และส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ที่กำหนดไม่ถูกต้อง กล่าวคือ ราคาหลักทรัพย์ที่กำหนดอาจสูงกว่าหรือต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริง ทำให้เกิดข้อวิพากษ์วิจารณ์เกี่ยวกับวิธีการวัดกำไรทางบัญชีเพื่อวัดผลการดำเนินงานของบริษัท ผู้วิจัยจึงต้องการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์กับข้อมูลที่ใช้เป็นตัววัดผลการดำเนินงานจากแนวคิดของกำไร แนวคิดของกระแสเงินสด และแนวคิดของเงินทุนจากการดำเนินงาน โดยอาศัยสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุนมากำหนดกรอบแนวคิด และสมมติฐานในการวิจัย เพื่อชี้ให้เห็นว่า ข้อมูลที่ใช้เป็นตัววัดผลการดำเนินงานจากแนวคิดต่าง ๆ มีความสัมพันธ์กับราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และเป็นข้อมูลที่ชี้วัดมูลค่ากิจการได้

2.1.2 แนวคิดเกี่ยวกับการวัดผลกำไร

กำไรสุทธิ ถือเป็นตัวเลขที่มีความสำคัญต่อการตัดสินใจทางการเงินเป็นอย่างมาก ทั้งด้านการลงทุนในหุ้นสามัญ หรือการตัดสินใจปล่อยสินเชื่อ โดยความหมายของกำไรทางบัญชี (Accounting Income) คือ ผลต่างที่เกิดจากรายได้ที่เกิดขึ้นในระหว่างงวดบัญชีกับต้นทุนเดิมที่เกี่ยวข้อง ซึ่งนักลงทุนส่วนใหญ่มักใช้กำไรสุทธิหรือข้อมูลเกี่ยวกับกำไรเป็นเกณฑ์ในการวัดผลการดำเนินงาน เช่น ผลตอบแทนจากการลงทุน กำไรต่อหุ้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เป็นต้น เพื่อคาดคะเนเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจและผลกำไรในอนาคต รวมถึงการประเมินผลการบริหารงานของผู้บริหาร ซึ่งวิธีการวัดผลกำไรทางบัญชีสามารถแบ่งเป็น 3 ประเภท ดังนี้

1) การวัดผลกำไรจากรายการและเหตุการณ์ทางบัญชี (Transaction Approach)

การวัดผลกำไรตามแนวคิดนี้อาจเป็นรายการและเหตุการณ์ทางบัญชีที่เกิดขึ้นกับภายนอกกิจการ เช่น การกู้ยืม การซื้อสินค้า การขายสินค้า เป็นต้น หรืออาจเป็นรายการและเหตุการณ์ทางบัญชีที่เกิดขึ้นภายในกิจการ เช่น การโอนวัตถุดิบทางตรงเพื่อใช้ในการผลิต การใช้แรงงานทางตรง หรือการปันส่วนค่าใช้จ่ายการผลิต เป็นต้น แนวคิดนี้ทำให้กิจการบันทึกรายการ

และเหตุการณ์ทางบัญชีที่เกิดขึ้นในรอบระยะเวลาบัญชี โดยสรุปแล้วกำไรตามแนวคิดนี้มีลักษณะ 5 ประการ ดังนี้

1.1) กำไรเป็นผลมาจากเหตุการณ์หรือรายการจริงที่เกิดขึ้นแล้ว (Actual Transaction) โดยเป็นผลมาจากเหตุการณ์หรือรายการที่เกิดขึ้นทั้งจากภายในและภายนอกกิจการ เช่น การขายสินค้าและบริการให้แก่บุคคลภายนอกถือว่าเกิดจากรายการภายนอกกิจการ ส่วนเหตุการณ์ภายในกิจการ ได้แก่ การใช้หรือการปันส่วนสินทรัพย์ภายในองค์กร ซึ่งเหตุการณ์ภายนอกดูจะมีความน่าเชื่อถือมากกว่า เพราะมีเอกสารหลักฐานจากบุคคลภายนอกมาประกอบ

1.2) กำไรทางบัญชีเป็นการวัดผลทางการเงินของกิจการภายใน ช่วงเวลาที่กำหนด จึงมีการแบ่งรอบระยะเวลาบัญชีออกเป็นงวด ๆ

1.3) กำไรทางบัญชีตั้งอยู่บนพื้นฐานของหลักรายได้ที่นำมาใช้

1.4) กำไรทางบัญชีเป็นการวัดค่าใช้จ่ายโดยใช้ราคาทุนเดิม

1.5) กำไรทางบัญชีให้หลักจับคู่รายได้ที่เกิดขึ้นกับรายจ่ายที่เกี่ยวข้องกับรายได้นั้น ดังนั้นต้นทุนบางอย่างที่เกิดขึ้นในระหว่างงวดจึงมาจากการปันส่วน เพื่อให้สอดคล้องกับรายได้ ส่วนที่เหลือจึงแสดงให้รูปสินทรัพย์ยกไปงวดต่อไป

2) การวัดผลกำไรจากกิจกรรม (Activity Approach)

ตามแนวคิดนี้กิจการจะวัดผลกำไรโดยพิจารณาจากกิจกรรมในการดำเนินธุรกิจ เช่น การผลิต การขาย จนถึงการเก็บเงินค่าขาย ดังนั้น กำไรจึงเกิดขึ้นจากการรายงานผลของความสำเร็จ ซึ่งไม่ใช่รายงานการคาดคะเนถึงความสำเร็จที่อาจเกิดขึ้น กิจการจึงให้ความสนใจในกิจกรรมที่เกิดขึ้นโดยไม่สนใจการเปลี่ยนแปลงในมูลค่า แนวคิดนี้มีข้อดี คือ กิจการสามารถวัดผลกำไรตามวัตถุประสงค์ของการดำเนินงาน และผู้บริหารของกิจการ สามารถวัดประสิทธิภาพในการดำเนินงานของแต่ละกิจกรรมได้

3) การวัดผลกำไรโดยคำนึงถึงการรักษาระดับทุน (Capital Maintenance Approach)

ตามแนวคิดการวัดผลกำไรโดยคำนึงถึงการรักษาระดับทุนนี้ ผลกำไรจะเท่ากับผลต่างระหว่างสินทรัพย์สุทธิ (สินทรัพย์ลบด้วยหนี้สิน) ณ ต้นงวดกับสินทรัพย์สุทธิ ณ ปลายงวด โดยไม่รวมการรับหรือแบ่งปันส่วนทุนให้กับผู้มีส่วนร่วมของเจ้าของ ซึ่งกำไรภายใต้แนวคิดการรักษาระดับทุนนั้นจะรวมผลทุกอย่างที่ทำให้มูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นเปลี่ยนแปลงไปเข้าเป็น

ผลกำไรสุทธิ ไม่ว่าจะผลของการเปลี่ยนแปลงนั้น ๆ จะเกิดจากรายการค้าโดยปกติ หรือเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าสินทรัพย์สุทธิโดยไม่คาดหมายก็ตาม

จากแนวคิดในการวัดผลกำไรที่แตกต่างกันส่งผลให้ตัวเลขกำไรแตกต่างกันไปด้วย ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับว่าผู้ใช้ข้อมูลได้ให้คำนิยามของกำไรไว้อย่างไร หรือใช้แนวคิดในการวัดผลกำไรใดเป็นแนวคิดหลักในการคำนวณกำไร เพื่อวัดผลการดำเนินงานของกิจการตามแนวคิดการวัดผลกำไรที่กล่าวข้างต้น โดยแนวคิดการวัดผลกำไรในแต่ละแนวคิดจะเป็นพื้นฐานที่นำไปสู่การหาตัววัดผลการดำเนินงานในรูปแบบต่าง ๆ เช่น กำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ (Comprehensive Income) กระแสเงินสดปลอดภาษี (Free Cash Flows) และเงินทุนจากการดำเนินงาน (Funds From Operations) เป็นต้น กล่าวคือ

1) กำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ (Comprehensive Income)

กำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ (Comprehensive Income) หมายถึง การเปลี่ยนแปลงในส่วนของเจ้าของ หรือการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์สุทธิของกิจการ อันเนื่องมาจากเหตุการณ์ หรือรายการอื่นที่ไม่ได้เกิดจากเจ้าของ กำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จไม่รวมถึงการลงทุนโดยเจ้าของ (Investments by Owners) และการจ่ายคืนให้เจ้าของ (Distributions to Owners) (สมาคมบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย, 2547) ทั้งนี้กำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จจะเป็นตัวที่แสดงข้อมูลเกี่ยวกับผลตอบแทนจากการลงทุนทั้งหมด โดยรวบรวมและสรุปผลกำไรเบ็ดเสร็จ หรือผลตอบแทนจากการลงทุนให้ผู้ใช้ข้อมูลได้ทราบ ซึ่งในอดีตนั้นข้อมูลเหล่านี้ได้ถูกกระจายไปในหลาย ๆ ที่ เช่น งบกำไรขาดทุน งบดุล งบกำไรสะสม เป็นต้น

สำหรับรายการที่ประกอบขึ้นเป็นผลตอบแทนจากการลงทุนในกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จนั้น เป็นผลมาจากแนวคิดการวัดผลกำไรโดยคำนึงถึงการรักษาระดับทุน (Capital Maintenance Approach) ซึ่งแนวคิดนี้เป็นทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ที่เชื่อมโยงกับแนวคิดเพื่อวัดผลกำไร โดยวัดจากสินทรัพย์สุทธิหรือทุนที่เปลี่ยนแปลง กิจการสามารถรักษาระดับทุนได้หากจำนวนทุนเมื่อสิ้นงวดเท่ากับจำนวนทุนเมื่อเริ่มรอบระยะเวลาบัญชี จำนวนเกินกว่าทุนที่ต้องรักษาระดับไว้ก็คือ กำไร แต่การคำนวณกำไรและการแสดงรายการกำไรยังขึ้นอยู่กับแนวคิดเกี่ยวกับกำไรว่าเป็นแนวคิด "ผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบัน" (The Current Operation Concept of Income) หรือเป็นแนวคิด "รวมหมดทุกอย่าง" (The All - Inclusive Concept of Income หรือ The Clean - Surplus Concept) ตามภาพที่ 1 ที่แสดงการเปรียบเทียบกำไรตามแนวคิดทั้ง 2 แนวคิด กล่าวคือ แนวคิดผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันเน้นถึงประโยชน์ของตัวเลขกำไร ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงกำไรจากการดำเนินงานตามปกติภายใต้สถานการณ์ปกติของกิจการ

ด้วยเหตุผลดังกล่าวข้างต้น กำไรหรือขาดทุนตามแนวคิดผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันจึงไม่รวมรายการซึ่งไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน ในขณะที่แนวคิดรวมหมดทุกอย่างอ้างว่ากำไรที่มีประโยชน์ต่อผู้ใช้ข้อมูลควรรวมรายการต่าง ๆ ที่มีผลกระทบต่อการเพิ่มหรือลดในส่วนของเจ้าของด้วย (ไม่รวมการจ่ายปันผล และการลงทุนโดยเจ้าของ) ซึ่งเทียบเคียงได้กับกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ ส่งผลให้กิจการรวมรายการจากส่วนเปลี่ยนแปลงทั้งหมดในส่วนของเจ้าของเข้าเป็นกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จในงวดนั้น ๆ เพื่อให้ผู้ลงทุนได้ทราบถึงผลตอบแทนจากการลงทุนทั้งหมดไม่ว่ารายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีนั้นจะเกิดขึ้นจากกำไรขาดทุนสุทธิสำหรับงวด หรือเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในส่วนของเจ้าของ โดยผู้สนับสนุนแนวคิดรวมหมดทุกอย่างนี้เชื่อว่าการรวมรายการดังกล่าวเป็นกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ จะทำให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถประเมินความสำคัญและผลกระทบของรายการที่มีต่อผลการดำเนินงานโดยรวมของกิจการได้ การไม่รวมรายการดังกล่าวในงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ อาจทำให้ผู้ใช้งบการเงินหรือผู้ลงทุนมองข้ามรายการเหล่านี้ไป

การแสดงผลการเปรียบเทียบรายการกำไรตามแนวคิดทั้ง 2 แนวคิด

	แนวคิด	แนวคิด
	ผลการดำเนินงานในปัจจุบัน	รวมหมดทุกอย่าง
งบกำไรขาดทุน :		
รายได้	XX	XX
ค่าใช้จ่าย	XX	XX
กำไรก่อนรายการพิเศษ	XX	XX
รายการพิเศษ	-	XX
กำไรสุทธิ	XX	XX
งบกำไรสะสม :		
กำไรสะสมต้นงวด	XX	XX
กำไรสุทธิ	XX	XX
รายการพิเศษ	XX	-
กำไรสะสมปลายงวด	XX	XX

ภาพที่ 1 แสดงรายการตามแนวคิดผลการดำเนินงานในปัจจุบันและแนวคิดรวมหมดทุกอย่าง

ตัวเลขกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ ซึ่งเป็นกำไรตามแนวคิดของการรักษาระดับทุน จะช่วยให้นักลงทุนและผู้ใช้อรรถประโยชน์ทุกฝ่ายได้เห็นถึงความเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์สุทธิของงวดนั้น นอกเหนือไปจากกำไรสุทธิตามความหมายเดิม ทั้งนี้สำหรับกิจการในประเทศไทย โดยปกติแล้ว

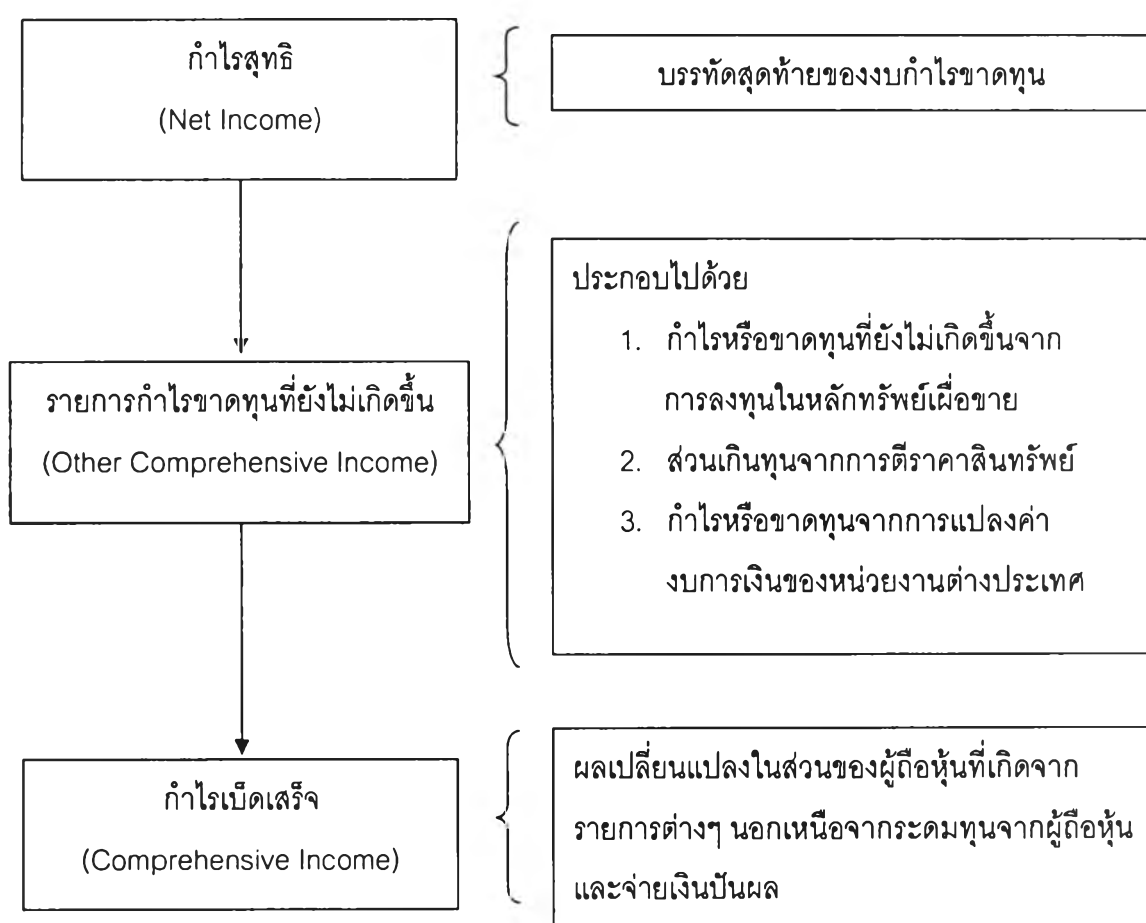
รายการที่ส่งผลกระทบต่อสินทรัพย์สุทธิแต่ไม่ปรากฏในตัวเลขกำไรสุทธิในงบกำไรขาดทุน จะประกอบด้วยรายการ 3 ประเภท คือ

1) กำไร (ขาดทุน) ที่ยังไม่เกิดขึ้นจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด ที่จัดอยู่ในประเภทหลักทรัพย์เพื่อขาย (มาตรฐานการบัญชีไทย ฉบับที่ 40 เรื่อง การบัญชีสำหรับเงินลงทุนในตราสารหนี้และตราสารทุน)

2) ส่วนเกินทุนจากการตีราคาสินทรัพย์ (มาตรฐานการบัญชีไทย ฉบับที่ 32 เรื่อง ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์)

3) กำไร (ขาดทุน) จากการแปลงค่าบการเงินของหน่วยงานต่างประเทศ (มาตรฐานการบัญชีไทย ฉบับที่ 30 เรื่อง ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ)

โดยสามารถสรุปเป็นแผนภาพตามภาพที่ 2 ได้ดังนี้



ภาพที่ 2 แสดงส่วนประกอบของกำไรเบ็ดเสร็จ

2) กระแสเงินสดปลอดภาระ (Free Cash Flows)

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ถือเป็นตัววัดผลการดำเนินงานและการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงินโดยรวมของกิจการที่สำคัญตัวหนึ่ง โดยหลักการแล้วกิจการควรจะก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่เป็นบวกอย่างต่อเนื่อง เมื่อไรก็ตามที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานติดลบ ก็เท่ากับเป็นการบังคับให้กิจการต้องจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก นอกจากนี้แล้วการวิเคราะห์กระแสเงินสดยังมีอีกแนวคิดหนึ่งซึ่งเรียกว่า แนวคิดกระแสเงินสดปลอดภาระ (Free Cash Flows Concept)

คำนิยามของกระแสเงินสดปลอดภาระ หมายถึง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่เหลืออยู่ ที่กิจการจะสามารถนำไปใช้จ่ายตามดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary Uses)¹ ภายหลังจากหักรายจ่ายที่จำเป็นทั้งหมดที่เป็นตัวเงิน (Required Cash Outlays) (White, Sondhi และ Fried, 2002: 87) จากนิยามพื้นฐานของกระแสเงินสดปลอดภาระนี้ อาจสรุปได้ว่ากระแสเงินสดปลอดภาระ คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานหักด้วยรายจ่ายฝ่ายทุนที่จำเป็นต่อการคงไว้ซึ่งขีดความสามารถในการผลิตปัจจุบัน ตามแนวคิดเกี่ยวกับการรักษาระดับทุน (Concept of Capital Maintenance)

นิยามข้างต้นนี้จะใช้ได้ผลก็ต่อเมื่อค่าเสื่อมราคาที่คิดขึ้นตามราคาทุนในอดีตของสินทรัพย์เป็นตัววัดการใช้งานของสินทรัพย์ที่ดี ค่าเสื่อมราคาของสินทรัพย์แสดงถึงขีดความสามารถในการผลิตในปัจจุบันที่ลดลง ดังนั้นรายจ่ายฝ่ายทุนที่จำเป็นต่อการคงไว้ซึ่งขีดความสามารถในการผลิตปัจจุบันจึงเท่ากับค่าเสื่อมราคาของสินทรัพย์ เพื่อรักษาระดับขีดความสามารถในการผลิตที่ลดลงให้กลับมาเท่าเดิม ซึ่งหมายความว่ากระแสเงินสดปลอดภาระจะมีค่าเท่ากับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานหักด้วยค่าเสื่อมราคาสำหรับงวดนั้น ๆ แต่ค่าเสื่อมราคาที่คิดขึ้นตามราคาทุนในอดีตของสินทรัพย์มักเกิดจากการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารในการประมาณราคาซาก อายุการใช้งานและรูปแบบของการใช้งาน ทำให้การวัดต้นทุนการเปลี่ยนแปลงทดแทนเพื่อรักษาขีดความสามารถในการผลิตในปัจจุบันทำได้ยาก และในทางปฏิบัติการแยกจ่ายฝ่ายทุนเพื่อการเปลี่ยนแปลงทดแทน และเพื่อรองรับการเติบโตทำได้ยากเช่นกัน ด้วยเหตุนี้การคำนวณกระแสเงินสดปลอดภาระ จึงเท่ากับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานหักด้วยรายจ่ายฝ่ายทุนทั้งหมด ซึ่งรวมทั้งเพื่อการเปลี่ยนแปลงทดแทนและเพื่อรองรับการเติบโต

¹ รายจ่ายที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร หมายถึง รายจ่ายฝ่ายทุนและการเข้าซื้อกิจการ เพื่อรองรับการเติบโต การชำระหนี้ การซื้อหุ้นทุกกลับคืน และการจ่ายเงินปันผล

ทั้งนี้ กระแสเงินสดปลอดภาระที่ใช้ในตัวแบบสำหรับการประเมินมูลค่ากิจการ (Valuation Models) อาจแตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับนักวิเคราะห์ที่ต้องการจะวิเคราะห์กระแสเงินสดปลอดภาระที่จะตกเป็นของกิจการ (Unleveraged Free Cash Flows) ซึ่งได้แก่เจ้าหนี้และผู้ถือหุ้น หรือต้องการจะวิเคราะห์กระแสเงินสดปลอดภาระที่จะตกเป็นของผู้ถือหุ้นเท่านั้น (Leveraged Free Cash Flows) โดยสรุปรูปแบบการคำนวณได้ดังภาพที่ 3

Unleveraged Free Cash Flows	Leveraged Free Cash Flows
กระแสเงินสดก่อนหักดอกเบี้ยจ่าย (สุทธิ) ± กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน	กระแสเงินสดหลังหักดอกเบี้ยจ่าย (สุทธิ) ± กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน - เงินต้นที่ต้องจ่ายชำระหนี้ตามกำหนด + เงินสดจากการกู้ยืม

ภาพที่ 3 แสดงรูปแบบการคำนวณกระแสเงินสดปลอดภาระ

ดังนั้น หากต้องการวิเคราะห์กระแสเงินสดปลอดภาระที่จะตกเป็นของกิจการ จึงไม่ควรใช้ตัวเลขกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่คำนวณขึ้นตามแนวทางที่มาตรฐานการบัญชีกำหนด เนื่องจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานจะรวมเงินสดที่จ่ายเป็นค่าดอกเบี้ยระหว่างปีไว้ในการคำนวณ จึงจำเป็นต้องดัดแปลงงบกระแสเงินสดที่จัดทำขึ้นตามแนวทางที่กำหนดไว้ตามมาตรฐานการบัญชีเสียใหม่ เพื่อให้อยู่ในรูปแบบที่จะช่วยให้ผู้วิเคราะห์เข้าใจถึงกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานได้ดียิ่งขึ้น ดังนี้ (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2542: 143 - 145)

1) จัดจำแนกกระแสเงินสดที่จ่ายระหว่างปีเป็นค่าดอกเบี้ย (สุทธิจากภาษีเงินได้) ซึ่งรวมอยู่ในการคำนวณกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไปสู่กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน ซึ่งจะช่วยให้การเปรียบเทียบความสามารถในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานระหว่างกิจการที่มีโครงสร้างทางการเงินที่แตกต่างกันทำได้ดียิ่งขึ้น นอกจากนี้ควรแยกดอกเบี้ยรับ (ในสวนที่เกิดจากการลงทุนหรือการให้กู้ยืม) และเงินปันผลรับออกจากกิจกรรมดำเนินงานไปสู่กิจกรรมลงทุน เนื่องจากกระแสเงินสดที่เกี่ยวข้องกับรายการเหล่านี้ ไม่ได้เกิดขึ้นจากการดำเนินงานแต่เกิดขึ้นจากการลงทุน อย่างไรก็ตาม หากรายการเหล่านี้มีจำนวนเงินที่ไม่เป็นสาระสำคัญก็ไม่จำเป็นต้องแยกรายการเหล่านี้ออกจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

2) แยกจ่ายจ่ายฝ่ายทุนออกจากกระแสเงินสดอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน โดยทั่วไปกิจกรรมลงทุนจะประกอบด้วย

2.1) เงินลงทุนในหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด ซึ่งถือเป็นหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูง การเปลี่ยนแปลงในเงินลงทุนระยะสั้นถือว่าเป็นผลจากการตัดสินใจทางด้านการลงทุน เพื่อหาผลตอบแทนในระยะสั้นมากกว่าที่จะเป็นผลมาจากการตัดสินใจทางด้านรายจ่ายฝ่ายทุนในการคำนวณกระแสเงินสดปลอดภัย

2.2) รายจ่ายเพื่อการซื้อกิจการหรือการลงทุนในบริษัทในเครือ ซึ่งขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ให้ถือเป็นกิจกรรมลงทุนที่แยกจ่ายฝ่ายทุน

2.3) รายจ่ายเพื่อซื้อสินทรัพย์ถาวร เช่น ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ถือเป็นองค์ประกอบสำคัญที่จะนำมาใช้ในการคำนวณกระแสเงินสดปลอดภัย

3) ประมาณกระแสเงินสดที่เกี่ยวข้องกับรายการที่เกิดขึ้นไม่บ่อยครั้ง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานอาจบิดเบือนไป เพราะไม่ได้ทำการแยกการไม่ปกติออกจากการคำนวณ เช่น กระแสเงินสดอันเกิดจากการนำลูกหนี้ไปขายลด รายได้หรือรายจ่ายอันเกิดจากการชนะหรือแพ้คดีตามคำตัดสินของศาล เป็นต้น

3) เงินทุนจากการดำเนินงาน (Funds From Operations)

สมาคมสังหาริมทรัพย์นานาชาติ (The National Association of Real Estate Investment Trusts) หรือสมาคม NAREIT ได้ออกมากล่าวว่า การวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อการลงทุนในบริษัทกลุ่มธุรกิจสังหาริมทรัพย์จากข้อมูลกำไรที่จัดทำขึ้นตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปอาจให้ผลการวิเคราะห์ที่ไม่ถูกต้อง ทำให้เกิดการเข้าใจผิดในการตัดสินใจ เนื่องจากหลักการบัญชียังคงใช้ราคาทุนเดิม (Historical Cost) เป็นเกณฑ์ในการวัดมูลค่าของสินทรัพย์ (Yungmann และ Taube, 2001) ซึ่งเป็นราคาในอดีต ณ วันที่เกิดรายการ ส่งผลให้กำไรสุทธิที่คำนวณตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปไม่สามารถสะท้อนมูลค่าของกิจการได้ในปัจจุบันได้อย่างน่าเชื่อถือ โดยสมาคม NAREIT ได้แนะนำให้บริษัทในกลุ่มธุรกิจสังหาริมทรัพย์ใช้แนวคิดเงินทุนจากการดำเนินงานแทนกำไรสุทธิ เพื่อใช้วัดผลการดำเนินงานของกิจการ เนื่องจากเห็นว่าการบันทึกมูลค่าสินทรัพย์ด้วยราคาทุนเดิมตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป (GAAP) อาจทำให้ความมีคุณค่าของข้อมูลลดลง โดยแนวคิดการวัดผลการดำเนินงานด้วยเงินทุนจากการดำเนินงานจะเป็นแนวคิดที่ตัดผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากวิธีการวัดมูลค่าสินทรัพย์ออก ทำให้ทราบผลการดำเนินงานที่เกิดจากการดำเนินธุรกิจที่แท้จริงของกิจการ (NAREIT, 1999)

ค่านิยามของเงินทุนจากการดำเนินงาน หมายถึง กำไรสุทธิที่คำนวณตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป ก่อนรายการกำไร (ขาดทุน) จากการปรับโครงสร้างหนี้ และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ บวกกลับค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (NAREIT, 1999: 2) ซึ่งก็คือ การนำกำไรก่อนรายการพิเศษ ซึ่งเป็นกำไรที่มีเสถียรภาพ (Permanent Earnings) ก่อนรายการกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ และค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย

เหตุผลแรกที่ทำให้สมาคม NAREIT สนับสนุนให้ใช้เงินทุนจากการดำเนินงานเป็นอีกทางเลือกหนึ่งในการวัดผลการดำเนินงาน เนื่องจากพิจารณาว่าการวัดผลการดำเนินงานด้วยกำไรที่จัดทำขึ้นตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป ไม่สามารถสะท้อนผลการดำเนินงานเชิงเศรษฐกิจ (Economic Performance) ของบริษัทในกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ทั้งยังไม่สามารถสะท้อนมูลค่าที่ของกิจการ (Value of the firm) ที่เปลี่ยนแปลงไป โดยเงินทุนจากการดำเนินงานจะตัดผลกระทบจากวิธีการบันทึกมูลค่าสินทรัพย์ ซึ่งจะทำให้การวัดผลการดำเนินงานมีความถูกต้องมากยิ่งขึ้น เพราะเห็นถึงผลการดำเนินงานที่เกิดจากการดำเนินธุรกิจของกิจการที่แท้จริง เหตุผลต่อมาสมาคม NAREIT ยังเห็นว่าเงินทุนจากการดำเนินงานเกิดจากรายการที่เกิดขึ้นเป็นประจำ (Recurring Items) สามารถสะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของบริษัทได้ ทั้งยังสามารถสะท้อนถึงกระแสเงินสดในอนาคตที่สม่ำเสมอและยั่งยืน เนื่องจากเงินทุนจากการดำเนินงานเป็นกำไรก่อนรายการพิเศษและก่อนรายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำ (Nonrecurring Items) เช่น กำไรจากการปรับโครงสร้างหนี้ เป็นต้น โดยตัดรายการกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ ซึ่งเป็นผลต่างของมูลค่าสินทรัพย์ระหว่างมูลค่าตลาดกับมูลค่าตามบัญชี ณ วันที่ขายสินทรัพย์ โดยกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ถือเป็นรายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำ เนื่องจากลักษณะการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เป็นการลงทุนระยะยาว นอกจากนี้ สมาคม NAREIT ยังต้องการให้บริษัทในกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เปิดเผยข้อมูลเงินทุนจากการดำเนินงานในรายงานการเงินด้วย โดยแสดงการคำนวณและรายการสรุป ประกอบคำอธิบายในแต่ละรายการ (Gore และ Stott, 1998: 326 – 327)

ดังนั้น จึงสรุปได้ว่าเงินทุนจากการดำเนินงาน คือ การวัดผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันของกิจการที่ตัดผลกระทบจากค่าเสื่อมราคา และรายการที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นประจำ (Nonrecurring Items) เพื่อให้ได้ตัวเลขซึ่งเป็นผลการดำเนินงานที่แท้จริง ซึ่งเป็นผลการดำเนินงานที่เกิดจากการดำเนินธุรกิจหลักของกิจการที่แท้จริง ทั้งนี้ ผู้วิจัยได้แสดงการเปรียบเทียบการคำนวณตัววัดผลการดำเนินงาน (Performance Measures) จากแนวคิดต่าง ๆ ที่ใช้เป็นตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัย ตามตารางที่ 1

ตารางที่ 1 แสดงการเปรียบเทียบการคำนวณตัววัดผลการดำเนินงานที่เป็นตัวแปรอิสระในการศึกษาวิจัย

กำไรก่อนรายการพิเศษ (NI)	กำไรเบ็ดเสร็จ (CI)	กำไรก่อนหักดอกเบี้ยจ่าย ภาษี เงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA)	กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO)	กระแสเงินสดปลดภาระ (FCF)	เงินทุนจากการดำเนินงาน (FFO)
กำไร(ขาดทุน)สุทธิ ± รายการพิเศษ	กำไร(ขาดทุน)สุทธิ ± กำไร(ขาดทุน)ที่ยังไม่เกิดขึ้นจากการลงทุนในหลักทรัพย์เมื่อขาย + ส่วนเกินทุนจากการตีราคา สินทรัพย์ ± กำไร(ขาดทุน)จากการแปลงค่างบการเงินของหน่วยงานต่างประเทศ	กำไร(ขาดทุน)สุทธิ ± รายการพิเศษ + ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย + ดอกเบี้ยจ่าย + ภาษีเงินได้	 เงินสดรับจากการดำเนินงาน - เงินสดจ่ายจากการดำเนินงาน	 เงินสดรับจากการดำเนินงาน - เงินสดจ่ายจากการดำเนินงาน + เงินสดจ่ายชำระดอกเบี้ย (สุทธิภาษี) - รายจ่ายฝ่ายทุน	กำไร(ขาดทุน)สุทธิ ± รายการพิเศษ + ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย ± ขาดทุน(กำไร)จากการขายสินทรัพย์

2.1.3 ความสำคัญของกำไรทางบัญชีในการกำหนดราคาหลักทรัพย์

ข้อมูลกำไรขาดทุนในงบการเงินเป็นข้อมูลที่สรุปผลการดำเนินงานของกิจการในรอบเวลาหนึ่ง ๆ ซึ่งจากการทบทวนการวิจัยที่ผ่านมาพบว่ากำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียน เป็นข้อมูลทางบัญชีที่ผู้ลงทุนให้ความสำคัญมากที่สุด นักวิจัยในอดีตได้ศึกษาโดยเชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับกำไรไว้ ดังนี้

1. ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันสัมพันธ์กับเงินปันผลในอนาคต
2. เงินปันผลในอนาคตสัมพันธ์กับกำไรในอนาคต
3. กำไรในอนาคตสัมพันธ์กับกำไรในปัจจุบัน

ดังนั้นจึงพิจารณาได้ว่า กำไรทางบัญชี คือ ค่าประมาณของกำไรทางเศรษฐกิจ ซึ่งเกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการลงทุน ถึงแม้ว่าในปัจจุบันแนวคิดของแม่บทการบัญชีมีมุมมองที่เน้นสมดุลเป็นหลัก (Balance Sheet Approach) ในการจัดทำและนำเสนองบการเงิน แต่ข้อมูลกำไรขาดทุนก็ยังคงมีความสำคัญ เนื่องจากยังเป็นสิ่งที่ผู้กำกับดูแลหน่วยงานให้ความสำคัญเพื่อรายงานผลการดำเนินงาน นอกจากนี้แล้ว ยังช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถประเมินถึงผลการดำเนินงานของฝ่ายบริหารและสามารถประมาณการผลงานในอนาคตได้ ซึ่งผลการวิจัยของ Dechow (1994) ยังพบว่ากำไรขาดทุนในปีปัจจุบันมีความสามารถในการพยากรณ์กระแสเงินสดที่คาดหวัง (Expected Cash Flows) ในอนาคตได้ดีกว่ากระแสเงินสดในปีปัจจุบัน เนื่องจากกำไรขาดทุนมีความแปรปรวนน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับกระแสเงินสด เพราะจัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) ทำให้สามารถประมาณกำไรและลดความผันผวนของกระแสเงินสดที่แตกต่างกันในแต่ละช่วงเวลาของกิจการได้ ซึ่งทำให้สามารถพยากรณ์กระแสเงินสดในอนาคตได้ถูกต้องกว่า โดยสามารถแบ่งส่วนประกอบของกำไรขาดทุนตามความสามารถในการพยากรณ์กระแสเงินสดในอนาคตได้ 3 ประเภท ดังนี้

1. Permanent Earnings เป็นกำไรขาดทุนปัจจุบันที่มีเสถียรภาพ สามารถสะท้อนถึงกระแสเงินสดอิสระในอนาคตที่มีความสม่ำเสมอและยั่งยืนได้อย่างน่าเชื่อถือ เป็นกำไรขาดทุนที่สามารถใช้ในการประมาณกระแสเงินสดได้อย่างดี เนื่องจากเป็นกำไรขาดทุนจากการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการ

2. Transitory Earnings เป็นกำไรขาดทุนปัจจุบันที่เกิดขึ้นชั่วคราวไม่คาดว่าจะเกิดขึ้นอีกในอนาคต เป็นกำไรขาดทุนที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการบ้าง แต่ไม่เป็นเครื่องมือที่ดีในการประมาณกระแสอิสระในอนาคต เช่น กำไรขาดทุนจากส่วนงานที่ยกเลิก เป็นต้น

3. Noise เป็นกำไรขาดทุนที่ไม่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดปัจจุบันและอนาคต รวมทั้งไม่สามารถประมาณการกระแสเงินสดอิสระในอนาคตได้ เช่น รายการพิเศษ เป็นต้น

โดยส่วนประกอบของกำไรขาดทุนที่กล่าวข้างต้น จะเป็นตัวกำหนดความสามารถของกำไรในการพยากรณ์กระแสเงินสดอิสระในอนาคต ทั้งนี้หากกิจการสองแห่งมีกำไรขาดทุนเท่ากันก็ไม่จำเป็นที่จะต้องมียุทธศาสตร์เท่ากัน เนื่องจากส่วนประกอบของกำไรขาดทุนของสองกิจการแตกต่างกัน ซึ่งหากกำไรขาดทุนของบริษัทใดมีลักษณะของกำไรขาดทุนที่มีเสถียรภาพ (Permanent Earnings) มากก็จะทำกำไรขาดทุนสามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงได้ดีกว่ากำไรขาดทุนของอีกบริษัทหนึ่งที่มีลักษณะของกำไรขาดทุนที่มีเสถียรภาพน้อย โดยกำไรที่มีลักษณะ Transitory Earnings และ Noise จะทำให้คุณค่าข้อมูลของกำไรลดลง คือไม่สามารถพยากรณ์กระแสเงินสดอิสระในอนาคตได้อย่างอย่างเชื่อถือ

2.1.5 ความมีคุณค่าส่วนเพิ่มและความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบ

Biddle, Seow และ Siegel (1995) ได้ศึกษาความมีคุณค่าส่วนเพิ่มและความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบ โดยทำวิจัยเชิงประจักษ์และเก็บข้อมูลตั้งแต่ ค.ศ. 1974 - 1986 จาก 40 กลุ่มธุรกิจ เพื่อต้องการชี้ให้เห็นความแตกต่างของความมีคุณค่าส่วนเพิ่มกับความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบของข้อมูลทางบัญชี โดยทดสอบว่าระหว่างกำไรทางบัญชี (กำไรก่อนรายการพิเศษ) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และยอดขายสุทธิ ว่าแต่ละรายการมีความมีคุณค่าส่วนเพิ่มหรือไม่ และรายการใดมีความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบมากกว่ากัน โดยผลการวิจัยพบว่า 21 กลุ่มธุรกิจมีกำไรทางบัญชีที่มีความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบมากกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และยอดขายสุทธิ ซึ่งความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและยอดขายสุทธิไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ สำหรับอีก 19 กลุ่มธุรกิจ แม้กำไรทางบัญชีจะมีความมีคุณค่าส่วนเพิ่ม แต่ยังไม่มากพอเมื่อนำมาพิจารณาในประเด็นความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบกับความมีคุณค่าของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ทั้งนี้คณะผู้วิจัยยังเสนอให้นำแนวคิดเกี่ยวกับการศึกษาความมีคุณค่าส่วนเพิ่มและความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบนี้ไปศึกษาความสำคัญของตัววัดผลการดำเนินงานต่าง ๆ และศึกษาปัญหาการเปิดเผยข้อมูลสำหรับกลุ่มผู้ใช้งบการเงินที่มีวัตถุประสงค์ต่างกัน

ความมีคุณค่าส่วนเพิ่ม (Incremental Information Content) หมายถึง ตัวแปรอิสระนั้นมีความสัมพันธ์เพิ่มเติมจากตัวแปรอิสระอื่นหรือไม่เมื่อนำมาพิจารณาในตัวแบบ กล่าวคือ ตัวแปรอิสระนั้นทำให้ความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมดกับตัวแปรตามเพิ่มขึ้นหรือไม่

โดยอาจวิเคราะห์เปรียบเทียบความสัมพันธ์จากตัวแบบก่อน และหลังการเพิ่มตัวแปรอิสระ ดังกล่าว ส่วนความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบ (Relative Information Content) หมายถึง ความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระนั้นกับตัวแปรตามมากกว่าความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระอื่นกับตัวแปรตามหรือไม่

นอกจากนี้ Vincent (1999) ได้ศึกษาเปรียบเทียบของความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบ (Relative Information Content) และความมีคุณค่าส่วนเพิ่ม (Incremental Information Content) ของตัววัดผลการดำเนินงาน โดยพิจารณาจากความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับเงินทุนจากการดำเนินงาน (FFO) และกำไรต่อหุ้น (EPS) รวมทั้งตัววัดผลการดำเนินงานประเภทอื่นตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป (GAAP) ซึ่งประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและการตัดจำหน่าย (EBITDA) โดยผลการวิจัยพบว่าเงินทุนจากการดำเนินงานและกำไรต่อหุ้นมีคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่ม แต่จากการเก็บข้อมูลพบว่ากำไรต่อหุ้นที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์พบหลักฐานน้อยมาก แสดงให้เห็นว่ากำไรต่อหุ้น ซึ่งเป็นกำไรทางบัญชี (EPS) มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจน้อยลง อย่างไรก็ตามการศึกษาค้นคว้าความมีคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่ม (Incremental Information Content) และความมีคุณค่าข้อมูลโดยเปรียบเทียบ (Relative Information Content) จะต้องนำข้อมูลตั้งแต่ 2 ตัวขึ้นไป (X,Y) มาเปรียบเทียบกัน โดยสามารถอธิบายได้ดังนี้

คุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่ม

$$\begin{aligned} \text{คุณค่าข้อมูล (X, Y)} &\geq \text{คุณค่าข้อมูล (Y) ?} \\ \text{คุณค่าข้อมูล (X, Y)} &\geq \text{คุณค่าข้อมูล (X) ?} \end{aligned}$$

คุณค่าข้อมูลโดยเปรียบเทียบ

$$\text{คุณค่าข้อมูล (X)} \leq \text{หรือ} \geq \text{คุณค่าข้อมูล (Y) ?}$$

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาในส่วนนี้ เพื่อใช้ในการกำหนดกรอบแนวคิดการวิจัย โดยผู้วิจัยได้รวบรวมแนวคิดการวัดผลการดำเนินงานจากงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องมา 3 แนวคิด คือ แนวคิดของกำไร แนวคิดของกระแสเงินสด (Francis, Schipper และ Vincent: 2003) และแนวคิดของเงินทุนจากการดำเนินงาน (NAREIT, 1999) ดังต่อไปนี้

2.2.1 กำไรทางบัญชี

งานวิจัยทางบัญชีส่วนใหญ่มุ่งเน้นการวิจัยคุณค่าข้อมูลของกำไรทางบัญชี (The Information Content of Earnings) ที่มีต่อตลาดทุน โดยวิเคราะห์จากการที่ผู้ลงทุนหรือตลาดทุนจะมีปฏิกิริยาตอบสนอง (Market Reaction) ต่อข่าวอย่างไร เมื่อธุรกิจประกาศข่าวออกมาทั้งข่าวดี (Good News) และข่าวไม่ดี (Bad News) โดยเป็นการศึกษาในแบบอิงกับเหตุการณ์ในช่วงเวลา (Event Studies) โดยผลการวิจัยที่ออกมาส่วนใหญ่พบว่า กำไรทางบัญชีมีคุณค่าของข้อมูล คือ ตลาดทุนมีการตอบสนองต่อข่าวกำไรจริง

Kallunki, Martikainen และ Martikainen (1998) ได้สำรวจข้อมูลของบริษัทในประเทศฟินแลนด์ เพื่อทดสอบกำไร ณ ระดับต่าง ๆ (Income Levels) ที่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อราคาตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น (Market to Book Equity Ratios) ซึ่งจะทำให้ทราบได้ว่ากำไร ณ ระดับต่าง ๆ นอกเหนือจากกำไรในบรรทัดสุดท้าย (Bottom Line) นั้น สามารถให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุนหรือไม่ โดยกำไร ณ ระดับต่าง ๆ ตามรายการในงบกำไรขาดทุนที่ใช้ทดสอบ ได้แก่ ยอดขายสุทธิ กำไรจากการดำเนินงาน กำไรหลังค่าใช้จ่ายทางการเงิน กำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรสุทธิ เป็นต้น ซึ่งผลการวิจัยพบว่า กำไร ณ ระดับต่าง ๆ ที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุน และการใช้ตัวเลขกำไรในบรรทัดสุดท้ายเพียงข้อมูลเดียวอาจไม่เหมาะสมนัก เพราะผู้บริหารมีโอกาสบริหารตัวเลขกำไร อย่างไรก็ตาม นักลงทุนจะต้องนำกำไร ณ ระดับต่าง ๆ ตามรายการในงบกำไรขาดทุนมาประเมิน เพื่อวิเคราะห์ลักษณะของกำไรที่มีเสถียรภาพ (Permanent Earnings) เพื่อให้ได้ข้อมูลที่สามารถสะท้อนถึงผลการดำเนินงาน หรือกระแสเงินสดที่คาดหวังในอนาคตของกิจการได้อย่างน่าเชื่อถือ

Amir และ Lev (1996) ได้ศึกษาความสามารถของข้อมูลทางบัญชี ได้แก่ กำไรทางบัญชี มูลค่าตามบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการใช้อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทในธุรกิจสื่อสารและโทรคมนาคม ผลการศึกษาพบว่า ข้อมูลทางบัญชีที่เป็นข้อมูลทางการเงินไม่สามารถใช้อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของธุรกิจนี้ได้ดีนัก แต่เมื่อนำข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงิน เช่น จำนวนประชากรที่เป็นตัวแทน โอกาสเจริญเติบโตของธุรกิจมา

พิจารณาประกอบ พบว่า กำไรทางบัญชียังมีประโยชน์ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่า ในบางธุรกิจข้อมูลอื่น ๆ ที่มีใช้ข้อมูลที่เป็นตัวเงินเพียงอย่างเดียว อาจมีประโยชน์มากกว่าข้อมูลทางบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์

Ball และ Brown (1968) ได้ศึกษาว่าตลาดหลักทรัพย์มีการตอบสนองต่อการประกาศข้อมูลกำไรสุทธิประจำปีหรือไม่และอย่างไร โดยตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนไม่ปกติของหลักทรัพย์รายเดือนที่ได้มาจากผลต่างของผลตอบแทนจริงกับผลตอบแทนที่คาดหวังที่คำนวณตามตัวแบบตลาดทุนกับทิศทางการเปลี่ยนแปลงของกำไรที่ไม่คาดหวังในช่วงปี ค.ศ. 1957 – 1965 ซึ่งผลการศึกษาพบว่า ค่าดัชนีผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์สัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนที่ไม่คาดหวังจริง โดยค่าดัชนีผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีกำไรที่ไม่คาดหวังที่เจริญเติบโตขึ้นจะมีความสัมพันธ์เชิงบวก ขณะที่ค่าดัชนีผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีกำไรต่ำกว่าที่คาดหวังจะมีความสัมพันธ์เชิงลบ แสดงให้เห็นว่า ตลาดทุนมีการตอบสนองอย่างสมเหตุสมผลต่อทิศทางการเติบโตของกำไร

แต่อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของ Ball และ Brown (1968) พบว่า ตลาดทุนตอบสนองต่อข่าวสารการประกาศกำไรสุทธิประจำปีเป็นส่วนใหญ่ คือ ประมาณ 85% ของข้อมูลที่ใช้ทดสอบทั้งหมด โดยสะท้อนอยู่ในระดับราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไปในช่วงระยะเวลาก่อนการประกาศกำไรสุทธิ ซึ่งอาจแสดงถึงข่าวการประกาศกำไรสุทธิยังเป็นข้อมูลที่ไม่ทันต่อเวลา (Lack of Timeliness)

สำหรับประเทศไทยนั้น นิมนวล เขียวรัตน์ (2539) ได้ศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่มีประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส โดยควบคุมปริมาณความพร้อมของข้อมูลของบริษัท ซึ่งผลการวิจัยพบว่า ในช่วงเวลาที่ประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส ข่าวผลกำไรซึ่งเป็นข่าวดีและข่าวไม่ดีของบริษัทจะมีผลกระทบต่อตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งแสดงว่าการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ได้ให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุน

ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์ (2545) ได้ศึกษาการเปลี่ยนแปลงของความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีร่วมกัน (Combined Value Relevance of Earnings and Book Value) การเปลี่ยนแปลงของความสามารถส่วนเพิ่มของกำไรทางบัญชี (Incremental Value Relevance of Earnings) และการเปลี่ยนแปลงความสามารถส่วนเพิ่มของมูลค่าตามบัญชี (Incremental Value Relevance of Book Value) ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ โดยกำไรทางบัญชีคือกำไรต่อหุ้น ซึ่งผลการวิจัยพบว่า ความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชี

ร่วมกันในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ลดลงตามระยะเวลา โดยกำไรทางบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ามูลค่าตามบัญชี ซึ่งกำไรที่มีอัตราการเติบโต และระดับกำไรที่มีเสถียรภาพ (Permanent Earnings) เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบทำให้กำไรทางบัญชี สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ามูลค่าตามบัญชี

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของ Ball, Bobin และ Wu (2000) ได้ศึกษาความสามารถของกำไรขาดทุนในการสะท้อนราคาหลักทรัพย์ของกิจการหลังจากนำมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (IAS) มาประยุกต์ใช้ โดยเก็บข้อมูลจากประเทศแถบเอเชียตะวันออกเฉียง จำนวน 4 ประเทศ ได้แก่ ฮองกง มาเลเซีย สิงคโปร์ และไทย ซึ่งผลการวิจัยสรุปได้ว่า กำไรขาดทุนในฮ่องกงมีความสามารถในการสะท้อนราคาหลักทรัพย์ของกิจการได้ดีที่สุด เมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่นในแถบเอเชียตะวันออกเฉียง แต่กำไรขาดทุนของไทยมีความสามารถในการสะท้อนราคาหลักทรัพย์ของกิจการได้น้อยที่สุด เมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่นในแถบเอเชียตะวันออกเฉียง

ทั้งนี้จากผลการวิจัยของ Lev (1989) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เพื่อประเมินความมีคุณค่าข้อมูลของกำไรทางบัญชี โดยรวบรวมผลการวิจัยในอดีตและศึกษาวิจัยเพิ่มเติม ผลการวิจัยกลับพบว่าค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R^2) มีนัยสำคัญทางสถิติที่น้อยลง ซึ่งหมายความว่ากำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ต่ำลง แสดงให้เห็นว่าประโยชน์ของกำไรทางบัญชีในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจมีแนวโน้มน้อยลง จึงเริ่มเกิดประเด็นปัญหาที่ว่าข้อมูลกำไรทางบัญชีมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจหรือไม่ คือ สามารถสะท้อนถึงผลการดำเนินงานของกิจการ หรือมูลค่าของกิจการ (Value of Firm) ได้หรือไม่ ประกอบกับการศึกษาความมีคุณค่าของกำไรทางบัญชียังจำกัดอยู่เฉพาะกำไรและส่วนประกอบของกำไร ได้แก่ รายได้ ค่าใช้จ่าย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เท่านั้น จึงทำให้นักวิจัยต่าง ๆ ในระยะหลังเริ่มให้ความสำคัญต่อตัววัดผลการดำเนินงานในรูปแบบอื่น เช่น กำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ กระแสเงินสดปลอดภาษี เงินทุนจากการดำเนินงาน เป็นต้น ตัวอย่างเช่น งานวิจัยของ Hirst และ Hopkins และงานวิจัยของ Dhaliwal, Subramanyam และ Trezevant ที่ศึกษากำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ

Dhaliwal, Subramanyam และ Trezevant (1999) ได้ศึกษาการวัดผลการดำเนินงานของกำไรก่อนรายการพิเศษและกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ โดยทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ผลการวิจัยพบว่ากำไรเบ็ดเสร็จมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แต่หลักฐานจากการเก็บข้อมูลไม่พบหลักฐานที่ระบุว่ากำไรเบ็ดเสร็จมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หรือสามารถใช้พยากรณ์กระแสเงินสดในอนาคตดีกว่ากำไรก่อน

รายการพิเศษ โดยรายการกำไรขาดทุนที่ยังไม่เกิดขึ้น (Other Comprehensive Income) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

Hirst และ Hopkins (1998) ที่ได้ศึกษาความสามารถในการประเมินราคาหลักทรัพย์ของกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จที่ได้จากงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จในรูปแบบต่าง ๆ โดยทดลองให้นักวิเคราะห์หลักทรัพย์จำนวน 96 คนเป็นผู้ประเมิน ซึ่งผลการวิจัยพบว่า กำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จมีส่วนสำคัญต่อการประเมินราคาหลักทรัพย์ คือสามารถช่วยให้นักวิเคราะห์หลักทรัพย์สามารถประเมินราคาหลักทรัพย์ได้อย่างถูกต้องยิ่งขึ้น นอกจากนี้ยังสามารถใช้พิจารณาคุณภาพของกำไรและลดโอกาสในการตกแต่งตัวเลขกำไร โดยการแสดงกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จในงบการเงินเดียวกันกับงบกำไรขาดทุน (Single Statement Format) เป็นรูปแบบการเปิดเผยที่โปร่งใสที่สุด ส่วนการแสดงกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จเป็นส่วนหนึ่งของงบแสดงการเปลี่ยนแปลงส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นรูปแบบการเปิดเผยที่โปร่งใสน้อยที่สุด

ทั้งนี้ การที่จะสรุปว่าข้อมูลกำไรทางบัญชีเป็นข้อมูลที่มีคุณค่า (Information Content) หรือไม่นั้น จะขึ้นอยู่กับระดับของกำไรที่มีเสถียรภาพ (Permanent Earnings) ของข้อมูลกำไรที่นำมาศึกษา ซึ่งเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความมีคุณค่าของข้อมูลของกำไรทางบัญชี เนื่องจากจะเป็นตัวกำหนดความสามารถของกำไรในการพยากรณ์กระแสเงินสดในอนาคต โดยกำไรที่มีลักษณะ Transitory Earnings และ Noise จะทำให้คุณค่าข้อมูลของกำไรลดลง คือไม่สามารถพยากรณ์กระแสเงินสดอิสระในอนาคตได้อย่างอย่างเชื่อถือ

2.2.2 กระแสเงินสด

การศึกษาวิจัยเรื่องกระแสเงินสดส่วนใหญ่ให้ความสนใจศึกษาความมีคุณค่าข้อมูลของกระแสเงินสดและรายการคงค้าง เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่รายการคงค้างต่าง ๆ อาจเกิดขึ้นจากการบริหารตัวเลข เพื่อบิดเบือนข้อเท็จจริงของผู้บริหาร แต่อย่างไรก็ตามจากผลการวิจัยที่ออกมาพบว่า รายการคงค้างมีส่วนช่วยในการประเมินผลการดำเนินงานในอนาคต และกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการได้ดีกว่าข้อมูลกระแสเงินสด สำหรับงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดสรุปได้ดังนี้

Haw, Qi และ Wu (2001) ได้สำรวจความมีคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่มและความมีคุณค่าข้อมูลโดยเปรียบเทียบของกำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และรายการคงค้าง โดยเก็บข้อมูลจากบริษัทในประเทศจีนตั้งแต่ปี ค.ศ. 1995 – 1998 จำนวน 1,516 บริษัท มาทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งผลการวิจัยพบว่า กำไรสุทธิมีคุณค่า

ข้อมูลโดยเปรียบเทียบดีกว่ากระแสเงินสด โดยรายการคงค้างช่วยใช้กำไรสุทธิมีคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่ม คือสามารถอธิบายหรือสะท้อนมูลค่าของกิจการ (ผลตอบแทนของหลักทรัพย์) ได้

Cheng, Liu และ Schaefer (1996) ได้ศึกษาลักษณะของกำไรที่มีเสถียรภาพ (Permanent Earnings) และควมมีคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน โดยทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) กับกำไรก่อนรายการพิเศษ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน การเปลี่ยนแปลงของกำไรก่อนรายการพิเศษ และการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ซึ่งผลการวิจัยโดยสรุปพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่ม เนื่องจากกำไรก่อนรายการพิเศษมีลักษณะของกำไรที่เกิดขึ้นชั่วคราว (Transitory Earnings) อยู่มาก โดยควมมีคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานจะเพิ่มขึ้น หากกำไรมีระดับของกำไรที่มีเสถียรภาพน้อย นอกจากนี้แล้วยังพบว่ากำไรก่อนรายการพิเศษมีคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่ม ภายใต้เงื่อนไขที่ว่ากำไรก่อนรายการพิเศษนั้นจะต้องมีลักษณะเป็นกำไรที่มีเสถียรภาพ

Livnat และ Zarowin (1990) ได้ศึกษาควมมีคุณค่าข้อมูลของส่วนประกอบของงบกระแสเงินสด ทั้งกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน โดยนำกำไรสุทธิ และกระแสเงินสดทั้ง 3 กิจกรรมมาทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ (Abnormal Stock Return) ซึ่งผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ที่เหนือกว่ากำไรสุทธิ โดยกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ และหากนำกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมาพิจารณาร่วมกัน จะพบระดับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น แต่สำหรับกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนไม่หลักฐานที่ระบุว่ามีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ผิดปกติหลักทรัพย์

Bowen, Burgstahler และ Daley (1987) ได้ศึกษาควมมีคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่ม (Incremental Information Content) ของกำไรที่มาจากรายการคงค้าง และกำไรที่เป็นเงินสด โดยทดสอบความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวัง (Unexpected Cash Flows) และกำไรที่ไม่คาดหวัง (Expected Earnings) ซึ่งผลการวิจัยพบว่ากระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังมีคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่ม คือมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจมากกว่า (More Information) กำไรที่ไม่คาดหวัง

นอกจากนี้ยังนำแนวคิดของกระแสเงินสดปลอดภาระ (Free Cash Flows) มาศึกษาควมมีคุณค่าของข้อมูล เพื่อวัดมูลค่าของกิจการ โดย Philips (2003) ได้นำแนวคิดกระแส

เงินสดปลอดภาระมาใช้เพื่อประเมินมูลค่าของกิจการ สำหรับกิจการที่มีได้แสวงหาผลกำไร เนื่องจากมูลค่าของกิจการที่มีได้แสวงหาผลกำไรไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงไปตามราคาหลักทรัพย์ หรือผลการดำเนินงานของกิจการ แต่ต้องใช้ข้อมูลกระแสเงินสดปลอดภาระในการประเมิน เพราะเป็นกระแสเงินสดอิสระที่ผู้บริหารสามารถนำไปบริหาร เพื่อการเติบโตของกิจการและสร้างผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น เช่น การจ่ายชำระเจ้าหนี้ก่อนกำหนด จ่ายเงินปันผล และจ่ายลงทุน ซึ่งผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสดปลอดภาระสามารถใช้ประเมินมูลค่าของกิจการได้ แต่ในระยะสั้น นักลงทุนส่วนใหญ่จะให้ความสำคัญกับกำไรขั้นต้นมากกว่าในการตัดสินใจลงทุน

2.2.3 เงินทุนจากการดำเนินงาน

จากที่สมาคม NAREIT ได้ออกมาแนะนำให้บริษัทในกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ใช้เงินทุนจากการดำเนินงานเป็นตัววัดผลการดำเนินงานแทนการใช้กำไรสุทธิ เพราะสามารถสะท้อนผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และมูลค่าของกิจการที่แท้จริงได้เที่ยงตรงกว่า โดยกล่าวว่ากำไรสุทธิไม่สามารถสะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของบริษัทในกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ได้ จากจุดนี้ทำให้นักวิจัยต่าง ๆ เริ่มให้ความสำคัญและศึกษาคุณค่าข้อมูลของเงินทุนจากการดำเนินงาน (Information Content of Funds From Operations) มากขึ้น ซึ่งผลการวิจัยส่วนใหญ่สนับสนุนว่าเงินทุนจากการดำเนินงานมีคุณค่าข้อมูล คือ ตลาดหุ้นมีการตอบสนองต่อข้อมูลเงินทุนจากการดำเนินงานจริง แต่การที่เงินทุนจากการดำเนินงานจะมีคุณค่าข้อมูลโดยเปรียบเทียบดีกว่ากำไรทางบัญชีหรือไม่นั้น ขึ้นอยู่กับลักษณะของกำไรทางบัญชีที่นำมาทดสอบว่ามีลักษณะของกำไรที่มีเสถียรภาพมากน้อยเพียงใด โดยสามารถสรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องได้ดังนี้

Gore และ Stott (1998) ได้ศึกษาคุณค่าข้อมูลของกำไรทางบัญชีและเงินทุนจากการดำเนินงานที่มีต่อการประเมินมูลค่าที่เกี่ยวข้องกับกิจการ (Value Relevance) โดยพิจารณาความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับกำไรก่อนรายการพิเศษและเงินทุนจากการดำเนินงาน นอกจากนี้แล้ว ยังพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับส่วนประกอบเงินทุนจากการดำเนินงาน ซึ่งประกอบด้วยค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ โดยผลการวิจัยพบว่า เงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากกว่ากำไรทางบัญชี (กำไรก่อนรายการพิเศษ) โดยกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ แต่ค่าเสื่อมราคาไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

Graham และ Knight (2000) ได้ศึกษาคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่ม (Incremental Information Content) ของกำไรทางบัญชี และเงินทุนจากการดำเนินงานในการสะท้อนมูลค่าของ

บริษัท (Valuation of Equity) โดยพิจารณาความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับกำไรสุทธิและเงินทุนจากการดำเนินงาน ซึ่งผลการวิจัยพบว่าเงินทุนจากการดำเนินงานมีคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่ม แสดงให้เห็นว่าเงินทุนจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์สามารถสะท้อนมูลค่าของกิจการได้ ทั้งยังใช้พยากรณ์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอนาคตได้อย่างน่าเชื่อถือ

Chen, M. และ Chen, G. (2004) ได้ศึกษาความมีคุณค่าส่วนเพิ่ม และความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบของกำไรทางบัญชี และเงินทุนจากการดำเนินงาน โดยพิจารณาความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การเปลี่ยนของราคาหลักทรัพย์ ทั้งนี้ยังพิจารณาความสัมพันธ์ของส่วนประกอบในการคำนวณเงินทุนจากการดำเนินงานด้วย ซึ่งประกอบด้วย ค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ โดยผลการวิจัยพบว่าค่าเสื่อมราคาไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ โดยเงินทุนจากการดำเนินงานมีคุณค่าข้อมูล (Information Content) แต่จากการเก็บข้อมูลไม่พบหลักฐานที่ระบุว่าเงินทุนจากการดำเนินงานมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบ (Relative Information content) ดีกว่ากำไรทางบัญชี

Stunda และ Typo (2004) ได้ศึกษาความสามารถของกำไรสุทธิ และเงินทุนจากการดำเนินงานในการสะท้อนมูลค่าที่เกี่ยวข้องของกิจการ (Value Relevance) เพื่อค้นหาตัววัดผลการดำเนินงานที่เหมาะสมสำหรับบริษัทในกลุ่มธุรกิจสังหาริมทรัพย์ โดยผลการวิจัยพบว่า เงินทุนจากการดำเนินงานสามารถสะท้อนมูลค่าที่เกี่ยวข้องของกิจการได้ดีกว่ากำไรสุทธิ นอกจากนี้ การรายงานกำไรสุทธิและเงินทุนจากการดำเนินงานจะช่วยให้เกิดคุณค่าข้อมูลส่วนเพิ่ม ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจ

ดังนั้น จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องต่าง ๆ ผู้วิจัยจึงได้กำหนดตัวแปรต่าง ๆ ที่ใช้ในการวิจัย โดยตัวแปรตามเป็นตัวแปรเพื่อใช้วัดมูลค่าของกิจการ ประกอบด้วย ราคาหลักทรัพย์ และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ รวมทั้งสิ้น 2 ตัวแปรตาม สำหรับตัวแปรอิสระ ซึ่งเป็นตัววัดผลการดำเนินงาน ประกอบด้วย กำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดตลอดภาวะ เงินทุนจากการดำเนินงาน ค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์ รวมตัวแปรอิสระทั้งสิ้น 8 ตัวแปร

สำหรับตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ เกิดจากการรวบรวมตัววัดผลการดำเนินงานในรูปแบบต่าง ๆ ที่ผู้วิจัยในอดีตเคยใช้เป็นตัวแปรอิสระในการวิจัย ตามตารางที่ 2 หน้า 36 ซึ่งงานวิจัยฉบับนี้จะรวมแนวคิดการวัดผลการดำเนินงาน 3 แนวคิดเข้าด้วยกัน คือ แนวคิดของกำไร แนวคิดของกระแสเงินสด (Francis, Schipper และ Vincent, 2003) และ

แนวคิดของเงินทุนจากการดำเนินงาน (NAREIT, 1999) โดยแนวคิดของกำไรประกอบด้วย กำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรเบ็ดเสร็จ และกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย แนวคิดของกระแสเงินสดประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และกระแสเงินสดปลอดภาษี สำหรับแนวคิดของเงินทุนจากการดำเนินงาน ประกอบด้วย เงินทุนจากการดำเนินงาน ค่าเสื่อมราคา และกำไร (ขาดทุน) จากการขายสินทรัพย์

งานวิจัยฉบับนี้ได้เพิ่มตัวแปรอิสระ คือ กระแสเงินสดปลอดภาษี (Free Cash Flows) เพื่อใช้เป็นตัววัดผลการดำเนินงานในงานวิจัยครั้งนี้ เนื่องจากกระแสเงินสดปลอดภาษีสามารถใช้วัดสุขภาพทางการเงิน และวัดผลการดำเนินงานของบริษัท เพื่อประเมินมูลค่าของกิจการได้ ซึ่งหากบริษัทมีสุขภาพทางการเงินที่ดี โอกาสที่จะเติบโตในอนาคตจะมีสูง โดยงานวิจัยของ Philips (2003) ได้นำแนวคิดของกระแสเงินสดปลอดภาษีนี้มาใช้เพื่อวัดมูลค่าของกิจการ ผู้วิจัยจึงเห็นว่า ข้อมูลกระแสเงินสดปลอดภาษีสามารถใช้เป็นตัวชี้วัดความสำเร็จขององค์กร ดังนั้น จึงกำหนดให้กระแสเงินสดปลอดภาษีเป็นอีกตัวแปรอิสระหนึ่งในงานวิจัยครั้งนี้



ตารางที่ 2 สรุปแหล่งที่มาและความสัมพันธ์ที่พบของตัวแปรอิสระที่ได้มีการศึกษาในอดีต และนำมาใช้ในการศึกษาคั้งนี้

ตัวแปรอิสระในการวิจัย ผู้วิจัย/ผู้เรียบเรียง	NI	CI	EBITDA	CFO	FCF	FFO	Depr	Gain	อื่น ๆ
Chen, M. และ Chen, G. (2004)						+	NA	NA	กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้
Stunda และ Typpo (2004)						+			กำไรสุทธิ
Francis, Schipper และ Vincent (2003)	+		+	+					
Phillips (2003)					+				กำไรขั้นต้น ขนาดของบริษัท และอายุของบริษัท
Graham และ Knight (2000)						+			กำไรสุทธิ
Ball, Bobin และ Wu (2000)	+								
Dhaliwal, Subramanyam และ Trezevant (1999)	+	+							
Kallunki, Martikainen และ Martikainen (1998)	+								ยอดขายสุทธิ กำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ
Gore และ Stott (1998)	+					+	NA	+	
Vincent (1999)			+	-		+			กำไรต่อหุ้น
Hirst และ Hopkins (1998)		+/-							
Cheng, Liu และ Schaefer (1996)	+			+					
Kothari และ Zimmerman (1995)	+								
Biddle, Seow และ Siegel (1995)	+			+					
Dechow (1994)	+			+					
Livnat และ Zarowin (1990)				+					กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน
Bowen, Burgstahler และ Daley (1987)	+								เงินทุนหมุนเวียน
<p>หมายเหตุ + หมายถึง การศึกษาความสัมพันธ์ในเชิงบวก - หมายถึง ความสัมพันธ์ในเชิงลบ NA หมายถึง การศึกษาไม่พบความสัมพันธ์</p> <p>NI = กำไรก่อนรายการพิเศษ CI = กำไรเบ็ดเสร็จ EBITDA = กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย CFO = กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน</p> <p>FCF = กระแสเงินสดปลดภาระ FFO = เงินทุนจากการดำเนินงาน</p>									