

## บทที่ 4

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ในบทนี้จะเป็นการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS for Windows Version 11.5 ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนแรกเป็นส่วนของการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นที่ได้จากกลุ่มตัวอย่างและการตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุและส่วนที่สองเป็นส่วนของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุซึ่งปัจจัยที่ทดสอบจะทำการทดสอบสมการหลัก (สมการที่ 1) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์เบื้องต้นของปัจจัยที่ทำการศึกษากับผลตอบแทนหลักทรัพย์ (Y) ในขั้นต้นก่อนจะทำการศึกษาค่าความสัมพันธ์ในเชิงแยกเป็นแต่ละปัจจัยในสมการที่ 2-4 ต่อไป

#### 4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น

##### ผลการวิเคราะห์

การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นที่ได้จากกลุ่มตัวอย่าง แยกแสดงได้ 2 ตารางดังนี้

ตารางที่ 4.1

ลักษณะทั่วไปของข้อมูล จากข้อมูลจำนวน 150 ตัวอย่าง

Descriptive Statistics				
(N=150)				
	Mean	Median	S.D.	(S.D. – Mean)
RET	0.025	0.019	0.049	0.024
E	0.061	0.129	1.145	1.084
$\Delta E$	48.885	11.500	267.313	218.428
CFO	0.268	0.188	0.482	0.215
$\Delta CFO$	347.176	0.000	3740.135	3392.959
MB	0.875	0.876	2.331	1.456
MV	2465.649	779.000	4558.416	2092.767

จากตารางที่ 4.1 เมื่อพิจารณาการกระจายของข้อมูล (S.D. – Mean) จะเห็นว่า ข้อมูลกำไรของกิจการ (E) มีการกระจายของข้อมูลเท่ากับ 1.084 และข้อมูลกระแสเงินสด (CFO) มีการกระจายของข้อมูลเท่ากับ 0.215 นั่นคือ ข้อมูลกระแสเงินสดมีการกระจายของข้อมูลน้อยกว่าข้อมูล

กำไร อาจมีสาเหตุจากข้อมูลกำไรเป็นกำไรที่จัดทำจากเกณฑ์คงค้าง โดยกำไรตามเกณฑ์คงค้างนี้มีโอกาสสูงที่ผู้บริหารจะทำการเก็ยข้อมูลกำไรทางบัญชีเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ในการจัดทางการเงิน จึงทำให้มีการกระจายของข้อมูลมากกว่าข้อมูลกระแสเงินสด และการกระจายของข้อมูลกำไรที่มากกว่าข้อมูลกระแสเงินสดนี้ก็เป็ข้อมูลเบื้องต้นที่แสดงให้เห็นว่า เมื่อไรที่ข้อมูลกำไรไม่เสถียรภาพ ข้อมูลกระแสเงินสดอาจจะเป็นข้อมูลที่ใช้อธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่าข้อมูลกำไร

ตารางที่ 4.2

แสดงความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

Correlation Matrix							
(N=150)							
	RET	E	$\Delta E$	CFO	$\Delta CFO$	MB	MV
RET	1.000	0.122	0.076	0.057	0.073	0.148	-0.066
E		1.000	0.036	0.013	0.007	0.071	0.016
$\Delta E$			1.000	0.086	-0.014	0.019	-0.059
CFO				1.000	0.005	-0.067	-0.138
$\Delta CFO$					1.000	-0.002	-0.001
MB						1.000	0.196
MV							1.000

จากตารางที่ 4.2 ตัวแปรผลตอบแทนหลักทรัพย์ (RET) ที่เป็นตัวแปรตาม (Y) มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ (X) ดังนี้ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรระดับกำไร (E) ในทิศทางเดียวกันเท่ากับ 0.122 และมีความสัมพันธ์กับตัวแปรระดับกระแสเงินสด (CFO) ในทิศทางเดียวกันเท่ากับ 0.057 นั่นคือ ตัวแปรผลตอบแทนหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับตัวแปรระดับกำไรมากกว่าตัวแปรระดับกระแสเงินสด นอกจากนี้ยังพบว่าตัวแปรผลตอบแทนหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับตัวแปรการเติบโตของกำไรของกิจการ (MB) ในทิศทางเดียวกันเท่ากับ 0.148 และสัมพันธ์กับตัวแปรขนาดของกิจการ (MV) ในทิศทางตรงกันข้ามกัน เท่ากับ -0.066 จากทิศทางความสัมพันธ์ดังกล่าว สามารถสรุปได้ว่า ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับระดับกำไร ระดับกระแสเงินสด และการเติบโตของกำไรของกิจการ ในทิศทางเดียวกัน แต่มีความสัมพันธ์กับขนาดของกิจการในทิศทางตรงกันข้ามกัน ซึ่งผู้วิจัยสันนิษฐานเบื้องต้นว่าอาจเนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลที่ขึ้นอยู่กับลักษณะของกิจการที่มีขนาดใหญ่และเล็กนั้น ในแง่ของต้นทุนที่เสียไปกับประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการเปิดเผยข้อ

มูด เมื่อเปรียบเทียบกิจการที่มีขนาดใหญ่กับกิจการขนาดเล็กที่มีระดับการเปิดเผยข้อมูลที่เท่ากัน ถึงแม้ว่าจะมีต้นทุนในการเปิดเผยข้อมูลที่มากกว่าแต่เมื่อเทียบกับประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับกิจการขนาดใหญ่ก็จะมีประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับมากกว่ากิจการขนาดเล็ก

นอกจากนี้ ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรระดับกำไร (E) และตัวแปรระดับกระแสเงินสด (CFO) มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกันเท่ากับ 0.013 ซึ่งถือว่ามีความสัมพันธ์กันน้อย และความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรระดับกำไร (E) และการเปลี่ยนแปลงของกำไร ( $\Delta E$ ) คือ 0.036 ซึ่งเป็นความสัมพันธ์ที่มากกว่าความสัมพันธ์ของตัวแปรระดับกระแสเงินสด (CFO) และการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสด ( $\Delta CFO$ ) คือ 0.005 อย่างไรก็ตามค่าชี้วัดความสัมพันธ์ดังกล่าว ถือว่าตัวแปรต่าง ๆ ยังมีความสัมพันธ์ระหว่างกันน้อย นั่นคือตัวแปรอิสระ (X) ทุกตัวในสมการไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างกันตามเงื่อนไขของสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression) ที่กล่าวไว้ในบทที่ 3

#### 4.2 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

ในส่วนที่สอง เป็นผลการวิเคราะห์ข้อมูลจากการใช้สมการแบบโครงสร้างแบบโครงสร้างพื้นฐาน (สมการที่ 1) และสมการแบบโครงสร้างที่ศึกษาแต่ละปัจจัย (สมการที่ 2-4) เพื่อทำการตอบสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้น การวิเคราะห์ผลในครั้งนี้จะใช้ผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient) และค่า T-Value ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ในการวิเคราะห์ผล โดยทำการสรุปผลจากผลการวิเคราะห์ที่ได้จากการ Run ข้อมูลแบบ Pooled (แสดงในบรรทัดแรก) และค่า Mean (แสดงในบรรทัดที่สอง) และทำการเปรียบเทียบผลการวิเคราะห์จากงานวิจัยในครั้งนี้กับงานวิจัยของต่างประเทศที่ทำการศึกษาเรื่องเดียวกัน โดยผลการวิเคราะห์แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (RET) กับปัจจัยระดับและการเปลี่ยนแปลงกำไร (E ,  $\Delta E$ ) ซึ่งถือได้ว่าเป็นการวัดกำไรที่ไม่คาดหวัง ปัจจัยระดับและการเปลี่ยนแปลงกระแสเงินสด (CFO ,  $\Delta CFO$ ) ซึ่งถือได้ว่าเป็นการวัดกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวัง ปัจจัยด้านการเติบโตของกำไรของกิจการ (MB) และ ปัจจัยด้านขนาดของกิจการ (MV) ระหว่างปี 2543 – 2547 สามารถสรุปได้ดังนี้

### สมการแบบโครงสร้างพื้นฐาน (Base Model)

$$RET_{it} = a_0 + a_1 E_{it} + a_2 \Delta E_{it} + a_3 CFO_{it} + a_4 \Delta CFO_{it} + a_5 MB_{it-1} + a_6 MV_{it-1} + e_{it}$$

สมการข้างต้น การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกำไร กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน การเติบโตของกำไรและขนาดของกิจการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ สมการแบบโครงสร้างนี้ มีลักษณะที่สำคัญใน 2 ลักษณะ คือ

1. การใช้ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ (Realised Security Returns : RET ) แทนการใช้ผลตอบแทนที่ไม่คาดหวัง: AR ( Unexpected Returns ) ตามงานวิจัยที่กล่าวไว้ในบทนำ และเนื่องจากงานวิจัยเกี่ยวกับผลตอบแทนหลักทรัพย์โดยทั่วไป ต้องการศึกษถึงผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ไม่คาดหวัง นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่ผ่านมาเช่น Haw, Qi และ Wu (2001), Ali (1994), Easton (1991), Collins และ Kothari (1989) มีการใช้ผลตอบแทนจริงของหลักทรัพย์เป็นตัวแทนของผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ไม่คาดหวังในการศึกษาเรื่องดังกล่าวมาแล้ว และมีการใช้ MB และ MV เป็นตัวแปรควบคุมในสมการข้างต้น

2. การที่ใช้ระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไรและกระแสเงินสดเป็นตัวแปรอิสระ (X) โดยอ้างอิงจากงานวิจัยครั้งก่อนที่แสดงถึงการใช้ระดับและการเปลี่ยนแปลงว่าเป็นการแสดงให้เห็นถึงลักษณะของส่วนที่เป็นส่วนของความไม่คาดหวัง (Unexpected Component) ดังนั้นการใช้ระดับและการเปลี่ยนแปลงจึงเป็นตัวแทนที่ดีกว่าการใช้เพียงระดับหรือการเปลี่ยนแปลงอย่างเดียวหนึ่ง ในการเป็นตัวแทนของกำไรที่ไม่คาดหวัง และกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวัง

นอกจากนี้ในการวิเคราะห์ผลจะใช้ผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไร ( $a_1+a_2$ ) และกระแสเงินสด ( $a_3+a_4$ ) ในสมการแบบโครงสร้าง ซึ่งอ้างอิงจากผลงานวิจัยของ Cheng et al. (1996) ที่กล่าวว่าผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไร ( $a_1+a_2$ ) และกระแสเงินสด ( $a_3+a_4$ ) ในสมการถดถอย คือการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของกำไรและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวัง ตามที่มีการใช้ระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไรและกระแสเงินสดในการเป็นตัวแทนของส่วนประกอบที่ไม่คาดหวังดังกล่าว

### ผลการวิเคราะห์

ตารางที่ 4.3 ผลทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ภายใต้อำนาจ  $R^2$  เท่ากับ 0.056 ด้านความสามารถของข้อมูลกำไรและข้อมูลกระแสเงินสดในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ จะเห็นได้ว่าผลรวมค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงกำไร มีค่าเท่ากับ  $a_1+a_2 = 0.0047$  (0.0524) และผลรวมค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงกระแสเงินสด มีค่าเท่ากับ  $a_3+a_4 = 0.0044$  (0.0098) ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จากการวิเคราะห์แบบ Pooled มีนัยสำคัญ (Significant) ณ ระดับนัยสำคัญ 0.005 ( $|t| > t_{1-\alpha, n-2}$ ) กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนหลักทรัพย์อันเนื่องมาจากกำไรที่ไม่คาดหวัง คือ  $a_1+a_2$  เท่ากับ 0.0047 และการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนหลักทรัพย์อันเนื่องมาจากกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวัง คือ  $a_3+a_4$  เท่ากับ 0.0043 จึงสามารถสรุปได้ว่า กำไรที่ไม่คาดหวังมีความสามารถของข้อมูลในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้มากกว่ากระแสเงินสดที่ไม่คาดหวัง ( $0.0047 > 0.0043$ ) ซึ่งผู้วิจัยสันนิษฐานว่านักลงทุนในประเทศไทยยังนิยมที่จะพิจารณาข้อมูลกำไรมากกว่าข้อมูลกระแสเงินสดอาจเนื่องจากเข้าใจง่ายกว่าข้อมูลกระแสเงินสด ถึงแม้ว่าข้อมูลกำไรจะทำบนสมมติฐานเกี่ยวกับเกณฑ์คงค้าง แต่อย่างไรก็ตามข้อมูลกำไรก็เป็นข้อมูลที่สะท้อนได้ทั้งกระแสเงินสดในปัจจุบันและในอนาคต อีกทั้งยังแสดงถึงความสามารถของกิจการด้วย

ปัจจัยด้านการเติบโตของกำไรของกิจการ (MB) และขนาดของกิจการ (MV) จากการวิเคราะห์แบบ Pooled พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของปัจจัยทั้ง 2 คือ ด้านการเติบโตของกำไรของกิจการ (MB) คือ  $a_5 = 0.0034$  (0.0028) และปัจจัยด้านขนาดของกิจการ (MV) คือ  $a_6 = -0.000001$  (-0.000001) ซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่น้อยมาก ซึ่งผู้วิจัยสันนิษฐานว่าน่าจะเกิดจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่มักจะเปิดเผยข้อมูลเท่าที่กฎหมายกำหนดและไม่ค่อยมีบริษัทใดที่เปิดเผยมากกว่ากำหนดเนื่องจากอาจทำให้เสียประโยชน์ทางการค้าและอาจไม่คุ้มกับประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับก็ได้ และเมื่อพิจารณาค่า T - Value จะเห็นว่าปัจจัยด้านการเติบโตของกำไร (MB) มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 คือ 2.001 แต่ปัจจัยด้านขนาดของกิจการ (MV) มีค่า T - Value คือ -1.066 ไม่มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 แต่อย่างไรก็ตาม ในการวิเคราะห์สมการหลักนี้ เป็นการทดสอบความสัมพันธ์ของปัจจัยซึ่งยังไม่สามารถนำไปใช้ในการตอบสมมติฐานเกี่ยวกับปัจจัยต่าง ๆ ได้อย่างเพียงพอ เนื่องจากยังไม่มีมีการพิจารณาตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ผลกระทบจากปัจจัยที่ศึกษาจึงเป็นเพียงแนวโน้มเบื้องต้น ดังนั้นผู้วิจัยจึงทำการทดสอบปัจจัยอย่างละเอียดอีกครั้งหนึ่งต่อไปโดยมีการพิจารณาตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ผลกระทบจากปัจจัยด้วย

ตารางที่ 4.3 สมการแบบโครงสร้างพื้นฐาน (Base Model)

$$RET_{it} = a_0 + a_1 E_{it} + a_2 \Delta E_{it} + a_3 CFO_{it} + a_4 \Delta CFO_{it} + a_5 MB_{it-1} + a_6 MV_{it-1} + e_{it}$$

Year	$a_0$	$a_1$	$a_2$	$a_3$	$a_4$	$a_5$	$a_6$	$a_1 + a_2$	$a_3 + a_4$	$R^2$
2543	0.0011752 0.055	0.0078843 1.099	0.0000146 0.539	0.0618388 1.337	-0.0001666 -0.953	0.0073915 1.463	-0.0000002 -0.095	0.2320146 -5.566	0.0616722 -2.551	0.194
2544	0.0281305 2.729	0.0076655 0.782	-0.0000067 -0.133	0.0011430 0.097	0.0000004 0.020	0.0033126 1.293	-0.0000006 -0.245	0.0076588 -0.039	0.0011434 8.194	0.087
2545	0.0158025 2.454	0.0041453 0.507	-0.0000134 -0.288	0.0202621 2.152	0.0000017 0.511	0.0100598 3.018	-0.0000028 -1.639	0.0041319 -0.050	0.0202637 -0.195	0.464
2546	0.0687795 3.498	0.0006474 0.018	0.0000477 0.517	-0.0323155 -1.156	0.0000002 0.148	-0.0019872 -0.195	-0.0000022 -0.746	0.0006950 0.536	-0.0323154 -6.450	0.107
2547	-0.0001454 -0.017	0.0175255 1.124	-0.0000496 -1.110	-0.0016753 -0.102	-0.0000024 -0.779	-0.0047577 -1.676	-0.0000001 -0.135	0.0174759 0.111	-0.0016778 -6.205	0.283
Mean	0.0227485 14.282	0.0075736 0.953	-0.0000015 -5.771	0.0098506 4.106	-0.0000334 -3.005	0.0028038 3.639	-0.0000012 -3.929	0.0523952 25.883	0.0098172 4.107	0.227
Pooled	0.0217633 4.030	0.0046926 1.336	0.0000112 0.740	0.0049738 0.590	0.0000010 0.901	0.0033864 2.001	-0.0000010 -1.066	0.0047038 -13.723	0.0044800 -2.250	0.056

หมายเหตุ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient) และค่าสถิติ t-Value : บรรทัดที่ 1 และ 2 ตามลำดับ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.005 สัญลักษณ์ E ; CFO แทนระดับกำไรจากการดำเนินงานตามปกติและระดับกระแสเงินสดของกิจการ  $\Delta E$  ; CFO แทน การเปลี่ยนแปลงในระดับกำไรและการเปลี่ยนแปลงในระดับกระแสเงินสด MB แทน Market to Book Ratio ใช้ในการวัดมูลค่าการเติบโตของกำไรของกิจการ MV แทน Market Value of Equity ณ วันต้นงวด ใช้ในการวัดขนาดของกิจการ และ RET ( Realised Security Returns) แทนผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ค่า T-Values ของผลรวมค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์คำนวณจาก  $T = (a_1 + a_2) / \sqrt{\text{var}(a_1) + \text{var}(a_2) + 2 \text{cov}(a_1, a_2)}$  และค่า T-Values ของค่ากลาง (Mean) ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์คำนวณจาก ค่ากลางของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ หารด้วย ค่าคลาดเคลื่อนมาตรฐานของค่ากลาง SE(mean) โดย  $SE(\text{mean}) = \sum (a_i - a_{it})^2 / N(N-1)$  เมื่อ  $a_i$  = ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของแต่ละปี ,  $a_{it}$  = ค่ากลางของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และ N = จำนวนค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

### Earnings Stability Hypothesis

$$\begin{aligned}
 RET_{it} = & b_0 + b_1 E_{it} + b_2 \Delta E_{it} + b_3 CFO_{it} + b_4 \Delta CFO_{it} + b_5 E_{it} * D_{EP} + b_6 \Delta E_{it} * D_{EP} + \\
 & b_7 CFO_{it} * D_{EP} + b_8 \Delta CFO_{it} * D_{EP} + b_9 MB_{it-1} + b_{10} MV_{it-1} + e_{it}
 \end{aligned}$$

สมการแบบโครงสร้างที่ 2 เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยด้านความเสถียรภาพของกำไรและผลตอบแทนหลักทรัพย์

สมมติฐานด้านความเสถียรภาพของกำไร (Earnings Stability Hypothesis) กำหนดให้  $D_{EP} = 1$  และ  $0$  เมื่อ  $|\Delta E_{it-1} / P_{it-1}|$  เป็นการวัดการมีอยู่ของความไม่เสถียรภาพ (Transitory) โดยใช้การเปลี่ยนแปลงของกำไรเป็นตัววัด โดยกำหนดให้

$D_{EP} = 1$  เมื่อ  $|\Delta E_{it-1} / P_{it-1}|$  มากกว่า ค่ากลาง (Median) ของ Yearly cross-sectional

$D_{EP} = 0$  เมื่อ  $|\Delta E_{it-1} / P_{it-1}|$  น้อยกว่า ค่ากลาง (Median) ของ Yearly cross-sectional

งานวิจัยของ Cheng et al. (1996) ผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงกำไร ( $b_1 + b_2$ ) และกระแสเงินสด ( $b_3 + b_4$ ) แสดงค่าประมาณของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่สัมพันธ์กับส่วนของกำไรและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และในส่วนของผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงกำไร ( $b_5 + b_6$ ) และกระแสเงินสด ( $b_7 + b_8$ ) จะเป็นการพิจารณาการเพิ่มขึ้นของความสามารถของข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เมื่อกำไรไม่เสถียรภาพ (Transitory)

สมการแบบโครงสร้างที่ 2 สมมติฐานด้านความเสถียรภาพของกำไร โดยวัดความเสถียรภาพของกำไรจาก  $|\Delta E / P|$  ผลทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 การเปลี่ยนแปลงของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เมื่อพิจารณาปัจจัยด้านความเสถียรภาพของกำไรในการวิเคราะห์แบบ Pooled และค่า Mean มีดังนี้

### ผลการวิเคราะห์

จากตารางที่ 4.4 ภายใต  $R^2$  0.062 หากพิจารณาผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไร ( $b_1+b_2$ ) และกระแสเงินสด ( $b_3+b_4$ ) (ซึ่งเป็นตัวแทนของกำไรและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวัง) มีดังนี้

### สมมติฐานในการวิจัย

$H_0$  : กำไรทางบัญชีไม่เสถียรภาพ กำไรที่ไม่คาดหวังและกระแสเงินสดที่คาดไม่คาดหวังอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทิศทางเดียวกัน

$H_1$  : กำไรทางบัญชีไม่เสถียรภาพ กำไรที่ไม่คาดหวังและกระแสเงินสดที่คาดไม่คาดหวังอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทิศทางตรงกันข้ามกัน



ภาพที่ 2 แสดงความสัมพันธ์ของปัจจัยด้านความเสถียรภาพของกำไร

การเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนหลักทรัพย์อันเนื่องมาจากผลรวมค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไร คือ  $b_1+b_2$  เท่ากับ 0.0024 (0.0262) ซึ่งมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 คือ 18.065 และเมื่อกำไรไม่เสถียรภาพ การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนหลักทรัพย์อันเนื่องมาจากกำไรและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวัง นั่นคือ ผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไรคือ  $b_5+b_6$  เท่ากับ 0.0032 (0.0011) มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 คือ 9.075 แสดงให้เห็นว่าเมื่อกำไรไม่เสถียรภาพ ข้อมูลกำไรสามารถมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์น้อยลง นอกจากนี้ผลรวมค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดคือ  $b_3+b_4$  เท่ากับ 0.0095 (-0.0084) ไม่มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 คือ -0.367 เช่นเดียวกับกรณีที่กำไรไม่เสถียรภาพผลรวมค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดคือ  $b_7+b_8$  เท่ากับ -0.0001 (-0.0013) ไม่มี



นัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 เช่นกัน คือ  $-1.105$  แสดงให้เห็นว่าเมื่อกำไรไม่เสถียรภาพของมูลค่ากระแสเงินสดไม่ได้มีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์เพิ่มจากปกติเช่นกัน

เนื่องจากผลการทดสอบสมมติฐานดังกล่าวเป็นการทดสอบแบบด้านเดียว เขตการปฏิเสธสมมติฐานหลัก ( $H_0$ ) เกิดขึ้นเมื่อ  $|t| > t_{1-\alpha, n-2}$  (ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05) โดยพิจารณาค่า T-Value ของผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จากการวิเคราะห์แบบ Pooled ดังนี้ เมื่อพิจารณาปัจจัยด้านความเสถียรภาพของกำไรจะเห็นว่าค่า T-Value ของผลรวมค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไรคือ  $b_5 + b_6 = 9.075$  มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 และค่า T-Value ของผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสด คือ  $b_7 + b_8 = -1.105$  ไม่มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ซึ่งไม่เป็นไปตามเงื่อนไขทั้งหมด เพราะฉะนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่า ยอมรับ  $H_0$  นั่นคือ กำไรทางบัญชีไม่เสถียรภาพ กำไรที่ไม่คาดหวังและกระแสเงินสดที่คาดไม่คาดหวังอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทิศทางเดียวกัน ผู้วิจัยสันนิษฐานว่า อาจเนื่องจากงบกระแสเงินสดยังบ่งการเงินที่ให้ข้อมูลกระแสเงินสดที่เกิดขึ้นในอดีต (Backward Looking) มากกว่าที่จะให้ข้อมูลกระแสเงินสดเชิงพยากรณ์ขึ้นไปในอนาคต (Forward Looking) นอกจากนี้ก็มีการทำประมาณการกระแสเงินสด นอกจากนี้กำไรที่จัดทำตามเกณฑ์คงค้างยังเป็นตัวสะท้อนข้อมูลทั้งกระแสเงินสดในปัจจุบันและยังสามารถสะท้อนข้อมูลกระแสเงินสดในอนาคตอีกด้วย ดังนั้นนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ยังคงสนใจที่จะดูข้อมูลที่อยู่ในงบกำไรขาดทุน เช่น กำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share : EPS) เป็นหลัก เนื่องจากข้อมูลกำไรยังเป็นตัวบ่งบอกถึงมูลค่าของกิจการ (Value of Firm) และในวิเคราะห์ข้อมูลกำไรยังมีความเข้าใจง่ายกว่าการวิเคราะห์ข้อมูลกระแสเงินสด แต่อย่างไรก็ตามเมื่อกำไรไม่เสถียรภาพความสามารถของกำไรที่ไม่คาดหวังในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ก็จะน้อยลง ซึ่งอาจเนื่องจากผู้ลงทุนมีความคาดหวังต่อกำไรที่มากขึ้นจากความเสี่ยงจากไม่เสถียรภาพของกำไรที่เกิดขึ้น กล่าวคือ กำไรของหลักทรัพย์ที่ไม่เสถียรภาพทำให้ผู้ลงทุนต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้น ๆ เพื่อมากขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงจากกำไรที่ผันผวน ทำให้กำไรที่คาดหวังมากขึ้น ส่งผลให้กำไรที่ไม่คาดหวังน้อยลงนั่นเอง

### ผลการเปรียบเทียบ

เปรียบเทียบกับงานวิจัยของประเทศอังกฤษ โดย Charitou et al. (2001) และ ประเทศสหรัฐอเมริกา โดย Cheng et al. (1996) สามารถสรุปได้อย่างชัดเจนว่า เมื่อกำไรไม่เสถียรภาพ ข้อมูลกำไรจะมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์น้อยลง แต่ข้อมูลกระแสเงินสดมีหลักฐานที่ไม่ตรงกันในการศึกษาของ 3 ประเทศ โดยการศึกษาในประเทศอังกฤษมีผลการศึกษาดูตรงกับการศึกษาในครั้งนี้ คือ เมื่อกำไรไม่เสถียรภาพข้อมูลกระแสเงินสดไม่ได้มีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น แต่ในการศึกษาของประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า เมื่อกำไรไม่เสถียรภาพ ข้อมูลกระแสเงินสดจะมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้มากกว่าข้อมูลกำไร

ตารางที่ 4.4 Earnings Stability Hypothesis

$$RET_{it} = b_0 + b_1 E_{it} + b_2 \Delta E_{it} + b_3 CFO_{it} + b_4 \Delta CFO_{it} + b_5 E_{it} * D_{EP} + b_6 \Delta E_{it} * D_{EP} + b_7 CFO_{it} * D_{EP} + b_8 \Delta CFO_{it} * D_{EP} + b_9 MB_{i,t-1} + b_{10} MV_{i,t-1} + e_{it}$$

Year	b <sub>0</sub>	b <sub>1</sub>	b <sub>2</sub>	b <sub>3</sub>	b <sub>4</sub>	b <sub>5</sub>	b <sub>6</sub>	b <sub>7</sub>	b <sub>8</sub>	b <sub>9</sub>	b <sub>10</sub>	b <sub>1</sub> +b <sub>2</sub>	b <sub>3</sub> +b <sub>4</sub>	b <sub>5</sub> +b <sub>6</sub>	b <sub>7</sub> +b <sub>8</sub>	R <sup>2</sup>
2543	0.03403 0.994	0.11338 1.476	0.00017 0.330	0.01157 0.191	0.00069 1.120	-0.00105 -1.307	-0.00015 -0.295	-0.00319 -0.683	-0.00088 -1.401	0.00811 1.368	0.00000 -1.007	0.11355 19.281	0.01226 3.387	-0.00120 -1.318	-0.00407 -1.826	0.294
2544	0.02905 2.388	-0.00845 -0.360	0.00000 0.008	0.00293 0.084	0.00000 0.076	0.00049 0.661	-0.00001 -0.012	0.00026 0.373	0.00001 0.065	0.00381 1.299	0.00000 -0.260	-0.00844 -15.455	0.00293 2.432	0.00048 5.988	0.00027 5.367	0.119
2545	0.00981 1.474	0.00594 0.428	0.00036 2.018	0.04313 3.742	0.00000 -0.578	0.00009 0.162	-0.00034 -1.847	-0.00038 -1.104	0.00002 1.863	0.00897 2.606	0.00000 -1.238	0.00631 3.274	0.04313 -0.923	-0.00024 -6.496	-0.00036 -29.954	0.791
2546	0.07445 3.385	0.02353 0.458	-0.00073 -1.270	-0.08160 -2.145	0.00000 0.157	-0.00064 -0.882	0.00080 1.370	0.00084 1.647	-0.00002 -0.671	0.00533 0.398	-0.00001 -1.695	0.02280 8.631	-0.08160 -1.833	0.00016 0.181	0.00082 3.133	0.316
2547	0.01167 1.866	-0.00329 -0.319	0.00024 2.697	-0.01893 -1.838	0.00000 -0.937	0.00681 6.017	-0.00031 -3.351	-0.00365 -6.028	0.00017 1.906	-0.00433 -2.341	0.00000 -0.952	-0.00305 -2.862	-0.01893 0.621	0.00650 5.040	-0.00348 -9.298	0.788
Mean	0.03180 23.387	0.02622 5.199	0.00001 2.524	-0.00858 -19.836	0.00014 7.266	0.00114 5.475	0.00000 -5.923	-0.00123 -1.450	-0.00014 -3.989	0.00438 7.809	0.00000 -2.369	0.02623 5.198	-0.00844 -19.456	0.00114 6.077	-0.00137 -1.352	0.462
Pooled	0.02099 3.796	0.00224 0.195	0.00012 0.724	0.00957 0.740	0.00000 0.866	0.00332 1.839	0.00000 -0.930	0.00001 0.158	-0.00011 -0.661	-0.00006 -0.594	0.00001 0.360	0.00236 18.065	0.00957 -0.367	0.00332 9.075	-0.00013 -1.105	0.062

หมายเหตุ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient) และค่าสถิติ t-Value : บรรทัดที่ 1 และ 2 ตามลำดับ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.005 สัญลักษณ์ E ; CFO แทนระดับกำไรจากการดำเนินงานตามปกติและระดับกระแสเงินสดของกิจการ Δ E ; CFO แทน การเปลี่ยนแปลงในระดับกำไรและการเปลี่ยนแปลงในระดับกระแสเงินสด MB แทน Market to Book Ratio ใช้ในการวัดมูลค่าการเติบโตของกำไรของกิจการ MV แทน Market Value of Equity ณ วันต้นงวด ใช้ในการวัดขนาดของกิจการ และ RET ( Realised Security Returns) แทนผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ค่า T-Values ของผลรวมค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์คำนวณจาก  $T = (a_i + a_{i+1}) / \text{var}(a_i) + \text{var}(a_{i+1}) + 2 \text{cov}(a_i, a_{i+1})$  และค่า T-Values ของค่ากลาง (Mean) ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์คำนวณจาก ค่ากลางของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ หารด้วย ค่าคลาดเคลื่อนมาตรฐานของค่ากลาง SE(mean) โดย  $SE(\text{mean}) = \sum (a_i - a_{i+1})^2 / N(N-1)$  เมื่อ  $a_i$  = ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของแต่ละปี ,  $a_{i+1}$  = ค่ากลางของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และ N = จำนวนค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

### Earnings Growth Hypothesis

$$RET_{it} = b_0 + b_1 E_{it} + b_2 \Delta E_{it} + b_3 CFO_{it} + b_4 \Delta CFO_{it} + b_5 E_{it} * D_{EG} + b_6 \Delta E_{it} * D_{EG} + b_7 CFO_{it} * D_{EG} + b_8 \Delta CFO_{it} * D_{EG} + b_9 MB_{it-1} + b_{10} MV_{it-1} + e_{it}$$

สมการแบบโครงสร้างที่ 3 เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยด้านการเติบโตของกำไรและผลตอบแทนหลักทรัพย์

สมมติฐานด้านการเติบโตของกำไร (Earnings Growth Hypothesis) นี้มีแนวคิดในการมุ่งไปศึกษาที่ประสิทธิภาพในการทำกำไรในอนาคต โดยกำหนดให้

$D_{EG} = 1$  เมื่อ  $MB_{it-1}$  มากกว่า ค่ากลาง (Median) ของ Yearly cross – sectional

$D_{EG} = 0$  เมื่อ  $MB_{it-1}$  น้อยกว่า ค่ากลาง (Median) ของ Yearly cross – sectional

โดยใช้หลักการเช่นเดียวกับงานวิจัยของ Cheng et al. (1996) ผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงกำไร ( $b_1 + b_2$ ) และกระแสเงินสด ( $b_3 + b_4$ ) แสดงค่าประมาณของค่าสัมประสิทธิ์ที่สัมพันธ์กับส่วนที่ไม่คาดหวังของกำไรและกระแสเงินสดในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ และในส่วนของผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงกำไร ( $b_5 + b_6$ ) และกระแสเงินสด ( $b_7 + b_8$ ) จะเป็นการพิจารณาการเพิ่มขึ้นของความสามารถของข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เมื่อมีการพิจารณาปัจจัยด้านการเติบโตของกำไร

สมการแบบโครงสร้างที่ 3 สมมติฐานด้านการเติบโตของกำไรของกิจการ โดยวัดขนาดของการเติบโตของกำไรของกิจการจาก MB (Market to Book Value Ratio) ผลทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 การเปลี่ยนแปลงของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เมื่อพิจารณาปัจจัยด้านการเติบโตของกำไร ในการวิเคราะห์แบบ Pooled และค่า Mean มีดังนี้

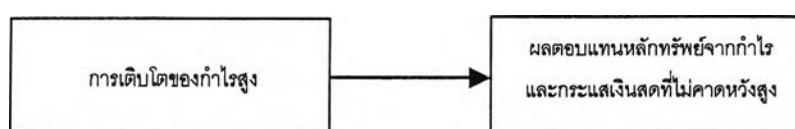
#### ผลการวิเคราะห์

จากตารางที่ 4.5 ภายใต้อัตรา  $R^2$  0.076 หากพิจารณาผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไร ( $b_1 + b_2$ ) และกระแสเงินสด ( $b_3 + b_4$ ) (ซึ่งเป็นตัวแทนของกำไรและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวัง) มีดังนี้

### สมมติฐานในการวิจัย

$H_0$  : ถ้าการเติบโตของกำไรสูง (ลด) กำไรที่ไม่คาดหวังสูงขึ้น และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่ไม่คาดหวังอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ลดลง (ทิศทางตรงข้ามกัน)

$H_2$  : ถ้าการเติบโตของกำไรสูง (ลด) กำไรที่ไม่คาดหวังสูงขึ้น และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่ไม่คาดหวังอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้สูงขึ้น (ทิศทางเดียวกัน)



ภาพที่ 3 แสดงความสัมพันธ์ของปัจจัยด้านการเติบโตของกำไร

การเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนอันเนื่องมาจากผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไร คือ  $b_1 + b_2$  เท่ากับ 0.0038 (0.0144) มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 คือ 3.008 และเมื่อกำไรมีการเติบโตผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไรคือ  $b_5 + b_6$  เท่ากับ 0.0034 (-0.0001) มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 คือ 4.678 กล่าวคือ เมื่อกิจการมีการเติบโตของกำไรสูง ผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เกิดจากกำไรที่ไม่คาดหวังจะสูงตาม และผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสด คือ  $b_3 + b_4$  เท่ากับ 0.0058 (-0.0001) มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 คือ 8.030 และเมื่อกำไรมีการเติบโตสูงผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสด คือ  $b_7 + b_8$  เท่ากับ 0.0004 (0.00003) ไม่มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 คือ 1.085 กล่าวคือ เมื่อกิจการมีการเติบโตของกำไรสูง ผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เกิดจากกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังจะลด

เนื่องจากผลการทดสอบสมมติฐานดังกล่าวเป็นการทดสอบแบบด้านเดียว เขตการปฏิเสธสมมติฐานหลัก ( $H_0$ ) เกิดขึ้นเมื่อ  $|t| > t_{1-\alpha, n-2}$  (ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05) โดยพิจารณาค่า T-Value ของผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จากการวิเคราะห์แบบ Pooled เมื่อกำไรมีการเติบโตสูงจะเห็นว่าค่า T-Value ของผลรวมค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไรคือ  $b_5 + b_6 = 4.678$  มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 และค่า T-Value ของผลรวมของค่า

สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสด คือ  $b_7 + b_8 = 1.085$  ไม่มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ซึ่งไม่เป็นไปตามเงื่อนไขทั้งหมด เพราะฉะนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่ายอมรับ  $H_0$  นั่นคือ ถ้าการเติบโตของกำไรสูง (ลด) กำไรที่ไม่คาดหวังสูงขึ้น และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่ไม่คาดหวังอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ลดลง (ทิศทางตรงข้ามกัน) ผู้วิจัยสันนิษฐานว่าในการวิเคราะห์เพื่อลงทุนในหลักทรัพย์ เมื่อมีข่าวดีที่กำไรเติบโตจะสูงขึ้นทำให้กำไรที่ไม่คาดหวังสูงขึ้นเนื่องจากผู้ลงทุนใช้ข้อมูลกำไรจากงวดก่อนเป็นกำไรที่คาดหวังในงวดปัจจุบันจึงทำให้กำไรที่ไม่คาดหวังสูงขึ้น แต่ทำให้กระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังลดลงเนื่องจากนักลงทุนเมื่อได้รับข่าวดีมักจะมีความคาดหวังไว้แล้วว่ากำไรจะสูงขึ้น ดังนั้นเมื่อกำไรที่คาดหวังสูง กระแสเงินสดที่คาดหวังก็จะสูงตามเพราะการทำงานกระแสเงินสดเกิดจากการนำข้อมูลกำไรมาใช้ในการจัดทำ แต่ในการรับรู้ตัวเลขกำไรและกระแสเงินสดอาจเกิดการคลาดเคลื่อนด้านเวลาของการรับรู้ตัวเลขกำไรและกระแสเงินสด จึงทำให้ในระยะแรกกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังจะน้อยกว่ากำไรที่ไม่คาดหวัง และหลังจากนั้นกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังก็จะเพิ่มขึ้นตามการรับรู้ตัวเลขในแต่ละงวดเวลา

#### ผลการเปรียบเทียบ

เปรียบเทียบงานวิจัยของประเทศอังกฤษ โดย Charitou et al. (2001) เมื่อแยกพิจารณาเป็นกำไรและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังที่ใช้ในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์นั้น ผลการวิจัยในครั้งนี้ให้ผลการวิจัยเช่นเดียวกับงานวิจัยของประเทศอังกฤษ คือ เมื่อมีการเติบโตของกำไรสูงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไรจะสูงขึ้นและมีบางหลักฐานที่แสดงว่ากระแสเงินสดจะเพิ่มขึ้น เช่นเดียวกับการวิจัยในครั้งนี้คือหากมีการเติบโตของกำไรสูงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไรจะสูงขึ้นและค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจะลดลง

ตารางที่ 4.5 Earnings Growth Hypothesis

$$RET_{it} = b_0 + b_1 E_{it} + b_2 \Delta E_{it} + b_3 CFO_{it} + b_4 \Delta CFO_{it} + b_5 E_{it} * D_{EG} + b_6 \Delta E_{it} * D_{EG} + b_7 CFO_{it} * D_{EG} + b_8 \Delta CFO_{it} * D_{EG} + b_9 MB_{it-1} + b_{10} MV_{it-1} + e_{it}$$

Year	b <sub>0</sub>	b <sub>1</sub>	b <sub>2</sub>	b <sub>3</sub>	b <sub>4</sub>	b <sub>5</sub>	b <sub>6</sub>	b <sub>7</sub>	b <sub>8</sub>	b <sub>9</sub>	b <sub>10</sub>	b <sub>1</sub> +b <sub>2</sub>	b <sub>3</sub> +b <sub>4</sub>	b <sub>5</sub> +b <sub>6</sub>	b <sub>7</sub> +b <sub>8</sub>	R <sup>2</sup>
2543	0.00343 0.149	0.00923 1.164	0.00001 0.423	0.06102 1.254	-0.00016 -0.847	0.00067 1.003	0.00015 0.791	-0.00008 -0.091	-0.00022 -0.793	0.00745 1.391	0.00000 -0.424	0.00924 1.471	0.06087 25.735	0.00082 1.711	-0.00030 -3.260	0.281
2544	0.03195 2.487	0.00896 0.816	0.00005 0.516	0.00011 0.008	0.00000 -0.131	0.00037 0.159	-0.00010 -0.960	-0.00113 -0.655	0.00001 0.096	0.00378 1.345	0.00000 -0.171	0.00901 7.464	0.00011 0.618	0.00027 0.488	-0.00113 -3.762	0.154
2545	0.00697 0.832	0.01134 1.515	-0.00004 -0.497	0.01005 1.049	0.00003 2.767	-0.00186 -1.790	0.00002 0.173	0.00143 2.173	-0.00004 -2.572	0.02059 2.888	0.00000 -1.332	0.01131 2.016	0.01008 1.100	-0.00184 -16.842	0.00138 3.198	0.679
2546	0.07099 2.594	0.04470 0.790	0.00004 0.392	-0.05925 -1.592	0.00000 0.152	-0.00074 -0.892	0.00005 0.119	0.00078 1.237	-0.00002 -0.434	-0.00027 -0.018	0.00000 -0.839	0.04474 13.994	-0.05925 -4.277	-0.00069 -8.189	0.00076 1.893	0.175
2547	0.01784 1.821	-0.00216 -0.125	0.00005 0.664	-0.01201 -0.733	0.00016 1.890	0.00082 1.716	-0.00020 -1.927	-0.00040 -1.690	-0.00016 -1.906	-0.00609 -2.352	0.00000 -1.824	-0.00211 -7.065	-0.01185 -4.416	0.00062 2.615	-0.00056 -0.882	0.562
Mean	0.02624 17.506	0.01441 2.291	0.00002 8.759	-0.00002 -0.041	0.00001 2.453	-0.00015 -5.755	-0.00002 -4.279	0.00012 5.853	-0.00009 -4.682	0.00509 2.539	0.00000 -5.584	0.01444 2.294	-0.00001 -0.024	-0.00016 -0.068	0.00003 1.495	0.370
Pooled	0.02282 4.171	0.00381 1.682	0.00001 0.844	0.00583 1.694	0.00000 0.883	0.00338 1.990	0.00000 -1.188	0.00040 1.506	-0.00004 -0.744	-0.00026 -1.500	0.00000 0.059	0.00382 3.008	0.00583 8.030	0.00338 4.678	0.00036 1.085	0.076

หมายเหตุ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient) และค่าสถิติ t-Value : บรรทัดที่ 1 และ 2 ตามลำดับ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.005 สัญลักษณ์ E ; CFO แทนระดับกำไรจากการดำเนินงานตามปกติและระดับกระแสเงินสดของกิจการ Δ E ; CFO แทน การเปลี่ยนแปลงในระดับกำไรและการเปลี่ยนแปลงในระดับกระแสเงินสด MB แทน Market to Book Ratio ใช้ในการวัดมูลค่าการเติบโตของกำไรของกิจการ MV แทน Market Value of Equity ณ วันต้นงวด ใช้ในการวัดขนาดของกิจการ และ RET ( Realised Security Returns) แทนผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ค่า T-Values ของผลรวมค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์คำนวณจาก  $T = (a_i + a_{ii}) / \text{var}(a_i) + \text{var}(a_{ii}) + 2 \text{cov}(a_i, a_{ii})$  และค่า T-Values ของค่ากลาง (Mean) ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์คำนวณจาก ค่ากลางของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์หารด้วย ค่าคลาดเคลื่อนมาตรฐานของค่ากลาง SE(mean) โดย  $SE(\text{mean}) = \sum (a_i - a_{ii})^2 / N(N-1)$  เมื่อ a<sub>i</sub> = ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของแต่ละปี , a<sub>ii</sub> = ค่ากลางของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และ N = จำนวนค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

### Firm Size Hypothesis

$$\begin{aligned}
 RET_{it} = & b_0 + b_1 E_{it} + b_2 \Delta E_{it} + b_3 CFO_{it} + b_4 \Delta CFO_{it} + b_5 E_{it} * D_{FS} + b_6 \Delta E_{it} * D_{FS} + \\
 & b_7 CFO_{it} * D_{FS} + b_8 \Delta CFO_{it} * D_{FS} + b_9 MB_{it-1} + b_{10} MV_{it-1} + e_{it}
 \end{aligned}$$

สมการแบบโครงสร้างที่ 4 เป็นการศึกษาค่าความสัมพันธ์ของปัจจัยด้านขนาดของกิจการและผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยกำหนดให้

$D_{FS} = 1$  เมื่อ  $MV_{it-1}$  มากกว่า ค่ากลาง (Median) ของ Yearly cross – sectional

$D_{FS} = 0$  เมื่อ  $MV_{it-1}$  น้อยกว่า ค่ากลาง (Median) ของ Yearly cross – sectional

โดยใช้หลักการเช่นเดียวกับงานวิจัยของ Cheng et al. (1996) ผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงกำไร ( $b_1 + b_2$ ) และกระแสเงินสด ( $b_3 + b_4$ ) แสดงค่าประมาณของค่าสัมประสิทธิ์ที่สัมพันธ์กับส่วนที่ไม่คาดหวังของกำไรและกระแสเงินสดในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ และในส่วนของผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงกำไร ( $b_5 + b_6$ ) และกระแสเงินสด ( $b_7 + b_8$ ) จะเป็นการพิจารณาการเพิ่มขึ้นของความสามารถของข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เมื่อมีการพิจารณาปัจจัยด้านขนาดของกิจการ เช่นกัน

สมการแบบโครงสร้างที่ 4 สมมติฐานด้านขนาดของกิจการ โดยวัดปัจจัยด้านขนาดของกิจการจาก MV (Market Value) ผลทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 การเปลี่ยนแปลงของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เมื่อพิจารณาปัจจัยด้านขนาดของกิจการ ในการวิเคราะห์แบบ Pooled และค่า Mean มีดังนี้

#### ผลการวิเคราะห์

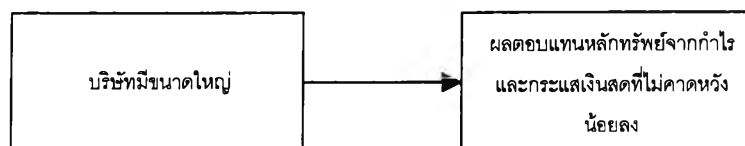
จากตารางที่ 4.6 ภายได้  $R^2$  0.137 หากพิจารณาผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไร ( $b_1 + b_2$ ) และกระแสเงินสด ( $b_3 + b_4$ ) (ซึ่งเป็นตัวแทนของกำไรและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวัง) มีดังนี้



### สมมติฐานในการวิจัย

$H_0$  : กิจกรรมมีขนาดใหญ่ กำไรที่ไม่คาดหวังและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น (ทิศทางเดียวกัน)

$H_3$  : กิจกรรมมีขนาดใหญ่ กำไรที่ไม่คาดหวังและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์น้อยลง (ทิศทางตรงข้ามกัน)



ภาพที่ 4 แสดงความสัมพันธ์ของปัจจัยด้านขนาดของกิจการ

การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนหลักทรัพย์ อันเนื่องมาจากผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไร คือ  $b_1+b_2$  เท่ากับ 0.0036 (0.0045) มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 คือ 3.018 และเมื่อกิจกรรมมีขนาดใหญ่ผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไรคือ  $b_5+b_6$  เท่ากับ 0.0034 (0.0014) มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 คือ 3.572 แสดงให้เห็นว่า เมื่อกิจกรรมมีขนาดใหญ่ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เกิดจากกำไรที่ไม่คาดหวังจะน้อยลง ด้านผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดคือ  $b_3+b_4$  เท่ากับ 0.0056 (0.0053) มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ คือ 7.866 และเมื่อกิจกรรมมีขนาดใหญ่การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนหลักทรัพย์ อันเนื่องมาจากกำไรและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวัง คือ  $b_7+b_8$  เท่ากับ 0.0007 (0.0003) มีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 คือ 2.394 แสดงให้เห็นว่า เมื่อกิจกรรมมีขนาดใหญ่ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เกิดจากกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังน้อยลงเช่นกัน

เนื่องจากผลการทดสอบสมมติฐานดังกล่าวเป็นการทดสอบแบบด้านเดียว เขตการปฏิเสธสมมติฐานหลัก ( $H_0$ ) เกิดขึ้นเมื่อ  $|t| > t_{1-\alpha, n-2}$  (ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05) โดยพิจารณาค่า T-Value ของผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จากการวิเคราะห์แบบ Pooled เมื่อกิจกรรมมีขนาดใหญ่จะเห็นว่าค่า T-Value ของผลรวมสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไรคือ  $b_5+b_6 = 3.572$  และค่า T-Value ของผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของระดับและการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสด คือ  $b_7+b_8 = 2.394$  ซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไข เพราะฉะนั้นจึงสามารถสรุปได้ดังนี้

ปฏิเสธ  $H_0$  ยอมรับ  $H_1$  นั่นคือ กิจกรรมมีขนาดใหญ่ กำไรที่ไม่คาดหวังและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์น้อยลง (ทิศทางตรงข้ามกัน) ผู้วิจัยสันนิษฐานว่าสาเหตุที่ผลตอบแทนหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ดังกล่าวกับขนาดของกิจกรรมเนื่องจากกิจกรรมขนาดใหญ่มีความมีความสนใจในการเปิดเผยข้อมูลทีเพราะในการเปิดเผยข้อมูลนั้นกิจกรรมจะต้องคำนึงถึงต้นทุนที่เสียไปและประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจึงทำให้กิจกรรมขนาดใหญ่มีความต้องการที่จะเปิดเผยข้อมูลมากกว่ากิจกรรมขนาดเล็กส่งผลให้กำไรและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังน้อยลงจากการเปิดเผยข้อมูลที่มากขึ้นนั่นเอง

### ผลการเปรียบเทียบ

ผลการเปรียบเทียบกับงานวิจัยของประเทศอังกฤษโดย Charitou et al. (2001) กล่าวคือ มีหลักฐานที่ไม่ชัดเจนที่แสดงว่าเมื่อกิจกรรมมีขนาดใหญ่ กำไรที่ไม่คาดหวังจะมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ลดลง และไม่มีหลักฐานว่าเมื่อกิจกรรมมีขนาดใหญ่ กระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังจะมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ลดลงเช่นกัน ซึ่งงานวิจัยของต่างประเทศดังกล่าวตรงกันข้ามกับการศึกษาในครั้งนี้คือ มีหลักฐานเมื่อกิจกรรมมีขนาดใหญ่ กำไรและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังจะมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ลดลง

ตารางที่ 4.6 Firm Size Hypothesis

$$RET_{it} = b_0 + b_1 E_{it} + b_2 \Delta E_{it} + b_3 CFO_{it} + b_4 \Delta CFO_{it} + b_5 E_{it} * D_{FS} + b_6 \Delta E_{it} * D_{FS} + b_7 CFO_{it} * D_{FS} + b_8 \Delta CFO_{it} * D_{FS} + b_9 MB_{it-1} + b_{10} MV_{it-1} + e_{it}$$

Year	b <sub>0</sub>	b <sub>1</sub>	b <sub>2</sub>	b <sub>3</sub>	b <sub>4</sub>	b <sub>5</sub>	b <sub>6</sub>	b <sub>7</sub>	b <sub>8</sub>	b <sub>9</sub>	b <sub>10</sub>	b <sub>1</sub> +b <sub>2</sub>	b <sub>3</sub> +b <sub>4</sub>	b <sub>5</sub> +b <sub>6</sub>	b <sub>7</sub> +b <sub>8</sub>	R <sup>2</sup>
2543	-0.00799 -0.338	0.02051 1.963	0.00002 1.022	0.02704 0.471	0.00006 0.386	0.00463 1.957	-0.00025 -1.649	0.00307 2.698	-0.00106 -3.354	0.00265 0.584	0.00000 -0.133	0.02053 18.8044	0.02711 8.2298	0.00438 7.80153	0.00201 14.4491	0.562
2544	0.02551 1.944	0.00618 0.552	0.00002 0.233	-0.00060 -0.044	0.00000 -0.002	0.00118 0.382	-0.00004 -0.347	0.00020 0.092	0.00001 0.197	0.00491 1.067	0.00000 -0.444	0.00620 4.94671	-0.00060 -3.2829	0.00114 1.19957	0.00021 4.49087	0.104
2545	0.01632 2.428	0.00610 0.779	-0.00008 -1.118	0.01783 1.834	0.00003 2.313	0.00016 0.058	0.00017 1.022	-0.00052 -0.272	-0.00002 -0.787	0.01066 3.318	0.00000 -0.672	0.00601 9.82587	0.01786 1.88897	0.00032 4.39769	-0.00054 -1.475	0.606
2546	0.06568 2.456	-0.02955 -0.779	0.00009 0.948	-0.01073 -0.328	0.00001 0.165	0.00125 2.499	-0.00041 -1.520	-0.00026 -0.537	-0.00001 -0.158	0.00111 0.070	-0.00001 -1.312	-0.02946 -20.461	-0.01072 -10.016	0.00084 2.62672	-0.00027 -1.1332	0.372
2547	-0.00058 -0.062	0.01946 1.083	-0.00009 -1.761	-0.00726 -0.396	0.00010 1.043	-0.00008 -0.134	0.00033 1.606	0.00001 0.038	-0.00010 -1.071	-0.00445 -1.466	0.00000 0.195	0.01937 5.99756	-0.00717 -21.401	0.00025 6.39582	-0.00009 -10.004	0.403
Mean	0.01979 11.857	0.00454 5.521	-0.00001 -0.476	0.00526 0.974	0.00004 1.196	0.00143 2.002	-0.00004 -21.329	0.00050 1.167	-0.00024 -5.480	0.00297 4.896	0.00000 -1.538	0.00453 5.538	0.00530 9.806	0.00139 2.359	0.00026 12.872	0.409
Pooled	0.02171 4.108	0.00353 1.030	0.00002 1.197	0.00557 0.661	0.00002 1.094	0.00335 1.941	0.00000 -1.436	0.00081 2.668	-0.00008 -1.644	-0.00048 -2.763	-0.00002 -1.029	0.00355 3.019	0.00559 7.866	0.00335 3.573	0.00073 2.394	0.137

หมายเหตุ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient) และค่าสถิติ t-Value : บรรทัดที่ 1 และ 2 ตามลำดับ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.005 สัญลักษณ์ E ; CFO แทนระดับกำไรจากการดำเนินงานตามปกติและระดับกระแสเงินสดของกิจการ Δ E ; CFO แทน การเปลี่ยนแปลงในระดับกำไรและการเปลี่ยนแปลงในระดับกระแสเงินสด MB แทน Market to Book Ratio ใช้ในการวัดมูลค่าการเติบโตของกำไรของกิจการ MV แทน Market Value of Equity ณ วันต้นงวด ใช้ในการวัดขนาดของกิจการ และ RET ( Realised Security Returns) แทนผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ค่า T-Values ของผลรวมค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์คำนวณจาก  $T = (a_i + a_j) / \sqrt{\text{var}(a_i) + \text{var}(a_j) + 2 \text{cov}(a_i, a_j)}$  และค่า T-Values ของค่ากลาง (Mean) ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์คำนวณจาก ค่ากลางของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์หารด้วย ค่าคลาดเคลื่อนมาตรฐานของค่ากลาง SE(mean) โดย  $SE(\text{mean}) = \sum (a_i - a_m)^2 / N(N-1)$  เมื่อ  $a_i$  = ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของแต่ละปี ,  $a_m$  = ค่ากลางของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และ N = จำนวนค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

ตารางที่ 4.7 ตารางสรุปผลการวิจัย

สมมติฐานการวิจัย		ผลการวิจัย	สาเหตุที่ผู้วิจัยสันนิษฐาน
Earnings Hypothesis	Stability	เมื่อกำไรไม่เสถียรภาพ ข้อมูลกำไรและข้อมูลกระแสเงินสดมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์น้อยลงทั้งสองปัจจัย	นักลงทุนในประเทศไทยนิยมที่จะใช้ข้อมูลกำไรเป็นข้อมูลหลักในการวิเคราะห์ เนื่องจากสามารถสะท้อนข้อมูลในอดีต ปัจจุบันและอนาคต นอกจากนี้ยังสามารถใช้ในการพยากรณ์งบกระแสเงินสดได้ เนื่องจากในการจัดทำงบกระแสเงินสดเป็นการปรับข้อมูลในงบกำไรขาดทุน
Earnings Growth Hypothesis		เมื่อกิจการมีการเติบโตของกำไรสูงขึ้น ผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เกิดจากกำไรที่ไม่คาดหวังสูงขึ้นแต่กระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังจะน้อยลง	เมื่อผู้ลงทุนได้รับข่าวดีมักคาดการณ์กำไรสูงขึ้น แต่ยังใช้ข้อมูลพื้นฐานของกำไรในงวดก่อนอยู่ ทำให้กำไรที่ไม่คาดหวังสูงขึ้น ด้านกระแสเงินสดอาจเกิดจากความคลาดเคลื่อนด้านเวลาในการรับรู้ตัวเลขกำไรและกระแสเงินสดที่มีความเหลื่อมล้ำกันทำให้ในระยะแรกกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังน้อยลง และเพิ่มขึ้นในระยะหลัง
Firm Size Hypothesis		หากกิจการมีขนาดใหญ่ ผลตอบแทนหลักทรัพย์จากกำไรและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังจะน้อยลง	เนื่องจากเมื่อคำนึงถึงต้นทุนในการจัดทำและประโยชน์ที่คาดหวังจะได้รับจากการเปิดเผยข้อมูลแล้ว บริษัทขนาดใหญ่อาจมีความต้องการในการเปิดเผยข้อมูลที่มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ทำให้กำไรและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังของบริษัทน้อยลง เพราะนักลงทุนมีความเสี่ยงน้อยลงจากการได้รับข้อมูลที่มากขึ้น

ตารางที่ 4.8 ตารางเปรียบเทียบผลการวิจัยโดยใช้ข้อมูลในประเทศไทยและข้อมูลของต่างประเทศ

หัวข้อ	งานวิจัยโดยข้อมูลในประเทศไทย	งานวิจัยโดยต่างประเทศโดย Charitou et al. (2001)
<b>1. ระเบียบวิธีวิจัย</b>		
กลุ่มตัวอย่าง	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มธุรกิจการพิมพ์สิ่งพิมพ์ อาหาร และเครื่องดื่มและพาณิชย์	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด ยกเว้นธุรกิจธนาคารและประกันภัย
ระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา	5 ปี	9 ปี
ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย		
ตัวแปรตาม	ผลตอบแทนที่แท้จริงของหลักทรัพย์ (RET)	ผลตอบแทนที่แท้จริงของหลักทรัพย์ (RET)
ตัวแปรอิสระ		
ความเสถียรภาพของกำไร	ระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไร	ระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไร
การเติบโตของกำไร	Market Value to Book Value Ratio	Market Value to Book Value Ratio
ขนาดของกิจการ	มูลค่าตลาดของกิจการ	มูลค่าตลาดของกิจการ
<b>2. ผลการวิจัย</b>		
Earnings Stability Hypothesis	เมื่อกำไรไม่เสถียรภาพ ข้อมูลกำไรและข้อมูลกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์น้อยลงทั้งสองปัจจัย	เมื่อกำไรไม่เสถียรภาพ ข้อมูลกำไรจะมีข้อมูลกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์น้อยลงเช่นกัน
Earnings Growth Hypothesis	เมื่อกิจการมีการเติบโตของกำไรสูงขึ้น กำไรที่ไม่คาดหวังอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น แต่กระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์น้อยลง	เมื่อกิจการมีการเติบโตของกำไรสูงขึ้น มีหลักฐานชัดเจนที่แสดงว่ากำไรที่ไม่คาดหวังอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์สูงขึ้นและมีเพียงบางหลักฐานว่ากระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังจะเพิ่มตาม
Firm Size Hypothesis	หากกิจการมีขนาดใหญ่ กำไรและกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์น้อยลง	หากกิจการมีขนาดใหญ่ มีเพียงบางหลักฐานที่แสดงว่ากำไรที่ไม่คาดหวังอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์น้อยลงและไม่มีหลักฐานเลยว่ากระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังจะน้อยลงด้วย