

บทที่ 2

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การวิจัยเรื่อง ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในส่วนนี้มุ่งเน้นการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง ซึ่งผู้วิจัยได้ค้นคว้ารวบรวมจากเอกสาร ทั้งแนวคิดทฤษฎี ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง และได้จัดลำดับการทบทวนวรรณกรรม โดยเริ่มจากแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ดังต่อไปนี้

แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

1. แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์

ผลตอบแทน (return) จากการลงทุนประเภทใดประเภทหนึ่ง ประกอบด้วยองค์ประกอบ 2 ส่วน ได้แก่ (Sinkey, 2002)

1.1 Yield คือ กระแสเงินสดหรือรายได้ที่นักลงทุนจะได้รับระหว่างช่วงระยะเวลาลงทุน อาจอยู่ในรูปของเงินสด เงินปันผลหรือดอกเบี้ย ที่ผู้ออกตราสารหรือหลักทรัพย์จ่ายให้แก่ผู้ถือ

1.2 Capital Gain (loss) คือ กำไร (หรือขาดทุน) จากการขายหลักทรัพย์ได้ในราคาที่สูงขึ้น (หรือต่ำลง) กว่าราคาซื้อ หรือเรียกว่า การเปลี่ยนแปลงราคา (price change) ของหลักทรัพย์ ในกรณีนักลงทุนอยู่ในภาวะซื้อเพื่อรอขาย (long position) ผลตอบแทนส่วนนี้ ได้แก่ ค่าความแตกต่างระหว่างราคาที่จะขายหรือราคาขายหลักทรัพย์กับราคาซื้อ (Lamont, 1998) ผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ (total return) คือ ผลรวมของผลตอบแทนจากกระแสเงินสดหรือรายได้ที่นักลงทุนได้รับระหว่างงวดกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์นั้น ดังนี้

$$\text{Total Return} = \text{Yield} + \text{Price Change}$$

โดยที่ องค์ประกอบของส่วนของ Yield อาจมีค่าเป็น 0 หรือเป็นบวก (+)

องค์ประกอบของ Price Change อาจมีค่าเป็น 0 หรือเป็นบวก (+) เป็นลบ (-)

ผลตอบแทนจากการลงทุนประเภทต่าง ๆ มักแสดงอยู่ในรูปร้อยละ โดยเทียบกับเงินลงทุนต้นงวดและส่วนใหญ่มักจะคิดระยะเวลาต่อหนึ่งปี โดยเรียกรวม ๆ ว่า “ผลตอบแทน” ซึ่งเป็นตัวบอกถึงผลได้ที่นักลงทุนจะได้รับ หรือจะได้รับในหนึ่งงวดของการลงทุนประเภทนั้น ๆ นักลงทุนจะใช้อัตราผลตอบแทนนี้เปรียบเทียบกับความเสี่ยงที่จะต้องเผชิญ หรืออาจเปรียบเทียบกับการลงทุนประเภทอื่น ๆ อย่างไรก็ตาม ผลตอบแทนของการลงทุนใด ๆ จำนวนจากการเปรียบเทียบกับผลตอบแทนรวมจากการลงทุนกับเงินลงทุนต้นงวดในรูปร้อยละ ดังนี้

$$\text{ผลตอบแทน} = \frac{\text{กระแสเงินสดรับ} + (\text{มูลค่าหลักทรัพย์ปลายงวด} - \text{มูลค่าหลักทรัพย์ต้นงวด})}{\text{มูลค่าหลักทรัพย์ต้นงวด}}$$

$$\text{ดังนั้น} = \frac{\text{กระแสเงินสดรับ} + \text{การเปลี่ยนแปลงมูลค่าหลักทรัพย์}}{\text{มูลค่าหลักทรัพย์ต้นงวด}}$$

การคำนวณผลตอบแทนมีการคำนวณหลายประเภทตามชนิดของหลักทรัพย์ แต่การคำนวณผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญระยะเวลา 1 ปี (Holding Period Return--HPR) ใช้แนวคิดในการคำนวณแบบเดียวกับการคำนวณผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นกู้ แต่กระแสเงินสดรับจากการลงทุนในหุ้นสามัญ คือ เงินปันผลรับ ดังนั้น การคำนวณผลตอบแทนจากหุ้นสามัญจึงต้องปรับใช้ตามความเหมาะสม ดังนี้ (Rose & Kolar, 1995)

1. ผลตอบแทนกรณีมีเงินสดปันผล

$$\text{HPR}_{n, 1 \text{ ปี}} = \frac{D_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

โดยที่

$\text{HPR}_{n, 1 \text{ ปี}}$ คือ ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญระยะเวลา 1 ปี

D_t คือ เงินปันผลในช่วงเวลาปีที่ t

P_t คือ ราคาหุ้นสามัญปลายปีที่ t

P_{t-1} คือ ราคาหุ้นสามัญต้นปี t



ผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นสามัญระยะเวลา 1 ปี ประกอบด้วย ผลตอบแทน 2 ส่วน คือ ผลตอบแทนจากเงินปันผล (dividend yield) และผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นสามัญ (capital gain (loss)) ซึ่งสามารถจำแนกผลตอบแทนทั้ง 2 ประเภท ดังนี้

$$\text{Dividend Yield} = \frac{D_t}{P_{t-1}}$$

$$\text{Capital Gain (loss)} = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

การวัดผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญที่อยู่ในรูปเงินปันผล (dividend yield) เป็นการวัดผลประโยชน์ที่นักลงทุนได้รับ ในขณะที่ผู้ถือหุ้นสามัญในรูปเงินปันผลซึ่งจ่ายจากกำไรของกิจการ กำไรส่วนที่เหลือจากการจ่ายเงินปันผล กิจการจะเก็บอยู่ในรูปของกำไรสะสม เพื่อนำไปลงทุนต่อไปในกิจการ หากการลงทุนดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพ จะทำให้กำไรของกิจการขยายตัวมากขึ้น ทำให้เงินปันผลที่นักลงทุนได้รับมีมูลค่ามากขึ้นในอนาคต และราคาตลาดของหุ้นสามัญจะสูงขึ้นตาม ดังนั้น จึงมีแนวคิดในการใช้กำไรของกิจการเปรียบเทียบกับราคาหุ้น ซึ่งเรียกว่า อัตรากำไรต่อราคา (earning yield) เป็นตัววัดผลตอบแทนจากการลงทุน แสดงสมการได้ ดังนี้ (Saunders, 2000)

$$\text{Earning Yield} = \frac{E_t}{P_{t-1}}$$

โดยที่

E_t คือ กำไรต่อหุ้นของกิจการในปีที่ t

2. ผลตอบแทนกรณีมีการให้สิทธิผู้ถือหุ้นเดิมซื้อหุ้นเพิ่มทุน ในกรณีที่ช่วงเวลาที่ใช้ในการคำนวณอัตราผลตอบแทน มีการให้สิทธิผู้ถือหุ้นเดิมเพิ่มทุนได้ในราคาที่กำหนดหรือให้ Preemptive Right การคำนวณผลตอบแทนโดยคำนึงถึงมูลค่าสิทธิ สามารถคำนวณตามสมการ ดังนี้

$$\text{HPR}_{st} \text{ 1 ปี} = \frac{D_t + (P_t - P_{t-1}) + n_t(P_t - P_s)}{P_{t-1}}$$

โดยที่

n_t คือ จำนวนหุ้นใหม่ที่ผู้ถือหุ้นเดิมมีสิทธิซื้อ ซึ่งมีวันหมดสิทธิของหุ้น (XD) ในงวดที่ t

P_t คือ ราคาหุ้นที่ผู้ถือหุ้นเดิมมีสิทธิซื้อ (subscription price)

3. ผลตอบแทนกรณีมีการแตกหุ้น ในกรณีที่กิจการแตกหุ้นทำให้ราคาหุ้นที่ตราไว้ลดลงและจำนวนหุ้นสูงขึ้น สามารถคำนวณผลตอบแทนในงวดแรกที่กิจการแตกหุ้น สามารถคำนวณได้ตามสมการ ดังนี้

$$\text{HPR}_{s,t} \text{ 1 ปี} = \frac{D_t + (P_t + n_t P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

โดยที่

n_t คือ จำนวนหุ้นใหม่ที่ผู้ถือหุ้นเดิมได้รับเพิ่มจากหุ้นเก่า 1 หุ้น ภายหลังกการแตกหุ้นซึ่งเกิดขึ้นในงวดที่ t เช่น หากแตกหุ้นจาก 1 หุ้น เป็น 10 หุ้น n_t จะเท่ากับ 9

4. ผลตอบแทนกรณีจ่ายหุ้นปันผล กรณีที่กิจการจ่ายเงินปันผลเป็นหุ้นทำให้ผู้ถือหุ้นมีหุ้นจำนวนมากขึ้น สามารถคำนวณผลตอบแทนได้ตามสมการ ดังนี้

$$\text{HPR}_{s,t} \text{ 1 ปี} = \frac{D_t + n_d P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

โดยที่

n_d คือ จำนวนหุ้นปันผลที่ผู้ถือหุ้นได้รับเพิ่มจากการถือหุ้น 1 หุ้น โดยมีวันหมดสิทธิรับหุ้นปันผล (XD) ในงวดที่ t



2. แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุน

การซื้อขายหลักทรัพย์นำลงทุนย่อมประเมินระดับราคาหลักทรัพย์และคาดการณ์ทิศทางการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ (Pope & Inyangete, 1992) ทำให้นักลงทุนต้องพิจารณาว่าปัจจัยใดบ้างที่ส่งผลกระทบต่อระดับของกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคต และจะส่งผลกระทบต่อลักษณะใดบ้าง สำหรับการพิจารณาดังกล่าวนั้น นักลงทุนจำเป็นต้องอาศัยข้อมูลข่าวสารจำนวนมากในการประเมินราคาหลักทรัพย์ และเสนอราคาเพื่อซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้น (Brigham & Houston, 2001) ดังนั้น ราคาของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการซื้อขายจึงเป็นมูลค่าที่ผ่านการวิเคราะห์และประเมินผลกระทบของปัจจัยต่าง ๆ ที่อาจจะมีผลต่อกระแสเงินสด และส่งผลมาถึงราคาหลักทรัพย์ จึงกล่าวได้ว่า ราคาของหลักทรัพย์ในขณะใดขณะหนึ่งได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ เช่น ความสามารถในการดำเนินงานของบริษัท ลักษณะการแข่งขันในอุตสาหกรรม ผลประกอบการของกิจการ โอกาสการเจริญเติบโตทางธุรกิจ และสถานะเศรษฐกิจ เป็นต้น ข้อมูลข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจเพื่อลงทุนในหลักทรัพย์ หรือการประเมินทางเลือกที่นักลงทุนหรือผู้ระดมทุนจำเป็นต้องใช้ประกอบการตัดสินใจทางเศรษฐกิจอาจเป็นรายงานทางการเงิน หรือข้อมูลในงบการเงินของบริษัท ข้อมูลที่เกิดจากการวิเคราะห์ของผู้เชี่ยวชาญ ข้อมูลที่เกี่ยวกับภาพรวมทางเศรษฐกิจหรืออาจเป็นข้อมูลข่าวสารอื่น ซึ่งรวมถึงข้อมูลที่เป็นข่าวลือ แต่หากจะพิจารณาถึงการกระจายข้อมูลข่าวสารนั้นจะต้องพิจารณาจากข้อมูลที่ตลาดทุนได้ประกาศให้นักลงทุนได้ทราบ (Rippington & Taffler, 1995)

ตามที่ Christensen, Smith and Stuerke (2004) กล่าวถึงแนวคิดทฤษฎีราคาว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ในตลาดที่มีการแข่งขันสมบูรณ์ภายใต้สถานการณ์ที่แน่นอน ราคาหลักทรัพย์จะเท่ากับราคาตลาด ซึ่งทำให้กำไรในทางเศรษฐกิจ (economic profit) ที่คำนวณจากผลต่างระหว่างผลตอบแทนที่ได้รับหักด้วยเงินลงทุนมีค่าเท่ากับศูนย์ สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุนเป็นแนวคิดที่ขยายต่อจากทฤษฎีราคาในสถานการณ์ที่แน่นอน โดยประยุกต์กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ในสถานการณ์ที่แน่นอน

ในบริบทของตลาดการเงิน (financial market) ที่มีส่วนประกอบหลักคือตลาดเงิน (money market) และตลาดทุน (capital market) จะมีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ (perfect efficient) ต้องประกอบด้วยประสิทธิภาพ 3 ด้าน ดังนี้ (David, 2000)

1. ประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากร (allocative efficient) หมายถึง ตลาดที่อยู่ในภาวะการแข่งขันเชิงเศรษฐกิจ คือ ตลาดต้องมีการจัดสรรทรัพยากรที่ต้องเสียสละหรือเงินลงทุนให้ไปอยู่ในแหล่งที่ให้ผลตอบแทนสูงสุด



2. ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (operational efficient) หมายถึง ตลาดที่มีต้นทุนในการทำธุรกรรมทางการตลาดหรือการซื้อขายเป็นศูนย์หรือไม่มีต้นทุนการทำธุรกรรม

3. ประสิทธิภาพของข้อมูล (informational efficient) หมายถึง ตลาดที่มีราคาในการซื้อขายหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลที่มีในตลาดอยู่อย่างเต็มที่

ในขณะที่ประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ของตลาดจะประกอบด้วยประสิทธิภาพทั้ง 3 ส่วน แต่ ณ ที่นี้จะถือว่า ตลาดนั้นมีประสิทธิภาพทางการจัดสรรทรัพยากรและการดำเนินงานอยู่แล้ว ซึ่งจุดประสงค์หลัก คือ ตลาดนั้นมีประสิทธิภาพทางข้อมูลหรือไม่ โดยทั่วไปแล้ว วรรณกรรมทางการเงินจะถือว่า ประสิทธิภาพทางข้อมูลของตลาด หมายถึง ประสิทธิภาพตลาด ดังนั้น ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (efficient market) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์สามารถปรับเปลี่ยนได้ทันที เมื่อได้รับข่าวสารหรือข้อมูลใหม่ และราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ แนวคิดนี้มีความเชื่อว่า นักลงทุนซึ่ซบข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่ทั้งหมดอยู่ในรูปของราคาหลักทรัพย์ที่ทำให้มีการตัดสินใจซื้อหรือขาย ความมีประสิทธิภาพของตลาดในที่นี้ จึงหมายถึง ความมีประสิทธิภาพต่อข้อมูลข่าวสาร แนวคิดในเรื่องของสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุน อาจกล่าวได้ว่า สมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ (the efficient market hypothesis--EMH) จะเกิดขึ้นภายใต้ข้อสมมติฐานของแนวความคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพ ดังนี้ (Alexakis & Apergis, 1996; Fortune, 1991)

1. ตลาดที่มีนักลงทุนเป็นจำนวนมาก โดยเป็นนักลงทุนที่มีเหตุผลและต้องการทำกำไรสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง นักลงทุนในตลาดเหล่านี้มีการวิเคราะห์ ประเมิน และซื้อขายหุ้น ทั้งนี้ การตัดสินใจของนักลงทุนเพียงรายเดียวไม่สามารถก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาได้
2. ไม่มีต้นทุนในการได้มาซึ่งข้อมูลข่าวสาร และนักลงทุนแต่ละรายรับข่าวข้อมูลในเวลาไล่เลี่ยกัน
3. ข่าวสารข้อมูลที่เกิดขึ้นในเชิงสุ่มและข้อมูลแต่ละชิ้น ไม่ขึ้นต่อกัน
4. นักลงทุนตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารใหม่อย่างรวดเร็วและเต็มที่ เป็นเหตุให้ราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงตามข่าวสารอย่างรวดเร็ว

ในสถานการณ์จริงของตลาดทุน ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์หนึ่ง ๆ จะแตกต่างกันขึ้นอยู่กับระดับของความเสี่ยงของหลักทรัพย์ การเปรียบเทียบผลตอบแทนของตลาดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่มีระดับความเสี่ยงที่ต่างกัน ทำให้จำเป็นต้องมีการปรับอัตราความเสี่ยงของหลักทรัพย์ ซึ่งทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์เป็นอัตราผลตอบแทนที่ปรับความเสี่ยงแล้ว ซึ่งในทฤษฎีเรียกว่า “risk-adjusted rate of return” อย่างไรก็ตาม โดยเฉลี่ยผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปรับด้วยอัตราความเสี่ยงแล้วย่อมจะใกล้เคียงกับผลตอบแทนของตลาด ภายใต้

เงื่อนไขดังกล่าว นักลงทุนจะกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่คาดหวัง ($E(P_{i,t+1})$) จากชุดของข้อมูลข่าวสาร (θ) ที่ได้ประกาศในงวดเวลาปัจจุบัน ราคาของหลักทรัพย์ที่คาดหวังจะเป็น ดังนี้

$$\Sigma(P_{i,t+1}|\theta_t) = P_{i,t} [1 + \Sigma(r_{i,t+1}|\theta_t)]$$

โดยที่

$P_{i,t}$ = ราคาหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$\Sigma(r_{i,t+1}|\theta_t)$ = ผลตอบแทนที่ตลาดคาดว่าจะได้รับ (expected rate of return)
จากการลงทุนในหลักทรัพย์ i ณ เวลา $t+1$ ภายใต้อข้อมูล
ข่าวสาร ณ เวลา t

หากราคาของหลักทรัพย์ ณ เวลา $t+1$ สูงกว่าราคาหลักทรัพย์ที่คาดหวัง ผลตอบแทนที่ได้รับจริงจะสูงกว่าผลตอบแทนที่คาดหวัง ในทางตรงกันข้ามหากราคาหลักทรัพย์ ณ เวลา $t+1$ ต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์ที่คาดหวัง ผลตอบแทนที่ได้รับจริงจะต่ำกว่าผลตอบแทนที่คาดหวังมีค่าเป็น ได้ทั้งบวกและลบ ในทางทฤษฎีเรียกผลต่างนี้ว่า “ผลตอบแทนเกินปกติ” (abnormal return) ซึ่งเขียนในรูปของสูตรการคำนวณ ได้ ดังนี้ (Rees, 2005)

$$V_{i,t+1} = r_{i,t+1} - \Sigma(r_{i,t+1}|\theta_t)$$

โดยที่

$V_{i,t+1}$ = ผลตอบแทนเกินปกติของบริษัท i ณ เวลา $t+1$

$r_{i,t+1}$ = ผลตอบแทนของบริษัท i ณ เวลา $t+1$

ในความหมายของตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ ผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทโดยเฉลี่ยตลอดระยะเวลาการลงทุนจะต้องเท่ากับศูนย์ (Watts, 1978) ดังนั้น การทดสอบสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุนจึงเป็นการทดสอบผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยที่เกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาที่มีข้อมูลประกาศในตลาดทุน (ต้นทุนในการจัดหาข้อมูลเท่ากับศูนย์) ซึ่งการทดสอบสมมติฐาน นักทฤษฎีทางการเงินได้อธิบายถึง 3 รูปแบบ หรือ 3 ระดับของตลาดที่มีประสิทธิภาพ ดังนี้ (Brigham & Houston, 2001)

1. ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (weak form market efficiency) ประสิทธิภาพของตลาดทุนในลักษณะนี้ ชุดของข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่ทำให้เกิดการเคลื่อนไหวหรือเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในอดีต ได้ถูกสะท้อนอยู่ในราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบัน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายในปัจจุบันจะคำนวณโดยอิงราคาหลักทรัพย์ในอดีตเท่านั้น จากการทดสอบพบว่า การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดทุนระดับนี้ มีลักษณะเป็นแบบสุ่ม (random walk) คือ มีความเป็นอิสระต่อกัน จากลักษณะแบบสุ่มเช่นนี้ ทำให้ค่าคาดการณ์เกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ขึ้นกับราคาในอดีตเท่านั้น

ดังนั้น หากเชื่อว่าราคาตลาดในปัจจุบันได้สะท้อนถึงผลตอบแทนในอดีตทั้งหมดของหลักทรัพย์ และข้อมูลต่าง ๆ เกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์แล้ว สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ ย่อมจะบอกให้ทราบว่า ผลตอบแทนในอดีตรวมทั้งข้อมูลตลาดในอดีต ไม่ควรจะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนในอนาคต (เนื่องจากผลตอบแทนในอดีตและผลตอบแทนในอนาคตควรเป็นอิสระต่อกัน ตามสมมติฐานของตลาดมีประสิทธิภาพ) ด้วยเหตุนี้ นักลงทุนจะได้กำไรน้อยมากหากการตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยอาศัยข้อมูลผลตอบแทนในอดีต หรือข้อมูลตลาดอื่นในอดีต ไม่ว่าจะนักลงทุนจะใช้กฎเกณฑ์หรือเทคนิคใด ๆ ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ (Fama, 1970)

2. ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง (semi-strong form market efficiency) ประสิทธิภาพของตลาดทุนในลักษณะนี้ ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่เปิดเผยให้สาธารณชนได้ทราบแล้วทั้งหมด หรือหมายถึง เมื่อมีการประกาศข้อมูลข่าวสารให้สาธารณชนทราบราคาหลักทรัพย์จะตอบสนองต่อข่าวสารนั้น ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลางนี้ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันไม่ได้เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในอดีตเท่านั้น แต่จะรวมผลของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายในปัจจุบัน โดยการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายจะมีการปรับราคาทันทีที่มีการประกาศข้อมูลในตลาด ได้อย่างถูกต้องและเป็นกลาง โดยตลาดทุนจะมีความเห็นพ้องกันในราคาที่กำหนดตามข้อมูลพื้นฐานทางเศรษฐกิจของธุรกิจตามที่แสดงไว้ในรายงานการเงินหรือข้อมูลทางบัญชี ซึ่งเป็นแหล่งข้อมูลสาธารณะ (public information) ที่สำคัญที่สุดสำหรับนักลงทุน Fohlin (1998) ได้กล่าวถึงข้อมูลสาธารณะจะประกอบด้วยข้อมูล 2 ส่วน ดังนี้ (1) ข้อมูลตลาด (market information) เช่น ราคาหลักทรัพย์ในอดีต ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ และข้อมูลอื่น ๆ ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด เช่น การซื้อขายหน่วยย่อย (odd lot) และการซื้อขายรายใหญ่ (block trade) เป็นต้น (2) ข้อมูลที่ไม่ใช่ข้อมูลตลาด (nonmarket information) เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับการประกาศตัวเลขรายได้ของธุรกิจ และข้อมูลเกี่ยวกับการประกาศการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนราคา



ตลาดต่อกำไรสุทธิ (price-to-earning) หรือ P/E ratios) อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (dividend-yield ratios) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (price-book value หรือ P/BV ratios) การแตกหุ้น (stock splits) ข่าวเกี่ยวกับเศรษฐกิจ และข่าวเกี่ยวกับการเมือง เป็นต้น

ดังนั้น ภายใต้สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลางนี้ นักลงทุนที่ตัดสินใจลงทุนอาศัยข่าวสารใหม่ ๆ ที่สำคัญใด ๆ ก็ตาม หลังจากที่ข้อมูลนั้นได้ประกาศให้สาธารณะชนรับรู้แล้ว ก็ไม่ควรที่จะได้รับผลตอบแทนเกินกว่าผลตอบแทนที่รับรู้ความเสี่ยงโดยเฉลี่ย ในอีกทางหนึ่งคือ ไม่ควรได้รับกำไรที่สูงกว่ากำไรที่รับรู้ความเสี่ยงโดยเฉลี่ย หรืออาจเรียกว่า กำไรเกินปกติ ที่คาดว่าจะได้จากการลงทุน หลังจากหักค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ในการซื้อขายแล้ว (Fama, 1991)

3. ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูง (strong form market efficiency) ประสิทธิภาพของตลาดทุนในลักษณะนี้ ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมด ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลที่ได้ประกาศให้ทราบแล้ว หรือเป็นข้อมูลภายในของบริษัท สมมติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับสูงนี้ นอกจากจะครอบคลุมทั้งสมมติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ และความมีประสิทธิภาพในระดับปานกลางของตลาดไว้แล้ว สมมติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับสูง ยังขยายขอบเขตสมมติฐานโดยอธิบายลักษณะของตลาดที่มีประสิทธิภาพว่า ในตลาดที่มีประสิทธิภาพ นักลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารทั้งหมด โดยไม่มีต้นทุน และนักลงทุนจะได้รับข้อมูลข่าวสารเหล่านั้นพร้อม ๆ กันทุกคนภายในเวลาเดียวกัน จากการยอมรับสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูงตามที่ได้กล่าวมาแล้ว จะหมายความว่า ไม่มีนักลงทุนกลุ่มใดมีความสามารถในการผูกขาดความเป็นเจ้าของข้อมูลทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ได้ ดังนั้น จึงไม่มีนักลงทุนกลุ่มใดได้รับผลตอบแทนเหนือผลตอบแทนที่รับรู้ความเสี่ยงโดยเฉลี่ยได้ตลอดเวลา

กล่าวโดยสรุป ภายใต้สมมติฐานนี้ การศึกษาประสิทธิภาพตลาดทุนจะพิจารณาว่าผลตอบแทนเกินปกติที่เปลี่ยนแปลงไปเพื่อตอบสนองต่อข้อมูลที่เข้าไปในตลาดทุนว่า มีความผิดปกติใด ๆ หรือไม่ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ตลาดสามารถรับรู้ข้อมูลข่าวสารในตลาดทุนหรือไม่ อย่างไร และราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวกับข่าวสารได้รวดเร็วเพียงใด โดยเฉพาะสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง (semi-strong form market efficiency) ซึ่งจะให้ความสำคัญกับข่าวสารที่ปรากฏในงบการเงิน (Bartov, 2008; Jegadeesh & Sheridan, 1993)

สำหรับแนวคิดทางบัญชีของประสิทธิภาพของตลาดทุน เป็นแหล่งข้อมูลที่นักลงทุนจะใช้เป็นข้อมูลในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ โดยเฉพาะข้อมูลทางบัญชีที่ปรากฏในงบการเงิน การวิจัยเกี่ยวกับความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชี ของตลาดทุนในต่างประเทศมีมานาน นักวิจัยสรุปคล้ายกันว่า นักลงทุนที่ต้องการลงทุนในหลักทรัพย์จะใช้ข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ ที่ประกาศในตลาดทุน

นำมากำหนดการซื้อขายราคาหลักทรัพย์ (Fama, 1970; Fama, 1991; Gallant, Rossi, & Tauchen, 1992)

ดังนั้น ในงานวิจัยฉบับนี้จะใช้แนวคิดของสมมติฐานว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง หรือ Semi-strong Form โดยผลงานวิจัยในอดีตของ นีมานวล เขียวรัตน์ (2539), ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์ (2545), ศิลป์ชัย ปวีณพงษ์พัฒน์ (2544), Julsuchada Sirisom (2003), Pannipa Rodwana (1996) และ Suchitra Vacharajitipan (1990) ได้แสดงหลักฐานยืนยันที่สอดคล้องกันว่า การประกาศข้อมูลในงบการเงินจะให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในตลาดทุนของไทยนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งราคาหลักทรัพย์จะมีการปรับตัวทันทีเมื่อมีข่าวการประกาศข้อมูลทางบัญชี ดังนั้น งานวิจัยฉบับนี้จึงทำการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ทางบัญชีเพื่อทดสอบผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับตัวแบบตลาดทุน

การศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีแนวคิดที่เกี่ยวข้อง ดังนี้ (Castagna & Matolcsy, 1978; Chung, 1989; Evans & Archer, 1968)

1. ความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ นักลงทุนจะตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ใด ๆ นั้น นักลงทุนจะทำการประเมินผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ เปรียบเทียบกับความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องของการลงทุนในแต่ละทางเลือกนั้น จากลักษณะของนักลงทุน โดยทั่วไปถูกสมมติว่าเป็นผู้ที่ต้องการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงและมีเหตุมีผล ดังนั้น นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มี 2 ประเภท คือ นักลงทุนระยะสั้นกับนักลงทุนระยะยาว โดยผลตอบแทนที่นักลงทุนในระยะยาวมุ่งหวังจะอยู่ในรูปของเงินปันผล แต่เนื่องจากภาวะความไม่แน่นอนของผลตอบแทนในทั้งสองกรณีที่นักลงทุนได้รับอาจแตกต่างกันไปจากผลตอบแทนที่คาดหวัง ที่เรียกว่า ความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนมี 2 ลักษณะ คือ ความเสี่ยงเนื่องจากลักษณะเฉพาะของกิจการ หมายถึง ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ และ ความเสี่ยงเนื่องจากภาวะทางการตลาด หมายถึง ความเสี่ยงที่เป็นระบบ

ความเสี่ยงเนื่องจากลักษณะเฉพาะของกิจการ เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากความสามารถของผู้บริหารของกิจการ ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน นโยบายการเงิน การผลิต การตลาด กลยุทธ์ที่ใช้ในการฟ้องร้องคดีและเหตุการณ์อื่น ๆ ที่เกิดขึ้นกับกิจการใดกิจการหนึ่งโดยเฉพาะ เนื่องจากเหตุการณ์เหล่านี้เป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นเป็นครั้งคราวและเหตุการณ์ที่ไม่ดีจากกิจการหนึ่งจะถูกชดเชยด้วยเหตุการณ์ที่ดีของอีกกิจการหนึ่ง ดังนั้น ผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อความเสี่ยงในการลงทุน

ของกลุ่มหลักทรัพย์จึงสามารถจัดให้หมดได้โดยการกระจายการลงทุนไปในหลักทรัพย์ต่าง ๆ ในทางตรงกันข้ามความเสี่ยงเนื่องจากภาวะทางการตลาดเป็นความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยต่าง ๆ ซึ่งมีผลกระทบต่อทุกกิจการอย่างเป็นระบบ เช่น เมื่อเกิดสงครามจะมีผลทำให้ภาวะเศรษฐกิจเกิดการถดถอยและระดับอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดจะสูงขึ้น เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่มีแนวโน้มที่จะได้รับผลกระทบจากปัจจัยต่าง ๆ เหล่านี้ในทางลบ ดังนั้น ความเสี่ยงที่เป็นระบบนี้ไม่อาจจัดให้หมดไปได้โดยการกระจายการลงทุน ไม่ว่าความเสี่ยงของผลตอบแทนจะมาจากแหล่งใดก็ตาม เพื่อเพิ่มความมั่นใจแก่นักลงทุนในการตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ให้ได้ผลตอบแทนสูงสุด โดยที่ความเสี่ยงอยู่ในระดับต่ำสุด จึงจำเป็นต้องมีการประเมินหรือวัดค่าความเสี่ยงของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์โดยอาศัยการวิเคราะห์ข้อมูลผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หรือการศึกษาปัจจัยบ่งชี้ความเสี่ยงที่อาศัยข้อมูลทางบัญชีเป็นองค์ประกอบสำคัญ สามารถสรุปความเสี่ยงได้ดังนี้

1.1 ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risks) เป็นความเสี่ยงที่นักลงทุนไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ หรือไม่มีใครสามารถควบคุมได้ กล่าวคือ ความผันผวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของกิจการเมื่อเทียบกับความผันแปรของผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ ซึ่งความเสี่ยงที่เป็นระบบเป็นความเสี่ยงที่ทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง โดยขึ้นอยู่กับความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ต่าง ๆ ทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นผลจากปัจจัยทางการเมือง ปัจจัยทางด้านสังคม และการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ เช่น การเปลี่ยนแปลงรัฐบาล การลดค่าเงินบาท การขึ้นลงของอัตราดอกเบี้ย เป็นต้น โดยที่ราคาของหลักทรัพย์ต่าง ๆ ส่วนใหญ่จะเคลื่อนไหวไปตามปัจจัยเหล่านี้ หากพิจารณาในแง่ของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์จะเห็นว่า ความเสี่ยงประเภทนี้เป็นความเสี่ยงที่ไม่สามารถควบคุมได้และไม่สามารถจัดไปได้โดยการกระจายการลงทุน ทั้งนี้ เนื่องจากเป็นความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยภายนอกหรือสภาวะแวดล้อมอื่น ๆ ที่ส่งผลกระทบต่อการทำงานของธุรกิจ และก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงราคาและผลตอบแทนของการลงทุนของหลักทรัพย์ในที่สุด (Bos & Newbold, 1984; Fama & French, 1992)

1.2 ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (unsystematic risks) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยภายในของกิจการ กล่าวคือ ความผันแปรของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ส่วนที่ไม่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยทั่วไปในตลาด ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบนี้เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากปัจจัยที่มีผลกระทบต่อกิจการใดกิจการหนึ่งโดยเฉพาะ หรือกระทบกระเทือนต่อราคาหุ้นของกิจการนั้นเพียงแห่งเดียว ทำให้กิจการนั้นเปลี่ยนแปลงผิดไปจากกิจการอื่น โดยไม่มีผลกระทบต่อราคาของหุ้นอื่น ๆ ในตลาด ปัจจัยดังกล่าว ได้แก่ การนัดหยุดงานของแรงงาน ความผิดพลาดด้านการบริหารธุรกิจหรือการเปลี่ยนแปลงทีมผู้บริหาร รวมทั้งความเสี่ยงในการดำเนิน

ธุรกิจ และความเสี่ยงทางการเงิน (financial risk) เป็นต้น ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ไม่มีผลกระทบต่ออันตรายและตลาดหลักทรัพย์โดยส่วนรวม และเป็นความเสี่ยงที่สามารถจัดให้หมดไปได้ โดยการกระจายการลงทุน (Bowman, 1979)

สำหรับความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบนี้เป็นความเสี่ยงที่นำมาใช้ในการพัฒนาสมมติฐานการวิจัยเกี่ยวกับความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชี กล่าวคือ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบสามารถอธิบายได้ด้วยข้อมูลที่ปรากฏในงบการเงิน (Beaver, Paul, & Myron, 1970) เพราะความเสี่ยงดังกล่าวนี้จะมีลักษณะเฉพาะของธุรกิจแต่ละแห่งหนึ่ง หมายถึง มีความเป็นไปได้ที่ข้อมูลทางบัญชีของบริษัทจะสามารถอธิบายความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบของบริษัทนั้น ๆ และเมื่อความเสี่ยงดังกล่าวมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ หรือข้อมูลที่เปิดเผยในงบการเงินของบริษัทน่าจะอธิบายผลตอบแทนเกินปกติ

2. ตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ การพัฒนาตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (the capital asset pricing model--CAPM) เริ่มต้นจากการพัฒนาภายใต้สมมติฐานว่า ตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดทุนที่แน่นอนและสมบูรณ์ หมายถึง ตลาดทุนที่มีลักษณะ ดังนี้ (Breden, Gibbons, & Litzenberger, 1989) (1) นักลงทุนสามารถรู้จำนวนกระแสเงินสดในอนาคตและปัจจุบันของบริษัทอย่างแน่นอน (2) การลงทุนของนักลงทุนคนใดคนหนึ่งจะไม่มีผลกระทบต่อการลงทุนของนักลงทุนคนอื่น (3) นักลงทุนสามารถกู้ยืมเงินทุนกันได้ตามอัตราดอกเบี้ยตลาด (4) ไม่มีต้นทุนในการจัดหาข้อมูลข่าวสารรวมทั้งภาษี และ (5) นักลงทุนทุกคนเป็นคนที่มีความเสี่ยงในการตัดสินใจ

ภายใต้ข้อสมมตินี้ มูลค่าของกิจการจะเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการ (Brigham & Houston, 2001) ต่อมา Sharpe (1964) ปรับปรุงตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ภายใต้ข้อสมมติว่า ตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดทุนที่ไม่แน่นอน สำหรับตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์เป็นตัวแทนที่ใช้กำหนดราคาหลักทรัพย์ ณ วันต้นปี โดยกำหนดให้มีการลงทุนในหลักทรัพย์ในวันต้นปี และนักลงทุนจะได้รับกระแสเงินสดจากการลงทุนในวันสิ้นปีภายใต้ข้อสมมติ ดังนี้ (1) ผลตอบแทนในหลักทรัพย์เท่ากับผลตอบแทนที่คาดหวัง (2) ตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดสมบูรณ์ (3) นักลงทุนเป็นผู้ที่มีความเสี่ยงและหลีกเลี่ยงความเสี่ยง และมีความต้องการที่ได้รับอัตราประโยชน์จากการลงทุนสูงสุด (4) นักลงทุนคนอื่น ๆ เป็นผู้ที่มีความเสี่ยงและมีความคาดหวังในอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงในลักษณะเดียวกัน (5) มีหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงในตลาด นักลงทุนสามารถกู้ยืมและให้ยืมระหว่างกัน ผลตอบแทนเท่ากับผลตอบแทนในหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง

จากแนวคิดในการพัฒนาตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ภายใต้ข้อสมมติของตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่ไม่แน่นอน กรณีช่วงระยะเวลาการลงทุนมากกว่า 1 ปี ราคาหลักทรัพย์ ณ วันต้นปีจะเท่ากับผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับ ซึ่งมีผลตอบแทนที่คาดหวังเป็นอัตราส่วนลดมูลค่าปัจจุบัน โดยผลตอบแทนที่คาดหวังจะแตกต่างกันไปในแต่ละปี ซึ่งจุดประสงค์ในการตรวจสอบความสามารถของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ของนักวิจัยเริ่มแรกมีขึ้นเพื่อสนับสนุนแนวคิดทางการเงิน ซึ่งเป็นหลักฐานที่แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนใช้ข้อมูลทางบัญชีประเมินราคาหลักทรัพย์ และในการตรวจสอบความสามารถของข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ นักวิจัยใช้ตัวแบบตลาดทุน (market model) ของ Sharpe (1964) ในการประมาณค่าผลตอบแทนที่ไม่คาดหวัง หรือเรียกว่า ผลตอบแทนเกินปกติ ซึ่งเป็นตัวแบบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างผลตอบแทนของบริษัทกับผลตอบแทนของตลาด ซึ่งจะกล่าวในรายละเอียดต่อไป (Abarbanell & Bushee, 1998)

3. กลุ่มหลักทรัพย์และตัวแบบตลาดทุน แนวคิดเกี่ยวกับกลุ่มหลักทรัพย์และการใช้ตัวแบบตลาดทุน สามารถสรุปได้ ดังนี้

3.1 กลุ่มหลักทรัพย์ (portfolio) หมายถึง การลงทุนในหลักทรัพย์มากกว่า 1 ประเภท และหรือจำนวนของกิจการมากกว่า 1 กิจการ ซึ่งในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์นั้น นักลงทุนอาจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์หลายชนิด โดยยึดหลักว่า ยิ่งกระจายการลงทุนไปในหลักทรัพย์อื่นจะช่วยลดความเสี่ยงโดยรวมในการลงทุน (จิริตัน สังข์แก้ว, 2544) ซึ่งตามทฤษฎีของ Markowitz กล่าวว่า นักลงทุนที่พยายามจะลดความเสี่ยงโดยการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์หลาย ๆ ประเภท ไม่ได้ช่วยลดความเสี่ยงหรือความแปรปรวนของผลตอบแทนของกลุ่มการลงทุน หากผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละชนิดนั้นเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันอยู่ตลอดเวลา (Fabozzi & Markowitz, 2002) แนวคิดโดยทั่วไปนักลงทุนจะตัดสินใจโดยยึดตามความมั่งคั่งและความพอใจของตนเป็นหลัก ในทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์สามารถอธิบายบทบาทของข้อมูลทางบัญชีที่จำเป็นสำหรับการตัดสินใจ ในช่วงเวลาหนึ่งนั้นจะมีปัจจัยที่นักลงทุนสนใจ คือ ผลตอบแทนที่คาดหวัง (expected return) และความแปรปรวน (variance of return) ของหลักทรัพย์ที่สนใจ สำหรับบทบาทของข้อมูลทางบัญชี จะเป็นการเสริมความเชื่อมั่นของนักลงทุน เช่น ความมั่นใจเกี่ยวกับผลตอบแทนและความเสี่ยงที่คาดการณ์ไว้สำหรับแต่ละกลุ่มลงทุน ดังนั้น บทบาทของข้อมูลจะอยู่ในความผันแปรของปัจจัยจากความเชื่อของนักลงทุน (Pannipa Rodwanna, 1996)

3.2 ตัวแบบตลาดทุน (market model) สำหรับตัวแบบตลาดทุนมีข้อสมมติว่านักลงทุนเป็นผู้ที่มีความระมัดระวังเกี่ยวกับความเสี่ยง มุ่งที่ผลระยะสั้นมากกว่าระยะยาว มีความคาดหวังที่จะได้รับอรรถประโยชน์สูงสุด โดยคำนึงถึงผลตอบแทนและความเสี่ยงในการเลือกถือหลักทรัพย์ตามหลักทรัพย์ทั่วไป ตามนัยของตัวแบบตลาดทุน คือ ผลตอบแทนของบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงเส้นตรงกับผลตอบแทนของตลาด หรืออีกนัยหนึ่งคือ ปัจจัยมหภาคหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบต่างๆ จะสะท้อนอยู่ในรูปของปัจจัยเพียงปัจจัยเดียวคือ อัตราการเปลี่ยนแปลงดัชนีตลาด อย่างไรก็ตาม ปัจจัยดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ไม่เท่ากัน ขึ้นอยู่กับความอ่อนไหวของหลักทรัพย์แต่ละตัว (Sensitivity: β) ต่อปัจจัยนั้น ความอ่อนไววนั้นได้จากการวิเคราะห์ความถดถอย ดังนี้ Sharpe (1964)

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

โดยที่

R_{it} = ผลตอบแทนของบริษัท i ณ เวลา t

R_{mt} = ผลตอบแทนของตลาด ณ เวลา t

α_i = ส่วนประกอบของผลตอบแทนของบริษัท i ที่ไม่ขึ้นตรงกับผลตอบแทนโดยรวมของตลาด

β_i = ค่าสัมประสิทธิ์แสดงการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัท i เมื่อเทียบกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนโดยรวมของตลาด

ϵ_{it} = ค่าความผิดพลาด หรือผลต่างระหว่างผลตอบแทนของบริษัทกับผลตอบแทนที่คาดหวัง ซึ่งถือเป็นผลตอบแทนเกินปกติ (abnormal return)

การวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยเลือกใช้ตัวแบบตลาดทุน (market model) ของ Sharp (1964) ซึ่งเป็นตัวแบบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างผลตอบแทนของบริษัทใดบริษัทหนึ่งกับผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของตลาด โดยใช้วิธีวิเคราะห์สมการถดถอยของผลตอบแทนของบริษัทกับผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของตลาด ซึ่งการประมาณค่าพารามิเตอร์ในตัวแบบดังกล่าวจะต้องใช้ข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงก่อนช่วงระยะเวลาที่นำมาทดสอบการประกาศข้อมูลในงบการเงิน เพื่อนำไปคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวัง (expected return) สาเหตุที่ใช้ข้อมูลผลตอบแทนของบริษัทและผลตอบแทนของตลาดจำนวน 60 วัน ก่อนช่วงระยะเวลาที่จะนำมาทดสอบ เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็น

ตลาดที่ผันผวนประกอบกับขนาดของตลาดที่มีขนาดเล็ก การเลือกช่วงเวลาที่ดีจะช่วยลดผลกระทบที่เกิดจากปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ซึ่งไม่สามารถขจัดออกไปได้ (จิตาภรณ์ สินจรรุญศักดิ์, 2552; นิ่มนวล เขียวรัตน์, 2539; ศิลป์ชัย ปวิณพงษ์พัฒน์, 2544; Pannipa Rodwanna, 1996; Sasivimol Meeampol, 1997)

ทฤษฎีทางการเงิน ได้แบ่งส่วนประกอบของผลตอบแทนของบริษัทออกเป็น 2 ส่วน คือ ผลตอบแทนจากการลงทุนส่วนที่เป็นระบบ ($\beta_i R_{mt}$) ซึ่งเป็นส่วนที่สะท้อนถึงผลตอบแทนของบริษัทใดบริษัทหนึ่ง que เปลี่ยนแปลงไปตามผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์อื่น ๆ ในตลาด (R_{mt}) และอีกส่วนหนึ่งคือผลตอบแทนจากการลงทุนส่วนที่ไม่เป็นระบบ หรือเรียกว่า ผลตอบแทนส่วนที่เหลือ (residual returns) เท่ากับ $\alpha_i + \epsilon_{it}$ ซึ่งเป็นส่วนของผลตอบแทนที่ไม่เปลี่ยนแปลงไปตามผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์อื่น ๆ ในตลาด ผลตอบแทนที่เป็นระบบของบริษัทจะได้รับผลกระทบจากสถานะแวดล้อมทางเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นผลกระทบโดยรวมต่อหลักทรัพย์ของทุกบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ในขณะที่ผลตอบแทนของบริษัทส่วนที่เหลือ คือ ϵ_{it} เป็นผลกระทบจากลักษณะเฉพาะของกิจการนั้น ๆ

ดังนั้น ในการตรวจสอบผลกระทบของข้อมูลทางบัญชี จึงกำหนดให้ใช้ผลตอบแทนของบริษัทในส่วนที่เหลือ (residual returns) ในช่วงเวลาประกาศข้อมูลทางบัญชีในงบการเงิน เป็นค่าวัดในการอธิบายการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ ดังนั้น ϵ_{it} (ค่าความเคลื่อนไหวในการประมาณผลตอบแทนจากการลงทุนที่คาดหวัง) จึงเป็นตัวแปรที่สะท้อนให้เห็นถึงผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถคำนวณได้ในแต่ละขั้นตอน ดังนี้

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

$$AR_{it} = \text{ผลตอบแทนเกินปกติของบริษัท } i \text{ เวลา } t$$

$$R_{it} = \text{ผลตอบแทนของบริษัท } i \text{ เวลา } t$$

$$\alpha_i = \text{ผลตอบแทนของบริษัท } i \text{ เวลา } t \text{ ที่ไม่สามารถอธิบายได้ว่าเกิดขึ้นจากปัจจัยใด}$$

$$\beta_i R_{mt} = \text{ผลตอบแทนของบริษัท } i \text{ เวลา } t \text{ ที่ผันแปรตามอัตราผลตอบแทนของตลาด}$$

การคำนวณหาผลตอบแทนของบริษัท i เวลา t (R_{it}) จะคำนวณจากสูตร ดังนี้

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1}) + D_{it}}{P_{it-1}}$$

โดยที่

- R_{it} = ผลตอบแทนรายวันบริษัท i เวลา t
 P_{it} = ราคาปิดของหลักทรัพย์ของบริษัท i เวลา t
 P_{it-1} = ราคาปิดหลักทรัพย์ของบริษัท i เวลา $t-1$
 D_{it} = เงินปันผลของบริษัท i เวลา t มีการประกาศจ่าย ณ วันที่ตลาดหลักทรัพย์ขึ้นเครื่องหมาย XD ซึ่งหมายถึง ผู้ถือหลักทรัพย์ไม่มีสิทธิได้รับเงินปันผล

ในกรณีที่มีการแตกหุ้น (stock split) หรือการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่ผู้ถือหุ้น (right offering) การให้หุ้นปันผล (stock dividend) รายการเหล่านี้จะมีผลต่อการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเกี่ยวข้องกับการคาดคะเนกระแสเงินสดในอนาคตที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับ ดังนั้น จึงต้องมีการปรับราคาของหลักทรัพย์ให้เป็นฐานเดียวกันก่อนเพื่อการคำนวณที่ถูกต้อง โดยใช้สูตรการปรับ ดังนี้

$$ACCADJ(t) = \frac{CLSPRC(t-1) * Amount(d) * [1 + Amount(r) + Amount(s)]}{CLSPRC(t-1) + [SUBPRC * Amount(d) * Amount(r)]}$$

$$P_{ADJ} = CLSPRC(t) * ACCADJ$$

โดยที่

- $ACCADJ(t)$ = อัตราส่วนที่ใช้ปรับราคาหลักทรัพย์ ณ วัน DTEXDI
 $CLSPRC(t-1)$ = ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่ $t-1$
 $Amount(d)$ = จำนวนหุ้นใหม่ที่ได้รับ รวมจำนวนหุ้นเดิมที่มีอยู่
 $Amount(r)$ = อัตราส่วนการได้สิทธิซื้อหุ้นเพิ่มทุน ณ วันที่ DTEXDI
 $Amount(s)$ = อัตราส่วนของหุ้นปันผลที่ได้รับ ณ วันที่ DTEXDI
 $CLSPRC(t)$ = ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่ t
 $DTEXDI$ = วันที่ตลาดหลักทรัพย์ขึ้นเครื่องหมาย ผู้ถือหุ้นใหม่ไม่ได้รับสิทธิต่าง ๆ
 $SUBPRC$ = ราคาของการใช้สิทธิ
 P_{ADJ} = ราคาหลักทรัพย์ที่ปรับค่าแล้ว



สำหรับการคำนวณค่า R_{mt} จะคำนวณจากสูตร ดังนี้

$$R_{mt} = \frac{(SI_t - SI_{t-1})}{SI_{t-1}}$$

R_{mt} = ผลตอบแทนโดยรวมของตลาดเวลา t
 SI_t = ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาด เวลา t
 SI_{t-1} = ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาด เวลา $t-1$

ช่วงระยะเวลาที่ใช้ในการประมาณค่าพารามิเตอร์ (α และ β) สามารถคำนวณโดยใช้ตัวแบบตลาดทุน ด้วยข้อมูลผลตอบแทนของบริษัท (R_{it}) และผลตอบแทนจากการลงทุนของตลาด (R_{mt}) ที่เกิดขึ้นจริงในช่วงระยะเวลา 60 วัน ก่อนช่วงที่จะนำมาทดสอบ โดยกำหนดให้วันประกาศข้อมูลทางบัญชีเป็นวันที่ 0 หลังจากนั้นนำค่า (α และ β) ที่คำนวณได้ของแต่ละบริษัทไปคำนวณหาค่าผลตอบแทนที่คาดหวัง (expected return) จากตัวแบบตลาดทุน จะสามารถแสดงช่วงระยะ t ได้ดังนี้

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$t = -60, \dots, -1$

สำหรับการคำนวณผลตอบแทนเกินปกติ (AR) ณ วันที่ 0 โดยใช้ค่าประมาณของพารามิเตอร์ α และ β จากขั้นที่ 1 โดยตัวแบบการคำนวณ ดังนี้

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (2)$$

โดยที่

AR_{it} = ผลตอบแทนเกินปกติของบริษัท i ณ เวลา t
 R_{it} = ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของบริษัท i ณ เวลา t
 $E(R_{it})$ = ผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัท i ณ เวลา t

จะเห็นได้ว่า ผลตอบแทนเกินปกติของบริษัท ซึ่งคำนวณจากสมการที่ 2 คือค่าความคลาดเคลื่อนของการประมาณค่าผลตอบแทนที่ไม่คาดหวังของบริษัท i ณ วันที่ t

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ ผู้วิจัยได้ทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

การวิจัยเกี่ยวกับข้อมูลทางบัญชีรายการกำไรทางบัญชี สำหรับกำไรทางบัญชี คือ ผลต่างระหว่างรายได้ที่เกิดขึ้นในงวดบัญชีกับต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้อง กำไรทางบัญชีจึงเกิดขึ้นจากเกณฑ์การจับคู่รายได้และค่าใช้จ่าย ซึ่งกำหนดให้กิจการรับรู้รายได้พร้อมกับค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากรายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีเดียวกัน งานวิจัยฉบับนี้ได้มุ่งเน้นที่จะศึกษาถึงกำไรจากการดำเนินงาน ผลงานวิจัยของ Ball and Brown (1968) ศึกษาว่าตลาดหลักทรัพย์มีการตอบสนองต่อการประกาศข้อมูลทางบัญชีรายการกำไรทางบัญชีหรือไม่อย่างไร ผลการศึกษาพบว่า ค่าดัชนีผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์สัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนที่ไม่คาดหวัง โดยค่าดัชนีผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีกำไรที่ไม่คาดหวังที่เจริญเติบโตขึ้นจะมีความสัมพันธ์เชิงบวก ขณะที่ค่าดัชนีผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีกำไรต่ำกว่าที่คาดหวังจะมีความสัมพันธ์เชิงลบ แสดงให้เห็นว่า ตลาดทุนมีการตอบสนองอย่างสมเหตุสมผลต่อทิศทางการเติบโตของกำไร อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของ Ball and Brown (1968) พบว่าตลาดทุนตอบสนองต่อข่าวสารการประกาศกำไรทางบัญชีเป็นส่วนใหญ่ โดยประมาณ 85% ของข้อมูลที่ใช้ทดสอบทั้งหมด โดยสะท้อนอยู่ในระดับราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไปในช่วงระยะเวลาก่อนการประกาศกำไร ซึ่งอาจแสดงถึงข่าวการประกาศกำไรทางบัญชียังเป็นข้อมูลที่ไมทันต่อเวลา (lack of timeliness) ขณะที่ Beaver (1968) ศึกษาว่าความแปรปรวนของการปรับตัวของผลตอบแทนเกินปกติ (abnormal returns) เป็นตัววัดผลกระทบในช่วงเวลาที่มีการประกาศกำไรทางบัญชี ผลการศึกษาพบว่า ความแปรปรวนของระดับหลักทรัพย์ในสัปดาห์ที่มีการประกาศกำไรทางบัญชีมีค่าสูงกว่าสัปดาห์ที่ไม่มีการประกาศกำไร Beaver (1968) จึงสรุปว่า กำไรทางบัญชีมีคุณค่าต่อนักลงทุนในการนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ รวมทั้งงานวิจัยของ Lev (1989) เพื่อประเมินความมีคุณค่าของกำไรทางบัญชี ผลการวิจัยกลับพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (adjusted R²) มีค่าน้อยลง จึงเริ่มเกิดประเด็นปัญหาที่ว่ากำไรทางบัญชีมีประโยชน์ต่อนักลงทุนในการนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์หรือไม่ กล่าวคือ สามารถสะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของกิจการ หรือมูลค่าของกิจการ (value of firm) ได้หรือไม่ ประกอบกับการศึกษาความมีคุณค่าของกำไรยังจำกัดอยู่เฉพาะกำไรทางบัญชีและส่วนประกอบของกำไร ได้แก่ รายได้ ค่าใช้จ่าย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เท่านั้น จึงทำให้นักวิจัยในระยะหลังเริ่มให้ความสำคัญกับตัววัดผลการดำเนินงานในรูปแบบอื่น

นอกจากนี้ Easton and Harris (1991) ต้องการศึกษากว่า กำไรทางบัญชีในงวดปัจจุบัน กำไรทางบัญชีในงวดก่อน และการเปลี่ยนแปลงของกำไรทางบัญชีงวดปัจจุบัน มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนเกินปกติหรือไม่ รวมถึงกรณีที่ธุรกิจมีกำไรที่ไม่คาดหวัง (unexpected earnings) มีความเกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นได้หรือไม่ ผลการศึกษาปรากฏว่า กำไรทางบัญชีในงวดปัจจุบัน กำไรทางบัญชีในงวดก่อน และการเปลี่ยนแปลงของกำไรทางบัญชีงวดปัจจุบัน มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติในทิศทางเดียวกัน เมื่อเปรียบเทียบจากค่า R^2 ของแต่ละสมการ พบว่า กำไรทางบัญชีงวดปัจจุบันสามารถอธิบายผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ได้ดีกว่าการเปลี่ยนแปลงของกำไรทางบัญชีและกำไรทางบัญชีในงวดก่อน ตามลำดับ นอกจากนี้ เมื่อพิจารณากำไรทางบัญชีงวดปัจจุบันและการเปลี่ยนแปลงของกำไรทางบัญชีงวดปัจจุบันร่วมกัน ยังสามารถใช้อธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนเกินปกติได้ แสดงว่า กำไรทางบัญชีเป็นข้อมูลที่นักลงทุนนำมาใช้ในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

รวมทั้ง Ahsan (2004) และ Anderson (1992) ต่างสรุปสอดคล้องกันว่า การประกาศกำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติ โดย Ahsan (2004) ศึกษากลุ่มตัวอย่างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของโตเกียว ระหว่างปี ค.ศ. 1992-1999 และ Anderson (1992) ศึกษากลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของนิวยอร์ก จำนวน 1,617 บริษัท ระหว่างปี ค.ศ. 1974-1982 แบบรายไตรมาส นักวิจัยสรุปว่า การประกาศข่าวที่เป็นข่าวดีจะทำให้ให้นักลงทุนมีการตอบสนองต่อข่าวนั้น ๆ ในทิศทางเดียวกัน โดยเฉพาะการประกาศข้อมูลรายการกำไร สำหรับ Strong and Walker (1993) ได้ยืนยันหลักฐานว่าข้อมูลที่ปรากฏในงบการเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ข้อมูลทางบัญชีที่นักวิจัยนำมาศึกษา ประกอบด้วย กำไรก่อนรายการพิเศษ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอังกฤษ นอกจากนี้ นักวิจัยศึกษาผลกระทบจากปัจจัยอื่น ๆ ที่เป็นตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท ชนิดของอุตสาหกรรม ที่สามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีต่าง ๆ ผลการศึกษาพบว่า กำไรก่อนรายการพิเศษ ขนาดของบริษัท และชนิดของอุตสาหกรรม มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติ

อีกทั้งผลการศึกษาของ Kallunki, Martikainen and Martikainen (1998) พบว่า ข้อมูลยอดขายสุทธิหรือรายได้สุทธิ กำไรจากการดำเนินงาน กำไรหลังค่าใช้จ่ายทางการเงิน กำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรทางสุทธิ เป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ที่นักลงทุนนำมาใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ นักวิจัยได้เสนอความคิดเห็นว่า การใช้ตัวเลขกำไรบรรทัดสุดท้ายเพียงข้อมูลเดียวอาจไม่เหมาะสม เพราะผู้บริหารมีโอกาสบริหารตัวเลขกำไร อย่างไรก็ตาม นักลงทุนจะต้องนำข้อมูลทาง

บัญชีในด้านต่าง ๆ มาประกอบการตัดสินใจในการซื้อขายหลักทรัพย์ รวมทั้งนำมาประเมินผลการดำเนินงานหรือกระแสเงินสดที่คาดหวังในอนาคตของกิจการ

การวิจัยเกี่ยวกับข้อมูลทางบัญชีรายการดอกเบี้ยรับ สำหรับดอกเบี้ยรับ ถือเป็นรายได้จากการดำเนินงานอื่นที่ไม่ใช่รายได้จากการขายหรือการให้บริการ ดังนั้น ดอกเบี้ยรับ คือ เงินที่ได้รับเพิ่มขึ้นจากการลงทุน การให้บุคคลอื่นกู้ยืม ซึ่งคำนวณเป็นอัตราร้อยละต่อปี ผลงานวิจัยของ Al-Horani (2010) ศึกษาส่วนประกอบของกำไร ประกอบด้วย ดอกเบี้ยรับ รายได้อื่น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อัมมาน ระหว่างปี ค.ศ. 2000-2008 ผลการศึกษาพบว่า บริษัทขนาดเล็ก รายการดอกเบี้ยรับ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนเกินปกติ กล่าวคือ ดอกเบี้ยรับลดลง ผลตอบแทนเกินปกติจะปรับตัวเพิ่มขึ้น แสดงให้เห็นว่า ดอกเบี้ยรับ เป็นปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนนำไปใช้ตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ สำหรับบริษัทขนาดใหญ่ รายได้อื่นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญ ผลการวิจัยครั้งนี้จึงเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นและนักลงทุน

การวิจัยเกี่ยวกับข้อมูลทางบัญชีรายการภาษีอากร สำหรับภาษีอากร คือ เงินที่รัฐบาลบังคับเก็บจากผู้บริโภค เพื่อนำไปใช้ในกิจการของรัฐบาล โดยไม่มีผลตอบแทนโดยตรงแก่ผู้เสียภาษีอากร หรืออีกความหมาย คือ เงินได้หรือทรัพยากรที่เคลื่อนย้ายจากเอกชนไปสู่รัฐบาล แต่ไม่รวมถึงการกู้ยืมหรือขายสินค้า หรือให้บริการในราคาทุนโดยรัฐบาล วัตถุประสงค์ในการเก็บภาษี เพื่อหารายได้ให้เพียงพอกับค่าใช้จ่ายของรัฐบาล เพื่อการกระจายรายได้ เพื่อควบคุมการบริโภคของประชาชน เพื่อการชำระหนี้สินของรัฐบาล หรือสนองนโยบายธุรกิจและการคลังของรัฐบาล ผลงานวิจัยของ Pekka (1990) ได้วิเคราะห์พฤติกรรมของนักลงทุนที่มีต่อโครงสร้างภาษี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศฟินแลนด์ ผลการศึกษาพบว่า ภาษีอากรมีผลต่อการปรับตัวของผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนผลการศึกษาของ Hayn (1989) ที่พบว่า ภาษีอากรมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ นักวิจัยอธิบายว่า ภาษีอากรเป็นสิ่งสำคัญต่อการพัฒนาประเทศจึงควรจัดเก็บอย่างมีประสิทธิภาพ เช่นเดียวกับผลงานวิจัยของ Hu (1998) ศึกษาการเปลี่ยนแปลงภาษีอากรที่เกิดขึ้นในประเทศฮ่องกง ญี่ปุ่น เกาหลีและไต้หวัน ในช่วงปี ค.ศ. 1975-1994 พบว่า ภาษีอากรมีความสัมพันธ์กับการปรับตัวของผลตอบแทนเกินปกติ กล่าวคือ เมื่อภาษีอากรเพิ่มขึ้นผลตอบแทนเกินปกติจะปรับตัวเพิ่มขึ้น และพบว่า ภาษีอากรของบริษัทขนาดเล็ก มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

การวิจัยเกี่ยวกับข้อมูลทางบัญชีรายการต้นทุนขาย อัตราส่วนต้นทุนขายต่อยอดขาย เป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัท โดยบ่งบอกถึงความสามารถในการบริหารและการวางแผนของฝ่ายบริหารในการสร้างผลกำไรหรือผลตอบแทนให้กับบริษัทมากขึ้นเพียงใด ในการตีความอัตราส่วนต้นทุนขายต่อยอดขาย หากค่าที่ได้มีค่าสูงแสดงว่ากิจการต้องใช้ต้นทุนขายสูงเพื่อก่อให้เกิดยอดขาย แต่หากค่าที่ได้มีค่าต่ำแสดงว่ากิจการใช้ต้นทุนขายต่ำเพื่อก่อให้เกิดยอดขาย นั่นคือกิจการมีประสิทธิภาพในการบริหารต้นทุน ผลงานวิจัยของ Prezas, Simonyan and Vasudevan (2009) ศึกษาบริษัทในสหรัฐอเมริกาจำนวน 251 บริษัท ระหว่างปี ค.ศ. 2000-2005 พบว่า ต้นทุนมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญ รวมทั้งผลงานวิจัยของ John, Lang and Netter (1992) ที่พบว่า ต้นทุนขายมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ

การวิจัยเกี่ยวกับข้อมูลทางบัญชีรายการคงค้าง สำหรับรายการคงค้างเป็นการบันทึกบัญชีเกี่ยวกับรายได้หรือค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง ซึ่งกิจการต้องบันทึกบัญชีเพื่อให้เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีที่ยอมรับ โดยทั่วไป ถึงแม้ยังไม่ได้รับเงินสดเข้ามาหรือจ่ายเงินสดออกไป ซึ่งทำให้มีผลกระทบต่อกระแสเงินสดของกิจการในอนาคต ผลงานวิจัยของ Haw, Qi and Wu (2001) ศึกษาถึงลักษณะข้อมูลจากเกณฑ์คงค้างที่เปิดเผยไว้ในตลาดทุนประเทศจีน ทดสอบตามตัวแบบของ Jones ว่ารายการคงค้างมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติหรือไม่ ผ่านการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ เก็บข้อมูลจำนวน 1,516 บริษัทจากตลาดทุนของประเทศจีน ในช่วงปี ค.ศ. 1995-1998 นักวิจัยต้องการสื่อให้เห็นถึงความแตกต่างจากงานวิจัยในอดีตที่ศึกษาในประเทศที่มีการพัฒนาตลาดทุนอย่างสมบูรณ์ เช่น สหรัฐอเมริกาหรือสหราชอาณาจักร จึงมีแนวคิดที่จะศึกษาดตลาดทุนในประเทศจีน ผลการศึกษาพบว่า รายการคงค้างมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ เช่นเดียวกับ ผลงานวิจัยของ Sloan (1996) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างที่แสดงในงบการเงินกับผลตอบแทนเกินปกติ จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก จำนวน 40,679 บริษัท ในปี ค.ศ. 1993 ผลการศึกษาพบว่า รายการคงค้างเพิ่มขึ้นจะทำให้ผลตอบแทนเกินปกติปรับตัวลดลง

การวิจัยเกี่ยวกับข้อมูลทางบัญชีรายการกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน สำหรับงบกระแสเงินสดเป็นงบการเงินที่แสดงการได้มาและใช้ไปของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด โดยทั่วไปการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของกระแสเงินสดมีสาเหตุมาจากกิจกรรม 3 กิจกรรม คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน ในงานวิจัยฉบับนี้จะมุ่งศึกษาถึงกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (cash flows from operating activities) เท่านั้น ซึ่งหมายถึง กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการ หรือจากกิจกรรมอื่นที่ไม่ใช่กิจกรรมลงทุนหรือกิจกรรมจัดหาเงิน มักเป็นผลมาจากรายการ

ต่าง ๆ และเหตุการณ์อื่นที่เกิดขึ้นในการคำนวณกำไรสุทธิ เป็นเครื่องบ่งชี้ความสามารถของกิจการในการสร้างหรือบริหารกระแสเงินสดให้เพียงพอเพื่อจ่ายชำระเงินกู้ยืมในการดำเนินงานของกิจการเพื่อจ่ายปันผล โดยไม่ต้องพึ่งพาการจัดหาเงินจากแหล่งเงินภายนอก ผลการวิจัยของ Dechow (1994) ศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีรายการกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน โดยศึกษากลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ช่วงปี ค.ศ. 1960- 1989 เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนเกินปกติ ภายใต้กลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา แบ่งตามระยะเวลาในการสำรวจออกเป็น 3 กลุ่ม คือ สำรวจรายไตรมาส สำรวจเป็นรายปี และสำรวจรายสี่ปี ผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนเกินปกติ เช่นเดียวกับผลงานวิจัยของ Francis, Schipper and Vincent (2003) ศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกาจำนวน 16 อุตสาหกรรม คิดเป็น 6,099 ตัวอย่าง ระหว่างปี ค.ศ. 1990-2000 ผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนเกินปกติ เช่นเดียวกับ ผลงานวิจัยของ Haw, Qi and Wu (2001) และ Yoon and Miller (2003) พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสามารถอธิบายผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการคาดหวังผลตอบแทนจากการลงทุน

การวิจัยเกี่ยวกับกลุ่มของตัวแปรปรับ สำหรับตัวแปรปรับ (moderators) ถือว่าเป็นตัวแปรที่มีความสำคัญมากและน่าสนใจอย่างยิ่ง โดยปกติแล้วนักวิจัยทั่วไปมักจะศึกษาถึงผลกระทบของตัวแปรใดตัวแปรหนึ่งที่มีต่อตัวแปรอีกตัวแปรหนึ่ง แต่ในบางครั้งผลกระทบของตัวแปรนั้นอาจขึ้นอยู่กับตัวแปรที่สาม หรือเรียกว่า ตัวแปรปรับ Saunders (1956) และ Sharma et al., (1981) กล่าวว่า ตัวแปรปรับเป็นตัวแปรซึ่งไปปรับเปลี่ยนความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม ดังนั้น ตัวแปรปรับจึงเป็นตัวแปรที่อิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงรูปแบบหรือขนาดของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม ผลงานวิจัยของ Graham, King and Bailes (2000) ได้ทดสอบการแบ่งกลุ่มย่อย ว่ามีความเหมาะสมกว่าการวิเคราะห์ข้อมูลรวมกันหรือไม่ ผลการทดสอบค่าสถิติ F ของ Chow (Chow test) พบว่า การแบ่งกลุ่มย่อยออกเป็น 2 กลุ่มเพื่อการวิเคราะห์เป็นวิธีที่เหมาะสมทางสถิติมากกว่าการวิเคราะห์ข้อมูลแบบรวม กล่าวคือ กลุ่มข้อมูลก่อนวิกฤตการณ์ทางการเงิน กำไรทางบัญชีและมูลค่าทางบัญชี สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยมีรูปแบบความสัมพันธ์ที่แตกต่างจากกลุ่มข้อมูลหลังวิกฤตการณ์ทางการเงิน

สำหรับการศึกษา ผลกระทบจากการประกาศข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยสนใจศึกษาขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ และความเสียหายของบริษัทที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ที่นำมาเป็นตัวแปรปรับ ว่าตัวแปรดังกล่าวมีความเหมาะสมเป็นตัวแปรปรับได้หรือไม่ และไปปรับเปลี่ยนผลกระทบของตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามหรือไม่ โดยมีรายละเอียดเกี่ยวกับขนาดของบริษัทและความเสียหายของบริษัทที่เป็นตัวแปรปรับ ดังนี้

ขนาดของบริษัท โดยปกติขนาดของบริษัทเป็นสิ่งที่บ่งบอกได้ว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีทรัพยากรมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก ไม่ว่าจะเป็นจำนวนเงินทุน จำนวนพนักงาน (Saunders, 2000) ดังนั้น หากการดำเนินงานของบริษัทเกิดความล้มเหลว บริษัทขนาดใหญ่จะได้รับความเสียหายมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทขนาดเล็ก จะเห็นได้ว่า ความเสียหายของบริษัทขนาดใหญ่จะมีความเสียหายมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ในทางตรงกันข้าม บริษัทขนาดใหญ่จะมีความสามารถในการทำกำไรสูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก เพราะบริษัทขนาดใหญ่ได้เปรียบทางด้านต้นทุน (Mondy, Noe & Premeaux, 2002) อีกทั้งบริษัทขนาดใหญ่มีความพร้อมในการเปิดเผยผลการดำเนินงานมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก (Atiase, Bamber & Freeman, 1988; Owusu-Ansah, 2000) จากงานวิจัยของ Collins et al. (1997) พบว่า ขนาดของบริษัทเป็นปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Chen and Kao (2004) ; Qi, Wu and Zhang (2000); Xie, Davidson and Dadalt (2003) นำขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์เข้ามาเป็นตัวแปรหนึ่งที่ศึกษาผลกระทบระหว่างขนาดของบริษัทกับผลการดำเนินงานของบริษัท ผลการศึกษาพบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท รวมทั้งงานวิจัยตลาดทุนของประเทศไทยของ จูติภรณ์ สินจรูญศักดิ์ (2552), นิ่มนวล เขียวรัตน์ (2539) และ Pannipa Rodwana (1996) มุ่งเน้นการวิจัยความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนเกินปกติ สำหรับการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่วัดค่าจากผลตอบแทนเกินปกติ และทดสอบปัจจัยตามคุณลักษณะของกิจการเกี่ยวกับ ขนาดของบริษัท พบว่า ขนาดของบริษัทเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนนำมาใช้ในการกำหนดหลักทรัพย์

ดังนั้น จากผลงานวิจัยดังกล่าวจึงเป็นที่น่าสนใจว่า ขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ ในการนำมาเป็นตัวแปรปรับ ที่มีความสำคัญและน่าสนใจอย่างยิ่ง จะไปปรับเปลี่ยนผลกระทบระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามหรือไม่ อย่างไร หรือมีความเหมาะสมที่เป็นตัวแปรปรับหรือไม่ ดังนั้น งานวิจัยฉบับนี้จึงนำ ขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ มาเป็นตัวแปรปรับสำหรับเกณฑ์ในการแบ่งขนาดของบริษัท เป็นบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ แบ่งโดยคำมัธยฐานของสินทรัพย์ (Collins et al., 1997) กล่าวคือ ขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ แบ่งโดย

บริษัทที่มีสินทรัพย์ต่ำกว่าค่ามัธยฐานของข้อมูลทั้งหมด จัดกลุ่มเป็นบริษัทขนาดเล็ก และบริษัทที่มีสินทรัพย์สูงกว่าค่ามัธยฐานของข้อมูลทั้งหมด จัดกลุ่มเป็นบริษัทขนาดใหญ่

ความเสี่ยงของบริษัท เป็นสิ่งที่แสดงให้เห็นถึงความมั่นคงของบริษัท เนื่องจากบริษัทมีสถานภาพทางการเงินที่ไม่ดีจะทำให้เกิดความไม่แน่นอนถึงความอยู่รอดของกิจการ บริษัทที่มีสถานภาพทางการเงินไม่ดีจะเปิดเผยผลการดำเนินงานช้ากว่าบริษัทที่มีสถานภาพทางการเงินที่ดี (Hanson & Hamre 1997; Owusu-Ansah, 2000) ในการวัดค่าความเสี่ยงของบริษัท ส่วนใหญ่เลือกใช้ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (debt to equity ratio) (Easton, Eddey & Harris, 1993) เพราะอัตราส่วนนี้แสดงถึงโครงสร้างของเงินลงทุนของบริษัทว่า มีสัดส่วนของหนี้สินรวมของบริษัทเมื่อเปรียบเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้นหรือส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นเท่าใด เป็นการวัดว่าธุรกิจใช้เงินทุนจากภายนอก เมื่อเปรียบเทียบกับเงินลงทุนภายในของธุรกิจว่ามีสัดส่วนเท่าใด ดังนั้น หากกิจการมีผลการดำเนินงานที่ไม่ดี กิจการไม่สามารถรับภาระดอกเบี้ยจากการกู้ยืมดังกล่าวได้ ส่งผลให้กิจการประสบปัญหาในการดำเนินงาน และอาจมีความเสี่ยงเกิดขึ้นกับกิจการ (Bhandari, 1988; Gopalakrishnan, 1994) อย่างไรก็ตาม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นค่าที่คำนวณได้ไม่ควร มีค่าต่ำมากนัก ทั้งนี้หากกิจการมีการใช้เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมากโดยไม่ใช้เงินทุนจากแหล่งหนี้สิน อาจทำให้กิจการเสียโอกาสที่จะนำเงินไปขยายการลงทุนให้กับกิจการ เช่น การขยายการลงทุนโดยการซื้อสินทรัพย์เพิ่ม เพื่อนำสินทรัพย์นั้น ไปใช้ก่อให้เกิดรายได้ให้กับกิจการในอนาคต หรือการขยายการลงทุนโดยการเปิดสาขาเพิ่มเพื่อให้ครอบคลุมพื้นที่ในการประกอบกิจการมากขึ้น หรือการนำเงินลงทุนไปลงทุนในธุรกิจประเภทอื่น (Ahsan, 2004; Gallagher & Andrew, 2000) สำหรับการคำนวณหาอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สามารถคำนวณได้ ดังนี้

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

ทั้งนี้ ความสามารถในการก่อหนี้และความเสี่ยงที่มีอยู่แต่ละกิจการที่แตกต่างกัน (Henning, Lewis & Shaw, 2000) โดยมีผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องของ Sloan (1996) พิสูจน์ว่าการใช้ข้อมูลทางบัญชีส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติหรือไม่ ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญ รวมทั้งงานวิจัยของ Aboody, Barth and Kasznik (1999) และ Pannipa Rodwanna (1996) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ

ดังนั้น จากผลงานวิจัยดังกล่าวจึงเป็นที่น่าสนใจว่า เมื่อผู้วิจัยนำความเสี่ยงของบริษัท มาเป็นตัวแปรปรับ จะไปปรับเปลี่ยนผลกระทบระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามหรือไม่ อย่างไร หรือมีความเหมาะสมที่เป็นตัวแปรปรับหรือไม่ สำหรับเกณฑ์ในการแบ่งความเสี่ยงนั้น แบ่งเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำและบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง แบ่งโดยค่ามัธยฐานของอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Collins et al., 1997) กล่าวคือ ความเสี่ยงของบริษัทที่วัดค่าอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น แบ่งโดยบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำกว่าค่ามัธยฐานของข้อมูลทั้งหมด จัดกลุ่มเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ และบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงกว่าค่ามัธยฐานของข้อมูลทั้งหมด จัดกลุ่มเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง

การวิจัยเกี่ยวกับกลุ่มของตัวแปรควบคุม การทดสอบผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อควบคุมความแตกต่างของแต่ละกิจการหรืออุตสาหกรรม ในการประมวลผลอาจมีปัจจัยในด้านอื่น ๆ ที่จะกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงหรือสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติ (ตัวแปรตาม) นอกเหนือจากตัวแปรกระทบหลักหรือตัวแปรที่สนใจศึกษา ผู้วิจัยจึงกำหนดตัวแปรควบคุมที่ใช้ในงานวิจัยฉบับนี้ ประกอบด้วย ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และราคาตลาดต่อกำไร ดังนี้

ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี สำหรับราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (market to book ratio) เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ 1 หุ้น แสดงถึงราคาหุ้นที่นักลงทุนยอมจ่าย ณ. ขณะนั้นว่าเป็นกี่เท่าของมูลค่าตามบัญชี ดังนั้น เพื่อควบคุมถึงผลกระทบในด้านความเสี่ยงและระดับการเติบโตในแต่ละอุตสาหกรรมดังกล่าว (Aboody et al., 1999; Sloan, 1996) จากผลการวิจัยของ Beaver and Ryan (1993) และ Fama and French (1992) พบว่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี เป็นดัชนีชี้วัดที่ดีที่สุดตามหลักเศรษฐศาสตร์ในการประเมินผลตอบแทนของหลักทรัพย์ รวมทั้ง Billings and Morton (2001), Easton et al. (1993) ได้กล่าวว่า ความผันผวนในราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีสืบเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของราคาที่ผ่านมา ซึ่งถือเป็นปัจจัยสำคัญในการคาดการณ์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอนาคต ผู้วิจัยจึงนำมูลค่าราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี มาเป็นตัวแปรควบคุม สามารถคำนวณได้ ดังนี้

$$\text{ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี} = \frac{\text{ราคาตลาดของหุ้นสามัญ}}{\text{มูลค่าทางบัญชี}}$$

ราคาตลาดต่อกำไร ซึ่งราคาตลาดต่อกำไร (Price-Earning ratio--P/E ratio) เป็นอัตราส่วนที่แสดงการเปรียบเทียบราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ต่อกำไรต่อหุ้นของบริษัท สำหรับการคำนวณอัตราส่วนนี้ สามารถนำราคาหุ้นสามัญที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์หารด้วยกำไรต่อหุ้นของบริษัท หรือสามารถสรุปได้ ดังนี้

$$\text{ราคาตลาดต่อกำไร} = \frac{\text{ราคาตลาดของหุ้นสามัญ}}{\text{กำไรต่อหุ้น}}$$

จากสูตรการคำนวณดังกล่าว ค่าที่คำนวณได้จะเป็นค่าที่แสดงให้ทราบว่า หากบริษัทมีกำไรต่อหุ้น 1 บาท นักลงทุนโดยทั่วไปจะยินดีซื้อหุ้นของบริษัทในราคาเท่าใด หากค่าดังกล่าวมีค่าที่คำนวณได้สูง แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนมองกิจการว่ามีอนาคตที่ดี ผู้ถือหุ้นมีความมั่งคั่งสูงสุด (Danielson & Dowdell, 2001) ค่า P/E Ratio นั้นมีการมองในหลากหลายมุมมอง กล่าวคือ อาจมีผู้วิเคราะห์บางรายมองว่า การที่มีค่า P/E Ratio สูงอาจเป็นสิ่งที่ไม่ดี เพราะจะทำให้ระยะเวลาการคืนทุนของกิจการนั้นยาวนาน เพราะการคำนวณค่า P/E Ratio นั้น เป็นการเปรียบเทียบกันระหว่างราคาหุ้นสามัญ และกำไรต่อหุ้น หากราคาหุ้นสามัญซื้อขายหุ้นละ 10 บาท และกิจการมีกำไรต่อหุ้น 1 บาท จะทำให้ค่า P/E Ratio เท่ากับ 10 เท่า จะแสดงให้เห็นว่า การลงทุนซื้อหุ้นในวันนี้จะต้องใช้ระยะเวลา 10 ปี จึงจะคืนทุน ดังนั้น ค่า P/E Ratio ยิ่งมากแสดงว่า ระยะเวลาในการคืนทุนนั้นยาวนาน (Diamond, Flamholtz & Flamholtz, 1990) การมอง P/E Ratio ด้วยวิธีนี้อาจเป็นมุมมองในด้านระยะเวลาการคืนทุน สำหรับการลงทุนในหลักทรัพย์ นักลงทุนต้องมองอนาคตของกิจการเสมอ นักลงทุนควรมองที่ความมั่งคั่งของนักลงทุน หากค่า P/E Ratio ยิ่งมากจะแสดงให้เห็นว่า ราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายนั้นมีค่าสูง นักลงทุนจะได้รับความมั่งคั่งที่สูงขึ้น ดังนั้น อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรเป็นอีกข้อมูลหนึ่งที่มีความสำคัญต่อนักลงทุนนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ (Basu, 1997) ผู้วิจัยจึงนำตัวแปรนี้มาเป็นตัวแปรควบคุม

สรุป จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องในเรื่องแนวคิดและทฤษฎี งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เอกสารตำราในหลายสาขา เพื่อนำมาสร้างกรอบแนวความคิดงานวิจัยครั้งนี้ ประกอบไปด้วย องค์ประกอบต่าง ๆ ที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ องค์ประกอบเหล่านี้ ได้แก่ ด้านตัวแปรอิสระ ได้แก่ กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ด้านตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และราคาตลาดต่อกำไร โดยตัวแปรกระทบหลักหรือตัวแปรที่สนใจและมีการควบคุมผลการวิเคราะห์ด้วยตัวแปรควบคุมแล้วจะมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างไร ทิศทางใด อีกทั้งด้านตัวแปรปรับ ซึ่งเป็นตัวแปรที่ไปปรับเปลี่ยนผลกระทบระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม ประกอบด้วย ความเสี่ยงของบริษัทที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ มีความเหมาะสมในการเป็นตัวแปรปรับหรือไม่ และตัวแปรปรับตัวใดมีอิทธิพลมากกว่ากัน