



มหาวิทยาลัยศรีปทุม

รายงานการวิจัย

เรื่อง

ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัท  
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
THE IMPACT OF INFORMATION CONTENT ON ABNORMAL  
RETURN OF LISTED COMPANIES IN THE  
STOCK EXCHANGE OF THAILAND

ฐิตาภรณ์ สิ้นจรรยาศักดิ์

งานวิจัยนี้ ได้รับทุนอุดหนุนการวิจัยจากมหาวิทยาลัยศรีปทุม  
ปีการศึกษา 2553

## กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยฉบับนี้ สำเร็จได้ด้วยความกรุณาอย่างยิ่งจากรองศาสตราจารย์ ดร. จินดา ชันทอง ผู้ทรงคุณวุฒิ ที่ได้สละเวลาอันมีค่าให้คำปรึกษา แนะนำ พร้อมทั้งแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ ด้วยความเอาใจใส่อย่างดียิ่งตลอดมา ผู้วิจัยจึงขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

พร้อมกันนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณะผู้บริหาร คณะกรรมการพัฒนางานวิจัย ของมหาวิทยาลัยศรีปทุมที่มอบทุนสนับสนุนงานวิจัยฉบับนี้ และได้กรุณาให้คำปรึกษา แนะนำ พร้อมทั้งได้แก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ อย่างดียิ่งตลอดมา

ขอขอบพระคุณครอบครัว เพื่อน ๆ คณาจารย์และเจ้าหน้าที่คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม ทุก ๆ ท่าน ที่คอยช่วยเหลือและเป็นกำลังใจที่ดีแก่ผู้วิจัยเสมอมา

คุณค่าและประโยชน์อันพึงเกิดจากงานวิจัยฉบับนี้ ผู้วิจัยขอมอบเป็นเครื่องบูชาพระคุณของ บิดา มารดา ครูอาจารย์ และผู้มีพระคุณทุกท่านด้วยความเคารพ

จิตาภรณ์ สิ้นจรรยาศักดิ์

ธันวาคม 2554

หัวข้อวิจัย : ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
ผู้วิจัย : นางสาวฐิติภรณ์ สีนจรรยาศักดิ์  
หน่วยงาน : คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม  
ปีที่พิมพ์ : พ.ศ. 2554

---

## บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ และศึกษาผลกระทบดังกล่าว โดยการเปรียบเทียบระหว่างความเสี่ยงของบริษัทที่แตกต่างกัน และขนาดของบริษัทที่แตกต่างกัน การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ มีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2549-2553 จำนวน 392 บริษัท สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ การวิเคราะห์กลุ่มย่อยโดยใช้ Chow Test และการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ

ผลการวิจัยของหน่วยวิเคราะห์ทั้งหมด พบว่า กำไรทางบัญชี ภาษีอากร และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ โดยมีดอกเบี้ยรับ ต้นทุนขาย และรายการคงค้างมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ

สำหรับผลการวิจัยของการวิเคราะห์กลุ่มย่อย สรุปได้ ดังนี้ (1) บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ พบว่า กำไรทางบัญชี ภาษีอากร และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ โดยมีดอกเบี้ยรับมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ ทั้งนี้ต้นทุนขายและรายการคงค้างไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (2) บริษัทที่มีความเสี่ยงสูง พบว่า กำไรทางบัญชี และภาษีอากรมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ โดยมีดอกเบี้ยรับ ต้นทุนขาย และรายการคงค้างมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ ทั้งนี้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (3) บริษัทขนาดเล็ก พบว่า กำไรทางบัญชี ภาษีอากร และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ โดยมีดอกเบี้ยรับ ต้นทุนขาย และรายการคงค้างมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (4) บริษัทขนาดใหญ่ พบว่า กำไรทางบัญชี และภาษีอากรมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ ทั้งนี้ดอกเบี้ยรับ ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ

นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์เป็นตัวแปรปรับที่มีอิทธิพลมากกว่าความเสี่ยงบริษัทที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ผลการวิจัยนี้แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนในตลาดทุนของประเทศไทยใช้ข้อมูลทางบัญชีที่แสดงในงบการเงิน เป็นเกณฑ์ในการตัดสินใจกำหนดราคาหลักทรัพย์ ผลการวิจัยจึงเป็นประโยชน์ในการนำไปประยุกต์ใช้กับผู้ใช้งบการเงินในการวิเคราะห์ข้อมูล การพัฒนามาตรฐานการบัญชีของไทย และการเปิดเผยข้อมูลในงบการเงิน

คำสำคัญ : ข้อมูลทางบัญชี งบการเงิน ผลตอบแทนเกินปกติ  
Research Title : The impact of information content on abnormal return of listed  
companies in the Stock Exchange of Thailand  
Name of Researcher : Miss Titaporn Sincharoonsak  
Name of Institution : Faculty of Accounting, Sripatum University  
Year of Publication : B.E. 2554

---

## **ABSTRACT**

This research is to study the impact of information content on abnormal return, and its effect by comparing the different risk exposure and different sizes of companies. This research is empirical research. The samples used in the study are the companies listed on the Stock Exchange of Thailand during the year 2006-2010 total of 392 companies. The statistical analysis includes cluster analysis using the Chow Test, and multiple regression analysis.

The results of the analysis indicated that accounting earnings, income taxes and cash flow from operations have a positive impact on abnormal return, whereas interest income, cost of sales and accruals have a negative impact.

The results of the analysis for subgroups are as follows: (1) for the companies with low-risk; accounting earnings, income taxes and cash flow from operations have a positive impact on abnormal return, whereas interest income had a negative impact. Cost of sales and accruals do not have any effect. (2) for the companies with high-risk; the accounting earnings and income taxes have a positive impact, whereas interest income, cost of sales and accruals have a negative impact. The cash flow from operations does not have any effect. (3) for the small companies; the accounting earnings, interest income and cash flow from operations have a positive impact, whereas interest income, cost of sales and accruals have a negative impact. (4) for the large companies; the accounting earnings and interest income have a positive impact, whereas interest income, cost of sales, accruals and cash flow from operations do not have any effect.

In addition, it was found that company size as measured on the basis of assets displayed moderating effects at a greater level in comparison to measured on the basis of risk exposure

The findings indicate that investors can benefit from the accounting information presented in the financial statements for their decision in the stock market. The results are also useful in applications to the users of financial statements in the data analysis, the development of accounting standards in Thailand, and the disclosures in the financial statements.

Keywords : Accounting information, Financial statements, Abnormal return.

## สารบัญ

บทที่	หน้า
1 บทนำ.....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	3
คำถามการวิจัย.....	4
สมมติฐานการวิจัย.....	4
ขอบเขตการวิจัย.....	7
นิยามศัพท์.....	7
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	8
2 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง.....	9
แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง.....	9
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	26
3 ระเบียบวิธีการวิจัย.....	36
ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	36
การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	37
ตัวแปรและการวัดค่าที่ใช้ในการวิจัย.....	38
กรอบแนวความคิด.....	42
สถิติที่ใช้ในการวิจัย.....	44

## สารบัญ(ต่อ)

บทที่	หน้า
4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล .....	46
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา.....	46
การตรวจสอบสมมติฐานของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ.....	47
การทดสอบสมมติฐาน .....	54
5 สรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	70
สรุปผลการวิจัย .....	70
การอภิปรายผล.....	73
ข้อจำกัดในงานวิจัยและข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยครั้งต่อไป.....	81
บรรณานุกรม.....	87
ภาคผนวก .....	96
ภาคผนวก ก การตรวจสอบการกระจายของข้อมูล .....	97
ภาคผนวก ข การตรวจสอบความแปรปรวนที่สม่ำเสมอและค่าออกนอกกลุ่ม .....	107
ภาคผนวก ค การตรวจสอบความเป็นเส้นตรง .....	109
ประวัติย่อผู้วิจัย .....	118

## สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
1 ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน .....	48
2 ค่าสถิติทดสอบการกระจายแบบปกติของข้อมูล .....	50
3 ค่าสถิติทดสอบการกระจายแบบปกติของข้อมูลที่ปรับค่าแล้ว.....	50
4 การวิเคราะห์ค่าความทนทาน (tolerance) และค่า VIF (variance inflation factors) .....	52
5 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน .....	53
6 การวิเคราะห์ความเป็นอิสระของความคลาดเคลื่อน .....	53
7 ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนเกินปกติ.....	57
8 การวิเคราะห์ผลกระทบเมื่อความเสี่ยงของบริษัทเป็นตัวแปรปรับ กับผลตอบแทนเกินปกติ .....	59
9 ค่า F-statistic และ p-value จากตารางมาตรฐาน .....	59
10 ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนเกินปกติ ของบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ .....	63
11 ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนเกินปกติ ของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง.....	63
12 การวิเคราะห์ผลกระทบเมื่อขนาดของบริษัทเป็นตัวแปรปรับ กับผลตอบแทนเกินปกติ .....	64
13 ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนเกินปกติ ของบริษัทขนาดเล็ก.....	68
14 ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนเกินปกติ ของบริษัทขนาดใหญ่.....	68
15 การเปรียบเทียบระหว่างทิศทางของผลกระทบระหว่างตัวแปรอิสระ ที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ ตามความเสี่ยงของบริษัทและขนาดของบริษัท.....	86

## สารบัญภาพประกอบ

ภาพประกอบ	หน้า
1 กรอบแนวความคิดของการวิจัยเรื่อง ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อ ผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ...	43
2 การกระจายของข้อมูล EARN.....	98
3 การกระจายของข้อมูล INTER.....	99
4 การกระจายของข้อมูล TAX.....	100
5 การกระจายของข้อมูล COST.....	101
6 การกระจายของข้อมูล ACCRU.....	102
7 การกระจายของข้อมูล CASH.....	103
8 การกระจายของข้อมูล MTB.....	104
9 การกระจายของข้อมูล PE .....	105
10 การกระจายของข้อมูล AR.....	106
11 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (residual value) กับค่าพยากรณ์ (predicted value): ตัวแปรตาม AR.....	108
12 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (residual value) กับตัวแปรอิสระ EARN.....	110
13 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (residual value) กับตัวแปรอิสระ INTER.....	111
14 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (residual value) กับตัวแปรอิสระ TAX .....	112
15 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (residual value) กับตัวแปรอิสระ COST .....	113
16 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (residual value) กับตัวแปรอิสระ ACCRU.....	114
17 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (residual value) กับตัวแปรอิสระ CASH.....	115
18 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (residual value) กับตัวแปรอิสระ MBT.....	116
19 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (residual value) กับตัวแปรอิสระ PE.....	117

## บทที่ 1

### บทนำ

#### ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การวิจัยเชิงประจักษ์ทางบัญชีในตลาดทุนต่างประเทศมีมานานกว่า 40 ปี โดยเฉพาะการวิจัยเกี่ยวกับคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีที่ปรากฏในงบการเงิน ที่เสนอความคิดเห็นที่สอดคล้องกันว่า ผู้ลงทุนและนักวิเคราะห์หลักทรัพย์จะรวบรวมข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ ที่ประกาศในตลาดหลักทรัพย์ และจากแหล่งข้อมูลอื่น ๆ มาใช้ประเมินการซื้อขายหลักทรัพย์ งานวิจัยในลักษณะนี้จะช่วยให้มีความเข้าใจเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนเกินปกติ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มากยิ่งขึ้น อย่างไรก็ตามผลงานวิจัยในอดีตพบว่า ข้อมูลที่เปิดเผยในงบการเงินที่นักวิจัยทางบัญชีให้ความสำคัญเป็นอันดับแรกคือ กำไรทางบัญชี เมื่อธุรกิจประกาศกำไร จะทำให้ผลตอบแทนเกินปกติปรับตัวไปตามทิศทางของกำไร กล่าวคือ หากกำไรสูงขึ้น ผลตอบแทนเกินปกติจะปรับตัวสูงขึ้น หากกำไรลดลงผลตอบแทนเกินปกติปรับตัวลดลง จึงทำให้ผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มีปฏิกิริยาตอบสนองต่อข่าวสารดังกล่าว ทั้งนี้อาจเป็นเพราะกำไรทางบัญชี ณ งวดปัจจุบัน สามารถใช้เป็นตัวแทนในการประมาณกำไรทางบัญชีในอนาคต ซึ่งเป็นข้อมูลที่สัมพันธ์กับเงินปันผลในอนาคตที่บริษัทจะจ่ายเป็นกระแสเงินสดให้ผู้ลงทุน (Ball and Brown, 1968) จึงทำให้ผู้ลงทุนให้ความสำคัญมากที่สุดกับการวิเคราะห์หลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามงานวิจัยอีกจำนวนหนึ่งที่สรุปสอดคล้องกันว่า การประกาศกำไรทางบัญชีส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ เช่น งานวิจัยของ Anderson (1992); Beaver (1968); Foster (1981)

ในระยะเวลาต่อมาเริ่มมีผู้สนใจเริ่มศึกษาข้อมูลทางบัญชีประเด็นอื่น ๆ กับความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนเกินปกติ หรือผลตอบแทนที่เปลี่ยนแปลงไปเพื่อตอบสนองข้อมูลที่เข้ามาในตลาดทุน เช่น Kallunki, Martikainen and Martikainen (1998) พบว่า ยอดขายสุทธิหรือรายได้สุทธิ กำไรจากการดำเนินงาน กำไรก่อนรายการพิเศษ กำไรสุทธิ ต่างมีความสามารถในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนเกินปกติ และผลงานวิจัยของ Haw, Qi and Wu (2001) และ Yoon and Miller (2003) พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสามารถอธิบายผลตอบแทนเกินปกติ ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการคาดหวังผลตอบแทนจากการลงทุน

รวมทั้งการศึกษาข้อมูลทางบัญชีเกี่ยวกับดอกเบี้ยรับ (Al-Horani, 2010) ภาษีอากร (Hayn, 1989) ต้นทุนขาย (Prezas, Simonyan & Vasudevan, 2009) รายการคงค้าง (Haw, Qi & Wu, 2001) ที่พบว่ามีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติ และการศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีในตลาดทุนของประเทศไทย นักวิจัยหลายท่านต่างสรุปว่า ข้อมูลทางบัญชีมีประโยชน์ต่อนักลงทุนในการนำไปกำหนดหลักทรัพย์ (จิตาภรณ์ สินจรรยาศักดิ์, 2552; นิ่มนวล เขียวรัตน์, 2539; ศิลป์ชัย ปวีณพงษ์พัฒน์, 2544; Julsuchada Sirisom, 2003; Pannipa Rodwanna, 1996; Sasivimol Meeampol, 1997)

ข้อมูลทางบัญชียังมีคุณค่าและมีความสำคัญในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุน (Ball & Kothari, 1991; Barker, 2003; Kang, 2002) ผลการวิจัยทางบัญชีในอดีตได้นำแนวคิดและทฤษฎีทางการเงินมาประยุกต์ใช้กับการศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินเพื่ออธิบายปรากฏการณ์จากการใช้ข้อมูลทางบัญชีในการคาดคะเนเหตุการณ์ในอนาคต หากเหตุการณ์ในอนาคตมีผลกระทบต่อประโยชน์ทางเศรษฐกิจของผู้ใช้งบการเงิน การรายงานข้อมูลดังกล่าวจะส่งผลต่อการตัดสินใจทันที และเพื่อพิสูจน์ว่าข้อมูลทางบัญชีที่ได้เปิดเผยในงบการเงินเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจจึงต้องมีการตรวจสอบความเกี่ยวข้องกันระหว่างข้อมูลทางบัญชีกับปรากฏการณ์บางอย่างที่สามารถสังเกตและวัดค่าได้ เช่น การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นผลมาจากนักลงทุนนำข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินมาประกอบการตัดสินใจลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Leuz, 2003)

อย่างไรก็ตาม การวิจัยความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชี ยังมีการวิจัยที่ผสมผสานกับปัจจัยตามคุณลักษณะของกิจการเกี่ยวกับความเสี่ยงของบริษัทที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ปัจจัยนี้มีอิทธิพลต่อนักลงทุน (Aboody, Barth and Kasznik, 1999; Pannipa Rodwanna, 1996) รวมทั้งการศึกษานาถของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ ซึ่งถือเป็นข้อมูลสำคัญที่นักลงทุนนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์เช่นกัน (Chen & Kao, 2004; Qi, Wu, and Zhang, 2000; Xie, Davidson, & Dadalt, 2003)

ผลการวิจัยของต่างประเทศและในประเทศเหล่านี้ ได้แสดงให้เห็นถึงหลักฐานที่สอดคล้องกันว่า ข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินจะให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ หรือนักลงทุนใช้ข้อมูลในงบการเงินประเมินการซื้อขายหลักทรัพย์ การศึกษาผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดทุนของประเทศที่กำลังพัฒนาที่มีผู้ศึกษาไม่มากนัก แม้ว่าผลการศึกษาจะเป็นประโยชน์อย่างมากกับประเทศกำลังพัฒนาที่ต้องการระดมเงินลงทุนจากต่างประเทศ ซึ่งอาจนำผลการวิจัยไปกำหนดแนวทางปฏิบัติทางบัญชี เพื่อให้ได้ข้อมูลที่ถูกต้องและเหมาะสมกับสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ และความต้องการของ

ผู้ลงทุน อีกทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดทุนกำลังพัฒนาที่พยายามเน้นถึงความสำคัญของการเปิดเผยข้อมูลในงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนให้มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนมากยิ่งขึ้น

ดังนั้น เป็นที่น่าสนใจว่าการประกาศข้อมูลทางบัญชี ประกอบด้วย กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน พร้อมทั้งมีการควบคุมความแตกต่างของแต่ละกิจการหรืออุตสาหกรรม ที่จะกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงหรือสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติด้วยตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และราคาตลาดต่อกำไร การศึกษาดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติหรือการตัดสินใจของนักลงทุนในตลาดทุนของประเทศไทยในทิศทางใด

อีกทั้งการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยสนใจศึกษาเปรียบเทียบความแตกต่างกันตามคุณลักษณะของกิจการเกี่ยวกับความเสี่ยงของบริษัทที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่มย่อย ประกอบด้วย บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำและบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง และศึกษาขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่มย่อย ประกอบด้วย บริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ การทดสอบโดยการแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็นกลุ่มย่อย 2 กลุ่มดังกล่าว จะส่งผลกระทบต่อข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปลี่ยนแปลงไปหรือไม่ ความสำคัญดังกล่าวเป็นไปตามทฤษฎีหรือไม่ เพื่อเป็นหลักฐานสนับสนุนความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ และเพื่อพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทยที่สามารถอธิบายประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชี รวมทั้งเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนารายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น ซึ่งถือเป็นแรงจูงใจที่สำคัญอย่างหนึ่งในการลงทุน อันจะเป็นผลดีต่อความมั่นคงทางเศรษฐกิจของประเทศไทยต่อไป

### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์ของการวิจัยในประเด็นหลัก 3 ประเด็น คือ

1. ศึกษาผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. ศึกษาเปรียบเทียบผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีความเสี่ยงแตกต่างกัน
3. ศึกษาเปรียบเทียบผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีขนาดแตกต่างกัน

## คำถามการวิจัย

1. ข้อมูลทางบัญชี ประกอบด้วย กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ อย่างไร

2. ข้อมูลทางบัญชี ประกอบด้วย กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ อย่างไร เมื่อแบ่งบริษัทออกเป็น บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำและบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง

3. ข้อมูลทางบัญชี ประกอบด้วย กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ อย่างไร เมื่อแบ่งบริษัทออกเป็น บริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่

## สมมติฐานการวิจัย

การวิเคราะห์ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยใช้หน่วยวิเคราะห์ทั้งหมดจากกลุ่มตัวอย่าง เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 1 ดังนี้

### สมมติฐานที่ 1

(1) กำไรทางบัญชีมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ (2) ดอกเบี้ยรับมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (3) ภาษีอากรมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ (4) ต้นทุนขายมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (5) รายการคงค้างมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ และ (6) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ

จากกรอบแนวความคิด ผู้วิจัยสนใจศึกษาความเสี่ยงของบริษัทที่วัดค่าอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นตัวแปรปรับที่ไปปรับเปลี่ยนผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนเกินปกติ ในการวิเคราะห์ ผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์กลุ่มย่อย (subgroup analysis) โดยใช้ Chow Test (Chow, 1960; Sharma et al., 1981) เพื่อทดสอบว่า ความเสี่ยงของบริษัทเป็นตัวแปรปรับ

ที่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางบัญชีประเภทต่าง ๆ กับผลตอบแทนเกินปกติหรือไม่ ทั้งนี้ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานที่ 2 เพื่อทำการทดสอบ ดังนี้

## สมมติฐานที่ 2

ข้อมูลทางบัญชี ประกอบด้วย กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติแตกต่างกันตามความเสี่ยงของบริษัท

จากสมมติฐานที่ 2 เมื่อมีการทดสอบสมมติฐานที่ 2 แล้ว ขั้นตอนต่อไปผู้วิจัยจะทำการทดสอบสมมติฐานย่อยในแต่ละกลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำและบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงสามารถตั้งเป็นสมมติฐานที่ 2.1 และสมมติฐานที่ 2.2 ดังนี้

สมมติฐานที่ 2.1 ข้อมูลทางบัญชีของบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ ประกอบด้วย (1) กำไรทางบัญชีมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ (2) ดอกเบี้ยรับมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (3) ภาษีอากรมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ (4) ต้นทุนขายมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (5) รายการคงค้างมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ และ (6) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ

สมมติฐานที่ 2.2 ข้อมูลทางบัญชีของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง ประกอบด้วย (1) กำไรทางบัญชีมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ (2) ดอกเบี้ยรับมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (3) ภาษีอากรมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ (4) ต้นทุนขายมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (5) รายการคงค้างมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ และ (6) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ

จากกรอบแนวความคิดที่นำเสนอมาข้างต้น ผู้วิจัยสนใจศึกษาขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ ซึ่งเป็นตัวแปรปรับที่ไปปรับเปลี่ยนผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนเกินปกติ สำหรับการวิเคราะห์ ผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์กลุ่มย่อย (subgroup analysis) โดยใช้ Chow Test (Chow, 1960; Sharma, Durand and Gur-Arie, 1981) เพื่อทดสอบว่า ขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ เป็นตัวแปรปรับที่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางบัญชีประเภทต่าง ๆ กับผลตอบแทนเกินปกติหรือไม่ ทั้งนี้ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานที่ 3 เพื่อทำการทดสอบ ดังนี้

### สมมติฐานที่ 3

ข้อมูลทางบัญชี ประกอบด้วย กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติแตกต่างกันตามขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์

จากสมมติฐานที่ 3 เมื่อมีการทดสอบสมมติฐานที่ 3 แล้ว ขั้นตอนต่อไปผู้วิจัยจะทำการทดสอบสมมติฐานย่อยในแต่ละกลุ่มตัวอย่างของบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ สามารถตั้งเป็นสมมติฐานที่ 3.1 และสมมติฐานที่ 3.2 ดังนี้

สมมติฐานที่ 3.1 ข้อมูลทางบัญชีของบริษัทขนาดเล็ก ประกอบด้วย (1) กำไรทางบัญชีมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (2) ดอกเบี้ยรับมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (3) ภาษีอากรมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (4) ต้นทุนขายมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (5) รายการคงค้างมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ และ (6) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ

สมมติฐานที่ 3.2 ข้อมูลทางบัญชีของบริษัทขนาดใหญ่ ประกอบด้วย (1) กำไรทางบัญชีมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (2) ดอกเบี้ยรับมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (3) ภาษีอากรมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (4) ต้นทุนขายมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (5) รายการคงค้างมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ และ (6) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ

### ขอบเขตการวิจัย

ขอบเขตของการวิจัย มุ่งเน้นศึกษาในประเด็น ดังนี้

1. ศึกษาข้อมูลทางบัญชี ประกอบด้วย กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

2. ศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก่อนปี พ.ศ. 2549 เนื่องจากบริษัทที่จดทะเบียนในหรือหลังปี พ.ศ. 2549 ไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ทำการวิจัย

3. ศึกษาบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชี 12 เดือน และมีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม ของแต่ละปี เพื่อความสม่ำเสมอและใช้ในการเปรียบเทียบกันได้

4. ศึกษาข้อมูลทางบัญชีในงบการเงิน และข้อมูลราคาหลักทรัพย์ ซึ่งระยะเวลาที่ทำการศึกษาอยู่ในช่วงปี พ.ศ. 2549-2553 รวม 5 ปี

5. ต้องเป็นบริษัทที่ไม่ถูกจัดประเภทให้อยู่ในกลุ่มบริษัทที่กำลังฟื้นฟูกิจการ

## นิยามศัพท์

1. งบการเงิน หมายถึง รายงานผลการดำเนินงาน ฐานะการเงิน หรือการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงินของกิจการ ไม่ว่าจะรายงานโดยงบแสดงฐานะการเงิน งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ งบกระแสเงินสด งบแสดงการเปลี่ยนแปลงส่วนของผู้ถือหุ้น หมายเหตุประกอบงบการเงิน หรือคำอธิบายอื่น ซึ่งระบุได้ว่าเป็นส่วนหนึ่งของงบการเงิน
2. ผลตอบแทนเกินปกติ หมายถึง ส่วนแตกต่างระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวังกับผลตอบแทนจริง ณ ช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง
3. ความเสี่ยงของบริษัท หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
4. ต้นทุนขาย หมายถึง อัตราส่วนต้นทุนขายและบริการหารด้วยยอดขาย
5. รายการคงค้าง หมายถึง รายการที่เกิดจากผลต่างระหว่างกำไรสุทธิหักกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

## ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เพื่อเป็นประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงิน โดยเฉพาะนักลงทุน สามารถนำไปวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ได้อย่างเหมาะสมยิ่งขึ้น
2. เพื่อเป็นประโยชน์ต่อหน่วยงานกำกับดูแลกิจการตลาดทุน สามารถนำไปกำหนดให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญ ๆ เพื่อสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนทั้งชาวไทยและชาวต่างประเทศ ซึ่งจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และช่วยฟื้นฟูระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยในอนาคต
3. เพื่อเป็นประโยชน์ต่อหน่วยงานกำกับดูแลวิชาชีพบัญชี สามารถนำไปพัฒนาและปรับปรุงมาตรฐานการบัญชีและมาตรฐานการสอบบัญชีให้เหมาะสมกับธุรกิจตามสภาพการณ์ของประเทศไทย เพื่อสะท้อนให้เห็นฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานทางเศรษฐกิจ ได้อย่างมีประสิทธิภาพ
4. เพื่อเป็นประโยชน์ต่อผู้จัดทำงบการเงินได้ทราบว่า ข้อมูลที่จัดทำมีประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงิน คู่มีค่ากับต้นทุนในการจัดทำข้อมูล และเป็นแนวทางในการรายงานข้อมูลให้มีความโปร่งใส เพื่อให้ให้นักลงทุนเข้าใจได้ง่าย นำไปตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ได้อย่างเหมาะสม
5. เพื่อเป็นประโยชน์ต่อนักวิจัยและผู้สนใจทั่วไป ในการศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลใน

## งบการเงินที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ

สรุป จากข้อมูลที่ได้กล่าวมาข้างต้นแสดงให้เห็นถึงควมมีคุณค่าและความสำคัญของข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินที่นักลงทุนนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ผลงานวิจัยในอดีตของต่างประเทศและในประเทศได้แสดงหลักฐานที่สอดคล้องกันว่า ข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการนำมาใช้ประเมินการซื้อขายหลักทรัพย์ ดังนั้น การศึกษาผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ จึงเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนารายงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนทั้งในและต่างประเทศ

## 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

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

โดยที่

$\text{HPR}_{st}$  1 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

$$\begin{aligned} \text{Dividend Yield} &= \frac{D_t}{P_{t-1}} \\ \text{Capital Gain (loss)} &= \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} \end{aligned}$$

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

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

โดยที่

$n_t$  คือ จำนวนหุ้นใหม่ที่ผู้ถือหุ้นเดิมมีสิทธิซื้อ ซึ่งมีวันหมดสิทธิของหุ้น (XD) ในงวดที่  $t$

$P_s$  คือ ราคาหุ้นที่ผู้ถือหุ้นเดิมมีสิทธิซื้อ (subscription price)

3. ผลตอบแทนกรณีมีการแตกหุ้น ในกรณีที่กิจการแตกหุ้นทำให้ราคาหุ้นที่ตราไว้ลดลงและจำนวนหุ้นสูงขึ้น สามารถคำนวณผลตอบแทนในงวดแรกที่กิจการแตกหุ้น สามารถคำนวณได้ตามสมการ ดังนี้

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

โดยที่

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

4. ผลตอบแทนกรณีจ่ายหุ้นปันผล กรณีที่กิจการจ่ายเงินปันผลเป็นหุ้นทำให้ผู้ถือหุ้นมีหุ้นจำนวนมากขึ้น สามารถคำนวณผลตอบแทนได้ตามสมการ ดังนี้

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

โดยที่

$n_d$  คือ จำนวนหุ้นปันผลที่ผู้ถือหุ้นได้รับเพิ่มจากการถือหุ้น 1 หุ้น โดยมีวันหมดสิทธิรับหุ้นปันผล (XD) ในงวดที่  $t$

## 2. แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุน

การซื้อขายหลักทรัพย์นั้นนักลงทุนย่อมประเมินระดับราคาหลักทรัพย์และคาดการณ์ทิศทาง การเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ (Pope & Inyangete, 1992) ทำให้นักลงทุนต้องพิจารณาว่า ปัจจัยใดบ้างที่ส่งผลกระทบต่อระดับของกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคต และจะส่งผลกระทบต่อ

ลักษณะใดบ้าง สำหรับการพิจารณาดังกล่าวนั้น นักลงทุนจำเป็นต้องอาศัยข้อมูลข่าวสารจำนวนมาก ในการประเมินราคาหลักทรัพย์ และเสนอราคาเพื่อซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้น (Brigham & Houston, 2001) ดังนั้น ราคาของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการซื้อขายจึงเป็นมูลค่าที่ผ่านการวิเคราะห์และประเมินผลกระทบของปัจจัยต่าง ๆ ที่อาจจะมีผลต่อกระแสเงินสด และส่งผลมาถึงราคาหลักทรัพย์ จึงกล่าวได้ว่า ราคาของหลักทรัพย์ในขณะใดขณะหนึ่งได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ เช่น ความสามารถในการดำเนินงานของบริษัท ลักษณะการแข่งขันในอุตสาหกรรม ผลประกอบการของกิจการ โอกาสการเจริญเติบโตทางธุรกิจ และสถานะเศรษฐกิจ เป็นต้น ข้อมูลข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจ เพื่อลงทุนในหลักทรัพย์ หรือการประเมินทางเลือกที่นักลงทุนหรือผู้ระดมทุนจำเป็นต้องใช้ ประกอบการตัดสินใจทางเศรษฐกิจอาจเป็นรายงานทางการเงิน หรือข้อมูลในงบการเงินของบริษัท ข้อมูลที่เกิดจากการวิเคราะห์ของผู้เชี่ยวชาญ ข้อมูลที่เกี่ยวกับภาพรวมทางเศรษฐกิจหรืออาจเป็นข้อมูล ข่าวสารอื่น ซึ่งรวมถึงข้อมูลที่เป็นข่าวลือ แต่หากจะพิจารณาถึงการกระจายข้อมูลข่าวสารนั้นจะต้อง พิจารณาจากข้อมูลที่ตลาดทุนได้ประกาศให้นักลงทุนได้ทราบ (Rippington & Taffler, 1995)

ตามที่ Christensen, Smith and Stuerke (2004) กล่าวถึงแนวคิดทฤษฎีราคาว่า การกำหนด ราคาหลักทรัพย์ในตลาดที่มีการแข่งขันสมบูรณ์ภายใต้สถานการณ์ที่แน่นอน ราคาหลักทรัพย์จะ เท่ากับราคาตลาด ซึ่งทำให้กำไรในทางเศรษฐกิจ (economic profit) ที่คำนวณจากผลต่างระหว่าง ผลตอบแทนที่ได้รับหักด้วยเงินลงทุนมีค่าเท่ากับศูนย์ สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุน เป็น แนวคิดที่ขยายต่อจากทฤษฎีราคาในสถานการณ์ที่แน่นอน โดยประยุกต์กับการกำหนดราคา หลักทรัพย์ในสถานการณ์ที่แน่นอน

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

1. ประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากร (allocative efficient) หมายถึง ตลาดที่อยู่ใน ภาวะการแข่งขันเชิงเศรษฐกิจ คือ ตลาดต้องมีการจัดสรรทรัพยากรที่ต้องเสียสละหรือเงินลงทุนให้ ไปอยู่ในแหล่งที่ให้ผลตอบแทนสูงสุด

2. ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (operational efficient) หมายถึง ตลาดที่มีต้นทุนในการทำ ธุรกรรมทางการตลาดหรือการซื้อขายเป็นศูนย์หรือไม่มีต้นทุนการทำธุรกรรม

3. ประสิทธิภาพของข้อมูล (informational efficient) หมายถึง ตลาดที่มีราคาในการซื้อขาย หลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลที่มีในตลาดอยู่อย่างเต็มที่

ในขณะที่ประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ของตลาดจะประกอบด้วยประสิทธิภาพทั้ง 3 ส่วน แต่ ณ ที่นี้จะถือว่า ตลาดนั้นมีประสิทธิภาพทางการจัดสรรทรัพยากรและการดำเนินงานอยู่แล้ว ซึ่งจุดประสงค์หลัก คือ ตลาดนั้นมีประสิทธิภาพทางข้อมูลหรือไม่ โดยทั่วไปแล้ว วรรณกรรมทางการเงินจะถือว่า ประสิทธิภาพทางข้อมูลของตลาด หมายถึง ประสิทธิภาพตลาด ดังนั้น ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (efficient market) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์สามารถปรับเปลี่ยนได้ทันที เมื่อได้รับข่าวสารหรือข้อมูลใหม่ และราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ แนวคิดนี้มีความเชื่อว่า นักลงทุนซึมซับข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่ทั้งหมดอยู่ในรูปของราคาหลักทรัพย์ที่ทำให้มีการตัดสินใจซื้อหรือขาย 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. ข่าวสารข้อมูลที่เกิดขึ้นในเชิงสุ่มและข้อมูลแต่ละชิ้นไม่ขึ้นต่อกัน
4. นักลงทุนตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารใหม่อย่างรวดเร็วและเต็มที่ เป็นเหตุให้ราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงตามข่าวสารอย่างรวดเร็ว

ในสถานการณ์จริงของตลาดทุน ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์หนึ่ง ๆ จะแตกต่างกันขึ้นอยู่กับระดับของความเสี่ยงของหลักทรัพย์ การเปรียบเทียบผลตอบแทนของตลาดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่มีระดับความเสี่ยงที่ต่างกัน ทำให้จำเป็นต้องมีการปรับอัตราความเสี่ยงของหลักทรัพย์ ซึ่งทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์เป็นอัตราผลตอบแทนที่ปรับความเสี่ยงแล้ว ซึ่งในทฤษฎีเรียกว่า “risk-adjusted rate of return” อย่างไรก็ตาม โดยเฉลี่ยผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปรับด้วยอัตราความเสี่ยงแล้วย่อมจะใกล้เคียงกับผลตอบแทนของตลาด ภายใต้เงื่อนไขดังกล่าว นักลงทุนจะกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่คาดหวัง ( $E(P_{i,t+1})$ ) จากชุดของข้อมูลข่าวสาร ( $\theta$ ) 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  $t + 1$  ภายใต้ของข้อมูล  
ข่าวสาร ณ เวลา  $t$

หากราคาของหลักทรัพย์ ณ เวลา  $t + 1$  สูงกว่าราคาหลักทรัพย์ที่คาดหวัง ผลตอบแทนที่ได้รับจริงจะสูงกว่าผลตอบแทนที่คาดหวัง ในทางตรงกันข้ามหากราคาหลักทรัพย์ ณ เวลา  $t + 1$  ต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์ที่คาดหวัง ผลตอบแทนที่ได้รับจริงจะต่ำกว่าผลตอบแทนที่คาดหวังมีค่าเป็น ได้ ทั้งบวกและลบ ในทางทฤษฎีเรียกผลต่างนี้ว่า “ผลตอบแทนเกินปกติ” (abnormal return) ซึ่งเขียนในรูปของสูตรการคำนวณได้ 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 ผลตอบแทนเกินปกติของบริษัท โดยเฉลี่ยตลอดระยะเวลาการลงทุนจะต้องเท่ากับศูนย์ (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 การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายในปัจจุบันจะคำนวณ โดยอิงราคาหลักทรัพย์ในอดีตเท่านั้น จากการทดสอบพบว่า การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดทุนระดับนี้ มีลักษณะเป็นแบบสุ่ม (random walk)

คือ มีความเป็นอิสระต่อกัน จากลักษณะแบบสุ่มเช่นนี้ ทำให้ค่าคาดการณ์เกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ขึ้นกับราคาในอดีตเท่านั้น

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

2. ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง (semi-strong form market efficiency) ประสิทธิภาพของตลาดทุนในลักษณะนี้ ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่เปิดเผยให้สาธารณชนได้ทราบแล้วทั้งหมด หรือหมายถึง เมื่อมีการประกาศข้อมูลข่าวสารให้สาธารณชนทราบราคาหลักทรัพย์จะตอบสนองต่อข่าวสารนั้น ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลางนี้ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันไม่ได้เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในอดีตเท่านั้น แต่จะรวมผลของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายในปัจจุบัน โดยการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายจะมีการปรับราคาทันทีที่มีการประกาศข้อมูลในตลาดได้อย่างถูกต้องและเป็นกลาง 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 อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (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 หลังจากที่ข้อมูลนั้น

ได้ประกาศให้สาธารณะชนรับรู้แล้ว 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 กัน ทุกคนภายในเวลาเดียวกัน จากการยอมรับสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูงตามที่ได้กล่าวมาแล้ว จะหมายความว่า ไม่มีนักลงทุนกลุ่มใดมีความสามารถในการผูกขาดความเป็นเจ้าของข้อมูลทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ได้ ดังนั้น จึงไม่มีนักลงทุนกลุ่มใดได้รับผลตอบแทนเหนือผลตอบแทนที่รับรู้ความเสี่ยงโดยเฉลี่ยได้ตลอดเวลา

กล่าวโดยสรุป ภายใต้สมมติฐานนี้ การศึกษาประสิทธิภาพตลาดทุนจะพิจารณาว่าผลตอบแทนเกินปกติที่เปลี่ยนแปลงไปเพื่อตอบสนองต่อข้อมูลที่เข้าในตลาดทุนว่า 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 นิ่มนวล 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 ผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อความเสี่ยงในการลงทุนของกลุ่มหลักทรัพย์จึงสามารถจัดให้หมดได้โดยการกระจายการลงทุนไปในหลักทรัพย์ต่าง ๆ ในทางตรงกันข้ามความเสี่ยงเนื่องจากภาวะทางการตลาดเป็นความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยต่าง ๆ ซึ่งมีผลกระทบต่อทุกกิจการอย่างเป็นระบบ เช่น เมื่อเกิดสงครามจะมีผลทำให้ภาวะเศรษฐกิจเกิดการถดถอยและระดับอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดจะสูงขึ้น เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่มีแนวโน้มที่จะได้รับผลกระทบจากปัจจัยต่าง ๆ เหล่านี้ในทางลบ ดังนั้น ความเสี่ยงที่เป็นระบบนี้ไม่อาจจัด

ให้หมดไปได้โดยการกระจายการลงทุน 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 ความเสี่ยงประเภทนี้เป็นความเสี่ยงที่ไม่สามารถควบคุมได้และไม่สามารถขจัดไปได้โดยการกระจายการลงทุน ทั้งนี้ เนื่องจากเป็นความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยภายนอกหรือสภาวะแวดล้อมอื่น ๆ ที่ส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานของธุรกิจ 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 รวมทั้งความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ และความเสี่ยงทางการเงิน (financial risk) เป็นต้น ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ไม่มีผลกระทบต่ออุตสาหกรรมและตลาดหลักทรัพย์โดยรวม และเป็นความเสี่ยงที่สามารถขจัดให้หมดไปได้โดยการกระจายการลงทุน (Bowman, 1979)

สำหรับความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบนี้เป็นความเสี่ยงที่นำมาใช้ในการพัฒนาสมมติฐานการวิจัยเกี่ยวกับความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชี กล่าวคือ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบสามารถอธิบายได้

ด้วยข้อมูลที่ปรากฏในงบการเงิน (Beaver, Paul, & Myron, 1970) เพราะความเสี่ยงดังกล่าวนั้นจะมีลักษณะเฉพาะของธุรกิจแต่ละแห่งหนึ่ง หมายถึง มีความเป็นไปได้ที่ข้อมูลทางบัญชีของบริษัทจะสามารถอธิบายความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบของบริษัทนั้น ๆ และเมื่อความเสี่ยงดังกล่าวมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ หรือข้อมูลที่เปิดเผยในงบการเงินของบริษัทน่าจะอธิบายผลตอบแทนเกินปกติ

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

ภายใต้ข้อสมมตินี้ มูลค่าของกิจการจะเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการ (Brigham & Houston, 2001) ต่อมา Sharpe (1964) ปรับปรุงตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ภายใต้ข้อสมมติว่า ตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดทุนที่ไม่แน่นอน สำหรับตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ เป็นตัวแบบที่ใช้กำหนดราคาหลักทรัพย์ ณ วันต้นปี โดยกำหนดให้มีการลงทุนในหลักทรัพย์ในวันต้นปี และนักลงทุนจะได้รับกระแสเงินสดจากการลงทุนในวันสิ้นปีภายใต้ข้อสมมติ ดังนี้ (1) ผลตอบแทนในหลักทรัพย์เท่ากับผลตอบแทนที่คาดหวัง (2) ตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดสมบูรณ์ (3) นักลงทุนเป็นผู้ที่มีเหตุผลและหลีกเลี่ยงความเสี่ยง และมีความต้องการที่ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนสูงสุด (4) นักลงทุนคนอื่น ๆ เป็นผู้ที่มีเหตุผล และมีความคาดหวังในอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงในลักษณะเดียวกัน (5) มีหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงในตลาด นักลงทุนสามารถกู้ยืมและให้ยืมระหว่างกันในตลาดผลตอบแทนเท่ากับผลตอบแทนในหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง

จากแนวคิดในการพัฒนาตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ภายใต้ข้อสมมติของตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่ไม่แน่นอน กรณีช่วงระยะเวลาการลงทุนมากกว่า 1 ปี ราคาหลักทรัพย์ ณ วันต้นปีจะเท่ากับผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับ ซึ่งมีผลตอบแทนที่คาดหวังเป็นอัตราส่วนลดมูลค่าปัจจุบัน โดยผลตอบแทนที่คาดหวังจะแตกต่างกันไปในแต่ละปี ซึ่งจุดประสงค์ในการตรวจสอบความสามารถของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ของนักวิจัยเริ่มแรกมีขึ้นเพื่อสนับสนุนแนวคิดทาง

การเงิน 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 (จิรัตน์ 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 ปัจจัยมหภาคหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบต่าง ๆ จะสะท้อนอยู่ในรูปของปัจจัยเพียงปัจจัยเดียวคือ อัตราการเปลี่ยนแปลงดัชนีตลาด อย่างไรก็ตาม ปัจจัยดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ไม่เท่ากัน ขึ้นอยู่กับความอ่อนไหวของ

หลักทรัพย์แต่ละตัว (Sensitivity:  $\beta$ ) ต่อปัจจัยนั้น ความอ่อนไหวนั้นได้จากการวิเคราะห์ความถดถอย ดังนี้ Sharpe (1964)

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

โดยที่

$R_{it}$  = ผลตอบแทนของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $t$

$R_{mt}$  = ผลตอบแทนของตลาด ณ เวลา  $t$

$\alpha_i$  = ส่วนประกอบของผลตอบแทนของบริษัท  $i$  ที่ไม่ขึ้นตรงกับผลตอบแทนโดยรวมของตลาด

$\beta_i$  = ค่าสัมประสิทธิ์ที่แสดงการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัท  $i$  เมื่อเทียบกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนโดยรวมของตลาด

$\varepsilon_{it}$  = ค่าความผิดพลาด หรือผลต่างระหว่างผลตอบแทนของบริษัทกับผลตอบแทนที่คาดหวัง ซึ่งถือเป็นผลตอบแทนเกินปกติ (abnormal return)

การวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยเลือกใช้ตัวแบบตลาดทุน (market model) ของ Sharp (1964) ซึ่งเป็นตัวแบบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างผลตอบแทนของบริษัทใดบริษัทหนึ่งกับผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของตลาด โดยใช้วิธีวิเคราะห์สมการถดถอยของผลตอบแทนของบริษัทกับผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของตลาด ซึ่งการประมาณค่าพารามิเตอร์ในตัวแบบดังกล่าวจะต้องใช้ข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงก่อนช่วงระยะเวลาที่นำมาทดสอบการประกาศข้อมูลในงบการเงิน เพื่อนำไปคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวัง (expected return) สาเหตุที่ใช้ข้อมูลผลตอบแทนของบริษัทและผลตอบแทนของตลาดจำนวน 60 วัน ก่อนช่วงระยะเวลาที่จะนำมาทดสอบ เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่ผันผวนประกอบกับขนาดของตลาดที่มีขนาดเล็ก การเลือกช่วงเวลาที่สั้นจะช่วยลดผลกระทบที่เกิดจากปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ซึ่งไม่สามารถจัดออกไปได้ (ฐิตาภรณ์ สินจรรยาศักดิ์, 2552; นิมนวล เขียวรัตน์, 2539; ศิลป์ชัย ปวีณพงษ์พัฒน์, 2544; Pannipa Rodwana, 1996; Sasivimol Meeampol, 1997)

ทฤษฎีทางการเงิน ได้แบ่งส่วนประกอบของผลตอบแทนของบริษัทออกเป็น 2 ส่วน คือ ผลตอบแทนจากการลงทุนส่วนที่เป็นระบบ ( $\beta_i R_{mt}$ ) ซึ่งเป็นส่วนที่สะท้อนถึงผลตอบแทนของบริษัทใดบริษัทหนึ่งที่เปลี่ยนแปลงไปตามผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์อื่น ๆ ในตลาด ( $R_{mt}$ ) และ

อีกส่วนหนึ่งคือผลตอบแทนจากการลงทุนส่วนที่ไม่เป็นระบบ หรือเรียกว่า ผลตอบแทนส่วนที่เหลือ (residual returns) เท่ากับ  $\alpha_{it} + \epsilon_{it}$  ซึ่งเป็นส่วนของผลตอบแทนที่ไม่เปลี่ยนแปลงไปตามผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์อื่น ๆ ในตลาด ผลตอบแทนที่เป็นระบบของบริษัทจะได้รับผลกระทบจากสถานะแวดล้อมทางเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นผลกระทบโดยรวมต่อหลักทรัพย์ของทุกบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ในขณะที่ผลตอบแทนของบริษัทส่วนที่เหลือ คือ  $\epsilon_{it}$  เป็นผลกระทบจากลักษณะเฉพาะของกิจการนั้น ๆ

ดังนั้น ในการตรวจสอบผลกระทบของข้อมูลทางบัญชี จึงกำหนดให้ใช้ผลตอบแทนของบริษัทในส่วนที่เหลือ (residual returns) ในช่วงเวลาประกาศข้อมูลทางบัญชีในงบการเงิน เป็นค่าวัดในการอธิบายการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ ดังนั้น  $\epsilon_{it}$  (ค่าความคลื่อนในการประมาณผลตอบแทนจากการลงทุนที่คาดหวัง) จึงเป็นตัวแปรที่สะท้อนให้เห็นถึงผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถคำนวณได้ในแต่ละขั้นตอน ดังนี้

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

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

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

$$\alpha_{it} = \text{ผลตอบแทนของบริษัท } i \text{ เวลา } t \text{ ที่ไม่สามารถอธิบายได้ว่าเกิดขึ้นจากปัจจัยใด}$$

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

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

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

โดยที่

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

$$P_{it} = \text{ราคาปิดของหลักทรัพย์ของบริษัท } i \text{ เวลา } t$$

$$P_{it-1} = \text{ราคาปิดหลักทรัพย์ของบริษัท } i \text{ เวลา } t - 1$$

$$D_{it} = \text{เงินปันผลของบริษัท } i \text{ เวลา } t \text{ มีการประกาศจ่าย ณ วันที่ตลาดหลักทรัพย์ขึ้นเครื่องหมาย XD ซึ่งหมายถึง ผู้ถือหลักทรัพย์ไม่มีสิทธิได้รับเงินปันผล}$$

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 ( $\alpha$  และ  $\beta$ ) สามารถคำนวณโดยใช้ตัวแบบตลาดทุน ด้วยข้อมูลผลตอบแทนของบริษัท ( $R_{it}$ ) และผลตอบแทนจากการลงทุนของตลาด ( $R_{mt}$ ) ที่เกิดขึ้นจริงในช่วงระยะเวลา 60 วัน ก่อนช่วงที่จะนำมาทดสอบ โดยกำหนดให้วันประกาศข้อมูลทางบัญชีเป็นวันที่ 0 หลังจากนั้นนำค่า ( $\alpha$  และ  $\beta$ ) 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  $\alpha$  และ  $\beta$  จากขั้นที่ 1 โดยตัวแบบการคำนวณ ดังนี้

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

โดยที่

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

$$R_{it} = \text{ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของบริษัท } i \text{ ณ เวลา } t$$

$$E(R_{it}) = \text{ผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัท } i \text{ ณ เวลา } t$$

จะเห็นได้ว่า ผลตอบแทนเกินปกติของบริษัท ซึ่งคำนวณจากสมการที่ 2 คือค่าความคลาดเคลื่อนของการประมาณค่าผลตอบแทนที่ไม่คาดหวังของบริษัท  $i$  ณ วันที่  $t$

## งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ ผู้วิจัยได้ทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

**การวิจัยเกี่ยวกับข้อมูลทางบัญชีรายการกำไรทางบัญชี** สำหรับกำไรทางบัญชี คือ ผลต่างระหว่างรายได้ที่เกิดขึ้นในงวดบัญชีกับต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้อง กำไรทางบัญชีจึงเกิดขึ้นจากเกณฑ์การจับคู่รายได้และค่าใช้จ่าย ซึ่งกำหนดให้กิจการรับรู้รายได้พร้อมกับค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากรายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีเดียวกัน งานวิจัยฉบับนี้ได้มุ่งเน้นที่จะศึกษาถึงกำไรจากการ

คำเนิงาน ผลงานวิจัยของ Ball and Brown (1968) ศึกษาว่าตลาดหลักทรัพย์มีการตอบสนองต่อการประกาศข้อมูลทางบัญชีรายการกำไรทางบัญชีหรือไม่อย่างไร ผลการศึกษาพบว่า ค่าดัชนีผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์สัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนที่ไม่คาดหวัง โดยค่าดัชนีผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีกำไรที่ไม่คาดหวังที่เจริญเติบโตขึ้นจะมีความสัมพันธ์เชิงบวก ขณะที่ค่าดัชนีผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีกำไรต่ำกว่าที่คาดหวังจะมีความสัมพันธ์เชิงลบ แสดงให้เห็นว่า ตลาดทุนมีการตอบสนองอย่างสมเหตุสมผลต่อทิศทาง การเติบโตของกำไร อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของ Ball and Brown (1968) พบว่า ตลาดทุนตอบสนองต่อข่าวสารการประกาศกำไรทางบัญชีเป็นส่วนใหญ่ โดยประมาณ 85% ของข้อมูลที่ใช้ทดสอบทั้งหมด โดยสะท้อนอยู่ในระดับราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไปในช่วงระยะเวลาก่อนการประกาศกำไร ซึ่งอาจแสดงถึงข่าวการประกาศกำไรทางบัญชียังเป็นข้อมูลที่ไม่ทันต่อเวลา (lack of timeliness) ขณะที่ Beaver (1968) ศึกษาว่าความแปรปรวนของการปรับตัวของผลตอบแทนเกินปกติ (abnormal returns) เป็นตัววัดผลกระทบในช่วงเวลาที่มีการประกาศกำไรทางบัญชี ผลการศึกษาพบว่า ความแปรปรวนของระดับหลักทรัพย์ในสัปดาห์ที่มีการประกาศกำไรทางบัญชีมีค่าสูงกว่า สัปดาห์ที่ไม่มีการประกาศกำไร Beaver (1968) จึงสรุปว่า กำไรทางบัญชีมีคุณค่าต่อนักลงทุนในการนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ รวมทั้งงานวิจัยของ Lev (1989) เพื่อประเมินความมีคุณค่าของกำไรทางบัญชี ผลการวิจัยกลับพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (adjusted  $R^2$ ) มีค่าน้อยลง จึงเริ่มเกิดประเด็นปัญหาที่ว่ากำไรทางบัญชีมีประโยชน์ต่อนักลงทุนในการนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์หรือไม่ กล่าวคือ สามารถสะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของกิจการ หรือมูลค่าของกิจการ (value of firm) ได้หรือไม่ ประกอบกับการศึกษาความมีคุณค่าของกำไรยังจำกัดอยู่เฉพาะกำไรทางบัญชีและส่วนประกอบของกำไร ได้แก่ รายได้ ค่าใช้จ่าย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เท่านั้น จึงทำให้นักวิจัยในระยะหลังเริ่มให้ความสำคัญกับตัววัดผลการดำเนินงานในรูปแบบอื่น

นอกจากนี้ Easton and Harris (1991) ต้องการศึกษาว่า กำไรทางบัญชีในงวดปัจจุบัน กำไรทางบัญชีในงวดก่อน และการเปลี่ยนแปลงของกำไรทางบัญชีงวดปัจจุบัน มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนเกินปกติหรือไม่ รวมถึงกรณีที่ธุรกิจมีกำไรที่ไม่คาดหวัง (unexpected earnings) มีความเกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นได้หรือไม่ ผลการศึกษาปรากฏว่า กำไรทางบัญชีในงวดปัจจุบัน กำไรทางบัญชีในงวดก่อน และการเปลี่ยนแปลงของกำไรทางบัญชีงวดปัจจุบัน มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติในทิศทางเดียวกัน เมื่อเปรียบเทียบจากค่า  $R^2$  ของแต่ละสมการ พบว่า กำไรทางบัญชีงวดปัจจุบันสามารถอธิบายผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ได้ดีกว่าการเปลี่ยนแปลงของกำไรทางบัญชี

และกำไรทางบัญชีในงวดก่อน 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 นักลงทุนจะต้องนำข้อมูลทางบัญชีในด้านต่าง 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 เป็นปัจจัยสำคัญที่นักลงทุน

นำไปใช้ตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ สำหรับบริษัทขนาดใหญ่ รายได้อื่นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญ ผลการวิจัยครั้งนี้จึงเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นและนักลงทุน

**การวิจัยเกี่ยวกับข้อมูลทางบัญชีรายการภาษีอากร** สำหรับภาษีอากร คือ เงินที่รัฐบาลบังคับเก็บจากผู้บริโภค เพื่อนำไปใช้ในกิจการของรัฐบาล โดยไม่มีผลตอบแทนโดยตรงแก่ผู้เสียภาษีอากร หรืออีกความหมายคือ 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 ในการศึกษาอัตราส่วนต้นทุนขายต่อยอดขาย หากค่าที่ได้มีค่าสูงแสดงว่ากิจการต้องใช้ต้นทุนขายสูงเพื่อก่อให้เกิดยอดขาย แต่หากค่าที่ได้มีค่าต่ำแสดงว่ากิจการใช้ต้นทุนขายต่ำเพื่อให้เกิดยอดขาย 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 ต้นทุนขายมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ

**การวิจัยเกี่ยวกับข้อมูลทางบัญชีรายการคงค้าง** สำหรับรายการคงค้างเป็นการบันทึกบัญชีเกี่ยวกับรายได้หรือค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง ซึ่งกิจการต้องบันทึกบัญชีเพื่อให้เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีที่ยอมรับโดยทั่วไป ถึงแม้ยังไม่ได้รับเงินสดเข้ามาหรือจ่ายเงินสดออกไป ซึ่งทำ

ให้มีผลกระทบต่อกระแสเงินสดของกิจการในอนาคต 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 มักเป็นผลมาจากรายการต่าง ๆ และเหตุการณ์อื่นที่เกิดขึ้นในการคำนวณกำไรสุทธิ เป็นเครื่องบ่งชี้ความสามารถของกิจการในการสร้างหรือบริหารกระแสเงินสดให้เพียงพอเพื่อจ่ายชำระหนี้ที่ยืมในการดำเนินงานของกิจการ เพื่อจ่ายปันผล โดยไม่ต้องพึ่งพาการจัดการจัดหาเงินจากแหล่งเงินภายนอก ผลการวิจัยของ Dechow (1994) ศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีรายการกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน โดยศึกษากลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ช่วงปี ค.ศ. 1960-1989 เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนเกินปกติ ภายใต้กลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา แบ่งตามระยะเวลาในการสำรวจออกเป็น 3 กลุ่ม คือ สัปดาห์ไตรมาส สัปดาห์เป็นรายปี 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 ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการคาดหวังกผลตอบแทนจากการลงทุน

**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 และความเสี่ยงของบริษัทที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ที่นำมาเป็นตัวแปรปรับ ว่าตัวแปรดังกล่าวมีความเหมาะสมเป็นตัวแปรปรับได้หรือไม่ และไปปรับเปลี่ยนผลกระทบของตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามหรือไม่ โดยมีรายละเอียดเกี่ยวกับขนาดของบริษัทและความเสี่ยงของบริษัทที่เป็นตัวแปรปรับ ดังนี้

**ขนาดของบริษัท** โดยปกติขนาดของบริษัทเป็นสิ่งที่บ่งบอกได้ว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีทรัพยากรมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก ไม่ว่าจะเป็นจำนวนเงินทุน จำนวนพนักงาน (Saunders, 2000) ดังนั้น หากการดำเนินงานของบริษัทเกิดความล้มเหลว บริษัทขนาดใหญ่จะได้รับความเสียหายมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทขนาดเล็ก จะเห็นได้ว่า ความเสี่ยงของบริษัทขนาดใหญ่จะมีความเสี่ยงมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ในทางตรงกันข้าม บริษัทขนาดใหญ่จะมีความสามารถในการทำกำไรสูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก เพราะบริษัทขนาดใหญ่ได้เปรียบทางด้านต้นทุน (Mondy, Noe & Premeaux, 2002) อีกทั้งบริษัทขนาดใหญ่มีความพร้อมในการเปิดเผยผลการดำเนินงานมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก (Atiase, Bamber & Freeman, 1988; Owusu-Ansah, 2000) จากงานวิจัยของ Collins et al. (1997) พบว่า ขนาดของบริษัทเป็นปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทนของ

หลักทรัพย์ได้ เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Chen and Kao (2004) ; Qi, Wu and Zhang (2000); Xie, Davidson and Dadalt (2003) นำขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์เข้ามาเป็นตัวแปรหนึ่งที่ศึกษาผลกระทบระหว่างขนาดของบริษัทกับผลการดำเนินงานของบริษัท ผลการศึกษาพบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท รวมทั้งงานวิจัยตลาดทุนของประเทศไทยของ ฐิตาภรณ์ 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 ขนาดของบริษัทที่วัดจากสินทรัพย์ มาเป็นตัวแปรปรับสำหรับเกณฑ์ในการแบ่งขนาดของบริษัท เป็นบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ แบ่งโดยคำมัธยฐานของสินทรัพย์ (Collins et al., 1997) กล่าวคือ ขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ แบ่งโดยบริษัทที่มีสินทรัพย์ต่ำกว่าคำมัธยฐานของข้อมูลทั้งหมด จัดกลุ่มเป็นบริษัทขนาดเล็ก และบริษัทที่มีสินทรัพย์สูงกว่าคำมัธยฐานของข้อมูลทั้งหมด จัดกลุ่มเป็นบริษัทขนาดใหญ่

**ความเสี่ยงของบริษัท** เป็นสิ่งที่แสดงให้เห็นถึงความมั่นคงของบริษัท เนื่องจากบริษัทมีสถานภาพทางการเงินที่ไม่ดีจะทำให้เกิดความไม่แน่นอนถึงความอยู่รอดของกิจการ บริษัทที่มีสถานภาพทางการเงินไม่ดีจะเปิดเผยผลการดำเนินงานช้ากว่าบริษัทที่มีสถานภาพทางการเงินที่ดี (Hanson & Hamre 1997; Owusu-Ansah, 2000) ในการวัดค่าความเสี่ยงของบริษัท ส่วนใหญ่เลือกใช้อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (debt to equity ratio) (Easton, Eddey & Harris, 1993) เพราะอัตราส่วนนี้แสดงถึงโครงสร้างของเงินลงทุนของบริษัทว่า มีสัดส่วนของหนี้สินรวมของบริษัทเมื่อเปรียบเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้นหรือส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นเท่าใด เป็นการวัดว่าธุรกิจใช้เงินทุนจากภายนอก เมื่อเปรียบเทียบกับเงินลงทุนภายในของธุรกิจว่ามีสัดส่วนเท่าใด ดังนั้น หากกิจการมีผลการดำเนินงานที่ไม่ดี กิจการไม่สามารถรับภาระดอกเบี้ยจากการกู้ยืมดังกล่าวได้ ส่งผลให้กิจการประสบปัญหาในการดำเนินงาน และอาจมีความเสี่ยงเกิดขึ้นกับกิจการ (Bhandari, 1988; Gopalakrishnan, 1994) อย่างไรก็ตาม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นค่าที่คำนวณได้ไม่ควรมียาค่ามากนัก ทั้งนี้หากกิจการมีการใช้เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมากโดยไม่ใช้เงินทุนจากแหล่งหนี้สิน อาจทำให้กิจการเสียโอกาสที่จะนำเงินไปขยายการลงทุนให้กับกิจการ เช่น การขยายการ

ลงทุนโดยการซื้อสินทรัพย์เพิ่ม เพื่อนำสินทรัพย์นั้นไปใช้ก่อให้เกิดรายได้ให้กับกิจการในอนาคต หรือการขยายการลงทุน โดยการเปิดสาขาเพิ่มเพื่อให้ครอบคลุมพื้นที่ในการประกอบกิจการมากขึ้น 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 Rodwana (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 ค่าที่คำนวณได้จะเป็นค่าที่แสดงให้เห็นว่า 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 นักลงทุนจะได้รับ ความมั่งคั่งที่สูงขึ้น 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

### บทที่ 3

## ระเบียบวิธีการวิจัย

การศึกษาผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยใช้ระเบียบวิธีการวิจัย ซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้

### ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

งานวิจัยฉบับนี้ดำเนินการตามขั้นตอนของการวิจัยเชิงประจักษ์ (empirical research) ประชากรในงานวิจัยครั้งนี้ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากเป็นบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชน ทั้งในรูปแบบของงบการเงินประจำปีและข้อมูลราคาหลักทรัพย์ โดยมีหลักเกณฑ์เพื่อให้ได้กลุ่มตัวอย่างที่ให้ข้อมูลในการประมวลผลที่เหมาะสม และสามารถเปรียบเทียบกันได้ ซึ่งมีคุณสมบัติและเงื่อนไข ดังนี้ (นิมนวล เขียวรัตน์, 2539; ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์, 2545; ศิลป์ชัย ปวีณพงษ์พัฒน์, 2544; Beaver, 1968; Easton & Harris, 1991; Foster, 1981; Julsuchada Sirisom, 2003; Lev, 1989; Pannipa Rodwana, 1996; Suchitra Vacharajitipan, 1990)

1. ต้องเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีวันสิ้นสุดบัญชี ณ วันที่ 31 ธันวาคม ต้องจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก่อนปี พ.ศ. 2549 และมีการซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อให้ได้ข้อมูลในการวัดค่าตัวแปรต่าง ๆ อย่างครบถ้วนและการเปรียบเทียบผลการวิจัยได้

2. ต้องเป็นบริษัทที่ไม่ถูกจัดประเภทให้อยู่ในกลุ่มบริษัทที่กำลังฟื้นฟูกิจการ เพื่อเป็นประโยชน์ในการจัดเก็บข้อมูลเพราะบริษัทในกลุ่มดังกล่าวนี้จะไม่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา และกลุ่มบริษัทที่อยู่ในการฟื้นฟูกิจการอาจจะเป็นตัวแทนของกลุ่มตัวอย่างที่ไม่ดีเนื่องจากสถานะของธุรกิจไม่เป็นที่สนใจของนักลงทุน

3. ต้องเป็นบริษัทที่ไม่ถูกขึ้นเครื่องหมาย H (trading hall) หรือ SP (trading suspension) จากตลาดหลักทรัพย์ ณ ช่วงเวลาที่ศึกษาและช่วงประมาณค่า เพราะเครื่องหมายดังกล่าวเป็นการงดการซื้อขาย ซึ่งทำให้ไม่มีข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์

ดังนั้น ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ จำนวนทั้งหมด 505 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2554) แต่การศึกษาครั้งนี้จะมีกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้นที่ศึกษา จำนวน 392 บริษัท ดังนี้

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งสิ้น	505	บริษัท
หัก บริษัทที่ไม่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ และไม่มีข้อมูลที่ศึกษา	41	บริษัท
บริษัทกลุ่มธุรกิจการเงิน	57	บริษัท
บริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีที่ไม่ได้สิ้นสุด 31 ธันวาคม	15	บริษัท
กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ศึกษาคงเหลือ	392	บริษัท

### การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ สามารถเก็บรวบรวมข้อมูลได้จากแหล่งข้อมูลที่มีอยู่แล้ว โดยฐานข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยจะเก็บข้อมูลจาก Set Smart ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ดังนี้

1. ข้อมูลราคาปีครายวันของหลักทรัพย์ และดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดของแต่ละบริษัทตามกลุ่มตัวอย่าง ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระยะเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2549-2553 รวมจำนวน 5 ปี
2. ข้อมูลทางบัญชีที่ศึกษาจากงบการเงินรวมของบริษัทและหมายเหตุประกอบงบการเงินรวมของบริษัท ได้แก่ กำไรทางบัญชี ดอกเบี่ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน รวมทั้งข้อมูลอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการวิจัย ได้แก่ สินทรัพย์ หนี้สิน ส่วนของผู้ถือหุ้น ยอดขาย จำนวนหุ้นสามัญที่เรียกชำระแล้ว ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และราคาตลาดต่อกำไร ในช่วงระยะเวลาระหว่าง ปี พ.ศ. 2549-2553 รวมจำนวน 5 ปี

### ตัวแปรและการวัดค่าที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษาผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับงานวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยมีตัวแปรตามคือ ผลตอบแทนเกินปกติ และมีตัวแปรอิสระ ประกอบด้วย กำไรทางบัญชี ดอกเบี่ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน อีกทั้งตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และราคาตลาดต่อกำไร ขณะเดียวกันผู้วิจัยมีตัวแปรปรับ (moderators) ซึ่งเป็นตัว

แปรที่มีอิทธิพลต่อรูปแบบของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม ประกอบด้วย ความเสี่ยงของบริษัทที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ สามารถสรุปตัวแปรและการวัดค่าที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ดังนี้

1. ผลตอบแทนเกินปกติ ณ วันที่ 0 ( $AR_0$ ) เป็นค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าอัตราผลตอบแทนของบริษัทที่คำนวณมาจาก Market Model ของ Sharp (1964) ดังที่ได้กล่าวไว้ในบทที่ 2 ดังนั้น การคำนวณหาผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return--AR) สามารถคำนวณหาผลตอบแทนเกินปกติตามตัวแบบ ดังนี้

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

โดยที่

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

$$R_{it} = \text{ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของบริษัท } i \text{ ณ เวลา } t$$

$$E(R_{it}) = \text{ผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัท } i \text{ ณ เวลา } t$$

2. กำไรทางบัญชี เป็นตัวแปรที่ผู้วิจัยเก็บข้อมูลจากงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ หรือจากหมายเหตุประกอบงบการเงิน การวัดค่าของกำไรทางบัญชี คำนวณเป็นหน่วยต่อหุ้น เพื่อประโยชน์ในการเปรียบเทียบข้อมูล ดังนี้

$$\text{กำไรทางบัญชี} = \frac{\text{กำไรจากการดำเนินงาน}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญเทียบเท่าถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก}}$$

3. ดอกเบี้ยรับ เป็นตัวแปรที่ผู้วิจัยเก็บข้อมูลจากงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ หรือจากหมายเหตุประกอบงบการเงิน การวัดค่าของดอกเบี้ยรับ คำนวณเป็นหน่วยต่อหุ้น เพื่อประโยชน์ในการเปรียบเทียบข้อมูล ดังนี้

$$\text{ดอกเบี้ยรับ} = \frac{\text{ดอกเบี้ยรับ}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญเทียบเท่าถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก}}$$

4. ภาษีอากร เป็นตัวแปรที่ผู้วิจัยเก็บข้อมูลจากงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ หรือจากหมายเหตุประกอบงบการเงิน การวัดค่าของภาษีอากร คำนวณเป็นหน่วยต่อหุ้น เพื่อประโยชน์ในการเปรียบเทียบข้อมูล ดังนี้

$$\text{ภาษีอากร} = \frac{\text{ภาษีอากร}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญเทียบเท่าถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก}}$$

## จำนวนหุ้นสามัญเทียบเท่าถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

5. ต้นทุนขาย เป็นตัวแปรที่ผู้วิจัยเก็บข้อมูลจากงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ หรือจากหมายเหตุประกอบงบการเงิน การวัดค่าของต้นทุนขาย คำนวณเป็นจำนวนเท่า เพื่อประโยชน์ในการเปรียบเทียบข้อมูล ดังนี้

$$\text{ต้นทุนขาย} = \frac{\text{ต้นทุนขาย}}{\text{ยอดขาย}}$$

6. รายการคงค้าง เป็นตัวแปรที่ผู้วิจัยเก็บข้อมูลจากงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ งบกระแสเงินสด หรือจากหมายเหตุประกอบงบการเงิน การวัดค่าของรายการคงค้าง คำนวณเป็นหน่วยต่อหุ้น เพื่อประโยชน์ในการเปรียบเทียบข้อมูล ดังนี้

$$\text{รายการคงค้าง} = \frac{\text{กำไรสุทธิ - กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญเทียบเท่าถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก}}$$

7. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เป็นตัวแปรที่ผู้วิจัยเก็บข้อมูลจากงบกระแสเงินสด หรือจากหมายเหตุประกอบงบการเงิน การวัดค่าของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน คำนวณเป็นหน่วยต่อหุ้น เพื่อประโยชน์ในการเปรียบเทียบข้อมูล ดังนี้

$$\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน} = \frac{\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญเทียบเท่าถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก}}$$

การศึกษาผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยมีตัวแปรควบคุม (control variable) เพื่อควบคุมผลกระทบจากปัจจัยอื่นที่อาจส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (นอกเหนือจากตัวแปรกระทบหลักหรือตัวแปรที่สนใจ) ดังนั้น ผู้วิจัยจึงควบคุมด้วยตัวแปร ดังนี้ ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และราคาตลาดต่อกำไร โดยมีรายละเอียด ดังนี้

8. ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ 1 หุ้น แสดงถึงราคาหุ้นที่นักลงทุนยอมจ่าย ณ ขณะนั้นว่าเป็นกี่เท่าของมูลค่าตามบัญชี เพราะราคาหุ้นตามบัญชีนั้นมิได้แสดงไว้ตามมูลค่ายุติธรรมที่สามารถ

สะท้อนถึงภาวะเงินเฟ้อตามเศรษฐกิจ ดังนั้น เพื่อควบคุมถึงผลกระทบในด้านความเสี่ยงและระดับการเติบโตในแต่ละอุตสาหกรรม สามารถคำนวณได้ ดังนี้

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

9. ราคาตลาดต่อกำไร เป็นอัตราส่วนที่แสดงการเปรียบเทียบราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ต่อกำไรต่อหุ้นที่บริษัทมี สำหรับการคำนวณอัตราส่วนนี้ สามารถนำราคาหุ้นสามัญที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์หารด้วยกำไรต่อหุ้นของบริษัท สามารถคำนวณได้ ดังนี้

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

ตัวแปรปรับ (moderators) ผู้วิจัยมีตัวแปรปรับซึ่งเป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม ประกอบด้วย ความเสี่ยงของบริษัทและขนาดของบริษัท ผู้วิจัยทำการวิเคราะห์กลุ่มย่อยโดยใช้ Chow Test สำหรับการวิเคราะห์ Chow Test จะใช้ค่า F-statistic ซึ่งคำนวณจากค่าผลรวมของค่าผิดพลาดกำลังสอง (Sum Squared Error--SSE) และองศาความเป็นอิสระ (degree of freedom--df) ของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณจากแบบจำลองแบบจำกัด (การวิเคราะห์รวม) และการวิเคราะห์ การถดถอยเชิงพหุคูณจากแบบจำลองแบบเต็ม (การวิเคราะห์แยก) ซึ่งการคำนวณค่าสถิติ F ตามวิธีทดสอบของ chow จะใช้สูตร ดังนี้

$$F(df_1, df_2) = \frac{[SSE_{\text{total}} - (SSE_{\text{Group1}} + SSE_{\text{Group2}})] / df_1}{(SSE_{\text{Group1}} + SSE_{\text{Group2}}) / df_2}$$

โดยที่

$$\begin{aligned} df_1 &= \text{จำนวนตัวแปรอิสระ} + 1 \\ df_2 &= (\text{จำนวนหน่วยวิเคราะห์ในกลุ่มตัวอย่างย่อยที่ 1} + \\ &\quad \text{จำนวนหน่วยวิเคราะห์ในกลุ่มตัวอย่างย่อย 2}) - \\ &\quad (2 * (\text{จำนวนตัวแปรอิสระ} + 1)) \end{aligned}$$

สำหรับรายละเอียดของตัวแปรปรับซึ่งเป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม ประกอบด้วย ความเสี่ยงของบริษัทที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ ดังนี้

10. ความเสี่ยงของบริษัท แสดงให้เห็นถึงความมั่นคงของบริษัท เนื่องจากบริษัทที่มีสถานภาพทางการเงินที่ไม่ดีจะทำให้เกิดความไม่แน่นอนถึงความอยู่รอดของบริษัท อีกทั้งบริษัทที่มีสถานภาพทางการเงินไม่ดีจะเปิดเผยผลการดำเนินงานช้ากว่าบริษัทที่มีสถานภาพทางการเงินที่ดี ในการวัดค่าสถานภาพทางการเงิน ผลงานวิจัยส่วนใหญ่เลือกใช้อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (debt to equity ratio) ในการวัดความเสี่ยงของบริษัทสามารถคำนวณได้ ดังนี้

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

ดังนั้น งานวิจัยฉบับนี้จึงนำความเสี่ยงของบริษัทที่วัดค่าจาก อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มาเป็นตัวแปรปรับ สำหรับเกณฑ์ในการแบ่งความเสี่ยงของบริษัท เป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำและบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง แบ่งโดยค่ามัธยฐานของอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กล่าวคือ บริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำกว่าค่ามัธยฐานของข้อมูลทั้งหมด จัดกลุ่มเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ และบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงกว่าค่ามัธยฐานของข้อมูลทั้งหมด จัดกลุ่มเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง

11. ขนาดของบริษัท โดยปกติขนาดของบริษัทเป็นสิ่งที่บ่งบอกได้ว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีทรัพยากรมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก ไม่ว่าจะเป็นจำนวนเงินทุน จำนวนพนักงาน ดังนั้น หากการดำเนินงานของบริษัทเกิดความล้มเหลว บริษัทขนาดใหญ่จะได้รับความเสียหายมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทขนาดเล็ก ในทางตรงกันข้าม บริษัทขนาดใหญ่จะมีความสามารถในการทำกำไรสูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก เพราะบริษัทขนาดใหญ่ได้เปรียบทางด้านต้นทุน จึงเป็นที่น่าสนใจว่าขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ ในการนำมาเป็นตัวแปรปรับ จะไปปรับเปลี่ยนผลกระทบระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามหรือไม่ ดังนั้น งานวิจัยฉบับนี้จึงนำขนาดของบริษัทที่วัดจากสินทรัพย์ มาเป็นตัวแปรปรับ สำหรับเกณฑ์ในการแบ่งขนาดของบริษัท เป็นบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ แบ่งโดยค่ามัธยฐานของสินทรัพย์ (Collins et al., 1997) กล่าวคือ บริษัทที่มีสินทรัพย์ต่ำกว่าค่ามัธยฐานของข้อมูลทั้งหมด จัดกลุ่มเป็นบริษัทขนาดเล็ก และบริษัทที่มีสินทรัพย์สูงกว่าค่ามัธยฐานของข้อมูลทั้งหมด จัดกลุ่มเป็นบริษัทขนาดใหญ่

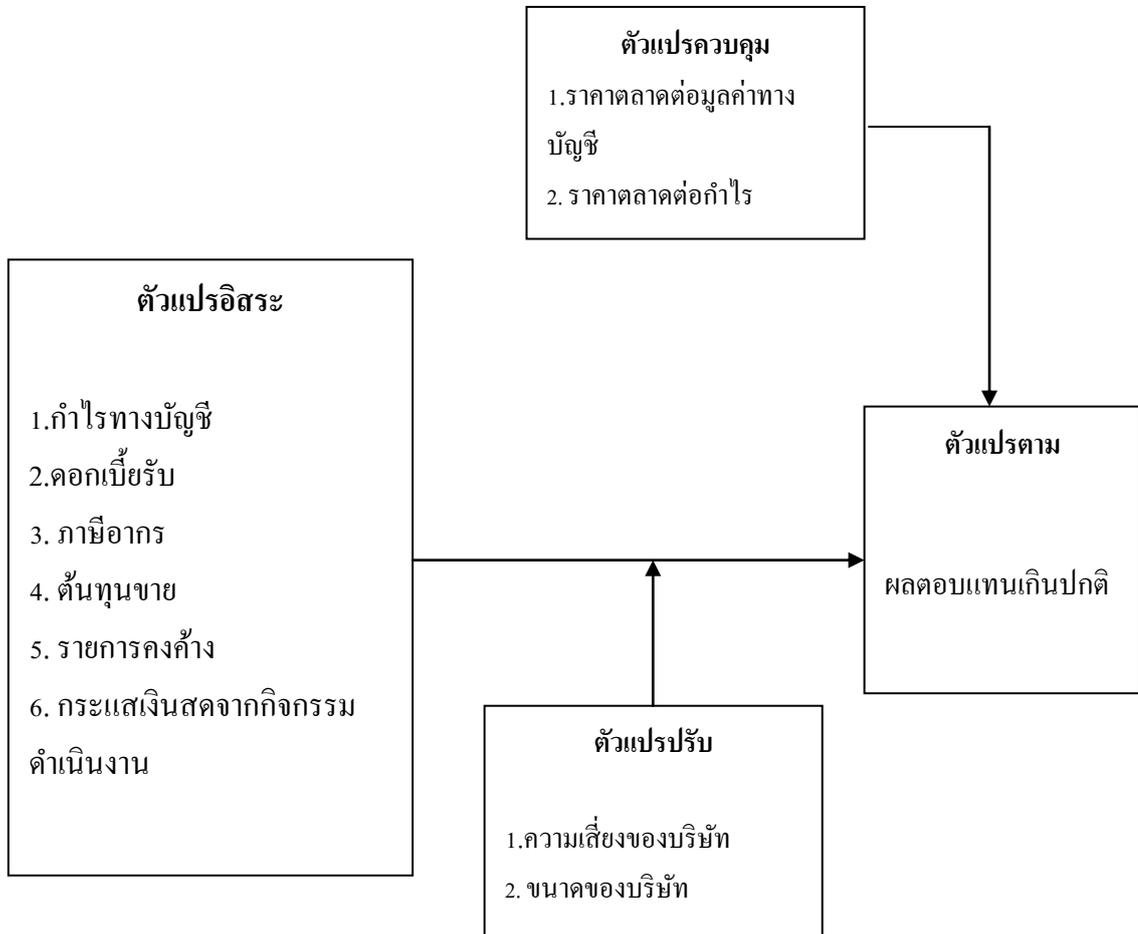
## กรอบแนวความคิด

การทบทวนวรรณกรรมในบทที่ 2 ผู้วิจัยสามารถสร้างกรอบแนวความคิดในการวิจัยขึ้นมา ประกอบด้วยองค์ประกอบที่สำคัญ 3 กลุ่ม ที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ องค์ประกอบทั้ง 3 กลุ่ม ประกอบด้วย

1. องค์ประกอบของข้อมูลทางบัญชี ประกอบด้วยตัวแปรสำคัญ 6 ตัวแปร คือ กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

2. องค์ประกอบที่เป็นตัวแปรควบคุม ผู้วิจัยเชื่อว่าเป็นองค์ประกอบที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนเกินปกติ ในงานวิจัยฉบับนี้ จึงมีการควบคุมด้วยตัวแปร 2 ตัวแปร คือ ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และราคาตลาดต่อกำไร ดังนั้น องค์ประกอบ (1) และควบคุมด้วยองค์ประกอบ (2) ดังกล่าวข้างต้น ผู้วิจัยเชื่อว่าจะมีผลกระทบทางตรงต่อผลตอบแทนเกินปกติ

3. ตัวแปรปรับ ประกอบด้วย ความเสี่ยงของบริษัทที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ ที่เป็นตัวแปรปรับในอีกฐานะหนึ่งที่จะไปปรับเปลี่ยนผลกระทบระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม ดังนั้น ผลกระทบต่าง ๆ ของตัวแปรดังกล่าวข้างต้น ดังแสดงในภาพ 1



ภาพ 1 กรอบแนวความคิดของการวิจัยเรื่อง ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเงิน  
ปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## สถิติที่ใช้ในการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ มุ่งเน้นศึกษาการศึกษาผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเงิน  
ปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น เพื่อให้สามารถสรุป  
ผลการวิจัยในเรื่องดังกล่าวจึงต้องทำการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้วิธีทางสถิติ ซึ่งผู้วิจัยใช้โปรแกรม  
สำเร็จรูปสำหรับการวิจัยทางสังคมศาสตร์ในการประมวลผลข้อมูล โดยสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์  
ข้อมูลประกอบด้วย

1. สถิติเชิงพรรณนา (description statistics) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลขั้นต้น โดยมี  
วัตถุประสงค์เพื่อทราบลักษณะโดยทั่วไปของตัวแปรที่เก็บรวบรวมได้ สำหรับสถิติพรรณนาจะนำเสนอ  
ข้อมูลที่ศึกษาด้วย ค่าสูงสุด (maximum) ค่าต่ำสุด (minimum) ค่าเฉลี่ย (mean) ค่าความเบี่ยงเบน  
มาตรฐาน (standard deviation) (สุชาติ ประสิทธิ์รัฐสินธุ์, 2540; Zikmund, 2003)

2. สถิติเชิงอนุมาน (inferential statistics) สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติอนุมานใน  
การวิจัยครั้งนี้ จะใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (multiple regression analysis) (กัลยา  
วานิชย์บัญชา, 2546; สุชาติ ประสิทธิ์รัฐสินธุ์, 2543) และการวิเคราะห์กลุ่มย่อยโดยใช้ Chow Test  
(Chow, 1960; Fisher, 1970; Sharma et al., 1981)

สำหรับค่าสถิติที่ได้จากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณจะนำมาสรุปผลตามสมมติฐาน  
ที่ตั้งไว้ในงานวิจัยครั้งนี้มีตัวแปรตาม 1 ตัวแปร คือ ผลตอบแทนเงินปกติ และมีตัวแปรอิสระ 6 ตัว  
แปร และตัวแปรควบคุม 2 ตัวแปร รวม 8 ตัวแปร ขณะเดียวกัน ผู้วิจัยมีตัวแปรปรับ (moderators)  
ซึ่งเป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อรูปแบบของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม  
ประกอบด้วย ความเสี่ยงของบริษัทที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และขนาด  
ของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ รวม 2 ตัวแปร สามารถสรุปตัวแปรต่าง ๆ ได้ ดังนี้

1. ผลตอบแทนเงินปกติ
2. กำไรทางบัญชี
3. ดอกเบี้ยรับ
4. ภาษีอากร
5. ต้นทุนขาย
6. รายการคงค้าง
7. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

8. ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี
9. ราคาตลาดต่อกำไร
10. ความเสี่ยงของบริษัทที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
11. ขนาดของบริษัทที่วัดค่าสินทรัพย์

สรุป ในบทนี้ผู้วิจัยได้อธิบายถึงรายละเอียดของระเบียบวิธีการวิจัยที่ใช้และขั้นตอนในการดำเนินการวิจัย ประกอบด้วย ประชากรในงานวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นบริษัทที่ไม่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ กลุ่มธุรกิจการเงิน และบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีที่ไม่ได้สิ้นสุด 31 ธันวาคม ดังนั้น กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย มีจำนวน 392 บริษัท ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลที่ศึกษาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549-2553 รวมจำนวน 5 ปี ประกอบด้วย ข้อมูลราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ และดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดของแต่ละบริษัท รวมทั้งข้อมูลทางบัญชีที่ศึกษาในงบการเงินรวมของบริษัท และใช้เทคนิควิธีการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์กลุ่มย่อยโดยใช้ Chow Test และการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (multiple regression analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐาน

## บทที่ 4

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ในบทนี้ ผู้วิจัยนำเสนอรายละเอียดของการวิเคราะห์ข้อมูลและผลที่ได้จากการวิเคราะห์ข้อมูล โดยนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น การตรวจสอบข้อมูลที่จะใช้ในการวิเคราะห์ ผลการทดสอบสมมติฐาน โดยมีรายละเอียด ดังต่อไปนี้

#### ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา

การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา (ตาราง 1) สามารถวิเคราะห์ ดังนี้ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีผลตอบแทนเกินปกติต่ำสุดคิดเป็นร้อยละ -27.900 มีผลตอบแทนเกินปกติสูงสุดร้อยละ 20.100 และมีผลตอบแทนเกินปกติโดยเฉลี่ยร้อยละ -0.090 ข้อมูลทางบัญชีรายการกำไรทางบัญชีต่ำสุดอยู่ที่ 0.020 บาทต่อหุ้น มีกำไรทางบัญชีสูงสุด 3.180 บาทต่อหุ้น และมีกำไรทางบัญชีโดยเฉลี่ย 2.152 บาทต่อหุ้น ข้อมูลทางบัญชีรายการดอกเบี้ยรับต่ำสุดอยู่ที่ 0.030 บาทต่อหุ้น มีดอกเบี้ยรับสูงสุด 3.560 บาทต่อหุ้น และมีดอกเบี้ยรับโดยเฉลี่ย 1.829 บาทต่อหุ้น ข้อมูลทางบัญชีรายการภาษีอากรต่ำสุดอยู่ที่ 0.001 บาทต่อหุ้น มีภาษีอากรสูงสุด 4.206 บาทต่อหุ้น และมีภาษีอากรโดยเฉลี่ย 0.828 บาทต่อหุ้น ข้อมูลทางบัญชีรายการต้นทุนขายต่ำสุดอยู่ที่ 0.003 เท่า มีต้นทุนขายสูงสุด 6.350 เท่า และมีต้นทุนขายโดยเฉลี่ย 0.869 เท่า ข้อมูลทางบัญชีรายการคงค้างต่ำสุดอยู่ที่ -3.681 บาทต่อหุ้น มีรายการคงค้างสูงสุด 7.504 บาทต่อหุ้น และมีรายการคงค้างโดยเฉลี่ย 0.739 บาทต่อหุ้น และข้อมูลทางบัญชีรายการกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่ำสุดอยู่ที่ -0.998 บาทต่อหุ้น มีรายการกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสูงสุด 0.981 บาทต่อหุ้น และมีรายการกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานโดยเฉลี่ย -0.199 บาทต่อหุ้น

ทั้งนี้ เพื่อควบคุมความแตกต่างของแต่ละกิจการหรืออุตสาหกรรม ในการประมวลผลอาจมีปัจจัยในด้านอื่น ๆ ที่จะกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงหรือสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกตินอกจากตัวแปรกระทบหลักหรือตัวแปรที่สนใจศึกษา ในงานวิจัยฉบับนี้มีตัวแปรควบคุมจำนวน 2 ตัวแปร สามารถอธิบายสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรควบคุมได้ ดังนี้ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่ำสุดอยู่ที่ 0.030 เท่า มีราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีสูงสุด 3.560 เท่า และมีราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีโดยเฉลี่ย 1.914 เท่า สำหรับราคา

ตลาดต่อกำไรต่ำสุดอยู่ที่ 0.020 เท่า มีราคาตลาดต่อกำไรสูงสุด 3.190 เท่า และราคาตลาดต่อกำไรโดยเฉลี่ย 2.230 เท่า

สำหรับตัวแปรปรับ ซึ่งเป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อรูปแบบของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม ประกอบด้วย ความเสี่ยงของบริษัทที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำสุดอยู่ที่ 0.004 เท่า มีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงสุด 7.504 เท่า และมีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยเฉลี่ย 0.751 เท่า และขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ต่ำสุดอยู่ที่ 242 ล้านบาท มีสินทรัพย์สูงสุดอยู่ที่ 177,175 ล้านบาท และมีสินทรัพย์โดยเฉลี่ย 6,900 ล้านบาท

### **การตรวจสอบสมมติฐานของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ**

การทดสอบสมมติฐาน การศึกษาผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (multiple regression analysis) ดังนั้นก่อนทดสอบสมมติฐานผู้วิจัยได้ตรวจสอบข้อมูลว่ามีความเหมาะสมกับการวิเคราะห์ด้วยเทคนิควิธีวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณหรือไม่ โดยผู้วิจัยได้ตรวจสอบการกระจายแบบปกติของข้อมูล (normal distribution) ความแปรปรวนที่สม่ำเสมอ (constant variance or heteroscedasticity) ค่าที่ออกนอกกลุ่ม (outliers) ความเป็นเส้นตรง (linearity) การตรวจสอบความเป็นเส้นตรงร่วมอย่างมาก (multicollinearity) การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (correlation analysis) และการตรวจสอบความเป็นอิสระของความคลาดเคลื่อน (autocorrelation) โดยตรวจสอบในแต่ละค่า ดังนี้

ตาราง 1

ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน

ตัวแปร	ชื่อตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์	หน่วย	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ผลตอบแทนเกินปกติ	AR	ร้อยละ	-27.900	20.100	-0.090	8.282
กำไรทางบัญชี	EARN	บาทต่อหุ้น	0.020	3.180	2.152	0.778
ดอกเบี้ยรับ	INTER	บาทต่อหุ้น	0.030	3.560	1.829	0.967
ภาษีอากร	TAX	บาทต่อหุ้น	0.001	4.206	0.828	0.865
ต้นทุนขาย	COST	เท่า	0.003	6.350	0.869	0.961
รายการคงค้าง	ACCRU	บาทต่อหุ้น	-3.681	7.504	0.739	0.867
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน	CASH	บาทต่อหุ้น	-0.998	0.981	-0.199	0.401
ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี	MTB	เท่า	0.030	3.560	1.914	0.931
ราคาตลาดต่อกำไร	PE	เท่า	0.020	3.190	2.230	0.733
ความเสี่ยงของบริษัท (วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น)	DE	เท่า	0.004	7.504	0.751	0.863
ขนาดของบริษัท (วัดค่าจากสินทรัพย์)	SIZE	ล้านบาท	242	177,175	6,900	15,505

### การตรวจสอบการกระจายแบบปกติของข้อมูล

การตรวจสอบการกระจายตัวแบบปกติของข้อมูล (normality) ผู้วิจัยได้ตรวจสอบจากค่าสถิติ Z ที่ระดับความผิดพลาด 0.05 ประกอบกับการตรวจสอบกราฟ Normal Q-Q Plot ของแต่ละตัวแปร โดยผลจากการตรวจสอบจากค่าสถิติ Z ที่ระดับความผิดพลาด 0.05 (ตาราง 2)

จากตาราง 2 ผู้วิจัยได้ตรวจสอบการกระจายแบบปกติของข้อมูล โดยพิจารณาจาก ค่า Z ของค่า Skewness พบว่า EARN, INTER, TAX, COST, ACCRU, CASH, MTB, PE และ AR มีค่าเท่ากับ 14.466, -15.099, -11.392, -12.978, 12.307, -2.663, -4.523, -2.796 และ -2.870 ตามลำดับ ซึ่งค่าที่ได้มากกว่าค่าบวก 2.58 (Hair, Anderson & Tatham, Black, 1998) แสดงให้เห็นว่า กราฟมีกระจายตัวแบบไม่ปกติ คือมีลักษณะเบ้ซ้ายและเบ้ขวา ดังนั้น ผู้วิจัยจึงได้ปรับค่าตัวแปรด้วยวิธีการถดถอกและยกกำลังสองของตัวแปร (Cohen & Cohen, 1983) ดังนี้

(1) EARN มีค่า Z ที่เป็นบวกแสดงให้ทราบถึงลักษณะของกราฟที่เบ้ขวา จึงทำการปรับค่าด้วยวิธีถดถอกของตัวแปร

(2) INTER มีค่า Z ติดลบแสดงให้ทราบถึงลักษณะของกราฟที่เบ้ซ้าย จึงทำการปรับค่าด้วยวิธียกกำลังสองของตัวแปร

(3) TAX มีค่า Z ติดลบแสดงให้ทราบถึงลักษณะของกราฟที่เบ้ซ้าย จึงทำการปรับค่าด้วยวิธียกกำลังสองของตัวแปร

(4) COST มีค่า Z ติดลบแสดงให้ทราบถึงลักษณะของกราฟที่เบ้ซ้าย จึงทำการปรับค่าด้วยวิธียกกำลังสองของตัวแปร

(5) ACCRU มีค่า Z เป็นบวกแสดงให้ทราบถึงลักษณะของกราฟที่เบ้ขวา จึงทำการปรับค่าด้วยวิธีถดถอกของตัวแปร

(6) CASH มีค่า Z ติดลบแสดงให้ทราบถึงลักษณะของกราฟที่เบ้ซ้ายของตัวแปร จึงทำการปรับค่าด้วยวิธียกกำลังสองของตัวแปร

(7) MTB มีค่า Z ติดลบแสดงให้ทราบถึงลักษณะของกราฟที่เบ้ซ้ายของตัวแปร จึงทำการปรับค่าด้วยวิธียกกำลังสองของตัวแปร

(8) PE มีค่า Z ติดลบแสดงให้ทราบถึงลักษณะของกราฟที่เบ้ซ้ายของตัวแปร จึงทำการปรับค่าด้วยวิธียกกำลังสองของตัวแปร

(9) AR มีค่า Z ติดลบแสดงให้ทราบถึงลักษณะของกราฟที่เบ้ซ้าย จึงทำการปรับค่าด้วยวิธียกกำลังสองของตัวแปร

และสามารถแสดงผลการทดสอบของค่า Z ระดับความผิดพลาด 0.05 หลังการปรับค่าด้วย  
วิธีการถดถอกและยกกำลังสอง (ตาราง 3)

**ตาราง 2**

ค่าสถิติทดสอบการกระจายแบบปกติของข้อมูล

Variable	Mean	Skewness	Zskewness	Kurtosis	Zkurtosis
EARN	2.152	3.061	14.466*	16.024	37.862
INTER	1.829	-3.195	-15.099*	13.766	32.529
TAX	0.828	-2.411	-11.392*	9.123	21.558
COST	0.869	-2.746	-12.978*	11.831	27.957
ACCRU	0.739	2.604	12.307*	9.714	22.953
CASH	-0.199	-0.563	-2.663*	-1.063	-2.512
MTB	1.914	-0.957	-4.523*	-0.504	-1.192
PE	2.230	-0.592	-2.796*	0.049	0.116
AR	-0.106	-0.184	-2.870*	-3.358	-2.848

\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

**ตาราง 3**

ค่าสถิติทดสอบการกระจายแบบปกติของข้อมูลที่ปรับค่าแล้ว

Variable	Mean	Skewness	Zskewness	Kurtosis	Zkurtosis
EARN	0.606	0.181	0.857	-0.989	-2.338
INTER	0.641	-0.056	-0.264	-0.844	-1.995
TAX	0.618	-0.132	-0.623	-1.039	-2.454
COST	0.624	-0.134	-0.635	-0.985	-2.327
ACCRU	0.822	0.114	0.540	-0.384	-0.907
CASH	4.351	0.026	0.124	-1.017	-2.403
MTB	6.220	-0.036	-0.170	-1.002	-2.367
PE	0.240	0.227	1.074	-0.376	-0.890
AR	0.167	0.184	0.870	-0.359	-0.848

\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

หลังจากผู้วิจัยได้ปรับค่าข้อมูลด้วยวิธีการถดถอกและวิธียกกำลังสองค่าตัวแปร จึงได้ทำการทดสอบค่า Z ของ Skewness อีกครั้ง (ตาราง 3) พบว่า ค่าทดสอบที่ได้อยู่ในช่วงไม่เกินบวกลบ 2.58 (Hair et al., 1998) จากนั้นผู้วิจัยได้ตรวจสอบด้วยการวิเคราะห์กราฟ โดยนำค่าตัวแปรที่ได้ด้วยวิธีการถดถอกและยกกำลังสองแล้วมาทดสอบ พบว่า การกระจายของข้อมูลของแต่ละตัวแปรมีค่าที่จับกลุ่มเข้าใกล้เส้นตรงซึ่งอยู่ในระดับที่ยอมรับได้ จึงสรุปได้ว่า ข้อมูลมีการกระจายตัวแบบปกติ (normality) ผู้วิจัยได้นำค่าตัวแปรที่ได้ปรับค่าแล้วไปใช้ในการทดสอบขั้นตอนต่อไป ทั้งนี้ Normal Q-Q Plot ของแต่ละตัวแปร ดังแสดงในภาพ 2-10

#### **การตรวจสอบความแปรปรวนที่สม่ำเสมอ (constant variance or heteroscedasticity) และค่าออกนอกกลุ่ม (outliers)**

ผู้วิจัยได้ทำการตรวจสอบความแปรปรวนที่สม่ำเสมอและค่าที่ออกนอกกลุ่ม โดยใช้กราฟในการตรวจสอบ ซึ่งกราฟดังกล่าวเป็นกราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (residual value) กับค่าพยากรณ์ (predicted value) ผลที่ได้แสดงให้เห็นว่า ไม่มีปัญหาในเรื่องความแปรปรวน (Hair et al., 1998) นอกจากนี้ ผู้วิจัยได้วิเคราะห์ดูว่ามีค่าใดที่ออกนอกกลุ่ม (outliers) หรือไม่ ผลปรากฏว่า ข้อมูลที่ได้เกาะกลุ่มอยู่ด้วยกันทั้งหมด และอยู่ในระดับที่ยอมรับได้ ดังแสดงในภาพ 11

#### **การตรวจสอบความเป็นเส้นตรง (linearity)**

ผู้วิจัยได้ใช้กราฟตรวจสอบความเป็นเส้นตรง (linearity) ซึ่งกราฟดังกล่าวเป็นกราฟซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (residual value) กับตัวแปรอิสระแต่ละตัว ของผลตอบแทนเกินปกติ ซึ่งพบว่า ไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ในเชิงไม่ใช่เส้นตรง (nonlinear relationship) ดังแสดงในภาพ 12-19

#### **การตรวจสอบความเป็นเส้นตรงร่วมอย่างมาก (multicollinearity)**

การตรวจสอบความเป็นเส้นตรงร่วมอย่างมาก สามารถตรวจสอบโดยพิจารณาจากค่า VIF (variance inflation factors) และค่าความทนทาน (tolerance) สำหรับตัวแปรอิสระในแต่ละตัวนั้น ความเป็นเส้นตรงร่วมอย่างมากจะไม่เป็นปัญหาหรือตัวแปรอิสระไม่มีความซ้ำซ้อนในการวัดค่า หากค่า variance inflation factors (VIF) และค่าความทนทาน (tolerance) มากกว่า 0.1 (Foxall and Yani-de-Soriano, 2005) และค่า VIF ไม่เกิน 10 (Belsley, 1991) จากตาราง 4 ค่าความทนทาน มีค่า

ต่ำสุดเท่ากับ 0.225 และสูงสุด 0.958 ซึ่งค่าต่ำสุดสูงกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำ คือ tolerance > 0.1 (Foxall and Yani-de-Soriano, 2005) ส่วนค่า VIF มีค่าสูงสุดเท่ากับ 4.451 ซึ่งต่ำกว่าเกณฑ์ 10 (Belsley, 1991) แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรแต่ละตัวไม่มีความเป็นเส้นตรงร่วมกันอย่างมาก (multicollinearity) หรือไม่มีความซ้ำซ้อนกันในการวัดสามารถแสดงได้ ดังนี้

#### ตาราง 4

การวิเคราะห์ค่าความทนทาน (tolerance) และค่า VIF (variance inflation factors)

Variable	Tolerance	VIF
EARN	0.736	1.358
INTER	0.958	1.044
TAX	0.785	1.274
COST	0.229	4.370
ACCRU	0.225	4.451
CASH	0.870	1.150
MTB	0.776	1.289
PE	0.756	1.322

#### การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (correlation analysis)

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (correlation analysis) โดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเปียร์สัน เพื่อพิจารณาถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ ก่อนนำไปวิเคราะห์ การถดถอยเชิงพหุคูณ สำหรับการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ จากตาราง 5 พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ได้แก่ กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ราคาตลาดต่อกำไร ความเสี่ยงของบริษัท และขนาดของบริษัท ด้วยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเปียร์สันชี้ให้เห็นว่า ไม่มีตัวแปรคู่ใดที่มีความสัมพันธ์กันเองสูงเกิน 0.800 ทั้งนี้ ตัวแปรคู่ที่มีความสัมพันธ์กันเองสูงสุด 3 คู่แรก คือ รายการคงค้างกับต้นทุนขาย (0.589) ความเสี่ยงของบริษัทกับดอกเบี้ยรับ (0.585) และขนาดของบริษัทกับต้นทุนขาย (0.564)

### การตรวจสอบความเป็นอิสระของความคลาดเคลื่อน (autocorrelation)

ผู้วิจัยทำการวิเคราะห์ความเป็นอิสระของความคลาดเคลื่อน โดยพิจารณาจากค่า Durbin-Watson Statistic จากตาราง 6 พบว่า ค่า Durbin-Watson Statistic ที่คำนวณได้เท่ากับ 1.755 มีค่าใกล้ 2 หรือค่าที่ได้อยู่ในช่วง 1.5 ถึง 2.5 สรุปได้ว่า ความคลาดเคลื่อนมีความเป็นอิสระระหว่างกันอยู่ในเกณฑ์ที่ดี หรือข้อมูลของตัวแปร ณ ระดับใด ๆ ของตัวแปรอิสระมีความเป็นอิสระจากกัน ตามเงื่อนไขการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ

### ตาราง 5

การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์แบบเปียร์สัน

	EARN	INTER	TAX	COST	ACCRU	CASH	MTB	PE	SIZE	DE
EARN	1	.179	.394	-.172	-.202	-.038	.071	.030	-.209	.167
INTER		1	.101	-.066	-.080	-.041	.014	-.028	-.079	.585
TAX			1	-.078	-.093	-.017	.055	-.009	-.098	.100
COST				1	.589	.049	-.010	.096	.564	-.062
ACCRU					1	.060	.003	.104	.074	-.076
CASH						1	.271	.306	.064	-.047
MTB							1	.439	.005	.012
PE								1	.100	-.035
SIZE									1	-.075
DE										1

### ตาราง 6

การวิเคราะห์ความเป็นอิสระของความคลาดเคลื่อน

ตัวแปรตามที่ทำกรวิเคราะห์	ค่า Durbin-Watson
AR	1.755

## การทดสอบสมมติฐาน

การวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐาน (hypothesis testing) ผู้วิจัยเริ่มด้วยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (multiple regression analysis) โดยใช้หน่วยวิเคราะห์ทั้งหมดจากกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งเป็นวิธีการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในกรณีที่มีตัวแปรอิสระมากกว่า 1 ตัว และตัวแปรตาม 1 ตัว (Haire et al., 1998) สำหรับการทดสอบผลกระทบของตัวแปรอิสระ ประกอบด้วย กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ที่มีผลต่อตัวแปรตามคือ ผลตอบแทนเกินปกติ เป็นค่าวัดผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากนั้นผู้วิจัยทำการวิเคราะห์กลุ่มย่อย (subgroup analysis) ตามตัวแบบ โดยใช้ Chow Test (Chow, 1960; Fisher, 1970; Sharma et al., 1981) เพื่อทดสอบว่าความเสี่ยงของบริษัท และขนาดของบริษัท เป็นตัวแปรปรับหรือไม่ หากเป็นตัวแปรปรับจะไปปรับเปลี่ยนผลกระทบอย่างไร หรืออีกนัยหนึ่ง เพื่อทดสอบว่า ความเสี่ยงของบริษัทและขนาดของบริษัท มีความเหมาะสมในการเป็นตัวแปรที่ใช้แบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็นกลุ่มย่อยหรือไม่ (Dufour, 1982; Graham et al., 2000) หากเหมาะสมค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยซึ่งเกิดจากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามในแต่ละกลุ่มย่อยเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร

ในการวิเคราะห์กลุ่มย่อยโดยใช้ Chow Test จะเริ่มจากการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณจากแบบจำลองแบบจำกัด (restricted model) ซึ่งใช้หน่วยวิเคราะห์ทั้งหมดของกลุ่มตัวอย่างก่อน หลังจากนั้นจึงทำการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณจากแบบจำลองแบบเต็ม (full model) ซึ่งใช้หน่วยวิเคราะห์ของกลุ่มตัวอย่างแต่ละกลุ่มย่อยที่ละกลุ่ม แยกตาม ความเสี่ยงของบริษัท ประกอบด้วย บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ และบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง และแยกตามขนาดของบริษัท ประกอบด้วย บริษัทขนาดเล็ก และบริษัทขนาดใหญ่ จากนั้นจึงทำการวิเคราะห์เพื่อทดสอบความแตกต่างของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามที่ได้จากการวิเคราะห์โดยใช้กลุ่มตัวอย่างรวม และจากการวิเคราะห์โดยใช้กลุ่มตัวอย่างย่อย ทั้งนี้การทดสอบจะให้ Chow Test เพื่อทดสอบว่าความเสี่ยงของบริษัท และขนาดของบริษัทเป็นตัวแปรปรับหรือไม่

Sharma et al. (1981) ได้อธิบายว่า การที่  $R^2$  มีการผันแปรไปตามกลุ่มย่อยเป็นสิ่งที่บ่งบอกให้เห็นว่า ตัวแปรที่ใช้เป็นตัวแปรกลุ่มตัวอย่างและแบ่งออกเป็นกลุ่มย่อยนั้น สามารถนำมาเป็นตัวแปรปรับได้ แต่นักวิจัยจะต้องทำการยืนยันตัวแปรดังกล่าว โดยใช้ Chow Test เพื่อวิเคราะห์การแบ่งกลุ่มย่อย ขณะที่ Graham et al. (2000) กล่าวว่า การแบ่งกลุ่มตัวอย่างเพื่อวิเคราะห์ข้อมูล ตามวิธีการทดสอบทางสถิติของ Chow ให้ผลการวิจัยที่เหมาะสมกว่าการวิเคราะห์กลุ่มตัวอย่างแบบรวม สำหรับการวิเคราะห์ Chow Test จะใช้ค่า F-statistic ซึ่งคำนวณจากค่าผลรวมของค่าผิดพลาดกำลังสอง (Sum Squared Error--SSE) และองศาความเป็นอิสระ (degree of freedom หรือ df) ของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณจากแบบจำลองแบบจำกัด (การวิเคราะห์รวม) และการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณจากแบบจำลองแบบเต็ม (การวิเคราะห์แยก) ซึ่งการคำนวณค่าสถิติ F ตามวิธีทดสอบของ Chow จะใช้สูตร ดังนี้

$$F(df_1, df_2) = \frac{[SSE_{total} - (SSE_{Group1} + SSE_{Group2})]/df_1}{(SSE_{Group1} + SSE_{Group2})/df_2}$$

โดยที่

$$df_1 = \text{จำนวนตัวแปรอิสระ} + 1$$

$$df_2 = (\text{จำนวนหน่วยวิเคราะห์ในกลุ่มตัวอย่างย่อยที่ 1} + \text{จำนวนหน่วยวิเคราะห์ในกลุ่มตัวอย่างย่อย 2}) - (2 * (\text{จำนวนตัวแปรอิสระ} + 1))$$

ทั้งนี้ สูตรดังกล่าวข้างต้นผู้วิจัยนำมาปรับใช้กับการวิเคราะห์ว่าความเสียหายของบริษัทและขนาดของบริษัท สามารถนำมาใช้เป็นตัวแปรปรับได้หรือไม่ การวิเคราะห์ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น เพื่อให้ได้คำตอบจากการวิจัยผู้วิจัยจะทดสอบตามสมมติฐาน ดังต่อไปนี้

สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อทดสอบสมมติฐาน (hypothesis testing) ผู้วิจัยเริ่มด้วยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (multiple regression analysis) โดยใช้หน่วยวิเคราะห์ทั้งหมดจากกลุ่มตัวอย่าง ดังนี้

### การทดสอบสมมติฐานที่ 1

การทดสอบสมมติฐานที่ 1 ผู้วิจัยใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณในการทดสอบ ทั้งนี้ผู้วิจัยตั้งสมมติฐาน ดังนี้ (1) กำไรทางบัญชีมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ (2) ดอกเบี้ยรับมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (3) ภาษีอากรมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ (4) ต้นทุนขายมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (5) รายการคงค้างมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ และ (6) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ

ผลการทดสอบจากตาราง 7 ปรากฏว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ ( $R^2$ ) มีค่าเท่ากับ 0.639 แสดงว่า ข้อมูลทางบัญชีเกี่ยวกับ กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนเกินปกติได้ร้อยละ 63.9 ส่วนการทดสอบสมมติฐานสามารถสรุปผลได้ ดังนี้

กำไรทางบัญชี ( $p < 0.001$ ) ภาษีอากร ( $p < 0.001$ ) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ ( $p < 0.001$ ) โดยมีดอกเบี้ยรับ ( $p < 0.001$ ) ต้นทุนขาย ( $p < 0.05$ ) และรายการคงค้างมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ ( $p < 0.05$ ) สำหรับตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ( $p < 0.01$ ) และราคาตลาดต่อกำไรมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ ( $p < 0.01$ )

ดังนั้น สรุปได้ว่า ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1 ข้อ (1), (2), (3), (4), (5) และข้อ (6) ได้รับการสนับสนุนทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญ

ตาราง 7

ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนเกินปกติ

Variable	Standardized Coefficients Beta	t-value	Sig.
EARN	0.551	30.275	0.000***
INTER	-0.080	-4.954	0.000***
TAX	0.273	16.034	0.000***
COST	-0.070	-2.211	0.027*
ACCRU	-0.080	-2.520	0.012*
CASH	0.057	3.504	0.000***
MTB	0.053	3.117	0.002**
PE	0.049	2.815	0.005**

หมายเหตุ: n = 1,598, R<sup>2</sup> = 0.639, F = 352.162, Sig. = 0.000

\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05, \*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, \*\*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

**การวิเคราะห์ตัวแปรปรับความเสี่ยงของบริษัทที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ**

การวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 2 คือ ความเสี่ยงของบริษัทที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นตัวแปรปรับ จะไปปรับเปลี่ยนผลกระทบข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติหรือไม่ ในที่นี้ผู้วิจัยทำการวิเคราะห์กลุ่มย่อยโดยใช้ Chow Test ซึ่งประกอบด้วยสองขั้นตอน คือ การวิเคราะห์รวมและการวิเคราะห์แยก สำหรับการวิเคราะห์แยกจะใช้ค่ามัธยฐาน (median) ของอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำและบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง (Collins et al., 1997) ผลการศึกษาตัวแปรปรับความเสี่ยงของบริษัท พบว่า ค่ามัธยฐานของอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอยู่ที่ 0.51000 เท่า จึงสรุปได้ว่า กลุ่มที่มีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำกว่าค่ามัธยฐานเป็นกลุ่มบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ และกลุ่มที่มีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงกว่าค่ามัธยฐานเป็นกลุ่มบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง จากนั้นผู้วิจัยได้นำค่าผลรวมของค่าผิดพลาดกำลังสอง (SSE) และองศาความเป็นอิสระ (df) ที่ได้จากแต่ละสมการของความสัมพันธ์มาคำนวณค่า F-statistic ตาม

หลักของ Chow Test และทดสอบว่า ค่า F นั้น มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 หรือไม่ ในการทดสอบผู้วิจัยพิจารณาผลตอบแทนเกินปกติ (ตาราง 8)

จากตาราง 8 ผู้วิจัยขอยกตัวอย่างการคำนวณค่า F-statistic ที่ใช้ทดสอบตามวิธีของ Chow ซึ่งได้แก่ F (9, 1,580) ใช้สูตรการคำนวณ ดังนี้

$$F(df_1, df_2) = \frac{[SSE_{total} - (SSE_{Group1} + SSE_{Group2})]/df_1}{(SSE_{Group1} + SSE_{Group2})/df_2}$$

โดยที่

$$SSE_{total} = 11.372 \quad SSE_{Group1} = 4.466 \quad SSE_{Group2} = 6.603$$

$$df_1 = \text{จำนวนตัวแปรอิสระ} + 1 = 9$$

$$df_2 = (\text{จำนวนหน่วยวิเคราะห์ในกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ} + \text{จำนวนหน่วยวิเคราะห์ในกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง}) - (2 * (\text{จำนวนตัวแปรอิสระ} + 1))$$

$$= (799 + 799) - (2 * 9)$$

$$= 1,580$$

ดังนั้น

$$F(9, 1,580) = \frac{[11.372 - (4.466 + 6.603)]/9}{(4.446 + 6.603)/1,580}$$

$$F = 4.81$$

สำหรับการหาค่า Sig. ของ F(9, 1,580) ต้องอาศัยค่า F-statistic และ p-value จากตารางมาตรฐาน (University of Cambridge, Faculty of Education, n.d.) ซึ่งผู้วิจัยขอเสนอบางค่าเพื่อให้ครอบคลุมค่า F-statistic ที่ได้จากการวิเคราะห์ (ตาราง 9)

### ตาราง 8

การวิเคราะห์ผลกระทบเมื่อความเสี่ยงของบริษัทเป็นตัวแปรปรับกับผลตอบแทนเกินปกติ

การทดสอบผลกระทบระหว่างตัวแปรอิสระกับผลตอบแทนเกินปกติ				
	SSE	df	F	Sig.
กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด	11.372	1,597	352.162	0.000
กลุ่มตัวอย่างที่มีความเสี่ยงต่ำ	4.466	799	151.304	0.000
กลุ่มตัวอย่างที่มีความเสี่ยงสูง	6.603	799	194.018	0.000

ค่า F(9, 1,580) จาก Chow Test = 4.81 ( $p < 0.001$ )  
หรือ  $F = 4.81 > \text{Critical } F = 3.10$  ( $df = 9, 1,580$ )

### ตาราง 9

ค่า F-statistic และ p-value จากตารางมาตรฐาน

	p-value = 0.05	p-value = 0.01	p-value = 0.001
F(9, 500)	1.90	2.44	3.16
F(9, 1,000)	1.89	2.43	3.13
F(9, > 1,000)	1.88	2.41	3.10

จากตาราง 9 ค่ามาตรฐานของ F(9, 500), F(9, 1,000) และ F(9, > 1,000) ที่ระดับ p-value 0.001 มีค่าเท่ากับ 3.16, 3.13 และ 3.10 ตามลำดับ ดังนั้นค่ามาตรฐานของ F(9, 1,580) ที่ระดับ p-value = 0.001 จึงมีค่าเท่ากับ 3.10

## การทดสอบสมมติฐานที่ 2

การทดสอบสมมติฐานที่ 2 ผู้วิจัยตั้งสมมติฐาน ดังนี้ ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีรายการกำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติแตกต่างกันตามความเสี่ยงของบริษัท

ผลการทดสอบจากตาราง 8 พบว่าค่า F ที่ได้จากการทดสอบ โดยวิธี Chow Test มีค่า  $F(9, 1,580) = 4.81$  สำหรับการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปร กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับผลตอบแทนเกินปกติ แสดงว่า ค่าคงที่และค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของตัวแปรอิสระที่ได้จากการทดสอบตามกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด มีความแตกต่างกับค่าคงที่และค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของตัวแปรอิสระที่ได้จากการทดสอบของกลุ่มตัวอย่างตามความเสี่ยงของบริษัท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 หรือ ความเสี่ยงของบริษัทเป็นตัวแปรที่ไปปรับเปลี่ยนความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับผลตอบแทนเกินปกติ

ดังนั้น สรุปได้ว่า ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2 ได้รับการสนับสนุนทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญ

หลังจากที่ทำการวิเคราะห์สมมติฐานที่ 2 แล้วพบว่า ความเสี่ยงของบริษัทที่เป็นตัวแปรไปปรับเปลี่ยนผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนเกินปกติ หรือ ไปปรับเปลี่ยนความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม ขึ้นตอนต่อมา ผู้วิจัยทำการวิเคราะห์ กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ เมื่อบริษัทมีความเสี่ยงแตกต่างกัน ดังนี้

1. ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ เมื่อความเสี่ยงของบริษัทแตกต่างกัน

สำหรับการวิเคราะห์ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ เมื่อบริษัทที่มีความเสี่ยงแตกต่างกัน ผู้วิจัยทำการทดสอบสมมติฐานที่ 2.1 ผลกระทบของบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำกับผลตอบแทนเกินปกติ และสมมติฐานที่ 2.2 ผลกระทบของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงกับผลตอบแทนเกินปกติ ด้วยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ ดังนี้

**สมมติฐานที่ 2.1** ผลกระทบของบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำกับผลตอบแทนเกินปกติ ผู้วิจัยตั้งสมมติฐาน ดังนี้ (1) กำไรทางบัญชีมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ (2) ดอกเบี้ยรับมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (3) ภาษีอากรมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ (4) ต้นทุนขายมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (5) รายการคงค้างมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ และ (6) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ

ผลการทดสอบจากตาราง 10 ปรากฏว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ ( $R^2$ ) มีค่าเท่ากับ 0.603 แสดงว่า ข้อมูลทางบัญชีเกี่ยวกับกำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนเกินปกติได้ร้อยละ 60.3 สำหรับการทดสอบสมมติฐานที่ 2.1 สามารถสรุปผลได้ ดังนี้

กำไรทางบัญชี ( $p < 0.001$ ) ภาษีอากร ( $p < 0.001$ ) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ ( $p < 0.001$ ) โดยมีดอกเบี้ยรับมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ ( $p < 0.01$ ) ทั้งนี้ต้นทุนขายและรายการคงค้างไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ ( $p > 0.05$ ) สำหรับตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ( $p < 0.001$ ) และราคาตลาดต่อกำไรไม่มีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ ( $p < 0.05$ )

ดังนั้น สรุปได้ว่า ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2.1 ข้อ (1), (2), (3) และ (6) ได้รับการสนับสนุนทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนสมมติฐานที่ไม่ได้รับการสนับสนุนทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ ข้อ (4) และ (5)

**สมมติฐานที่ 2.2** ผลกระทบของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงกับผลตอบแทนเกินปกติ ผู้วิจัยตั้งสมมติฐาน ดังนี้ (1) กำไรทางบัญชีมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ (2) ดอกเบี้ยรับมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (3) ภาษีอากรมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ (4) ต้นทุนขายมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (5) รายการคงค้างมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ และ (6) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ

ผลการทดสอบจากตาราง 11 ปรากฏว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ ( $R^2$ ) มีค่าเท่ากับ 0.664 แสดงว่า ข้อมูลทางบัญชีเกี่ยวกับกำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการ

คงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทน  
เกินปกติได้ร้อยละ 66.4 สำหรับการทดสอบสมมติฐานที่ 2.2 สามารถสรุปผลได้ ดังนี้

กำไรทางบัญชี ( $p < 0.001$ ) และภาษีอากร มีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ ( $p < 0.001$ ) โดยมีดอกเบี้ยรับ ( $p < 0.001$ ) ต้นทุนขาย ( $p < 0.05$ ) และรายการคงค้างมีผลกระทบเชิงลบต่อ  
ผลตอบแทนเกินปกติ ( $p < 0.05$ ) ทั้งนี้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่มีผลกระทบต่อ  
ผลตอบแทนเกินปกติ ( $p > 0.05$ ) สำหรับตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อกำไรมีผลกระทบเชิงบวก  
ต่อผลตอบแทนเกินปกติ ( $p < 0.01$ ) ส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทน  
เกินปกติ ( $p > 0.05$ )

ดังนั้น สรุปได้ว่า ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2.2 ข้อ (1), (2), (3), (4) และ (5) ได้รับการ  
สนับสนุนทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนสมมติฐานที่ไม่ได้รับการสนับสนุนทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญ  
ได้แก่ ข้อ (6)

2. เปรียบเทียบผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ ของบริษัทที่มี  
ความเสี่ยงต่ำและบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง

เมื่อผู้วิจัยนำผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ ของบริษัทที่มี  
ความเสี่ยงต่ำและบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง มาวิเคราะห์เปรียบเทียบตามตาราง 10 และตาราง 11  
พบว่า

กำไรทางบัญชี ของบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติมากกว่า  
บริษัทที่มีความเสี่ยงสูง

ดอกเบี้ยรับ ของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติมากกว่า  
บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ

ภาษีอากร ของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติมากกว่า  
บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ

สำหรับบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีผลกระทบต่อ  
ผลตอบแทนเกินปกติ ส่วนต้นทุนขาย และรายการคงค้าง ไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ

และบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง ต้นทุนขาย และรายการคงค้าง มีผลกระทบต่อผลตอบแทน  
เกินปกติ ส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ

ตาราง 10

ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนเกินปกติ ของบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ

Variable	Standardized Coefficients Beta	t-value	Sig.
EARN	0.585	22.606	0.000***
INTER	-0.069	-2.942	0.003**
TAX	0.243	9.978	0.000***
COST	0.022	0.556	0.578
ACCRU	-0.045	-1.124	0.261
CASH	0.091	3.670	0.000***
MTB	0.098	3.897	0.000***
PE	0.055	2.296	0.022*

หมายเหตุ: n = 799,  $R^2 = 0.603$ ,  $F = 151.304$ , Sig. = 0.000

\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05, \*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, \*\*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

ตาราง 11

ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนเกินปกติ ของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง

Variable	Standardized Coefficients Beta	t-value	Sig.
EARN	0.497	18.826	0.000***
INTER	-0.087	-3.888	0.000***
TAX	0.330	13.509	0.000***
COST	-0.087	-2.511	0.012*
ACCRU	-0.076	-2.142	0.033*
CASH	0.025	1.080	0.280
MTB	0.014	0.600	0.548
PE	0.061	2.727	0.007**

หมายเหตุ: n = 799,  $R^2 = 0.664$ ,  $F = 194.018$ , Sig. = 0.000

\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05, \*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, \*\*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

### การวิเคราะห์ตัวแปรปรับขนาดของบริษัทที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ

การวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 3 คือ ขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ซึ่งเป็นตัวแปรปรับ จะไปปรับเปลี่ยนผลกระทบข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติหรือไม่ ในที่นี้ผู้วิจัยทำการวิเคราะห์กลุ่มย่อยโดยใช้ Chow Test ซึ่งประกอบด้วยสองขั้นตอน คือ การวิเคราะห์รวมและการวิเคราะห์แยก สำหรับการวิเคราะห์แยกจะใช้ค่ามัธยฐาน (median) ของสินทรัพย์เป็นตัวแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็นบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ (Collins et al., 1997) ผลการศึกษาตัวแปรปรับขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ พบว่า ค่ามัธยฐานของสินทรัพย์อยู่ที่ 2,221,138,156 บาท จึงสรุปได้ว่า กลุ่มที่มีสินทรัพย์ต่ำกว่าค่ามัธยฐาน เป็นกลุ่มบริษัทขนาดเล็ก และกลุ่มที่มีสินทรัพย์สูงกว่าค่ามัธยฐาน เป็นกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ จากนั้นผู้วิจัยได้นำค่าผลรวมของค่าผิดพลาดกำลังสอง (SSE) และองศาความเป็นอิสระ (df) ที่ได้จากแต่ละสมการของความสัมพันธ์มาคำนวณค่า F-statistic ตามหลักของ Chow Test และทดสอบว่า ค่า F นั้นมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 หรือไม่ ในการทดสอบผู้วิจัยพิจารณาผลตอบแทนเกินปกติ (ตาราง 12)

#### ตาราง 12

การวิเคราะห์ผลกระทบเมื่อขนาดของบริษัทเป็นตัวแปรปรับกับผลตอบแทนเกินปกติ

การทดสอบผลกระทบระหว่างตัวแปรอิสระกับผลตอบแทนเกินปกติ				
	SSE	df	F	Sig.
กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด	11.372	1,597	352.162	0.000
กลุ่มตัวอย่างที่มีขนาดเล็ก	6.410	799	193.209	0.000
กลุ่มตัวอย่างที่มีขนาดใหญ่	1.970	799	43.954	0.000

ค่า F(9, 1,580) จาก Chow Test = 62.68 ( $p < 0.001$ )  
หรือ  $F = 62.68 > \text{Critical } F = 3.10$  ( $df = 9, 1,580$ )

### การทดสอบสมมติฐานที่ 3

การทดสอบสมมติฐานที่ 3 ผู้วิจัยตั้งสมมติฐาน ดังนี้ ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีรายการกำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติแตกต่างกันตามขนาดของบริษัท

ผลการทดสอบจากตาราง 12 พบว่าค่า F ที่ได้จากการทดสอบโดยวิธี Chow Test มีค่า  $F(9, 1,580) = 62.68$  สำหรับการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปร กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับผลตอบแทนเกินปกติ แสดงว่า ค่าคงที่และค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของตัวแปรอิสระที่ได้จากการทดสอบตามกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด มีความแตกต่างกับค่าคงที่และค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของตัวแปรอิสระที่ได้จากการทดสอบของกลุ่มตัวอย่างตามขนาดของบริษัท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 หรือ ขนาดของบริษัท เป็นตัวแปรที่ไปปรับเปลี่ยนความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับผลตอบแทนเกินปกติ

ดังนั้น สรุปได้ว่า ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 3 ได้รับการสนับสนุนทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญ

หลังจากที่ทำการวิเคราะห์สมมติฐานที่ 3 แล้วพบว่า ขนาดของบริษัทเป็นตัวแปรไปปรับเปลี่ยนผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนเกินปกติ หรือ ไปปรับเปลี่ยนความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม ขั้นตอนต่อมา ผู้วิจัยทำการวิเคราะห์กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ เมื่อขนาดของบริษัทแตกต่างกัน ดังนี้

1. ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ เมื่อขนาดของบริษัทแตกต่างกัน

สำหรับการวิเคราะห์ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ เมื่อขนาดของบริษัทแตกต่างกัน ผู้วิจัยทำการทดสอบสมมติฐานที่ 3.1 ผลกระทบของบริษัทขนาดเล็กกับผลตอบแทนเกินปกติ และสมมติฐานที่ 3.2 ผลกระทบของบริษัทขนาดใหญ่กับผลตอบแทนเกินปกติ ด้วยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ ดังนี้

**สมมติฐานที่ 3.1** ผลกระทบของบริษัทขนาดเล็กกับผลตอบแทนเกินปกติ ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐาน ดังนี้ (1) กำไรทางบัญชีมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ (2) ดอกเบี้ยรับมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (3) ภาษีอากรมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ (4) ต้นทุนขายมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (5) รายการคงค้างมี

ผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ และ (6) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ

ผลการทดสอบจากตาราง 13 ปรากฏว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ ( $R^2$ ) มีค่าเท่ากับ 0.654 แสดงว่า ข้อมูลทางบัญชีเกี่ยวกับกำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนเกินปกติได้ร้อยละ 65.4 สำหรับการทดสอบสมมติฐานที่ 3.1 สามารถสรุปผลได้ ดังนี้

กำไรทางบัญชี ( $p < 0.001$ ) ภาษีอากร ( $p < 0.001$ ) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ ( $p < 0.001$ ) โดยมีดอกเบี้ยรับ ( $p < 0.001$ ) ต้นทุนขาย ( $p < 0.05$ ) และรายการคงค้างมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ ( $p < 0.05$ ) สำหรับตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ ( $p < 0.001$ ) ส่วนราคาตลาดต่อกำไรไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ ( $p > 0.05$ )

ดังนั้น สรุปได้ว่า ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 3.1 ข้อ (1), (2), (3), (4), (5) และ (6) ได้รับการสนับสนุนทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญ

**สมมติฐานที่ 3.2** ผลกระทบของบริษัทขนาดใหญ่กับผลตอบแทนเกินปกติ ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐาน ดังนี้ (1) กำไรทางบัญชีมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ (2) ดอกเบี้ยรับมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (3) ภาษีอากรมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ (4) ต้นทุนขายมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (5) รายการคงค้างมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ และ (6) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ

ผลการทดสอบจากตาราง 14 ปรากฏว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ ( $R^2$ ) มีค่าเท่ากับ 0.315 แสดงว่า ข้อมูลทางบัญชีเกี่ยวกับกำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนเกินปกติได้ร้อยละ 31.5 สำหรับการทดสอบสมมติฐานที่ 3.2 สามารถสรุปผลได้ ดังนี้

กำไรทางบัญชี ( $p < 0.001$ ) และภาษีอากรมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ ( $p < 0.001$ ) ทั้งนี้ดอกเบี้ยรับ ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ ( $p > 0.05$ ) สำหรับตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และราคาตลาดต่อกำไร ไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ ( $p > 0.05$ )

ดังนั้น สรุปได้ว่า ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 3.2 ข้อ (1) และ (3) ได้รับการสนับสนุนทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนสมมติฐานที่ไม่ได้รับการสนับสนุนทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญได้แก่ ข้อ (2), (4), (5) และ (6)

2. เปรียบเทียบผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ ของบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่

เมื่อผู้วิจัยนำผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ ของบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ มาวิเคราะห์เปรียบเทียบตามตาราง 13 และตาราง 14

พบว่า กำไรทางบัญชี ของบริษัทขนาดใหญ่ มีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก

ภาษีอากร ของบริษัทขนาดเล็ก มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่

สำหรับบริษัทขนาดเล็ก ดอกเบี้ยรับ ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ

สำหรับบริษัทขนาดใหญ่ ดอกเบี้ยรับ ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ

ตาราง 13

ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนเกินปกติ ของบริษัทขนาดเล็ก

Variable	Standardized Coefficients Beta	t-value	Sig.
EARN	0.304	11.286	0.000***
INTER	-0.146	-6.582	0.000***
TAX	0.422	16.106	0.000***
COST	-0.093	-2.099	0.036*
ACCRU	-0.089	-1.991	0.047*
CASH	0.097	3.971	0.000***
MTB	0.095	3.839	0.000***
PE	0.045	1.934	0.053

หมายเหตุ: n = 799, R<sup>2</sup> = 0.654, F = 193.209, Sig. = 0.000

\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05, \*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, \*\*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

ตาราง 14

ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนเกินปกติ ของบริษัทขนาดใหญ่

Variable	Standardized Coefficients Beta	t-value	Sig.
EARN	0.386	12.576	0.000***
INTER	0.029	0.956	0.339
TAX	0.336	11.052	0.000***
COST	-0.043	-0.720	0.472
ACCRU	-0.040	-0.667	0.505
CASH	-0.040	-1.293	0.196
MTB	-0.008	-0.253	0.800
PE	0.039	1.247	0.213

หมายเหตุ: n = 799, R<sup>2</sup> = 0.315, F = 43.954, Sig. = 0.000

\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05, \*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, \*\*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

สรุป การวิเคราะห์และผลลัพธ์ที่ได้จากงานวิจัยเรื่อง ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชี ที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยเก็บข้อมูลราคาปีตรายวันของหลักทรัพย์ และดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดของแต่ละบริษัท รวมทั้งข้อมูลทางบัญชีที่ศึกษาจากงบการเงินรวมของบริษัท และจากหมายเหตุประกอบงบการเงินรวมของบริษัท ได้แก่ กำไรทางบัญชี ดอกเบี่ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน รวมทั้งข้อมูลอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัย ได้แก่ สินทรัพย์ หนี้สิน ส่วนของผู้ถือหุ้น ยอดขาย จำนวนหุ้นสามัญที่เรียกชำระแล้ว ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และราคาตลาดต่อกำไร รวมทั้งข้อมูลที่น่ามาเป็นตัวแปรปรับ ได้แก่ ความเสี่ยงของบริษัท และขนาดของบริษัท ศึกษาระหว่างปี พ.ศ. 2549-2553 จำนวน 5 ปี ก่อนการทดสอบสมมติฐาน ผู้วิจัยได้ตรวจสอบการกระจายแบบปกติของข้อมูล การตรวจสอบความแปรปรวนที่สม่ำเสมอ และค่าที่ออกนอกกลุ่ม การตรวจสอบความเป็นเส้นตรง และการตรวจสอบความเป็นเส้นตรงร่วมอย่างมาก การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และการตรวจสอบความเป็นอิสระของความคลาดเคลื่อน เนื่องจากผู้วิจัยได้ทดสอบสมมติฐานโดยใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (multiple regression analysis)

สำหรับการวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐาน (hypothesis testing) ผู้วิจัยเริ่มด้วยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (multiple regression analysis) โดยใช้หน่วยวิเคราะห์ทั้งหมดจากกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งเป็นวิธีการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในกรณีที่มีตัวแปรอิสระมากกว่า 1 ตัว และตัวแปรตาม 1 ตัว จากนั้นจึงทำการวิเคราะห์กลุ่มย่อย (subgroup analysis) โดยใช้ Chow Test เพื่อทดสอบความเสี่ยงของบริษัท และขนาดของบริษัท มีความเหมาะสมในการเป็นตัวแปรที่ใช้ในการแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็นกลุ่มย่อยหรือไม่ และจะทำให้ผลกระทบจากการใช้ข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติหรือไม่ อย่างไร

สำหรับการทดสอบสมมติฐานโดยใช้หน่วยวิเคราะห์ทั้งหมดจากกลุ่มตัวอย่าง พบว่า กำไรทางบัญชี ดอกเบี่ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการทดสอบกลุ่มย่อยตามตัวแบบ โดยใช้ Chow Test พบว่า ตัวแปรปรับ ซึ่งได้แก่ ความเสี่ยงของบริษัท และขนาดของบริษัท เป็นตัวแปรที่ไปปรับเปลี่ยนความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนเกินปกติแตกต่างกัน ดังนั้น ตัวแปรปรับ ซึ่งได้แก่ ขนาดของบริษัท เป็นตัวแปรปรับที่ให้ค่า F-statistic สูงกว่า ความเสี่ยงของบริษัท จึงเป็นสิ่งที่ชี้ให้เห็นว่า ขนาดของบริษัทสามารถนำมาใช้อธิบาย

ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติได้ดีกว่า ความเสี่ยงของบริษัทในช่วง  
ระยะเวลาที่ใช้ในการวิจัยคือ ปี พ.ศ. 2549-2553

## บทที่ 5

### สรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

การวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้สรุปผลการวิจัย การอภิปรายผลที่ได้จากการวิเคราะห์ รวมทั้งนำเสนอข้อจำกัดในงานวิจัยและข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต ซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้

#### สรุปผลการวิจัย

ผู้วิจัยสรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์และสมมติฐาน ซึ่งการวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ 3 ประเด็น สามารถสรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ได้ ดังนี้

(1) สรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 1 ศึกษาผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ดังนั้น เพื่อให้ได้คำตอบในงานวิจัยตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 1 ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานในการวิจัยด้วยสมมติฐานที่ 1 สามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานดังกล่าวได้ ดังนี้

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1 ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า กำไรทางบัญชี ภาษีอากร และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ โดยมีดอกเบี้ยรับ ต้นทุนขาย และรายการคงค้างมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และราคาตลาดต่อกำไรมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

(2) สรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 2 ศึกษาเปรียบเทียบผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีความเสี่ยงแตกต่างกัน

ดังนั้น เพื่อให้ได้คำตอบในงานวิจัยตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 2 ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานในการศึกษาด้วยสมมติฐานที่ 2 สมมติฐานที่ 2.1 และสมมติฐานที่ 2.2 สามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานดังกล่าวได้ ดังนี้

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2 ด้วยวิธีการวิเคราะห์กลุ่มย่อยโดยใช้ Chow Test พบว่า กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติแตกต่างกันตามความเสี่ยงของบริษัท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2.1 ผลกระทบของบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ กับผลตอบแทนเกินปกติ ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า กำไรทางบัญชี ภาษีอากร และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ โดยมีดอกเบี้ยรับมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้ต้นทุนขายและรายการคงค้างไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ สำหรับตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และราคาตลาดต่อกำไรมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2.2 ผลกระทบของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง กับผลตอบแทนเกินปกติ ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า กำไรทางบัญชี และภาษีอากร มีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ โดยมีดอกเบี้ยรับ ต้นทุนขาย และรายการคงค้างมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ สำหรับตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อกำไรมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ

เมื่อผู้วิจัยนำผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ ของบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำและบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง มาวิเคราะห์เปรียบเทียบ พบว่า กำไรทางบัญชี ของบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติมากกว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง ดอกเบี้ยรับ ของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติมากกว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ ภาษีอากรของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติมากกว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ สำหรับบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ ส่วนต้นทุนขายและรายการคงค้างไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติและบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง ต้นทุนขายและรายการคงค้างมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ ส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ

(3) สรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 3 ด้วยวิธีการวิเคราะห์กลุ่มย่อยโดยใช้ Chow Test พบว่า กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติแตกต่างกันตามขนาดของบริษัท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 3.1 ผลกระทบของบริษัทขนาดเล็กกับผลตอบแทนเกินปกติ ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า กำไรทางบัญชี ภาษีอากร และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ โดยมีดอกเบี้ยรับ ต้นทุนขาย และรายการคงค้างมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนราคาตลาดต่อกำไรไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 3.2 ผลกระทบของบริษัทขนาดใหญ่กับผลตอบแทนเกินปกติ ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า กำไรทางบัญชี และภาษีอากรมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้ดอกเบี้ยรับ ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ สำหรับตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และราคาตลาดต่อกำไร ไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ

เมื่อผู้วิจัยนำผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ ของบริษัทขนาดเล็กกับบริษัทขนาดใหญ่ มาวิเคราะห์เปรียบเทียบ พบว่า กำไรทางบัญชีของบริษัทขนาดใหญ่ มีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ภาษีอากรของบริษัทขนาดเล็กมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ สำหรับบริษัทขนาดเล็ก ดอกเบี้ยรับ ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ สำหรับบริษัทขนาดใหญ่ ดอกเบี้ยรับ ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ

## การอภิปรายผล

ข้อค้นพบที่ได้จากการวิจัยครั้งนี้ เป็นไปตามสมมติฐานและวัตถุประสงค์ในการวิจัย โดยผลการวิจัยทั้งหมด ผู้วิจัยได้สรุปไว้ในตาราง 15 ซึ่งมีประเด็นสำคัญที่นำมาอภิปรายผล ดังนี้

### กำไรทางบัญชี

ผลการวิเคราะห์ของหน่วยวิเคราะห์ทั้งหมดจากกลุ่มตัวอย่าง พบว่า กำไรทางบัญชีมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ การประกาศข้อมูลทางบัญชีรายการกำไรทางบัญชีที่เปิดเผยไว้ในงบการเงิน เป็นการประกาศข่าวดีมากกว่าการประกาศข่าวไม่ดี และเป็นข่าวที่ประกาศแล้วมีประโยชน์ต่อตลาดทุนของประเทศไทย จะเห็นได้ว่าเมื่อนักลงทุนโดยทั่วไปในตลาดทุนของประเทศไทยนำข้อมูลทางบัญชีรายการกำไรทางบัญชี ไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ข้อค้นพบนี้สอดคล้องกับการทบทวนวรรณกรรมที่ว่า การวิจัยคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินของต่างประเทศและประเทศไทยที่ผ่านมาได้แสดงให้เห็นว่าข้อมูลทางบัญชีมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุน เมื่อบริษัทต่าง ๆ มีการประกาศข้อมูลทางบัญชี จะทำให้ราคาหลักทรัพย์มีการตอบสนองต่อข่าวสารที่ประกาศออกมาโดยเฉพาะข้อมูลทางบัญชีที่ปรากฏอยู่ในงบการเงิน (Ahsan, 2004; Anderson, 1992; Ball & Brown, 1968; Lev, 1989; Pannipa Rodwanna)

สำหรับผลการวิเคราะห์กลุ่มย่อย แบ่งออกเป็นสองกลุ่มตามความเสี่ยงของบริษัท ได้แก่ บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำและบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง ผลการวิเคราะห์ในแต่ละกลุ่มชี้ให้เห็นว่า ความเสี่ยงของบริษัทที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นได้ไปปรับเปลี่ยนผลกระทบระหว่างข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนเกินปกติ ดังนี้ (1) บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ พบว่า กำไรทางบัญชีมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (2) บริษัทที่มีความเสี่ยงสูง พบว่า กำไรทางบัญชีมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยสรุปแล้ว กำไรทางบัญชีของบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติมากกว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง อาจเป็นเพราะบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ มีโครงสร้างเงินทุนในการดำเนินธุรกิจจากการกู้ยืมต่ำ ทำให้มีภาระในการจ่ายดอกเบี้ยต่ำ ดังนั้นผลกำไรที่ได้จากการดำเนินธุรกิจจึงเป็นส่วนของผู้ถือหุ้น ทำให้นักลงทุนนำข้อมูลทางบัญชีรายการกำไรทางบัญชี ของบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำไปประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ อีกทั้งนักลงทุนมองว่า บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำมีความปลอดภัยมากกว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง (Bhandari, 1988; Gopalakrishnan, 1994)

ผลการวิเคราะห์กลุ่มย่อย แบ่งออกเป็นสองกลุ่มตามขนาดของสินทรัพย์ ได้แก่ บริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ ผลการวิเคราะห์ในแต่ละกลุ่มชี้ให้เห็นว่า ขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ไปปรับเปลี่ยนผลกระทบระหว่างกำไรทางบัญชีกับผลตอบแทนแทนเงินปกติ ดังนี้ (1) บริษัทขนาดเล็ก พบว่า กำไรทางบัญชีมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนแทนเงินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (2) บริษัทขนาดใหญ่ พบว่า กำไรทางบัญชีมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนแทนเงินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยสรุปแล้ว กำไรทางบัญชีของบริษัทขนาดใหญ่ มีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนแทนเงินปกติมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีรายได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก รวมทั้งมีผลกำไรมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ทำให้นักลงทุนนำข้อมูลทางบัญชีรายการกำไรทางบัญชีของบริษัทขนาดใหญ่ไปประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ อีกทั้งนักลงทุนมองว่า บริษัทขนาดใหญ่มีความสามารถในการบริหารหรือมีความสามารถทำกำไรได้ดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก (Mondy et al., 2002)

### ดอกเบียร์

ผลการวิเคราะห์ของหน่วยวิเคราะห์ทั้งหมดจากกลุ่มตัวอย่าง พบว่า ดอกเบียร์มีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนแทนเงินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ ดอกเบียร์ ถือเป็นรายได้ที่เกิดขึ้นจากกิจการนำไปให้บุคคลอื่นกู้ยืม ซึ่งการดำเนินการดังกล่าวไม่ได้เป็นการดำเนินธุรกิจหลักของกิจการ ทำให้บริษัทได้รับประโยชน์ในรูปของดอกเบี้ย รายการดังกล่าวถือเป็นข้อมูลทางบัญชีแสดงในงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ เมื่อมีการประกาศข้อมูลทางบัญชีรายการดอกเบียร์ นักลงทุนจะมีการตอบสนองต่อข่าวสารดังกล่าว จึงนำข้อมูลไปประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า ข้อมูลทางบัญชีรายการดอกเบียร์เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนนำมาพิจารณาในการกำหนดการซื้อขายหลักทรัพย์ (Al-Horani, 2010)

สำหรับผลการวิเคราะห์กลุ่มย่อย แบ่งออกเป็นสองกลุ่มตามความเสี่ยงของบริษัท ได้แก่ บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำและบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง ผลการวิเคราะห์ในแต่ละกลุ่มชี้ให้เห็นว่า ความเสี่ยงของบริษัทที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นได้ไปปรับเปลี่ยนผลกระทบระหว่างข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนแทนเงินปกติ ดังนี้ (1) บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ พบว่า ดอกเบียร์มีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนแทนเงินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (2) บริษัทที่มีความเสี่ยงสูง พบว่า ดอกเบียร์มีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนแทนเงินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยสรุปแล้ว ดอกเบียร์ของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนแทนเงินปกติมากกว่าบริษัทที่มี

ความเสี่ยงต่ำ อาจเป็นเพราะบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง มีแหล่งเงินทุนในการดำเนินงานธุรกิจมาจากการกู้ยืม และมีดอกเบี้ยรับจากการนำเงินทุนของบริษัทไปให้บุคคลอื่นกู้ยืม แสดงให้เห็นถึงการใช้จ่ายเงินทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ ทำให้นักลงทุนนำข้อมูลทางบัญชีรายการดอกเบี้ยรับไปประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ หากข้อมูลทางบัญชีรายการดอกเบี้ยรับเพิ่มขึ้น นักลงทุนจะตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ลดลง

ผลการวิเคราะห์กลุ่มย่อย แบ่งออกเป็นสองกลุ่มตามขนาดของสินทรัพย์ ได้แก่ บริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ ผลการวิเคราะห์ในแต่ละกลุ่มชี้ให้เห็นว่า ขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ไปปรับเปลี่ยนผลกระทบระหว่าง ดอกเบี้ยรับกับผลตอบแทนเกินปกติ ดังนี้ (1) บริษัทขนาดเล็ก พบว่า ดอกเบี้ยรับมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (2) บริษัทขนาดใหญ่ พบว่า ดอกเบี้ยรับไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ โดยสรุปแล้ว ดอกเบี้ยรับของบริษัทขนาดเล็กมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ ส่วนดอกเบี้ยรับ ของบริษัทขนาดใหญ่ ไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อาจเป็นเพราะบริษัทขนาดเล็กมีแหล่งเงินทุนจำกัด การนำเงินทุนไปให้บุคคลอื่นกู้ยืมอาจมีปัญหาการขาดสภาพคล่อง เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทขนาดใหญ่ที่มีเงินทุนมากกว่า ผลการวิจัยจึงสะท้อนให้เห็นว่า นักลงทุนนำข้อมูลทางบัญชีรายการดอกเบี้ยรับของบริษัทขนาดเล็กไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม

### ภาษีอากร

ผลการวิเคราะห์ของหน่วยวิเคราะห์ทั้งหมดจากกลุ่มตัวอย่าง พบว่า ภาษีอากร มีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ หากบริษัทมีกำไรจากการดำเนินงาน จะต้องจ่ายภาษีเงินได้นิติบุคคล เมื่อบริษัทมีการจ่ายภาษีเงินได้นิติบุคคล ถือเป็นค่าใช้จ่ายจะต้องแสดงรายการในงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ ผลการวิจัยจึงชี้ให้เห็นว่า การประกาศข้อมูลทางบัญชีรายการภาษีอากร นักลงทุนจะมีการตอบสนองต่อข่าวที่ได้ประกาศและนำข้อมูลดังกล่าวไปประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ข้อค้นพบสอดคล้องกับการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องว่า ข้อมูลทางบัญชีรายการภาษีอากรมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (Hayn,1989; Pekka,1990)

สำหรับผลการวิเคราะห์กลุ่มย่อย แบ่งออกเป็นสองกลุ่มตามความเสี่ยงของบริษัท ได้แก่ บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำและบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง ผลการวิเคราะห์ในแต่ละกลุ่มชี้ให้เห็นว่า ความ

เสียงของบริษัทที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นได้ไปปรับเปลี่ยนผลกระทบระหว่างข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนเกินปกติ ดังนี้ (1) บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ พบว่า ภาษีอากรมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (2) บริษัทที่มีความเสี่ยงสูง พบว่า ภาษีอากรมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยสรุปแล้ว ภาษีอากร ของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง มีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ มากกว่า บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ อาจเป็นเพราะบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง มีแหล่งเงินทุนมาจากการกู้ยืม และมีการจ่ายภาษีเงินได้นิติบุคคล ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทมีกำไรจากการดำเนินงาน การที่บริษัทมีกำไรจากการดำเนินงานจึงทำบริษัทมีแหล่งเงินทุนเพิ่มขึ้น ผลการวิจัยจึงชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนจึงนำข้อมูลทางบัญชีรายการภาษีอากรของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงไปประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์

ผลการวิเคราะห์กลุ่มย่อย แบ่งออกเป็นสองกลุ่มตามขนาดของสินทรัพย์ ได้แก่ บริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ ผลการวิเคราะห์ในแต่ละกลุ่มชี้ให้เห็นว่า ขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ไปปรับเปลี่ยนผลกระทบระหว่างภาษีอากรและผลตอบแทนเกินปกติ ดังนี้ (1) บริษัทขนาดเล็ก พบว่า ภาษีอากรมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (2) บริษัทขนาดใหญ่ พบว่า ภาษีอากรมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยสรุปแล้ว ภาษีอากร ของบริษัทขนาดเล็ก มีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ มากกว่า บริษัทขนาดใหญ่ อาจเป็นเพราะบริษัทขนาดเล็ก มีแหล่งเงินทุนจำกัด แต่มีการจ่ายภาษีเงินได้นิติบุคคล เมื่อบริษัทมีกำไรจากการดำเนินงานทำให้มีแหล่งเงินทุนมากขึ้น นักลงทุนจึงนำข้อมูลทางบัญชีรายการภาษีอากรของบริษัทขนาดเล็กไปประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ผลการวิจัยยังชี้ให้เห็นว่าขนาดของบริษัทเป็นปัจจัยหนึ่งที่สามารถอธิบายผลตอบแทนเกินปกติได้ (Collins et al.,1997)

### **ต้นทุนขาย**

ผลการวิเคราะห์ของหน่วยวิเคราะห์ทั้งหมดจากกลุ่มตัวอย่าง พบว่า ต้นทุนขาย มีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ ต้นทุนขาย คือ ต้นทุนของสินค้าที่ขายหรือบริการ ดังนั้น กิจการต้องสูญเสียทรัพย์สินจำนวนหนึ่งไปเพื่อก่อให้เกิดรายได้แก่กิจการ เมื่อบริษัทมีการประกาศข้อมูลทางบัญชีรายการต้นทุนขาย จะสะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของกิจการที่ลดลง ถือเป็นค่าใช้จ่ายที่ต้องแสดงไว้ในงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ ผลการวิจัยจึงชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนนำข้อมูลทางบัญชีรายการต้นทุนขายไปประกอบการตัดสินใจลงทุนใน

หลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม ข้อค้นพบสอดคล้องกับการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องว่า  
ต้นทุนขายเพิ่มขึ้นนักลงทุนจะตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ลดลง (John, Lang & Netter, 1992)

สำหรับผลการวิเคราะห์กลุ่มย่อย แบ่งออกเป็นสองกลุ่มตามความเสี่ยงของบริษัท ได้แก่  
บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำและบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง ผลการวิเคราะห์ในแต่ละกลุ่มชี้ให้เห็นว่า ความ  
เสี่ยงของบริษัทที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นได้ไปปรับเปลี่ยนผลกระทบ  
ระหว่างข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนเกินปกติ ดังนี้ (1) บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ พบว่า ต้นทุนขาย  
ไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (2) บริษัทที่มีความเสี่ยงสูง พบว่า ต้นทุนขายมีผลกระทบเชิง  
ลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยสรุปแล้ว ต้นทุนขาย ของบริษัทที่มีความ  
เสี่ยงสูง มีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ ส่วนต้นทุนขาย ของบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ ไม่มี  
ผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อาจเป็นเพราะบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง มีการกู้ยืมเงินมาใช้ในการ  
การดำเนินงาน และมีต้นทุนขายในสัดส่วนที่สูงเมื่อเปรียบเทียบกับรายได้ แสดงถึงความสามารถ  
ในการทำกำไรน้อยลง ซึ่งทำให้ความสามารถในการชำระดอกเบี้ยเงินกู้ลดลง นักลงทุนจึงนำข้อมูล  
ทางบัญชีรายการต้นทุนขายไปประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม  
กล่าวคือ เมื่อต้นทุนขายเพิ่มขึ้น นักลงทุนจะตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์น้อยลง ผลการวิจัยยัง  
ชี้ให้เห็นว่า ความเสี่ยงของบริษัทเป็นปัจจัยหนึ่งที่สามารถอธิบายผลตอบแทนเกินปกติได้

ผลการวิเคราะห์กลุ่มย่อย แบ่งออกเป็นสองกลุ่มตามขนาดของสินทรัพย์ ได้แก่ บริษัท  
ขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ ผลการวิเคราะห์ในแต่ละกลุ่มชี้ให้เห็นว่า ขนาดของบริษัทที่วัดค่า  
จากสินทรัพย์ไปปรับเปลี่ยนผลกระทบระหว่างต้นทุนขายกับผลตอบแทนเกินปกติ ดังนี้ (1) บริษัท  
ขนาดเล็ก พบว่า ต้นทุนขายมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (2)  
บริษัทขนาดใหญ่ พบว่า ต้นทุนขายไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ โดยสรุปแล้ว ต้นทุน  
ขาย ของบริษัทขนาดเล็ก มีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ ส่วนต้นทุนขาย ของบริษัท  
ขนาดใหญ่ ไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อาจเป็นเพราะนักลงทุนให้ความสำคัญกับ  
บริษัทขนาดเล็กเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทขนาดเล็กมีเงินทุน  
น้อยกว่าบริษัทขนาดใหญ่ (Saunders, 2000) เมื่อบริษัทขนาดเล็กมีการลงทุนทำธุรกิจจะมีสัดส่วน  
การลงทุนที่สูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ หากต้นทุนขายเพิ่มขึ้นทำให้บริษัทขนาดเล็กได้รับผลกระทบ  
มากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ นักลงทุนจึงนำข้อมูลทางบัญชีดังกล่าวมาประกอบการตัดสินใจลงทุนใน

หลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า ข้อมูลทางบัญชีรายการต้นทุนขายของบริษัทขนาดเล็กสามารถอธิบายผลตอบแทนเกินปกติได้มากกว่าบริษัทขนาดใหญ่

### รายการคงค้าง

ผลการวิเคราะห์ของหน่วยวิเคราะห์ทั้งหมดจากกลุ่มตัวอย่าง พบว่า รายการคงค้าง มีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ การบันทึกรายการรับและจ่ายในทางบัญชีจะบันทึกเมื่อรายการนั้นได้เกิดขึ้นแล้ว มิใช่บันทึกเมื่อมีการรับหรือจ่ายเงินสดหรือรายการเทียบเท่าเงินสดและบันทึกตรงตามงวดบัญชีที่เกี่ยวข้องกับการเกิดรายการและเหตุการณ์นั้น ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนในตลาดทุนของประเทศไทยนำข้อมูลทางบัญชีรายการคงค้างที่แสดงในงบการเงินมาประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่า ข้อมูลที่ประกาศออกมานั้นมีคุณค่าและมีประโยชน์ต่อนักลงทุน (Haw, Qi and Wu,2001; Sloan, 1996)

สำหรับผลการวิเคราะห์กลุ่มย่อย แบ่งออกเป็นสองกลุ่มตามความเสี่ยงของบริษัท ได้แก่ บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำและบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง ผลการวิเคราะห์ในแต่ละกลุ่มชี้ให้เห็นว่า ความเสี่ยงของบริษัทที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นได้ไปปรับเปลี่ยนผลกระทบระหว่างข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนเกินปกติ ดังนี้ (1) บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ พบว่า รายการคงค้างไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (2) บริษัทที่มีความเสี่ยงสูง พบว่า รายการคงค้าง มีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยสรุปแล้ว รายการคงค้างของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง มีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ ส่วน รายการคงค้าง ของบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ ไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อาจเป็นเพราะบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง มีข้อจำกัดในเรื่องของเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินธุรกิจ ดังนั้นหากบริษัทมีรายการคงค้างมาก การไหลเวียนของกระแสเงินสดที่เข้ามายังบริษัทเพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนจะลดน้อยลง ทำให้นักลงทุนนำข้อมูลทางบัญชีรายการคงค้างของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง ไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ ข้อมูลทางบัญชีรายการคงค้างเพิ่มขึ้น นักลงทุนจะตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ลดลง

ผลการวิเคราะห์กลุ่มย่อย แบ่งออกเป็นสองกลุ่มตามขนาดของสินทรัพย์ ได้แก่ บริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ ผลการวิเคราะห์ในแต่ละกลุ่มชี้ให้เห็นว่า ขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ไปปรับเปลี่ยนผลกระทบระหว่างรายการคงค้างกับผลตอบแทนเกินปกติ ดังนี้ (1) บริษัท

ขนาดเล็ก พบว่า รายการคงค้างมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (2) บริษัทขนาดใหญ่ พบว่า รายการคงค้างไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ โดยสรุปแล้ว รายการคงค้าง ของบริษัทขนาดเล็กมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ ส่วนรายการคงค้าง ของบริษัทขนาดใหญ่ไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อาจเป็นเพราะ นักลงทุนให้ความสำคัญกับบริษัทขนาดเล็กเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทขนาดเล็กมีเงินทุนน้อยกว่าบริษัทขนาดใหญ่ (Saunders, 2000) นักลงทุนจึงให้ความสำคัญกับข้อมูลทางบัญชีรายการคงค้าง ของบริษัทขนาดเล็ก จึงนำข้อมูลทางบัญชีดังกล่าวมาประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ อีกทั้งบริษัทขนาดเล็กเป็นปัจจัยที่ทำให้ข้อมูลทางบัญชีรายการคงค้างมีประโยชน์มากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ (Collins et al., 1997) ดังนั้น ข้อมูลทางบัญชีรายการคงค้าง ของบริษัทขนาดเล็กสามารถอธิบายผลตอบแทนเกินปกติได้มากกว่าบริษัทขนาดใหญ่

#### กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

ผลการวิเคราะห์ของหน่วยวิเคราะห์ทั้งหมดจากกลุ่มตัวอย่าง พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ เป็นกิจกรรมที่แสดงการได้มาและใช้ไปของเงินสด หรือรายการเทียบเท่าเงินสด ที่เกิดจากการผลิต การขาย และการส่งมอบสินค้าหรือบริการ รวมถึงการเก็บเงินจากลูกค้า เป็นต้น ผลการวิจัยจึงชี้ให้เห็นว่า เมื่อมีการประกาศข้อมูลทางบัญชีรายการกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน นักลงทุนจะมีการตอบสนองต่อข่าวที่ได้ประกาศ เนื่องจากเป็นกระแสเงินสดที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับ จึงนำข้อมูลดังกล่าวไปประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ จึงสรุปได้ว่า ข้อมูลทางบัญชีรายการกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติจากการลงทุนในหลักทรัพย์ (Dechow, 1994; Francis, Schipper & Vincent, 2003; Haw, Qi & Wu, 2001; Yoon and Miller, 2003)

สำหรับผลการวิเคราะห์กลุ่มย่อย แบ่งออกเป็นสองกลุ่มตามความเสี่ยงของบริษัท ได้แก่ บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำและบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง ผลการวิเคราะห์ในแต่ละกลุ่มชี้ให้เห็นว่า ความเสี่ยงของบริษัทที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นได้ไปปรับเปลี่ยนผลกระทบระหว่างข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนเกินปกติ ดังนี้ (1) บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (2) บริษัทที่มีความเสี่ยงสูง พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกิน

ปกติ โดยสรุปแล้ว กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ของบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ มีผลกระทบต่อเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ ส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง ไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อาจเป็นเพราะบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำมีการกู้ยืมเงินจากบุคคลภายนอกน้อย หากมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเพิ่มขึ้นทำให้การกู้ยืมเงินเพื่อดำเนินงานธุรกิจมีจำนวนน้อยลง การกระจายดอกเบี้ยจึงมีสัดส่วนที่น้อยตาม อีกทั้งบริษัทมีเงินสดคงเหลือสามารถจ่ายเงินปันผลได้ จึงทำให้นักลงทุนนำข้อมูลทางบัญชีรายการกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานของบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ ไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ อีกทั้งนักลงทุนมองว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำมีความมั่นคงมากกว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง (Bhandari, 1988)

ผลการวิเคราะห์กลุ่มย่อย แบ่งออกเป็นสองกลุ่มตามขนาดของบริษัท ได้แก่ บริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ ผลการวิเคราะห์ในแต่ละกลุ่มชี้ให้เห็นว่า ขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ไปปรับเปลี่ยนผลกระทบระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับผลตอบแทนเกินปกติ ดังนี้ (1) บริษัทขนาดเล็ก พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (2) บริษัทขนาดใหญ่ พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ โดยสรุปแล้ว กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานของบริษัทขนาดเล็กมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ ส่วน กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานของบริษัทขนาดใหญ่ไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ อาจเป็นเพราะ บริษัทขนาดเล็กมีข้อจำกัดในเรื่องการจัดหาเงินทุนเพื่อใช้ในการดำเนินการ ดังนั้น การที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเพิ่มขึ้น มีผลทำให้บริษัทมีเงินทุนดำเนินการเพิ่มขึ้น ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า การประกาศข้อมูลทางบัญชีรายการกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน นักลงทุนจะตอบสนองต่อข่าวสารที่ได้ประกาศ จึงนำข้อมูลทางบัญชีรายการกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไปประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์

#### **การวิเคราะห์ตัวแปรปรับที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**

การศึกษาผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีผลตอบแทนเกินปกติ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อบริษัทมีความเสี่ยงแตกต่างกัน และเมื่อบริษัทมีขนาดแตกต่างกัน ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า บริษัทที่มีความเสี่ยงที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์เป็นตัวแปรที่ไปปรับเปลี่ยนผลกระทบดังกล่าว หรือ

อีกนัยหนึ่ง คือ ความเสี่ยงของบริษัทและขนาดของบริษัท มีส่วนช่วยในการอธิบาย ผลกระทบของ ข้อมูลทางบัญชีรายการกำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแส เงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติได้ดีขึ้น

ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาค่า F-statistic ที่ได้จากการทดสอบโดยวิธี Chow Test เมื่อนำความเสี่ยง ของบริษัทในฐานะตัวแปรปรับ พบว่า ค่า F ที่ได้จากการทดสอบโดยวิธี Chow Test มีค่า  $F(9, 1,580) = 4.81$  ของการวิเคราะห์ที่มีตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนเกินปกติ เปรียบเทียบกับค่า F-statistic เมื่อนำขนาดของบริษัทในฐานะตัวแปรปรับ พบว่า ค่า F ที่ได้จากการทดสอบโดยวิธี Chow Test มีค่า  $F(9, 1,580) = 62.68$  ของการวิเคราะห์ที่มีตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนเกินปกติ

ผู้วิจัยพบว่า การใช้ขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ ในฐานะตัวแปรปรับ จะให้ค่า F-statistic ที่สูงกว่า แสดงให้เห็นถึงผลต่างระหว่างค่าผลรวมของค่าผิดพลาดกำลังสองที่ได้ จากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างทั้งหมดกับค่าผลรวมของค่าผิดพลาด กำลังสองที่ได้จากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างย่อยสองกลุ่มรวมกัน แล้ว นำมาเปรียบเทียบกับค่าผลรวมของค่าผิดพลาดกำลังสองที่ได้จากการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างย่อยสองกลุ่มรวมกัน ดังนั้น ค่า F-statistic มีค่าสูงแสดงว่า การวิเคราะห์การถดถอย เชิงพหุคูณ โดยแยกกลุ่มตัวอย่างออกเป็นกลุ่มย่อยให้ผลดีกว่าการวิเคราะห์โดยใช้กลุ่มตัวอย่าง ทั้งหมด

ดังนั้น ตัวแปรปรับ ซึ่งได้แก่ ขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ เป็นตัวแปรปรับที่ให้ค่า F-statistic สูงกว่า เป็นสิ่งที่ชี้ให้เห็นว่าขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์สามารถนำมาใช้ในการ อธิบายผลกระทบของข้อมูลทางบัญชี ประกอบด้วย กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุน ขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กับผลตอบแทนเกินปกติได้ดีกว่า ความเสี่ยงของบริษัทของช่วงระยะเวลาที่ศึกษา คือ ปี พ.ศ. 2549 ถึงปี พ.ศ. 2553 ผลการวิจัย สอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Graham et al. (2000) ที่กล่าวว่า การแบ่งกลุ่มตัวอย่างเพื่อการทดสอบ หรือการทดสอบกลุ่มย่อยมีความเหมาะสมกว่าการวิเคราะห์ข้อมูลรวมกัน

**ข้อจำกัดในงานวิจัยและข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยครั้งต่อไป**

## ข้อจำกัดในงานวิจัย

งานวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นงานวิจัยที่มุ่งศึกษาการประกาศข้อมูลทางบัญชีรายการ กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน รวมทั้งมีการควบคุมความแตกต่างของแต่ละกิจการหรืออุตสาหกรรม ที่จะกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงหรือสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติ นอกเหนือจากตัวแปรหลักดังกล่าวนี้ จึงมีการกำหนดตัวแปรควบคุมที่ใช้ในงานวิจัย อีกทั้งได้กำหนดให้ความเสี่ยงของบริษัทที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์เป็นตัวแปรปรับที่ไปปรับเปลี่ยนความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม หากกล่าวโดยสรุปแล้ว จะมีข้อจำกัดในงานวิจัย ดังนี้

1. ผู้วิจัยได้เลือกตัวแปรเฉพาะบางตัวแปรเท่านั้นในการศึกษา ยังมีตัวแปรอื่น ๆ ที่ผู้วิจัยไม่ได้ศึกษา เช่น ตัวแปรที่เกิดจากนโยบายการบัญชี ตัวแปรเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี
2. ผู้วิจัยได้เลือกตัวแปรควบคุมบางตัวแปรที่นำมาควบคุมผลการวิจัย ซึ่งยังมีตัวแปรอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง เช่น ประเภทอุตสาหกรรม เป็นต้น
3. ผู้วิจัยให้ความสำคัญกับ ความเสี่ยงของบริษัทที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์ ในฐานะเป็นตัวแปรปรับ ซึ่งยังมีตัวแปรอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องน่าจะเป็นตัวแปรปรับได้ เช่น ขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากทุนจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว หรือมูลค่าตลาดของกิจการ เป็นต้น
4. ผู้วิจัยใช้ Chow Test ในการทดสอบตัวแปรปรับ ซึ่งมีข้อจำกัดสำหรับการแบ่งกลุ่มย่อยออกเป็นสองกลุ่มเท่านั้น
5. ในการวิจัยครั้งนี้คำนิยามศัพท์ที่ใช้ในการวิจัยเป็นคำนิยามศัพท์ที่ผู้วิจัยได้กำหนดขึ้นมาเพื่อใช้ในงานวิจัยนี้เท่านั้น ซึ่งความหมายของศัพท์เหล่านี้อาจมีความหมายที่แตกต่างไปจากงานวิจัยอื่น ๆ

## ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

1. ควรศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีโดยการศึกษาเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอื่น ๆ เพื่อให้ทราบว่าข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินมีความสำคัญต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์เหมือนหรือแตกต่างกันอย่างไร

2. เทคนิคการวิเคราะห์ควรใช้ตัวแปรปรับและตัวแปรควบคุมอื่น เพื่อเปรียบเทียบผลการวิจัย จะได้ข้อค้นพบงานวิจัยที่เป็นประโยชน์และทำการทดสอบสมมติฐานด้วยวิธีอื่นนอกเหนือจากการใช้วิธีวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (multiple regression analysis)

3. งานวิจัยในอนาคตอาจแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็นกลุ่ม ๆ ในการวิเคราะห์ เช่น แบ่งตามช่วงปี พ.ศ. แบ่งตามทิศทางของอัตราผลตอบแทน เพื่อทดสอบการประกาศข้อมูลทางบัญชีนั้น ๆ ที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ พร้อมทั้งเปลี่ยนแปลงวิธีการทางสถิติที่ใช้ทดสอบการแบ่งกลุ่มย่อย เพื่อเพิ่มจำนวนกลุ่มย่อยให้มากขึ้น

สรุป การศึกษาผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยศึกษาข้อมูลทางบัญชีได้แก่ กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ และศึกษาผลกระทบดังกล่าวโดยเปรียบเทียบระหว่างความเสี่ยงของบริษัท และขนาดของบริษัท

เหตุผลที่ผู้วิจัยมีความสนใจศึกษาเรื่องดังกล่าว เพราะข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสำคัญต่อนักลงทุนเพื่อนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ สำหรับการทดสอบความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชี ผลงานวิจัยทางบัญชีในอดีตได้นำแนวคิดและทฤษฎีทางการเงินมาประยุกต์ใช้กับการศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีที่ได้ประกาศ ผลงานวิจัยของต่างประเทศและในประเทศได้สรุปสอดคล้องกันว่า นักลงทุนจะรวบรวมข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ ที่ประกาศในตลาดหลักทรัพย์มาใช้ประเมินการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยเฉพาะข้อมูลทางบัญชีในงบการเงิน

ทำให้ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาว่าข้อมูลทางบัญชีรายการกำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีความสำคัญและมีประโยชน์ต่อนักลงทุนจริงหรือไม่ ผู้วิจัยได้ศึกษาแนวคิด ทฤษฎี และการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องก่อนสร้างกรอบแนวความคิดงานวิจัย โดยผู้วิจัยได้ศึกษาถึง องค์ประกอบเกี่ยวกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ สมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุน และตัวแบบตลาดทุน รวมทั้งได้รวบรวมผลการวิจัยจากวรรณกรรมในอดีตของนักวิจัยอีกหลายท่านเพื่อนำมาอธิบายถึงความมีประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ

งานวิจัยฉบับนี้ดำเนินการตามขั้นตอนของการวิจัยเชิงประจักษ์ ซึ่งประชากรในงานวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากเป็นบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชน ทั้งในรูปแบบของงบการเงินประจำปีและข้อมูลราคาหลักทรัพย์ ดังนั้นประชากรที่ใช้ในการวิจัยมีจำนวน 505 บริษัท แต่การศึกษาครั้งนี้มีกลุ่มตัวอย่างที่เป็นไปตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขของการศึกษาครั้งนี้จำนวน 392 บริษัท สำหรับการเก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549-2553 รวมจำนวน 5 ปี ประกอบด้วย ข้อมูลราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ และดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดของแต่ละบริษัท รวมทั้งข้อมูลทางบัญชีที่ศึกษาที่แสดงในงบการเงินรวมของบริษัท ได้แก่ กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และข้อมูลที่น่ามากำหนดเป็นตัวแปรควบคุม ได้แก่ ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ รวมทั้งข้อมูลที่น่ามาเป็นตัวแปรปรับ ได้แก่ หนี้สินรวมและส่วนของผู้ถือหุ้น (ความเสี่ยงของบริษัท) สินทรัพย์ (ขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์) ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลที่มีอยู่แล้ว คือ จากข้อมูล Set Smart ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และจากสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)

ในการทดสอบสมมติฐาน ผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์กลุ่มย่อยโดยใช้ Chow Test และการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (multiple regression analysis) ก่อนที่จะทดสอบสมมติฐานผู้วิจัยได้ตรวจสอบข้อมูลว่ามีความเหมาะสมกับการนำมาวิเคราะห์ด้วยเทคนิควิธีวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณหรือไม่ โดยผู้วิจัยได้ตรวจสอบการกระจายแบบปกติของข้อมูล (normal distribution) ความแปรปรวนที่สม่ำเสมอ (constant variance or heteroscedasticity) ค่าที่ออกนอกกลุ่ม (outliers) ความเป็นเส้นตรง (linearity) การตรวจสอบความเป็นเส้นตรงร่วมอย่างมาก (multicollinearity) การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (correlation analysis) และการตรวจสอบความเป็นอิสระของความคลาดเคลื่อน (autocorrelation)

ผลการตรวจสอบการกระจายแบบปกติของข้อมูล พบว่า ตัวแปร กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ และผลตอบแทนเกินปกติ มีการกระจายตัวแบบไม่ปกติ โดยมีลักษณะเบ้ซ้ายและเบ้ขวา ดังนั้น ผู้วิจัยจึงได้ปรับค่าของตัวแปรด้วยวิธีการถดถอกและยกกำลังสอง แล้วนำค่าที่ได้มาทำการทดสอบต่อไป

จากขั้นตอนข้างต้น ผู้วิจัยได้ตรวจสอบความแปรปรวนที่สม่ำเสมอและค่าที่ออกนอกกลุ่มของตัวแปรงานวิจัย ผู้วิจัยใช้กราฟ Scatter Plot ทำการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (standardized residual) กับค่าพยากรณ์ (standardized predicted) ผลที่ได้จากการสร้างกราฟพบว่า ค่าความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือกับค่าพยากรณ์มีการกระจาย แสดงให้เห็นว่าการวิจัยนี้ไม่มีปัญหาเรื่องความแปรปรวนและไม่มีค่าใดที่ออกนอกกลุ่ม

การตรวจสอบความเป็นเส้นตรง ผู้วิจัยใช้กราฟ Scatter Plot ในการตรวจสอบความสัมพันธ์ที่เป็นเส้นตรงระหว่างตัวแปร ผลปรากฏว่า กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (standardized residual) กับตัวแปรอิสระแต่ละตัว (independent variables) แสดงว่า มีความสัมพันธ์ในเชิงเส้นตรง ซึ่งผู้วิจัยไม่พบว่า มีความสัมพันธ์ในเชิงไม่ใช่เส้นตรงปรากฏให้เห็นอย่างเด่นชัด นอกจากนี้ ผู้วิจัยได้ทำการตรวจสอบความเป็นเส้นตรงร่วมอย่างมาก (multicollinearity) โดยพิจารณาค่าความทนทาน (tolerance) และ Variance Inflation Factors--VIF สำหรับตัวแปรอิสระแต่ละตัว ซึ่งถ้าค่าความทนทาน (tolerance) และ Variance Inflation Factors--VIF อยู่ในช่วงที่สามารถยอมรับได้ พร้อมทั้งการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (correlation analysis) โดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเปียร์สัน เพื่อพิจารณาถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ พบว่า ไม่มีตัวแปรคู่ใดที่มีความสัมพันธ์กันเองสูงเกินไป และการตรวจสอบความเป็นอิสระของความคลาดเคลื่อน (autocorrelation) โดยพิจารณาจากค่า Durbin-Watson Statistic พบว่า ข้อมูลของตัวแปร ณ ระดับใด ๆ ของตัวแปรอิสระมีความเป็นอิสระจากกัน ซึ่งอยู่ในเกณฑ์ที่ยอมรับได้ จากผลการตรวจสอบข้อมูลดังกล่าวมา เป็นการยืนยันว่าข้อมูลมีความเหมาะสมกับการนำมาวิเคราะห์ด้วยเทคนิควิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ เพื่อทดสอบสมมติฐานได้

ผลการทดสอบสมมติฐานสรุปได้ว่า การวิจัยของหน่วยวิเคราะห์ทั้งหมดจากกลุ่มตัวอย่างพบว่า กำไรทางบัญชี ดอกเบี้ยรับ ภาษีอากร ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ

การศึกษาถึงผลกระทบของตัวแปรปรับ (moderating effects) ประกอบด้วย ความเสี่ยงของบริษัท และขนาดของบริษัท เพื่อการวิเคราะห์กลุ่มย่อย สามารถสรุปได้ ดังนี้ (1) การวิเคราะห์กลุ่มย่อยตามความเสี่ยงของบริษัท (1.1) บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ พบว่า กำไรทางบัญชี ภาษีอากร และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ โดยมีดอกเบี้ยรับมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ ทั้งนี้ต้นทุนขายและรายการคงค้างไม่มีผลกระทบต่อ

ผลตอบแทนเกินปกติ (1.2) บริษัทที่มีความเสี่ยงสูง พบว่า กำไรทางบัญชี และภาษีอากร มีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ โดยมีดอกเบี๋ยรับ ต้นทุนขาย และรายการคงค้างมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ ทั้งนี้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (2) การวิเคราะห์กลุ่มย่อยตามขนาดของบริษัท (2.1) บริษัทขนาดเล็ก พบว่า กำไรทางบัญชี ภาษีอากร และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ โดยมีดอกเบี๋ยรับ ต้นทุนขาย และรายการคงค้างมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ (2.2) บริษัทขนาดใหญ่ พบว่า กำไรทางบัญชี และภาษีอากรมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติ ทั้งนี้ดอกเบี๋ยรับ ต้นทุนขาย รายการคงค้าง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติ

ผลการวิจัยพบอีกว่า ในช่วงระยะเวลาที่ศึกษาระหว่างปี พ.ศ. 2549-2553 ขนาดของบริษัทที่วัดค่าจากสินทรัพย์เป็นตัวแปรปรับที่มีอิทธิพลมากกว่าความเสี่ยงของบริษัท

#### ตาราง 15

การเปรียบเทียบระหว่างทิศทางของผลกระทบระหว่างตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม ตามความเสี่ยงของบริษัทและขนาดของบริษัท

		กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด	ความเสี่ยงของบริษัท		ขนาดของบริษัท	
			ต่ำ	สูง	เล็ก	ใหญ่
EARN	$\beta$	0.551	0.585	0.497	0.304	0.386
	Sig.	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***
INTER	$\beta$	-0.080	-0.069	-0.087	-0.146	0.029
	Sig.	0.000***	0.003**	0.000***	0.000***	0.339
TAX	$\beta$	0.273	0.243	0.330	0.422	0.336
	Sig.	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***
COST	$\beta$	-0.070	0.022	-0.087	-0.093	-0.043
	Sig.	0.027*	0.578	0.012*	0.036*	0.472
ACCRU	$\beta$	-0.080	-0.045	-0.076	-0.089	-0.040
	Sig.	0.012*	0.261	0.033*	0.047*	0.505
CASH	$\beta$	0.057	0.091	0.025	0.097	-0.040
	Sig.	0.000***	0.000***	0.280	0.000***	0.196

**บรรณานุกรม**

## บรรณานุกรม

- กัลยา วานิชย์บัญชา. 2546. การวิเคราะห์สถิติ: สำหรับการบริหารและวิจัย. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- จิรัตน์ สังข์แก้ว. 2544. การลงทุน. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- จิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์. 2552. “ผลกระทบจากการใช้มาตรฐานการบัญชีเกี่ยวกับการปรับโครงสร้างหนี้และการด้อยค่าของสินทรัพย์ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.” วิทยานิพนธ์ปริญญาคุชฎีบัณฑิต มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2554. “รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.” ค้นเมื่อ 20 เมษายน 2554 จาก <http://www.set.or.th>
- นันทนวล เขียวรัตน์. 2539. “ผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิทางบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณีความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูล.” วิทยานิพนธ์ปริญญาคุชฎีบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์. 2545. “การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.” วิทยานิพนธ์ปริญญาคุชฎีบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ศิลป์ชัย ปวีณพงษ์พัฒน์. 2544. “ผลกระทบของความสัมพันธ์ระหว่างอุตสาหกรรมที่มีต่อผลการดำเนินงานของอุตสาหกรรมและการส่งผ่านข้อมูล.” วิทยานิพนธ์ปริญญาคุชฎีบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- สุชาติ ประสิทธิ์รัฐสินธุ์. 2540. ระเบียบวิธีการวิจัยทางสังคมศาสตร์. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์เฟื่องฟ้า พรินต์ติ้ง.
- “\_\_\_\_\_”. 2543. สถิติสำหรับการวิจัยทางสังคมศาสตร์. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์เฟื่องฟ้า พรินต์ติ้ง.
- Abarbanell, J. S., and Bushee, B. J. 1998. “Abnormal returns to a fundamental analysis strategy.” *The Accounting Review* 73, 1: 19-45.

- Aboody, D., Barth, M. E., and Kasznik, R. 1999. "Revaluations of fixed assets and future firm performance: Evidence from the UK." **Journal of Accounting and Economics** 26, 2: 49-178.
- Ahsan, H. 2004. Impact of earnings management on value relevance of accounting information: Empirical evidence from Japan. **Managerial Finance** 30, 11: 1-8.
- Alexakis, P., and Apergis, N. 1996. "ARCH effects and cointegration: Is the foreign exchange market efficient?." **Journal of Banking and Finance** 20, 4: 687-697.
- Al-Horani, A. M. 2010. "Testing the relationship between abnormal returns and non-interest earnings: The case of Jordanian commercial banks." **International research journal of finance and economics** 55, 1: 108-125.
- Anderson, T. 1992. "Accounting earnings announcements and differential predisclosure information." **Abacus** 28, 2: 121-132.
- Atiase, R. K., Bamber, L. S., and Freeman, R. N. 1988. "Accounting disclosures based on company size: Regulations and capital markets evidence." **Accounting Horizons** 2, 1: 18-26.
- Ball, R. J., and Brown, P. 1968. "An empirical evaluation of accounting income numbers." **Journal of Accounting Research** 6, 2: 159-178.
- Ball, R. J., and Kothari, S. P. 1991. "Security returns around earning announcements." **The Accounting Review** 66, 4: 718-738.
- Barker, R. G. 2003. "Trend global accounting is coming." **Harvard Business Review** 81,4: 24-25.
- Bartov, E., Lindahl, F. W., and Ricks, W. E. 1998. "Stock price behavior around announcements of write-offs." **Review of Accounting Studies** 3, 4: 327-346.
- Basu, S. 1997. "Investment performance of common stocks in relation to their price-earnings ratios: A test of the efficient market hypothesis." **The Journal of Finance** 3, 6: 663-682.
- Beaver, W. H. 1968. "The information content of annual earnings announcement." **Journal of Accounting Research** 6, 3: 67-92.

- Beaver, W. H., Paul, K., and Myron, S. 1970. "The association between market determined and accounting determined risk measures." **Accounting Review** 45, 4: 654-682.
- Beaver, W. H., and Ryan, S. G. 1993. "Accounting fundamentals of the book to market ratio." **Financial Analysts Journal** 49, 6: 50-56.
- Belsley, D. A. 1991. **Conditioning diagnostics collinearity and weak data in regression**. New York: Willey.
- Bhandari, L. C. 1988. "Debt/equity ratio and expected common stock returns: Empirical evidence." **Journal of Financial** 43, 2: 507-528.
- Billings, B. K., and Morton, R. M. 2001. "Book to market components, future security returns, and errors in expected future earning." **Journal of Accounting Research** 39, 2: 197-219.
- Bos, T., and Newbold, P. (1984). "An empirical investigation of the possibility of stochastic systematic risk in the market model." **Journal of Business** 57, 1: 35-41.
- Bowman, R. G. 1979. "The theoretical relationship between systematic risk and financial accounting variables." **The Journal of Finance** 34, 3: 617-630.
- Breeden, D., Gibbons, M., and Litzenberger, R. 1989. "Empirical tests of the consumption-oriented CAPM." **Journal of Finance** 44, 2: 231-262.
- Brigham, E. F., and Houston, J. F. 2001. **Fundamentals of financial management**. 9th ed. Boston: McGraw-Hill.
- Castagna, A. D., and Matolcsy, Z. P. 1978. "The relationship between accounting variables and systematic risk and the prediction of systematic risk." **Australian Journal of Management** 3, 2: 113-126.
- Chen, A., and Kao, L. 2004. "The effects of board characteristics on earnings management." **Journal of Corporate Ownership & Control** 1, 3: 96-107.

- Chow, G. C. 1960. "Tests of equality between sets of coefficients in two linear regression." **Econometrical** 28, 3: 591-605.
- Christensen, T. E., Smith, T. Q., and Stuerke, P. S. 2004. "Public predisclosure information, firm size, analyst following, and market reactions to earnings announcements." **Journal of Business Finance & Accounting** 31, 7: 951-984.
- Chung, K. H. 1989. "The impact of the demand volatility and leverages on the systematic risk of common stocks." **Journal of Business Finance and Accounting** 16, 3: 343-360.
- Cohen, M., and Cohen, P. 1983. **Applied multiple regression correlation analysis for the behavioral sciences**. Hillsdale, NJ: Lawrence Erlbaum Associates.
- Collins, W. D., Maydew, L.E., and Weiss, S.I. 1997. "Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years." **Journal of Accounting and Economics** 24, 1: 39-67.
- Danielson, M. G., and Dowdell, T. D. 2001. "The return stages valuation model and the expectations within a firm's P/B and P/E ratios." **Financial Management** 30, 1: 93-124.
- David, B. 2000. **Financial market analysis**. 2nd ed. London: McGraw-Hill.
- Dechow, D. W. 1994. "Accounting earning and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals." **Journal of accounting and economics** 18, 1: 3-42.
- Diamond, M. A., Flamholtz, E. G., and Flamholtz, D. T. 1990. **Financial accounting**. 2nd ed. Boston: PWS-Kent.
- Dufour, J. M. 1982. "Generalized chow tests for structural change a coordinate-free approach." **International Economic Review** 23, 3: 565-575.
- Easton, P. D., Edey, P. H., and Harris, T. S. 1993. "An investigation of revaluation of tangible long lived assets." **Journal of Accounting Research** 31, 3: 1-38.
- Easton, P. D., and Harris, T. S. 1991. "Earnings as an explanatory variable for returns." **Journal of Accounting Research** 29, 1: 19-36.
- Evans, J. L., and Archer, S. H. 1968. "Diversification and the reduction of dispersion: An empirical analysis." **Journal of Finance** 23, 5: 761-767.

- Fabozzi, F., and Markowitz, H. 2002. **The theory and practice of investment management**.  
New York: John Wiley & Sons.
- Fama, E. F. 1970. "Efficient capital market: A review of theory and empirical work." **Journal of Finance** 25, 2: 383-417.
- Fama, E. F. 1991. Efficient capital markets: II. **Journal of Finance** 46, 5: 1,575-1,617.
- Fama, E. F., and French, K. R. 1992. "The cross section of expected stock returns." **Journal of Finance** 47, 6: 427-465.
- Fisher, F. M. 1970. "Tests of equality between sets of coefficients in two linear regressions: An expository note." **Econometrical** 38, 2: 361-366.
- Fohlin, C. 1998. "Relationship banking, liquidity and investment in the German industrialization." **The Journal of Finance** 35, 1: 1,737-1,749.
- Fortune, P. 1991. "Stock market efficiency: An autopsy." **New England Economic Review** 17, 1: 17-40.
- Foster, G. 1981. "Intra industry information transfers associated with earnings releases." **Journal of Accounting and Economics** 3, 3: 201-232.
- Foxall, G. R., and Yani-de-Soriano, M. M. 2005. "Situational influences on consumers' attitudes and behavior." **Journal of Business Research** 58, 4: 518-525.
- Francis, J., Schipper, K., and Vincent, L. 2003. "The relative and incremental explanatory power Of earnings and alternative (to earnings) performance measures for returns." **Contemporary accounting research** 20, 1: 121-164.
- Gallagher, T. J., and Andrew, J. D., Jr. 2000. **Financial management principles and practice**. 2nd ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall.
- Gallant, A. R., Rossi, P. E., and Tauchen, G. E. 1992. "Stock price and volume." **Review of Financial Studies** 5, 2: 199-242.
- Gopalakrishnan, V. 1994. "Accounting choice decisions and unleveled firms: Further evidence on debt/equity hypothesis." **Journal of Financial and Strategic Decision** 7, 3: 33-47.

- Graham, R., King, R., and Bailes, J. 2000. "The value relevance of accounting information during a financial crisis: Thailand and the 1997 decline in the value of the baht." **Journal of International Financial Management and Accounting** 11, 2: 84-105.
- Hair, J. F., Jr., Anderson, R. E., Tatham, R. L., and Black, W. C. 1998. **Multivariate data analysis**. 5th ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall.
- Hanson, E. I., and Hamre, J. C. 1997. **Financial accounting**. London: Dryden.
- Haw, I. M., Qi, D., and Wu, W. 2001. "The nature of information in accruals and cash flows in an emerging capital market: The case of china." **The international journal of accounting** 36, 4: 391-406.
- Hayn, C. 1989. "Tax attributes as determinants of shareholder gains in corporate acquisitions." **Journal of financial economics** 23, 1: 121-153.
- Henning, S. T., Lewis, B. L., and Shaw, W. H. 2000. "Valuation of the components of purchased goodwill." **Journal of Accounting Research** 38, 2: 375-386.
- Hu, S. Y. 1998. "The effects of the stock transaction tax on the stock market-Experiences from Asian markets." **Pacific basin finance journal** 6, 3/4: 347-364.
- Jegadeesh, N., and Sheridan, T. 1993. "Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency." **The Journal of Finance** 48, 1: 65-91.
- John, K., Lang, L., and Netter, J. 1992. "The voluntary restructuring of large firms in response to performance decline." **Journal of Finance** 47, 3: 891-917.
- Julsuchada Sirisom. 2003. "Determinants of incremental information content of cash flows beyond earnings: Evidence from the stock exchange of Thailand." Doctoral's Thesis, Chulalongkorn University.
- Kallunki, J. P., Martikainen, M., and Martikainen, T. 1998. "Accounting income, income components and market to book equity ratios." **International Journal of Accounting** 33, 3: 359-375.
- Kang, C. 2002. "SFAS No. 142's effect on 2002 earnings." **Commercial Lending Review** 17, 3: 15-20.
- Lamont, O. 1998. "Earning and expected returns." **The Journal of Finance** 2, 5: 1,563-1,589.

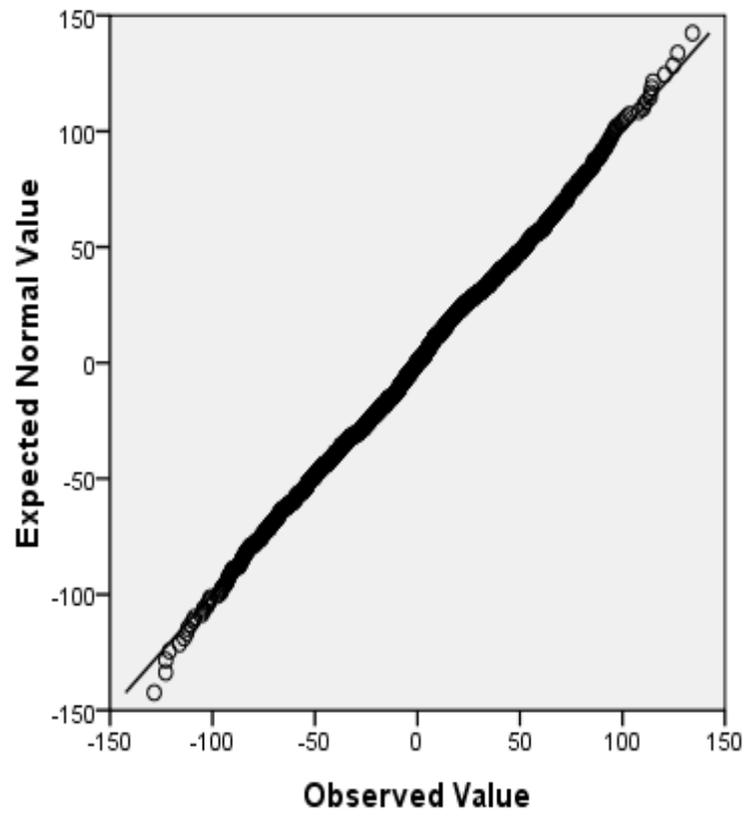
- Leuz, C. 2003. "IAS versus U.S. GAAP: "Information asymmetry based evidence from Germany's new market." **Journal of Accounting Research** 41, 3: 445-472.
- Lev, B. 1989. "On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research." **Journal of Accounting Research** 27, 3: 153-192.
- Mondy, W. R., Noe, R. M., and Premeaux, S. R. 2002. **Human resource management**. 8th ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall.
- Owusu-Ansah, S. 2000. "Timeliness of corporate financial reporting in emerging capital market: Empirical evidence from the Zimbabwe stock exchange." **Accounting and Business Research** 30, 3: 241-254.
- Pannipa Rodwana. 1996. "The impact on market reaction of mandated accounting change from the cost to equity method in equity investment: An empirical study on the stock exchange of Thailand." Doctoral's Thesis, Chulalongkorn University.
- Pekka, T. H. 1990. "Equity markets and personal taxation: The ex-dividend day behaviour of finish stock prices." **Journal of Banking & Finance** 14, 2/3: 327-350.
- Pope, P., and Inyangete, C. G. 1992. "Differential information, the variability of UK stock returns and earnings announcements." **Journal of Business Finance & Accounting** 19, 4: 603-623.
- Prezas, P. A., Simonyan, K., and Vasudevan, G. 2009. **The effect of offshoring on firm value and performance**. Working paper.
- Qi, D., Wu, W., and Zhang, H. 2000. "Shareholdings structure and corporate performance of partially privatized firms: Evidence from listed Chinese companies." **Pacific Basin Finance Journal** 8, 5: 587-610.
- Rees, L. 2005. "Abnormal returns from predicting earnings thresholds." **Review of Accounting Studies** 10, 4: 465-496.
- Ripington, F. A., and Taffler, R. J. 1995. "The information content of firm financial disclosures." **Journal of Business Finance & Accounting** 22, 3: 345-362.
- Rose, P. S., and Kolar, J. W. 1995. **Finance companies: Financial institutions**. 5th ed. Chicago: Irwin.

- Sasivimol Meeampol. 1997. "An empirical investigation of voluntary accounting changes: The case of Thailand." Doctoral's Thesis, The National Institute of Development Administration.
- Saunders, A. 2000. **Financial institutions management**. 3rd ed. Chicago: Irwin.
- Saunders, D. R. 1956. "Moderator variables in prediction." **Education and Psychological Measurement** 16, 2: 209-222.
- Sharma, S., Durand, R. M., and Gur-Arie, O. 1981. "Identification and analysis of moderator variable." **Journal of Marketing Research** 18, 13: 291-300.
- Sinkey, J. F., Jr. 2002. **Commercial bank financial management in the financial service industry** 6th ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall.
- Sharpe, W. F. 1964. "Capital asset prices: A theory of market equilibrium under condition of risk." **Journal of Finance** 19, 3: 425-442.
- Sloan, R. G. 1996. "Stock price fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings." **The Accounting Review** 3, 2: 289-361.
- Strong, N., and Walker, M. 1993. "The explanatory power of earning for stock returns." **The Accounting Review** 68, 2: 385-399.
- Suchitra Vacharajitipan. 1990. "The information content of quarterly earnings: The case of Thailand." Doctoral dissertation, University of George Washington.
- University of Cambridge, "Faculty of Education. (n.d.). F-table (P = 0.001)." Retrieved June 11, 2012, from <http://thesaurus.maths.org/mmkb/view.html?resource=index>
- Watts, R. L. 1978. "Systematic abnormal returns after quarterly earnings Announcements." **Journal of Financial Economics** 6, 2/3: 127-150.
- Xie, B., Davidson, W. N., and Dadalt, P. J. 2003. "Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee." **Journal of Corporate Finance** 9, 3: 295-316.
- Yoon, S. S., and Miller, G. 2003. "The functional relationships among earning, cash flows and stock returns." **Review of accounting & finance** 2, 1: 40-60.
- Zikmund, W. G. 2003. **Business research methods**. New York: Dryden.

ภาคผนวก

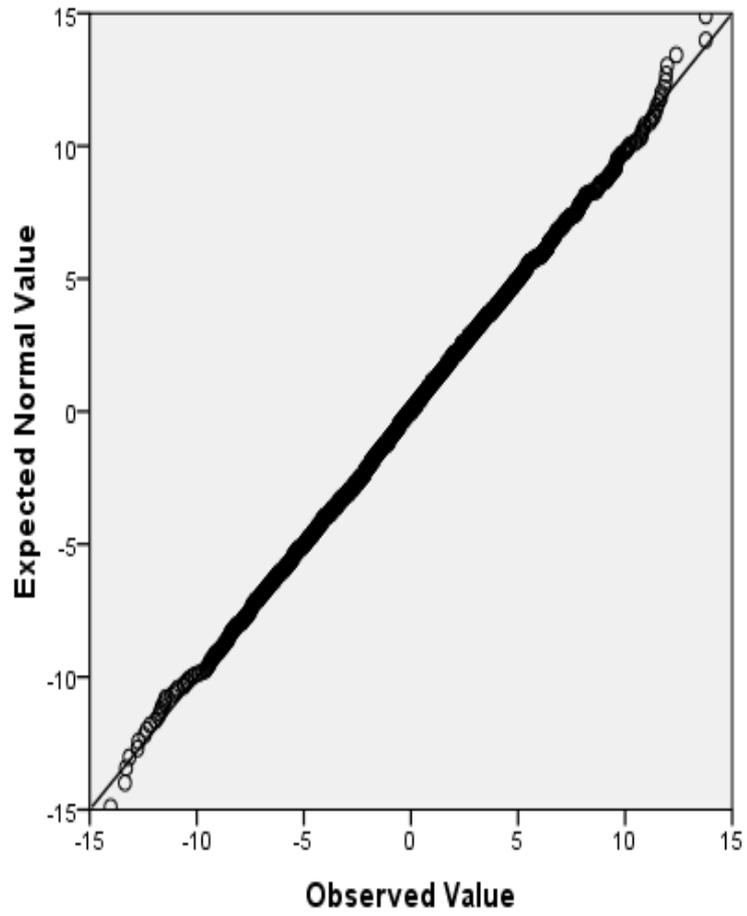
ภาคผนวก ก  
การตรวจสอบการกระจายของข้อมูล

Normal Q-Q Plot of earn



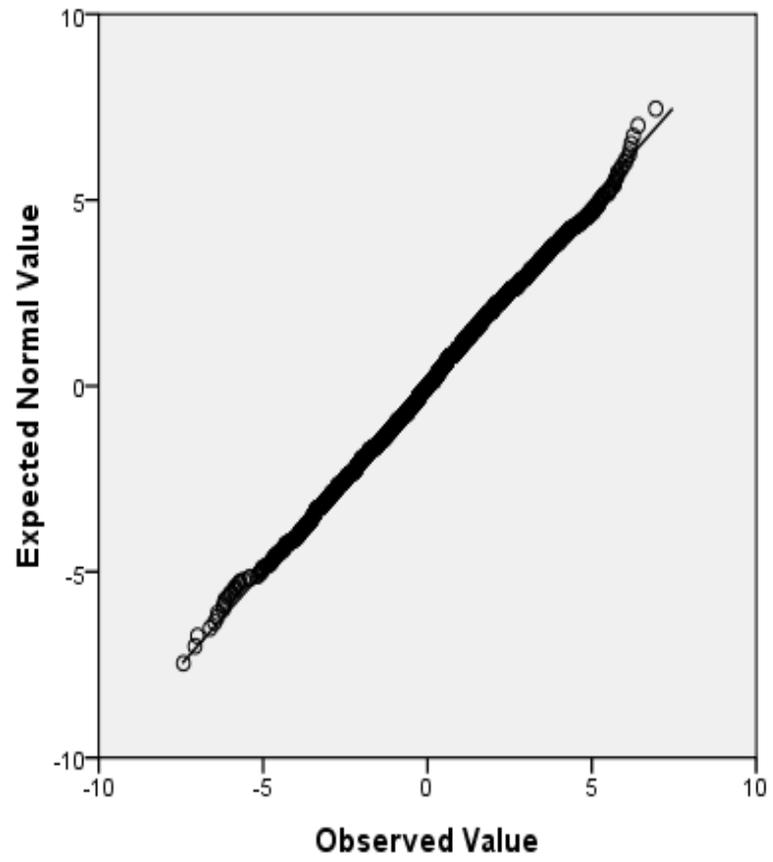
ภาพ 2 การกระจายของข้อมูล EARN

Normal Q-Q Plot of inter



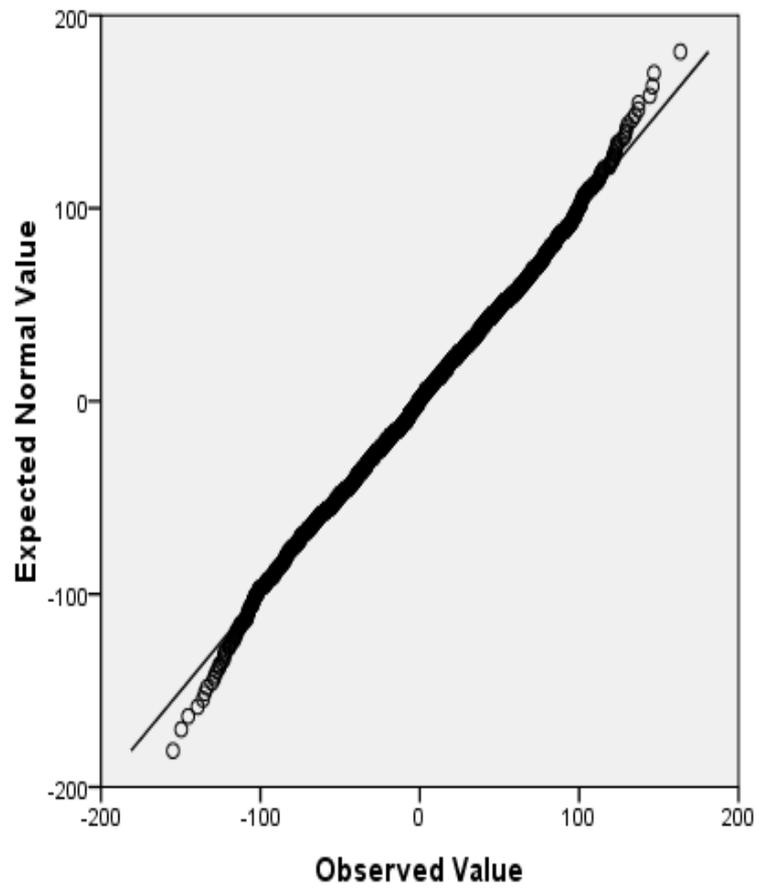
ภาพ 3 การกระจายของข้อมูล INTER

Normal Q-Q Plot of tax



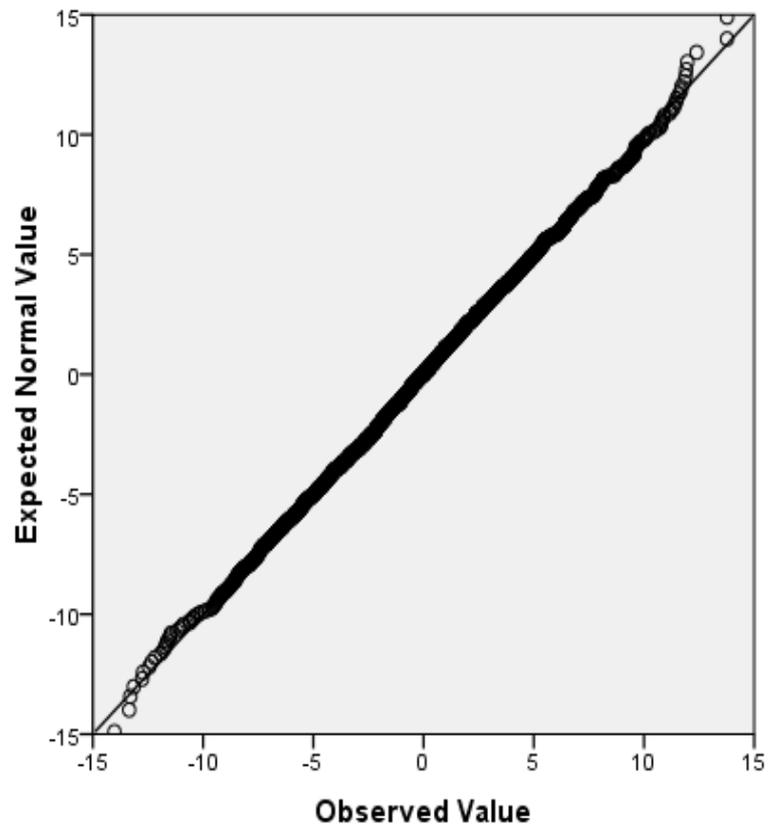
ภาพ 4 การกระจายของข้อมูล TAX

Normal Q-Q Plot of cost



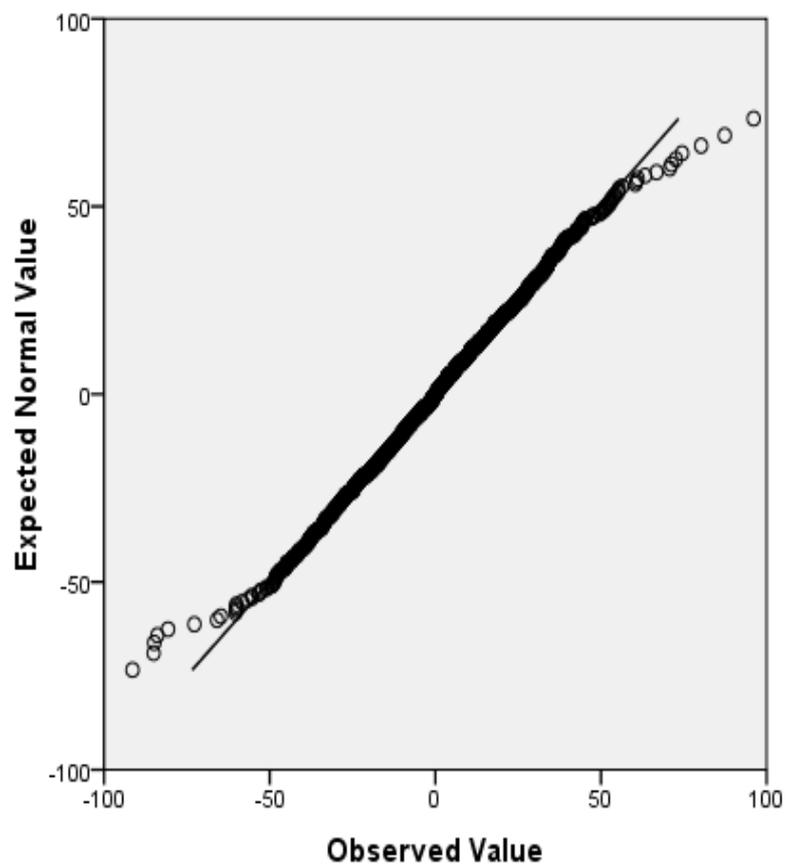
ภาพ 5 การกระจายของข้อมูล COST

Normal Q-Q Plot of accru



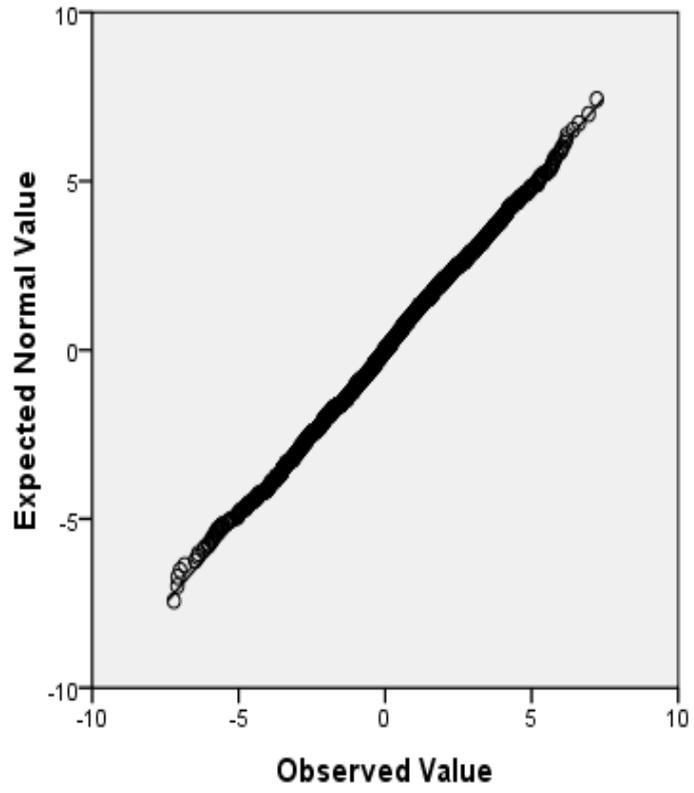
ภาพ 6 การกระจายของข้อมูล ACCRU

Normal Q-Q Plot of cash



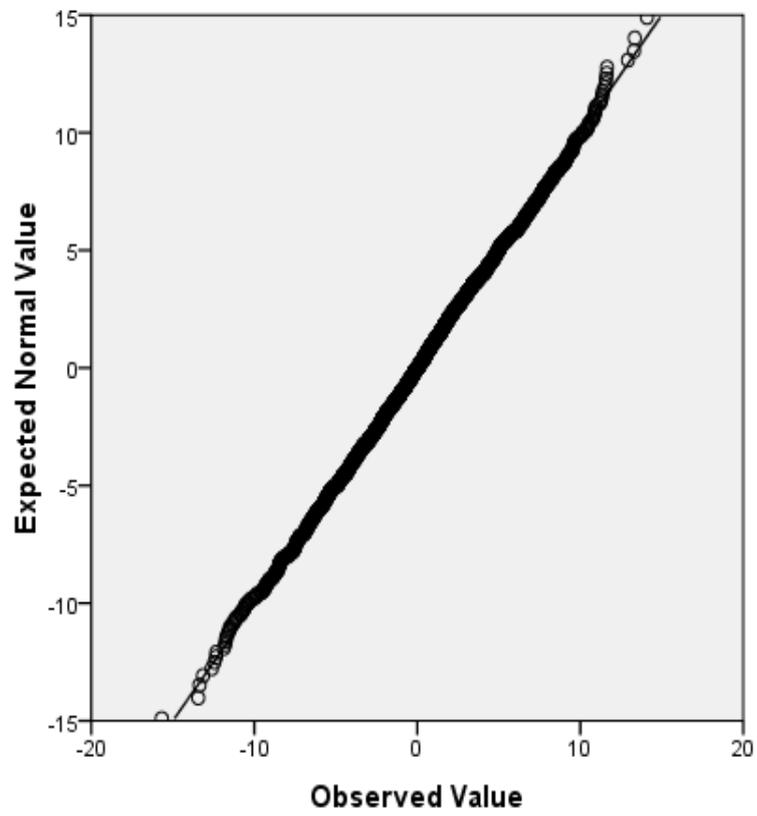
ภาพ 7 การกระจายของข้อมูล CASH

Normal Q-Q Plot of mtb



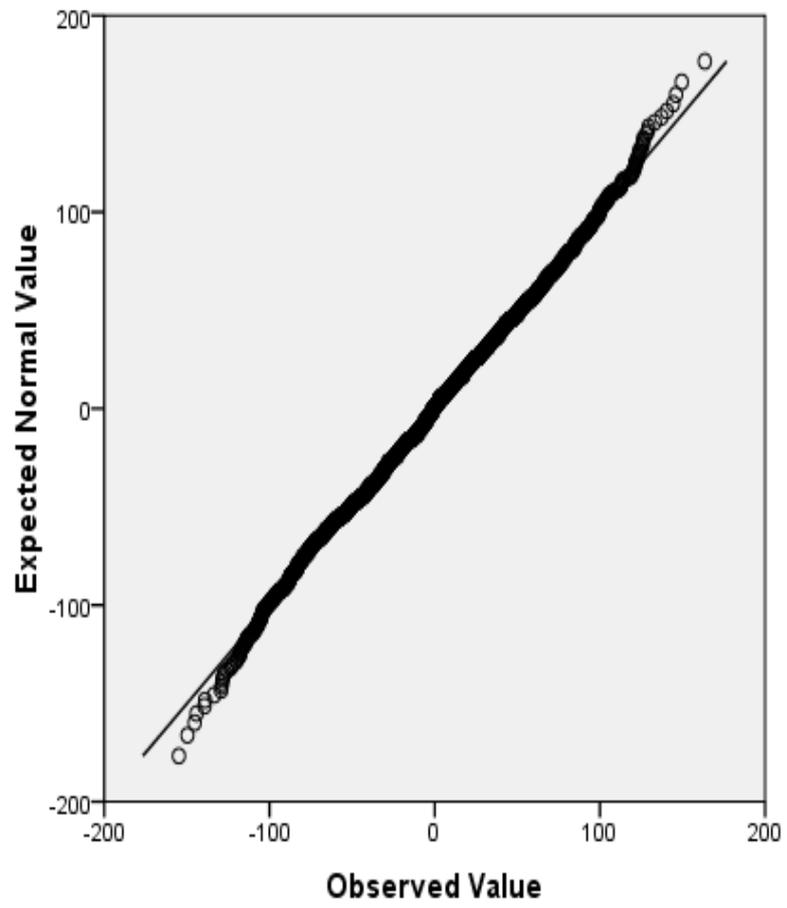
ภาพ 8 การกระจายของข้อมูล MTB

Normal Q-Q Plot of pe



ภาพ 9 การกระจายของข้อมูล PE

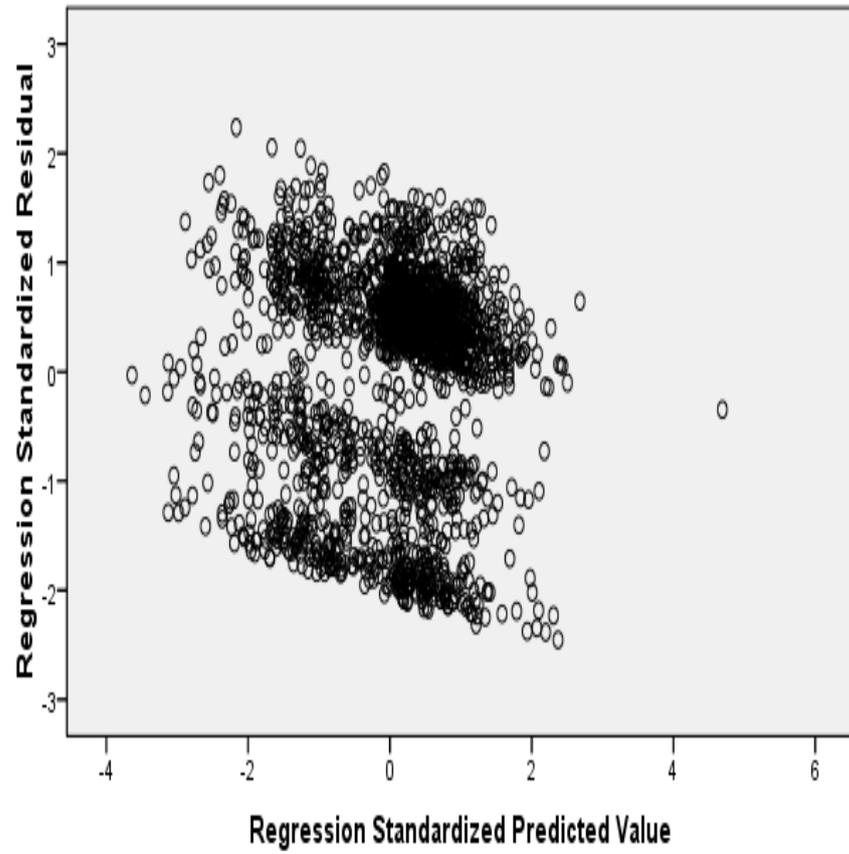
Normal Q-Q Plot of ar



ภาคผนวก ข  
การตรวจสอบความแปรปรวนที่สม่ำเสมอ  
และค่าออกนอกกลุ่ม

### Scatterplot

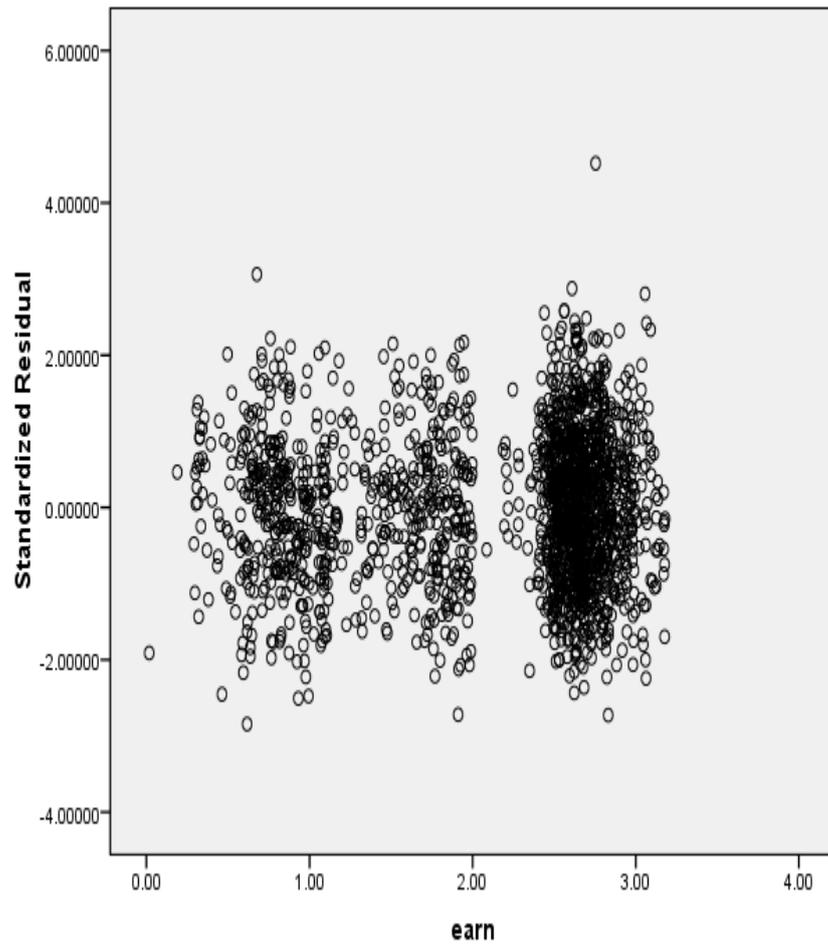
Dependent Variable: ar



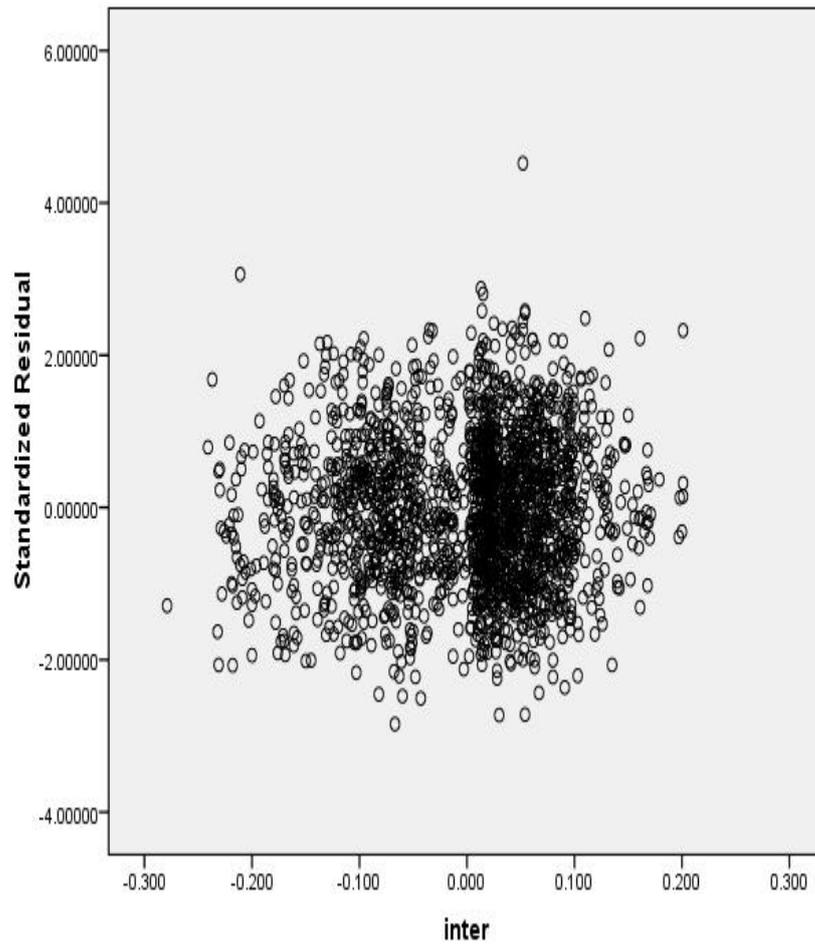
ถ

ภาพ 11 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (residual value) กับค่าพยากรณ์ (predicted value): ตัวแปรตาม AR

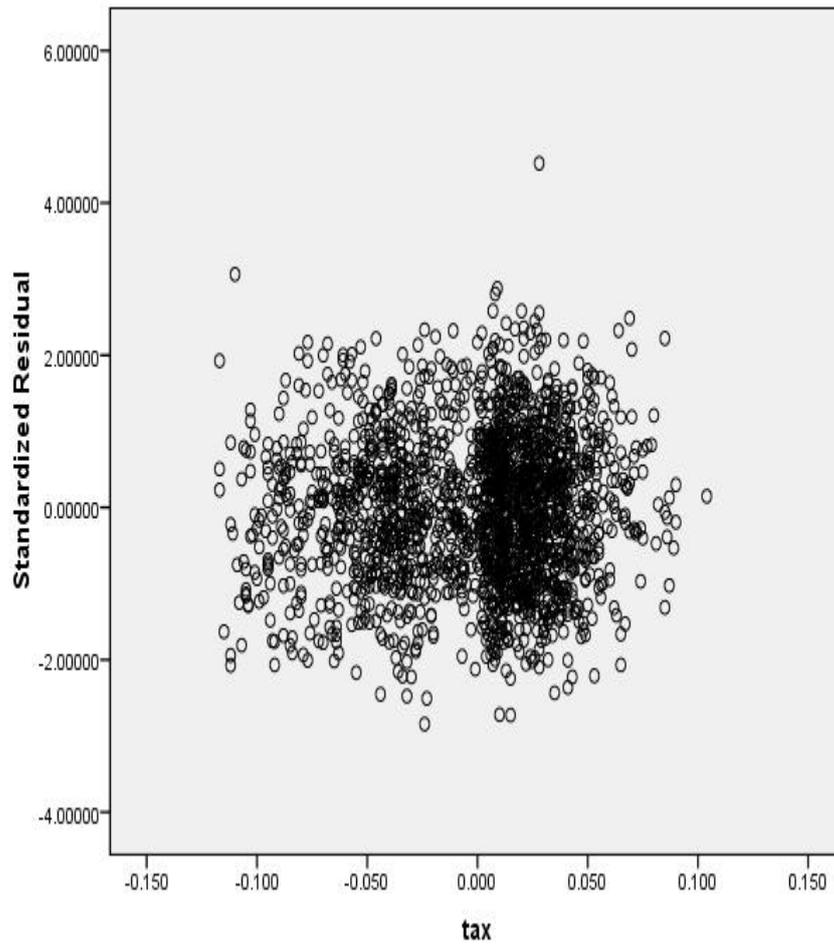
**ภาคผนวก ค**  
**การตรวจสอบความเป็นเส้นตรง**



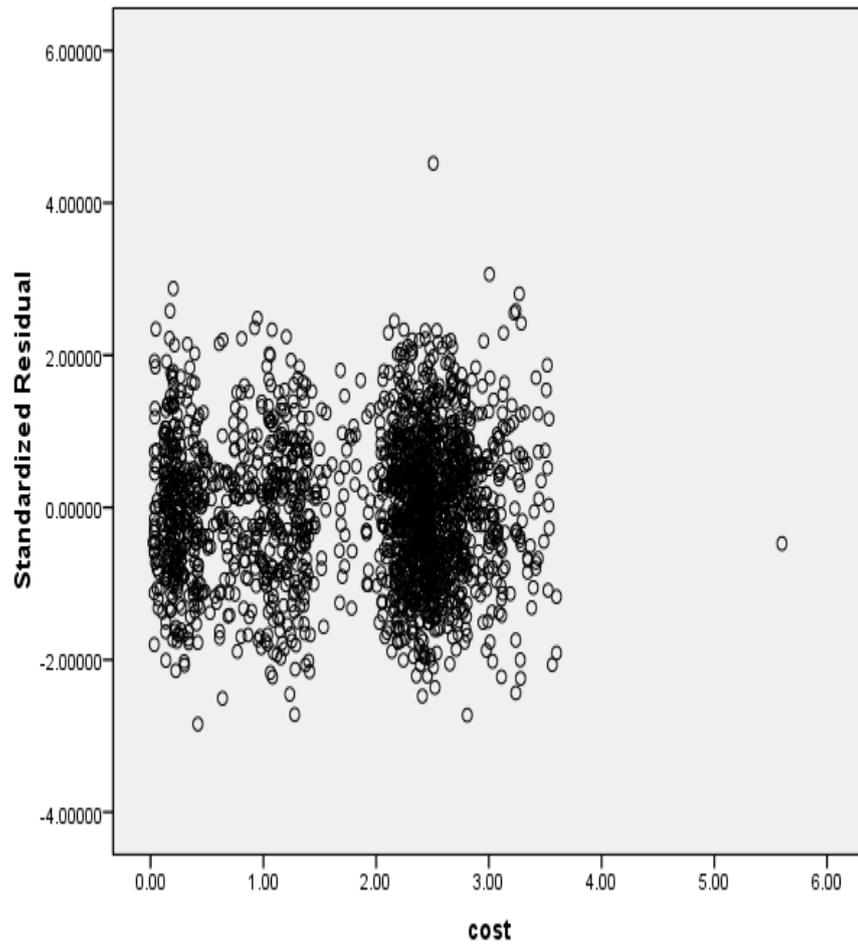
ภาพ 12 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (residual value) กับตัวแปรอิสระ EARN



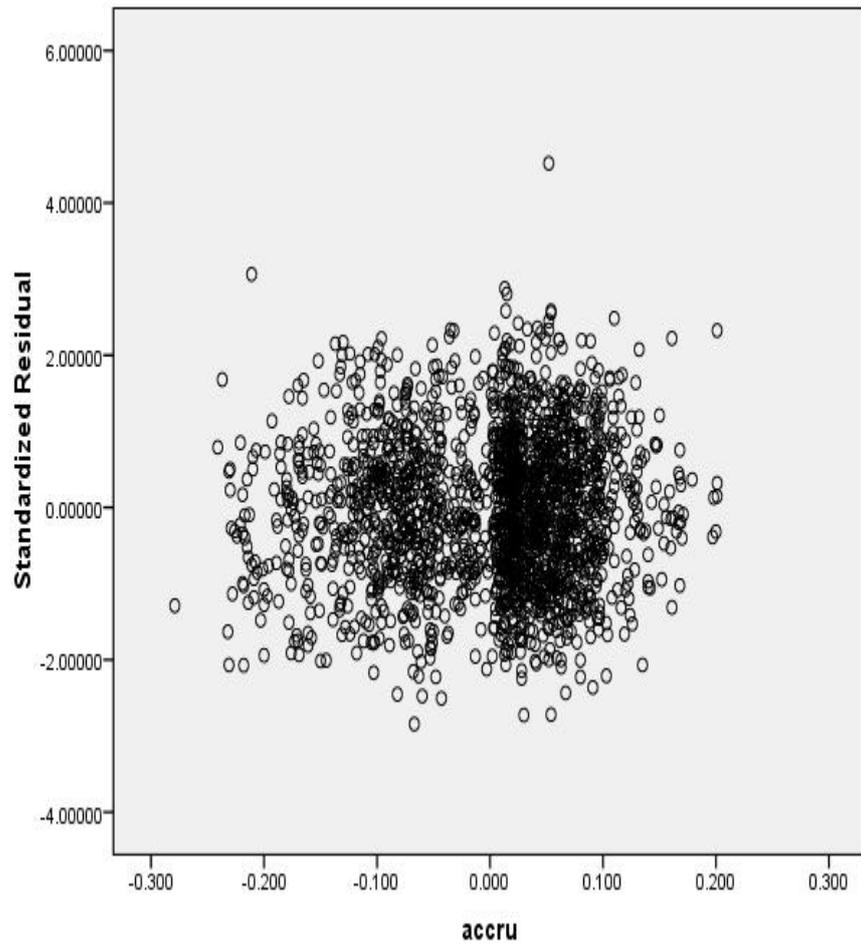
ภาพ 13 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (residual value) กับตัวแปรอิสระ INTER



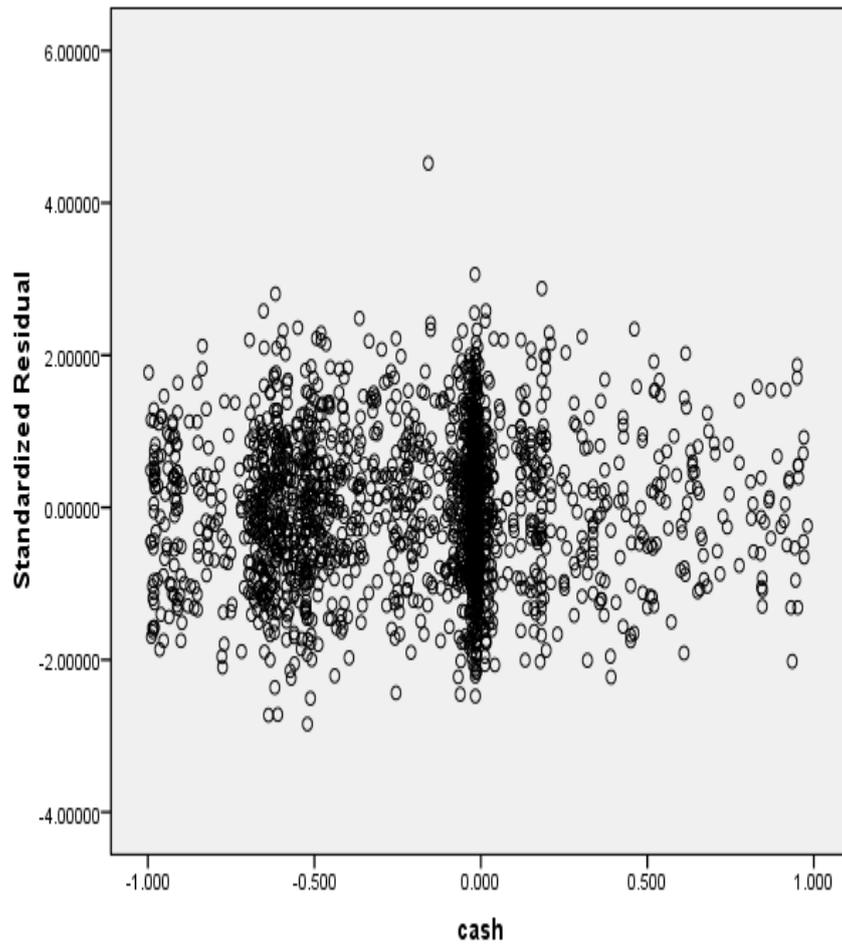
ภาพ 14 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (residual value) กับตัวแปรอิสระ TAX



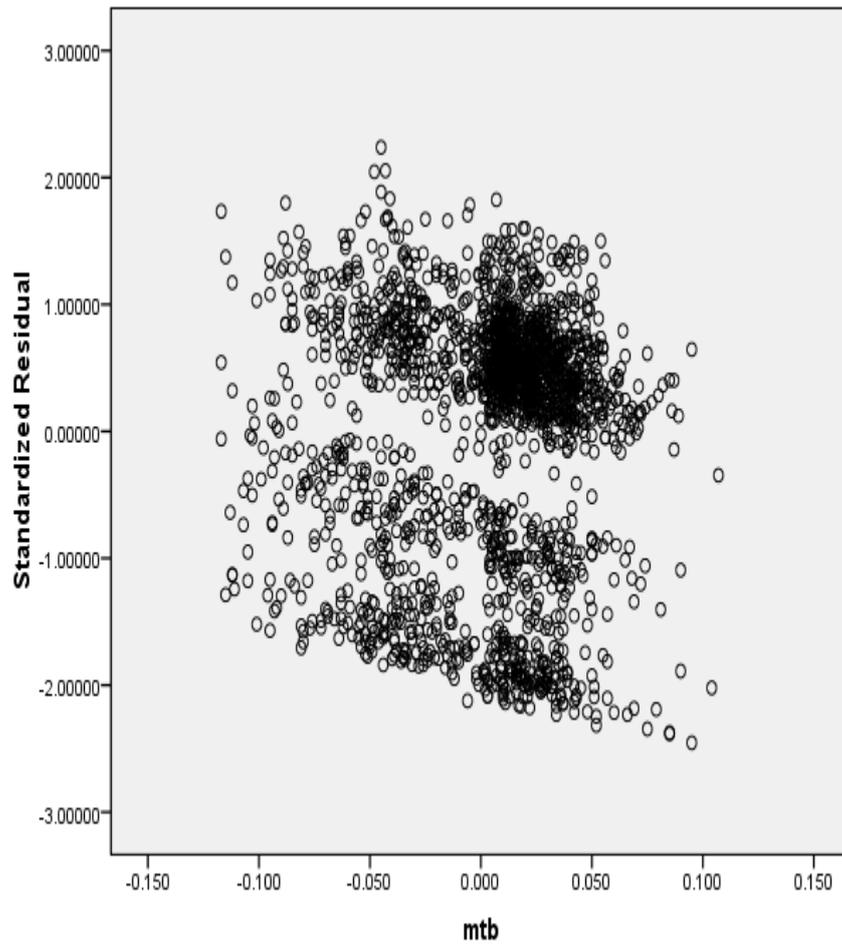
ภาพ 15 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (residual value) กับตัวแปรอิสระ COST



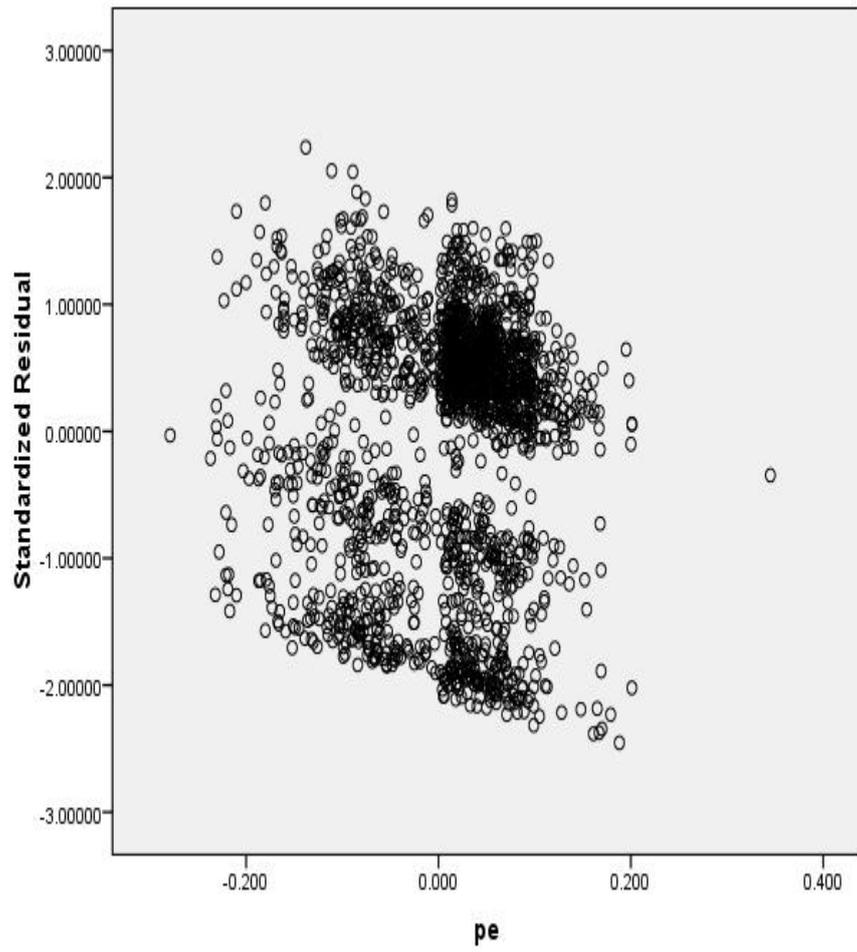
ภาพ 16 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (residual value) กับตัวแปรอิสระ ACCRU



ภาพ 17 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (residual value) กับตัวแปรอิสระ CASH



ภาพ 18 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (residual value) กับตัวแปรอิสระ MBT



ภาพ 19 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (residual value) กับตัวแปรอิสระ PE

## ประวัติย่อผู้วิจัย

ชื่อ	ดร. จูฑาภรณ์ สินจรูญศักดิ์
วัน เดือน ปีเกิด	วันที่ 28 มกราคม 2517
สถานที่เกิด	จังหวัดสตูล
สถานที่อยู่ปัจจุบัน	90/198 หมู่บ้าน โกลเด้นเพลส ถนนวัชรพล แขวงท่าแร้ง เขตบางเขน กรุงเทพมหานคร 10220
ตำแหน่งหน้าที่การงานปัจจุบัน	คณบดีคณะบัญชี และ รักษาการผู้อำนวยการหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต
สถานที่ทำงานปัจจุบัน	มหาวิทยาลัยศรีปทุม

### ประวัติการศึกษา

- พ.ศ. 2540 บธ.บ. (การบัญชี) มหาวิทยาลัยเกริก  
พ.ศ. 2542 บธ.ม. (การบัญชี) มหาวิทยาลัยศรีปทุม  
พ.ศ. 2552 ปรัช.ด. (การบัญชี) มหาวิทยาลัยรามคำแหง