

## บทที่ 2

### เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณค่าของข้อมูลในการประกาศรายงานทางบัญชีประจำปีกับราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นเรื่องที่นักวิจัยทางบัญชีได้ให้ความสำคัญและความสนใจเป็นอย่างมากในต่างประเทศ สำหรับการศึกษาของประเทศไทยในอดีตนั้นได้ทำการศึกษาคุณค่าของข้อมูลในการประกาศรายงานทางบัญชีเฉพาะด้านราคา หรือด้านปริมาณการซื้อขายเพียงด้านเดียวเท่านั้น ยังไม่การศึกษาเพื่อเปรียบเทียบราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้ทำการศึกษาเพื่อเปรียบเทียบราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์กับการประกาศรายงานทางบัญชีประจำปี พร้อมทั้งทดสอบประสิทธิภาพตลาดเพื่อสะท้อนถึงการให้ประโยชน์จากรายงานทางบัญชีประจำปีเพื่อหาผลตอบแทนเกินปกติ ซึ่งในบทนี้จะกล่าวถึงแนวคิดเกี่ยวกับรายงานทางบัญชีประจำปี ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง รวมถึงวิธีการศึกษาที่นิยมใช้ในการศึกษาคุณค่าของข้อมูลที่จะใช้ในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

#### 2.1. แนวคิดเกี่ยวกับรายงานทางบัญชีประจำปี

การลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ผู้ลงทุนที่ซื้อขายหลักทรัพย์ย่อมต้องประเมินถึงระดับและคาดการณ์ทิศทาง การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากการจ่ายซื้อหลักทรัพย์นั้นเป็นการจ่ายซื้อกระแสเงินที่หลักทรัพย์จะเสนอให้กับผู้ลงทุนในอนาคตในรูปของเงินปันผลจากกำไรสุทธิที่กิจการสามารถทำได้ในแต่ละปี จึงทำให้ผู้ลงทุนจำเป็นต้องประเมินถึงปัจจัยต่าง ๆ ที่อาจจะมีผลกระทบต่อระดับกระแสเงินที่จะได้รับในอนาคต โดยเฉพาะรายงานทางบัญชีประจำปี ที่แสดงถึงความมั่งคั่งและฐานะทางการเงินของกิจการ ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการสร้างกระแสเงินเพื่อเป็นผลตอบแทนแก่ผู้ลงทุนในอนาคต ดังนั้นราคาของหลักทรัพย์จึงเป็นผลจากการวิเคราะห์หรือประเมินถึงสถานการณ์ของกิจการจากผลกระทบต่าง ๆ แล้ว การคาดการณ์เพื่อประกอบการวิเคราะห์กระแสเงินที่จะได้รับในอนาคตจำเป็นต้องอาศัยข้อมูลที่สะสมมาตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน เมื่อเวลาเปลี่ยนไป การคาดการณ์ก็就会被เปลี่ยนไปด้วยข้อมูลข่าวสารใหม่ที่เกิดขึ้น ตัวอย่างเช่น การคาดการณ์ถึงระดับราคาจะถูกปรับเปลี่ยนไปเมื่อมีรายงานทางบัญชีประจำปีฉบับใหม่ประกาศออกมา ซึ่งระดับราคาการซื้อขายจะถูกปรับเปลี่ยนอย่างต่อเนื่องเมื่อมีรายงานทางบัญชีประจำปีประกาศออกมาใหม่ โดยอาจจะใช้แบบจำลองราคาหลักทรัพย์ เพื่อนำไป

เปรียบเทียบกับราคาหลักทรัพย์ในตลาด และสรุปว่าหลักทรัพย์ใดที่มีราคาต่ำเกินไป คือกรณีที่ราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง หรือหลักทรัพย์ใดมีราคาสูงเกินไป คือกรณีราคาตลาดสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง โดยควรทำการซื้อหลักทรัพย์กรณีราคาต่ำเกินไป และควรทำการขายหลักทรัพย์กรณีราคาสูงเกินไป เพื่อเป็นการสะท้อนถึงราคาที่แท้จริงของหลักทรัพย์ (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน, 2548)

2.1.1. แม่บทการบัญชี (Accounting Framework) (ภาพร, 2545; สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย, 2544)

แม่บทการบัญชี เป็นหลักเกณฑ์สำคัญในการจัดทำและนำเสนอรายงานทางบัญชีประจำปีซึ่งผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปีควรรับทราบและเข้าใจเหตุผลในการจัดบันทึกรายการต่าง ๆ ทางบัญชีและในการเสนอข้อมูลเหล่านั้นในรูปแบบของรายงานทางบัญชีประจำปี (ธำวี, 2544) แม่บทการบัญชีถือเป็นพื้นฐานในการสื่อสารระหว่างบุคคล 3 ฝ่าย คือ คณะกรรมการมาตรฐานการบัญชี ผู้จัดทำรายงานทางบัญชีประจำปี และผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปี เนื่องจากแม่บทการบัญชีถือเป็นกติกาทางบัญชีที่ทำให้งานของทุกฝ่ายดำเนินไปด้วยความเข้าใจอย่างถูกต้องตรงกัน โดยคณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีใช้แม่บทการบัญชีเป็นแนวทางในการกำหนดมาตรฐาน ซึ่งมาตรฐานการบัญชีทุกฉบับที่ประกาศใช้จะต้องอยู่ในกรอบแนวคิดและหลักการที่แม่บทการบัญชีได้ระบุไว้ ดังนั้นแม่บทการบัญชีจะทำให้มาตรฐานมีความสอดคล้องกัน เนื่องจากคณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีมีจุดยืนในการกำหนดมาตรฐาน นอกจากนั้นยังทำให้มาตรฐานการบัญชีที่กำหนดขึ้นมีความเป็นกลางและปราศจากอิทธิพลของกลุ่มผลประโยชน์ที่มักพยายามผลักดันให้ข้อกำหนดในมาตรฐานการบัญชีเป็นไปตามความประสงค์ของบุคคลในกลุ่ม ส่วนของผู้จัดทำรายงานทางบัญชีประจำปีจะใช้แม่บทการบัญชีในการตีความข้อกำหนดในมาตรฐานการบัญชี เพื่อนำข้อกำหนดดังกล่าวมาปฏิบัติให้ถูกต้อง ขณะจัดทำและนำเสนอรายงานทางบัญชีประจำปี แม่บทการบัญชียังช่วยให้แนวทางในการปฏิบัติทางบัญชีเกี่ยวกับเรื่องที่ไม่มีมาตรฐานกำหนดไว้ ไม่ว่าจะเป็นเรื่องปลีกย่อยที่มาตรฐานการบัญชีไม่ครอบคลุมถึง และในส่วนของผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปีจะใช้แม่บทการบัญชีในการตีความมาตรฐานการบัญชีเพื่อเข้าใจข้อมูลของรายงานทางบัญชีประจำปีที่จัดทำและนำเสนอภายใต้กรอบของแม่บทการบัญชี แม่บทการบัญชีช่วยให้ผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปีเข้าใจถึงขอบเขตของข้อมูลในรายงานทางบัญชีประจำปี และความหมายของข้อมูลที่ผู้จัดทำรายงานทางบัญชีประจำปีต้องการสื่อสาร

ในย่อหน้าที่ 1 ของแม่บทการบัญชีระบุไว้ว่า "แม่บทการบัญชีนี้นี้กำหนดไว้เพื่อวางแนวคิดที่เป็นพื้นฐานในการจัดทำ และนำเสนอรายงานทางบัญชีแก่ผู้ใช้รายงานทางบัญชีที่เป็นบุคคลภายนอก โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อ"

2.1.1.1. เป็นแนวทางสำหรับคณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีในการพัฒนามาตรฐานการบัญชีในอนาคต และในการทบทวนมาตรฐานการบัญชีที่มีอยู่ในปัจจุบัน

2.1.1.2. เป็นแนวทางสำหรับคณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีในการปรับข้อกำหนดมาตรฐาน และการปฏิบัติทางบัญชีที่เกี่ยวข้องกับการนำเสนอรายงานทางบัญชีประจำปีให้สอดคล้องกันโดยถือเป็นหลักเกณฑ์ในการลดจำนวนทางเลือกของวิธีการบันทึกบัญชีที่เคยอนุญาตให้ใช้

2.1.1.3. เป็นแนวทางสำหรับผู้จัดทำรายงานทางบัญชีประจำปีในการกำหนดมาตรฐานการบัญชีมาปฏิบัติ รวมทั้งเป็นแนวทางในการปฏิบัติสำหรับเรื่องที่ยังไม่มีมาตรฐานการบัญชีรองรับ

2.1.1.4. เป็นแนวทางสำหรับผู้สอบบัญชีในการแสดงความเห็นต่อรายงานทางบัญชีประจำปีว่าได้จัดทำขึ้นตามมาตรฐานการบัญชีหรือไม่

2.1.1.5. ช่วยให้ผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปีสามารถเข้าใจความหมายของข้อมูลที่แสดงในรายงานทางบัญชีที่จัดทำขึ้นตามมาตรฐานบัญชี

2.1.1.6. ให้ผู้สนใจได้ทราบข้อมูลเกี่ยวกับแนวทางในการกำหนดมาตรฐานการบัญชีของคณะกรรมการมาตรฐานการบัญชี

จากแนวคิดเบื้องต้นของแม่บทการบัญชี พอที่จะบอกได้ว่ารายงานทางบัญชีประจำปีที่จัดทำขึ้นตามมาตรฐานการบัญชีนั้น จะอยู่ภายใต้หลักเกณฑ์เดียวกันคือแม่บทการบัญชี เพื่อให้ผู้จัดทำรายงานทางบัญชีประจำปีและผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปีมีความเข้าใจตรงกัน ดังนั้นแม่บทการบัญชีจึงมีความสำคัญต่อการจัดทำรายงานทางบัญชีประจำปีเพื่อเผยแพร่รายงานทางบัญชีเกี่ยวกับธุรกิจ โดยมุ่งหวังให้ผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปีได้ใช้ประโยชน์จากรายงานทางบัญชีประจำปี เพื่อประกอบการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจด้วยข้อมูลที่ถูกต้อง สอดคล้อง และเป็นกลาง

## 2.1.2. รายงานทางบัญชีประจำปี (เมธากุล และ ศิลปพร, 2547)

รายงานทางบัญชีประจำปีจัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ข้อมูลเกี่ยวกับฐานะทางการเงิน ผลการดำเนินงาน กระแสเงินสด และการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงินของกิจการ ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปีในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจ โดยอธิบายในรายละเอียดดังนี้

### 2.1.2.1. ให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ในการตัดสินใจลงทุนและให้สินเชื่อ

รายงานทางบัญชีประจำปีควรเสนอข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจอย่างสมเหตุสมผลในการลงทุนและการให้สินเชื่อ ผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปีในกลุ่มนี้คือ ผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ สถาบันการเงิน นักวิเคราะห์ ผู้ลงทุน เป็นต้น

### 2.1.2.1. ให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ในการประเมินกระแสเงินสด

รายงานทางบัญชีประจำปีควรเสนอข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในปัจจุบันและอนาคต เพื่อช่วยประเมินความสามารถของกิจการในการก่อให้เกิดเงินสดที่พึงได้รับในอนาคต เช่น ดอกเบี้ยรับ เงินปันผล รวมถึงจังหวะเวลาและความแน่นอนที่กิจการจะได้รับเงินสดนั้น

### 2.1.2.3. ให้ข้อมูลเกี่ยวกับทรัพยากรทางเศรษฐกิจของกิจการ

ข้อมูลเกี่ยวกับทรัพยากรทางเศรษฐกิจที่นำเสนอในรายงานทางบัญชีประจำปีจะช่วยให้ผู้ลงทุน เจ้าหนี้และผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปีทราบถึงความมั่นคง สภาพคล่อง ความสามารถในการชำระหนี้ของกิจการ โครงสร้างทางการเงิน และความสามารถของกิจการในการปรับตัวให้เข้ากับสภาพแวดล้อม

### 2.1.2.4. ให้ข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงาน

ผู้ลงทุนและเจ้าหนี้จะใช้รายงานทางการเงินบัญชีในการประเมินสภาพการณ์ในอนาคต หรือประมาณผลกำไรในอนาคต ข้อมูลที่สำคัญได้แก่ ข้อมูลที่แสดงผลการดำเนินงานและคุณภาพของกำไร เป็นต้น

2.1.2.5. ให้ข้อมูลเกี่ยวกับฐานะการเงินและการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์สุทธิของกิจการ

ข้อมูลที่สำคัญดังกล่าวได้แก่ สินทรัพย์ หนี้สิน ส่วนของเจ้าของ และการเปลี่ยนแปลงส่วนของเจ้าของ ผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปีจะทราบว่ากิจการมีฐานะการเงินเป็นอย่างไร ณ วันที่เสนอรายงานตลอดจนการเปลี่ยนแปลงในส่วนของเจ้าของระหว่างต้นงวดกับสิ้นงวด ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของสินทรัพย์สุทธิ

2.1.2.6. ให้ข้อมูลเกี่ยวกับความรับผิดชอบของผู้บริหารในการบริหารทรัพยากรของกิจการ

ผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปีสามารถประเมินผลการบริหารงาน หรือความรับผิดชอบของผู้บริหารโดยใช้รายงานทางบัญชีประจำปี ความรับผิดชอบของผู้บริหารดังกล่าว รวมถึงการจัดการดูแล การใช้สินทรัพย์ให้เป็นไปตามความรับผิดชอบของเจ้าของ และการใช้สินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ ข้อมูลในรายงานทางบัญชีประจำปีอาจมีผลต่อการตัดสินใจในการเลื่อนตำแหน่ง โยกย้ายหรือเปลี่ยนผู้บริหาร

2.1.2.7. ให้ข้อมูลอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง

ข้อมูลอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง เช่น นโยบายการบัญชี ซึ่งถือเป็นส่วนสำคัญส่วนหนึ่งของรายงานทางบัญชีประจำปี ข้อมูลที่เกี่ยวกับนโยบายการบัญชีที่กิจการใช้เป็นข้อมูลที่จำเป็นสำหรับผู้ใช้งานทางบัญชีประจำปี เนื่องจากนโยบายการบัญชีเป็นกฎเกณฑ์หรือวิธีปฏิบัติที่กิจการใช้ในการจัดทำและนำเสนอรายงานทางบัญชีประจำปี ซึ่งผู้บริหารของกิจการได้ใช้ดุลยพินิจแล้วเห็นว่าเหมาะสมที่สุดสำหรับสถานการณ์นั้น ๆ

โดยทั่วไปแล้ว รายงานทางบัญชีประจำปีจะให้ข้อมูลเกี่ยวกับสินทรัพย์ หนี้สิน ส่วนของเจ้าของ รายได้ ค่าใช้จ่าย และกระแสเงินสด เพื่อแสดงฐานะการเงิน ผลการดำเนินงาน การเปลี่ยนแปลงในส่วนของเจ้าของ และกระแสเงินสดของกิจการ และยังให้ข้อมูลที่เกี่ยวข้อง อื่น ๆ อีกด้วย โดยการจัดทำและนำเสนอรายงานทางบัญชีประจำปีนั้นจะอยู่ภายใต้ข้อสมมติฐานของ

1. การดำเนินงานอย่างต่อเนื่อง (Going Concern) เพื่อแสดงว่ากิจการจะดำเนินงานต่อไปในอนาคตอย่างต่อเนื่อง โดยไม่มีความตั้งใจ หรือไม่มีเจตนาที่จะเลิกกิจการหยุดการดำเนินงาน หรือขอความคุ้มครองจากเจ้าหนี้ตามกฎหมายหรือข้อบังคับ ดังนั้นการบันทึกสินทรัพย์และหนี้สินจึงเป็นไปตามเกณฑ์ที่ว่ากิจการจะขายสินทรัพย์ เก็บหนี้ และชำระหนี้สินได้ตามปกติ ซึ่งมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 35 เรื่องการนำเสนอการเงิน (สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย, 2544) ได้กำหนดไว้ว่า ในการนำเสนอการเงินนั้น

ผู้บริหารจะต้องประเมินถึงความสามารถในการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องของกิจการ งบการเงินควรจัดทำขึ้นตามเกณฑ์การดำเนินงานต่อเนื่อง นอกเสียจากว่ากิจการมีความตั้งใจที่จะเลิกกิจการ หรือจะชำระบัญชี หรือไม่สามารถดำเนินงานอย่างต่อเนื่องไปได้ จะต้องเปลี่ยนเกณฑ์การจัดทำจากเกณฑ์การดำเนินงานอย่างต่อเนื่องไปใช้เกณฑ์อื่น และต้องเปิดเผยเกณฑ์การจัดทำงบการเงินดังกล่าวด้วย

2. เกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) กิจการต้องจัดทำรายงานทางบัญชีประจำปีตามเกณฑ์คงค้าง ยกเว้นข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสด หลักเกณฑ์คงค้างจะส่งผลให้กิจการต้องรับรู้รายการและเหตุการณ์ทางบัญชีเมื่อเกิดรายการ ไม่ใช่เมื่อรับหรือจ่ายเงินสด เกณฑ์คงค้างจึงเป็นหลักการหรือวิธีการที่เหมาะสมในการจับคู่เปรียบเทียบรายได้กับค่าใช้จ่าย (Matching Concept)

ตามพระราชบัญญัติการบัญชี พ.ศ.2543 กำหนดให้ผู้มีหน้าที่จัดทำบัญชีเฉพาะนิติบุคคล 5 ประเภท ต้องจัดทำและนำส่งรายงานทางบัญชีประจำปีต่อกรมพัฒนาธุรกิจการค้า โดยกำหนดให้ต้องมีรายการย่อในรายงานทางบัญชีประจำปี ตามประกาศของกรมพัฒนาธุรกิจการค้า เรื่อง กำหนดรายการย่อที่ต้องมีในงบการเงิน พ.ศ.2544 ซึ่งประกาศ ณ วันที่ 14 กันยายน พ.ศ.2544 ออกตามความในมาตรา 11 วรรคสาม ของพระราชบัญญัติการบัญชี พ.ศ.2543 ดังนี้

ประเภทของนิติบุคคล	งบดุล	งบกำไรขาดทุน	งบแสดงการเปลี่ยนแปลง ส่วนของผู้ถือหุ้น	งบกระแสเงินสด	งบการเงินรวม	หมายเหตุประกอบงบการเงิน	งบการเงินเปรียบเทียบ
ห้างหุ้นส่วนจดทะเบียน	/	/	-	-	-	/	-
บริษัทจำกัด	/	/	/	-	-	/	/
บริษัทมหาชนจำกัด	/	/	/	/	/	/	/
นิติบุคคลที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายต่างประเทศ	/	/	/	-	-	/	/
กิจการร่วมค้าตามประมวลระบฎการ	/	/	/	-	-	/	/

ตารางที่ 2.1 รายงานทางบัญชีประจำปีที่นิติบุคคลต้องจัดทำ

ในการจัดทำและนำเสนอรายงานทางบัญชีประจำปี มีข้อสมมติว่าผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปีมีความรู้ตามควรเกี่ยวกับธุรกิจ กิจกรรมเชิงเศรษฐกิจ และการบัญชี รวมทั้งมีความตั้งใจตามควรที่จะศึกษาข้อมูลในรายงานทางบัญชีประจำปี แนวคิดที่ว่าผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปีมีความรู้เพียงใดนั้นมีอยู่ 2 แนวคิด (อ้างถึงใน เมธากุล และศิลปะพร, 2547) คือ

แนวคิดที่หนึ่ง Chetkovich (1955) เห็นว่าผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปี คือผู้อ่านที่มีมาตรฐานระดับหนึ่ง (Standard Reader) ซึ่งหมายถึง ผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปีที่อยู่ระหว่างผู้ที่ไม่เข้าใจกับผู้ที่เกี่ยวข้อง หรืออาจกล่าวได้ว่าผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปีตามแนวคิดนี้ เป็นผู้ที่มีความรู้ปานกลาง ซึ่งต้องเข้าใจข้อมูลในรายงานทางบัญชีประจำปีตามควร และต้องอ่านรายงานทางบัญชีประจำปีด้วยความระมัดระวัง

แนวคิดที่สอง Mautz และ Sharar (1961) เห็นว่าผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปี เป็นนักวิชาชีพ ซึ่งมีความรู้ความเข้าใจอย่างมากในรายงานทางบัญชีประจำปี กิจการจึงควรเปิดเผยข้อมูลตามที่จำเป็น เพื่อให้ผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปีที่มีความรู้ความชำนาญตีความหมายของข้อมูลนั้น

จากแนวคิดในเรื่องของการจัดทำรายงานทางบัญชีประจำปี แสดงให้เห็นว่ารายงานทางบัญชีประจำปีได้บรรจุข้อมูลสำคัญของธุรกิจไว้ เพื่อประโยชน์ต่อผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปี ซึ่งในที่นี้ผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปีต้องมีความรู้ตามควรเกี่ยวกับการบัญชีเพื่อประโยชน์ในการใช้รายงานทางบัญชี และจะเห็นได้ว่ามีหลายหน่วยงาน เช่น สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย กรมพัฒนาธุรกิจการค้า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นต้น ได้ให้ความสำคัญสำหรับการเปิดเผยรายงานทางการบัญชี โดยการกำหนดกฎเกณฑ์ต่างๆ เพื่อเป็นแนวทางในการปฏิบัติการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นส่วนสำคัญสำหรับการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปี ประเภท ผู้ลงทุน ผู้ถือหุ้น และเจ้าหน้าที่ ดังนั้นจึงควรพิจารณาถึงความมีคุณค่าของรายงานทางบัญชีที่ในแต่ละธุรกิจได้ทำการเปิดเผยไว้ ว่ามีคุณค่าเพียงพอที่ผู้ใช้รายงานทางบัญชีประจำปีหรือผู้ลงทุน ได้ใช้ข้อมูลเพื่อการตัดสินใจอย่างสูงสุดแล้ว

## 2.2. ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

### 2.2.1. ทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพ (Market Efficiency) (David,1990)

ในบริบทของตลาดการเงิน (Financial Market) ที่มีส่วนประกอบหลักคือตลาดเงิน (Money Market) และตลาดทุน (Capital Market) จะมีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ (Perfect Efficient) ทางตลาดจะประกอบไปด้วยประสิทธิภาพทั้ง 3 ด้าน ดังต่อไปนี้

1. ประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากร (Allocative Efficient) หมายถึงตลาดที่อยู่ในภาวะการแข่งขันเชิงเศรษฐกิจคือ ตลาดต้องมีการจัดสรรทรัพยากรที่ต้องเสียสละหรือเงินทุนให้ไปอยู่ในแหล่งที่ให้ผลตอบแทนสูงสุด

2. ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Operational Efficient) หมายถึงตลาดที่มีต้นทุนในการทำธุรกรรมทางการตลาดหรือการซื้อขายเป็นศูนย์หรือไม่มีต้นทุนการทำธุรกรรม

3. ประสิทธิภาพของข้อมูล (Informational Efficient) หมายถึงตลาดที่ราคาในการซื้อขายหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลที่มีในตลาดอยู่อย่างเต็มที่

ในขณะที่ประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ของตลาดจะประกอบไปด้วยประสิทธิภาพทั้ง 3 ส่วน แต่ ณ ที่นี้จะถือว่าตลาดนั้นมีประสิทธิภาพทางด้านการจัดสรรทรัพยากรและการดำเนินงานอยู่แล้ว ซึ่งจุดประสงค์หลักคือตลาดนั้นมีประสิทธิภาพทางข้อมูลหรือไม่ โดยทั่วไปแล้ววรรณกรรมทางด้านการเงินจะถือว่าประสิทธิภาพทางข้อมูลของตลาดจะหมายถึงประสิทธิภาพตลาด ซึ่งจะสอดคล้องกับสมมติฐานตลาดประสิทธิภาพที่จะกล่าวในส่วนต่อไป

### 2.2.2. สมมติฐานตลาดประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis: EMH)

เนื่องจากในงานวิจัยครั้งนี้ได้ประยุกต์ตัวแบบทางตลาด จึงทำให้สมมติฐานตลาดประสิทธิภาพนั้นอยู่เบื้องหลังในการประยุกต์ใช้ตัวแบบดังกล่าว สมมติฐานตลาดประสิทธิภาพได้ถูกแนะนำขึ้นโดย Fama (1970) ซึ่งสมมติฐานตลาดประสิทธิภาพจะมีข้อสมมติว่าตลาดทุนในอุดมคตินั้นจะมีราคาที่สามารถเป็นสัญญาณบ่งบอกถึงการจัดสรรทรัพยากรของกิจการได้อย่างถูกต้อง กล่าวคือ กิจการที่อยู่ในตลาดสามารถที่จะตัดสินใจลงทุนในการผลิตและนักลงทุนก็สามารถที่จะรู้ถึงการดำเนินงานของกิจการนั้นได้โดยราคาของหลักทรัพย์ของกิจการนั้น ที่มีการสะท้อนข้อมูลทุกอย่างได้อย่างเต็มที่ (Fully Reflect) และถ้าราคาหลักทรัพย์ ต่าง ๆ ในตลาดสามารถที่จะสะท้อนข้อมูลต่าง ๆ ได้อย่างสม่าเสมอจึงจะเรียกว่าเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ กล่าว



โดยรวมคือถ้าตลาดนั้นมีประสิทธิภาพ ราคานั้นก็จะเป็นตัวที่สะท้อนถึงภาวะทางเศรษฐกิจของกิจการหรือตลาด ซึ่งนักลงทุนก็สามารถรับรู้ได้จากราคาของหลักทรัพย์และดัชนีของตลาดหลักทรัพย์ตามลำดับ

David (1990) ได้กล่าวถึงความยุติธรรมทางข้อมูล (Fair Game) โดยกล่าวว่า ถ้าตลาดมีประสิทธิภาพราคาตลาดของหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข้อมูลที่มีอยู่ และทุกคนก็รับรู้ข้อมูลกันอย่างทั่วถึง ไม่มีความเหลื่อมล้ำทางข้อมูล (Information Asymmetry) จะทำให้ไม่มีใครที่จะได้เปรียบจากการถือครองข้อมูล ซึ่งเปรียบเสมือนเป็นการเล่นเกมที่ไม่มีผู้ใดได้เปรียบหรือเสียเปรียบ นอกจากนั้น David ยังได้กล่าวถึง ตัวแบบเกมยุติธรรม (Fair Game Model) ไว้ว่าไม่มีผู้เล่นเกมหรือผู้ลงทุน คนใดจะพบความแตกต่างอย่างเป็นระบบระหว่างผลตอบแทนจริงกับผลตอบแทนที่คาดหวังก่อนการเล่น เกม โดยมีสมการทางคณิตศาสตร์ดังนี้

$$r_{i,t+1} = E(r_{i,t+1} | \Omega_t) + \varepsilon_{i,t+1}$$

โดย

$$r_{i,t+1} = \text{ผลตอบแทนจริงของหลักทรัพย์ } i \text{ ในช่วงเวลา } t+1$$

$E(r_{i,t+1} | \Omega_t)$  = ผลตอบแทนที่คาดหวังสำหรับหลักทรัพย์  $i$  ในช่วงเวลา  $t+1$  โดยมีเงื่อนไขว่าต้องมีข้อมูลอยู่ช่วงเวลา  $t$  อยู่แล้ว ( $\Omega$ )

$\varepsilon_{i,t+1}$  = ความคลาดเคลื่อนของความคาดหวังหรือประมาณการของหลักทรัพย์  $i$  ในช่วงเวลา  $t+1$

ค่าความคลาดเคลื่อนจากความคาดหวังหรือประมาณการ ( $\varepsilon_{i,t+1}$ ) ซึ่งในทางสถิติจะเป็นค่าความคลาดเคลื่อนแบบไม่เป็นระบบ (Non-systematic error) ถ้าตลาดหลักทรัพย์มีการเล่นเกมแบบยุติธรรมค่าความคลาดเคลื่อนแบบไม่เป็นระบบนั้นจะต้องมีคุณสมบัติในทางสถิติ 3 ประการดังนี้

ความถูกต้องตรงกัน (Consistency) หมายถึงผลตอบแทนจริงและผลตอบแทนที่คาดหวังมีค่าเท่ากันหรือตรงกัน จึงทำให้ค่าความคลาดเคลื่อนเท่ากับ 0

$$\begin{aligned} E(\varepsilon_{i,t+1} | \Omega_t) &\equiv E[r_{i,t+1} - E(r_{i,t+1} | \Omega_t) | \Omega_t] \\ &= E(r_{i,t+1} | \Omega_t) - E(r_{i,t+1} | \Omega_t) \end{aligned}$$

$$= 0$$

ความเป็นอิสระ (Independent) หมายถึงค่าความคลาดเคลื่อนกับผลตอบแทนที่คาดหวังต้องไม่มีความสัมพันธ์กัน

$$E[\varepsilon_{i,t+1}E(r_{i,t+1}|\Omega_t)|\Omega_t] = E(r_{i,t+1}|\Omega_t)E(\varepsilon_{i,t+1}|\Omega_t)$$

$$= 0$$

ความมีประสิทธิภาพ (Efficient) หมายถึงค่าความคลาดเคลื่อนจะต้องไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างต่อเนื่อง (Non serial correlation) และต้องไม่มีความสัมพันธ์กับหลักทรัพย์อื่น ณ เวลาเดียวกัน

$$E(\varepsilon_{i,t+1}\varepsilon_{j,t+1}|\Omega_t) = 0$$

$$E(\varepsilon_{i,t+1}\varepsilon_{it}|\Omega_t) = 0$$

$$E(\varepsilon_{i,t+1}\varepsilon_{jt}|\Omega_t) = 0$$

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) (พรอนงค์, 2547) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ที่มีอยู่ในตลาดได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องไว้หมดแล้ว โดยข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องนั้นหมายถึงข้อมูลในอดีต ข้อมูล ณ ปัจจุบัน และรวมถึงการคาดการณ์ที่เกี่ยวข้องในอนาคตด้วย โดยข้อมูลต่าง ๆ เหล่านี้ เมื่อเกิดขึ้นจะทำให้ราคาของหลักทรัพย์มีการปรับตัวอย่างไม่มือคติ (Unbiased) ต่อข้อมูลข่าวสารใหม่ จนราคาเข้าสู่จุดสมดุลใหม่ ซึ่งสอดคล้องกับการให้ความหมายของตลาดประสิทธิภาพของ สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (2548) ที่ได้ให้ความหมายไว้ว่า ตลาดมีประสิทธิภาพ หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์สามารถปรับเปลี่ยนได้ทันที เมื่อได้รับข่าวสารหรือข้อมูลใหม่ และราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ ดังนั้นความมีประสิทธิภาพของตลาดทุนในที่นี้จึงหมายถึง ความมีประสิทธิภาพต่อข้อมูลข่าวสาร (Informational Efficient Market)

Fama (1970) ได้จำแนกตลาดประสิทธิภาพออกเป็น 3 ประเภทหลักด้วยกัน คือ

1. ตลาดประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak-Form Efficient Market) ในตลาดนี้ราคาของหลักทรัพย์จะสะท้อนข้อมูลราคาและปริมาณการซื้อขายในอดีตอย่างเต็มที่ และข้อมูลก็เปิดเผยให้สาธารณชนได้รับรู้โดยมีต้นทุนที่ต่ำ ได้แก่ ลำดับราคาหลักทรัพย์

การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นต้น ซึ่งการวิเคราะห์การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์จึงใช้เทคนิคการวิเคราะห์อนุกรมเวลา (Time Series Analysis) รวมทั้ง Random Walk Theory ซึ่งกำหนดให้ค่าคาดหวังหลักทรัพย์ในงวดถัดไปเท่ากับราคาหลักทรัพย์ในงวดปัจจุบัน ดังนั้นข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งราคาและปริมาณจึงเป็นข้อมูลในอดีตซึ่งจะไม่มีประโยชน์ต่อการคาดการณ์ราคาในอนาคต

2. ตลาดประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi-Strong Efficient Market) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารทุกอย่างที่เปิดเผยต่อสาธารณชน และปรับตัวได้รวดเร็วต่อข้อมูลข่าวสารใหม่ ซึ่งข้อมูลเหล่านี้เป็นข้อมูลที่เผยแพร่โดยตลาดเอง ได้แก่ ราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นต้น และเป็นข้อมูลของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่ฝ่ายบริหารได้เปิดเผยแก่สาธารณชน เช่นรายงานทางบัญชีประจำปี ทำให้นักลงทุนจะประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ใหม่ตลอดเวลา จึงไม่มีนักลงทุนรายใดที่จะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในอัตราที่เกินกว่าอัตราผลตอบแทนปกติ

3. ตลาดประสิทธิภาพระดับสูง (Strong-Efficient Market) ราคาหลักทรัพย์ในตลาดประเภทนี้จะสะท้อนข้อมูลข่าวสารทุกอย่างที่เปิดเผยต่อสาธารณชน และที่ยังไม่เปิดเผยหรือไม่เปิดเผยให้กับสาธารณชน หมายความว่าไม่มีนักลงทุนรายใดหรือกลุ่มใดที่มีอำนาจผูกขาดในข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวกับการกำหนดราคาซึ่งจะทำให้ไม่มีนักลงทุนรายใดสามารถหากำไรเกินปกติ จากข้อมูลเฉพาะของบริษัทได้ เนื่องจากนักลงทุนทุกคนรับรู้ข้อมูลข่าวสารทุกอย่างได้ทันทีทำให้สามารถประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ได้อย่างถูกต้องจากข้อมูลที่ครบถ้วน

### 2.2.3. การทดสอบการมีประสิทธิภาพของตลาด (พรอนงค์, 2547)

#### 2.2.3.1. การทดสอบการมีประสิทธิภาพตลาดในระดับต่ำ

การทดสอบว่าตลาดมีประสิทธิภาพในระดับต่ำสามารถทำได้ โดยการทดสอบสมมติฐานที่ว่า การเปลี่ยนแปลงของราคาในปัจจุบันไม่สามารถอธิบายได้ด้วยการเปลี่ยนแปลงของราคาในอดีต ซึ่งถ้าผลของการทดสอบออกมายอมรับว่าสมมติฐานดังกล่าวเป็นจริง จะแสดงว่าตลาดมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ วิธีการที่จะทดสอบสมมติฐานดังกล่าวสามารถทำได้ด้วยการทดสอบความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงระยะเวลา (Serial Correlation Test) หรือการทดสอบการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนว่ามีลักษณะ

เป็นเชิงสุ่มหรือไม่ โดยการทดสอบทิศทางของการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นและลดลง ว่ามีลักษณะอธิบายได้หรือไม่

### 2.2.3.2. การทดสอบการมีประสิทธิภาพตลาดในระดับกลาง

การทดสอบตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลางทำได้โดยใช้ การศึกษาผลกระทบจากเหตุการณ์ที่อาจส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติในหลักทรัพย์ (Event study) การทดสอบตลาดแบบนี้มีแนวคิดที่ว่า ถ้าตลาดมีประสิทธิภาพ ข้อมูลข่าวสารใด ๆ สมควร จะสะท้อนอยู่ในราคาตลาด ณ ปัจจุบันของหลักทรัพย์แล้ว ดังนั้นเมื่อมีเหตุการณ์ สถานการณ์และ หรือข้อมูลข่าวสารใด ถ้าตลาดมีประสิทธิภาพ เหตุการณ์ สถานการณ์และหรือข้อมูลข่าวสารนั้น จะต้องส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างรวดเร็ว เมื่อข้อมูลดังกล่าวจัดได้ว่าเป็นข้อมูลใหม่ (New Information) ในทางกลับกันจะไม่ส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์อีก ถ้าข้อมูลดังกล่าวเป็นข้อมูลเก่า ที่ส่งผลกระทบต่อราคาไปแล้ว เมื่อมีการส่งผลกระทบต่อราคาอีกจะทำให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติขึ้น ถ้าทดสอบ ได้ว่าค่าผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่าเหตุการณ์นั้น ก่อให้เกิดข้อมูลใหม่ ส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์มีการปรับตัวแสดงว่าตลาดยังไม่มีประสิทธิภาพ ในระดับกลาง

### 2.2.3.3. การทดสอบการมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับสูง

การทดสอบตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูงทำได้ค่อนข้าง ยาก เนื่องจากเป็นการทดสอบนัยสำคัญของข้อมูลข่าวสารทุกชนิดต่อราคาของหลักทรัพย์ ซึ่ง รวมถึงข้อมูลข่าวสารภายในกิจการด้วย โดยสามารถทดสอบได้โดยการพิจารณาผลการลงทุนของ นักลงทุนหลาย ๆ ประเภทโดยเฉพาะนักลงทุนกลุ่มที่เชื่อได้ว่าจะมีการเข้าถึงข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้อง แต่ไม่ได้เผยแพร่สู่สาธารณะ เช่นกลุ่มของผู้บริหาร กลุ่มที่มีส่วนได้ส่วนเสียภายในกิจการ ถ้านัก ลงทุนในแต่ละกลุ่มไม่ได้มีผลตอบแทนที่แตกต่างกัน แสดงว่าตลาดนั้น ๆ มีประสิทธิภาพใน ระดับสูง

Jensen (1978) (อ้างถึงใน พรธรรณินา, 2539 และนิ่มนวล, 2539) กล่าวว่า ภายใต้อธิบายสมมติฐานตลาดประสิทธิภาพจะเป็นการแข่งขันเกี่ยวกับการถือครองข้อมูล โดยการ แข่งขันนี้จะผลักดันให้นักลงทุนและนักวิเคราะห์ที่ต้องการข้อมูลจากหลากหลายแหล่ง ซึ่งขัดแย้งกับ ข้อสมมติฐานของรายงานทางบัญชีที่เป็นแหล่งข้อมูลแหล่งเดียวในตลาดหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนจะใช้ เป็นข้อมูลในการตัดสินใจลงทุน จากข้อโต้แย้งนี้ข้อสมมติฐานตลาดประสิทธิภาพจึงมีแนวคิด

เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ เพื่อยืนยันว่าผู้ลงทุนหรือตลาดใช้ข้อมูลกำไรทางบัญชีในการตัดสินใจลงทุน ถึงแม้ว่ากำไรทางบัญชีจะมาจากวิธีปฏิบัติทางการบัญชีที่แตกต่างกัน และเพื่อแสดงให้เห็นว่ารายงานทางบัญชีประจำปีเป็นแหล่งข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์เพียงแหล่งเดียวที่ผู้ลงทุนสามารถใช้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ได้ จึงทำให้เกิดคำถามสองคำถามขึ้นคือ

1. การเปลี่ยนแปลงวิธีการบัญชีมีผลกระทบต่อตัดสินใจของนักลงทุนหรือไม่
2. ข้อมูลทางบัญชีหรือกำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์หรือไม่

เพื่อตอบปัญหาดังกล่าว จำเป็นต้องทำการวิจัยเชิงประจักษ์ทางการบัญชีเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งต้องอาศัยตัวแบบตลาด โดยจะกล่าวในส่วนต่อไป

2.2.4. ทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์และตัวแบบทางการตลาด (Portfolio Theory and Market Model) (พรอนนิกา, 2539; จิรัตน์, 2544; พรอนงค์, 2547; สถาบันพัฒนาบุคลากรธุรกิจหลักทรัพย์, 2546)

2.2.4.1. กลุ่มหลักทรัพย์ หมายถึง การลงทุนในหลักทรัพย์มากกว่า 1 ประเภทและหรือจำนวนของกิจการมากกว่า 1 กิจการ ซึ่งในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ผู้ลงทุนอาจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์หลายชนิด โดยยึดหลักว่า ยิ่งกระจายการลงทุนไปในหลักทรัพย์มากจะยิ่งช่วยลดความเสี่ยงโดยรวมในการลงทุน ซึ่งตามทฤษฎีของ มาร์โควิทซ์ (Markowitz) กล่าวว่า ผู้ลงทุนที่พยายามจะลดความเสี่ยงโดยการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์หลาย ๆ ประเภทอาจมิได้ช่วยลดความเสี่ยงหรือความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มการลงทุนเลย หากอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละชนิดนั้นเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันอยู่ตลอดเวลา

แนวคิดโดยทั่วไปนักลงทุนจะตัดสินใจโดยยึดตามความมั่งคั่งและความพอใจของตนเป็นหลัก ซึ่งในทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์สามารถที่จะอธิบายบทบาทของข้อมูลทางบัญชีที่จำเป็นสำหรับการทำการตัดสินใจ ในช่วงเวลาหนึ่งนั้นจะมีปัจจัยที่นักลงทุนสนใจคือ ผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) และความแปรปรวนของผลตอบแทน (Variance of Return) ของหลักทรัพย์ที่สนใจ Beaver (1989) ได้เสนอว่ามีหลักเกณฑ์สำหรับการประยุกต์ทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ในการจัดทำรายงานทางบัญชีประจำปีดังนี้

1. เมื่อนักลงทุนกำหนดลักษณะของผลตอบแทนที่คาดหวังและความแปรปรวนของผลตอบแทนแล้ว จะทำให้ผลตอบแทนและความเสี่ยงในแต่ละหลักทรัพย์นั้นจะอยู่ในกลุ่มลงทุนของนักลงทุนรายนั้นเพียงคนเดียว

2. สัดส่วนของความเสี่ยงต่อผลตอบแทนของแต่ละหลักทรัพย์จะไม่เหมือนกัน ดังนั้นค่าความเสี่ยงเฉลี่ยของแต่ละกลุ่มลงทุนของนักลงทุนจึงไม่สามารถที่จะระบุได้

3. ข้อมูลเฉพาะของบริษัท (Specific-Firm) ที่เกี่ยวข้องกับผลประโยชน์ของนักลงทุน และนักลงทุนต้องการข้อมูลนั้น เช่น รายงานทางบัญชีประจำปี จะทำให้มีการต้องเลือกใช้กลยุทธ์สำหรับกลุ่มลงทุนนั้น

บทบาทของข้อมูลทางบัญชี จะเป็นการเสริมความเชื่อมั่นของนักลงทุน เช่นความมั่นใจเกี่ยวกับผลตอบแทนและความเสี่ยงที่คาดการณ์ไว้สำหรับแต่ละกลุ่มลงทุน ซึ่งปัจจัยทั้งสองตัวนั้นจะเป็นฟังก์ชันของผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยง โดยมีความแปรปรวนร่วมกันในผลตอบแทนของแต่ละหลักทรัพย์ (Covariance) ดังนั้นบทบาทของข้อมูลจะอยู่ในความผันแปรของปัจจัยจากความเชื่อของนักลงทุน

#### 2.2.4.2. ตัวแบบทางตลาด (Market Model)

ตัวแบบทางตลาดเป็นวิธีที่ใช้ความสัมพันธ์ทางสถิติในการคำนวณระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับผลตอบแทนของตลาด หรืออีกนัยหนึ่งคือ ปัจจัยมหภาคหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบต่าง ๆ จะสะท้อนมาอยู่ในรูปของปัจจัยเพียงปัจจัยเดียวคืออัตราการเปลี่ยนแปลงดัชนีตลาด อย่างไรก็ตามปัจจัยดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ไม่เท่ากัน ซึ่งขึ้นอยู่กับความอ่อนไหวของหลักทรัพย์แต่ละตัว (Sensitivity:  $\beta$ ) ต่อปัจจัยนั้น ซึ่งความอ่อนไหวนั้นได้จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเดียว ซึ่งเสนอโดย Sharpe (1963) โดยมีสมการดังนี้

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

โดยที่  $R_{it}$  คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์หนึ่ง ณ เวลาหนึ่ง

$\alpha_i$  คือ จุดตัดหรือค่าคงที่ของผลตอบแทน

$\beta_i$  คือ ค่าความชันหรือความเสี่ยงปกติของหลักทรัพย์หนึ่ง หรือเป็นความแปรปรวนร่วมระหว่าง  $R_{it}$  และ  $R_{mt}$  หาด้วยค่าความแปรปรวนของ  $R_{mt}$

$R_{mt}$  คือ ผลตอบแทนที่คาดหวังของตลาด ซึ่งคำนวณจากดัชนีราคาหลักทรัพย์ ณ เวลาหนึ่ง

$\varepsilon_{it}$  คือ ค่าความผิดพลาด หรือผลต่างระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับผลตอบแทนที่คาดหวัง ซึ่งถือเป็นผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return)

2.2.5. การวิจัยตลาดทางบัญชี (Market-based accounting research: MBAR) (พรพนนิภา, 2539)

การวิจัยตลาดทางบัญชีเป็นการวิจัยทางบัญชีโดยนักวิจัยพยายามที่จะสืบหาผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน วัตถุประสงค์หลักคือการประเมินคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีโดยการวิจัยเชิงประจักษ์ เพื่อศึกษาพฤติกรรมของตลาดหลักทรัพย์ โดยการวิจัยตลาดทางบัญชีจะประกอบด้วยทฤษฎีหลายอย่างด้วยกันคือ ทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio Theory) สมมติฐานตลาดประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ตัวแบบ CAPM (Capital Assets Pricing Model) และตัวแบบทางตลาด เนื่องจากการวิจัยดังกล่าวเป็นการอธิบายและคาดการณ์ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับการประกาศข้อมูลทางบัญชี ซึ่งการวัดจะใช้ตัวเทียบเคียง (Proxy) คือผลแทนเกินปกติจากการลงทุน การวิจัยตลาดทางบัญชีเป็นวิธีการวิจัยถึงสัญญาณทางบัญชีที่มีผลกระทบต่อปฏิกริยาของตลาดหุ้นในช่วงล้อมรอบเวลาประกาศข้อมูลทางบัญชี

โดย Lev และ Ohlson (1982) ได้จำแนกวรรณกรรมของการวิจัยตลาดทางบัญชี ดังนี้

1. การวิจัยถึงคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีด้วยการใช้ข้อมูลการประกาศกำไรและข้อมูลที่ไม่ใช่กำไร
2. ผลกระทบของการเลือกวิธีปฏิบัติทางบัญชีและการเปลี่ยนแปลงทางบัญชี เพื่อคาดการณ์ถึงพฤติกรรมของผู้บริหาร นักวิชาชีพบัญชี ผู้ตรวจสอบบัญชี นักวิเคราะห์ทางการเงิน นักลงทุน คณะกรรมการกำหนดมาตรฐานการบัญชี และผู้อื่นที่เกี่ยวข้อง

ซึ่งงานวิจัยในครั้งนี้ตรงกับกรวิจัยตลาดทางบัญชีในประเภทที่ 1 เพื่อเป็นการศึกษาว่าข้อมูลทางบัญชียังมีความสำคัญต่อนักลงทุนในปัจจุบันหรือไม่ โดยเป็นการศึกษาด้วยเหตุการณ์ (Event Study) และวัดคุณค่าข้อมูลทางบัญชีด้วยผลตอบแทนเกินปกติ ถ้าผลตอบแทนเกินปกติและปริมาณการซื้อขายเกินปกติที่เกิดขึ้น ณ ช่วงเวลาที่มีการเปิดเผยข้อมูลมากกว่าที่เกิดขึ้น ณ ช่วงเวลาที่ไม่มีการเปิดเผยข้อมูลทางบัญชี แสดงว่าข้อมูลทางบัญชีที่ประกาศออกมามีผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์ของนักลงทุนมากกว่าปกติ จึงหมายถึงว่าข้อมูลทางบัญชียังมีคุณค่าต่อการตัดสินใจในการลงทุนและการประเมินราคาหลักทรัพย์

### 2.3. เอกสารที่เกี่ยวข้อง

คุณค่าข้อมูล (Information Content) หมายถึงข้อมูลที่มีอิทธิพลในการเปลี่ยนแปลงความคาดหวังเกี่ยวกับผลลัพธ์ของเหตุการณ์ในอนาคต (Beaver, 1968) ซึ่งในการวิจัยครั้งนี้จะหมายถึง รายงานทางบัญชีประจำปีของกิจการจะมีคุณค่าข้อมูลก็ต่อเมื่อรายงานทางบัญชีประจำปีนั้นทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงการประเมินโอกาสความเป็นไปได้ของผลตอบแทนในอนาคตของนักลงทุน โดยวงการวิจัยทางการบัญชีในต่างประเทศได้ให้ความสนใจเกี่ยวกับประเด็นดังกล่าว และนิยมทำการวิจัยเพื่อหาคำตอบกันอย่างแพร่หลาย ซึ่งในส่วนนี้จะเป็นการกล่าวถึงแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียน ในส่วนของสารสนเทศที่ต้องรายงานตามรอบระยะเวลาบัญชี (Periodic Reports) และงานวิจัยทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ ที่ได้ทำการศึกษาประเด็นของคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีมาก่อนแล้ว

2.3.1. แนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียน ในส่วนของสารสนเทศที่ต้องรายงานตามรอบระยะเวลาบัญชี (Periodic Reports) (ศุภชัย, 2547)

การเปิดเผยสารสนเทศอย่างเหมาะสม มีขอบเขต และมีกฎกติการ่วมกัน มีความจำเป็นอย่างยิ่งในตลาดหลักทรัพย์ เพราะเป็นการสร้างความยุติธรรม สร้างสภาพคล่อง และทำให้ตลาดหลักทรัพย์ดำเนินการได้อย่างเป็นระเบียบ ตลาดหลักทรัพย์จึงกำหนดแนวทางให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยสารสนเทศที่สำคัญและจำเป็นต่อการตัดสินใจลงทุนให้ผู้ลงทุนได้ทราบ โดยสารสนเทศที่เปิดเผยต้องมีความถูกต้อง ครบถ้วน เพียงพอ และทันเวลา อีกทั้งมีการกระจายสู่



บุคคลที่เกี่ยวข้องอย่างทั่วถึง<sup>1</sup> ดังนั้น เพื่อให้เป็นไปตามหลักการพื้นฐานดังกล่าว ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงได้กำหนดและเสนอแนะแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียนไว้หลายประเด็น แต่ในที่นี้จะขอกกล่าวถึงประเด็นของ แนวทางปฏิบัติในการเปิดเผยสารสนเทศที่ต้องรายงานตามรอบระยะเวลาบัญชี (Periodic Reports) เท่านั้น

ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนจัดทำรายงานทางบัญชีประจำปีและรายงานเกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ในประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (จากนี้จะเรียกว่าคณะกรรมการ ก.ล.ต.) และนำส่งให้แก่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (จากนี้จะเรียกว่าสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.) และสำเนาให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (จากนี้จะเรียกว่า ตลาดหลักทรัพย์) โดยรายงานตามรอบระยะเวลาบัญชีแต่ละรายการ มีรายละเอียดและแนวทางปฏิบัติดังนี้

2.3.1.1. รายงานทางบัญชีประจำปี ให้บริษัทจดทะเบียนจัดทำรายงานทางบัญชีประจำปีตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ในประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. โดยนำส่งฉบับจริงและสำเนา 1 ฉบับ ให้สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. และส่งสำเนา 1 ฉบับ ให้ตลาดหลักทรัพย์ภายใน 3 เดือน นับแต่สิ้นรอบระยะเวลาบัญชี รวมทั้งต้องเผยแพร่ข้อมูลผ่านสื่ออิเล็กทรอนิกส์ของตลาดหลักทรัพย์ (Electronic Listed Company Information Dissemination: ELCID)

2.3.1.2. รายงานทางบัญชีรายไตรมาส การนำส่งรายงานทางบัญชีรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนทั้งฉบับจริงและสำเนา รวมทั้งการเผยแพร่ข้อมูลผ่านสื่ออิเล็กทรอนิกส์ของตลาดหลักทรัพย์มีแนวทางปฏิบัติคล้ายกับกรณีของการนำส่งรายงานทางบัญชีประจำปี แต่ต่างกันที่ระยะเวลาของการนำส่ง คือ ภายใน 45 วัน นับแต่สิ้นรอบระยะเวลาบัญชี

การจัดส่งรายงานทางบัญชีทั้งสองประเภท คือ รายงานทางบัญชีประจำปี และรายงานทางบัญชีรายไตรมาส บริษัทจดทะเบียนต้องจัดส่งทั้งรายงานทางบัญชีฉบับเต็มและรายงานสรุปผลการดำเนินงาน (F45) ทั้งนี้ อาจต้องมีรายงานชี้แจงข้อมูลเพิ่มเติมต่อตลาดหลักทรัพย์ ในกรณีที่ผลการดำเนินงานในงบกำไรขาดทุนมีการเปลี่ยนแปลงจากงวดเดียวกันของปี

<sup>1</sup> การที่ตลาดการเงินมีความสามารถในการกระจายข้อมูลข่าวสารให้แก่ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องอย่างรวดเร็วและทั่วถึงย่อมแสดงถึงความมีประสิทธิภาพของตลาด (Market Efficiency) ไปในตัว

ก่อนเกินกว่าร้อยละ 20 โดยบริษัทต้องวิเคราะห์และชี้แจงสาเหตุของการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานดังกล่าว รวมทั้งบริษัทจดทะเบียนบางแห่งอาจมีการจัดทำและนำเสนอรายงานคำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายบริหาร (Management Discussion and Analysis: MD&A) มาด้วย

ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนไม่สามารถนำเสนอรายงานทางบัญชีภายในกำหนดเวลา ตลาดหลักทรัพย์มีแนวทางดำเนินการเพื่อให้บริษัทจดทะเบียนดังกล่าวจัดส่งรายงานทางบัญชีและสารสนเทศให้ทันตามกำหนดเวลา โดยยึดถือผลประโยชน์ของผู้ลงทุนเป็นหลัก ซึ่งแนวทางดำเนินการในเรื่องนี้ มีดังนี้

1. การขึ้นเครื่องหมายบนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน เพื่อแจ้งเตือนผู้ลงทุน ทั้งนี้การขึ้นเครื่องหมายจะทำเป็นขั้นตอนดังนี้

1.1. ขึ้นเครื่องหมาย NP (Notice Pending) ตั้งแต่วันพ้นระยะเวลานำส่งรายงานทางบัญชี จนกว่าบริษัทจะนำส่งรายงานทางบัญชีที่ถูกต้อง ครบถ้วนต่อตลาดหลักทรัพย์ แต่ทั้งนี้ต้องไม่เกินกว่า 5 วันทำการ

1.2. ในวันทำการที่ 6 หากบริษัทไม่สามารถนำส่งรายงานทางบัญชีได้ ตลาดหลักทรัพย์จะสั่งห้ามการซื้อขาย โดยขึ้นเครื่องหมาย SP (Trading Suspension) บนหลักทรัพย์ของบริษัทเป็นการชั่วคราว จนกว่าจะได้รับรายงานทางบัญชีจากบริษัท

1.3. ในกรณีที่บริษัทนำส่งรายงานทางบัญชีล่าช้า 3 ครั้งติดต่อกัน ตลาดหลักทรัพย์จะสั่งห้ามการซื้อขายของบริษัท (SP) ในวันทำการแรกของการนำส่งล่าช้าเป็นครั้งที่ 3

2. การประกาศเข้าข่ายถูกเพิกถอน กรณีบริษัทจดทะเบียนนำส่งรายงานทางบัญชีล่าช้าเกินกว่า 180 วัน

2.1. หากบริษัทจดทะเบียนไม่นำส่งรายงานทางบัญชีซึ่งงวดใดงวดหนึ่งนานเกินกว่า 180 วัน นับจากวันที่ครบกำหนด ตลาดหลักทรัพย์จะประกาศให้บริษัทนั้นเข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน และย้ายหลักทรัพย์ไปยังหมวดบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน (REHABCO: Rehabilitation Company) จนครบ 180 วัน หรือจนกว่าบริษัทจะนำส่งรายงานทางบัญชี

2.2. หากบริษัทจดทะเบียนไม่สามารถนำส่งรายงานทางบัญชีได้ภายใน 180 วัน นับจากวันประกาศเข้าข่าย อาจถูกเพิกถอน ตลาดหลักทรัพย์จะสั่งให้เพิกถอนหลักทรัพย์ของบริษัท โดยจะเปิดโอกาสให้ซื้อขายเป็นเวลา 30 วัน ก่อนการเพิกถอนหลักทรัพย์ต่อไป

2.3. บริษัทจดทะเบียนสามารถดำเนินการเพื่อให้พ้นเกณฑ์อาจถูกเพิกถอนกรณีนำส่งรายงานทางบัญชีล่าช้าได้ โดยต้องเร่งนำส่งรายงานทางบัญชีงวดที่ล่าช้าโดยเร็วและต้องส่งรายงานทางบัญชีต่อไปภายในเวลาที่กำหนด 2 งวด ติดต่อกัน และรายงานของผู้สอบบัญชีต้องไม่เป็นรายงานที่แสดงความเห็นอย่างมีเงื่อนไขเกี่ยวกับการมีข้อบกพร่องในระบบการควบคุมภายใน หรือระบบบัญชีไม่สมบูรณ์ หรือการไม่ปฏิบัติตามหลักการบัญชีที่รับรองโดยทั่วไป ไม่แสดงความเห็นหรือแสดงความเห็นว่ารายงานทางบัญชีไม่ถูกต้อง

จากแนวทางดำเนินการดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า ตลาดหลักทรัพย์ให้ความสำคัญอย่างมากต่อการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนนำส่งสารสนเทศสำคัญเกี่ยวกับผลการดำเนินงานหรือรายงานทางบัญชีในช่วงเวลาที่กำหนดให้ทันเวลา เพื่อผลประโยชน์ของผู้ลงทุนส่วนใหญ่เป็นสำคัญ

### 2.3.2. การศึกษาแบบอิงเหตุการณ์ (Event Studies)

วิธีการศึกษาแบบอิงเหตุการณ์ (Event Studies Methodology) เป็นเครื่องมือวิจัยอีกเครื่องมือหนึ่งที่นักวิจัยนิยมใช้กันบ่อย (Peterson, 1989; Thomas and Victoria, 2000) เพื่อเป็นการประเมินว่ามีผลตอบแทนและปริมาณการซื้อขายเกินปกติหรือผลตอบแทนส่วนเกินเกิดขึ้นในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์หรือไม่ ตัวอย่างเช่น การประกาศกำไร การประกาศการควบรวมกิจการ การประกาศแยกหุ้น เป็นต้น ดังนั้นราคาหลักทรัพย์จะถูกกำหนดขึ้นโดยการซื้อขายที่มีลักษณะคล้ายกับการประมูล จึงทำให้ราคาหลักทรัพย์ควรที่จะสะท้อนถึงปฏิกิริยาของตลาดการเงิน ที่มีต่อข้อมูลใหม่ที่เปิดเผย ซึ่งปฏิกิริยาได้ตอบสนองต่อข้อมูลใหม่เป็นสิ่งที่น่าสนใจ (Wells, 2004)

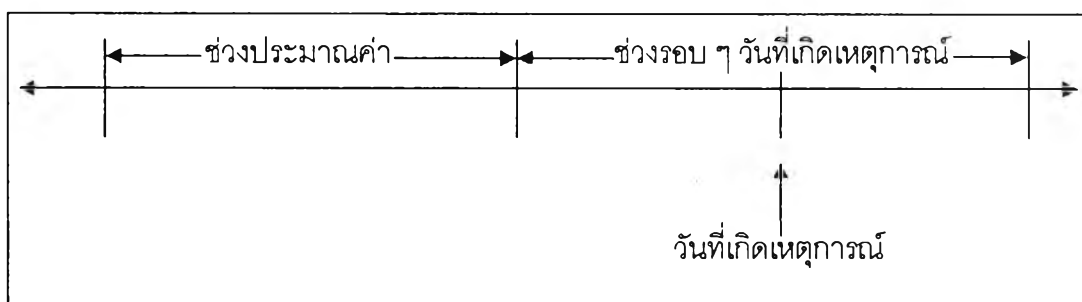
เหตุการณ์ที่ใช้ในการทดสอบการศึกษาแบบอิงเหตุการณ์ส่วนมากจะได้แก่ การประกาศกำไร การประกาศจ่ายเงินปันผล การประกาศแยกหุ้นสามัญ เป็นต้น โดยการศึกษาแบบอิงเหตุการณ์มีขั้นตอนดังนี้ (ธีรศักดิ์, 2546; Peterson, 1989; Wells, 2004; Bowman, 1983)

2.3.2.1. กำหนดวันที่เกิดเหตุการณ์ (The Event Day) โดยกำหนดให้วันดังกล่าวเป็นวันที่ 0

2.3.2.2. กำหนดช่วงเวลารอบ ๆ วันที่เกิดเหตุการณ์ (Event Period) และกำหนดให้ช่วงเวลาดังกล่าวเป็นช่วงเวลาที่ห่างจากวันที่เกิดเหตุการณ์เป็นช่วง ๆ เช่น -20, -19, ..., -1, 0, +1, ..., +19, +20

2.3.2.3. กำหนดช่วงเวลาประมาณค่า (Estimation Period) โดยช่วงเวลานี้จะต้องเป็นช่วงเวลาที่ไม่มีผลกระทบจากเหตุการณ์ต่าง ๆ ที่ไม่ปกติอื่น ๆ ที่อาจจะส่งผลทำให้ราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์เปลี่ยนไปจากปกติ ช่วงเวลานี้จะใช้สำหรับการคำนวณผลกระทบจากเหตุการณ์ที่จะวัด เพื่อใช้เปรียบเทียบผลเมื่อเกิดเหตุการณ์และไม่เกิดเหตุการณ์

โดยการกำหนดวันที่เกิดเหตุการณ์ ช่วงเวลารอบ ๆ วันที่เกิดเหตุการณ์และช่วงประมาณค่าสามารถแสดงได้ดังภาพที่ 2.1



รูปที่ 2.1. แสดงการกำหนดช่วงเวลาในการศึกษาแบบอิงเหตุการณ์  
(ดัดแปลงจาก Peterson, 1989)

2.3.2.4. คำนวณหาผลตอบแทนปกติและปริมาณการซื้อขายปกติ ด้วยการประมาณค่า โดยการใช้ตัวแบบทางตลาดและใช้ข้อมูลจากช่วงประมาณค่า เมื่อได้ค่าจากตัวแบบดังกล่าวแล้วจึงนำมาแทนค่าตัวแปร (X) ด้วยผลตอบแทนหรือปริมาณการซื้อขายที่เกิดขึ้นจริง จึงจะได้ผลตอบแทนปกติหรือปริมาณการซื้อขายปกติ

2.3.2.5. คำนวณหาผลตอบแทนเกินปกติและปริมาณการซื้อขายเกินปกติ (Abnormal Return/Volume) โดยทำการเปรียบเทียบผลตอบแทนปกติและปริมาณการซื้อขาย

ขายปกติ ที่หาได้กับผลตอบแทนและปริมาณการซื้อขายที่เกิดขึ้นจริง ซึ่งส่วนแตกต่างคือผลตอบแทนเกินปกติและปริมาณการซื้อขายเกินปกติ

2.3.2.6. ประมวลผลจากผลตอบแทนเกินปกติและปริมาณการซื้อขายเกินปกติ ซึ่งการประมวลผลจะขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์ของการวิจัย ซึ่งวัตถุประสงค์ของการวิจัยแบบอิงเหตุการณ์สามารถแบ่งออกได้เป็น 4 ประการดังนี้

2.3.2.6.1. การวิจัยคุณค่าของข้อมูล จะประมวลผลโดยการเปรียบเทียบผลตอบแทนเกินปกติและปริมาณการซื้อขายเกินปกติในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์กับช่วงเวลาปกติ ถ้าในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์มีผลตอบแทนเกินปกติและปริมาณการซื้อขายเกินปกติมากกว่าช่วงเวลาปกติ แสดงว่าเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นนั้นมีผลกระทบต่อผู้ที่ได้รับทราบถึงเหตุการณ์นั้น

2.3.2.6.2. การวิจัยเพื่อทดสอบประสิทธิภาพของตลาด จะประมวลผลโดยการทดสอบค่าทางสถิติว่าในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์นั้นมีผลตอบแทนเกินปกติและปริมาณการซื้อขายเกินปกติหรือไม่ ซึ่งการทดสอบค่าทางสถิติดังกล่าวโดยส่วนมากจะเป็นการทดสอบว่าผลตอบแทนเกินปกตินั้นมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0 หรือไม่ ถ้าค่าทางสถิติบ่งชี้ว่าในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ผลตอบแทนเกินปกตินั้นมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0 แสดงว่าตลาดมีประสิทธิภาพ เพราะไม่มีใครสามารถหาผลตอบแทนเกินปกติจากตลาดได้จากเหตุการณ์ที่เกิดขึ้น

2.3.2.6.3. การทดสอบตัวแบบจำลองราคาหลักทรัพย์ (Model Evaluation) จะประมวลผลเพื่อการเปรียบเทียบตัวแบบ (Model) ต่าง ๆ ว่ามีความถูกต้องมากน้อยเท่าใด โดยถ้าตัวแบบดังกล่าวเกิดผลตอบแทนเกินปกติและปริมาณการซื้อขายเกินปกติมาก แสดงว่าตัวแบบนั้นมีความถูกต้องน้อย และจะมีความถูกต้องมากถ้าผลตอบแทนเกินปกติและปริมาณการซื้อขายเกินปกติเกิดขึ้นน้อย

2.3.2.6.4. การทดสอบตัวแปร (Metric Explanation) สำหรับอธิบายผลตอบแทนเกินปกติและปริมาณการซื้อขายเกินปกติ จะเป็นการประมวลผลโดยการหาตัวแปรอิสระมาประกอบเป็นตัวแบบเพื่ออธิบายการเกิดผลตอบแทนเกินปกติและปริมาณการซื้อขายเกินปกติ แล้วทดสอบความสัมพันธ์และค่านัยสำคัญทางสถิติเพื่อทราบถึงปัจจัยที่ก่อให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติและปริมาณการซื้อขายเกินปกติ

สำหรับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จำเป็นต้องอาศัยการศึกษาแบบอิงเหตุการณ์เพื่อทดสอบความมีคุณค่าของการประกาศรายงานทางบัญชีประจำปี และทำการทดสอบโดยเปรียบเทียบผลตอบแทนเกินปกติและปริมาณการซื้อขายเกินปกติที่เกิดขึ้นในวันที่เกิดเหตุการณ์ กับช่วงเวลารอบ ๆ ที่เกิดเหตุการณ์

### 2.3.3. วิธีวิจัยเพื่อศึกษาความมีคุณค่าของรายงานทางบัญชี (Research Methodology for Information Content of Accounting Report Releases) (สมชาย, 2545)

การวิจัยคุณค่าของข้อมูลจากรายงานทางบัญชีจะเป็นการใช้หลักการของการเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ (ประเภทหุ้นหรือหุ้นสามัญ) ในช่วงเวลาที่มีการเปิดเผยข้อมูลบัญชีสู่สาธารณชน กับช่วงเวลาอื่น ๆ ที่ไม่มีการเปิดเผยข้อมูลบัญชี ซึ่งเรียกว่าการศึกษาแบบอิงเหตุการณ์โดยในที่นี้จะถือว่าช่วงเวลาที่มีการเปิดเผยข้อมูลบัญชีสู่สาธารณชนเป็นช่วง Event Window หรือ Disclosure Window และถือว่าช่วงเวลาอื่นที่ไม่มีการเปิดเผยข้อมูลบัญชีสู่สาธารณชนเป็น Non-Event Window หรือ Non-Disclosure Window

หลักการนี้ตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่า ถ้ามีการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ อย่างเป็นนัยสำคัญในช่วงเวลาที่มีการเปิดเผยข้อมูลบัญชีสู่สาธารณชน เมื่อเปรียบเทียบกับช่วงเวลาอื่น ก็จะได้ว่านักลงทุนได้ใช้ข้อมูลบัญชีดังกล่าวในการประเมินราคาหลักทรัพย์และ/หรือตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ นั่นคือโดยทั่วไปนักลงทุนมักจะคาดการณ์เกี่ยวกับข้อมูลบัญชีในอนาคต เช่น ประเมินการผลการดำเนินงานในอนาคตหรือกระแสเงินสดในอนาคต และใช้ข้อมูลดังกล่าวเพื่อประเมินราคาหลักทรัพย์และกำหนดปริมาณการซื้อขายหรือถือครองหลักทรัพย์ของธุรกิจ ต่อมาเมื่อธุรกิจเปิดเผยข้อมูลบัญชี เช่น ผลการดำเนินงานประจำปี หรือรายได้ไตรมาสสู่สาธารณชน ข้อมูลดังกล่าวอาจจะเหมือนกันหรือแตกต่างกันกับข้อมูลที่นักลงทุนคาดการณ์ไว้เดิม ถ้าข้อมูลที่เปิดเผยมีความแตกต่างจากข้อมูลที่นักลงทุนคาดการณ์ไว้ นักลงทุนก็น่าจะใช้ข้อมูลที่เปิดเผยใหม่นี้เพื่อประเมินราคาหลักทรัพย์และกำหนดปริมาณการซื้อขายหรือถือครองหลักทรัพย์ของธุรกิจใหม่ โดยขึ้นอยู่กับนักลงทุนแต่ละคนและข้อมูลบัญชีที่นักลงทุนแต่ละคนคาดการณ์ไว้ ซึ่งจะนำส่งผลให้มีการปรับเปลี่ยนในราคาและปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์ของธุรกิจ ดังนั้นถ้าราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่มีการเปิดเผยข้อมูลบัญชีสู่สาธารณชนมีการปรับเปลี่ยนขึ้นลงอย่างเป็นนัยสำคัญ เมื่อเปรียบเทียบกับช่วงเวลาอื่นที่ไม่มีการเปิดเผยข้อมูลบัญชี ก็จะได้ว่านักลงทุนใช้ข้อมูลบัญชีในการประเมินราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจและ/หรือการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์

จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับงานวิจัยในเรื่องของคุณค่าของรายงานทางบัญชีประจำปีที่มีผลกระทบต่อราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ พบว่าจะศึกษาด้วย 2 วิธี คือ

### 2.3.3.1. วิธีราคาหลักทรัพย์หรือผลตอบแทนการลงทุนในหลักทรัพย์ (Stock Price/Return Approach)

เป็นการเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์หรือผลตอบแทนการลงทุนในหลักทรัพย์ (ประเภทหุ้นทุนหรือหุ้นสามัญ) ในช่วงเวลาที่มีการเปิดเผยข้อมูลบัญชีสู่สาธารณชน กับช่วงเวลาอื่น ๆ ที่ไม่มีการเปิดเผยข้อมูลบัญชี โดยมีสมมติฐานว่าถ้ามีการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์อย่างเป็นนัยสำคัญในช่วงเวลาที่มีการเปิดเผยข้อมูลบัญชีสู่สาธารณชน เมื่อเปรียบเทียบกับช่วงเวลาอื่น ก็จะได้ว่านักลงทุนใช้ข้อมูลบัญชีดังกล่าวในการประเมินราคาหลักทรัพย์และ/หรือตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ดังนั้นจึงวัดคุณค่าของข้อมูลจากรายงานทางบัญชีประจำปีที่มีผลต่อราคาการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยตัวแบบของ Morse (1981) ที่ได้ทำการศึกษาถึงผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลบัญชีเกี่ยวกับผลการดำเนินงานประจำปีและประจำไตรมาส (Annual/Quarterly Earnings Announcement) ที่มีผลต่อผลตอบแทนการลงทุนรายวันในหลักทรัพย์ (Daily Stock Return) ดังนี้

$$\overline{AR}_t = \frac{\sum_{i=1}^N |AR_{it}|}{N}$$

โดยที่  $AR_{it}$  = ผลตอบแทนการลงทุนเกินปกติรายวันในหลักทรัพย์ (Daily Abnormal Return) สำหรับหลักทรัพย์  $i$  ในวันที่  $t$

$N$  = จำนวนตัวอย่างข้อมูลที่เปิดเผย

$i$  = หลักทรัพย์ตัวอย่างที่สนใจ

$t$  = วันที่ -15, -14, ..., 0, ..., +14, +15 โดยวันที่ -15 หมายถึง 15 วันก่อนวันที่มีการเปิดเผยข้อมูล วันที่ 0 หมายถึงวันที่มีการเปิดเผยข้อมูล และวันที่ +15 หมายถึง 15 วันหลังวันที่มีการเปิดเผยข้อมูล

โดยการวัดค่าของการปรับเปลี่ยนของราคาหลักทรัพย์ จะยึดตาม Market Model ของ Sharpe (1963) ซึ่งการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์หรือผลตอบแทนการลงทุนในหลักทรัพย์จะพยายามกำจัดผลกระทบจากปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์มหภาคออก (Market-Wide Effect) กล่าวคือการวัดค่าผลตอบแทนการลงทุนในหลักทรัพย์จะวัดในรูปของผลตอบแทนการลงทุนเกินปกติในหลักทรัพย์ (Abnormal Return หรือ Unexpected Return) ซึ่งสามารถวัดได้ดังนี้

$$AR_{it} = R_{it} - ER_{it}$$

โดยที่  $AR_{it}$  = ผลตอบแทนการลงทุนเกินปกติในหลักทรัพย์ (Abnormal Return) สำหรับหลักทรัพย์  $i$  ในช่วงเวลา  $t$

$R_{it}$  = ผลตอบแทนการลงทุนในหลักทรัพย์ (Stock Return) สำหรับหลักทรัพย์  $i$  ในช่วงเวลา  $t$

$ER_{it}$  = ผลตอบแทนการลงทุนปกติในหลักทรัพย์ (Normal Return) สำหรับหลักทรัพย์  $i$  ในช่วงเวลา  $t$

ในที่นี้ผลตอบแทนการลงทุนปกติในหลักทรัพย์ (Normal Return:  $ER_{it}$ ) มีวิธีคำนวณดังนี้

$$ER_{it} = a_i + b_i R_{mt}$$

โดย  $R_{mt}$  = ผลตอบแทนการลงทุนของตลาดหุ้นโดยรวม (Market Return) ในช่วงเวลา  $t$

$a_i$  และ  $b_i$  = ค่าประมาณของค่า  $\alpha$  และ  $\beta$  จากสมการ Regression ดังต่อไปนี้

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

โดยจะใช้ข้อมูลย้อนหลังนับจากวันที่  $t$  ไป 60 วัน เพื่อเป็นการประมาณค่ามูลค่าของหลักทรัพย์



ดังนั้นสามารถเขียนสมการการวัดค่าของการปรับเปลี่ยนราคาหลักทรัพย์ใหม่ได้  
ดังนี้

$$AR_{it} = R_{it} - (a_i + b_i R_{mt})$$

### 2.3.3.2. วิธีปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ (Trading Volume Approach)

หลักการของวิธีนี้คล้ายคลึงอย่างมากกับวิธีราคาหลักทรัพย์หรือผลตอบแทนการลงทุนในหลักทรัพย์ นั่นคือการเปรียบเทียบปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่มีการเปิดเผยข้อมูลบัญชี (Disclosure Window) กับช่วงเวลาอื่น ๆ ที่ไม่มีการเปิดเผยข้อมูลบัญชี (Non-Disclosure Window) ถ้าปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่มีการเปิดเผยข้อมูลบัญชีแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญจากปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ไม่มีการเปิดเผยข้อมูลบัญชีก็จะถือว่านักลงทุนใช้ข้อมูลบัญชีในการประเมินราคาหลักทรัพย์และทำการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์

สำหรับการวัดค่าของปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่มีการเปิดเผยข้อมูลบัญชี และช่วงเวลาอื่นที่ไม่มีการเปิดเผยข้อมูลบัญชี จะใช้หลักการเดียวกันกับการวัดค่าผลตอบแทนการลงทุนในหลักทรัพย์ดังกล่าวมาแล้ว นั่นคือ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ส่วนที่เกินปกติ (Abnormal Trading Volume หรือ Unexpected Trading Volume) สามารถวัดค่าได้ดังนี้

$$AV_{it} = V_{it} - EV_{it}$$

โดย  $AV_{it}$  = ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ส่วนที่เกินปกติ (Abnormal Trading Volume) สำหรับหลักทรัพย์  $i$  ในช่วงเวลา  $t$

$V_{it}$  = ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ (Trading Volume) สำหรับหลักทรัพย์  $i$  ในช่วงเวลา  $t$

$EV_{it}$  = ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ส่วนที่ปกติ (Normal Trading Volume) สำหรับหลักทรัพย์  $i$  ในช่วงเวลา  $t$

ในที่นี้ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ส่วนที่ปกติ (Normal Trading Volume) คำนวณได้ดังนี้

$$EV_{it} = \alpha_i + b_i V_{mt}$$

โดยที่  $V_{mt}$  = ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์โดยรวมในตลาดหุ้น (Market Trading Volume) ในช่วงเวลา  $t$

$\alpha_i$  และ  $b_i$  = ค่าประมาณของค่า  $\alpha$  และ  $\beta$  จากสมการ Regression ดังต่อไปนี้

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

ดังนั้นสามารถเขียนสมการการวัดค่าของการเปลี่ยนแปลงปริมาณหลักทรัพย์ใหม่ได้ดังนี้

$$AV_{it} = V_{it} - (\alpha_i + b_i V_{mt})$$

ในส่วนของการทดสอบว่าปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่มีการเปิดเผยข้อมูลบัญชี (Disclosure Window) มีความแตกต่างอย่างเป็นนัยสำคัญจากช่วงเวลาอื่นที่ไม่มีการเปิดเผยข้อมูลบัญชี (Non-Disclosure Window) หรือไม่นั้นสามารถทำได้ในลักษณะที่คล้ายคลึงกับวิธีผลตอบแทนการลงทุนในหลักทรัพย์ ดังกล่าวมาแล้วในข้างต้น ดังนั้นจึงวัดคุณค่าของข้อมูลจากรายงานทางบัญชีประจำปีที่มีผลต่อปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยตัวแบบของ Morse (1981) ที่ได้ทำการศึกษาถึงผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลบัญชีเกี่ยวกับผลการดำเนินงานประจำปีและรายไตรมาส (Annual/Quarterly Earnings Announcement) ที่มีผลต่อปริมาณการลงทุนรายวันในหลักทรัพย์ นั่นคือดัชนีวัดการเปลี่ยนแปลงในปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในแต่ละวันดังนี้

$$\frac{AV_t}{N} = \frac{\sum_{i=1}^N |AV_{it}|}{N}$$

โดยที่  $AV_{it}$  = ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์เกินปกติรายวันในหลักทรัพย์ (Daily Abnormal Trading Volume) สำหรับหลักทรัพย์  $i$  ในวันที่  $t$

$N$  = จำนวนตัวอย่างข้อมูลที่เปิดเผย

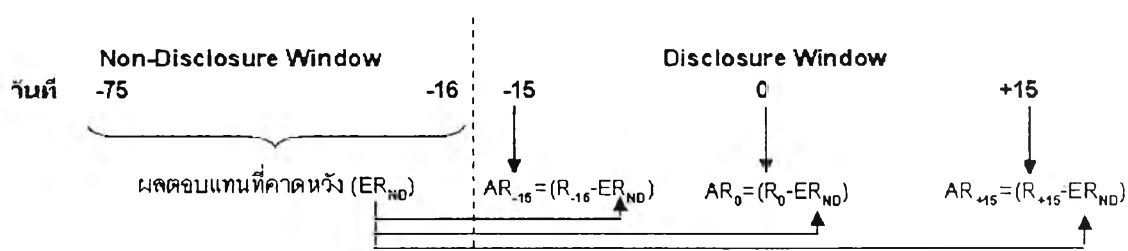
$i$  = หลักทรัพย์ตัวอย่างที่สนใจ

$t$  = วันที่ -15, -14, ..., 0, ..., +14, +15 โดยวันที่ -15 หมายถึง 15 วันก่อนวันที่มีการเปิดเผยข้อมูล วันที่ 0 หมายถึงวันที่มีการเปิดเผยข้อมูล และวันที่ +15 หมายถึง 15 วันหลังวันที่มีการเปิดเผยข้อมูล

ในการคำนวณหาผลตอบแทนปกติและปริมาณการซื้อขายปกติ (Normal Return/Trading Volume) จะมีวิธีการคำนวณ 2 วิธีด้วยกันคือ

1. วิธี Fixed Window หมายถึง การคำนวณหาผลตอบแทนปกติ (Normal Return) ด้วยชุดข้อมูลราคาและปริมาณการซื้อขายแบบคงที่ โดยการใช้ข้อมูลการซื้อขายในช่วงประมาณค่า แล้วค่อยนำผลตอบแทนปกติที่ได้จากชุดข้อมูลดังกล่าวเป็นบรรทัดฐานสำหรับการวัดผลตอบแทนเกินปกติ โดยการนำผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง (Real Return) ของแต่ละวันในช่วงที่ศึกษา มาลบกับผลตอบแทนที่คาดหวัง เพื่อออกมาเป็นผลตอบแทนเกินปกติในแต่ละวัน โดยข้อดีของวิธีนี้คือ ไม่จำเป็นต้องคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวังในทุก ๆ วัน เพราะใช้ข้อมูลผลตอบแทนที่คาดหวังเพียงตัวเดียวในการเป็นบรรทัดฐาน แต่ข้อเสียคือ ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจไม่สอดคล้องกับช่วงระยะเวลาที่เกิดผลตอบแทนจริง ซึ่งวิธีนี้จะเหมาะกับการศึกษาที่มีช่วงระยะเวลาแตกต่างกันสั้นหรือสั้น เช่น การศึกษาเป็นวัน ชั่วโมง นาที เพราะข้อมูลแต่ละวันหรือระหว่างวันมีความแตกต่างกันน้อยมากจนแทบจะไม่มีสาระสำคัญ

การคำนวณหาผลตอบแทน (ปริมาณ) เกินปกติด้วยวิธี Fixed Window

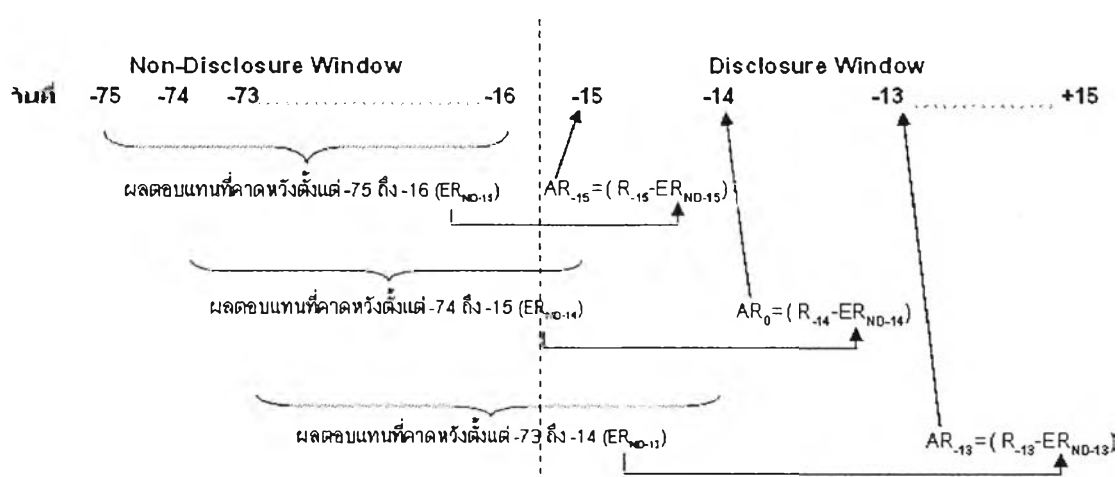


รูปที่ 2.2. แสดงการคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวังตามวิธี Fixed Window

2. วิธี Moving Window หมายถึง การคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวังด้วยชุดข้อมูลราคาและปริมาณการซื้อขายแบบเคลื่อนที่ โดยการใช้ข้อมูลการซื้อขายในช่วงประมาณค่า แล้วค่อยนำผลตอบแทนที่คาดหวังที่ได้จากชุดข้อมูลดังกล่าวเป็นบรรทัดฐานสำหรับการวัดผลตอบแทนเกินปกติ โดยการนำผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง สำหรับวันหนึ่งในช่วงเวลาที่ศึกษา มาลบกับผลตอบแทนที่คาดหวัง เพื่อออกมาเป็นผลตอบแทนเกินปกติของ ณ วันนั้น แล้วจึงทำการหาผลตอบแทนที่คาดหวังใหม่อีกสำหรับวันต่อไปเพื่อปรับให้ผลตอบแทนที่คาดหวังทันสมัยอยู่เสมอ

กล่าวคือ ต้องทำการหาผลตอบแทนที่คาดหวังของทุก ๆ วันตามจำนวนวันของช่วงที่ศึกษา โดยข้อดีของวิธีนี้คือ ผลตอบแทนที่คาดหวังจะปรับให้เหมาะสมกับข้อมูลในแต่ละวันเสมอเพราะมีการปรับเปลี่ยนค่าเบต้าอยู่เสมอ แต่ข้อเสียคือ ต้องหาผลตอบแทนที่คาดหวังทุก ๆ วันตามจำนวนวันของระยะเวลาในการประกาศรายงานทางบัญชี ซึ่งวิธีนี้จะเหมาะกับการศึกษาที่มีช่วงระยะเวลาแตกต่างกันยาวหรือมาก เช่นการศึกษาเป็นปี ไตรมาส สัปดาห์ เพราะข้อมูลแต่ละปี ไตรมาส หรือ สัปดาห์มีความแตกต่างกันมากจนอาจจะทำให้ผลตอบแทนที่คาดหวังไม่เหมาะสมที่จะเป็นบรรทัดฐานสำหรับช่วงระยะเวลาที่ประกาศรายงานทางบัญชี

การคำนวณหาผลตอบแทนเกินปกติด้วยวิธี Moving Window



รูปที่ 2.3. แสดงการคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวังตามวิธี Moving Window

## 2.4. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ประเด็นของควมามีคุณค่าของรายงานทางบัญชี เป็นประเด็นที่มีการศึกษามานานมากกว่า 30 ปี โดยมีงานวิจัยชิ้นสำคัญ คืองานวิจัยของ Beaver (1968) ได้ทำการศึกษาความมีคุณค่าของรายงานทางบัญชีที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งใช้วิธีการวิจัยโดยการศึกษการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการเปิดเผยรายงานทางบัญชี กับช่วงเวลาที่ไม่มีเปิดเผยรายงานทางบัญชี พบว่าในช่วงเวลาที่มีการเปิดเผยรายงานทางบัญชี จะส่งผลให้ช่วงเวลานั้นมีการปรับเปลี่ยนขึ้นลงของราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์สูงมากกว่าช่วงที่ไม่มีเปิดเผยรายงานทางบัญชี และจะสูงที่สุดในช่วงก่อนสัปดาห์ที่มีการเปิดเผยข้อมูล ซึ่งอาจจะแสดงให้เห็นว่าผู้ลงทุน

อาจจะรู้สัญญาณบางอย่างหรือทราบข้อมูลทางบัญชีได้ก่อนวันที่จะมีการเปิดเผยจึงทำให้ผู้ลงทุนทำการซื้อขายเป็นจำนวนมาก

งานวิจัยของ Morse (1981) ได้ทำการวิจัยคล้ายคลึงกับ Beaver (1968) แต่จะใช้ข้อมูลจากการเปิดเผยรายงานทางบัญชีรายไตรมาส และมีการปรับเปลี่ยนวิธีการคำนวณซึ่งแตกต่างจากงานวิจัยของ Beaver เล็กน้อย และผลการวิจัยก็สอดคล้องกับงานวิจัยของ Beaver ที่พบว่าในช่วงของการเปิดเผยรายงานทางบัญชีจะเป็นช่วงที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นจำนวนมาก และยังมีการปรับเปลี่ยราคามากที่สุดอีกด้วย

นอกจากนี้งานวิจัยที่เกี่ยวข้องและน่าสนใจ ได้แก่ งานวิจัยของ Patell และ Wolfson (1984) และงานวิจัยของ Atiase (1985) โดย Patell และ Wolfson (1984) ศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลบัญชีต่อการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์รายนาที (Minute-by-Minute Basis) และพบว่า นักลงทุนตอบสนองต่อการเปิดเผยข้อมูลบัญชีอย่างรวดเร็วมาก กล่าวคือ ภายใน 30 นาที หลังจากที่มีการเปิดเผยข้อมูลบัญชี นักลงทุนจะทำการปรับเปลี่ยราคาการซื้อขายหลักทรัพย์ในทันที และ Atiase (1985) ศึกษาในลักษณะต่อยอดงานวิจัยของ Beaver (1968) โดยศึกษาผลกระทบของมูลค่าตลาดโดยรวมหรือขนาดของบริษัท (Firm Size Effect) ต่อผลกระทบของข้อมูลบัญชีต่อการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ และพบว่าผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลบัญชีต่อการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ของบริษัทขนาดใหญ่จะน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก

ในส่วนของงานวิจัยที่มุ่งตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างคุณค่าของการเปิดเผยรายงานทางบัญชีกับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ ก็พบผลการวิจัยที่สอดคล้องกับการวิจัยความสัมพันธ์ระหว่างคุณค่าของการเปิดเผยรายงานทางบัญชีกับการเปลี่ยราคาหลักทรัพย์ โดยงานวิจัยของ Bamber (1986) ซึ่งศึกษาผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลบัญชีต่อมูลค่าตลาดโดยรวมหรือขนาดของบริษัท (Firm Size Effect) และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ พบว่าผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลบัญชีต่อปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทขนาดใหญ่จะน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก

ดังนั้น จึงสามารถกล่าวโดยรวมได้ว่านักลงทุน ในต่างประเทศใช้ข้อมูลบัญชีในการประเมินราคาหลักทรัพย์และการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งผลการวิจัยดังกล่าวข้างต้นชี้ให้เห็นถึงความสำคัญของข้อมูลบัญชีต่อตลาดทุน

ในส่วนของประเทศไทยก็ได้มีการวิจัยเกี่ยวกับคุณค่าของรายงานทางบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ ตัวอย่างเช่น งานวิจัยของ Suchittra (1990 อ้างถึงใน ปัญญา, 2545) ได้ศึกษาถึงควมมีคุณค่าของรายงานทางบัญชีรายไตรมาสที่ใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระหว่างปี พ.ศ.2529-2533 โดยมีกลุ่มตัวอย่างจำนวน 67 บริษัท ซึ่งใช้ตัวแบบการคำนวณค่าส่วนที่เหลือเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Residuals) ที่คำนวณจากผลต่างของผลตอบแทนจริงกับผลตอบแทนที่คาดหวังที่ประมาณขึ้นด้วยตัวแบบตลาด ผลการวิจัยพบว่าเมื่อกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น ราคาหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเพิ่มขึ้นด้วย แต่หากกำไรสุทธิลดลงราคาหลักทรัพย์กลับเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกับกรณีที่กำลังกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น ซึ่งผู้วิจัยได้ให้เหตุผลว่าอาจเป็นเพราะผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ได้สนใจรายงานทางบัญชี ประกอบกับในช่วงเวลาที่ศึกษา ตัวชี้วัดทางเศรษฐกิจของไทยแสดงถึงภาวะที่มีธุรกิจมีการเติบโต รวมถึงอาจเกิดจากความเชื่อถือในความสามารถของผู้บริหาร จึงทำให้ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์กับกำไรสุทธิที่ลดลงแตกต่างไปจากงานวิจัยในต่างประเทศ

งานวิจัยของ Kanogpom (2000) ได้ตรวจสอบควมมีคุณค่าของข้อมูลของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และควมมีคุณค่าของข้อมูลของข้อมูลกำไรสุทธิ พร้อมทั้งศึกษาถึงระดับกำไรที่มีเสถียรภาพและระดับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่มีเสถียรภาพมีผลต่อควมมีคุณค่าของข้อมูล โดยผู้วิจัยได้ประมาณค่าผลตอบแทนที่คาดหวัง สำหรับใช้คำนวณหาผลตอบแทนเกินปกติเพื่อนำไปใช้เป็นตัวแปรตามในการวิเคราะห์ความถดถอยกับกำไรและการเปลี่ยนแปลงของกำไรกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยคำนวณเสถียรภาพของระดับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานด้วยค่าสัมบูรณ์ของผลต่างกำไรและกระแสเงินสด ระหว่างปีหารด้วยราคาหลักทรัพย์ ณ ต้นปี และเปรียบเทียบค่าควมมีเสถียรภาพของข้อมูลทั้งสองกับค่ามัธยฐานของค่าเดียวกันในแต่ละปี พบว่า กำไรทางบัญชีมีควมมีคุณค่าเหนือกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และเมื่อกำไรทางบัญชีอยู่ในระดับที่มีเสถียรภาพ กำไรทางบัญชีจะมีคุณค่าเหนือกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานจะมีคุณค่าของข้อมูลเหนือกำไรทางบัญชีเฉพาะในกรณีที่กระแสเงินสดนั้นอยู่ในระดับที่มีเสถียรภาพและกำไรทางบัญชีเป็นกำไรที่เกิดขึ้นชั่วคราว ดังนั้นจึงแสดงว่าคุณค่าของข้อมูลของข้อมูลทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

งานวิจัยของ พรพนนิภา รอดวรรณะ (2539) เป็นศึกษาถึงผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงทางการบัญชีเกี่ยวกับเงินลงทุนในหุ้นจากวิธีราคาหุ้นเป็นวิธีส่วนได้เสีย ที่มีต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิจัยพบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้มีการเปลี่ยนแปลงวิธีการบัญชีเกี่ยวกับเงินลงทุนในบริษัทร่วมและบริษัทย่อยจากวิธีราคาหุ้นเป็นวิธีส่วนได้เสียเพื่อให้เป็นไปตามประกาศของตลาดหลักทรัพย์โดยใช้วิธีการปรับปรุงส่วนใหญ่ 2 วิธีกล่าวคือ วิธีการปรับผลกระทบสะสมกับกำไรสะสม (Retroactive method) และวิธีการปรับผลกระทบสะสมกับกำไรสุทธิ (Cumulative effect method) ในการศึกษาผลกระทบต่อการตอบสนองของตลาด คือ การทดสอบความมีคุณค่าของข้อมูล โดยการวัดจากการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนสะสมที่เกินปกติจากการลงทุนในหลักทรัพย์ (Cumulative Abnormal Returns หรือ CARs) โดยถือเป็นตัวแปรตามที่เปลี่ยนแปลงตามการเปลี่ยนแปลงของวิธีการบัญชี นอกจากนี้ยังได้ศึกษาถึงผลกระทบจากปัจจัยอื่นๆ ที่สามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีต่างๆ จากการศึกษาที่ผ่านมา บัญชีที่มีส่วนร่วมดังกล่าวในการนำมาทดสอบได้แก่ อัตราส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น จำนวนสินทรัพย์รวมอันเป็นสิ่งที่แสดงถึงขนาดของกิจการ ความเสี่ยงที่เป็นระบบจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ( $\beta$ ) ตัวเลขที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงทางการบัญชี อันได้แก่ ผลกระทบต่อกำไรสุทธิ และปัจจัยสุดท้าย คือ ชนิดของอุตสาหกรรม ผลของการศึกษาโดยสรุป คือ วิธีการเปลี่ยนแปลงที่ใช้วิธีการปรับผลกระทบสะสมกับกำไรสุทธิมีคุณค่าทางข้อมูล และชนิดของอุตสาหกรรมเป็นปัจจัยที่มีส่วนในการตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุน

จากการทบทวนงานวิจัยดังกล่าวพบว่าตลาดหุ้นในประเทศไทยมีความจำเป็นที่ต้องตรวจสอบความสำคัญของรายงานทางบัญชีว่ามีผลต่อการประเมินราคาหลักทรัพย์และการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์หรือไม่ เนื่องจากงานวิจัยที่ทำในอดีตนั้นเป็นข้อมูลเก่า และไม่ครอบคลุมถึงการพิจารณาถึงปริมาณหลักทรัพย์ ในการวิจัยครั้งนี้จึงได้ศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงในด้านราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อเป็นการยืนยันว่ารายงานทางบัญชีที่ธุรกิจได้จัดทำและเปิดเผยมานั้น ยังมีคุณค่าต่อการตัดสินใจ

**สรุปวรรณกรรมความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยรายงานทางบัญชีกับ  
ราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์**

ผู้วิจัย (ชื่อเรื่องที่ศึกษา)	ระเบียบวิธีวิจัย (ประเด็นที่ศึกษา)	ผลการวิจัย
Beaver, 1968 (The Information content of Annual Earnings Announcements)	Regression Analysis (Price and Trading Volume)	การเปิดเผยรายงานทางบัญชีประจำปีมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์
Bamber, 1981 (The Information Content of Annual Earnings Releases: A Trading Volume Approach)	Regression Analysis (Trading Volume and Firm Size)	ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลบัญชีต่อปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทใหญ่จะน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก
Morse, 1981 (Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earnings Announcements: A Closer Examination)	Regression Analysis (Price and Trading Volume)	ในช่วงของการเปิดเผยรายงานทางบัญชีจะส่งผลกระทบต่อ การประเมินราคาและการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์
Atiase, 1985 (Predisclosure Information, Firm Capitalization, and Security Price Behavior Around Earnings Announcements)	Regression Analysis (Price)	ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลบัญชีต่อการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ของบริษัทขนาดใหญ่จะน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก
Patell and Wolfson, 1984 (The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earning Announcement: A Closer Examination)	Regression Analysis (Price)	นักลงทุนตอบสนองต่อการเปิดเผยข้อมูลบัญชีที่เปิดเผยหลังจาก 30 นาทีที่มีการเปิดเผย



ผู้วิจัย (ชื่อเรื่องที่ศึกษา)	ระเบียบวิธีวิจัย (ประเด็นที่ศึกษา)	ผลการวิจัย
สุมีนา เปียประเสริฐ, 2540 (ผลกระทบจากการประกาศ กำไรต่อราคาหลักทรัพย์ ศึกษา จากข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย)	Regression Analysis (Price)	นักลงทุนมีปฏิกิริยาตอบสนอง ต่อข่าวร้ายอย่างเกินจริง แต่ ในขณะที่มีข่าวดีออกมา นัก ลงทุนกลับไม่มีปฏิกิริยา ตอบสนองต่อข่าวดี
นิมนวล เขียวรัตน์, 2539 (ผลกระทบของการประกาศ กำไรสุทธิทางบัญชีต่อราคา หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย กรณีความ แตกต่างในความพร้อมของ ข้อมูล)	วิธีการศึกษาเหตุการณ์และ การทดสอบทางสถิติ รวมทั้ง การวิเคราะห์ความถดถอยใน การวิเคราะห์ข้อมูล (ความสัมพันธ์ระหว่างกำไร สุทธิทางบัญชีกับราคา หลักทรัพย์ กรณีความแตกต่าง ในความพร้อมของข้อมูล)	ข่าวผลกำไรมีผลกระทบต่อ ราคาหลักทรัพย์ ซึ่งอาจจะเป็น ผลมาจากราคาหลักทรัพย์ ตอบสนองเกินจริงต่อข่าวสาร กำไร
ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์, 2545 (การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบ ต่อความสามารถของกำไรทาง บัญชีและมูลค่าตามบัญชีใน การใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ หุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย)	วิธีการศึกษาใช้วิธีวิเคราะห์ สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) และการวิเคราะห์ ความถดถอยแบบ ภาคตัดขวาง (Cross- sectional Regression Analysis) (ความสามารถของกำไรทาง บัญชีและมูลค่าตามบัญชี ใน การใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์)	รายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำ ขาดทุนจากการดำเนินงาน หลัก ขนาดของกิจการ รายการตีราคาสินทรัพย์ใหม่ ผลต่างจากอัตราแลกเปลี่ยน เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบทำ ให้มูลค่าตามบัญชี สามารถ อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ มากกว่ากำไรทางบัญชี
พรธรรณิกา รอดวรรณะ, 2539 (ผลกระทบต่อการตอบสนองใน ตลาดของมาตรการการ เปลี่ยนแปลงการบัญชีเงิน ลงทุนในหุ้นจากวิธีราคาทุน)	วิธีการวิเคราะห์ความ แปรปรวนทางเดียว (One-way ANOVA) และการวิเคราะห์ สมการถดถอยปัจจัยเดียว (ผลกระทบของการ	การรายงานผลการ เปลี่ยนแปลงวิธีการบัญชีโดย การปรับผลกระทบสะสมกำไร สุทธิ มีคุณค่าของข้อมูลอย่าง มีสาระสำคัญ ส่วนการ

ผู้วิจัย (ชื่อเรื่องที่ศึกษา)	ระเบียบวิธีวิจัย (ประเด็นที่ศึกษา)	ผลการวิจัย
เป็นวิธีส่วนได้เสีย: การศึกษาเชิงประจักษ์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)	เปลี่ยนแปลงทางการบัญชีเกี่ยวกับเงินลงทุนในหุ้นทุน จากวิธีราคาทุนเป็นวิธีส่วนได้ส่วนเสีย ต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์)	ทดสอบปัจจัยอื่นที่อาจจะเกี่ยวข้อง ผลจากการทดสอบชี้ให้เห็นว่า ไม่มีปัจจัยอื่นๆที่เกี่ยวข้องเลยนอกจาก ชนิดของอุตสาหกรรมเท่านั้น
Kanogporn Narktabtee, (2000) (The Implications of Accounting Information in the Thai Capital Market)	วิเคราะห์ความถดถอยระหว่างผลตอบแทนเกินปกติกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (คุณค่าของข้อมูลส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและกำไรทางบัญชี)	กำไรทางบัญชีมีคุณค่าข้อมูลมากกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เมื่อกำไรทางบัญชีอยู่ในระดับที่มีเสถียรภาพ