

# บทที่ 1

## บทนำ



### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ระบบการเงินของไทยจากอดีตจวบจนปัจจุบัน มีแนวโน้มตามกระแสโลกในการพัฒนาไปสู่ระบบที่ธุรกิจระดมเงินจากตลาดทุน (Market-based finance) มากขึ้น โดยธุรกิจสามารถเลือกใช้เครื่องมือทางการเงินหลายรูปแบบออกจำหน่ายแก่นักลงทุน ด้วยแนวโน้มดังกล่าวจึงส่งผลให้ระบบการเงินที่พึ่งธนาคาร (Bank-based finance) มีบทบาทลดน้อยลง และตลาดทุนมีบทบาทสำคัญเพิ่มขึ้นในการพัฒนาระบบการเงินและเศรษฐกิจของประเทศ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นแหล่งออมทรัพย์และระดมเงินทุนระยะยาวของทั้งภาครัฐและเอกชน หน้าที่สำคัญทางเศรษฐกิจของตลาดหลักทรัพย์ คือ การเป็นศูนย์กลางระหว่างผู้มีเงินทุนส่วนเกินและผู้ขาดแคลนเงินทุน เพื่อให้เกิดความเป็นธรรมและกลไกตลาดที่มีประสิทธิภาพอันเป็นการสร้างระบบการเงินของไทยให้แข็งแกร่งและเติบโตอย่างมั่นคง โดยทั่วไปสภาพการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มีลักษณะเก็งกำไรค่อนข้างสูง เนื่องจากกลุ่มนักลงทุนบุคคลซึ่งเป็นกลุ่มที่มีสัดส่วนการซื้อขายในตลาดมากที่สุด มักมีพฤติกรรมแบบเก็งกำไรเพื่อต้องการผลตอบแทนระยะสั้น แม้ว่าการเก็งกำไรจะช่วยสร้างสภาพคล่องให้แก่ตลาดหลักทรัพย์ แต่ทว่าการเก็งกำไรมากเกินไปก็อาจเป็นเหตุให้ราคาตลาด (ราคาซื้อขาย) ของหลักทรัพย์มีความผันผวนค่อนข้างสูง การที่ตลาดหลักทรัพย์ประกอบไปด้วยนักลงทุนแบบเก็งกำไรเป็นจำนวนมาก จะทำให้ตลาดมีลักษณะเสี่ยงต่อการลงทุนมากขึ้น เพราะนักลงทุนแบบเก็งกำไรจะมีความอ่อนไหวต่อข้อมูลข่าวสารเป็นอย่างมาก ตัวอย่างเช่นในช่วงก่อนปี พ.ศ. 2539 หลักทรัพย์ของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เป็นที่นิยมในการซื้อขายกันมากเนื่องจากการเก็งกำไรได้ครั้งละมาก ๆ ในการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงของราคา ซึ่งทำให้เกิดความผันผวนในตลาดอันเกิดจากความอ่อนไหวต่อข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ ดังนั้น เมื่อมีข่าวด้านลบเกี่ยวกับกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ จึงทำให้นักลงทุนทั้งชาวไทยและชาวต่างชาติเกิดความตระหนกและเทขายหลักทรัพย์ชนิดนี้หลักทรัพย์มีแนวโน้มลดต่ำลงอย่างรวดเร็วอันนำไปสู่การล้มละลายของตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้ ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ยังเป็นผลของการแสวงหาประโยชน์ในรูปแบบของการกระทำด้วยวิธีการต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นการสร้างราคาหลักทรัพย์การใช้ข้อมูลภายใน และการแพร่ข่าวลือ/เท็จ เป็นต้น การอาศัยข้อมูลข่าวสารในการแสวงหาประโยชน์ในรูปแบบต่าง ๆ เป็นข้อบ่งชี้ถึงความไร้ประสิทธิภาพของตลาด โดยเป็นผลจากความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) หรือ การกระจายของข้อมูลอย่างไม่เท่าเทียมกันซึ่งจะนำไปสู่การนำข้อมูลที่ไม่ว่าเทียมกันไปใช้ประโยชน์ในทางมิชอบ อันเป็น

เหตุหนึ่งที่ทำให้เกิดความล้มเหลวในตลาดการเงินและระบบการเงินจนนำไปสู่การเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินและเศรษฐกิจของประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2540

วิกฤตการณ์ทางการเงินและเศรษฐกิจ ส่วนหนึ่งเกิดจากการขยายการลงทุนอย่างไร้ทิศทางในช่วงปี พ.ศ. 2534-2538 โดยการนำเงินไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ด้วยวัตถุประสงค์เพื่อเก็งกำไรจากการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์แทนการนำเงินทุนไปปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตของบริษัท ซึ่งลักษณะการเก็งกำไรดังกล่าวส่งผลทำให้ราคาอสังหาริมทรัพย์และราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้นเกินกว่าปัจจัยพื้นฐานที่แท้จริง อีกทั้งการลงทุนส่วนใหญ่ มิได้คำนึงถึงผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดและความคุ้มค่าจากการลงทุน นอกจากนี้ การปล่อยกู้ยืมอย่างหละหลวมของสถาบันการเงินและบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ให้แก่ภาคธุรกิจต่าง ๆ โดยเฉพาะภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ก่อสร้าง รวมทั้งการซื้อขายหลักทรัพย์มากกว่าการปล่อยสินเชื่อให้แก่ภาคธุรกิจการผลิต การปล่อยสินเชื่อจำนวนมากมีหลักประกันไม่คุ้มหนี้ และการพิจารณาให้สินเชื่อเน้นให้ความสำคัญกับการตีมูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกันมากกว่าการพิจารณาความสามารถในการสร้างรายได้ของทรัพย์สินนั้น สัญญาณของปัญหาทางเศรษฐกิจเริ่มส่อเค้าในช่วงต้นปี พ.ศ. 2539 ตลาดหลักทรัพย์มีความผันผวนจากปัจจัยต่าง ๆ ทั้งภายนอกและภายใน ภาวะการณ์ซื้อขายหลักทรัพย์และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง ทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ได้ปรับตัวลดลงไปด้วย ในขณะที่เดียวกัน แต่ละบริษัทมีความสามารถในการสร้างกำไรถดถอย โดยเฉพาะธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่มีสินค้าล้นตลาดเนื่องจากขายสินค้าไม่ได้ ประกอบกับภาวะหนี้สินอันเกิดจากการระดมเงินทุนในอดีต ยิ่งส่งผลให้ฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของแต่ละบริษัทส่อเค้าที่จะประสบปัญหา บริษัทจดทะเบียนบางแห่งที่มีปัญหาทางการเงิน ได้พยายามปกปิดปัญหาด้วยการปิดบังข้อมูลหรือเปิดเผยข้อมูลในงบการเงินไม่ตรงกับความเป็นจริง รวมทั้งการตกแต่งตัวเลขทางบัญชีเพื่อซุกซ่อนผลขาดทุน จนกระทั่งปลายปี พ.ศ. 2539 วิกฤตเศรษฐกิจยิ่งทวีความรุนแรงมากขึ้น เมื่อสถาบันการเงินและบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์จำนวนมากประสบปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ อันเป็นผลสืบเนื่องมาจากปัญหาขาดสภาพคล่องอย่างรุนแรงของภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ จึงทำให้ธุรกิจอื่นที่มีความเกี่ยวเนื่องและได้ลงทุนในภาคธุรกิจดังกล่าว ประสบปัญหาตามไปด้วย ในขณะที่เดียวกัน ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เริ่มมีการปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง กระทั่งการโจมตีค่าเงินบาท ทำให้รัฐบาลประกาศใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการเมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม พ.ศ. 2540 ผลจากการประกาศใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบใหม่ส่งผลให้สถาบันการเงินและบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จำนวนมากที่มีการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศ มีมูลค่าหนี้ที่เพิ่มขึ้นประกอบกับภาวะขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน เป็นเหตุให้สถาบันการเงินและบริษัทจดทะเบียนหลายแห่งต้องถูกปิดกิจการไป ในช่วงเวลานั้น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด.) ได้ตรวจพบการแสวงหาประโยชน์และการฉ้อฉล

หลายรูปแบบ ซึ่งได้กระทำในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ ไม่ว่าจะเป็นกรณีผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนบางแห่ง มีการทุจริตฉ้อโกงเงินของบริษัทโดยยกยอกเงินไปใช้ส่วนตัวด้วยการปลอมแปลงเอกสารทางบัญชี การปกปิดข้อมูล การเปิดเผยข้อมูลบัญชีในงบการเงินไม่เพียงพอและไม่ตรงกับความเป็นจริง การใช้มาตรฐานการบัญชีเป็นกลยุทธ์ในการตกแต่งรายการทางบัญชี การเข้าแทรกแซงใช้ข้อมูลภายในที่ยังไม่เปิดเผยต่อสาธารณชนเพื่อแสวงหาประโยชน์ส่วนตน รวมทั้งยังพบการกระทำความผิดเนื่องจากการไม่ปฏิบัติตามมาตรฐานเยี่ยงผู้ประกอบการวิชาชีพของผู้สอบบัญชีรับอนุญาต ดังนั้น วิกฤตการณ์ทางการเงินและเศรษฐกิจ จึงอาจเรียกได้ว่าเป็นวิกฤตการณ์ความไม่สมมาตรของข้อมูล

บทเรียนจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ทำให้สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด. รวมทั้งองค์กรและหน่วยงานอื่น ๆ ได้ร่วมกันกำหนดข้อบังคับ ระเบียบ กฎเกณฑ์ และมาตรการต่าง ๆ ให้มีความเข้มงวดและชัดเจนยิ่งขึ้น เพื่อฟื้นฟูระบบการเงินและสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุน ด้วยการพัฒนาข้อมูลและระบบการเปิดเผยข้อมูลให้มีมาตรฐานและเป็นสากลมากขึ้น ไม่ที่จะเป็นการยกระดับมาตรฐานการบัญชีให้ทัดเทียมสากล การกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนให้จัดทำงบการเงินตามมาตรฐานการบัญชี การเปิดเผยข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุน ความโปร่งใสในการบริหารงานและตรวจสอบได้ รวมทั้งการกระจายข้อมูลข่าวสารให้มีความเท่าเทียมกันมากขึ้น นอกจากนี้ ยังได้กำหนดบทลงโทษสำหรับผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนหากกระทำความผิดในฐานะเอาเปรียบนักลงทุนและสำหรับผู้สอบบัญชีหากไม่ปฏิบัติตามมาตรฐานเยี่ยงผู้ประกอบการวิชาชีพ

แม้ว่ามาตรฐานการบัญชีในปัจจุบัน จะมีแนวทางในการปฏิบัติที่ชัดเจน การบังคับใช้กฎหมายบัญชีที่เข้มงวด ตลอดจนการผลักดันและส่งเสริมแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good governance) ด้วยการให้ผู้บริหารมีหน้าที่รับผิดชอบต่อการจัดทำงบการเงินและการเปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้อง ครบถ้วน และทันต่อเหตุการณ์ แต่ก็ยังไม่เป็นที่เชื่อมั่นของนักลงทุนในปัจจุบันต่อความโปร่งใสของผู้บริหารในการจัดทำงบการเงินและการเปิดเผยข้อมูลที่มีความถูกต้องครบถ้วน เนื่องจากความเสียหายในอดีตอันเกิดจากการปกปิดปัญหาและบิดเบือนข้อมูลในงบการเงินกระทั่งธุรกิจเกิดความเสียหายยากที่จะแก้ไขได้ จนเป็นเหตุให้ธุรกิจต้องล้มละลายไป ยังคงเป็นสิ่งบั่นทอนความเชื่อมั่นของนักลงทุนมาจนถึงทุกวันนี้

ในสภาวะการณ์ความไม่แน่นอนและความผันผวนทางเศรษฐกิจในปัจจุบัน ซึ่งอาจจะนำไปสู่วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจได้ทุกเมื่อ การลงทุนในหลักทรัพย์ย่อมมีความเสี่ยงเกิดขึ้นอยู่เสมอ นักลงทุนจำเป็นต้องอาศัยข้อมูลข่าวสารประกอบการตัดสินใจ โดยใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิคควบคู่กับการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน เพื่อลดความไม่แน่นอนและความเสี่ยงจากการลงทุนตลอดจนกระจายความเสี่ยงได้อย่างเหมาะสม บทเรียนหนึ่งที่ได้รับจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ก็คือ การตัดสินใจด้วยการอาศัยข้อมูลตัวเลขการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์และมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาหนึ่งมาคาดคะเนแนวโน้มราคาหลักทรัพย์ในอนาคต

เพียงอย่างเดียวโดยไม่พิจารณาปัจจัยพื้นฐานของธุรกิจ ซึ่งได้เคยก่อให้เกิดความเสียหายแก่นักลงทุนเป็นอย่างมาก

การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ได้แก่ การวิเคราะห์ความสามารถในการสร้างรายได้ ลักษณะการแข่งขันในอุตสาหกรรม ผลประกอบการ โอกาสทางธุรกิจ ภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจ การเมือง นโยบายของรัฐบาล เป็นต้น การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับการใช้ข้อมูลบัญชีของบริษัทในการวิเคราะห์มูลค่าหลักทรัพย์และพยากรณ์การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในอนาคต ก็คือ การวิเคราะห์เสถียรภาพของกำไร โดยกำไรที่มีเสถียรภาพต่ำจะสะท้อนว่า กำไรในปีปัจจุบันผันผวนจากงวดก่อนเป็นอย่างมาก อันเป็นผลจากการที่กำไรทางบัญชีประกอบด้วยรายการที่เกิดขึ้นเพียงชั่วคราวเป็นจำนวนมาก ฉะนั้น กำไรในปีปัจจุบันจึงไม่สะท้อนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานส่วนเกิน (Free cash flows) ในอนาคตได้ ในทางกลับกัน กำไรที่มีเสถียรภาพสูง จะสะท้อนว่า กำไรในปีปัจจุบันไม่ผันผวนจากงวดก่อน โดยเป็นผลจากการที่กำไรทางบัญชีประกอบด้วยรายการประจำที่เกิดขึ้นบ่อยเป็นจำนวนมาก ฉะนั้น กำไรในปีปัจจุบัน จึงสะท้อนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานส่วนเกินในอนาคตที่มีความสม่ำเสมอและยั่งยืน ดังนั้น เมื่อกำไรมีเสถียรภาพสูง นักลงทุนโดยส่วนใหญ่จะให้ ความสำคัญกับกำไรทางบัญชีในการใช้คาดการณ์ผลตอบแทนหลักทรัพย์มากกว่าเมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ เพราะกำไรที่มีเสถียรภาพสูงจะเป็นเครื่องมือที่ดีในการใช้ประเมินกระแสเงินสดของธุรกิจและนำไปสู่การคาดการณ์กำไร/กระแสเงินสดที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับในอนาคต รวมทั้งช่วยจัดสรรทรัพยากรการลงทุน การประเมินทางเลือก ตลอดจนการออกแบบกลยุทธ์การลงทุนให้ได้รับผลตอบแทนสูงสุดภายใต้ระดับความเสี่ยงที่เหมาะสม แต่เมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ นักลงทุนโดยส่วนใหญ่จะให้ความสำคัญกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการใช้คาดการณ์ผลตอบแทนหลักทรัพย์มากกว่ากำไรทางบัญชี

จากมูลเหตุข้างต้น เป็นแรงจูงใจให้ทำการศึกษาเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีกับความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ที่เพิ่มขึ้นในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ (พ.ศ. 2537-2539) และในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ (พ.ศ. 2543-2545) รวมทั้งการเปรียบเทียบระหว่างผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจว่า มีความแตกต่างกันหรือไม่ อย่างไร ซึ่งผลงานวิจัยในอดีตของตลาดหุ้นไทยยังไม่พบการศึกษาในเรื่องดังกล่าวอย่างจริงจัง ผู้วิจัยเน้นทำการศึกษาบริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ประกอบด้วยหมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (Property Development) และธุรกิจวัสดุก่อสร้างและเครื่องตกแต่ง (Building and Furnishing Materials)) เพราะเป็นภาคธุรกิจที่มีวัฏจักรการดำเนินงานสัมพันธ์โดยตรงกับสถานะเศรษฐกิจไทยเป็นอย่างมาก ฉะนั้น การดำเนินงานของภาคธุรกิจดังกล่าว จึงส่งผลกระทบต่อภาคธุรกิจอื่นและระบบเศรษฐกิจไทยอยู่ตลอดเวลา ดังต่อไปนี้

1.1 เนื่องจากอสังหาริมทรัพย์ถือเป็นปัจจัยการผลิตขั้นพื้นฐานในการดำเนินงานของกิจการส่วนใหญ่ การเพิ่มขึ้นของราคาและค่าเช่าอสังหาริมทรัพย์ ย่อมทำให้ธุรกิจอื่น ๆ ได้รับความกระทบจากต้นทุนที่เพิ่มขึ้นด้วย

1.2 ภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เป็นภาคที่มีมูลค่าการผลิตค่อนข้างสูงโดยเฉพาะในช่วงก่อนปี พ.ศ. 2539 จึงก่อให้เกิดการจ้างงานสูงด้วย เมื่อภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีผลประกอบการถดถอยอันเป็นผลจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ จึงทำให้การจ้างแรงงานลดน้อยลง ก่อให้เกิดอัตราว่างงานสูงขึ้น

## ปัญหาการวิจัย

จากมูลเหตุข้างต้น ผู้วิจัยได้สรุปเป็นปัญหาการวิจัย ดังนี้

(1) ผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

(2) ผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยเปรียบเทียบช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจว่า มีความแตกต่างกันหรือไม่ อย่างไร

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้ มีวัตถุประสงค์ในการศึกษา ดังนี้

1.2.1 เพื่อศึกษาผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจของบริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.2.2 เพื่อศึกษาผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยเปรียบเทียบช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจของบริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 1.3 สมมติฐานของการวิจัย

สมมติฐานการวิจัยของงานวิจัยฉบับนี้ ได้แบ่งออกเป็น 2 ส่วนใหญ่ ตามวัตถุประสงค์ของการวิจัย ดังนี้

### 1.3.1 สมมติฐานทดสอบความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ และผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

สืบเนื่องจากกำไรทางบัญชีตั้งอยู่บนเกณฑ์คงค้างที่กำหนดให้ต้องรับรู้รายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีเมื่อเกิดขึ้น มิใช่เมื่อรับจ่ายเงินสด แม้บทการบัญชีได้กำหนดให้กิจการรับรู้รายได้และค่าใช้จ่ายตามเกณฑ์การรับรู้โดยยึดหลักการจับคู่กันระหว่างรายได้กับค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้อง ทำให้กำไรทางบัญชีเป็นตัววัดผลการดำเนินงานที่สะท้อนถึงสภาพเชิงเศรษฐกิจในช่วงเวลานั้น ได้อย่างเหมาะสม ด้วยเหตุนี้ นักลงทุนจึงให้ความสำคัญกับกำไรทางบัญชีมากกว่าตัวชี้วัดอื่น ผลงานวิจัยในอดีตของไทยและต่างประเทศได้ให้หลักฐานสนับสนุนว่า กำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ผลดังกล่าวเป็นข้อบ่งชี้ว่า กำไรทางบัญชีมีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของนักลงทุน

อย่างไรก็ตาม ผลงานวิจัยบางฉบับได้เสนอแนะว่า กำไรทางบัญชีอาจถูกตกแต่งให้บิดเบือนไปจากความเป็นจริง เนื่องจากมาตรฐานการบัญชีได้กำหนดแนวทางปฏิบัติไว้หลายวิธีสำหรับรายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีเดียวกัน และเปิดโอกาสให้ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการประเมินเหตุการณ์ที่ไม่แน่นอน ซึ่งผู้บริหารที่มีแรงจูงใจในการแสวงหาผลประโยชน์เข้าตนเองได้ใช้ช่องโหว่ของมาตรฐานการบัญชีเป็นเครื่องมือในการตกแต่งตัวเลขกำไรให้เป็นไปตามทิศทางที่ต้องการ โดยอาศัยส่วนประกอบที่เป็นรายการพึงรับพึงจ่าย (accruals) ส่งผลให้กำไรทางบัญชีมีความสามารถในการเปรียบเทียบ ความน่าเชื่อถือ และมีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจลดน้อยลง ผลงานวิจัยในต่างประเทศของ Healy (1985) และ DeAngelo (1986) ได้ตรวจพบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของผู้บริหารกับการเปลี่ยนแปลงในส่วนประกอบกำไรที่เป็นรายการพึงรับพึงจ่ายหมุนเวียน ผลดังกล่าวให้หลักฐานสนับสนุนว่า ผู้บริหารใช้ส่วนประกอบของกำไรที่เป็นรายการพึงรับพึงจ่ายในการตกแต่งตัวเลขทางบัญชี สำหรับส่วนประกอบที่เป็นรายการกระแสเงินสดนั้น เป็นส่วนที่มีโอกาสตกแต่งตัวเลขได้ยาก เพราะเป็นส่วนที่คำนึงถึงการรับจ่ายเงินสดจริง จึงสะท้อนถึงสภาพคล่องที่แท้จริงของกิจการ รวมทั้งเป็นตัวส่งสัญญาณว่า ตัวเลขกำไรทางบัญชีมีคุณภาพหรือไม่ ดังนั้น กระแสเงินสด เป็นอีกหนทางเลือกที่นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน เพราะเป็นตัวชี้วัดที่ได้จัดผลกระทบของการใช้วิธีปฏิบัติทางบัญชีที่แตกต่างกัน ผลงานวิจัยในอดีตของไทยและต่างประเทศ ได้ตรวจพบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ผลดังกล่าวให้หลักฐานสนับสนุนว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของนักลงทุน อย่างไรก็ตาม กระแสเงินสดก็ยังมีข้อบกพร่องในเรื่องของจังหวะเวลาและการจับคู่ของรายการ ซึ่งทำให้กระแสเงินสดอาจไม่ใช่ตัวชี้วัดที่เหมาะสมในการสะท้อนผลประกอบการที่สัมพันธ์กับสภาพเชิงเศรษฐกิจ ด้วยเหตุนี้ จึงทำให้กำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่างมีประโยชน์ต่อนักลงทุนในการใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน ซึ่งนำไปสู่สมมติฐาน ดังนี้

**สมมติฐาน 1** กำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่างมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น

ทั้งนี้ ผลงานวิจัยในอดีตของ Cheng, Liu, and Schaefer (1996) ได้เสนอแนะว่าความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ อาจตั้งอยู่บนเงื่อนไขเสถียรภาพของกำไร โดยหากกำไรมีเสถียรภาพสูง กำไรทางบัญชีจะเป็นเครื่องมือที่ดีในการใช้พยากรณ์ผลตอบแทนหลักทรัพย์ แต่หากว่ากำไรมีเสถียรภาพต่ำ จะทำให้ความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ลดลง กำไรทางบัญชีก็จะเป็นเครื่องมือที่ดีในการใช้พยากรณ์ผลตอบแทนหลักทรัพย์ เพราะหากนำกำไรที่มีเสถียรภาพต่ำไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน อาจทำให้ผลลัพธ์ที่ได้จากการตัดสินใจนั้น เกิดความผิดพลาดได้

นอกจากนั้น ผลงานวิจัยในอดีตยังให้เหตุผลว่า การที่กำไรมีเสถียรภาพต่ำ อาจเป็นเพราะกำไรทางบัญชีมีส่วนประกอบของรายการที่เกิดขึ้นเพียงชั่วคราวเป็นจำนวนมาก โดยรายการดังกล่าวถือเป็นรายการที่ไม่คาดว่าจะเกิดขึ้นอีกในอนาคต ซึ่งจะจำกัดความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ และอาจจะเพิ่มบทบาทในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ให้กับตัววัดอื่นอย่างเช่นกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน จึงนำไปสู่สมมติฐาน ดังนี้

**สมมติฐาน 2** เมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ (สูง) กำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ลดลง (เพิ่มขึ้น) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น (ลดลง)

สมมติฐานการวิจัยข้างต้น ใช้เพื่อทดสอบความมีประโยชน์ของข้อมูลบัญชีในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ซึ่งจะทำให้ทราบถึงความต้องการข้อมูลบัญชีในช่วงระยะเวลาดังกล่าว

**1.3.2 สมมติฐานทดสอบความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ และผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์** โดยเปรียบเทียบระหว่างช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

จากผลงานวิจัยในอดีตของตลาดหุ้นไทยได้ทำการศึกษาความสามารถของกำไรทางบัญชีในช่วงระยะเวลาที่แตกต่างกัน โดยผลงานวิจัยบางฉบับพบว่า กำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก ผลดังกล่าวได้สะท้อนว่า กำไรทางบัญชีมีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของนักลงทุนเป็นอย่างมาก แต่ในขณะเดียวกัน ผลงานวิจัยบางฉบับก็พบว่า กำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์น้อยมาก ผลดังกล่าวได้สะท้อนว่า กำไรทางบัญชีมีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของนักลงทุนน้อยมาก

ซึ่งผลการศึกษาวิจัยที่แตกต่างกัน อาจเป็นเพราะผลจากความแตกต่างในสภาพการณ์ทางเศรษฐกิจและการลงทุน ตลอดจนสภาพแวดล้อมที่เกี่ยวข้องกับข้อมูลในตลาดทุนไทยในแต่ละช่วงระยะเวลา อันส่งผลกระทบต่อเนื่องไปยังความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ฉะนั้น การศึกษาเปรียบเทียบความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตจะช่วยให้เข้าใจถึงการเปลี่ยนแปลงในความต้องการใช้ข้อมูลบัญชี และนำไปสู่การคาดการณ์แนวโน้มของความต้องการใช้ข้อมูลบัญชีในอนาคตได้ ซึ่งนำไปสู่สมมติฐาน ดังนี้

**สมมติฐาน 3** กำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงหลังวิกฤตแตกต่างจากช่วงก่อนวิกฤต

**สมมติฐาน 4** เมื่อกำไรมีเสถียรภาพต่ำ (สูง) ความสามารถของกำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงหลังวิกฤตแตกต่างจากช่วงก่อนวิกฤต

#### 1.4 ขอบเขตการวิจัย

การศึกษาเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีกับความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ที่เพิ่มขึ้นในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจของบริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีขอบเขตการวิจัย ดังนี้

1.4.1 งานวิจัยฉบับนี้ มุ่งเน้นการศึกษาผลกระทบจากเสถียรภาพของกำไรที่มีต่อความสามารถของกำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ที่เพิ่มขึ้นในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ รวมทั้งการเปรียบเทียบระหว่างสองช่วงระยะเวลาดังกล่าว

1.4.2 งานวิจัยฉบับนี้ ได้กำหนดช่วงระยะเวลาก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ คือ พ.ศ. 2537-2539 และช่วงระยะเวลาหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ คือ พ.ศ. 2543-2545 ยกเว้น ในช่วงปี พ.ศ. 2540-2542 ซึ่งเป็นปีที่เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินและผลพวงจากวิกฤตการณ์ทางการเงิน บริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้รับผลกระทบจากวิกฤตดังกล่าวเป็นอย่างมาก นักลงทุนทั้งชาวไทยและชาวต่างชาติขาดความมั่นใจในการลงทุนในตลาดทุนไทย ด้วยการเทขายหลักทรัพย์อย่างหนักจนทำให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนลดต่ำลงอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้มูลค่าการซื้อขายของตลาดโดยรวมลดต่ำลงกว่าปีอื่น ๆ จึงไม่สามารถดึงดูดนักลงทุนใหม่ ๆ ให้เข้ามาลงทุนในตลาดได้ เมื่อไม่มีการลงทุน ไม่มีธุรกรรม ก็ไม่มีการใช้ข้อมูลเพื่อการตัดสินใจ เพราะฉะนั้น การทดสอบเพื่อค้นหาความมีประโยชน์ของข้อมูลบัญชี



ในช่วงปี พ.ศ. 2540-2542 จึงอาจทำให้เกิดความล้มเหลวในการตรวจพบความเกี่ยวข้องกับ การตัดสินใจลงทุนของข้อมูลบัญชี

1.4.3 งานวิจัยฉบับนี้ เน้นการศึกษาบริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่ จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.4.4 ข้อมูลในการศึกษาได้จากฐานข้อมูล SET SMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากฐานข้อมูลกระทรวงพาณิชย์ และจากฐานข้อมูล DATASTREAM ของ ห้องปฏิบัติการทางการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## 1.5 ข้อจำกัดของการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้ มีข้อจำกัดการวิจัย ดังนี้

1.5.1 การวิจัยครั้งนี้ ได้ทำการเปรียบเทียบระหว่างความสามารถของข้อมูลบัญชีในการ อธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนกับหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ โดยไม่ได้คำนึงถึง ผลกระทบของการปรับปรุง ยกเลิก และออกมาตรฐานการบัญชีใหม่ในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทาง เศรษฐกิจ ซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ หาก ได้คำนึงถึงผลกระทบดังกล่าว อาจทำให้ผลการศึกษาแตกต่างไปจากงานวิจัยฉบับนี้

1.5.2 งานวิจัยฉบับนี้ ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทางการเงินที่มีการเปิดเผยต่อ สาธารณชน โดยถือเสมือนหนึ่งว่า กลุ่มตัวอย่างทุกบริษัทที่นำมาใช้ศึกษา ได้นำเสนอข้อมูล ทางการเงินด้วยความถูกต้องครบถ้วน ซึ่งในความเป็นจริงแล้ว อาจจะมีบางบริษัทที่มีการ ปกปิดข้อมูลหรือมีการตกแต่งตัวเลขทางบัญชีก็ได้

1.5.3 งานวิจัยฉบับนี้ ไม่ได้ทำการปรับงบการเงินของบริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และ ก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้เป็นวิธีปฏิบัติทางการบัญชี เดียวกัน เนื่องจากมีข้อจำกัดในเรื่องข้อมูลและความยุ่งยากในการปฏิบัติ จึงอาจทำให้เกิด ความแตกต่างในการบันทึกบัญชีของบริษัทในหมวดธุรกิจดังกล่าว ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อข้อมูล ที่ใช้ในการศึกษาได้

## 1.6 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้ มีคำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย ดังต่อไปนี้

กำไรที่มีเสถียรภาพ (Permanent Earnings) คือ กำไรงวดปัจจุบันที่มีความสม่ำเสมอ และคาดว่าจะเกิดขึ้นอีกในอนาคต จึงเป็นกำไรขาดทุนที่สามารถสะท้อนกระแสเงินสดจากการ ดำเนินงานส่วนเกินในอนาคตได้เป็นอย่างดี เช่น กำไรขาดทุนจากการดำเนินงานตามปกติ

**กำไรที่เกิดขึ้นชั่วคราว (Transitory Earnings)** คือ กำไรงวดปัจจุบันที่ไม่คาดว่าจะเกิดขึ้นอีกในอนาคต จึงเป็นกำไรขาดทุนที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการบ้างแต่ไม่เป็นเครื่องมือที่ดีในการประมาณกระแสเงินสดจากการดำเนินงานส่วนเกินในอนาคต

**กำไรที่ไม่คาดหวัง (Unexpected earnings)** คือ ความคลาดเคลื่อนกันระหว่างกำไรที่เกิดขึ้นจริงกับกำไรที่นักลงทุนคาดหวังว่าจะได้รับในอนาคต

**กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวัง (Unexpected cash flows from operations)** คือ ความคลาดเคลื่อนกันระหว่างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจริงกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่นักลงทุนคาดหวังว่าจะได้รับในอนาคต

**ผลตอบแทนหลักทรัพย์ (Stock Returns)** คือ ผลประโยชน์ที่ได้รับจากการลงทุน ซึ่งคำนวณจากส่วนต่างระหว่างราคาซื้อกับราคาขายบวกด้วยเงินปันผล

## 1.7 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.7.1 เนื่องจากนักลงทุนในตลาดหุ้นไทยโดยส่วนใหญ่มีพฤติกรรมมุ่งเน้นการเก็งกำไรเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนในระยะสั้น ข้อมูลที่นักเก็งกำไรสนใจจึงเป็นข้อมูลอื่นมากกว่าข้อมูลบัญชี เช่น นโยบายของรัฐบาล เสถียรภาพทางการเมือง ราคาหลักทรัพย์ในอดีต เป็นต้น ฉะนั้น งานวิจัยฉบับนี้ จะทำให้ทราบว่า ข้อมูลบัญชีที่จัดทำและนำเสนอโดยนักบัญชีมีหรือไม่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ หรือมีผลกระทบต่อ การตัดสินใจทั้งสองช่วงระยะเวลาก็ได้ หากแต่ความมากน้อยนั้นอาจแตกต่างกัน

1.7.2 เนื่องจากความต้องการของนักลงทุนในการใช้ข้อมูลบัญชีจะสะท้อนถึงทัศนคติและความเชื่อมั่นที่มีต่อข้อมูลบัญชี เมื่อนักลงทุนใช้ข้อมูลบัญชีในการคาดการณ์ผลตอบแทนหลักทรัพย์และความเสี่ยงจากการลงทุน ก็จะทำให้เห็นว่า นักลงทุนมีความเชื่อมั่นว่า ข้อมูลบัญชีมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุน งานวิจัยฉบับนี้ จะให้หลักฐานเกี่ยวกับความต้องการใช้ข้อมูลบัญชีของนักลงทุนในตลาดหุ้นไทยในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ตลอดจนการเปลี่ยนแปลงในความต้องการใช้ข้อมูลบัญชี ซึ่งจะนำไปสู่การคาดการณ์แนวโน้มของความต้องการใช้ข้อมูลบัญชีในอนาคตได้ ตลอดจนสามารถนำไปกำหนดแนวทางในการพัฒนาระบบข้อมูลและการเปิดเผยข้อมูลต่อไป

1.7.3 เพื่อให้ให้นักวิจัย นักวิเคราะห์ทางการเงิน และนักลงทุน ได้เล็งเห็นความสำคัญของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับการใช้ข้อมูลบัญชีเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน ได้แก่ การวิเคราะห์สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจ และการวิเคราะห์เสถียรภาพของข้อมูลบัญชี ซึ่งถือเป็นปัจจัยสำคัญในการวิเคราะห์ ประเมิน หรือกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ นอกจากนี้ ยังต้องคำนึงถึงส่วนประกอบของกำไรว่า เป็นรายการประจำที่เกิดขึ้นบ่อย หรือเป็นรายการที่เกิดขึ้นเพียงชั่วคราว เพื่อให้สามารถประเมินศักยภาพของกำไรได้อย่างถูกต้อง และ

สามารถจัดสรรเงินทุนไปยังธุรกิจที่มีความสามารถในการสร้างกำไรที่ดีกว่าได้อย่างมีประสิทธิภาพ

1.7.4 เนื่องจากตลาดทุนไทยเป็นตลาดเกิดใหม่ (Emerging capital market) ซึ่งอยู่ในขั้นของการพัฒนา งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับข้อมูลบัญชีในตลาดทุนไทยยังคงมีจำนวนน้อย ผลงานวิจัยฉบับนี้ จึงเป็นประโยชน์สำหรับการศึกษา ค้นคว้า วิจัยสำหรับงานวิจัยต่อไปในอนาคตที่ศึกษาเกี่ยวกับความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ และผลกระทบจากเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีที่มีต่อความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ รวมถึงประเด็นใกล้เคียงกับเรื่องดังกล่าว

## 1.8 วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษาเสถียรภาพของข้อมูลบัญชีกับความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ ที่เพิ่มขึ้นในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจของบริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีขั้นตอนการวิจัย ดังนี้

1.8.1 การคำนวณค่าของตัวแปร ได้แก่ กำไรที่ไม่คาดหวัง กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวัง ผลตอบแทนหลักทรัพย์ อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด เป็นต้น เพื่อให้ได้ค่าพารามิเตอร์สำหรับตัวแบบ

1.8.2 การทดสอบเพื่อให้ทราบลักษณะโดยทั่วไปของตัวแปรโดยใช้วิธีการทางสถิติในการวัดค่ากลางและการกระจายของข้อมูล

1.8.3 การทดสอบเพื่อให้ทราบระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามโดยใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์

1.8.4 การทดสอบสมมติฐานการวิจัยโดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ เพื่อทดสอบความแปรปรวนของตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระ ได้แก่

- ตัวแปรเชิงปริมาณ คือ ระดับและการเปลี่ยนแปลงของกำไรทางบัญชี ระดับ และการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

- ตัวแปรเชิงคุณภาพ คือ เสถียรภาพของกำไร และช่วงระยะเวลา ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0 และ 1 จึงนิยมเรียกตัวแปรดังกล่าวว่า ตัวแปรหุ่น (Dummy Variables)

ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ จะพิจารณาผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่มีต่อข้อมูลบัญชีทั้งที่เป็นระดับและการเปลี่ยนแปลง ซึ่งเป็นตัวบ่งชี้ความสามารถของข้อมูลบัญชีในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์

## 1.9 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

ผลงานวิจัยฉบับนี้ มีลำดับขั้นตอนในการนำเสนอ ดังต่อไปนี้

บทที่ 1 บทนำ กล่าวถึง ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา วัตถุประสงค์ของการวิจัย สมมติฐานของการวิจัย ขอบเขตของการวิจัย ข้อจำกัดของการวิจัย คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ และลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

บทที่ 2 ทบทวนวรรณกรรม กล่าวถึง แนวคิดและทฤษฎีต่าง ๆ เกี่ยวกับแนวคิดการตอบสนองของตลาดต่อข้อมูลข่าวสาร ความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของข้อมูลบัญชี รวมทั้งเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ

บทที่ 3 วิธีการดำเนินการวิจัย กล่าวถึง ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง แหล่งที่มาของข้อมูลและการเก็บรวบรวมข้อมูล กรอบแนวความคิดการวิจัย ตัวแบบ ตัวแปร สถิติที่ใช้และแนวทางการวิเคราะห์ข้อมูล

บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล กล่าวถึง ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์และการถดถอยเชิงพหุ รวมทั้งการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ กล่าวถึง การสรุปเนื้อหาสำคัญของการวิจัย อภิปรายผลการวิจัย รวมทั้งข้อเสนอแนะในทางปฏิบัติและสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป