

บทที่ 2

แนวความคิดและวรรณคดีปริทัศน์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่าง กำไรสุทธิทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์และความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูล

การศึกษาและการวิจัยเชิงประจักษ์เกี่ยวกับคุณค่าของข้อมูลกำไรสุทธิรายไตรมาส เป็นแนวทางหนึ่งในการพัฒนาทฤษฎีทางบัญชีเกี่ยวกับพฤติกรรม(Pragmatics theory) ซึ่งเป็นปรากฏการณ์จากการใช้ข้อมูลบัญชีในการคาดคะเนเหตุการณ์ในอนาคต เนื่องจากความหมายของการบัญชีในทางทฤษฎี หมายถึงกระบวนการในการจัดจำแนกประเภทรายการ การวัดค่า และการสื่อสารข่าวสารทางเศรษฐกิจให้กับผู้ใช้ข้อมูลเพื่อประโยชน์ในการตัดสินใจ โดยมีงบการเงินเป็นสื่อกลางที่นำข้อมูลทางเศรษฐกิจของกิจการให้แก่ ผู้ลงทุน เจ้าหนี้ และผู้ใช้ข้อมูลที่สนใจ เพื่อประโยชน์ในการคาดคะเนเหตุการณ์ในอนาคต ถ้าเหตุการณ์ในอนาคตมีผลกระทบต่อประโยชน์ทางเศรษฐกิจของผู้ใช้ การรายงานข้อมูลดังกล่าวจะส่งผลต่อการตัดสินใจทันที เพื่อพิสูจน์ว่าข้อมูลทางบัญชีเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจ จึงต้องตรวจสอบความเกี่ยวข้องกันระหว่างข้อมูลทางบัญชีกับปรากฏการณ์บางอย่างที่สามารถสังเกตและวัดค่าได้ เช่น การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผลจากการใช้ข้อมูลในการตัดสินใจของนักลงทุน เป็นต้น

การวิจัยเชิงประจักษ์เกี่ยวกับผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิทางบัญชีที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูล ของวิธานิพนธ์ฉบับนี้จึงเป็นแนวทางในการพัฒนาทฤษฎีทางบัญชีในประเทศ ซึ่งนำไปอธิบายการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสที่เกิดจากการใช้ข้อมูลกำไรทางบัญชีคาดคะเนกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต โดยควบคุมปริมาณความพร้อมของข้อมูลของบริษัท การพัฒนาทฤษฎีทางบัญชีดังกล่าวจำเป็นต้องอาศัยทฤษฎีทางการเงินเกี่ยวกับตลาดทุน เช่น ทฤษฎีประสิทธิภาพของตลาดทุน(The Efficient Market Hypothesis) และ ตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์(The Capital Asset Pricing Model) เพราะทฤษฎีทางการเงินเหล่านี้นำไปสู่แนวคิดเกี่ยวกับ ความเกี่ยวข้องกันระหว่างกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ และการทำวิจัยเชิงประจักษ์เกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาดทุน คุณค่าของข้อมูลกำไรทางบัญชีและผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงวิธีการบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ ซึ่งได้นำมากล่าวไว้ในบทนี้ นอกจากนี้จะกล่าวถึงแนวคิดเกี่ยวกับความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูล และผลการวิจัยในอดีต เพื่อแสดงให้เห็นว่าความพร้อมของข้อมูลมีผลกระทบอย่างไรต่อราคา

หลักทรัพย์ และจะวัดค่าความพร้อมของข้อมูลของกิจการได้อย่างไร

สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุน

ทฤษฎีราคา กล่าวว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ในตลาดที่มีการแข่งขันสมบูรณ์ภายใต้สถานการณ์ที่แน่นอน ราคาหลักทรัพย์จะเท่ากับราคาตลาด ซึ่งทำให้กำไรในทางเศรษฐกิจ (economic profit) ที่คำนวณจากผลต่างระหว่างผลตอบแทนที่ได้รับหักด้วยเงินลงทุน มีค่าเท่ากับ 0 สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุน เป็นแนวคิดที่ขยายต่อจากทฤษฎีราคาในสถานการณ์ที่แน่นอน โดยประยุกต์กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ในสถานการณ์ที่ไม่แน่นอน Jansen(1978) ได้ให้ความหมายของตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ โดยกล่าวว่า ประสิทธิภาพของตลาดทุนขึ้นอยู่กับชุดของข้อมูลที่สามารถทำให้กำไรในทางเศรษฐกิจโดยเฉลี่ยของตลาดเท่ากับ 0 ชุดของข้อมูลนั้น หมายถึง ข่าวสารที่ประกาศในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งผู้ลงทุนจะได้รับอย่างเท่าเทียมกันและใช้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์

ในสถานการณ์จริงของตลาดทุน อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของหลักทรัพย์หนึ่ง ๆ จะแตกต่างกันขึ้นอยู่กับระดับของความเสี่ยงของหลักทรัพย์ การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของตลาดกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่มีระดับความเสี่ยงที่ต่างกัน จึงจำเป็นต้องปรับอัตราเสี่ยงของหลักทรัพย์ ซึ่งทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์เป็นอัตราผลตอบแทนที่ปรับความเสี่ยงแล้วในทางทฤษฎีเรียกว่า "Risk-adjusted rate of return" (ความหมายของอัตราเสี่ยงและผลกระทบที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของตลาดจะกล่าวในหัวข้อตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ CAMP) ดังนั้นการใช้ค่าเฉลี่ยของกำไรในทางเศรษฐกิจ ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0 เป็นเงื่อนไขในการกำหนดความมีประสิทธิภาพของตลาดทุนในสถานการณ์ที่ไม่แน่นอน จึงพิจารณาจากการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน ในหลักทรัพย์ (R_i) กับอัตราผลตอบแทนของตลาด (R_m) ที่ปรับด้วยอัตราเสี่ยงแล้ว เพราะ ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง ผู้ลงทุนอาจได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ปรับด้วยอัตราเสี่ยงแล้วในอัตราสูงกว่าหรือต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดที่ปรับด้วยอัตราเสี่ยง แต่อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ได้รับตลอดระยะเวลาการลงทุน จะไม่เป็นอัตราเดียวกัน อย่างไรก็ตามโดยเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ปรับด้วยอัตราเสี่ยงแล้วย่อมจะใกล้เคียงกับอัตราผลตอบแทนของตลาด ภายใต้เงื่อนไขดังกล่าวผู้ลงทุนจะกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่คาดหวัง ($E(P_{i,t+1})$) จากชุดของข้อมูลข่าวสาร (Φ) ที่ได้ประกาศในงวดเวลาปัจจุบัน ราคาของหลักทรัพย์ที่คาดหวังจะเป็น ดังนี้

$$E(P_{i,t+1} \setminus \phi_t) = P_{i,t} [1 + E(r_{i,t+1} \setminus \phi_t)]$$

โดยที่

$P_{i,t}$ = ราคาหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$E(r_{i,t+1} \setminus \phi_t)$ = อัตราผลตอบแทนที่คาดการณ์ว่าจะได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ i ณ เวลา $t+1$

ถ้าราคาของหลักทรัพย์ ณ เวลา $t+1$ สูงกว่าราคาหลักทรัพย์ที่คาดหวัง อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงจะสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ในทางตรงข้ามถ้าราคาหลักทรัพย์ ณ เวลา $t+1$ ต่ำกว่า อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงจะต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง เพราะฉะนั้นผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมีค่าเป็นได้ทั้งบวกและลบ ในทางทฤษฎีเรียกผลต่างนี้ว่า “อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ” (Abnormal rate of return) ซึ่งเขียนในรูปของสูตรการคำนวณ ดังนี้

$$v_{i,t+1} = r_{i,t+1} - E(r_{i,t+1} \setminus \phi_t)$$

โดยที่

$v_{i,t+1}$ = อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัท i เวลา $t+1$

$r_{i,t+1}$ = อัตราผลตอบแทนของบริษัท i เวลา $t+1$

ในความหมายของตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัทโดยเฉลี่ยตลอดระยะเวลาการลงทุน จะต้องเท่ากับ 0 ดังนั้นการทดสอบสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุน จึงเป็นการทดสอบอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติในหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยที่เกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาที่มีข้อมูลประกาศในตลาดทุน (ต้นทุนในการจัดหาข้อมูล เท่ากับ 0) ซึ่งการทดสอบสมมติฐานแบ่งลักษณะของตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพเป็น 3 ลักษณะ ดังนี้

1. Weak Form Market Efficiency

ประสิทธิภาพของตลาดทุนในลักษณะนี้ ราคาของหลักทรัพย์จะสะท้อนอย่างเต็มที่ถึงข้อมูลราคาในอดีตที่ผ่านมา การวิเคราะห์การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์จึงใช้เทคนิคการวิเคราะห์อนุกรมเวลา (Time Series Analysis) รวมทั้ง Random Walk Theory ซึ่งกำหนดให้ค่าคาดหวังราคาหลักทรัพย์ในงวดถัดไปเท่ากับราคาหลักทรัพย์ในงวดปัจจุบัน

2. Semistrong Form Market Efficiency

ประสิทธิภาพของตลาดทุนในรูปแบบนี้ ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนอย่างเต็มที่ถึงข้อมูลที่ได้ประกาศสู่สาธารณะ ได้แก่ ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในอดีต ข้อมูลในรายงานทางการเงิน

เงิน และข้อมูลของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่ฝ่ายบริหารได้เปิดเผยแก่สาธารณชน เป็นต้น ภายใต้ข้อสมมติที่ว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวในทันทีที่มีข้อมูลใหม่เข้ามาสู่ตลาด จึงไม่มีผู้ลงทุนรายใดที่จะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในอัตราที่เกินกว่าอัตราผลตอบแทนปกติ

3. Strong Form Market Efficiency

ประสิทธิภาพของตลาดทุนในรูปแบบนี้ ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนอย่างเต็มที่ถึงข้อมูลทั้งหมดที่มีอยู่ ไม่เพียงแต่ข้อมูลในรายงานทางการเงินเท่านั้นแต่ยังรวมถึงข้อมูลเฉพาะของบริษัทซึ่งเป็นข้อมูลภายในที่ไม่ได้มีการเปิดเผยแก่สาธารณชน และข้อมูลราคาในอดีตภายใต้ข้อสมมติฐานนี้ ผู้ที่มีข้อมูลภายในของบริษัทเองก็ไม่สามารถที่จะใช้ข้อมูลดังกล่าวทำอะไรได้เหนือกว่าปกติ

ผลการทดสอบประสิทธิภาพของตลาดทุนในต่างประเทศ โดยทั่วไปหลักฐานที่ได้แสดงให้เห็นว่าประสิทธิภาพของตลาดทุนตรงกับลักษณะของ Semistrong form (Fama, 1976) แนวคิดทางการบัญชีซึ่งเป็นข้อโต้แย้งของสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุนกล่าวว่ารายงานงบการเงินของบริษัทเป็นแหล่งข้อมูลแหล่งเดียวในตลาดหลักทรัพย์ ที่ผู้ลงทุนจะใช้เป็นข้อมูลในการตัดสินใจลงทุน แต่งบการเงินเป็นผลจากวิธีการบัญชีซึ่งฝ่ายบริหารของบริษัทเป็นผู้กำหนดนโยบายบัญชีด้วยเหตุนี้งบการเงินอาจให้ข่าวสารที่บิดเบือนไปจากข้อเท็จจริง และส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ที่กำหนดไม่ถูกต้อง กล่าวคือราคาหลักทรัพย์ที่กำหนดอาจจะสูงกว่าหรือต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริง (Balluff, 1972) จากข้อโต้แย้งนี้จึงมีข้อเสนอให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใช้วิธีการบัญชีแบบเดียวกัน เพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถพิจารณาได้ว่าบริษัทใดเป็นบริษัทที่มีประสิทธิภาพสมควรแก่การลงทุน ข้อโต้แย้งดังกล่าวทำให้เกิดข้อวิพากษ์วิจารณ์เกี่ยวกับวิธีการวัดกำไรทางบัญชี โดยเสนอแนะความคิดเห็นเกี่ยวกับวิธีการวัดกำไรของบริษัทจากผลต่างของมูลค่ากิจการ ณ วันต้นปีกับวันสิ้นปี โดยเชื่อว่าวิธีดังกล่าวช่วยให้การกระจายทรัพยากรในตลาดทุนเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ อย่างไรก็ตามวิธีการวัดกำไรภายใต้แนวคิดนี้ยังมีข้อโต้แย้งตรงที่มูลค่ากิจการจะวัดด้วยมูลค่าปัจจุบัน หรือ ราคาหุ้นในอดีต ซึ่งอาจทำให้ตัวเลขกำไรทางบัญชีไม่มีความหมาย และไม่มีประโยชน์ที่จะนำมาใช้ในการตัดสินใจลงทุน การปรับตัวของระดับราคาหลักทรัพย์ที่เกิดจากการใช้ข้อมูลบัญชีที่ไม่มีความหมาย จะไม่สามารถชี้ให้เห็นถึงประสิทธิภาพของการกระจายทรัพยากรในตลาดทุนได้ จากข้อโต้แย้งนี้ EMH จึงมีสมมติฐานเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ เพื่อยืนยันว่าผู้ลงทุนหรือตลาดใช้ข้อมูลกำไรทางบัญชีในการตัดสินใจลงทุน ถึงแม้ตัวกำไรทางบัญชีมาจากวิธีการบัญชีที่แตกต่างกัน และเพื่อแสดงให้เห็นว่างบการเงินเป็นแหล่งข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์เพียงแหล่งเดียวที่ผู้ลงทุนสามารถใช้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ได้

ภายใต้ EMH ผู้ลงทุนและนักวิเคราะห์ต่างแสวงหาข้อมูลของบริษัทจากแหล่งข้อมูลอื่น ๆ นอกเหนือจากงบการเงินเพื่อใช้ในการประเมินกระแสเงินสดในอนาคตของบริษัท ในกรณีที่เห็นว่าบริษัทมีปัญหาเกี่ยวกับกระแสเงินสด จะมีผลกระทบต่อข้อกำหนดราคาหลักทรัพย์ และส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยอัตราเสี่ยงของหลักทรัพย์แล้ว เพราะราคาหลักทรัพย์ในตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพจะปรับตัวตามอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ซึ่งอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังขึ้นอยู่กับมูลค่ากิจการที่ผู้ลงทุนประเมินขึ้นมาจากข้อมูลที่ได้รับ ด้วยเหตุนี้ถ้าผลการทดสอบชี้ให้เห็นว่า กำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์จริง กำไรทางบัญชีจะเป็นตัววัดมูลค่ากิจการรวมทั้งการเปลี่ยนแปลงมูลค่าของกิจการได้ จึงกล่าวได้ว่า EMH เป็นข้อโต้แย้งของแนวคิดทางบัญชีเกี่ยวกับแหล่งข้อมูลในตลาดทุน โดยเชื่อว่าผู้ลงทุนหรือตลาดสามารถเข้าใจและใช้ข้อมูลกำไรในการประเมินมูลค่ากิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพ ข้อโต้แย้งนี้นำไปสู่ปัญหาทางบัญชี 2 ประการ ดังนี้

1. การเปลี่ยนแปลงวิธีการบัญชีมีผลกระทบต่อตัดสินใจของผู้ลงทุนหรือไม่
2. กำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ หรือไม่

เพื่อตอบปัญหาดังกล่าว นักวิจัยทางการบัญชีจึงทำวิจัยเชิงประจักษ์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ รวมทั้งผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงวิธีการบัญชี ซึ่งในการทำวิจัยจำเป็นต้องสร้างตัวแบบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ เพราะฉะนั้นจึงต้องอาศัยทฤษฎีทางการเงินเกี่ยวกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์และการเชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยของตัวแบบกำหนดราคาหลักทรัพย์กับกำไรทางบัญชี ซึ่งส่วนใหญ่การพัฒนาตัวแบบความสัมพันธ์ดังกล่าว จะได้รับแนวความคิดจากตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ในทางการเงิน ซึ่งจะกล่าวต่อไป

ตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (The capital asset pricing model)

การพัฒนาตัวแบบกำหนดราคาหลักทรัพย์(ต่อไปนี้จะเรียกว่า CAPM) เริ่มต้นจากการพัฒนาภายใต้ข้อสมมติว่า ตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดทุนที่แน่นอนและสมบูรณ์ หมายถึงตลาดทุนที่มีลักษณะต่อไปนี้

1. ผู้ลงทุนสามารถรู้จำนวนกระแสเงินสดในอนาคตและปัจจุบันของบริษัทได้อย่างแน่นอน

2. การลงทุนของผู้ลงทุนคนใดคนหนึ่ง จะไม่มีผลกระทบต่อการลงทุนของผู้ลงทุนคนอื่น

3. ผู้ลงทุนสามารถกู้ยืมเงินลงทุนกันได้ตามอัตราดอกเบี้ยตลาด

4. ไม่มีต้นทุนในการจัดหาข้อมูลข่าวสารรวมทั้งภาษี

5. ผู้ลงทุนทุกคนเป็นคนที่มีความเฉลียวฉลาดในการตัดสินใจ

ภายใต้ข้อสมมตินี้ มูลค่าของกิจการจะเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการ (Hirshleifer, 1958; Fama และ Miller, 1972; Brealey และ Myer, 1984) ซึ่งเขียนในรูปของสูตรการคำนวณ ดังนี้

$$V_{i,0} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_{i,t}}{\prod_{t=1}^{\infty} (1+r_t)}$$

โดยที่

$V_{i,0}$ = มูลค่าปัจจุบันของบริษัท (หลักทรัพย์) i เวลา t

$C_{i,t}$ = กระแสเงินสดในอนาคตที่คาดว่าจะได้รับของบริษัท i เวลา t

r_t = อัตราผลตอบแทน ณ เวลา t

จะสังเกตได้ว่า อัตราผลตอบแทนของบริษัท (r_t) ไม่ได้กำหนดค่าเป็นอัตราผลตอบแทนของบริษัทใด เพราะภายใต้ข้อสมมติเกี่ยวกับตลาดทุนในกรณีนี้ อัตราผลตอบแทนของบริษัทมีค่าเท่ากันและไม่มีความเสี่ยงของหลักทรัพย์ ผลการวิเคราะห์ของ Fisher กล่าวว่าผู้ลงทุนจะตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้จำนวนกระแสเงินสดในอนาคตสูงสุด ส่วนเจ้าของกิจการจะลงทุนในกิจการเพื่อทำให้มูลค่าตลาดของกิจการมีค่าสูงสุด ดังนั้นฝ่ายบริหารจำเป็นต้องตอบสนองต่อความต้องการของผู้ลงทุนหรือเจ้าของกิจการ โดยการทำให้มูลค่าตลาดของกิจการมีค่าสูงสุดเช่นกัน ต่อมา Sharpe (1964) และ Lintner (1965) ปรับปรุงตัวแบบ CAPM ภายใต้ข้อสมมติว่าตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดทุนที่ไม่แน่นอน

ตัวแบบ CAPM เป็นตัวแบบที่ใช้กำหนดราคาหลักทรัพย์ ณ วันต้นปี โดยกำหนดให้มีการลงทุนในหลักทรัพย์ในวันต้นปี และผู้ลงทุนจะได้รับกระแสเงินสดจากการลงทุนในวันสิ้นปี ภายใต้ข้อสมมติต่อไปนี้

1. อัตราผลตอบแทน ในหลักทรัพย์เท่ากับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง
2. ตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดสมบูรณ์

3. ผู้ลงทุนเป็นผู้ที่มีเหตุผลและหลีกเลี่ยงความเสี่ยง และมีความต้องการที่ได้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนสูงสุด
4. ผู้ลงทุนคนอื่น ๆ เป็นผู้ที่มีเหตุผล และมีความคาดหวังในอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง ในลักษณะเดียวกัน
5. มีหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงในตลาด ผู้ลงทุนสามารถกู้ยืมและให้ยืมระหว่างกัน ในอัตราผลตอบแทนเท่ากับอัตราผลตอบแทน ในหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง

จากข้อสมมติข้างต้น ราคาหลักทรัพย์ i ณ วันต้นปีจะเป็นราคาดุลยภาพ ซึ่งมีอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ($E(r_i)$) เป็นฟังก์ชันของ 1) อัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง (r_f) 2) อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของตลาด ($E(r_m)$) 3) ความแปรปรวนร่วมระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i กับอัตราผลตอบแทนของตลาด ($COV(r_i, r_m)$) และ 4) ความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของตลาด ($\sigma^2(r_m)$) ดังนี้

$$E(r_i) = r_f + [E(r_m) - r_f] \frac{COV(r_i, r_m)}{\sigma^2(r_m)}$$

จะเห็นว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจะประกอบด้วย 2 ส่วน คือ ส่วนแรก อัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง (r_f) ส่วนที่ 2 แบ่งเป็น 2 ส่วน คือ ผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของตลาดกับอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง ($E(r_m) - r_f$) ซึ่งเป็นส่วนที่ไม่มี ความแตกต่างกันระหว่างหลักทรัพย์อื่น ๆ และ ส่วนที่เหลือเป็นค่าวัดความเสี่ยงของหลักทรัพย์ ซึ่งจะแตกต่างกันไปในแต่ละหลักทรัพย์ ดังนั้นอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์จะมากหรือน้อย จึงขึ้นอยู่กับขนาดความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้น ในทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio theory) เรียกค่าวัดความเสี่ยงของหลักทรัพย์ว่า เบต้า (Beta) และใช้สัญลักษณ์ β_i แทนขนาดความเสี่ยงของหลักทรัพย์ i ราคาหลักทรัพย์ตามตัวแบบ CAPM ได้จากการแทนค่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ i ($E(r_i)$) ในสมการข้างล่างนี้

$$E(r_i) = [E(C_{i,1}) - V_{i,0}] / V_{i,0}$$

โดยที่

$$V_{i,0} = \text{ราคาหลักทรัพย์ } i \text{ ณ วันต้นปี}$$

$$E(C_{i,1}) = \text{กระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ } i \text{ ณ วันสิ้นปี}$$

หลังจากแทนค่าแล้ว มูลค่าหรือราคาหลักทรัพย์ ณ วันต้นปี จะเป็นดังนี้

$$V_{1,0} = \frac{E(C_{1,1}) - [E(r_M) - r_f] \left[\frac{\text{cov}(C_{1,1}, r_M)}{\sigma^2(r_M)} \right]}{1 + r_f}$$

จะเห็นว่า ราคาหลักทรัพย์ ณ วันต้นปี ภายได้ข้อสมมติตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดทุนที่ไม่แน่นอน แตกต่างไปจากราคาหลักทรัพย์ภายได้ข้อสมมติตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดทุนที่มีความแน่นอน ดังนั้น จากข้อสมมติตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่ไม่แน่นอน ราคาหลักทรัพย์ ($V_{1,0}$) อาจเขียนในรูปตัวแบบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดในอนาคตที่คาดว่าจะได้รับการลงทุนในปัจจุบัน ($E(C_{1,1})$) กับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ($E(R_{1,1})$)

$$V_{1,0} = \frac{E(C_{1,1})}{1 + E(r_1)}$$

จากแนวคิดในการพัฒนาตัวแบบ CAPM ภายได้ข้อสมมติตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่ไม่แน่นอน กรณีช่วงระยะเวลาการลงทุนมากกว่า 1 ปี ราคาหลักทรัพย์ ณ วันต้นปี จะเท่ากับผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับ ซึ่งมีอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเป็นอัตราส่วนลดมูลค่าปัจจุบัน โดยอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจะแตกต่างกันไปในแต่ละปี ถ้าสมมติให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยงที่ราคาหลักทรัพย์ ณ วันต้นปี ขึ้นอยู่กับกระแสเงินสดที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับในอนาคต สำหรับการเชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์จะเกี่ยวข้องกับตัวแบบ CAMP จะกล่าวในข้อต่อไป

ตัวแบบกำหนดราคาหลักทรัพย์ CAPM กับ กำไรทางบัญชี

จากแนวคิดในการพัฒนา CAMP การประกาศกำไรสุทธิจะให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อการลงทุนหรือไม่ จึงขึ้นอยู่กับข่าวสารนั้นจะเกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดในอนาคตและอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ในการพิจารณาความเป็นไปได้ที่กำไรสุทธิในงบกำไรขาดทุนปีปัจจุบันของบริษัท จะสามารถบ่งชี้ถึงกระแสเงินสดของกิจการในปีปัจจุบันและอนาคต จะต้องสมมติให้ผู้ลงทุนไม่มีข่าวสารเกี่ยวกับกระแสเงินสดนอกจากงบการเงินที่มีตัวเลขกำไรสุทธิซึ่งเป็นตัวเลขที่มาจากเปรียบเทียบรายได้และค่าใช้จ่าย โดยไม่คำนึงว่ากิจการจะได้รับเงินสดหรือจ่ายเงินสด อันเนื่องจากรายได้และค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นในปีปัจจุบันหรือไม่ ดังนั้น ถ้าในวันสิ้นปี

กระแสเงินสดที่กิจการได้รับ เท่ากับ $C_{i,t}$ และเงินลงทุนที่ลงไปในวันต้นปี เท่ากับ $I_{i,t}$ ค่าใช้จ่ายซึ่งวัดค่าจากหลักการบัญชี เท่ากับ $D_{i,t}$ กำไรสุทธิทางบัญชีจะคำนวณได้ดังนี้

$$A_{i,t} = C_{i,t} + I_{i,t} - D_{i,t}$$

ภายใต้ความไม่แน่นอนปัจจัยต่าง ๆ เหล่านี้ จะอยู่ในรูปของค่าคาดหวัง(Expected value) ดังนี้

$$E(A_{i,t}) = E(C_{i,t}) + E(I_{i,t}) - E(D_{i,t})$$

ดังนั้นสมการราคาหลักทรัพย์ ณ วันต้นปี อาจเขียนใหม่เพื่อแสดงให้เห็นถึงความเกี่ยวข้องกันระหว่างกำไรสุทธิทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ ได้ดังนี้

$$V_{i,0} = \sum_{t=1}^T \frac{E(A_{i,t}) + E(D_{i,t}) - E(I_{i,t})}{[1 + E(r_t)]^t}$$

ในการทดสอบว่า การประกาศกำไรสุทธิทางบัญชีจะให้ข่าวสารที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์หรือไม่ จะพิจารณาจากความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงระดับราคาหลักทรัพย์กับการเปลี่ยนแปลงระดับกำไรสุทธิ เพื่อป้องกันผลกระทบจากข้อมูลอื่น ๆ ที่อาจมีต่อกระแสเงินสดของกิจการ จึงทำการทดสอบการเปลี่ยนแปลงระดับราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาล้อมรอบวันประกาศกำไร ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงระดับกำไรสุทธิกับระดับราคาหลักทรัพย์ พิจารณาได้จากผลต่างของราคาหลักทรัพย์ ณ วันต้นปีที่ 1 ($V_{i,0}$) กับต้นปีที่ 2 ($V_{i,1}$) โดยอาศัยตัวแบบ CAMP เพื่อให้เข้าใจง่ายสมมติให้ช่วงระยะเวลาในการลงทุน เท่ากับ 2 ปี

$$V_{i,0} = \frac{E_0(C_{i,1})}{1 + E(r_1)} + \frac{E_0(C_{i,2})}{[1 + E(r_1)]^2}$$

$$V_{i,1} = \frac{E_1(C_{i,2})}{1 + E(r_1)}$$

กำหนดให้ $C_{i,1}$ เป็นเงินปันผลที่จ่ายในสิ้นปีที่ 1 อัตราผลตอบแทน ในหลักทรัพย์ i วันสิ้นปีที่ 1 เท่ากับผลต่างของราคาหลักทรัพย์ i ต้นปีที่ 1 กับ ต้นปีที่ 2 ดังนี้

$$r_{i,1} = \frac{V_{i,1} + C_{i,1} - V_{i,0}}{V_{i,0}}$$

แทนค่า $V_{i,0}$ และ $V_{i,1}$ ในสมการข้างต้น อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ณ วันต้นปีที่ 2 เป็นดังนี้

$$r_{i,1} = E(r_{i,1}) + \frac{[C_{i,1} - E_0(C_{i,1})] + \left[\frac{E_1(C_{i,2}) - E_0(C_{i,2})}{1 + E(r_{i,1})} \right]}{V_{i,0}}$$

จากสมการข้างต้น จะเห็นว่า อัตราผลตอบแทน ในหลักทรัพย์ i ณ วันต้นปีที่ 1 จะแตกต่างจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ขึ้นอยู่กับผลต่างระหว่างกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในปีที่ 1 กับ กระแสเงินสดที่ได้รับจริงในปีที่ 1 ($C_{i,1} - E_0(C_{i,1})$) และผลต่างของกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในปีที่ 2 จากการคาดคะเน ณ ต้นปีที่ 1 กับต้นปีที่ 2 ($E_1(C_{i,2}) - E_0(C_{i,2})$) ซึ่งเขียนในรูปสมการของอัตราผลตอบแทนที่ไม่คาดหวัง($v_{i,1}$) ได้ดังนี้

$$v_{i,1} = r_{i,1} - E(r_{i,1}) = \Pi_{i,1} [C_{i,1} - E_0(C_{i,1})]$$

จากสมการต่าง ๆ ที่แสดงในข้างต้น ซึ่งให้เห็นว่าถ้ากำไรสุทธิจะสามารถใช้แทนกระแสเงินสดที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับได้ การปรับเปลี่ยนการคาดคะเนในกระแสเงินสดซึ่งเป็นผลจากกำไรสุทธิที่ประกาศแตกต่างไปจากกำไรสุทธิที่ผู้ลงทุนคาดหวัง จะมีผลกระทบในทางบวกต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่คาดหวัง กล่าวคือ เมื่อกำไรสุทธิที่ไม่คาดหวังมีขนาดใหญ่ขึ้น อัตราผลตอบแทนที่ไม่คาดหวังจะมีขนาดใหญ่ขึ้นด้วย ด้วยเหตุนี้การพัฒนาทฤษฎีบัญชีในช่วงระยะเวลาดังกล่าว จึงให้ความสำคัญกับแนวคิด CAPM และ EMH และนำมาใช้ในการวัดคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีโดยเฉพาะในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งจุดประสงค์ในการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ของนักวิจัยทางบัญชีในระยะแรก มีขึ้นเพื่อสนับสนุนแนวคิดทางการเงินดังกล่าว ซึ่งเป็นหลักฐานที่แสดงให้เห็นว่าข้อมูลกำไรทางบัญชีเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุน และในการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ นักวิจัยนิยมใช้ตัวแบบตลาดทุน(Market model) ในการประมาณค่าอัตราผลตอบแทนที่ไม่คาดหวัง หรือเรียกว่า อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ ซึ่งเป็นตัวแบบความ

สัมพันธเชิงเส้นตรงระหว่างอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนของตลาด ซึ่งจะกล่าวต่อไป

ตัวแบบตลาดทุนของ Sharpe

ตัวแบบความสัมพันธ์ทางตลาดทุนของ Sharpe ถูกพัฒนาขึ้นมาเพื่อใช้คำนวณค่าคาดหวังอัตราผลตอบแทน แนวคิดที่ใช้ในการพัฒนาตัวแบบมาจากแนวความคิดเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนและความเสี่ยง กล่าวคือภายใต้สถานการณ์ไม่แน่นอนผู้ลงทุนจะต้องเผชิญกับความเสี่ยงในการลงทุน เนื่องจากความไม่แน่นอนในผลตอบแทนจากการลงทุนที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงอาจแตกต่างกันไปจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเป็นผลจากสาเหตุ 2 ประการ คือจากสถานะทางตลาดซึ่งในทางทฤษฎีทางการเงินเกี่ยวกับการลงทุนเรียกว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบ และจากคุณลักษณะเฉพาะของกิจการซึ่งเป็นผลมาจากการดำเนินงาน เรียกว่า ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Brigham, 1992) ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่สามารถจัดให้หมดไปได้โดยการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์เป็นรายกลุ่ม (Portfolio Investment) ถ้าตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบของตลาดจะมีค่าเป็นศูนย์ จะเหลือแต่ความเสี่ยงที่เป็นระบบเท่านั้น เพราะฉะนั้นในการประมาณอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ จึงอิงกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนโดยรวมของตลาด หรือดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาด เพราะถือว่าความเสี่ยงที่เป็นระบบเป็นความเสี่ยงที่ตลาดไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ ผลกระทบของภาวะทางตลาดจึงมีต่อหลักทรัพย์โดยรวม ด้วยเหตุนี้ตัวแบบที่ใช้ในการประมาณค่าคาดหวังอัตราผลตอบแทน ของ Sharp จึงอยู่ในรูปของตัวแบบความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างอัตราผลตอบแทน ในหลักทรัพย์ของบริษัทใดบริษัทหนึ่งกับอัตราผลตอบแทนโดยรวมของตลาด ดังนี้

$$R_j = \alpha_j + \beta_j R_m + \epsilon_j$$

โดยที่

R_j = อัตราผลตอบแทนของบริษัท j

α_j = ส่วนประกอบของผลตอบแทนของบริษัท j ที่ไม่ขึ้นกับผลตอบแทนโดยรวมของตลาด

β_j = ค่าสัมประสิทธิ์แสดงการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัท j เมื่อเทียบกับการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนโดยรวมของตลาดซึ่งถือเป็นค่าวัดความเสี่ยงที่เป็นระบบ

R_m = อัตราผลตอบแทนโดยรวมของตลาด

ϵ_j = ส่วนประกอบของอัตราผลตอบแทนที่เหลือ หรือ อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

ข้อสมมติเบื้องต้นของตัวแบบนี้ คือ ผู้ลงทุนเป็นผู้ที่ไม่ชอบเสี่ยง มุ่งที่ผลระยะสั้นมากกว่าระยะยาว มีความคาดหวังที่จะได้รับอรรถประโยชน์สูงสุดโดยคำนึงถึงผลตอบแทนและความเสี่ยงในการเลือกถือหลักทรัพย์ตามหลักทรัพย์โดยรวมของตลาด

นอกจากนี้ยังมีตัวแบบการคำนวณค่าคาดหวังอัตราผลตอบแทน ชื่อว่า Capital Assets Pricing Model ซึ่งไม่ได้นำมาใช้ในวิทยานิพนธ์นี้ เนื่องจากข้อสมมติเบื้องต้นบางประการไม่อาจตั้งเกณฑ์ได้อย่างแน่นอน เช่น ตลาดหุ้นเป็นตลาดสมบูรณ์และนักลงทุนเป็นผู้ที่มีแบบแผนในการตัดสินใจอย่างเดียวกัน และไม่มีขีดจำกัดในเรื่องของเงินทุน เป็นต้น รวมทั้งตัวแปรในตัวแบบบางตัวไม่สามารถวัดค่าได้อย่างถูกต้อง วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงเลือกใช้ ตัวแบบตลาดหุ้น(Market Model)ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง โดยทำการประมาณค่าพารามิเตอร์ในตัวแบบดังกล่าวจากการวิเคราะห์ความถดถอยของอัตราผลตอบแทน ในหลักทรัพย์ด้วยอัตราผลตอบแทนของตลาดที่เกิดขึ้นจริงในช่วงเวลาก่อนประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส และนำมาพยากรณ์อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส ความคลาดเคลื่อนในการพยากรณ์ถือเป็นอัตราผลตอบแทนที่ไม่คาดหวัง ซึ่งเป็นส่วนของอัตราผลตอบแทนที่ไม่เป็นระบบ วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้ใช้อัตราผลตอบแทนที่ไม่เป็นระบบในช่วงเวลาประกาศกำไร เป็นค่าวัดผลกระทบของการประกาศกำไร เช่นเดียวกับการวิจัยทางบัญชีที่ผ่านมา

การวิจัยคุณค่าของข้อมูลกำไรสุทธิทางบัญชี

การศึกษาและการวิจัยคุณค่าของข้อมูลกำไรสุทธิทางบัญชี มีขึ้นเพื่อพิสูจน์ว่าการประกาศกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ได้ให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อตลาดหรือผู้ลงทุนหรือไม่ โดยอาศัยแนวคิดทางทฤษฎีการเงินเกี่ยวกับตลาดหุ้นและผลการวิจัยเชิงประจักษ์เกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาดหุ้น ซึ่งกล่าวว่าการกำไรทางบัญชีเป็นค่าชี้วัดกระแสเงินสดในอนาคตหรือเงินปันผลที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับจากการลงทุน ซึ่งมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ แต่หลักฐานที่แสดงให้เห็นว่าการกำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์นั้นไม่สามารถชี้วัดว่าการประกาศกำไรสุทธิให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อตลาด เพราะผู้ลงทุนอาจได้รับข่าวสารเกี่ยวกับกระแสเงินสดของบริษัทจากแหล่งข้อมูลอื่น ซึ่งแหล่งข้อมูลอื่น ๆ เหล่านี้อาจส่งผลให้ประโยชน์ของข่าวสารจากการประกาศกำไรสุทธิของบริษัทลดน้อยลง จากการค้นคว้าผลงาน

วิจัยในอดีต พบว่ามีการวิจัยเชิงประจักษ์หลายฉบับที่เกี่ยวข้องกับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ สรุปได้ดังนี้

1. คุณค่าของข้อมูลกำไรสุทธิประจำปี

1) Ball และ Brown (1968)(ต่อไปใช้ตัวย่อ BB) ทำการประเมินคุณค่าของตัวเลขกำไรสุทธิประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก โดยการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิประจำปี กับตัวเลขกำไรที่ประกาศ สมมติฐานการวิจัยของ BB กล่าวว่า การประกาศกำไรสุทธิประจำปีจะเป็นประโยชน์ต่อตลาด เพราะการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในวันประกาศกำไรสุทธิประจำปีมีความสัมพันธ์กับตัวเลขกำไรสุทธิที่ประกาศ ในระเบียบวิธีการวิจัยได้กำหนดวิสัยทัศน์กำไรที่คาดหวัง(Expected earning) 3 วิธี คือ 1) ค่าคาดหวังของการเปลี่ยนแปลงในกำไรสุทธิของบริษัท i ในปีปัจจุบัน เท่ากับ ค่าคงที่(ค่าตัดแกน Y ในสมการถดถอย) บวก ผลคูณระหว่างค่าความลาดชัน(Slope) กับ ค่าเฉลี่ยของการเปลี่ยนแปลงในกำไรสุทธิของตลาดในปีปัจจุบัน 2) ค่าคาดหวังของการเปลี่ยนแปลงในกำไรต่อหุ้นของบริษัท i เท่ากับ ค่าคงที่ บวกผลคูณระหว่างค่าความลาดชันกับค่าเฉลี่ยของการเปลี่ยนแปลงในกำไรต่อหุ้นของตลาดในปีปัจจุบัน 3) ค่าคาดหวังของการเปลี่ยนแปลงในกำไรต่อหุ้นของบริษัท i ปีปัจจุบันเท่ากับ 0 หลังจากที่ได้พยากรณ์ค่าคาดหวังของการเปลี่ยนแปลงในกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนแต่ละบริษัทแล้ว จะนำมาหักออกจากค่าเปลี่ยนแปลงในกำไรสุทธิที่เกิดขึ้นจริง เพื่อหาค่ากำไรที่ไม่คาดหวัง ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงในกำไรสุทธิที่ไม่คาดหวังของบริษัทจดทะเบียนแต่ละบริษัท มี 3 จำนวนตามวิธีการที่ใช้พยากรณ์การเปลี่ยนแปลงในกำไรสุทธิที่คาดหวัง ซึ่ง BB ใช้ค่ากำไรที่ไม่คาดหวัง เป็นตัวแปรที่สะท้อนถึงข่าวสารที่ผู้ลงทุนได้รับในวันประกาศกำไรสุทธิประจำปีเพื่อนำไปทดสอบความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ การคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติในหลักทรัพย์ i ประจำเดือนที่ประกาศกำไรสุทธิ ได้จากค่าความคลาดเคลื่อนในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ i จากตัวแบบตลาดทุนของSharpe BB ใช้ราคาหลักทรัพย์รายเดือนจำนวน 60 เดือนก่อนหน้าเดือนที่ประกาศกำไรสุทธิประจำปี ในการประมาณค่าพารามิเตอร์ในตัวแบบตลาดทุนเพื่อสร้างตัวแบบในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของเดือนที่ประกาศกำไรสุทธิ ซึ่งจะคำนวณเป็นรายบริษัท/รายปี ตั้งแต่ ปีค.ศ. 1957 ถึง 1965 รวม 9 ปี

BB พบว่าในช่วงระยะเวลาที่ศึกษา อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติในหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับกำไรที่ไม่คาดหวังซึ่งเป็นหลักฐานที่แสดงว่าการประกาศกำไรสุทธิประจำปีให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อตลาด โดยข่าวสารดังกล่าวจะสะท้อนอยู่ในระดับราคาหลัก

ทรัพย์สินที่เปลี่ยนแปลงไป นอกจากนี้ยังกล่าวไว้ว่าข่าวสารที่ผู้ลงทุนได้รับรู้จากการประกาศกำไรสุทธิประจำปีส่วนใหญ่ (85-90%) จะสะท้อนอยู่ในระดับราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไปในช่วงระยะเวลาก่อนประกาศกำไรสุทธิ ซึ่งเป็นสิ่งที่แสดงให้เห็นว่าการประกาศกำไรสุทธิถึงแม้จะเป็นประโยชน์ต่อตลาด แต่การประกาศกำไรสุทธิของบริษัทอาจให้ข้อมูลข่าวสารที่ไม่ทันเวลา

การวิจัยของ BB มีข้อจำกัดในส่วนของช่วงเวลาที่ใช้ในการทดสอบคุณค่าของข้อมูลกำไร (Window dressing) เป็นช่วงระยะเวลาที่ยาว รวม 12 เดือน เพราะจากค่าชี้วัดผลกระทบของการประกาศกำไรประจำปีต่อราคาหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทดสอบ ซึ่งเรียกว่า API (The abnormal performance index) คำนวณจากค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม 12 เดือนก่อนเดือนประกาศกำไรของตลาดหลักทรัพย์ (ซึ่งกำหนดให้เป็นเดือนที่ 0) เขียนเป็นสูตรทางคณิตศาสตร์ ดังนี้

$$API_m = \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N \prod_{m=-11}^m (1 + v_{n,m})$$

โดยที่

API_m = ค่าเฉลี่ยของมูลค่าของหลักทรัพย์ n เดือนที่ m จากการลงทุนในหลักทรัพย์มูลค่า 1 ดอลลาร์ n เดือนก่อนเดือนที่ m 12 เดือน

$v_{n,m}$ = อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติในหลักทรัพย์ n ณ เดือน m

จากการคำนวณ API n เดือนที่ประกาศกำไร ($m = 0$) ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีกำไรที่ไม่คาดหวังเป็นบวกและลบ พบว่า API มีค่าเป็นบวก และ ลบ ตามลำดับ ค่า API ที่ได้จึงรวมเอาผลกระทบของข่าวสารจากแหล่งข้อมูลอื่นนอกจากการประกาศกำไรสุทธิประจำปี จากข้อจำกัดของการวิจัยฉบับนี้ การวิจัยคุณค่าข้อมูลกำไรทางบัญชีที่ประกาศในตลาดหลักทรัพย์ในระยะต่อมายังได้พัฒนาระเบียบวิธีวิจัยโดยวัดค่ากำไรที่ไม่คาดหวังเป็นรายไตรมาส และกำหนดช่วงเวลาดทดสอบสั้นกว่าเดิม

2) Brown(1970) ใช้ระเบียบวิธีวิจัยของ BB ในการตรวจสอบคุณค่าของข้อมูลกำไรสุทธิประจำปี โดยใช้หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศออสเตรเลีย จำนวน 118 หลักทรัพย์และใช้ข้อมูลของหลักทรัพย์เหล่านี้ในช่วงระยะเวลาดังแต่ปี ค.ศ. 1959-1968 กำไรที่ไม่คาดหวังจะคำนวณจากผลต่างระหว่างกำไรที่เกิดขึ้นจริงกับค่าคาดหวังของกำไรสุทธิประจำปี โดยกำหนดให้ค่าคาดหวังของกำไรสุทธิปีปัจจุบันเท่ากับกำไรสุทธิของปีที่แล้ว ผลการทดสอบที่ได้สอดคล้องกับผลการวิจัยของ BB (1968) กล่าวคือ API ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีกำไรที่ไม่คาดหวังเป็นบวกมีค่ามากกว่า 1 ตรงข้ามกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีกำไรที่ไม่คาดหวังเป็นลบ มีค่าน้อยกว่า 1 แสดงว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติในกลุ่มบวก

จะมีค่าเป็นบวกและในกลุ่มลบมีค่าเป็นลบ จึงกล่าวได้ว่าทิศทางของการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์จะเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับกำไรที่ไม่คาดหวัง

ข้อสังเกตประการหนึ่งซึ่งเป็นพฤติกรรมที่แตกต่างจากกรณีตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก คือ การปรับตัวของระดับราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาก่อนประกาศกำไร (12 เดือน ก่อนเดือนประกาศกำไรสุทธิประจำปี) มีขนาดเล็กกว่าการปรับตัวของระดับราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก แต่ในเดือนที่ประกาศกำไรสุทธิประจำปีการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์มีขนาดใหญ่กว่า แสดงว่าการประกาศกำไรสุทธิประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย ให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อตลาดทุนมากกว่าในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ซึ่งเป็นผลจากตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียมีการประกาศกำไรระหว่างปี 2 ครั้ง ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กมีการประกาศกำไรระหว่างปี ๑ และ 4 ครั้งอีกประการหนึ่งตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนซึ่งมีขนาดกิจการเล็กกว่าตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก แหล่งข้อมูลอื่น ๆ ที่สามารถให้ข่าวสารแก่ผู้ลงทุนมีน้อยกว่า ดังนั้นการประกาศกำไรสุทธิประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียจึงมีประโยชน์มากกว่า เพราะสามารถให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อตลาดทุน

2. คุณค่าของข้อมูลกำไรสุทธิรายไตรมาส

เนื่องจากการวิจัยของ BB(1968) ให้หลักฐานแสดงถึงความสามารถในการอธิบายการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ของข่าวผลกำไรของบริษัทจากประกาศกำไรสุทธิประจำปี จะอยู่ในระดับ 10 - 15 % ของข่าวสารทั้งหมด(Watt และ Zimmerman, 1986) จึงเป็นไปได้ที่การประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสในบางระหว่างกาลของบริษัทจดทะเบียน จะให้ข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดในอนาคต ซึ่งทำให้มีการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ตามทิศทางของการเปลี่ยนแปลงกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในช่วงเวลาก่อนเดือนที่จะมีการประกาศกำไรสุทธิประจำปี จึงอาจกล่าวได้ว่าข่าวสารที่ผู้ลงทุนได้รับจากการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส จะสะท้อนอยู่ในระดับราคาของหลักทรัพย์ที่ปรับตัวไปในช่วงระยะเวลาก่อนประกาศกำไรสุทธิประจำปีมากกว่า 10 - 15 % ของข่าวสารทั้งหมด นอกจากนี้อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติในเดือนที่ประกาศกำไรที่วัดได้อาจมีค่าต่ำกว่าความเป็นจริงส่งผลให้คุณค่าของกำไรสุทธิประจำปีต่ำกว่าความเป็นจริงไปด้วย เพราะการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสทำให้ราคาของหลักทรัพย์ปรับตัวในช่วงต้นเดือนที่จะมีประกาศกำไรสุทธิประจำปี(สิ้นเดือนที่ -1) ดังนั้นการปรับตัวของระดับราคาหลักทรัพย์ในเดือนที่ประกาศกำไรสุทธิประจำปี จึงเป็นผลจากกำไรสุทธิรายไตรมาสที่ประกาศระหว่างปีมากกว่าจากการประกาศกำไรสุทธิประจำปีของปีก่อน ด้วยเหตุนี้ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผล

ตอบแทนที่ไม่ปกติในเดือนที่ประกาศกำไรสุทธิประจำปีกับกำไรที่ไม่คาดหวังที่พบว่ามีนัยสำคัญ จึงอาจเป็นความสัมพันธ์ที่เกินจริง ข้อสังเกตที่ได้นี้ทำให้นักวิจัยทางบัญชีเปลี่ยนวิธีการวัดอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติจากรายเดือนมาเป็นรายสัปดาห์หรือรายวันแทน เช่น Foster(1977) ใช้ระเบียบวิธีวิจัยของ BB(1968) โดยเปลี่ยนมาทดสอบคุณค่าข้อมูลกำไรสุทธิรายไตรมาส และวัดค่าอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติเป็นรายวัน รวมทั้งการพัฒนาตัวแบบการพยากรณ์กำไรแบบอนุกรมเวลา

1) Foster (1977) ทำการตรวจสอบคุณค่าของข้อมูลกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก จำนวน 69 บริษัท ระยะเวลาที่ทดสอบ รวม 9 ปี ตั้งแต่ ค.ศ. 1964-1974 Foster ใช้ระเบียบวิธีวิจัยที่แตกต่างไปจากการวิจัยของ BB (1968) กล่าวคือ ใช้การวิเคราะห์อนุกรมเวลาแบบ Box-Jenkins(B-J) เพื่อพยากรณ์กำไรสุทธิรายไตรมาสในงวดถัดไป โดยต้องการเปรียบเทียบความสามารถของตัวแบบการพยากรณ์กำไรที่ได้กับวิธีการพยากรณ์กำไรที่กำหนดให้การเปลี่ยนแปลงกำไรที่คาดหวังเป็น 0 (การเปลี่ยนแปลงในระดับราคาหลักทรัพย์ในงวดถัดไปเป็นแบบ Random walk) และการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติจะคำนวณจากผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของบริษัท กับค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์(Portfolio) ซึ่งจะคำนวณเป็นรายวัน อัตราผลตอบแทนรายวันจะคำนวณจากสูตรต่อไปนี้

$$r_{i,t} = \log_e [(P_{i,t} + DPS_{i,t})/P_{i,t-1}]$$

โดยที่

$P_{i,t}$ = ราคารายวันของหลักทรัพย์ i ณ วันที่ t

$DPS_{i,t}$ = อัตราเงินปันผลต่อหุ้นของหลักทรัพย์ i ณ วันที่ t

\log_e = ลอการิทึมธรรมชาติ

Foster ตั้งสมมติฐานว่าการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสจะให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อตลาดหุ้น ต่อเมื่อทิศทางการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในวันประกาศกำไรมีความสัมพันธ์กับทิศทางของการเปลี่ยนแปลงในกำไร โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็น 2 กลุ่มตามทิศทางของกำไรที่ไม่คาดหวังของบริษัทจดทะเบียน และใช้ค่าสถิติ χ^2 ในการทดสอบความสัมพันธ์ของทิศทาง ดังกล่าวในแต่ละกลุ่ม พบว่า ค่า χ^2 ที่คำนวณได้เท่ากับ 130 ทำให้ไม่สามารถยอมรับสมมติฐานหลักได้ แสดงว่าการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เป็นไปในทิศทางเดียวกับการเปลี่ยนแปลงในกำไรสุทธิรายไตรมาส นอกจากนี้ Foster ได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทน

แทนที่ไม่ปกติสะสม 40 วันล้อมรอบวันประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสกับกำไรที่ไม่คาดหวัง โดยใช้ค่าเฉลี่ยระหว่างบริษัทในกลุ่มที่มีกำไรที่ไม่คาดหวังเป็นบวกและลบ พบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ Foster กล่าวว่าโดยรวมแล้วการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในกรณีกำไรที่ไม่คาดหวังเป็นบวกจะสูงขึ้นประมาณ 2 % ในช่วง 2 วันก่อนประกาศกำไร แต่ในกรณีเป็นลบจะลดลงประมาณ 1 % ผลการวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่า การประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสได้ให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อตลาดทุน ซึ่งทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกับกำไรที่ไม่คาดหวัง ระดับราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงในวันประกาศกำไรสุทธิจึงสะท้อนถึงข่าวสารที่ผู้ลงทุนได้รับ

2) Brown และ Kennelly(1972) ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างทิศทางการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสกับทิศทางของกำไรที่ไม่คาดหวัง โดยใช้ API เป็นตัววัดการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เช่นเดียวกับ BB(1968) จากกลุ่มตัวอย่างซึ่งประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อเมริกา(U.S stock market)จำนวน 94 บริษัท ระยะเวลาที่ศึกษาดังแต่ ปี ค.ศ. 1958-1967 รวม 10 ปี พบว่าทิศทางการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับทิศทางของกำไรที่ไม่คาดหวัง

3. ขนาดของกำไรที่ไม่คาดหวังกับค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

Beaver, Clarke และ Wright (1979)(ต่อไปใช้ตัวย่อ BCW) ทำวิจัยเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่ไม่เป็นระบบของบริษัทจดทะเบียนกับกำไรที่ไม่คาดหวัง เพื่อพิสูจน์ว่าขนาดของกำไรที่ไม่คาดหวังมีผลกระทบต่อปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ โดยคาดว่า ในขณะที่กำไรที่ไม่คาดหวังมีขนาดใหญ่ขึ้น อัตราผลตอบแทนที่ไม่เป็นระบบจากการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ประกาศกำไรสุทธิประจำปีจะมีขนาดใหญ่ขึ้นด้วย ข้อคิดเห็นของ BCW พัฒนาจากแนวคิดเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกำไรกับราคาหลักทรัพย์ซึ่งกล่าวไว้ใน CAPM ดังสมการข้างล่างนี้

$$v_{i,t} = [1+E(r_t)] \left[\frac{C_{i,t} - E_{t-1}(C_{i,t})}{E_{t-1}(C_{i,t})} \right]$$

โดยที่ $v_{i,t}$ คือ มูลค่าหรือราคาหลักทรัพย์ และ $E(r_t)$ คือค่าคาดหวังอัตราผลตอบแทน ในหลักทรัพย์ i และ $C_{i,t} - E_{t-1}(C_{i,t})$ เท่ากับกระแสเงินสดที่ไม่คาดหวังของหลักทรัพย์ i และ $E_{t-1}(C_{i,t})$ เป็นค่าคาดหวังกระแสเงินสดของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t ซึ่งคาดหวัง ณ เวลา $t-1$ ระเบียบวิธีวิจัยของBCW กำหนดให้อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิหลังปรับปรุงด้วยค่า

เฉลี่ยของการเปลี่ยนแปลงกำไรสุทธิที่คาดหวัง แทนการใช้กำไรที่ไม่คาดหวังซึ่งปรากฏในการวิจัยของ BB(1968) ซึ่งคำนวณจากสูตรต่อไปนี้

$$\text{อัตราการใช้กำไรสุทธิที่ไม่คาดหวัง} = \frac{\Delta A_{i,t} - 1/Q \sum_{q=1}^Q \Delta A_{i,t,q}}{A_{i,t-1} + 1/Q \sum_{q=1}^Q \Delta A_{i,t,q}}$$

ในที่นี้ $A_{i,t}$ คือ กำไรสุทธิของบริษัท i ณ เวลา t สำหรับ Δ แสดงถึงค่ากำไรสุทธิที่เปลี่ยนแปลงไป ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงกำไรสุทธิที่ไม่คาดหวังจึงคิดเป็นอัตราร้อยละของกำไรสุทธิหลังปรับด้วยค่าเฉลี่ยของการเปลี่ยนแปลงกำไรสุทธิจากปีที่ t ถึง q ของบริษัท i การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่ไม่เป็นระบบ กับ อัตราการใช้กำไรสุทธิที่ไม่คาดหวัง BCW ใช้ตัวอย่างซึ่งประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก จำนวน 276 บริษัท ระยะเวลาศึกษาดังแต่ ปี ค.ศ. 1965-1974 โดยนำมาจัดกลุ่มตามขนาดของอัตราผลตอบแทนการเปลี่ยนแปลงในกำไรสุทธิที่ไม่คาดหวังได้ทั้งสิ้น 25 กลุ่ม หลังจากคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ไม่เป็นระบบสะสม 12 เดือนสิ้นสุดเดือนที่ 3 หลังจากวันสิ้นงวดบัญชีของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์แล้ว ทำการทดสอบความสัมพันธ์ด้วยวิธี Rank correlation analysis ซึ่งพบว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ไม่เป็นระบบแต่ละกลุ่มมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับอัตราการใช้กำไรสุทธิที่ไม่คาดหวัง BCW ให้ข้อสังเกตว่าค่าสัมประสิทธิ์แห่งความสัมพันธ์ (Correlation coefficient) มีค่าน้อยกว่า 1 โดยเฉพาะกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดของการเปลี่ยนแปลงในกำไรสุทธิแตกต่างกันอย่างมาก ทั้งนี้อาจเป็นเพราะการเปลี่ยนแปลงในกำไรสุทธิไม่ได้สะท้อนให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงในค่าคาดหวังของกระแสเงินสดทั้งหมด หมายถึงการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในวันประกาศกำไรสุทธิอาจเป็นผลจากข้อมูลอื่น

4. การประกาศกำไรกับความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

Beaver(1968) ประเมินคุณค่าของข้อมูลกำไรสุทธิประจำปีโดยใช้ค่าความแปรปรวนของการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ที่ไม่ปกติ เป็นค่าวัดผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิต่อราคาหลักทรัพย์ และตั้งสมมติฐานการวิจัยว่าการประกาศกำไรสุทธิประจำปีจะให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อตลาด ก็ต่อเมื่อความแปรปรวนของราคาในช่วงสัปดาห์ที่ประกาศกำไรมีค่าสูงกว่าความแปรปรวนในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ไม่มีประกาศกำไร ทั้งนี้ Beaver ให้ความหมายของคุณค่าของข้อมูลกำไร โดยกล่าวว่าคุณค่าของข้อมูลกำไรสุทธิจะเกิดขึ้นได้ต่อเมื่อข่าวสารที่ได้จากการประกาศกำไรสุทธิประจำปี ส่งผลให้ผู้ลงทุนปรับการคาดคะเน

อัตราผลตอบแทนในอนาคตซึ่งมีเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบัน ทำให้ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเปลี่ยนแปลงไป โดยที่ผู้ลงทุนแต่ละคนจะมีวิธีการคาดคะเนอัตราผลตอบแทนในอนาคตที่ต่างกันและไม่สามารถระบุได้ว่าวิธีของใครเป็นอย่างไร แต่สังเกตได้จากการเปรียบเทียบการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาประกาศกำไรกับช่วงเวลาที่ไม่มีประกาศกำไร และเชื่อว่าการปรับตัวในช่วงแรกมีมากกว่า นอกจากนี้ขนาดของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในอนาคตที่ปรับการคาดคะเนใหม่ จะต้องมีมากพอที่จะทำให้ผู้ลงทุนเปลี่ยนแปลงการตัดสินใจลงทุนซึ่งสามารถสังเกตได้จากการเปรียบเทียบปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในเวลามีประกาศกำไรกับไม่มีประกาศกำไร

Beaver พยายามลดข้อจำกัดที่พบในการวิจัยของ BB เช่น การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างจะต้องเป็นบริษัทจดทะเบียนที่ไม่มีการประกาศข่าวสารอย่างอื่นในสัปดาห์ที่มีประกาศกำไร และจะมีประกาศอย่างอื่นในแต่ละปีไม่เกิน 20 ครั้ง เพื่อป้องกันผลกระทบของข่าวสารที่ได้จากการประกาศข้อมูลอื่นนอกเหนือจากกำไรที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ เป็นต้น และใช้ $U_{q,t}$ ซึ่งพัฒนาขึ้นเองเป็นค่าชี้วัดคุณค่าข้อมูลกำไรสุทธิประจำปี ดังนี้

$$U_{q,t} = (e^2_{q,t}) / (\sigma^2(e_q)) \quad ; t = -8 \dots +8$$

โดยที่

$(e^2_{q,t})$ = ค่าความคลาดเคลื่อนของการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ q ณ สัปดาห์ที่ t ซึ่งอยู่ในค่ายกกำลังสอง

$(\sigma^2(e_q))$ = ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของส่วนที่เหลือในตัวแบบตลาดทุนของ Sharpe ซึ่งคำนวณนอกช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิ

t = ช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิประจำปี ในที่นี้กำหนดเป็นสัปดาห์

จากสมมติฐานการวิจัยของ Beaver กล่าวว่าถ้าการประกาศกำไรสุทธิไม่ได้ให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อตลาด ค่า $U_{q,t}$ ที่วัดได้จะมีค่าเท่ากับ 1 แสดงว่าในสัปดาห์ที่มีประกาศกำไรสุทธิอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติโดยเฉลี่ยมีค่าเป็น 0 ตรงข้ามถ้าการประกาศกำไรสุทธิให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อตลาด ค่า $U_{q,t}$ ที่วัดได้จะมีค่ามากกว่า 1 หลังจากที่ยคำนวณ ค่า $U_{q,t}$ ของแต่ละบริษัทในกลุ่มตัวอย่างแล้ว Beaver คำนวณค่าเฉลี่ยของ $U_{q,t}$ แต่ละกลุ่ม เพื่อนำไปทดสอบนัยสำคัญ พบว่า สัปดาห์ที่ $t = -1, 0, +1, +2$ (0 คือสัปดาห์ที่ประกาศกำไรสุทธิ) อัตราผลตอบแทน

แทนที่ไม่ปกติจามีค่ามากกว่าอัตราโดยเฉลี่ย และเฉพาะสัปดาห์ที่ 0 ค่าเฉลี่ยของ $U_{q,t}$ มีค่ามากกว่าอัตราโดยเฉลี่ยถึง 67 % ผลการทดสอบจึงเป็นหลักฐานที่แสดงว่าการประกาศกำไรให้ข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์จึงเป็นประโยชน์ต่อตลาดทุน

นอกจากนี้ Beaver ใช้ค่าชี้วัดจากปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในสัปดาห์ที่ประกาศกำไรสุทธิเปรียบเทียบกับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงสัปดาห์อื่น ๆ เพื่อทดสอบคุณค่าของการประกาศกำไรสุทธิ ผลการทดสอบสอดคล้องกันกล่าวคือ ปริมาณการซื้อขายในสัปดาห์ที่มีประกาศกำไรสุทธิ มีการเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นมากกว่าในสัปดาห์อื่น ๆ

ความแตกต่างในคุณค่าของข้อมูลกำไรสุทธิทางบัญชี

การวิจัยคุณค่าของข้อมูลกำไรสุทธิทางบัญชีที่กล่าวถึงข้างต้น ให้หลักฐานที่ขัดแย้งต่อสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุน(EMH) ซึ่งกล่าวว่ามีแหล่งข้อมูลอื่นในตลาดหลักทรัพย์ที่ให้ข่าวสารเกี่ยวกับกระแสเงินสดของบริษัทแก่ตลาดทุน ก่อนที่บริษัทจดทะเบียนจะประกาศกำไร เพราะผลการวิจัยได้แสดงให้เห็นว่าการประกาศกำไรสุทธิทั้งประจำปีและรายไตรมาสเป็นแหล่งข้อมูลเพียงแหล่งเดียวที่ให้ข่าวสารเกี่ยวกับกระแสเงินสดในอนาคต ซึ่งมีผลให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกับกำไรที่ไม่คาดหวัง นอกจากนี้ขนาดของการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับขนาดของกำไรที่ไม่คาดหวัง อย่างไรก็ตาม ปริมาณข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีความแตกต่างกันไปในแต่ละบริษัท ซึ่งความแตกต่างในปริมาณของข้อมูล อาจส่งผลให้ผลกระทบของข่าวสารที่ได้จากการประกาศกำไรสุทธิต่อราคาหลักทรัพย์ของแต่ละบริษัทมีความแตกต่างกันไปด้วย ด้วยเหตุนี้จึงมีการวิจัยเกี่ยวกับความแตกต่างในคุณค่าของข้อมูลกำไรสุทธิทางบัญชี โดยมีแนวคิดว่าเป็นบริษัทขนาดเล็กซึ่งเป็นบริษัทที่มีปริมาณข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์น้อย ผลกระทบของข่าวสารที่ได้จากการประกาศกำไรสุทธิอาจมีมากกว่าข่าวสารที่ได้จากการประกาศกำไรสุทธิของบริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่า ปัญหาการวิจัยนี้มีคำตอบดังนี้

1) Grant(1980) ตรวจสอบความแตกต่างของผลกระทบของข่าวผลกำไรจากการประกาศกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กกับตลาดหลักทรัพย์ OTC ในสหรัฐอเมริกา เพราะ Grant เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ ในขณะที่ OTC ประกอบด้วยบริษัทขนาดเล็ก จากการสำรวจข่าวสารของบริษัทจดทะเบียนซึ่งตีพิมพ์ในนิตยสารทางธุรกิจของอเมริกา ชื่อ Wall Street Journal พบว่าข่าวสารส่วนใหญ่เป็นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก Grant จึงตั้งสมมติฐานว่าข่าว

ผลกำไรจากการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีอยู่ในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กกับ OTC มีความแตกต่างกัน

การทดสอบผลกระทบของข่าวสารที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ จะใช้ค่าวัดของ Beaver (1968) คือ ค่าสถิติ U โดยคำนวณอัตราส่วนระหว่างผลตอบแทนที่ไม่ปกติในช่วงตีปิดหลักทรัพย์ประกาศกำไรและค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนส่วนที่เหลือในตัวแบบตลาดทุนของ Sharpe ในตีปิดที่ไม่มีประกาศกำไร หลังจากคำนวณค่าเฉลี่ยของ U ในแต่ละกลุ่มบริษัทแล้วนำมาเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างกลุ่ม ขนาดกลุ่มตัวอย่างที่คัดเลือกจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก จำนวน 747 บริษัท และจาก OTC จำนวน 211 บริษัท ระยะเวลาศึกษาตั้งแต่ ปีค.ศ. 1960-1964 ผลการทดสอบ พบว่า ค่า U ของกลุ่มบริษัทจาก OTC เท่ากับ 2.60 ณ ระดับความเชื่อมั่น 90 % ในขณะที่ ค่า U ของกลุ่มบริษัทจากตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก เท่ากับ 1.28 ซึ่งน้อยกว่า ค่า U ที่ Beaver วัดได้ และจากการเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างกลุ่ม พบว่า ค่า U ที่ได้มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยที่ กลุ่ม OTC มีค่า U สูงกว่า ผลการทดสอบจึงเป็นไปตามสมมติฐาน แสดงว่าการประกาศกำไรสุทธิของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ OTC ให้ข่าวสารที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่าการประกาศในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก

2) McNichols และ Manegold (1983)(ต่อไปใช้ตัวย่อ McM แทน) ตรวจสอบคุณค่าของข้อมูลกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา (ASE) หลังจากที่เกิดคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ได้บังคับให้บริษัทจดทะเบียน รายงานงบการเงินรายไตรมาสแก่ผู้ลงทุน ซึ่งแต่เดิมบริษัทจะรายงานเฉพาะงบการเงินประจำปีเท่านั้น โดยคัดเลือกตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ASE จำนวน 34 บริษัท McM พัฒนาค่าสถิติเพื่อวัดผลกระทบของข่าวสารที่ได้จากการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ โดยคำนวณค่าเฉลี่ยและความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนรายวันจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของแต่ละบริษัทในวันอื่น ๆ ซึ่งไม่มีการประกาศกำไร และคำนวณความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของบริษัทในช่วงเวลาที่ประกาศกำไร และนำมาเข้าอัตราส่วนกันระหว่างความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนในช่วงเวลาที่ประกาศกำไร กับในช่วงเวลาอื่นที่ไม่มีประกาศกำไร ผลการทดสอบชี้ให้เห็นว่าในช่วงระยะเวลา ตั้งแต่วันที่ -5 ถึงวันที่ +2 ผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ มีนัยสำคัญต่ำกว่า .01

3) Kross และ Schroeder(1988) ทำวิจัยเชิงประจักษ์เกี่ยวกับผลกระทบของขนาดกิจการที่มีต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรที่ไม่คาดหวังของบริษัทที่มีข่าวใน Wall Street Journal โดยมีสมมติฐานการทดสอบ คือการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรที่ไม่คาดหวัง

จะเกิดขึ้นในทันทีที่มีการประกาศกำไรสุทธิและสังเกตได้อย่างชัดเจนในกิจการที่มีความพร้อมของข้อมูลน้อยกว่า เพราะผู้ลงทุนเห็นว่ากิจการดังกล่าวมีความไม่แน่นอนในกระแสเงินสดในอนาคตมากกว่า จากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติกับผลกระทบรวมระหว่างกำไรที่ไม่คาดหวังและขนาดกิจการ พบว่ามีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญซึ่งทำให้ผลการวิจัยที่ได้เป็นไปตามสมมติฐาน

4) Collins และ DeAngelo(1990) ตรวจสอบการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศกำไรในช่วงเวลาก่อนและหลังประกาศกำไร โดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรที่ไม่คาดหวัง(Earnings response coefficient ตัวย่อ ERC) เป็นค่าชี้วัดขนาดการตอบสนอง พบว่าค่าเฉลี่ย ERC เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ จากเดิม 0.18 เป็น 0.54 ในช่วงเวลาก่อนที่จะประกาศกำไร 2 วัน ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่มีการประกาศเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงฝ่ายบริหารระดับสูงของบริษัทจดทะเบียน ค่า Adjust R² เพิ่มขึ้นเป็น 12.4% จากเดิม 6.1% ซึ่งให้เห็นว่าการประกาศกำไรในเหตุการณ์นี้ จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในการหาคำตอบเกี่ยวกับความไม่แน่นอนของกำไรในอนาคต ซึ่งก่อนหน้านี้ Collins (1987) ได้มีความคิดเห็นในเรื่องนี้ไปในแง่หนึ่ง คือในทางกลับกันราคาหลักทรัพย์ของกิจการขนาดใหญ่ น่าจะเป็นปัจจัยที่ใช้ในการพยากรณ์กำไรในอนาคตได้ดีกว่าราคาหลักทรัพย์ของกิจการขนาดเล็ก เพราะปรากฏว่ามีผู้ลงทุนมากกว่าที่เข้าไปลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการขนาดใหญ่และโดยเฉพาะผู้ลงทุนสถาบัน ซึ่งผลการวิจัยเชิงประจักษ์ให้หลักฐานที่สนับสนุนความคิดเห็นดังกล่าว

ความแตกต่างในด้านความพร้อมของข้อมูล(The differential Information)

การศึกษาความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูลแบ่งเป็น 2 แนวทาง แนวทางที่ 1 เป็นการศึกษาพฤติกรรมของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีความพร้อมของข้อมูลต่างกัน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อค้นหาปัจจัยที่ใช้แทนความแตกต่างในปริมาณความพร้อมของข้อมูล ซึ่งมีผลกระทบต่อพฤติกรรมของราคาหลักทรัพย์ แนวทางที่ 2 เป็นการศึกษาความแตกต่างของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวสารที่ประกาศในตลาดหลักทรัพย์ โดยควบคุมปริมาณความพร้อมของข้อมูล การวิจัยเชิงประจักษ์เกี่ยวกับผลกระทบของความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูลต่อราคาหลักทรัพย์ที่สำคัญและเกี่ยวข้องกับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ มีดังนี้

1) Arbel และ Strebel(1982) ศึกษาผลกระทบของการจัดลำดับบริษัทที่อยู่ในความสนใจของนักวิเคราะห์ทางการเงิน ที่มีต่อกระบวนการประเมินราคาหลักทรัพย์ของตลาด โดยวัดลำดับความนิยมจากจำนวนนักวิเคราะห์ที่ให้ความสนใจและวิเคราะห์หลักทรัพย์ของบริษัท

จตทะเบียน ซึ่งปรากฏในรายงานของ บริษัท Standard and Poor ชื่อว่า Standard and Poor's Earning forecaster และจากรายงาน Drexel Burnham Lambert Report ราคาหลักทรัพย์รายเดือนของบริษัทจตทะเบียนในกลุ่มตัวอย่าง จำนวน 500 บริษัท ระยะเวลาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1972 ถึง 1976 ได้จาก Compustat Tape การตรวจสอบพฤติกรรมของราคาหลักทรัพย์ วัดจากค่าเฉลี่ยตลอดทั้งปีของอัตราผลตอบแทนรายเดือนส่วนที่เกินจากอัตราผลตอบแทนหลังปรับด้วยอัตราผลตอบแทนของตลาด(excess return) โดยใช้ตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ CAPM ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจตทะเบียนที่ได้รับความสนใจจากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์เป็นจำนวนน้อย ให้ผลตอบแทนที่เหนือกว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจตทะเบียนที่ได้รับความสนใจจากนักวิเคราะห์เป็นจำนวนมาก อัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ย อยู่ในระดับ 7% และ 18% ตามลำดับ ผู้วิจัยเรียกผลกระทบนี้ว่า "Neglected firm effect" นอกจากนี้ผู้วิจัยกล่าวว่าจำนวนนักวิเคราะห์ที่ให้ความสนใจในบริษัทจตทะเบียน ต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจตทะเบียนขนาดเล็กมากกว่าของบริษัทจตทะเบียนขนาดใหญ่ ทั้งนี้เพราะความไม่แน่นอนในกระแสเงินสดของบริษัทจตทะเบียนขนาดเล็กย่อมมีมากกว่าในบริษัทจตทะเบียนขนาดใหญ่ ผู้ลงทุนจึงต้องการให้อัตราผลตอบแทนหลังปรับด้วยอัตราผลตอบแทนของตลาดที่มีค่าเป็นบวกโดยมีค่ามากกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง เพื่อชดเชยความไม่แน่นอนอันเนื่องจากปริมาณข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์จำกัด

ต่อมาในปี 1983 Arbel และ Strebel ได้ขยายการวิจัยผลกระทบของการเป็นบริษัทที่อยู่ในความสนใจของนักวิเคราะห์ทางการเงิน โดยต้องการค้นหาปัจจัยที่ทำให้การลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจตทะเบียนที่ไม่ได้รับความสนใจจากนักวิเคราะห์ทางการเงิน มีอัตราผลตอบแทนในอัตราที่สูงกว่า โดยใช้ข้อมูลในช่วงระยะเวลา 10 ปี ตั้งแต่ ปีค.ศ. 1970-1979 และแบ่งกลุ่มตัวอย่างซึ่งประกอบด้วยบริษัทจตทะเบียนที่มีชื่อในรายงานของบริษัท Standard and Poor เป็น 3 กลุ่ม คือ 1) กลุ่มบริษัทจตทะเบียนที่มีจำนวนนักวิเคราะห์ทางการเงินให้ความสนใจเป็นจำนวนมาก 2) กลุ่มบริษัทจตทะเบียนที่มีจำนวนนักวิเคราะห์ทางการเงินให้ความสนใจเป็นจำนวนปานกลาง และ 3) กลุ่มบริษัทจตทะเบียนที่มีจำนวนนักวิเคราะห์ทางการเงินให้ความสนใจเป็นจำนวนน้อย โดยแต่ละกลุ่มจะมีการควบคุมระดับของความเสี่ยงที่เป็นระบบของบริษัทซึ่งคำนวณจากตัวแบบ CAPM ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าค่าเฉลี่ยรายปีของอัตราผลตอบแทนของบริษัทจตทะเบียนกลุ่มที่ 3 เท่ากับ 16 % มีค่าสูงกว่ากลุ่มที่ 1 ซึ่งมีค่าเท่ากับ 9 % Arbel และ Strebel กล่าวว่าผู้ลงทุนจะมีโอกาสได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่า ถ้าเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ไม่อยู่ในความสนใจของนักวิเคราะห์ทางการเงิน

2) Arbel, Carvel และ Strebel (1983) การที่บริษัทได้รับความสนใจจากนักวิเคราะห์ เป็นปัจจัยที่สะท้อนถึงความเป็นที่นิยมลงทุนของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งเดิมวัดค่าจากจำนวน นักวิเคราะห์ที่ให้ความสนใจ แต่สำหรับการวิจัยฉบับนี้วัดค่าจากจำนวนผู้ลงทุนสถาบันที่เข้ามา ลงทุนในบริษัทจดทะเบียนด้วยการซื้อหุ้นสามัญ ซึ่งปรากฏในรายงานของบริษัท Standard and Poor จากจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก จำนวน 510 บริษัท ช่วงระยะ เวลาศึกษาดังแต่ปี ค.ศ. 1971-1980 รวม 10 ปี ถูกนำมาแบ่งเป็นกลุ่มย่อย ๆ 3 กลุ่ม คือ 1) กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีจำนวนผู้ลงทุนสถาบันเข้ามาถือหุ้นเป็นจำนวนมาก 2) กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีจำนวนผู้ลงทุนสถาบันเข้ามาถือหุ้นเป็นจำนวนปานกลาง และ 3) บริษัทจดทะเบียน ที่มีจำนวนผู้ลงทุนสถาบันเข้ามาถือหุ้นเป็นจำนวนน้อย การตรวจสอบพฤติกรรมของราคาหลัก ทรัพย์ในแต่ละกลุ่ม จะวัดจากอัตราผลตอบแทนหารด้วยค่าความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์โดยใช้ ตัวแบบตลาดทุนของSharpe และจากค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนหลังปรับด้วยอัตราผลตอบแทน ของตลาดโดยใช้ตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ CAPM

ผลการวิจัย ซึ่งให้เห็นว่าหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ผู้ลงทุนสถาบันไม่นิยมลงทุน ให้ผลตอบแทนจากการลงทุนเหนือกว่าอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นบริษัทจดทะเบียนที่มี ขนาดเล็กถึงขนาดปานกลาง

3) Barry,C. และ Brown,S. (1984) ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาซื้อขาย หลักทรัพย์ของแต่ละบริษัท(trading period) กับค่าเฉลี่ยแบบถ่วงน้ำหนักของอัตราผลตอบแทน ในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก จะนำมาแบ่งเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ตามระยะเวลาการซื้อขาย ระยะเวลาที่ศึกษาดังแต่ปี ค.ศ. 1926- 1980 ผลการวิจัยซึ่งให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่มีระยะเวลาการซื้อขาย หลักทรัพย์เป็นเวลานานหลายปี มีค่าต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่มีระยะเวลาการซื้อขาย สั้นกว่าอย่างมีนัยสำคัญ และความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับระยะเวลาการซื้อขาย เป็นความสัมพันธ์ในทางตรงข้าม

ต่อมาในปี ค.ศ. 1986 Barry,C. และ Brown,S. ได้ขยายขอบเขตการวิจัยในปี 1984 โดย ศึกษาว่า ผลกระทบของระยะเวลาการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีต่ออัตราผลตอบแทน ในหลักทรัพย์ จะมีผลกระทบต่อความเสี่ยงของหลักทรัพย์ และผู้ลงทุนจะสามารถกระจายความเสี่ยงนั้นได้หรือไม่ ในการวิจัยได้กำหนดให้ระยะเวลาการซื้อขายเป็นปัจจัยที่สะท้อนถึงปริมาณความพร้อมของ ข้อมูลของกิจการ ผลการทดสอบซึ่งให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่สูงกว่ามีความ สัมพันธ์กับบริษัทที่มีปริมาณความพร้อมของข้อมูลอย่างจำกัด ซึ่งทำให้ไม่สามารถกระจายความ เสี่ยงจากการลงทุนได้ การมีข้อมูลจำกัดจึงส่งผลต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบ

4) Edelman และ Baker(1987) ศึกษาผลกระทบของการลงทุนในหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบันที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ โดยตรวจสอบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในวันที่บริษัทจดทะเบียนประกาศการเปลี่ยนแปลงในจำนวนผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นผู้ลงทุนสถาบัน และความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นบริษัทที่ผู้ลงทุนสถาบันให้ความสนใจมาลงทุนกับอัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E ratio) โดยใช้ข้อมูลจำนวนผู้ลงทุนสถาบันที่เข้ามาถือหุ้นสามัญในบริษัทจดทะเบียนจากรายงาน Investment Technologies's spectrum Universe และข้อมูลราคาหลักทรัพย์ อัตราเงินปันผล และกำไรสุทธิรายไตรมาสจาก Compustate Tape การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างจำนวนผู้ลงทุนสถาบันในบริษัทจดทะเบียนกับอัตราผลตอบแทนของบริษัท แบ่งเป็น 2 ขั้นตอน คือ 1) วิเคราะห์ความแปรปรวนแบบทางเดียว(one way variance analysis) อัตราผลตอบแทน ซึ่งปรับด้วยอัตราผลตอบแทนของตลาดในช่วงเวลา 21 ไตรมาส จำนวน 107 บริษัท เพื่อสังเกตว่าการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญจะเกิดขึ้นในช่วงเวลาใด และใน ๗ ช่วงเวลานั้น บริษัทที่มีจำนวนผู้ลงทุนสถาบันเป็นจำนวนเท่าไร 2) ผลการวิเคราะห์ที่ได้จาก (1) จะนำมากำหนดเป็นเวลาที่มีการเปลี่ยนจำนวนผู้ถือหุ้นสถาบัน(critical date) ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่จะศึกษาพฤติกรรมของการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ ที่เกิดขึ้นก่อนและหลังช่วงเวลาดังกล่าว

ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า ๗ ระดับที่บริษัทมีจำนวนผู้ลงทุนสถาบันมีมากกว่า 8 ราย อัตราผลตอบแทนของบริษัทหลังปรับด้วยอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ จะลดลงอย่างมีนัยสำคัญ และตั้งแต่ระดับ 8 รายขึ้นไป(เท่ากับ 9 ราย)ซึ่งกำหนดเป็นไตรมาสที่ 0 (critical date) พบว่าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนจะลดลงอย่างรวดเร็ว ผู้วิจัยกล่าวว่าในขณะที่มีผู้ลงทุนสถาบันเข้ามาถือหุ้นในบริษัทมากขึ้น อัตราผลตอบแทนของบริษัทปรับด้วยอัตราผลตอบแทนของตลาดแล้ว จะเริ่มลดลงและจะลดลงอย่างรวดเร็วเมื่อมีจำนวนผู้ลงทุนสถาบันถือหุ้นของบริษัทมากกว่า 8 รายขึ้นไป นอกจากนี้พบว่าอัตราส่วนราคาต่อกำไรมีความสัมพันธ์ในทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับจำนวนผู้ถือหุ้นสถาบันที่เข้ามาถือหุ้นในบริษัท

สรุปผลการวิจัยในอดีต

ผลการวิจัยทางบัญชีเกี่ยวกับการประเมินคุณค่าของข้อมูลกำไร ให้หลักฐานที่แสดงว่าการประกาศกำไรทางบัญชี ทั้งกำไรสุทธิประจำปีและกำไรสุทธิรายไตรมาส ให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อตลาดทุน(ซึ่งหมายถึงตลาดทุนในต่างประเทศ) และการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดทุนจึงขึ้นอยู่กับกำไรที่ไม่คาดหวัง(ซึ่งหมายถึงข่าวสารที่ได้จากการประกาศกำไรสุทธิ)

ในการประเมินคุณค่าของข้อมูลกำไรผู้วิจัยทำการตรวจสอบจากความสัมพันธ์ระหว่างการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ประกาศกับกำไรที่ไม่คาดหวัง Ball และ Browns(1968); Brown และ Kenney (1972) ตรวจสอบทิศทางการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์กับกำไรที่ไม่คาดหวัง Beaver, Clarke และ Wright(1979); Pincus(1982) ตรวจสอบขนาดของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์กับกำไรที่ไม่คาดหวัง ผลการวิจัยเหล่านี้ชี้ให้เห็นว่าการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสให้ข่าวสารที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ มากกว่าการประกาศกำไรสุทธิประจำปี

Foster(1977) ได้พัฒนาคำวัดการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ โดยเสนอให้ อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม แทน API เพราะ การใช้ API ทำให้การวัดการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เป็นคำวัดที่เกินจริง ซึ่งทำให้การตีความผลการทดสอบไม่ชัดเจน นอกจากนี้การใช้กำไรสุทธิทางบัญชีเป็นคำชี้วัดกระแสเงินสดในอนาคตซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ เป็นเพราะผลการวิจัยคุณค่าข้อมูลการบัญชีที่ผ่านมา แสดงให้เห็นว่ากำไรสุทธิทางบัญชีเป็นข้อมูลทางบัญชีที่มีประโยชน์ต่อตลาดทุนมากที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับข้อมูลทางบัญชีอื่น ๆ ดังนั้นข่าวสารที่ได้จากการประกาศกำไรสุทธิ จึงเป็นปัจจัยที่นำมาใช้ในการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวสาร ถึงแม้ผลการวิจัยจะชี้ให้เห็นว่าผู้ลงทุนใช้ข่าวสารที่ได้รับจากการประกาศกำไรสุทธิประจำปีในการตัดสินใจลงทุนก่อนที่จะมีประกาศ(Grossman และ Stiglitz, 1980) แต่ข่าวสารดังกล่าวเป็นข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับกำไรสุทธิ

การศึกษาเกี่ยวกับความแตกต่างในคุณค่าข้อมูลกำไรสุทธิทางบัญชี พบว่าปริมาณข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนที่มีอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เรียกว่า ปริมาณความพร้อมของข้อมูล ในกรณีของบริษัทจดทะเบียนที่มีความพร้อมด้านข้อมูลมากกว่า การประกาศกำไรสุทธิประจำปีจะมีประโยชน์ลดลง ทำให้การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในวันประกาศกำไรสุทธิไม่แตกต่างจากการตอบสนองในช่วงเวลาอื่น หรืออีกนัยหนึ่งการประกาศกำไรสุทธิไม่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ตรงข้ามกับกรณีของบริษัทจดทะเบียนที่มีความพร้อมของข้อมูลน้อยกว่า การประกาศกำไรสุทธิจะเป็นประโยชน์ต่อตลาดทุนมากกว่า และการวิจัยเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูล ชี้ให้เห็นว่าปริมาณความพร้อมของข้อมูลของกิจการสามารถสังเกตและวัดค่าได้จากบริษัทที่มีผู้ลงทุนสถาบันนิยมลงทุน (Strebel, 1983,1985) บริษัทที่ได้รับความสนใจจากนักวิเคราะห์ทางการเงิน(Arbel และ Strebel, 1982, 1983 ; Arbel, 1985) ระยะเวลาการซื้อขายหลักทรัพย์(Burry และ Brown, 1986)) อัตราส่วนราคาต่อกำไร (Edelman และ Baker, 1987)) และขนาดกิจการ(Zegal, 1984 ; Banz, 1981) ปัจจัยเหล่านี้สามารถสะท้อนถึงปริมาณข้อมูลของกิจการซึ่งมีผลกระทบต่อพฤติกรรมปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ และส่งผลต่ออัตราผลตอบแทน

สำหรับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ใช้สัดส่วนการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันและขนาดของกิจการ เป็นค่าวัดความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูลของกิจการ และใช้อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ สะสม(CAR) เป็นค่าวัดผลกระทบการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ ในการตรวจสอบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส โดยควบคุมปริมาณความพร้อมของข้อมูล วิธีการดำเนินการวิจัยที่จะพิสูจน์ว่าความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูล ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างข่าวผลกำไรจากการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสกับราคาหลักทรัพย์ จะดำเนินการทดสอบตามขั้นตอนการวิจัยเชิงประจักษ์ซึ่งจะกล่าวในบทต่อไป



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย