

บทที่ 5

สรุปการวิจัยและข้อเสนอแนะ

สรุปผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลในบทที่ 4 ซึ่งให้เห็นว่าการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อตลาดทุน และทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป โดยในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนซึ่งมีปริมาณความพร้อมของข้อมูลต่างกัน ราคาหลักทรัพย์จะตอบสนองในทิศทางเดียวกันกับข่าวผลกำไรซึ่งเป็นข่าวดีของบริษัท ส่วนในกรณีข่าวผลกำไรเป็นข่าวไม่ดี ราคาหลักทรัพย์จะตอบสนองในทางตรงข้าม ทั้งนี้อาจเนื่องจากสาเหตุ 2 ประการ คือ 1) ราคาหลักทรัพย์ได้ตอบสนองต่อข่าวผลกำไรซึ่งเป็นข่าวไม่ดีในช่วงเวลาก่อนที่จะมีการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสในตลาดหลักทรัพย์อย่างเป็นทางการ แสดงให้เห็นว่าผู้ลงทุนได้รับข่าวสารเกี่ยวกับผลกำไรของบริษัทจากแหล่งข้อมูลอื่น ประกอบกับความไม่แน่นอนของข่าวสารที่ได้รับ ทำให้ผู้ลงทุนที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยง ซึ่งจะให้ความสำคัญต่อข่าวสารที่เป็นข่าวไม่ดีอย่างมาก ทำการปรับจำนวนกระแสเงินสดในอนาคตที่คาดว่าจะได้รับลดลง และหันมาให้ความสำคัญกับการทำกำไรในปัจจุบันโดยการปรับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการในปัจจุบันเพิ่มสูงขึ้น จึงเป็นผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงอย่างรวดเร็วในช่วงเวลาก่อนประกาศกำไรสุทธิ ซึ่งในทฤษฎี UIH เรียกพฤติกรรมของราคาหลักทรัพย์นี้ว่า “การตอบสนองเกินจริง” ลักษณะการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เช่นนี้ทำให้ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวย้อนกลับเมื่อผู้ลงทุนรับรู้ข่าวสารที่แท้จริงจากประกาศกำไรและเห็นว่าความไม่แน่นอนในข่าวผลกำไรได้ลดลงไปแล้ว และ 2) ลักษณะเฉพาะของกลุ่มตัวอย่างซึ่งประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนที่มีผู้ลงทุนสถาบันเข้ามาถือหุ้น เป็นบริษัทที่มีปัจจัยพื้นฐานดีและมีแนวโน้มของอัตราการเติบโตในอนาคตสูงขึ้น ผู้ลงทุนจึงให้ความสำคัญกับข้อมูลเหล่านี้มากกว่าข่าวผลกำไรในปัจจุบัน การควบคุมความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูลของบริษัท ซึ่งวัดค่าโดย 1) สัดส่วนการลงทุนของกองทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน และ 2) มูลค่าตลาดของกิจการ เพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างในขนาดของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ พบว่าการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสที่ให้ข่าวดีของบริษัทจดทะเบียนซึ่งมีปริมาณความพร้อมของข้อมูลจำกัด มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่าการ

ประกาศของบริษัทจดทะเบียนซึ่งมีปริมาณข้อมูลมาก เช่นเดียวกับกรณีการประกาศกำไรให้ข่าวไม่ดีของบริษัท ทำให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีปริมาณความพร้อมของข้อมูลน้อยกว่ามีขนาดมากกว่าอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานความแตกต่างความพร้อมของข้อมูลและสอดคล้องกับการวิจัยในอดีต ในการทดสอบความสามารถของตัวแปรที่ใช้แทนปริมาณความพร้อมของข้อมูลในการอธิบายการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส พบว่าขนาดของกิจการซึ่งวัดค่าด้วยมูลค่าตลาดของกิจการ มีความสัมพันธ์ในทางลบกับอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ แต่สำหรับสัดส่วนการลงทุนของกองทุนซึ่งเป็นตัวแปรอีกตัวหนึ่งที่ใช้แทนปริมาณความพร้อมของข้อมูล พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัท ดังนั้นผลการทดสอบความสัมพันธ์จึงให้หลักฐานที่แสดงว่า มูลค่าตลาดของกิจการเป็นตัวแปรที่สามารถอธิบายการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนได้ ผลการวิเคราะห์ที่ได้สามารถตอบปัญหาการวิจัยได้ ดังนี้

1. ปัญหาการวิจัยข้อแรกเกี่ยวข้องกับผลกระทบของข่าวผลกำไรจากประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนที่มีต่อการตัดสินใจลงทุน ปัญหาการวิจัยนี้มาจากข้อสมมติฐานเกี่ยวกับการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์คือข่าวสารภายใต้ความไม่แน่นอนในอนาคต (Uncertain Information Hypothesis ตัวย่อ UIH) ของ Browns และคณะ(1991) กล่าวคือภายใต้สถานการณ์ที่ไม่แน่นอน ผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยงจะให้ความสำคัญกับข่าวผลกำไรของบริษัทที่เป็นข่าวไม่ดีมากกว่าข่าวดี ซึ่งในที่นี้คำว่า“ข่าวไม่ดี” หมายถึง กรณีกำไรที่แท้จริงต่ำกว่ากำไรที่คาดหวัง ส่วนคำว่า“ข่าวดี” หมายถึงกรณีตรงข้าม ดังนั้นเมื่อข่าวผลกำไรเป็นข่าวไม่ดีจะส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนมากกว่ากรณีที่เป็นข่าวดี ซึ่งทำให้การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวไม่ดีมีลักษณะของการตอบสนองเกินจริง(Overtreaction response) ดังนั้นในการทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนที่มีความพร้อมของข้อมูลต่างกัน โดยควบคุมปริมาณความพร้อมของข้อมูลของบริษัท จึงคาดว่าทิศทางของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มบริษัทต่าง ๆ จะมีความแตกต่างกันขึ้นอยู่กับทิศทางของกำไรที่ไม่คาดหวัง

จากการทดสอบผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสต่อราคาหลักทรัพย์ในตารางที่ 4.1 และ 4.2 แสดงถึงนัยสำคัญของค่าสถิติ Z ของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัทในกลุ่มต่าง ๆ ซึ่งชี้ให้เห็นว่าทุกช่วงเวลาดังแต่ก่อนวันประกาศกำไร 1 วัน ถึงวันหลังประกาศกำไร 1 วัน การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน กลุ่มที่มีสัดส่วนการลงทุนของกองทุนสูง กลุ่มที่มีสัดส่วนการลงทุนของกองทุนต่ำ และกลุ่มที่มีมูลค่าตลาดของกิจการต่ำ

จะเป็นไปในทิศทางเดียวกับข่าวผลกำไรของบริษัทซึ่งเป็นข่าวดี และจะเป็นไปในทิศทางตรงข้ามกับข่าวผลกำไรของบริษัทซึ่งเป็นข่าวไม่ดีอย่างมีนัยสำคัญ ผลการทดสอบที่ได้มีโดยทั่วไปจะสอดคล้องกับผลการวิจัยคุณค่าของข้อมูลกำไรสุทธิรายไตรมาส ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรวมทั้งของต่างประเทศด้วย กล่าวคือข่าวผลกำไรจากประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทมีผลกระทบต่อการตัดสินใจลงทุน แต่การที่ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นในกรณีข่าวผลกำไรเป็นข่าวไม่ดี เพราะผู้ลงทุนได้รับข่าวผลกำไรของบริษัทก่อนที่มีประกาศอย่างเป็นทางการ ดังนั้นภายใต้ความไม่แน่นอนของผลกำไรของบริษัท การตอบสนองต่อข่าวผลกำไรซึ่งเป็นข่าวไม่ดีจึงเกิดขึ้นอย่างเต็มที่ก่อนช่วงเวลาที่ประกาศกำไร ซึ่งจากแนวคิดของ BIH การปรับตัวสูงขึ้นของราคาหลักทรัพย์ ในช่วงเวลาที่ตลาดหลักทรัพย์ประกาศข่าวผลกำไรรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียน จึงเป็นช่วงเวลาที่ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวย้อนกลับหลังจากที่ปรับตัวลดลงอย่างมาก ในช่วงเวลาก่อนหน้านั้น ในทำนองเดียวกันการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวผลกำไรซึ่งเป็นข่าวดีของบริษัท อาจเกิดขึ้นในทันทีที่มีข่าวเข้ามาในตลาดเช่นกัน แต่การตอบสนองต่อข่าวดีมีขนาดน้อยกว่าเนื่องจากผู้ลงทุนได้ให้ความสำคัญต่อข่าวไม่ดีมากกว่า ผลกระทบของข่าวดีในช่วงเวลาก่อนประกาศกำไรอย่างเป็นทางการจึงไม่เต็มที่ ทำให้มีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันกับข่าวผลกำไรในช่วงเวลาต่อมาเมื่อมีการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส และยังพบว่าขนาดของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์มีความแตกต่างกันระหว่างข่าวดีกับข่าวไม่ดี โดยการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวดีในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส มีขนาดมากกว่าการตอบสนองต่อข่าวไม่ดี ซึ่งจะสังเกตได้จากการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน หลังจากควบคุมปริมาณความพร้อมของข้อมูลด้วยมูลค่าตลาดของกิจการในตารางที่ 4.7

นอกจากนี้การทดสอบนัยสำคัญของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของกำไรที่ไม่คาดหวังในสมการถดถอยพบว่าในกรณีกำไรที่ไม่คาดหวังเป็นบวก($UE > 0$) ความสัมพันธ์ระหว่างการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์กับกำไรที่ไม่คาดหวังจะเป็นบวก(ตารางที่ 4.5) แต่ในกรณีกำไรที่ไม่คาดหวังเป็นลบ($UE < 0$) ความสัมพันธ์ระหว่างการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์กับกำไรที่ไม่คาดหวังเป็นลบ(ตารางที่ 4.6) ผลการทดสอบนี้ถึงแม้จะไม่สอดคล้องกับผลการวิจัยในอดีตของต่างประเทศ แต่สอดคล้องกับผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับกำไรสุทธิรายไตรมาสในกรณีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2533 ของดร.สุจิตรา วัชรจิตดิภักษ์ ซึ่งได้ให้เหตุผลว่า เพราะโดยลักษณะของตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยซึ่งเป็นตลาดทุนขนาดเล็กที่กำลังพัฒนา ผู้ลงทุนอาจให้ความสำคัญกับข้อมูลอื่น ๆ นอกเหนือจากข่าวผลกำไรของบริษัท เช่น ข้อมูลทางการเงินเมื่อ ราคาหลักทรัพย์ในอดีต และชื่อเสียงของผู้บริหารระดับสูงของ

ตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น ด้วยสถานการณ์ทางเศรษฐกิจที่เจริญเติบโตอย่างมากในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา ประกอบกับการตื่นตัวของตลาดทุนทำให้มีผลทางจิตวิทยาต่อผู้ลงทุนโดยมีทัศนคติในทางบวกต่อราคาหลักทรัพย์ในอนาคต ผู้ลงทุนที่ถือการกำไรจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในรูปแบบของส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์(Capital gains)จะเก็งกำไรสูงขึ้น ดังนั้นราคาหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นจึงเป็นผลจากการเก็งกำไรที่สูงขึ้นแทนที่จะมาจากผลกำไรของบริษัทหรือเงินปันผลที่จะได้รับ ดังนั้นจึงให้ความสำคัญต่อข่าวผลกำไรซึ่งเป็นข่าวไม่ดีน้อยมาก นอกจากนี้ลักษณะเฉพาะของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย ประกอบด้วยหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีปัจจัยพื้นฐานและแนวโน้มผลประกอบการในอนาคตที่ดีและมีการซื้อขายสม่ำเสมอ ผู้ลงทุนจึงให้ความสำคัญต่อผลตอบแทนในระยะยาวมากกว่าระยะสั้น จึงส่งผลให้การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เป็นไปในทางบวก ถึงแม้กำไรที่ไม่คาดหวังจะเป็นลบก็ตาม ด้วยเหตุนี้ราคาหลักทรัพย์จึงปรับตัวสูงขึ้นทั้งที่กำไรของบริษัทลดลง

สรุปได้ว่า การประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสให้ข่าวสารที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีความพร้อมของข้อมูลต่างกัน จะสอดคล้องกับทิศทางของกำไรที่ไม่คาดหวังในกรณีเป็นบวก แต่จะสวนทางกับทิศทางของกำไรที่ไม่คาดหวังในกรณีเป็นลบ

2. จากแนวคิดเกี่ยวกับความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูล (The differential information hypothesis) และการวิจัยผลกระทบของความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูลที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน ได้เสนอความคิดเห็นว่าในช่วงเวลาที่มีการประกาศกำไรสุทธิ การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนซึ่งมีปริมาณความพร้อมของข้อมูลมาก มีขนาดน้อยกว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนซึ่งมีปริมาณความพร้อมของข้อมูลในตลาดน้อย เพราะปริมาณข้อมูลของบริษัทเป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในการคาดคะเนผลประกอบการของบริษัท ซึ่งจะสะท้อนถึงกระแสเงินสดในอนาคตที่คาดว่าจะได้รับ ความคลาดเคลื่อนในการพยากรณ์กำไรของบริษัทซึ่งมีปริมาณความพร้อมของข้อมูลมากกว่าจะมีน้อยกว่า ดังนั้นข่าวสารที่ผู้ลงทุนได้รับจากการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนที่มีปริมาณข้อมูลมากจึงไม่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในวันประกาศกำไร ด้วยเหตุนี้จึงต้องการเปรียบเทียบขนาดของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวผลกำไรจากประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียน โดยคาดว่าขนาดของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

แห่งประเทศไทย เมื่อควบคุมปริมาณความพร้อมของข้อมูลด้วย สัดส่วนการลงทุนของกองทุน และมูลค่าตลาดของกิจการ จะมีความแตกต่างกันในลักษณะเดียวกันกับผลการวิจัยในต่างประเทศ

ผลการทดสอบความแตกต่างของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ ระหว่างบริษัทจดทะเบียนซึ่งมีปริมาณความพร้อมของข้อมูลมากและน้อย เมื่อควบคุมปริมาณความพร้อมของข้อมูลด้วยสัดส่วนการลงทุนของกองทุน(ตารางที่ 4.3)ชี้ให้เห็นว่าผลกระทบของข่าวผลกำไรจากการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส ซึ่งเป็นข่าวดีของบริษัทซึ่งมีสัดส่วนการลงทุนของกองทุนต่ำและสูงไม่มีความแตกต่างกัน ยกเว้นถ้าจะพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมตั้งแต่วันที่ก่อนประกาศกำไร 1 วันถึงวันหลังประกาศกำไร 1 วัน จะพบว่าในกรณีข่าวผลกำไรเป็นข่าวดีผลกระทบของข่าวผลกำไรของบริษัทซึ่งมีสัดส่วนการลงทุนของกองทุนต่ำมีขนาดใหญ่กว่า แต่กรณีที่การประกาศกำไรให้ข่าวไม่ดีไม่พบว่าขนาดของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์แตกต่างกัน ที่เป็นเช่นนี้เพราะการแบ่งกลุ่มบริษัทจดทะเบียนด้วยสัดส่วนการลงทุนของกองทุนไม่สามารถสะท้อนถึงปริมาณความพร้อมของข้อมูลของบริษัทที่แตกต่างกัน เมื่อควบคุมปริมาณความพร้อมของข้อมูลของบริษัทด้วยมูลค่าตลาดของกิจการ(ตารางที่ 4.4) ข่าวผลกำไรซึ่งเป็นข่าวดีของบริษัทจดทะเบียนที่มีมูลค่าตลาดของกิจการต่ำ มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่าของบริษัทจดทะเบียนที่มีมูลค่าตลาดของกิจการสูง โดยพิจารณาจากนัยสำคัญของค่าสถิติ Z ของผลต่างของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ตั้งแต่วันที่ประกาศกำไรถึงวันหลังประกาศกำไร 1 วัน และตั้งแต่วันที่ก่อนประกาศกำไร 1 วันถึงวันหลังประกาศกำไร 1 วัน ส่วนในกรณีการประกาศกำไรให้ข่าวไม่ดี ขนาดของผลกระทบของข่าวผลกำไรที่มีต่อราคาหลักทรัพย์จะมีความแตกต่างกันอย่างมากในระหว่างบริษัทที่มีมูลค่าตลาดของกิจการต่ำและสูง ซึ่งจะสังเกตได้ในทุกช่วงเวลาที่ประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัท

สรุปได้ว่า ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส ขนาดของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวสารของบริษัทจดทะเบียนมีความแตกต่างกันขึ้นอยู่กับปริมาณความพร้อมของข้อมูลของบริษัท เมื่อใช้มูลค่าตลาดของกิจการควบคุมปริมาณความพร้อมของข้อมูลของบริษัท จะสังเกตได้อย่างชัดเจนว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนซึ่งมีปริมาณความพร้อมของข้อมูลน้อย มีขนาดของการตอบสนองต่อข่าวสารมากกว่ากรณีของบริษัทจดทะเบียนซึ่งมีปริมาณความพร้อมของข้อมูลมาก จึงกล่าวได้ว่าบริษัทที่มีปริมาณความพร้อมของข้อมูลมากกว่า ประโยชน์ของการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนต่อผู้ลงทุนจะน้อยกว่า

3. การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวผลกำไรจากประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทกับปริมาณความพร้อมของข้อมูล ช่วยอธิบายความแตกต่างของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ระหว่างบริษัทจดทะเบียนที่มีความพร้อมของข้อมูลต่างกันได้อย่างชัดเจนมากขึ้น และเพื่อตรวจสอบความสามารถของสัดส่วนการลงทุนของกองทุนและมูลค่าตลาดของบริษัท ในการอธิบายการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส โดยแบ่งการพิจารณาเป็น 2 กรณีคือ 1) กรณีข่าวดี และ 2) กรณีข่าวไม่ดี ผลการตรวจสอบจะช่วยตอบปัญหาการวิจัยข้อที่ 3 เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณความพร้อมของข้อมูลกับการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ อันเนื่องจากแนวคิดเกี่ยวกับคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีอื่น ๆ ซึ่งไม่ใช่ตัวเลขกำไร และผลกระทบของความพร้อมของข้อมูลที่มีต่อการประเมินราคาหลักทรัพย์

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัท กับปริมาณความพร้อมของข้อมูลด้วยวิธีการวิเคราะห์สมการถดถอย(ตารางที่ 4.5 และ 4.6) ซึ่งให้เห็นว่าในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้นและมีค่ามากกว่า 0 อย่างมีนัยสำคัญ ทั้งในกรณีข่าวดีและข่าวไม่ดี เนื่องจากค่าตัดแกน Y ของสมการถดถอยทั้งในกรณีข่าวดีและกรณีข่าวไม่ดีมีค่ามากกว่า 0 อย่างมีนัยสำคัญ และการทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของสัดส่วนการลงทุนของกองทุนและมูลค่าตลาดของกิจการ แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนการลงทุนของกองทุนไม่มีความสัมพันธ์กับการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่กับมูลค่าตลาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทางลบอย่างมีนัยสำคัญ เพราะค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของสัดส่วนการลงทุนของกองทุนมีค่าเป็นลบ แต่ไม่มีนัยสำคัญ ($P\text{-value} > .05$) ส่วนค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของมูลค่าตลาดของกิจการมีค่าเป็นลบและมีนัยสำคัญ ($P\text{-value} < .05$) ด้วยเหตุนี้จึงกล่าวได้ว่ามูลค่าตลาดของกิจการเป็นปัจจัยที่ใช้แทนปริมาณความพร้อมของข้อมูลได้อย่างมีนัยสำคัญ โดยการเพิ่มขึ้นของมูลค่าตลาดของกิจการส่งผลให้การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสลดลง แต่สำหรับสัดส่วนการลงทุนของกองทุนในที่นี้ไม่สามารถใช้แทนปริมาณความพร้อมของข้อมูลได้ เนื่องจากข้อจำกัดในการวัดค่าสัดส่วนการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นค่าวัดโดยตรงถึงการเป็นหลักทรัพย์ที่อยู่ในความนิยมลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันที่สะท้อนถึงปริมาณความพร้อมของข้อมูล(Arbel และ Strebel , 1985) ทำให้ค่าวัดสัดส่วนการลงทุนของกองทุนไม่เป็นตัวแทนที่ดีของสัดส่วนการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันในกรณีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่งผลให้ไม่สามารถแสดงความแตกต่างของขนาดการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวผลกำไรระหว่างกลุ่มได้

สรุปได้ว่า มูลค่าตลาดของกิจการเป็นปัจจัยที่สามารถวัดค่าปริมาณความพร้อมของข้อมูล และอธิบายการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวผลกำไรจากประกาศกำไรของบริษัทในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างมีนัยสำคัญ โดยในขณะที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีมูลค่าตลาดของกิจการเพิ่มขึ้น การตอบสนองต่อข่าวผลกำไรจากประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสจะลดลง

กล่าวโดยสรุป จะเห็นว่าผลการการวิจัยนี้อาจไม่สอดคล้องกับผลการวิจัยในอดีตเกี่ยวกับตลาดหุ้นในต่างประเทศบางฉบับ เช่น ผลการวิจัยของ Steptoe(1989) และ White (1989) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในวันที่มีการประกาศกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นผู้ลงทุนสถาบันจะมีมากกว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นผู้ลงทุนรายบุคคล เป็นต้น แต่การวิจัยนี้ให้ผลสอดคล้องกับข้อสมมติฐานเกี่ยวกับความแตกต่างด้านความพร้อมของข้อมูล ซึ่งกล่าวถึงความแตกต่างของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในวันประกาศกำไรสุทธิ สรุปได้ว่าในกิจการที่มีความพร้อมของข้อมูลมากกว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวผลกำไรจะน้อยกว่า ดังที่ปรากฏในการทดสอบความแตกต่างของผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส และความสัมพันธ์ระหว่างการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรที่ไม่คาดหวังกับปริมาณความพร้อมของข้อมูล ซึ่งชี้ให้เห็นว่าในขณะที่ความพร้อมของข้อมูลเพิ่มขึ้นประโยชน์ของการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสจะมีน้อยลง

ข้อจำกัดของการวิจัย

ข้อจำกัดของการวิจัยฉบับนี้เป็นผลจากกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งเป็นข้อจำกัดที่ไม่อาจหลีกเลี่ยงได้ เพราะจำเป็นต้องคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างตามเกณฑ์ที่กำหนด เพื่อให้กลุ่มตัวอย่างที่ประกอบด้วยหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายสม่ำเสมอ ทำให้กลุ่มตัวอย่างไม่ครอบคลุมหลักทรัพย์ในหมวดธุรกิจต่าง ๆ ได้อย่างทั่วถึง ดังนั้นผลการวิจัยจึงมีข้อจำกัดในการอธิบายการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในลักษณะภาพรวมของตลาดหลักทรัพย์ ดังต่อไปนี้

1. ระยะเวลาในการศึกษาผลกระทบของความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูล กำหนดเป็น 2 ปี ตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2536 ถึง พ.ศ. 2537 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ตลาดหลักทรัพย์เปิดโอกาสให้สถาบันการเงินเอกชนเข้ามาดำเนินการในรูปของโครงการจัดการลงทุน ตามมาตรการของภาครัฐ ที่จะช่วยเสริมเสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและก่อให้เกิดสภาพคล่องแก่ผู้ลงทุน

จึงเป็นผลให้ช่วงระยะเวลาการศึกษามีลักษณะเฉพาะ ดังนั้นผลการวิเคราะห์ที่ได้จึงเหมาะสมที่จะนำไปอ้างอิงเปรียบเทียบกับเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในปีอื่น ๆ ที่มีสภาพแวดล้อมที่คล้ายคลึงกัน

2. การเลือกบริษัทจดทะเบียนที่โครงการจัดการลงทุนได้เข้าไปลงทุน ทำให้กลุ่มตัวอย่างไม่กระจายไปในหมวดธุรกิจทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ เพราะต้องการให้กลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายเกิดขึ้นเป็นประจำ หรือมีราคาเปลี่ยนแปลงทุกวัน และส่วนใหญ่เป็นหลักทรัพย์ที่มีข้อมูลครบถ้วน ผู้วิจัยเห็นว่าถ้าขยายขอบเขตของกลุ่มตัวอย่างไปในหมวดธุรกิจอื่นนอกเหนือจากในตัวอย่างนี้ ผลการวิจัยอาจเปลี่ยนแปลงไปได้

3. การเลือกหน่วยตัวอย่างที่มีข้อมูลเกี่ยวกับวันประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส ครบถ้วนตลอดช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา และมีวันสิ้นสุดบัญชีตรงกับวันที่ 31 ธันวาคม ทำให้จำนวนบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีเพียง 103 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 25 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น ดังนั้นเป็นไปได้ที่ผลการวิเคราะห์ในอนาคตอาจเปลี่ยนแปลงไปได้ถ้าสามารถเพิ่มขนาดตัวอย่าง

4. ตัวแบบความสัมพันธ์ที่ใช้ในการวิจัยทางบัญชีเกี่ยวกับตลาดทุนมักกระทำภายใต้ข้อสมมติที่ว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรตามมีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรง ดังนั้นการที่ผลการวิเคราะห์ไม่เป็นไปตามข้อสมมติฐาน อาจเป็นเพราะรูปแบบความสัมพันธ์ที่สมมติขึ้นมานั้นไม่เป็นจริง

5. การใช้ค่าประมาณพารามิเตอร์ใน Market Model ที่ได้จากการวิเคราะห์ความถดถอยอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ด้วยอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของตลาดในช่วงเวลาก่อนหน้าช่วงเวลาการทดสอบ ในการประมาณค่าคาดหวังอัตราผลตอบแทนของบริษัท จำเป็นต้องมีข้อสมมติว่าค่าพารามิเตอร์มีค่าคงที่ในช่วงเวลาทำการทดสอบ ซึ่งมีผลต่อการวัดค่าตัวแปรตาม คืออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัท ดังนั้นผลการวิเคราะห์ที่ได้ อาจไม่เป็นจริงถ้าข้อสมมติเปลี่ยนแปลงไป

6. การใช้กำไรสุทธิในไตรมาสปัจจุบันเป็นค่าคาดหวังกำไรสุทธิรายไตรมาสของไตรมาสเดียวกันในปีถัดไป โดยถือว่าตัวเลขกำไรที่ได้นั้นเป็นการคาดคะเนกำไรของผู้ลงทุน ซึ่งในความเป็นจริงไม่สามารถรู้หรือพิสูจน์ได้ว่าผู้ลงทุนมีค่าคาดหวังกำไรสุทธิเป็นอย่างไร ในการวิจัยจึงจำเป็นต้องเลือกตัวแบบในการคำนวณค่าคาดหวังกำไรสุทธิรายไตรมาสในปัจจุบัน โดยพิจารณาจากแหล่งข้อมูลที่ผู้ลงทุนสามารถหาได้และตัวแบบที่นิยมใช้ในการวิจัยที่ผ่านมา ดังนั้นผลการวิจัยอาจเปลี่ยนแปลงได้ถ้ามีตัวแบบการคำนวณกำไรที่คาดหวังซึ่งเหมาะสมกว่านี้

7. การใช้สัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนของโครงการจัดการลงทุน เป็นตัวแปรอิสระที่สะท้อนให้เห็นถึงการเป็นหลักทรัพย์ที่อยู่ในความนิยมลงทุนของผู้ลงทุนสถาบัน เพราะข้อจำกัดในการเก็บรวบรวมข้อมูลจำเป็นต้องใช้ข้อมูลเฉพาะที่ได้เปิดเผยอย่างเป็นทางการในตลาด

หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น ดังนั้นจึงไม่สามารถวัดการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันที่มีอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ทั้งหมด นอกจากนี้การเปิดเผยรายละเอียดบัญชีเงินลงทุนของกองทุนต่าง ๆ จัดทำเป็นรายงานประจำเดือน ดังนั้นการคำนวณสัดส่วนการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบัน ณ วันที่มีการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสจึงจำเป็นต้องใช้เป็นค่าเฉลี่ยรายไตรมาสของสัดส่วนการลงทุนของกองทุน ซึ่งมีผลให้ค่าวัดที่ได้เป็นเพียงตัวแทนที่สะท้อนการเป็นหลักทรัพย์ที่อยู่ในความนิยมนลงทุนที่มีอยู่ทั้งหมด และส่งผลกระทบต่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันกับอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัท ผลการวิเคราะห์จึงอาจเปลี่ยนแปลงไปจากนี้ถ้าหากมีการพัฒนาตัวแบบสำหรับวัดสัดส่วนการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันขึ้นใหม่

ข้อเสนอแนะ

1. แนวทางการวิจัยในอนาคต

1.1 โดยลักษณะของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเป็นตลาดทุนขนาดเล็กที่กำลังพัฒนา และการกระจายทรัพยากรในตลาดทุนมีน้อยกว่าในต่างประเทศซึ่งเป็นตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว ข่าวดำเนินการจากประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสซึ่งเป็นข่าวดีอาจทำให้ผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ตัดสินใจซื้อหุ้น โดยทันทีที่มีข่าวผลกำไรซึ่งเป็นข่าวดีเข้ามาในตลาด ในทางตรงข้ามเมื่อข่าวผลกำไรเป็นข่าวไม่ดี ผู้ลงทุนเฉพาะผู้ที่มีหุ้นนั้นอยู่จะต้องการขายหุ้นนั้นออกไป ส่งผลให้ขนาดของการตอบสนองต่อข่าวดีมากกว่าข่าวไม่ดี ประกอบกับข่าวสารเกี่ยวกับผลกำไรของบริษัทอาจเข้ามาในตลาดก่อนที่จะมีประกาศกำไรอย่างเป็นทางการ ข่าวสารเหล่านี้อาจสะท้อนรวมอยู่ในราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาก่อนประกาศกำไร ดังนั้นการขยายระยะเวลาในการทดสอบซึ่งเป็นช่วงระยะเวลาล้อมรอบวันประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสให้กว้างขึ้น จะช่วยให้การวิเคราะห์การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ชัดเจนขึ้น เพราะถ้าเป็นไปตามทฤษฎี UH การขยายช่วงเวลาดังกล่าวช่วยให้สามารถวิเคราะห์แนวโน้มของการเปลี่ยนแปลงการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาก่อนวันประกาศกำไร(วันที่ 0) และเปรียบเทียบขนาดของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ระหว่างกรณีข่าวดีกับข่าวไม่ดีได้อย่างชัดเจน รวมทั้งส่งผลกระทบต่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัทในช่วงเวลาประกาศกำไรกับกำไรที่ไม่คาดหวัง ข้อคิดเห็นดังกล่าวนี้จะนำไปสู่แนวทางการวิจัยในอนาคตเกี่ยวกับความแตกต่างของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวผลกำไรจากประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส

หรือกำไรสุทธิประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจัดแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์เป็น 2 กลุ่ม คือ 1) กลุ่มหลักทรัพย์ที่กำลังอยู่ในระยะเติบโต (Growth Stocks) ซึ่งราคาหลักทรัพย์น่าจะขึ้นอยู่กับข่าวผลกำไรของบริษัทมากกว่ากลุ่มที่ 2 2) กลุ่มหลักทรัพย์ที่ทำรายได้ให้กับผู้ลงทุน (Income Stocks) โดยควบคุมค่าวัดความเสี่ยงของบริษัท (เบต้า) รวมทั้งขยายการศึกษาโดยการเปรียบเทียบกับผลตอบแทนของตลาดหุ้นในต่างประเทศที่ลักษณะคล้ายคลึงกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เช่น ตลาดหุ้นในประเทศมาเลเซีย เป็นต้น

นอกจากนี้การตรวจสอบการตอบสนองต่อข่าวผลกำไรของบริษัท ในช่วงเวลาที่มีประกาศกำไรสุทธิทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ สามารถใช้ปัจจัยอื่น ๆ ในการทดสอบผลกระทบของการประกาศกำไร เช่น อัตราส่วนระหว่างค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัทจดทะเบียนที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาที่ประกาศกำไรกับช่วงเวลาที่ไม่มีประกาศกำไร เป็นต้น ซึ่งค่าความแปรปรวนของปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาประกาศกำไร และอัตราร้อยละของการเปลี่ยนแปลงในระดับราคาหลักทรัพย์ เป็นต้น ซึ่งช่วยลดข้อจำกัดในส่วนของตัวแบบที่ใช้ในการวัดอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัท ช่วยให้ผลการทดสอบมีความชัดเจนมากขึ้น

1.2 การพัฒนาตัวแบบที่ใช้ในการพยากรณ์ค่าคาดหวังกำไรสุทธิรายไตรมาสงวดปัจจุบัน ช่วยให้เข้าใจเกี่ยวกับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการตอบสนองของตลาดและกำไรที่ไม่คาดหวังได้ชัดเจนและถูกต้องมากขึ้น ดังนั้นแนวทางการวิจัยในอนาคตสามารถทำได้โดยปรับปรุงวิธีการวัดค่าคาดหวังกำไรสุทธิรายไตรมาสปีปัจจุบัน เช่น การใช้ตัวแบบอนุกรมเวลาในการวัดค่าคาดหวังกำไรสุทธิ เป็นต้น นอกจากนี้การเปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ของตัวแปรอิสระอื่น ๆ ที่มีความเกี่ยวข้องกับปริมาณความพร้อมของข้อมูลของบริษัท อาจใช้จำนวนผู้ลงทุนสถาบันที่เข้าไปถือหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนแทนสัดส่วนการลงทุนของกองทุน หรือตัวแปรอื่น ๆ เช่น สัดส่วนราคาต่อกำไร (PE Ratio) ระยะเวลาที่ได้รับอนุญาตให้ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดได้ (Trading period) เป็นต้น

1.3 การวิเคราะห์ความแตกต่างของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวผลกำไรของบริษัท โดยใช้สัดส่วนการลงทุนของโครงการจัดการลงทุนและขนาดกิจการแทนปริมาณความพร้อมของข้อมูลในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ พบว่า มูลค่าตลาดของกิจการซึ่งใช้เป็นค่าวัดขนาดกิจการ มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวสารของบริษัทจดทะเบียนในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส ดังนั้นการวิจัยสัมพันธ์ระหว่างกำไรกับราคาหลักทรัพย์ที่ผ่านมา อาจนำมาทำใหม่โดยเพิ่มการควบคุมผลกระทบของมูลค่าตลาดของกิจการ

หรืออาจใช้คำวัดขนาดกิจการอย่างอื่น เพื่อเป็นการขยายขอบเขตการวิจัยเดิมเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีและราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. การกำหนดนโยบายบัญชี

ผลการวิจัยได้ให้หลักฐานแสดงว่าข่าวผลกำไรจากการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนเป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุน แต่ประโยชน์ของข่าวสารดังกล่าวขึ้นอยู่กับปริมาณความพร้อมของข้อมูลของบริษัท กล่าวคือการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนที่มีปริมาณความพร้อมมากกว่าจะให้ประโยชน์แก่ผู้ลงทุนน้อยกว่า ดังนั้นผู้ที่มีส่วนรับผิดชอบในการกำหนดกฎระเบียบเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในรายงานทางการเงิน และผู้รับผิดชอบในตลาดหลักทรัพย์ที่พยายามจะเสนอแนวทางในการลงทุนให้กับผู้ลงทุน ควรได้พิจารณาถึงความแตกต่างในด้านของปริมาณข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เพราะนอกจากตัวเลขกำไรจะมีผลต่อการตัดสินใจแล้ว ปริมาณความพร้อมของข้อมูลที่แตกต่างกันส่งผลกระทบต่อรับรู้ข่าวสารและการตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุน และส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุน ในการกำหนดนโยบายการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนและการรายงาน โดยเฉพาะฝ่ายบริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นผู้ลงทุนสถาบัน เพื่อให้รายงานงบการเงินของบริษัทนั้นเป็นไปตามวัตถุประสงค์

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย