



บทที่ 1

บทนำ

## ที่มาของปัญหาการวิจัย

การวิจัยเกี่ยวกับตลาดทุนในต่างประเทศมีมานานกว่า 25 ปีนับตั้งแต่ปี ค.ศ.1968 ผลการวิจัยหลายฉบับโดยเฉพาะการวิจัยคุณค่าข้อมูลทางการบัญชี เสนอความคิดเห็นที่สอดคล้องกันว่า ผู้ลงทุนมีประสิทธิภาพในการรวบรวมข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ ซึ่งประกาศในตลาดหลักทรัพย์เพื่อใช้ในการประเมินราคาหลักทรัพย์ (Ball,1990) และช่วยให้ความเข้าใจเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น จากการทบทวนการวิจัยที่ผ่านมาพบว่ากำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียน เป็นข้อมูลทางบัญชีที่ผู้ลงทุนให้ความสำคัญมากที่สุดในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ เนื่องจากแนวคิดในทางทฤษฎีทางการเงินและความคิดเห็นของนักวิเคราะห์ทางการเงินซึ่งเป็นผู้ใช้ข้อมูลกล่าวว่า ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับกระแสเงินสดหรือเงินปันผลในอนาคตที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับซึ่งสามารถใช้กำไรสุทธิทางบัญชีเป็นค่าวัดกระแสเงินสดดังกล่าวได้ (Beaver, 1981a) จึงเป็นเหตุให้นักวิจัยทางบัญชีหลายท่านให้ความสนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ เพื่อพิสูจน์ว่ากำไรสุทธิทางบัญชีจะสะท้อนถึงกระแสเงินสดในอนาคตที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับ และข่าวผลกำไรจากการประกาศกำไรสุทธิของบริษัทเป็นข่าวสารที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุน และเรียกการวิจัยนั้นว่า “การวิจัยคุณค่าข้อมูลของกำไรทางบัญชี” (The information content of accounting earnings research) ซึ่งจัดอยู่ในกลุ่มการวิจัยทางบัญชีเกี่ยวกับตลาดทุน(Market based accounting research)

การวิจัยคุณค่าข้อมูลของกำไรทางบัญชี แบ่งได้เป็น 2 แนวทาง คือ แนวทางที่ 1 ศึกษาพฤติกรรมกรรมการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาล้อมรอบวันประกาศกำไรสุทธิทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียน(หมายถึง ระยะเวลาตั้งแต่ก่อนประกาศกำไรสุทธิถึงหลังประกาศกำไรสุทธิ โดยกำหนดให้วันประกาศกำไรสุทธิเป็นวันที่ 0)เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ แนวทางที่ 2 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับปัจจัยทางตลาดทุน(เช่น อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ เป็นต้น) เพื่อวิเคราะห์ความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายปัจจัยดังกล่าว การวิจัยผลกระทบของการประกาศ

กำไรสุทธิทางบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูล จึงจัดอยู่ในแนวทางการวิจัยคุณค่าข้อมูลของกำไรทางบัญชีแนวทางที่ 1 ซึ่งแตกต่างไปจากการวิจัยคุณค่าข้อมูลของกำไรสุทธิรายไตรมาส กรณีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของสุจิตรา วัชรจิตติภักดิ์ (2533) , สุกมิตร เคชะมนตรีกุล และคณะ (2537) ในส่วนที่การวิจัยคุณค่าข้อมูลของกำไรสุทธิรายไตรมาสทั้ง 2 ฉบับไม่มีการควบคุมความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูล ซึ่งอาจส่งผลต่อการใช้ข้อมูลกำไรในการตัดสินใจลงทุน และแตกต่างไปจากการวิจัยคุณค่าข้อมูลทางบัญชีในการวิเคราะห์ค่าวัดความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของ สุธา ศิวังกิจ (2537) ในส่วนที่แนวทางการศึกษาดังกล่าวเป็นแนวทางที่ 2 ซึ่งมุ่งที่จะหาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางบัญชีกับปัจจัยทางตลาดทุน แต่ผลการวิจัยเหล่านี้ได้ให้หลักฐานที่สอดคล้องกันว่าการประกาศกำไรสุทธิให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุน และกำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

สำหรับการวิจัยทางบัญชีเกี่ยวกับคุณค่าข้อมูลกำไรสุทธิทางบัญชีในต่างประเทศ เริ่มตั้งแต่ ค.ศ.1968 ผลการวิจัยหลายฉบับกล่าวว่าข่าวผลกำไรจากประกาศกำไรสุทธิของบริษัทมีผลกระทบต่อ การตัดสินใจลงทุน โดยตรวจสอบได้จากการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับ ข่าวผลกำไร แต่จะสังเกตได้ว่าการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ตามทิศทางของข่าวผลกำไรจะเกิดขึ้นก่อนที่จะมีการประกาศกำไรสุทธิอย่างเป็นทางการ เช่น Ball และ Brown(1968) ได้ตรวจสอบ การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรที่ไม่คาดหวังซึ่งถือเป็นข่าวผลกำไรที่ผู้ลงทุนได้รับรู้ในวันประกาศกำไรสุทธิประจำปีของบริษัท และพบว่า การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เป็นไปในทิศทางเดียวกับกำไรที่ไม่คาดหวังและเกิดขึ้นก่อนประกาศกำไรสุทธิอย่างเป็นทางการ Beaver (1968) ตรวจสอบความแปรปรวนของระดับราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ประกาศกำไรสุทธิประจำปี และพบว่าความแปรปรวนของระดับราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในสัปดาห์ที่มีประกาศกำไรสุทธิมีค่าสูงกว่าสัปดาห์ที่ไม่มีประกาศ Beaver, Clarke และ Wright (1979) ได้ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์กับขนาดของกำไรที่ไม่คาดหวัง และพบว่าขนาดของการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นระบบ มีความสัมพันธ์ทางบวกกับขนาดของกำไรที่ไม่คาดหวัง เป็นต้น

ระเบียบวิธีวิจัยของการวิจัยคุณค่าข้อมูลกำไรทางบัญชี เป็นไปตามขั้นตอนการวิจัยเชิงประจักษ์ โดยส่วนใหญ่ใช้อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return ด้วยย่อคือ CAR) ในช่วงเวลาล้อมรอบวันประกาศกำไร เป็นค่าวัดผลกระทบของข่าวผลกำไรจากประกาศกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ และถือว่ากำไรที่ไม่คาดหวัง(Unexpected earnings ด้วยย่อคือ UE ) เป็นข่าวผลกำไรของบริษัทจดทะเบียน

จากประกาศกำไรสุทธิและเป็นค่าวัดความเป็นประโยชน์ของการประกาศกำไร โดยอาศัยทฤษฎีทางการเงินเกี่ยวกับตลาดทุนอธิบายการกระจายที่ไม่ปกติของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ หรืออัตราผลตอบแทนส่วนที่เหลือ(Residual return)ในตัวแทนตลาดทุน(Market model)ในช่วงเวลา สัปดาห์รอบวันประกาศกำไรสุทธิซึ่งจะมีค่าเฉลี่ยไม่เท่ากับ 0 รวมทั้งวิธีการวิเคราะห์ความถดถอย (Cross-sectional Regression Analysis) ซึ่งใช้ในการหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมกับกำไรที่ไม่คาดหวังตามตัวแทนความสัมพันธ์เชิงเส้นในสมการที่ 1 เพื่อแสดงทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์กับกำไรที่ไม่คาดหวัง

$$CAR_{jt} = a_j + b_j UE_{jt} + e \quad (1)$$

ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ จึงเป็นหลักฐานที่แสดงว่ากำไรทางบัญชีสามารถสะท้อนถึงกระแสเงินสดหรือเงินปันผลในอนาคตที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับ อย่างไรก็ตามการวิจัยคุณค่าของข้อมูลกำไรทางบัญชีที่กล่าวถึงไม่ได้คำนึงถึงความแตกต่างในด้านความพร้อมของข้อมูลที่อาจมีหรือมีอยู่ในตลาด ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิ และความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ โดยในที่นี้ ความพร้อมของข้อมูล หมายถึง ปริมาณข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์หรือบริษัทจดทะเบียน ที่มีในตลาดหุ้น ต่อมาจึงได้มีการขยายการวิจัยคุณค่าของข้อมูลกำไรทางบัญชีโดยควบคุมปัจจัยอื่น ๆ ที่อาจมีผลกระทบต่อตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวผลกำไรของบริษัท เช่น วิจัยเชิงประจักษ์ของChamber และ Penman (1984) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์กับกำไรที่ไม่คาดหวัง โดยควบคุมระยะเวลาระหว่างวันประกาศกำไรสุทธิถึงวันสิ้นงวดบัญชีทั้งรายไตรมาสและประจำปี และพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการปรับราคาหลักทรัพย์กับกำไรที่ไม่คาดหวังไม่เกี่ยวข้องกันระยะเวลาดังกล่าว แต่ในกรณีบริษัทจดทะเบียนประกาศกำไรสุทธิเร็วกว่าที่ผู้ลงทุนคาดหวังไว้ ความสัมพันธ์ระหว่างการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์กับกำไรที่ไม่คาดหวังจะมีมากกว่า ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการประกาศกำไรที่ให้กำไรไม่คาดหวังเป็นบวกตรงข้ามถ้าการประกาศกำไรล่าช้ากว่าที่คาดไว้ความสัมพันธ์ดังกล่าวจะน้อยกว่า โดยส่วนใหญ่เป็นประกาศกำไรที่ไม่คาดหวังที่มีค่าเป็นลบ ความแตกต่างที่กล่าวมานี้จะสังเกตได้อย่างชัดเจนในบริษัทจดทะเบียนขนาดเล็ก(ใช้มูลค่าตลาดของกิจการเป็นค่าวัดขนาดกิจการ) นอกจากนี้พบว่าขนาดกิจการมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับระยะห่างระหว่างวันสิ้นงวดกับวันประกาศกำไร เป็นต้น ผลการวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่าผู้ลงทุนในบริษัทจดทะเบียนขนาดเล็กจะตอบสนองต่อข่าวผลกำไรซึ่งเป็นข่าวไม่ดี(กำไรที่ไม่คาดหวังเป็นลบ)ก่อนประกาศกำไร ทำให้การตอบสนองของราคา

ในวันประกาศกำไรไม่สัมพันธ์กับข่าวสารที่ได้รับ ซึ่งตรงข้ามกับกรณีข่าวผลกำไรเป็นข่าวดี (กำไรที่ไม่คาดหวังเป็นบวก) โดยนัยแล้วถ้าบริษัทประกาศกำไรล่าช้าผู้ลงทุนจะคาดว่ากำไรที่ไม่คาดหวังเป็นลบและจะตอบสนองในทันที ปรากฏการณ์นี้อาจเป็นผลจากบริษัทขนาดเล็กมีปริมาณความพร้อมข้อมูลน้อยกว่า ทำให้การลงทุนในหลักทรัพย์นั้นมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น ดังนั้นเมื่อผู้ลงทุนได้รับข่าวไม่ดีของบริษัทก่อนประกาศกำไรก็จะตัดสินใจขายหลักทรัพย์อย่างรวดเร็วจึงส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง ส่วนในกรณีบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่จะเป็นอย่างไรนั้น ในรายงานผลการวิจัยไม่ได้กล่าวถึง ผู้วิจัยมีความเห็นว่าในสถานการณ์ที่ไม่แน่นอน ปริมาณความพร้อมของข้อมูลของบริษัทหรือของหลักทรัพย์จะส่งผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในวันประกาศกำไรของบริษัท เพราะผู้ลงทุนอาจได้รับข้อมูลของบริษัทจากแหล่งข้อมูลอื่น และใช้พยากรณ์กำไรก่อนที่จะประกาศอย่างเป็นทางการ ซึ่ง Shore(1990), Atiase(1985) และ Grant (1980) ได้ศึกษาผลกระทบของข่าวสารที่ผู้ลงทุนได้รับจากแหล่งข้อมูลอื่นที่มีต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาล้อมรอบวันประกาศกำไร โดยใช้ขนาดกิจการแทนปริมาณข้อมูลอื่น ๆ ของบริษัทจดทะเบียน ผลการวิจัยทั้ง 3 ฉบับสรุปได้ว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาดังกล่าวของบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่มีขนาดเล็กกว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนขนาดเล็ก แสดงว่าราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีปริมาณข้อมูลมากกว่า จะมีการตอบสนองต่อข่าวผลกำไรจากประกาศกำไรสุทธิน้อยกว่าราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีปริมาณข้อมูลน้อยกว่า ขนาดของกิจการจึงเป็นปัจจัยที่แทนปริมาณข้อมูลของกิจการ จึงกล่าวได้ว่าผลกระทบของข่าวผลกำไรจากประกาศกำไรสุทธิที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ จึงอาจขึ้นอยู่กับปริมาณความพร้อมของข้อมูล

ความเกี่ยวข้องกันระหว่างปริมาณความพร้อมของข้อมูลกับราคาหลักทรัพย์ อาจพิจารณาจากมูลค่าของหลักทรัพย์ในทฤษฎีทางการเงิน ซึ่งกล่าวว่ามูลค่าหรือราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ นอกจากจะขึ้นอยู่กับกระแสเงินสดในอนาคตที่คาดว่าจะได้รับหรือเงินปันผลแล้ว ยังขึ้นอยู่กับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ ซึ่งอัตราผลตอบแทนที่ต้องการจะขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของบริษัทหรือของหลักทรัพย์นั้น ๆ (Brigham, 1992) ดังนั้นในสถานการณ์ไม่แน่นอนบริษัทหรือหลักทรัพย์ที่มีปริมาณความพร้อมของข้อมูลน้อย อาจทำให้ผู้ลงทุนเห็นว่าหลักทรัพย์นั้นมีความเสี่ยงมากขึ้น การประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสจึงให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุน ในทางตรงข้ามถ้าบริษัทมีปริมาณความพร้อมของข้อมูลมาก อาจส่งผลให้ประโยชน์ของการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสลดลง ดังนั้นในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ จึงอาจแตกต่างกันขึ้นอยู่กับปริมาณความพร้อมของข้อมูลของบริษัท ซึ่งสามารถทดสอบได้ด้วยการควบคุมปริมาณความ

พร้อมของข้อมูล ในการตรวจสอบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ประกาศ  
กำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ผลการวิจัยในอดีตเกี่ยวกับผลกระทบของ  
ปริมาณความพร้อมข้อมูลที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ มีดังนี้

ปี ค.ศ. 1982 Arbel และ Strebel ศึกษาผลกระทบของความพร้อมของข้อมูลที่มีต่อราคา  
หลักทรัพย์ โดยเลือกหลักทรัพย์จากบริษัทสแตนดาร์ดแอนด์พัวอินเด็กซ์(Standard and Poor's  
Index) จำนวน 500 บริษัทมาเป็นกลุ่มตัวอย่าง และใช้จำนวนนักวิเคราะห์ทางการเงินที่ให้ความ  
สนใจติดตามการดำเนินงานของบริษัทเจ้าของหลักทรัพย์ ซึ่งตีพิมพ์ในรายงาน Drexel Burnham  
Lambert Report และ Standard and Poor Earnings forcaster แทนความพร้อมของข้อมูลของ  
หลักทรัพย์ สำหรับการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ใช้อัตรผลตอบแทนส่วนเกิน(Excess Return)  
ที่คำนวณจากตัวแบบ CAPM ผลการวิจัยชี้ว่าบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในความสนใจของนักวิเคราะห์  
เป็นจำนวนน้อย อัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์นั้นจะมีค่ามากกว่าบริษัทจดทะเบียนที่  
มีจำนวนนักวิเคราะห์ทางการเงินให้ความสนใจมาก และเรียกปรากฏการณ์นี้ว่า "Neglected firm  
affect" นอกจากนี้พบว่า ผลกระทบดังกล่าวมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับขนาดกิจการ โดย  
ให้เหตุผลว่าผลกระทบดังกล่าวเป็นผลจากความไม่แน่นอนของผลตอบแทนในอนาคต รวมทั้ง  
การกระจายของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ผู้ลงทุนจึงปรับอัตราผลตอบแทนหลังปรับด้วยอัตรา  
ผลตอบแทนของตลาด (Risk premium)เพิ่มขึ้น เพื่อชดเชยความไม่แน่นอนอันเนื่องจากการมี  
ข้อมูลไม่เพียงพอ ต่อมา Arbel , Carvel และ Strebel (1983) ขยายการศึกษาต่อไปโดยใช้สัดส่วน  
การลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันที่ลงทุนในบริษัทจดทะเบียน โดยเสนอความเห็นว่าเป็นค่าวัด  
ปริมาณความพร้อมของข้อมูลเพื่อให้ใกล้เคียงความจริงมากกว่า โดยใช้หลักทรัพย์จดทะเบียนใน  
ตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 510 บริษัทเป็นตัวอย่าง ผลการวิจัยชี้ว่า  
หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ผู้ลงทุนสถาบันไม่นิยมลงทุน กลับมีอัตราผลตอบแทนที่เหนือ  
กว่าหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ผู้ลงทุนสถาบันนิยมลงทุน

Barry และ Brown (1984) ตรวจสอบตัวแบบของตลาดดุลยภาพ (Market equilibrium  
model) กรณีหลักทรัพย์มีความพร้อมของข้อมูลต่างกัน โดยใช้จำนวนระยะเวลาของการซื้อขาย  
หลักทรัพย์(Trading period)แทนความพร้อมของข้อมูล ด้วยจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาด  
หลักทรัพย์นิวยอร์กตั้งแต่ ค.ศ. 1926 ถึง 1980 และใช้ดัชนีราคาหลักทรัพย์ถ่วงน้ำหนักเป็นค่าวัด  
อัตราผลตอบแทนของตลาด ผลการวิจัยพบว่าหลักทรัพย์ที่มีจำนวนเวลาซื้อขายสั้นกว่ามีอัตรา  
ผลตอบแทนสูงมาก หลังจากที่ควบคุมผลกระทบของขนาดกิจการ และเรียกปรากฏการณ์นี้ว่า  
"Preriod of listing effect"

นอกจากนี้มีหลักฐานที่สามารถพิสูจน์ได้ว่า การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวสารที่ได้รับมีความแตกต่างกันระหว่างข่าวดีและข่าวไม่ดี (เช่น ผลการวิจัยของ Ball และ Brown, 1968 ; Beaver, 1968 ; Brown และคณะ, 1988) และมีนักวิจัยทางบัญชีหลายท่าน อาทิ Debondt และ Thaler(1985) ; Brown และ Harlow(1988) ทำวิจัยเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการตอบสนองเกินจริงของราคาหลักทรัพย์ และพบว่าราคาหลักทรัพย์มีการตอบสนองเกินจริงในทางลบมากกว่าในทางบวก Grossman และ Stiglitz(1980) วิจัยเกี่ยวกับผลกระทบของข้อมูลที่มีมาก่อนประกาศกำไร(Predisclosure information) พบว่า การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์มีความเกี่ยวข้องกับกำไรที่ไม่คาดหวัง แต่ตอบสนองในช่วงเวลาก่อนประกาศกำไร การวิจัยเชิงประจักษ์เหล่านี้ให้หลักฐานที่แสดงว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่มีประกาศกำไรนอกจากจะขึ้นอยู่กับกำไรที่ไม่คาดหวังแล้ว ยังขึ้นอยู่กับปริมาณข้อมูลที่มีมาก่อนซึ่งผู้ลงทุนสามารถใช้ในการตัดสินใจลงทุนได้ ปริมาณข้อมูลก่อนประกาศกำไรจึงส่งผลกระทบต่อประโยชน์ของการประกาศกำไรสุทธิ

การวิจัยที่กล่าวมาข้างต้น เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์เกี่ยวกับตลาดหุ้นในต่างประเทศ ซึ่งเป็นตลาดหุ้นที่พัฒนาแล้ว ผลการวิจัยเหล่านี้จะนำมาอธิบายปรากฏการณ์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเป็นตลาดหุ้นขนาดเล็กที่กำลังพัฒนาได้หรือไม่จึงเป็นปัญหาที่น่าสนใจ ดังนั้น วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ จึงมุ่งหมายที่จะตรวจสอบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในกรณีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยควบคุมความแตกต่างด้านความพร้อมของข้อมูล เพื่อเป็นหลักฐานสนับสนุนทฤษฎีคุณค่าข้อมูลทางบัญชีในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ และเพื่อพัฒนาทฤษฎีทางบัญชีเกี่ยวกับตลาดหุ้นในประเทศไทยที่สามารถอธิบายประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีในการตัดสินใจของนักลงทุน อันจะเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาการรายงานทางการเงินในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น รวมทั้งการกำหนดนโยบายทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียน

### ปัญหาการวิจัย

ปัญหาการวิจัยของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ กำหนดจากแนวคิดในด้านต่าง ๆ ซึ่งได้จากการทบทวนเอกสารทางวิชาการ และผลการวิจัยในอดีต ดังต่อไปนี้

## 1. ความแตกต่างกันของผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

กลุ่มผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ประกอบด้วยผู้ลงทุนที่เป็นบุคคลธรรมดา (Individual investors) ต่อไปนี้เรียกว่า “ผู้ลงทุนรายบุคคล” หมายถึงบุคคลธรรมดาที่นำรายได้ ส่วนที่เหลือเป็นเงินออมส่วนหนึ่งไปลงทุนซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ และผู้ลงทุนสถาบัน (Institutional investors) หมายถึงผู้ลงทุนที่อยู่ในรูปนิติบุคคลซึ่งระดมเงินทุนจากประชาชนเพื่อนำไปลงทุนซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ โดยทั่วไปการใช้จ่ายเงินทุนของผู้ลงทุนสถาบันนี้จะเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ นโยบายการลงทุนจะอาศัยหลักวิชาการและมีการปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมายซึ่งควบคุมไว้อย่างเคร่งครัดกว่าบุคคลธรรมดา (อำนาจ ติยาทิพย์กุล, 2528) จะเห็นว่าในปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำลังขยายจำนวนของผู้ลงทุนสถาบันในรูปของโครงการจัดการลงทุนมากขึ้น จากการให้สัมภาษณ์ของ ดร. ประสาร ไตรรัตน์วรกุล รองเลขาธิการคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ด.) (การเงินการธนาคาร, 2536) กล่าวว่า แผนการดำเนินงานในการพัฒนาตลาดทุนปี 2537 ได้กำหนดให้สอดคล้องกับแผนการพัฒนาด้านตลาดเงิน โดยการพัฒนาระบบการเพิ่มขีดความสามารถของผู้ลงทุนสถาบัน รวมทั้งการปรับปรุงมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูล โดยให้ความเห็นว่าการเพิ่มสัดส่วนผู้ลงทุนสถาบันในตลาดทุนช่วยให้ปัจจัยพื้นฐานในตลาดทุนมีความหมายมากขึ้น และสิ่งที่ต้องทำคือการกำกับดูแลไม่ให้นักลงทุนสถาบันเอาเปรียบนักลงทุนบุคคลธรรมดา ผู้วิจัยมีความเห็นว่าแผนพัฒนาตลาดทุนดังกล่าวนี้ ช่วยลดความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนซึ่งเป็นบุคคลธรรมดาโดยให้ผู้บริหารกองทุนซึ่งเป็นมืออาชีพเป็นผู้ตัดสินใจลงทุนแทน โดยนับแล้วเป็นที่ยอมรับว่าผู้บริหารกองทุนเป็นผู้ลงทุนที่มีความสามารถใช้อุปกรณ์ในการตัดสินใจลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพมากกว่าผู้ลงทุนบุคคลธรรมดา ดังนั้นการเพิ่มสัดส่วนผู้ลงทุนสถาบันในรูปกองทุนรวมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะช่วยให้การกระจายทรัพยากรในตลาดมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น จะเห็นว่าแผนพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี 2537 และการกำกับการพัฒนากองทุนรวมซึ่งอยู่ในแผนการพัฒนาฯ ปี 2538 จึงมีจุดมุ่งหมายที่จะทำให้กองทุนรวมมีการเติบโตในฐานะผู้ลงทุนสถาบันที่มีวินัยในการลงทุน และมีส่วนในการสร้างเสถียรภาพตลาดทุนของประเทศไทย

ในปี พ.ศ. 2536 ถึง 2537 รายงานกองทุนประจำปี 2537 กล่าวว่า การกระจายการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบัน จะปรากฏอยู่ในกลุ่มธุรกิจ เช่น กลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ กลุ่มธุรกิจการเงิน ธนาคาร วัสดุก่อสร้าง และสิ่งทอ เป็นต้น ซึ่งจะสะท้อนถึงกลุ่มหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนสถาบันนิยมลงทุน เพราะปรากฏว่าบริษัทจดทะเบียนบางบริษัทมีสัดส่วนการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันมากในขณะที่บางบริษัทก็ไม่มีเลย ปรากฏการณ์ดังกล่าวนี้อาจเกี่ยวข้องกับปริมาณข้อมูลของบริษัทที่มีอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เพราะผลการวิจัยในอดีตได้แสดงว่าสัดส่วนการลงทุนของ

ผู้ลงทุนสถาบันในบริษัทต่าง ๆ สามารถใช้วัดค่าปริมาณข้อมูลของบริษัทได้ (Bowen และ Bauman, 1986; Edelman และ Baker, 1987; Potter, 1992) ผู้วิจัยจึงมีความเห็นว่าการวิจัยคุณค่าข้อมูลในที่นี้ สามารถใช้ตัดสินการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันแทนปริมาณความพร้อมของข้อมูลได้ ซึ่งมีนักวิชาการทางบัญชีเห็นว่าความแตกต่างของประเภทผู้ลงทุน อาจส่งผลกระทบต่อการใช้ข้อมูลกำไรทางบัญชีในการตัดสินใจลงทุน อาทิ Beaver (1989) กล่าวว่า

... Investors are a heterogeneous group in many ways. . . In general, the demand for information will be a function of the investor's wealth, tastes (e.g., attitude toward risk), and beliefs about future. . . investors may also differ with respect to their access and ability to interpret financial information . (หน้า 9-10)

ในการอธิบายถึงชั้นของความต้องการข้อมูลของผู้ลงทุน Beaver ได้กล่าวถึงความแตกต่างระหว่างผู้ลงทุนมืออาชีพ (Professional investors) และผู้ลงทุนที่ไม่ใช่มืออาชีพ (Non Professional investors) ในด้านความรู้และความสามารถในการประมวลข้อมูล และการตีความข้อมูลในงบการเงิน Lev (1988) ได้กล่าวถึงความแตกต่างของผู้ลงทุนในด้านความหลากหลายของผู้ใช้งบการเงิน ซึ่งทำให้คุณค่าของงบการเงินขึ้นอยู่กับความพอใจและวัตถุประสงค์ของผู้ใช้ และสภาพแวดล้อมของการตัดสินใจ นอกจากนี้ยังได้เสนอแนะให้คำนึงถึงความแตกต่างระหว่างผู้ลงทุนในการวิจัยคุณค่าข้อมูลกำไร ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องในการกำหนดหรือเลือกนโยบายบัญชีให้สอดคล้องกับความต้องการของผู้ใช้งบการเงินต่อไป

## 2. พฤติกรรมการลงทุนผู้ลงทุนสถาบัน

การดำเนินการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบัน ซึ่งหมายถึงผู้บริหารเงินทุน (Fund Manager) ของโครงการจัดการลงทุน จะดำเนินการลงทุนภายใต้สภาพแวดล้อมการตัดสินใจที่แตกต่างไปจากผู้ลงทุนรายบุคคล ทั้งนี้เพราะผู้บริหารเงินทุนจะอยู่ในฐานะของลูกจ้างซึ่งทำหน้าที่ตัดสินใจลงทุนแทนเจ้าของเงินทุนซึ่งเป็นผู้ซื้อหน่วยลงทุนของกองทุนรวม ค่าตอบแทนที่ผู้บริหารเงินทุนได้รับจะอยู่ในรูปของเงินเดือนหรือส่วนแบ่งกำไร โดยส่วนใหญ่จะพิจารณาจากมูลค่าของเงินลงทุนหรืออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนหลังจากที่นำไปเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาด อย่างไรก็ตามจำนวนเงินค่าตอบแทนที่ได้รับย่อมน้อยกว่าผลการดำเนินงานที่โครงการจัดการลงทุนได้รับอันเป็นผลจากการตัดสินใจของผู้บริหารเงินทุน ในกรณีตรงข้ามถ้าผลการดำเนินงานต่ำกว่าเกณฑ์หรือไม่ประสบผลสำเร็จ ความมั่งคั่งทางเศรษฐกิจ (Economic



Wealth) ของผู้บริหารเงินทุนย่อมจะได้รับผลกระทบด้วย เพราะนอกจากค่าตอบแทนที่ได้รับจะลดลงแล้ว โอกาสในการที่จะไม่ได้รับการว่าจ้างให้เป็นผู้บริหารเงินทุนต่อไปจะมีเพิ่มขึ้นอีกด้วย ซึ่งส่งผลในทางลบต่อชื่อเสียงผู้บริหารเงินทุน ทำให้ศักยภาพการแข่งขันในตลาดแรงงานผู้บริหารเงินทุนนั้นลดลง ด้วยเหตุนี้ผู้บริหารเงินทุนจึงจำเป็นต้องมีความระมัดระวังอย่างมากในการใช้ข้อมูลในการตัดสินใจลงทุน โดยจะต้องคำนึงถึงเป้าหมายของสถาบันและตนเองในการตัดสินใจลงทุนโดยมีการกระจายความเสี่ยงอย่างเหมาะสม เพื่อรักษาความมั่นคงทางเศรษฐกิจทั้งของเจ้าของเงินทุนและของผู้บริหารเงินทุนเองอีกด้วย ดังนั้นจึงเป็นเรื่องยากของผู้บริหารเงินทุนจะตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงหรือความไม่แน่นอนในอัตราผลตอบแทนสูง ตรงข้ามผู้บริหารเงินทุนจะต้องพยายามลดความเสี่ยงในการลงทุนให้มากที่สุด ด้วยเหตุนี้จึงมีความคิดเห็นว่าผู้ลงทุนสถาบันเป็นผู้ลงทุนที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยง(Risk Aversion)

ผลการวิจัยเชิงประจักษ์ของ Badrinath และคณะ (1989) อธิบายถึงพฤติกรรมการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันว่า ผู้บริหารเงินของสถาบันลงทุนจะป้องกันตัวเองจากข้อผูกพันและความรับผิดชอบที่มีตามกฎหมาย ด้วยการลงทุนในบริษัทจดทะเบียนที่มีศักยภาพเป็นที่น่าลงทุนโดยใช้ชื่อว่า "Safety-Net Potential" ซึ่งจะพิจารณาจากคุณสมบัติต่าง ๆ ดังนี้

- 1.ขนาดของบริษัทจดทะเบียน
- 2.สภาพคล่องของหลักทรัพย์
- 3.ผลการดำเนินงานย้อนหลังของบริษัทจดทะเบียนเจ้าของหลักทรัพย์
- 4.ความเชื่อถือในบริษัทของตลาด

โดยทั่วไปถ้าเป็นบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ที่ได้รับความนิยมเชื่อถือในตลาดทุนว่าเป็นบริษัทที่มีคุณภาพดีในอันดับต้น ๆ และมีแนวโน้มผลประกอบการสูงขึ้น ผู้บริหารเงินทุนจะตัดสินใจลงทุนในบริษัทนั้นได้อย่างรวดเร็ว O'Brien และ Bhushan (1990) ได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงในสัดส่วนของการถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนโดยผู้ลงทุนสถาบันกับการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ และพบว่ามีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันและมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับค่าความเสี่ยงเบต้าอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งในสรุปผลการวิจัยของทั้งสองได้ชี้ให้เห็นว่าผู้ลงทุนสถาบันเป็นผู้ลงทุนที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยง เช่นเดียวกันนี้มีผลการวิจัยเกี่ยวกับพฤติกรรมการลงทุนของผู้บริหารกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio Manager) ของ Hagigi และ Khiger (1987) ให้ผลการวิจัยสอดคล้องกัน คือผู้บริหารกลุ่มหลักทรัพย์จะกระจายความเสี่ยงในการลงทุนให้มากที่สุด โดยการหลีกเลี่ยงการลงทุนในหลักทรัพย์ที่จะทำให้อัตราความเสี่ยงเบต้ารวมของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ลงทุนสูง โดยอ้างถึงเงื่อนไขต่าง ๆ เกี่ยวกับความรับผิดชอบทางการเงินของผู้

บริหาร ซึ่งส่งผลให้ผู้บริหารใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบ "Safety First" และทั้งสองได้เสนอให้ใช้กลยุทธ์นี้เป็นตัวชี้วัดพฤติกรรมกรรมการลงทุนแบบหลีกเลี่ยงความเสี่ยง

นอกจากนี้ Myopic Institutional Theory ได้กล่าวถึงการตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันว่า เนื่องจากการดำเนินการของผู้บริหารเงินทุนอยู่ภายใต้ระยะเวลาที่กำหนดอย่างแน่นอนตามอายุของโครงการ ดังนั้นผู้บริหารเงินทุนจึงให้ความสำคัญแก่ผลตอบแทนในระยะสั้นมากกว่า (Hansen และ Hill, 1991; Hill และ คณะ, 1988; Graves, 1988; Drucker, 1986) ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิด Safety-First ของ Hansen และ Hill ที่ได้กล่าวไว้ว่า

...Institutional Fund Manager are under consideration pressure from their superiors to perform. When they make decision they response to organizational pressures and their own desires for job security and advancement. This translates into risk aversion and a short-run focus...(หน้า 2)

จากที่กล่าวมาแล้วยังมีบทความที่สนับสนุนข้อคิดเห็นที่มีต่อผู้ลงทุนสถาบันว่าเป็นผู้ลงทุนที่มีพฤติกรรมแบบไม่ชอบเสี่ยง คือ บทความเรื่อง "Street Lag" ในหนังสือ ชื่อ "One Up On Wall Street" เขียนโดย Peter Lynch ดังมีข้อความตอนหนึ่งดังนี้

...Under the current system, a stock isn't truly attractive until a number of large institutions have recognized its suitability and an equal number of respected Wall Street analysts ... have put it on the recommended list... (หน้า 41)

บทความของ Edgerton (1989) Roger McNamee of T.Rowe Price ชี้ให้เห็นว่าผู้ลงทุนสถาบันจะตัดสินใจขายหุ้นในทันทีที่รู้สึกว่าจะเกิดความไม่แน่นอนเกี่ยวกับข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนที่ประกาศออกมา ในกรณีของผู้ลงทุนสถาบันในประเทศไทยก็มีบทความซึ่งเป็นการให้สัมภาษณ์ของผู้บริหารเงินทุนของกองทุนต่าง ๆ เช่นการให้สัมภาษณ์ของ ดร. ชวิช อังสุวรรณิช กรรมการผู้จัดการบริษัทเงินทุนบัวหลวง(มหาชน) ได้กล่าวกับ อีคอนนิวส์ เรื่องกลยุทธ์การลงทุนของกองทุนรวมในช่วงปี 2537 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่สภาวะตลาดหุ้นซบเซา สรุปได้ว่า นโยบายการลงทุน คือ พยายามขายหุ้นตอนราคาสูง และ ซื้อกลับตอนราคาถูกลง ซึ่งจริง ๆ แล้วกองทุนไม่ได้ทำการซื้อขายหุ้นตลอดเวลา เพราะกองทุนมีขนาดใหญ่มากการจะซื้อขายหุ้นเพื่อให้มีผลต่อกองทุนนั้นต้องใช้เงินเป็นจำนวนมาก กลยุทธ์การลงทุนที่ใช้จึงเน้นการทำกำไรในระยะยาวมาก

กว่าในระยะสั้น โดยจะเลือกหุ้นที่มีอัตราผลตอบแทนดีกว่าหุ้นที่อยู่ในตลาดโดยเฉลี่ยและพยายามควบคุมเรื่องความเสี่ยงโดยการกระจายเงินทุนที่มีอยู่ในหุ้นที่คิดว่ามีปัจจัยพื้นฐานดีมาก ขนาดของพอร์ตจะมีหลักทรัพย์ประมาณ 40 ถึง 50 บริษัท จากที่กล่าวมานี้จึงถือว่าผู้บริหารเงินทุนของสถาบันลงทุนเป็นผู้ลงทุนสถาบันที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยง ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยเชิงประจักษ์ของ Brickley et al. (1988) ที่กล่าวว่าผู้ลงทุนสถาบันใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบระยะยาว และเป็นผู้ลงทุนที่เฝ้าคอยติดตามการดำเนินงานของผู้บริหารอย่างมีประสิทธิภาพมากกว่าผู้ลงทุนรายบุคคล และเป็นผู้ลงทุนที่มีความสามารถในการใช้ข้อมูลทางบัญชีในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ โดยไม่ปักใจเชื่อเฉพาะในตัวเลขกำไรที่ประกาศออกมาอย่างเช่นผู้ลงทุนรายบุคคล (Hand, 1990) ข้อโต้แย้งเหล่านี้แสดงถึงความคิดเห็นที่มีต่อผู้ลงทุนสถาบันว่าเป็นผู้ลงทุนที่มีเหตุผลในการตัดสินใจลงทุน จึงไม่ควรมีการตอบสนองต่อผลประกอบการที่ไม่คาดหวังมากกว่าผู้ลงทุนรายบุคคล

ในกรณีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่มีการวิจัยทางบัญชีและการเงินเกี่ยวกับตลาดหุ้น ที่กล่าวถึงการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพราะที่ผ่านมาเป็นการวิจัยเกี่ยวกับ คำวัดความเสี่ยงของหลักทรัพย์ (ไพบุลย์ เสรีวิวัฒนา, 2526) คุณค่าข้อมูลทางการบัญชี (สุจิตรา วัชรจิตติภักดิ์, 2533 ; สุธา ศิวังกิจ, 2536 ; ศุภมิตรและคณะ, 2537) การตอบสนองเกินจริงของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย(กฤษณา อังฉริยสุธา และคณะ, 2537) Trading Mechanisms and Return Volatility (อัญญา กัญหาวิท, 2537) ดังนั้น การศึกษาของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ จึงได้ประยุกต์แนวความคิดด้านพฤติกรรมการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันมาใช้เป็นเหตุผลในการตรวจสอบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีผู้ลงทุนสถาบันเข้าไปลงทุน

### 3. พฤติกรรมลงทุนแบบหลีกเลี่ยงความเสี่ยงกับการตอบสนองของตลาดต่อข่าวสาร

Brown Harlow และ Tinic (1988) ได้เสนอทฤษฎีเกี่ยวกับการตอบสนองต่อข่าวสารของผู้ลงทุนที่ไม่ชอบเสี่ยง โดยเรียกว่า "Uncertain Information Hypothesis (UIH)" เพื่ออธิบายการตอบสนองของตลาด โดยตั้งข้อสมมติเป็นเงื่อนไข ดังต่อไปนี้

1. ผู้ลงทุนเป็นผู้ที่มีเหตุผล
2. ผู้ลงทุนเป็นผู้ที่ไม่ชอบเสี่ยง
3. ผู้ลงทุนต้องการตอบสนองความพอใจอย่างสูงสุดให้กับตนเอง
4. ตลาดหุ้นเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ ราคาหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วในทันทีที่มีการประกาศข้อมูลในตลาดและสามารถสะท้อนถึงข้อมูลนั้น ๆ

UIH กล่าวว่า ในทันทีที่มีการประกาศข่าวสารในตลาด ผู้ลงทุนจะรับรู้ได้ทันทีว่าเป็นข่าวดี หรือ ข่าวไม่ดี แต่ผลกระทบของข่าวสารดังกล่าวที่จะมีต่อราคาหลักทรัพย์จะมากน้อยเพียงใดยังไม่แน่นอน ความไม่แน่นอนนี้ทำให้ความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์นั้นเพิ่มขึ้น และส่งผลให้การคาดคะเนกระแสเงินสดในอนาคตที่คาดว่าจะได้รับการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นยากลำบากขึ้น ผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีเหตุผลจะหันมาให้ความสำคัญแก่การทำกำไรในปัจจุบันในรูปของอัตราผลตอบแทนหลังปรับด้วยอัตราผลตอบแทนของตลาด(Risk premium) เพื่อชดเชยความไม่แน่นอนของผลตอบแทนในอนาคต จนกว่าเวลาที่ผู้ลงทุนจะเห็นว่าความไม่แน่นอนดังกล่าวลดลงไป อัตราผลตอบแทนดังกล่าวจะขยับตัวกลับไปสู่ ณ ระดับเดิมก่อนที่จะมีการประกาศข้อมูลนั้น จึงเป็นเหตุให้ตลาดมีการตอบสนองที่เกินจริง (Over reaction) ต่อข่าวที่ไม่คาดหวังซึ่งมีค่าเป็นลบ และมีการตอบสนองที่น้อยเกินจริง (Under reaction) ในกรณีตรงข้าม

ผลการวิจัยเชิงประจักษ์ของ Ball และ คณะ (1988) สนับสนุนทฤษฎี UIH กล่าวคือไม่ว่าเป็นผลกระทบของปัจจัยสภาพแวดล้อมของตลาดทุน(Economic wide effect)หรือปัจจัยที่เป็นคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ(Specific Firm effect) ที่มีผลต่อการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ พบว่าการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาประกาศข่าวมีขนาดมากกว่าการปรับตัวในช่วงเวลาอื่น ๆ ที่ไม่มีการประกาศข่าว และอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติจากการลงทุนในช่วงเวลา 60 วันล้อมรอบวันประกาศข่าวมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับข่าวสารที่ประกาศออกมา กล่าวคือกรณีเป็นข่าวดีราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้น และกรณีข่าวไม่ดีราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลดลง ซึ่งขนาดของการปรับในกรณีที่เป็นข่าวไม่ดีมีมากกว่า เช่นเดียวกับการศึกษาของ DeBonth และ Thaler (1985) Abarbanell และ Bernard (1992) ได้วิจัยเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการตอบสนองเกินจริงและพบว่า การตอบสนองเกินจริงของตลาดในกรณีที่เป็นลบจะมีนัยสำคัญมากกว่ากรณีเป็นบวก สำหรับกรณีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิจัยเชิงประจักษ์ของ กฤษณา อังกรวิเศษ และ คณะ (2537) ให้หลักฐานแสดงว่าราคาหลักทรัพย์ ตั้งแต่ พ.ศ. 2531 - 2536 มีการตอบสนองเกินจริงซึ่งเกิดขึ้นจริง โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนหลังปรับด้วยอัตราผลตอบแทนของตลาดต่ำ

จากข้อสมมติของ UIH ถือว่าผู้ลงทุนในตลาดทุนทุกคนหลีกเลี่ยงความเสี่ยงเหมือนกัน แต่จากแนวเหตุผลความแตกต่างของผู้ลงทุนในตลาดทุนที่ได้กล่าวถึงในข้างต้น ในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงถือว่าผู้ลงทุนในตลาดทุนซึ่งแบ่งเป็น ผู้ลงทุนสถาบัน และ ผู้ลงทุนรายบุคคล มีขนาดของการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงต่างกัน และเมื่อผู้ลงทุนเหล่านี้ได้เข้าไปซื้อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนใด ๆ ในตลาดทุนแล้ว อาจส่งผลให้การตอบสนองของตลาดแตกต่างไปจากที่กล่าวมาแล้ว โดยเฉพาะในการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวผลกำไรที่เป็นข่าวดีและข่าวไม่ดีซึ่งจะพิจารณา

จากการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ ในช่วงเวลาที่มีการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนที่มีสัดส่วนการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันต่างกัน

#### 4. พฤติกรรมการลงทุนของผู้ลงทุนรายบุคคล : The Disposition Effect

ทฤษฎีทางจิตวิทยาเกี่ยวกับ Cognitive ได้กล่าวถึงพฤติกรรมของนักลงทุนรายบุคคลว่าเป็นในลักษณะ "Disposition effect" (Shefrin และ Statman, 1985; Ferris และคณะ, 1988) ซึ่งเป็นข้อได้แก่ของคำกล่าวที่ว่า "การตัดสินใจลงทุนมีลักษณะเช่นเดียวกับการตัดสินใจในปัญหาอื่น ๆ" เพราะว่าเมื่อพิจารณาในด้านจิตวิทยาการลงทุนในหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนรายบุคคล พบว่าผู้ลงทุนรายบุคคลจะคำนึงถึงการยอมรับการเป็นนักลงทุนที่มีความสามารถในสังคมอันเป็นผลจากผลตอบแทนจากการลงทุนที่ผ่านมาในอดีตก่อน เพราะฉะนั้นก่อนที่จะตัดสินใจขายหลักทรัพย์จะคำนึงถึงผลตอบแทนจากการลงทุนในช่วงเวลาที่ผ่านมา สังเกตได้จากการที่ผู้ลงทุนรายบุคคลมีแนวโน้มที่จะถือหลักทรัพย์ที่มีราคาลดลงซึ่งถ้าขายจะให้ผลขาดทุนทันทีที่นั้นต่อไป แต่มักที่จะขายหลักทรัพย์ที่ทำกำไรให้ได้ในทันที เนื่องจากไม่ต้องการที่จะให้ผู้ลงทุนรายอื่นเห็นว่าการตัดสินใจลงทุนที่ผ่านมาเป็นการตัดสินใจที่ผิดพลาดแต่ต้องการแสดงถึงความสำเร็จในการลงทุน ในการตัดสินใจเลือกลงทุนจึงขึ้นอยู่กับความรู้สึกหรืออารมณ์ และสถานภาพของคนก่อนจะตัดสินใจลงทุนในครั้งต่อไป จากพฤติกรรมการลงทุนในลักษณะนี้จึงทำให้ผู้ลงทุนรายบุคคลสามารถทนต่อความเสี่ยงของหลักทรัพย์ได้มากกว่าผู้ลงทุนสถาบัน

#### 5. การวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์

การวิจัยเกี่ยวกับตลาดหุ้นในต่างประเทศหลายฉบับ ได้ศึกษาความแตกต่างของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ อาทิ เช่น Collins และ Kothari (1989) ได้ศึกษาและพบว่า การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับกำไรทางบัญชีที่ไม่คาดหวัง โดยมีทิศทางและขนาดของความสัมพันธ์เป็นฟังก์ชันของ ค่าวัดความเสี่ยงที่เป็นระบบ(เบต้า) อัตราดอกเบี้ยของเงินฝาก อัตราเติบโตของกิจการซึ่งวัดจากกำไร และแนวโน้มของกำไรทางบัญชีที่ไม่คาดหวัง (Earning Persistence หรือ Permanance of Earning) ซึ่งเป็นตัวชี้วัดทางทฤษฎีของระดับของกำไรในงวดปัจจุบันที่แตกต่างจากค่าคาดหวังกำไร และมีผลกระทบต่อการพยากรณ์กำไรในอนาคตซึ่งวัดจาก Arima paramater ในตัวแบบจำลองอนุกรมเวลาของกำไร (Cho และ Jung, 1991) นอกจากนี้ค่าประมาณของสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรที่ไม่คาดหวังกับอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของแต่ละบริษัท ผันแปรไปตามระยะเวลาการถือหลักทรัพย์และขนาดของกิจการ ต่อมา Mendenhall และ Nichols(1989) ศึกษาความแตกต่างของการตอบสนอง

ของราคาหลักทรัพย์ในระหว่างปี และเสนอแนวคิดเกี่ยวกับการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ ต่อกำไรสุทธิรายไตรมาสในกรณีกำไรที่ไม่คาดหวังเป็นลบ ว่ามีความแตกต่างกันระหว่างไตรมาส การทดสอบเชิงประจักษ์ชี้ให้เห็นว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ ในช่วงปี ค.ศ. 1984-1986 เป็นไปตามทิศทางของกำไรที่ไม่คาดหวังเฉพาะในช่วงไตรมาสที่ 4 อย่างมีนัยสำคัญ เพราะผู้ลงทุน เชื่อว่าผู้บริหารของบริษัทจะชดเชยการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นข่าวไม่ดีไว้จนกระทั่งสิ้นปี จึงไม่มีการตอบสนองของราคาต่อข่าวผลกำไรจากประกาศกำไรในระหว่างปี และพบว่าการประกาศกำไร ในไตรมาสที่ 4 มีผลต่อการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์มากกว่า ต่อมา Freeman (1987) แสดงความคิดเห็นต่อปรากฏการณ์ดังกล่าวว่าเป็นเพราะความแตกต่างของปริมาณข้อมูล และทำวิจัยเชิงประจักษ์เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์หลังจากที่ควบคุมขนาดกิจการซึ่งใช้เป็นตัววัดปริมาณข้อมูลของบริษัท ซึ่งพบว่าบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่มีความสามารถในการเปิดเผยข้อมูลได้มากกว่ากิจการขนาดเล็ก และข้อมูลที่ได้จะมีความถูกต้องสมบูรณ์กว่า ดังนั้นความสัมพันธ์ระหว่างกำไรที่ไม่คาดหวังกับราคาหลักทรัพย์ในกิจการขนาดใหญ่จึงมีน้อยกว่า นอกจากขนาดกิจการแล้ว Potter(1992) ได้ศึกษาและพบว่าขนาดของการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในวันประกาศกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนมีความสัมพันธ์ในทางบวก กับสัดส่วนของการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบัน และมีความสัมพันธ์ในทางลบกับขนาดกิจการอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ยังมีการวิจัยเกี่ยวกับความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูลอีกหลายฉบับ ซึ่งส่วนใหญ่ให้ผลลัพธ์ที่สอดคล้องกัน คือ การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวสารที่ได้รับ จะแตกต่างกันขึ้นอยู่กับปริมาณความพร้อมของข้อมูล

การเลือกใช้ตัววัดปริมาณความพร้อมของข้อมูลในการวิจัยที่ผ่านมา มีความแตกต่างกัน เช่น Atiase(1980); Atiase(1985); Bamber(1986); Freeman(1987); DeFoe(1986); Collins และ คณะ (1987) ใช้ขนาดกิจการเป็นตัววัดปริมาณข้อมูลของกิจการ Dempsey(1989) ใช้การเป็นบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในความสนใจของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ Barry และ Brown(1985) ใช้ระยะเวลาการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นต้น นอกจากนี้การวัดค่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ ต่อการประกาศกำไรในการวิจัยเหล่านี้ก็แตกต่างกัน เช่น Shores (1990), Atiase (1985) และ Grant (1980) ใช้อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติยกกำลังสอง ซึ่งคำนวณล้อมรอบวันประกาศกำไร ซึ่งผลการวิจัยเหล่านี้เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย คือ ความพร้อมของข้อมูลยิ่งมีมากเท่าไร คุณค่าของการประกาศกำไรจะยิ่งน้อยลงเท่านั้น Potter (1990) ใช้อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ โดยแปลงให้อยู่ในค่ามาตรฐาน (Standardized residual return) ในการตรวจสอบผลกระทบของการที่ผู้ลงทุนสถาบันเข้าไปถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนต่อการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่มีการประกาศกำไร โดยควบคุมกำไรที่ไม่คาดหวังและขนาดกิจการ พบว่าการปรับตัวของ

ราคาหลักทรัพย์เป็นไปในทิศทางตรงข้ามกับขนาดกิจการและสัดส่วนการเข้าไปถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียน ผลการวิจัยของ Bamber (1986) ให้หลักฐานที่แสดงว่ากำไรที่ไม่คาดหวังมีความสัมพันธ์ในทางลบกับขนาดกิจการ และในปี ค.ศ. 1986-1987 ได้ทำการวิจัยเกี่ยวกับคุณค่าของการประกาศกำไรสุทธิโดยใช้ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ไม่คาดหวัง (Unexpected trading volume) ที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาล้อมรอบวันประกาศกำไรสุทธิ พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างกำไรที่ไม่คาดหวังกับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ไม่คาดหวังในกิจการขนาดเล็กกว่าจะมีความชัดเจนกว่าในกิจการขนาดใหญ่กว่า นอกจากนี้ปริมาณการซื้อขายที่ไม่คาดหวังจะเพิ่มมากขึ้นเมื่อกำไรที่ไม่คาดหวังมีขนาดใหญ่ขึ้น

จากแนวคิดทั้ง 5 ข้อที่กล่าวมานี้ สรุปได้ว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในวันประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนอาจแตกต่างกัน เพราะปริมาณความพร้อมของข้อมูลของแต่ละบริษัทไม่เท่ากัน การกำหนดปริมาณความพร้อมของข้อมูลจะใช้ขนาดกิจการและสัดส่วนการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันเป็นค่าวัดปริมาณความพร้อมของข้อมูล ภายใต้สภาพแวดล้อมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปัญหาการวิจัยในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ จึงมีขึ้นเพื่อนำไปอธิบายการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีปริมาณความพร้อมของข้อมูลต่างกัน ซึ่งเป็นปรากฏการณ์ในตลาดทุนที่เป็นผลจากข่าวผลกำไรของบริษัทจากประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสในการตัดสินใจลงทุน ดังนี้

1. ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีปริมาณความพร้อมของข้อมูลต่างกัน การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จะขึ้นอยู่กับทิศทางของกำไรที่ไม่คาดหวังหรือไม่ อย่างไร

2. ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีความพร้อมของข้อมูลต่างกัน ขนาดของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับปริมาณความพร้อมของข้อมูลหรือไม่ อย่างไร

3. ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีความพร้อมข้อมูลต่างกัน การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวผลกำไรของบริษัท มีความสัมพันธ์อย่างไรกับปริมาณความพร้อมของข้อมูล

## วัตถุประสงค์การวิจัย

จากแนวเหตุผลของการกำหนดปัญหาการวิจัย การตรวจสอบผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิทางบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการควบคุมความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูลของบริษัทซึ่งวัดค่าจากสัดส่วนการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันและขนาดกิจการ จึงมีวัตถุประสงค์ดังนี้

1. เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลาที่มีการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีปริมาณความพร้อมของข้อมูลต่างกัน
2. เพื่อวิเคราะห์ความสามารถของสัดส่วนการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันในการอธิบายการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เพื่อวิเคราะห์ความสามารถของขนาดของกิจการในการอธิบายการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ ในช่วงระยะเวลาที่มีการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
4. เพื่อวิเคราะห์ความสามารถของผลกระทบร่วม(interaction) ระหว่างการเป็นบริษัทจดทะเบียนที่เป็นที่นิยมลงทุนของผู้ลงทุนสถาบัน หรือ ขนาดของกิจการ กับกำไรสุทธิที่ไม่คาดหวังในการอธิบายการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ ในช่วงระยะเวลาที่มีการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส

## ความหมายของคำศัพท์ที่สำคัญที่ใช้ในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

1. ความพร้อมของข้อมูล หมายถึงปริมาณข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนหรือหลักทรัพย์ในตลาดทุนที่ผู้ลงทุนสามารถนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน ในที่นี้ถือว่า ขนาดกิจการ และสัดส่วนการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบัน เป็นคุณลักษณะของบริษัทจดทะเบียนที่สะท้อนถึงปริมาณข้อมูลของบริษัทที่มีอยู่ในตลาด เพราะการวิจัยคุณค่าข้อมูลของกำไรทางบัญชีที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่าปัจจัยทั้ง 2 สามารถใช้แทนปริมาณความพร้อมของข้อมูลได้ และมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ อนึ่งการวัดค่าความพร้อมของข้อมูลสามารถวัดค่าได้จากข้อมูลหลักทรัพย์จดทะเบียนของบริษัทและการลงทุนของกองทุน ซึ่งปรากฏในแฟ้มข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์และเป็นข้อมูลที่เปิดเผยได้



2. การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ หมายถึงการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีข่าวสารใหม่เข้ามาในตลาดหลักทรัพย์ หรือเรียกว่าอัตราผลตอบแทนของบริษัทซึ่งอยู่ในรูปของอัตราร้อยละของผลต่างระหว่างราคาหลักทรัพย์ ณ วันที่ปัจจุบันกับวันก่อน ในการวัดผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียน จะตรวจสอบได้จากอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติในช่วงเวลาล้อมรอบวันประกาศกำไร ซึ่งเป็นปัจจัยที่นิยมใช้กันมากในการวิจัยคุณค่าข้อมูลของกำไรทางบัญชี

3. กำไรที่ไม่คาดหวัง หมายถึงความคลาดเคลื่อนในการพยากรณ์กำไร ซึ่งเป็นข่าวสารที่ผู้ลงทุนได้รับในวันประกาศกำไร เพราะผู้ลงทุนจะพยากรณ์กำไรโดยอาศัยข้อมูลกำไรในอดีตประกอบกับข้อมูลอื่น ๆ ของบริษัทเพื่อตัดสินใจลงทุน ดังนั้นถ้ากำไรที่แท้จริงสูงกว่า กำไรที่ไม่คาดหวังจะมีค่าเป็นบวกและถือเป็นข่าวดี และในทางตรงข้ามถ้ากำไรที่แท้จริงมีค่าน้อยกว่ากำไรที่ไม่คาดหวังจะมีค่าเป็นลบและถือว่าเป็นข่าวไม่ดี การวิจัยในอดีตกล่าวว่ากำไรที่ไม่คาดหวังจะมีความสัมพันธ์กับการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์

#### สมมติฐานการวิจัย

จากแนวคิดของการระบุปัญหาการวิจัยทั้ง 5 ประการที่ได้กล่าวมานี้ ผู้วิจัยจึงมีความเห็นว่า การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวผลกำไรของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งมีสัดส่วนการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันและขนาดกิจการต่างกัน นอกจากจะขึ้นอยู่กับทิศทางของกำไรที่ไม่คาดหวัง อาจจะแตกต่างกันขึ้นอยู่กับปริมาณความพร้อมของข้อมูล จึงตั้งสมมติฐานการวิจัยดังนี้

$H_1$  ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีความพร้อมของข้อมูลต่างกัน การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับทิศทางของกำไรที่ไม่คาดหวัง

การทดสอบสมมติฐานข้อนี้จึงแบ่งการพิจารณาเป็น 2 เหตุการณ์ คือ

1. กำไรที่ประกาศออกมามีจำนวนต่ำกว่ากำไรที่ผู้ลงทุนคาดหวัง
2. กำไรที่ประกาศออกมามีจำนวนสูงกว่ากำไรที่ผู้ลงทุนคาดหวัง

แนวเหตุผลด้านความแตกต่างของผู้ลงทุน ผู้วิจัยเห็นว่าผู้ลงทุนสถาบันมีข้อได้เปรียบด้านข้อมูลเหนือกว่าผู้ลงทุนรายบุคคล ทั้งในแง่ของปริมาณข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนเจ้าของหลักทรัพย์ และความรู้ความสามารถในการวิเคราะห์ข้อมูล ทั้งนี้เนื่องจากสถาบันลงทุน

เป็นแหล่งเงินทุนที่สามารถระดมเงินทุนเป็นจำนวนมากจากประชาชน ที่ต้องการจะลงทุนในหลักทรัพย์แต่อาจจะมีข้อจำกัดบางอย่างที่ทำให้ไม่ลงทุนโดยตรงด้วยตนเอง ผู้บริหารเงินทุนของแต่ละสถาบันจึงมีหน้าที่ตัดสินใจกระจายเงินทุนไปในหลักทรัพย์ต่าง ๆ แทนเจ้าของเงินทุน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้เกิดผลตอบแทนจากการลงทุนสูงสุด เพราะฉะนั้นบริษัทต่าง ๆ ที่ต้องการเพิ่มเงินทุนเพื่อขยายกิจการ จะให้ความสนใจและพยายามดึงดูดสถาบันการเงินให้เข้าไปลงทุนในบริษัทจดทะเบียน อาจจะใช้วิธีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับโครงการใหม่ ๆ และแนวโน้มกำไรในอนาคต หรือสร้างความสัมพันธ์กับสถาบันลงทุนที่สนใจ ทำให้คุณค่าของกำไรที่ประกาศออกมาลดลงซึ่งตรวจสอบได้จากการเปรียบเทียบขนาดของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในวันที่บริษัทประกาศกำไร จึงตั้งข้อสมมติฐานการวิจัย ที่ 2 ดังนี้

**H<sub>2</sub>** ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีความพร้อมของข้อมูลต่างกัน ขนาดของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับปริมาณความพร้อมของข้อมูล

จากแนวเหตุผลด้านความแตกต่างในปริมาณความพร้อมของข้อมูล จะเห็นว่าในขณะที่ผู้ลงทุนสถาบันต้องการข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ทำให้บริษัทจดทะเบียนต้องการเปิดเผยข้อมูลแก่ตลาดมากขึ้น และเพื่อให้มั่นใจว่าข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนที่ได้เปิดเผยนั้นจะได้รับการวิเคราะห์ที่เหมาะสมถูกต้อง ซึ่งบางบริษัทอาจให้ข้อมูลเกี่ยวกับกำไรในอนาคตที่บริษัทคาดว่าจะทำได้โดยผ่านทาง การแถลงข่าวแก่สื่อมวลชนของผู้บริหารระดับสูง และมีแนวทางในการเปิดเผยข้อมูล ได้แก่ การประชุมนักวิเคราะห์ทางการเงิน การประชุมนักลงทุน การให้สัมภาษณ์แก่นักวิเคราะห์ของสถาบันลงทุน เป็นต้น (Lee, 1981) ซึ่งการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวย่อมมีต้นทุนเกิดขึ้น เพราะฉะนั้นในการเปิดเผยข้อมูลบริษัทจดทะเบียนอาจเลือกแนวทางที่ทำให้มั่นใจได้ว่าจะก่อให้เกิดประโยชน์แก่บริษัทอย่างคุ้มค่า ซึ่งก็ได้ปรากฏหลักฐานว่าบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่มักจะให้ข่าวสารแก่ผู้ลงทุนในปริมาณมากกว่าบริษัทจดทะเบียนขนาดเล็ก (Thompson และ คณะ, 1987; Atiase, 1987) นับเป็นความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูล ซึ่งอาจทำให้ความสำคัญและความหมายของการประกาศกำไรทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่น้อยลง และส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างกำไรที่ไม่คาดหวังกับราคาหลักทรัพย์ จึงตั้งสมมติฐานการวิจัย ที่ 3 จึงเป็นดังนี้

H<sub>2</sub> ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีความพร้อมของข้อมูลต่างกัน มีความสัมพันธ์ทางตรงข้ามกับปริมาณความพร้อมของข้อมูล

#### ขอบเขตและวิธีการดำเนินการวิจัย

ขอบเขตการวิเคราะห์ผลกระทบการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส ในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ต้องการให้ครอบคลุมถึงบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ผู้ลงทุนสถาบันได้ลงทุนถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนนั้นไว้ ซึ่งดำเนินตั้งแต่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปิดดำเนินงานซื้อขายหลักทรัพย์เป็นครั้งแรกเมื่อปี พ.ศ. 2518 ถึง 2537 มีบริษัทจดทะเบียนเป็นจำนวนทั้งสิ้น 476 บริษัท แบ่งเป็นอุตสาหกรรมต่าง ๆ 34 ประเภท และโครงการจัดการลงทุนซึ่งประกอบด้วยกองทุนต่างๆ 31 กองทุน กองทุนรวมจะกระจายการลงทุนไปในบริษัทต่าง ๆ รวม 254 บริษัท โดยเน้นการลงทุนในหลักทรัพย์ 4 กลุ่ม คือ กลุ่มธนาคารพาณิชย์ กลุ่มเงินทุน และหลักทรัพย์ กลุ่มสื่อสาร และกลุ่มวัสดุก่อสร้างและเครื่องตกแต่ง ดังนั้นแหล่งข้อมูลสำหรับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้จากแฟ้มข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์รายวันของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แฟ้มพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวม และแฟ้มข้อมูลงบการเงินซึ่งมีข้อมูลกำไรสุทธิต่อหุ้นรายไตรมาส ตลอดจนรายงานประจำไตรมาส โดยจะทำการเลือกกลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลครบถ้วนตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535 ถึง พ.ศ. 2538 เพราะช่วงเวลาที่ศึกษาเป็นช่วงระยะเวลา 2 ปี เริ่มตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ของปี พ.ศ. 2536 ถึงไตรมาสที่ 4 ของปี พ.ศ. 2537

หลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนสถาบันมาลงทุน ประกอบด้วยหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนสถาบันได้ลงทุนไปในหลักทรัพย์นั้นแล้ว ตลอดช่วงเวลาที่ทำการศึกษาหรืออยู่ในนโยบายการลงทุนของสถาบันซึ่งมีอยู่ทั้งหมด 254 หลักทรัพย์ โดยที่ผู้ลงทุนสถาบันในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะมีแต่เฉพาะโครงการจัดการลงทุนในรูปของกองทุนรวมแบบปิดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น เพราะเป็นแหล่งข้อมูลเดียวที่เปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนของกองทุนอย่างครบถ้วน ทั้งนี้เป็นไปตามที่ ก.ล.ด. ได้กำหนดให้กองทุนรวมซึ่งเป็นกองทุนปิดจัดทำรายงานการลงทุนของกองทุนรวมประจำเดือน เพื่อแสดงรายละเอียดเงินลงทุนในหลักทรัพย์ที่กองทุนมีอยู่และส่งให้กับตลาดหลักทรัพย์ก่อนวันทำการวันสุดท้ายของเดือนนั้น ๆ และตลาดหลักทรัพย์จะประกาศให้ผู้ลงทุนในตลาดต่อไป อีกประการหนึ่งเห็นว่าทางการมีนโยบายที่จะเพิ่มสัดส่วนผู้ลงทุนสถาบันให้มากขึ้น เพื่อเพิ่มเสถียรภาพให้กับตลาดหลักทรัพย์ ในช่วงปี พ.ศ. 2536 - 2537 ได้ขยายใบอนุญาตโครงการจัดการลงทุนเป็นจำนวนมาก จึงทำให้สัดส่วนผู้ลงทุนสถาบันในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นตามไปด้วย ปริมาณเงินทุนของผู้ลงทุนสถาบันที่เข้ามาซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ มีมากกว่า

100,000 ล้านบาท ผู้ลงทุนรายบุคคลหรือผู้ที่มีแนวโน้มต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ แต่ไม่พร้อมที่จะดำเนินการด้วยตนเองต่างหันมาลงทุนในโครงการจัดการลงทุนเพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุน ทำให้กองทุนรวมอยู่ในฐานะผู้ลงทุนสถาบันที่มีบทบาทสำคัญเพิ่มขึ้น ดังนั้นการวัดค่าสัดส่วนการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบัน จึงใช้สัดส่วนหุ้นสามัญจดทะเบียนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่กองทุนรวมได้ลงทุนซื้อหุ้นดังกล่าว เปรียบเทียบกับหุ้นสามัญจดทะเบียนทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนนั้น

วิธีการดำเนินการวิจัยเป็นไปตามขั้นตอนการวิจัยเชิงประจักษ์ โดยคำนวณค่าสถิติที่ใช้ในการทดสอบอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ ซึ่งเกิดขึ้นในช่วงเวลาล้อมรอบวันประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียน และเปรียบเทียบความแตกต่างของขนาดและทิศทางของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาดังกล่าว ระหว่างกรณีกำไรที่ไม่คาดหวังเป็นบวก และกรณีกำไรที่ไม่คาดหวังเป็นลบ โดยควบคุมสัดส่วนการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันและขนาดกิจการ นอกจากนี้การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวผลกำไรจากประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสกับปริมาณความพร้อมของข้อมูล ใช้วิธีวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อนของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ โดยมีกำไรที่ไม่คาดหวัง สัดส่วนการลงทุนของสถาบันและขนาดกิจการ เป็นตัวแปรอิสระ

### ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การวิเคราะห์ผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ โดยควบคุมสัดส่วนการลงทุนของกองทุนและขนาดกิจการซึ่งเป็นค่าวัดปริมาณความพร้อมของข้อมูล เป็นปัญหาการวิจัยทางบัญชีเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งไม่มีผู้ใดทำมาก่อน ดังนั้นถ้าผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่าปัจจัยทั้งสองเป็นปัจจัยที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่มีการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส จะเป็นหลักฐานแสดงว่าการใช้และประโยชน์ของข่าวผลกำไรของบริษัทที่ประกาศออกมามีขึ้นอยู่กับการความพร้อมของข้อมูลของหลักทรัพย์นั้น ๆ ผลการวิจัยจะเป็นประโยชน์ต่อการกำหนดแนวทางในการพัฒนาระบบข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์ รวมทั้งกำหนดนโยบายการบัญชีและการเปิดเผยข้อมูล การพัฒนาประสิทธิภาพของตลาดทุน ตลอดจนการพัฒนาทฤษฎีทางบัญชีเกี่ยวกับตลาดทุนในประเทศไทย ดังนี้

## 1. การกำหนดแนวทางในการออกมาตรฐานบัญชีและการเปิดเผยข้อมูล

เนื่องจากวัตถุประสงค์หลักของรายงานทางการเงิน (SFAC NO.1) คือ การให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์สำหรับการตัดสินใจทางเศรษฐกิจแก่ผู้ใช้รายงานทางการเงิน เพื่อให้เกิดความเข้าใจอย่างชัดเจนเกี่ยวกับผลการดำเนินงาน ฐานะทางการเงินและการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงินของกิจการ ดังนั้นเป้าหมายหลักในการกำหนดมาตรฐานการบัญชีจึงเพื่อให้เป็นแนวทางในการปฏิบัติทางบัญชีที่จะนำไปสู่การบรรลุวัตถุประสงค์ของรายงานการเงิน อย่างไรก็ตามการทำให้งบการเงินซึ่งเป็นข้อมูลในอดีตเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจ โดยเฉพาะการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ควรคำนึงความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูลซึ่งมีผลโดยตรงต่อผู้ลงทุน ดังที่ Beaver (1989) และนักวิชาการทางบัญชีอีกหลาย ๆ คนต่างยอมรับว่า ผู้ลงทุนในตลาดทุนนั้นมีความแตกต่างกันในความต้องการข้อมูล โดยทั่วไปความต้องการข้อมูลของบุคคลเหล่านี้ขึ้นอยู่กับเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของผู้ลงทุน ทักษะคิดต่อความเสี่ยง ความเชื่อเกี่ยวกับอนาคต และความสามารถในการตีความและเข้าใจข้อมูลทางบัญชีที่ได้ประกาศ ดังนั้นในตลาดทุนซึ่งประกอบด้วยผู้ลงทุนมากมาย ประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีขึ้นอยู่กับผู้ใช้ข้อมูลซึ่งต่างมีความพอใจและวัตถุประสงค์ในการใช้ข้อมูลแตกต่างกัน (Lev, 1988)

จะเห็นว่าผลการวิจัยช่วยให้เข้าใจถึงความแตกต่างของการใช้ข้อมูลระหว่างผู้ลงทุนสถาบันกับผู้ลงทุนรายบุคคล ซึ่งเป็นผลจากความพร้อมของข้อมูลมีความแตกต่างกัน ในกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์มีทั้งผู้ลงทุนสถาบันที่มีข้อได้เปรียบในด้านความสามารถในการใช้ข้อมูลในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ และผู้ลงทุนรายบุคคลซึ่งถือเป็นผู้ลงทุนที่มีความรู้และความสามารถทำความเข้าใจในข้อมูลในระดับหนึ่ง เมื่อผู้ลงทุนเหล่านี้ซื้อหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนใด การประกาศกำไรของบริษัทอาจจะส่งผลกระทบต่อระดับราคาหลักทรัพย์ในลักษณะต่างกัน โดยเฉพาะกรณีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สัดส่วนของผู้ลงทุนสถาบันในอนาคตเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้แนวโน้มมูลค่าการลงทุนเพิ่มสูงขึ้นด้วย ดังนั้นการกำหนดมาตรฐานการบัญชีซึ่งมีผลต่อตัวเลขกำไรควรได้คำนึงถึงผลกระทบของความแตกต่างดังกล่าว เพื่อให้รายงานทางการเงินเป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนอย่างแท้จริง

## 2. การพัฒนาประสิทธิภาพของตลาดทุน

จากการที่มีคำกล่าวกันว่า “ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยมีการเก็งกำไรกันมาก” มีการใช้กลยุทธ์ทางจิตวิทยาเพื่อสร้างราคา และมีหลักทรัพย์บางตัวที่มีการขึ้นลงของราคามากที่เป็นเช่นนี้แสดงให้เห็นว่านักลงทุนส่วนใหญ่ให้ความสำคัญกับข้อมูล ซึ่งเป็นปัจจัยพื้นฐานน้อยเกินไป เพราะหากตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพสามารถสะท้อนปัจจัยพื้นฐานที่แท้จริงของหุ้น

ได้แล้ว การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์จะมีการปรับตัวอย่างรวดเร็วและไปหยุดอยู่ที่ราคาที่เหมาะสม ในการพัฒนาตลาดทุนให้เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพจะต้องชี้ให้ผู้ลงทุนเห็นว่าการตัดสินใจลงทุนด้วยการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของบริษัท จะช่วยให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์เป็นไปอย่างเหมาะสมหรือสอดคล้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ที่แท้จริง ซึ่งในทางทฤษฎีการเงินกล่าวว่ามูลค่าหลักทรัพย์ในอดีตเป็นตัวแปรที่สำคัญในการตัดสินใจลงทุน มูลค่าดังกล่าวจะสะท้อนอยู่ในราคาหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขาย การเปลี่ยนแปลงของราคาจึงเป็นไปตามระดับความต้องการจะซื้อและปริมาณหลักทรัพย์ที่มีผู้ต้องการจะขาย โดยที่ปริมาณหลักทรัพย์ที่ซื้อขายนั้นจะขึ้นอยู่กับความมั่งคั่งทางเศรษฐกิจของผู้ลงทุน ความคาดหวังในผลตอบแทนที่จะได้รับในอนาคต และทัศนคติที่มีต่อความเสี่ยงของผู้ลงทุน

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ต้องการชี้ให้เห็นว่าการที่มีผู้ลงทุนสถาบันเข้าไปลงทุนในบริษัทจดทะเบียนเป็นจำนวนมาก ๆ จะช่วยให้การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นไปอย่างสมเหตุสมผล และตัวเลขกำไรสุทธิรายไตรมาสซึ่งถือเป็นข้อมูลทางเศรษฐกิจของบริษัทที่สำคัญอย่างหนึ่ง ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์จะเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจมากขึ้น ดังนั้นหากผลการวิเคราะห์เป็นไปตามที่คาดไว้วิทยานิพนธ์นี้จะป็นฐานข้อมูลแก่ผู้ที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถใช้เป็นแนวทางในการออกกฎและระเบียบเกี่ยวกับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และเพื่อกระตุ้นให้นักลงทุนได้หันมาให้ความสำคัญกับปัจจัยพื้นฐานมากขึ้น ซึ่งจะช่วยให้การกระจายการลงทุนมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น

### 3. การพัฒนาทฤษฎีการบัญชีเกี่ยวกับตลาดทุนในประเทศไทย

ทฤษฎีบัญชีเกี่ยวกับตลาดทุนในต่างประเทศ สามารถอธิบายปรากฏการณ์ต่าง ๆ ที่เป็นผลจากการใช้ข้อมูลทางบัญชีในการตัดสินใจลงทุน โดยอาศัยหลักฐานที่ได้จากการวิจัยเชิงประจักษ์ สำหรับประเทศไทยการพัฒนาทฤษฎีบัญชีเกี่ยวกับตลาดทุนมีน้อยมาก เพราะตลาดหลักทรัพย์ของไทยเพิ่งเปิดดำเนินการมาจนถึงปัจจุบันเป็นเวลา 21 ปี และเป็นตลาดทุนขนาดเล็กที่กำลังพัฒนา การพัฒนาตลาดทุนให้มีความมั่นคงจึงมีความสำคัญมากกว่า ส่วนหนึ่งของความมั่นคงของตลาดทุนก็คือตลาดหลักทรัพย์จะต้องมีระบบข้อมูลที่มีประสิทธิภาพ หมายถึงตลาดหลักทรัพย์ต้องมีปริมาณข้อมูลเพียงพอและทันเวลาให้กับผู้ลงทุนอย่างเท่าเทียมกัน และกระตุ้นให้ผู้ลงทุนใช้ข้อมูลในการตัดสินใจลงทุนในแนวทางที่เหมาะสม แหล่งข้อมูลที่สำคัญคือรายงานทางการเงินซึ่งเป็นผลลัพธ์ของกระบวนการบัญชี เป็นแหล่งข้อมูลเพียงแหล่งเดียวในตลาดทุนที่ผู้ลงทุนทุกคนสามารถใช้ในการตัดสินใจลงทุน การพัฒนาทฤษฎีทางบัญชีเกี่ยวกับตลาดทุนในประเทศไทยจึงเป็นสิ่งจำเป็น เพราะสามารถช่วยอธิบายปรากฏต่าง ๆ อันเป็นผลจากการใช้ข้อมูล

ทางบัญชี ทำให้รู้ว่าข้อมูลใดมีผลกระทบอย่างไรต่อความแปรปรวนของระดับราคาและปริมาณ การซื้อขายหลักทรัพย์

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ จะเป็นหลักฐานที่แสดงถึงผลกระทบของความแตกต่างในด้าน ความพร้อมของข้อมูลที่มีต่อการใช้ข่าวผลกำไรจากประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในการตัดสินใจลงทุน ผลการวิจัยจะอธิบายคุณค่าข้อมูลของกำไรสุทธิรายไตรมาสได้ละเอียดกว่าผลการวิจัยที่ผ่านมา และนับเป็นการพัฒนาทฤษฎีการบัญชีด้านการตัดสินใจของประเทศไทย แม้ว่าจะยังคงมีข้อจำกัดอยู่บ้างแต่ก็ถือได้ว่าเป็นฐานข้อมูลเบื้องต้นสำหรับการทำวิจัยต่อไปในอนาคตสำหรับผู้สนใจศึกษาในแนวทางนี้ นอกจากนี้ยังเป็นสิ่งที่กระตุ้นเตือนหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาระบบข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้คำนึงถึงความสำคัญ of หน่วยงาน ในส่วนที่จะเอื้ออำนวยต่อการพัฒนาระบบการจัดเก็บข้อมูลเพื่อการศึกษาเกี่ยวกับตลาดทุนในอนาคต

ส่วนประกอบอื่น ๆ ของวิทยานิพนธ์

ในบทต่อไปจะเป็นการทบทวนวรรณคดีปริทัศน์ ซึ่งจะกล่าวถึงหลักการและเหตุผลทาง ทฤษฎีและผลการวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องของปัญหาการวิจัย เช่น ข้อสมมติฐานเกี่ยวกับความมี ประสิทธิภาพของตลาดทุน ความแตกต่างระหว่างผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายบุคคล ความสัมพันธ์ระหว่างการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์กับกำไรที่ไม่คาดหวัง และความแตกต่างใน ความพร้อมของข้อมูล เป็นต้น ต่อจากนั้นในบทที่ 3 จะกล่าวถึงการดำเนินการวิจัย ประกอบด้วย การเลือกกลุ่มตัวอย่างและการเก็บรวบรวมข้อมูล การพัฒนาสมมติฐานการวิจัยและการ ทดสอบ วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล สำหรับรายละเอียดการวิเคราะห์ข้อมูลและผลการวิจัย จะกล่าว ในบทที่ 4 และบทสุดท้ายเป็นสรุปการวิจัยและข้อเสนอแนะ ประกอบด้วย การตอบคำถามปัญหา การวิจัย ข้อจำกัดการวิจัยและนำเสนอแนวทางการวิจัยทางบัญชีในอนาคตเกี่ยวกับตลาดทุน