

การตรวจสอบประสิทธิภาพของตลาดหุ้นไทย
โดยวิธี SUE, P/E และ B/M Anomalies
Examining the Market Efficiency of the Thai Stock Market :
SUE, P/E and B/M Anomalies Models.

นงศันต์ย์ จันทร์จรัส¹ กฤษฎา เสกตระกูล² และสุรัชย์ จันทร์จรัส³

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดหุ้นไทย โดยศึกษาความสัมพันธ์ของข้อมูลทางบัญชีแบบตัวแปรเดียว (Single Accounting Variable) และอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์เครื่องมือที่ใช้ในการตรวจสอบคือ แบบจำลองสำหรับข้อมูลทางบัญชี 1 ตัวแปร 3 แบบจำลอง ได้แก่ แบบจำลองที่ใช้ข้อมูลกำไรสุทธิต่อหุ้นหลังปรับค่าแล้ว (The Standardized Unexpected Earnings หรือ SUE Effect Anomaly) แบบจำลองที่ใช้ข้อมูลอัตราส่วนราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (The Price-Earnings หรือ P/E Anomaly) และแบบจำลองที่ใช้ข้อมูลอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ (The Book-to-Market หรือ B/M Anomaly) ทั้งนี้เพื่อเพิ่มพูนความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับเทคนิคการตรวจสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดหุ้นไทย และเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน การกำหนดกลยุทธ์การลงทุนในหลักทรัพย์ที่เหมาะสม ภายใต้เงื่อนไขความมีประสิทธิภาพของตลาดหุ้นไทย การวิจัยครั้งนี้ใช้การวิเคราะห์การถดถอยอย่างง่าย (Simple Regression Analysis) ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ 1 ตัวแปร ซึ่งในที่นี้คือ ข้อมูลทางบัญชี อันได้แก่ SUE, P/E และ B/M ในเวลาปัจจุบัน กับตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอนาคต โดยข้อมูลทางบัญชีรวบรวมจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งครอบคลุมตั้งแต่ปี 1992-2000 ผลจากการวิจัยพบว่า SUE, P/E และ B/M ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ นั่นคือ SUE, P/E และ B/M ไม่สามารถใช้ในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ ซึ่งสามารถสรุปได้ว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีประสิทธิภาพในระดับกลาง (Semi-Strong Form) ผลการวิจัย ครั้งนี้สอดคล้องกับผลการตรวจสอบในกรณีของประเทศไทยในอดีต (Tirapat and Penpas, 1998; Meredith and Sektrakul, 2002; Sektrakul, 2003) ซึ่งสนับสนุนความมีประสิทธิภาพของตลาดหุ้นไทย

คำสำคัญ : ประสิทธิภาพของตลาด ตลาดหุ้นไทย ข้อมูลทางบัญชีแบบตัวแปรเดียว

¹ อาจารย์ประจำกลุ่มวิชาการเงิน คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยขอนแก่น

² ผู้อำนวยการฝ่ายพัฒนาความรู้ผู้ประกอบการวิชาชีพ สายงานพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรุงเทพมหานคร

³ อาจารย์ประจำกลุ่มวิชาเศรษฐศาสตร์ คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยขอนแก่น

Abstract

This research is conducted in order to explore the market efficient hypothesis in the Thai stock market, specifically, whether the Thai stock market is an efficient market or not. Using single accounting variable method, the relationships between single accounting variable and stock return have been examined. If accounting variable has a significant predictive power in explaining future stock returns, then the conclusion which is the Thai stock market is not an efficient market in semi-strong form can be made. In order to achieve the research objectives, three models incorporate single accounting variable are constructed. These models include the Standardized Unexpected Earnings (SUE), the Price-Earnings (P/E) and the Book-to-Market (B/M). The research findings are expected to make the contribution regarding an alternative methodology in examining the market efficiency in the Thai context. The appropriate investment strategies under particular the Thai stock market efficient conditions are also expected to be the significant contribution of the study. Simple regression is incorporated in order to examine the relationships between single accounting variable in current period and the future stock return. The accounting data including SUE, P/E and B/M in 1992-2000 are derived from the Stock Exchange of Thailand Database. The results show that there are no significant relationships between accounting variables which are SUE, P/E and B/M and stock returns. These results insist the conclusion that the Thai stock market is efficient market in semi-strong form which implies that investors can not employ the accounting variables to predict the future stock price in order to gain the surplus profit from the Stock Exchange of Thailand. These findings are consistent to the previous studies (Tirapat and Penpas, 1998; Meredith and Sektrakul, 2002; Sektrakul, 2003) in the Thai context relating efficient market exploration.

Keywords : Market efficiency, Thai capital market, Single accounting variable

1. บทนำ

ในตลาดหลักทรัพย์ การใช้ข้อมูลทางบัญชี เช่น รายการต่างๆ ในงบการเงิน เพื่อประโยชน์ในการวิเคราะห์หลักทรัพย์เป็นที่ยอมรับอย่างแพร่หลายสำหรับนักวิเคราะห์หลักทรัพย์และนักลงทุน นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่ใช้ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analyst) เชื่อว่า ข้อมูลทางบัญชีจากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนเป็นเครื่องมือสำคัญที่จะใช้ค้นหาว่า หลักทรัพย์ใดมีมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) แตกต่างจากราคาตลาด (Market Value) การทราบความแตกต่างในมูลค่า 2 ชนิดนี้ จะช่วยให้นักลงทุนตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์และแสวงหากำไรส่วนเกิน (Abnormal Profit) ได้ (Revsine et al., 2004) ลักษณะดังกล่าวข้างต้นนี้ ชี้ให้เห็นว่า ข้อมูลทางบัญชีที่เปิดเผยต่อนักลงทุน (Disclosed Accounting Information) มีความสำคัญยิ่งต่อกระบวนการวิเคราะห์หลักทรัพย์แบบใช้ปัจจัยพื้นฐาน

อย่างไรก็ตามข้อมูลทางบัญชีเหล่านี้จะมีประโยชน์ต่อนักลงทุนก็ต่อเมื่ออยู่ภายใต้ สมมติฐานว่า นักลงทุนแต่ละคนรับรู้ข้อมูลทางบัญชีเหล่านี้ได้ไม่เท่าเทียมกัน นักลงทุนที่รับรู้ข้อมูลเหล่านี้ก่อน ก็จะแสวงหาประโยชน์ได้ก่อน โดยเข้าไปซื้อ หรือขายหลักทรัพย์นั้น (โดยซื้อเมื่อข้อมูลทางบัญชีของหลักทรัพย์นั้น แสดงสัญญาณในทางบวก

และขายหลักทรัพย์เมื่อข้อมูลแสดงสัญญาณในทางลบ เป็นต้น) สมมติฐานดังกล่าวนี้ สรุปโดยนัยก็คือ ต้องอยู่ภายใต้เงื่อนไขว่าตลาดไม่มีประสิทธิภาพ (Inefficient Market) ในทางตรงกันข้าม ถ้าตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพ นักลงทุนจะรับรู้ข้อมูลข่าวสารได้อย่างเท่าเทียมกัน ดังนั้นราคาหลักทรัพย์จะเท่ากับมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ราคาหลักทรัพย์ในตลาดจะสะท้อนถึงการรับรู้ข้อมูลข่าวสารในตลาดอย่างสมบูรณ์และทันที (Fama, 1970; 1991) ภายใต้เงื่อนไขของตลาดที่มีประสิทธิภาพ การใช้ข้อมูลทางบัญชีเพื่อพยายามค้นหาหลักทรัพย์ที่ราคาถูกบิดเบือน (Mispriced Stocks) จะไม่สามารถกระทำได้ ซึ่งสรุปโดยนัยได้ว่า เทคนิคในการวิเคราะห์งบการเงิน หรือวิเคราะห์รายการทางบัญชี จะไม่มีประโยชน์แต่อย่างใดในการแสวงหากำไรส่วนเกินจากการลงทุนในหลักทรัพย์ (Stickney, 1996)

ประเด็นการวิจัยที่ตามมาก็คือ ตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพหรือไม่ในการตอบสนองต่อข้อมูลทางบัญชีที่เปิดเผยของหลักทรัพย์จดทะเบียน การทดสอบว่าตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพต่อข้อมูลทางบัญชี ได้กลายมาเป็นหัวข้อการวิจัยหนึ่งที่ถกเถียงกันของนักวิจัยกลุ่ม Market-Based Accounting Research หรือ MBAR ตั้งแต่ทศวรรษ 1970 เป็นต้นมา (Lev et al., 1982)

ในช่วง 30 ปีที่ผ่านมา งานวิจัยเกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ได้ถูกทดสอบอย่างกว้างขวาง และมีชื่อหัวข้อที่ถูกเรียกโดยเฉพาะว่า Accounting-Based Anomaly Studies หรือ ABAS (Ohlson, 1979; Patell, 1979; Ball, 1992; Bernard et al., 1997) ทั้งนี้เพื่อตรวจสอบว่าข้อมูลทางบัญชีสามารถแสดงสัญญาณสะท้อนผลตอบแทนของหลักทรัพย์และเพื่อให้ได้ข้อสรุปเกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์

งานวิจัยในหัวข้อ ABAS สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 กลุ่ม (Sektakul, 2003) คือ

1. กลุ่มที่ใช้ข้อมูลทางบัญชีตัวแปรเดียว (Single Accounting Variable Method) การศึกษาในกลุ่มนี้เชื่อว่า ข้อมูลทางบัญชีบางรายการสามารถแสดงสัญญาณสะท้อนให้เห็น ข่าวดี (Good News) หรือ ข่าวร้าย (Bad News) ของแต่ละหลักทรัพย์ได้ เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับ กำไรสุทธิ (Earnings) การแสดงให้เห็นว่าหลักทรัพย์ได้มีกำไรสุทธิที่แท้จริงสูงกว่าที่คาด จะเป็นสัญญาณว่าหลักทรัพย์นั้นจะมีผลตอบแทนที่สูงขึ้นในอนาคต การศึกษาในกลุ่มนี้ได้แก่ งานของ Latane and Jones (1977; 1979) งานของ Rendleman et al. (1982) งานของ Foster et al. (1984) และงานของ Bernard and Thomas (1989; 1990) เป็นต้น

นอกจากการใช้ข้อมูลกำไรสุทธิแล้ว นักวิจัยหลายท่านยังใช้ข้อมูลอัตราส่วนราคาต่อกำไร (Price-Earnings Ratio หรือ P/E) ในการแสดงสัญญาณข่าวดี หรือข่าวร้าย โดยกำหนดว่า หลักทรัพย์ที่มีค่า P/E ต่ำจะให้ผลตอบแทนในอนาคตดีกว่าหลักทรัพย์ที่มีค่า P/E สูง การศึกษาในกลุ่มข้อมูล P/E นี้ ได้แก่ งานวิจัยของ Basu (1977; 1978; 1983) งานวิจัยของ Reinganum (1981) และงานวิจัยของ Jaffe et al. (1989) เป็นต้น

ตัวแปรทางบัญชีอีกตัวแปรหนึ่งที่ใช้เป็นสัญญาณบอกข่าวดีหรือข่าวร้ายของหลักทรัพย์ได้แก่ อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book-to-Market Ratio หรือ B/M) นักวิจัยที่ใช้อัตราส่วน B/M นี้ เชื่อว่า หลักทรัพย์ที่มีค่า B/M สูง จะเป็นหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนในอนาคตเพิ่มขึ้น (แสดงสัญญาณข่าวดี) และตรงกันข้าม กรณีของหลักทรัพย์ที่มีค่า B/M ต่ำ ตัวอย่างของงานวิจัยในกลุ่มนี้ได้แก่ งานวิจัยของ Rosenberg et al. (1985) งานวิจัยของ Chan et al. (1991) งานวิจัยของ Fama and French (1992) และงานวิจัยของ Lakonishok et al. (1994) เป็นต้น

2. กลุ่มที่ใช้ข้อมูลทางบัญชีหลายตัวแปร (Multiple Accounting Variable Method) การศึกษาในกลุ่มนี้ใช้ตัวแปรจากงบการเงินหลายตัวแปรพร้อมกัน ร่วมกันส่งสัญญาณทำนายว่าหลักทรัพย์นั้นแสดงข่าวดีหรือข่าวร้าย ระเบียบวิธีวิจัยที่เกี่ยวข้องกับงานในกลุ่มนี้ แบ่งได้เป็น 2 วิธี คือ วิธี 1) Pr approach และ 2)

Fundamental signal approach

1) วิธี Pr Approach มีพัฒนาการมาจากผลงานวิจัยของ Ou and Penman (1989) ซึ่งสร้างแบบจำลองโดยใช้ ตัวแปรอัตราส่วนทางการเงิน 68 รายการ เป็นตัวแปรอิสระ อธิบาย และพยากรณ์ค่าความน่าจะเป็นที่หลักทรัพย์แต่ละตัวจะมีกำไรสุทธิต่อหุ้น (Earning Per Share หรือ EPS) ในช่วงต่อไปเพิ่มขึ้นหรือลดลง ถ้าความน่าจะเป็นของ EPS ในช่วงต่อไป เพิ่มขึ้นสูง แสดงถึง “ข่าวดี” อัตราผลตอบแทนในอนาคตของหลักทรัพย์นั้นจะเพิ่มขึ้น และผลจะเป็นไปในทางตรงกันข้าม ถ้าความน่าจะเป็นของ EPS ในช่วงต่อไปมีค่าต่ำ แบบจำลองของ Pr Approach มีลักษณะเป็น Logistic Regression Model งานวิจัยในกลุ่มนี้ออกเหนือจากงานวิจัยของ Ou and Penman (1989) แล้ว ได้แก่ งานวิจัยของ Greig (1992) งานวิจัยของ Holthausen and Larcker (1992) งานวิจัยของ Stober (1992) งานวิจัยของ Bernard et al. (1997) งานวิจัยของ Morton and Shane (1998) และงานวิจัยของ Setiono and Strong (1998) เป็นต้น

2) วิธี Fundamental Signal Approach ใช้ตัวแปรจากงบการเงินหลายตัว เป็นตัวแปรอิสระ เช่นเดียวกับวิธี Pr Approach แต่จำนวนตัวแปรน้อยกว่า นอกจากนี้ตัวแปรผันตาม ได้แก่ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาต่อไป ไม่ใช่ EPS โดยนักวิจัยในกลุ่มนี้ เชื่อว่า ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีในเวลา t จะกระทบต่อราคาและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในเวลา $t + \tau$ โดยตรง ไม่ต้องผ่านตัวแปร EPS ก่อน แบบจำลองของวิธี Fundamental Signal Approach มีลักษณะเป็นแบบ Multiple Regression Model ตัวอย่างของงานวิจัยกลุ่มนี้ได้แก่ งานวิจัยของ Lev and Thiagarajan (1993) งานวิจัยของ Sloan (1996) งานวิจัยของ Abarbanell and Bushee (1998) งานวิจัยของ Piotroski (2000) และงานวิจัยของ Quirin and Allen (2000) เป็นต้น

งานวิจัยเกี่ยวกับ ABAS ที่ผ่านมามีในอดีตร้อยละส่วนใหญ่เป็นการศึกษาในตลาดทุนของประเทศที่พัฒนาแล้ว เช่น ในสหรัฐอเมริกา (Bernard and Thomas, 1989; 1990) และสหราชอาณาจักร (Setiono and Strong, 1998) ซึ่งผลการทดสอบพบว่า บางงานวิจัยสนับสนุนว่าตลาดทุนของประเทศเหล่านี้มีประสิทธิภาพ (Greig, 1992) ในขณะที่เดียวกันบางงานวิจัยก็สรุปว่าตลาดทุนของประเทศเหล่านั้นไม่มีประสิทธิภาพ (Ou and Penman, 1989; Holthausen and Larcker, 1992; Stober, 1992; Bernard, Sloan, 1996; Thomas and Wahlen, 1997; Abarbanell and Bushee, 1998; Morton and Shane, 1998; Setiono and Strong, 1998; Piotroski, 2000) ผลการตรวจสอบดังกล่าวจึงมีลักษณะที่ขัดแย้งและยังไม่อาจหาข้อสรุปได้ สำหรับงานวิจัย ABAS ในประเทศกำลังพัฒนายังมีในจำนวนที่จำกัดอยู่ สำหรับประเทศไทยนั้น จากการทบทวนวรรณกรรมด้าน ABAS พบว่ามีอยู่ 3 งานวิจัย ได้แก่ การศึกษาของ Tirapat and Penpas (1998) ซึ่งใช้วิธี Pr Approach และงานวิจัยของ Meredith and Sektrakul (2002) และงานวิจัยของ Sektrakul (2003) ซึ่งใช้วิธี Fundamental Signal Approach ผลการตรวจสอบทั้ง 3 งานวิจัยสนับสนุนว่าตลาดทุนของประเทศไทยมีประสิทธิภาพ การรับรู้ข้อมูลทางบัญชีและตอบสนองข้อมูลเหล่านั้นต่อราคาหลักทรัพย์ในอนาคตเป็นไปอย่างรวดเร็ว ไม่มีความล่าช้า

แม้ว่าผลการตรวจสอบในกรณีของประเทศไทยในอดีตที่ผ่านมา จะสนับสนุนความมีประสิทธิภาพของตลาดทุนไทย และสรุปโดยนัยปฏิเสธความสำคัญของการใช้การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานในการค้นหาหลักทรัพย์ที่มีการบิดเบือนราคาจากมูลค่าที่แท้จริง ลักษณะดังกล่าวนี้ค่อนข้างขัดแย้งกับในทางทฤษฎีที่เห็นว่า ตลาดทุนของประเทศกำลังพัฒนามักมีลักษณะค่อนข้างไปทางความไม่มีประสิทธิภาพ เพราะ กฎระเบียบการเปิดเผยข้อมูลบัญชียังมีความไม่รัดกุมอยู่มาก และความรู้ความสามารถของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในการวิเคราะห์ข้อมูลทางบัญชียังมีในวงจำกัด การรับรู้ข้อมูลทางบัญชีของนักลงทุนแล้วสะท้อนไปที่ราคาหลักทรัพย์จึงน่าจะกระทำได้อย่างไม่สมบูรณ์ ช่องว่างประการหนึ่งในการทำวิจัย ABAS ที่ยังไม่ได้ทำการศึกษาในกรณีของประเทศไทย คือ การทดสอบ

การตอบสนองของข้อมูลทางบัญชีแบบตัวแปรเดียว (Single Accounting Variable Method) เช่น EPS, P/E หรือ B/M จะใช้อธิบายอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์ ในช่วงเวลาปัจจุบันหรืออนาคต หากอธิบายความสัมพันธ์ได้เฉพาะกับอัตราผลตอบแทนดังกล่าวในช่วงเวลาปัจจุบันเท่านั้น ก็จะเป็นการสรุปย่ำว่าตลาดหุ้นของไทยมีประสิทธิภาพ เช่นที่งานวิจัยในอดีตที่กล่าวอ้างไว้

การศึกษานี้ ทำการต่อยอดและพัฒนางานวิจัย ABAS ต่อจากงาน Sektrakul (2003) เพื่อขยายพรมแดนความรู้ในงานวิจัยหัวข้อนี้ให้มีความลึกซึ้งกว้างขวางมากขึ้น โดยมีวัตถุประสงค์ เพื่อตรวจสอบว่า ตลาดหุ้นไทยมีประสิทธิภาพในการรับรู้และตอบสนองต่อข้อมูลทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียนที่เปิดเผยต่อนักลงทุน หรือไม่ และเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรข้อมูลทางบัญชี กับ อัตราผลตอบแทนในอนาคตของหลักทรัพย์ ในตลาดหุ้นไทย

โดยในการศึกษาค้างนี้จะสร้างแบบจำลองสำหรับข้อมูลทางบัญชี 1 ตัวแปร 3 แบบจำลอง ได้แก่

1. แบบจำลองที่ใช้ข้อมูลกำไรสุทธิต่อหุ้นหลังปรับค่าแล้ว (The Standardized Unexpected Earnings หรือ SUE Effect Anomaly)
2. แบบจำลองที่ใช้ข้อมูลอัตราส่วนราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (The Price-Earnings หรือ P/E Anomaly)
3. แบบจำลองที่ใช้ข้อมูลอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ (The Book-to-Market หรือ B/M Anomaly)

งานวิจัยนี้จะทบทวนวรรณกรรมในกลุ่มตัวแปรทางบัญชี 1 ตัวแปร ซึ่งประกอบไปด้วยงานวิจัยในกลุ่มของ the SUE Effect Anomaly, the P/E Anomaly และ the B/M Anomaly ส่วนข้อมูลสำหรับทดสอบในกรณีของตลาดหุ้นไทยนั้น ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งรวบรวมจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand) ครอบคลุมข้อมูลทางการบัญชีตั้งแต่ปี 1992-2000

การศึกษาค้างนี้ ทำการศึกษาข้อมูลเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี ค.ศ. 1992-2000 และมุ่งสนใจเฉพาะข้อมูลทางบัญชี 3 รายการ ซึ่งแสดงอยู่ในรูปของตัวแปร SUE, P/E และ B/M ว่าการเปิดเผยข้อมูลตัวแปรบัญชีดังกล่าวในเวลา t จะทำให้นักลงทุนแสวงหากำไรส่วนเกินในช่วงเวลา $t + \tau$ ได้หรือไม่

นิยามศัพท์ที่ใช้ในงานวิจัย

1. ราคาหลักทรัพย์ (Stock Price) หมายถึง ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันสิ้นงวดบัญชี
2. อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Stock Returns) หมายถึง อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ณ ปัจจุบัน เทียบกับ ราคาในอดีต คือ ราคาหลักทรัพย์ของเดือนที่ผ่านมา
3. กำไรสุทธิต่อหุ้นหลังปรับค่าแล้ว (Standardized Unexpected Earnings หรือ SUE) หมายถึง ค่าความแตกต่างระหว่าง กำไรสุทธิที่แท้จริงที่บริษัทประกาศ (Actual Reported Earnings) กับ กำไรสุทธิที่คาดหวัง (Expected Earnings) ปรับค่าด้วยค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของการพยากรณ์ (Standard Error of the Estimation)
4. อัตราส่วนราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (Price-Earnings หรือ P/E) หมายถึง ค่าอัตราส่วนระหว่างมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ และกำไรสุทธิประจำปีที่เป็นปกติในงบกำไรขาดทุน
5. อัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ (Book-to-Market หรือ B/M) หมายถึง ค่าอัตราส่วนระหว่างมูลค่าตามบัญชีของบริษัท และมูลค่าตลาดของบริษัทนั้นๆ

2. ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis: EMH)

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) หมายถึง ตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ที่มีอยู่ในตลาดได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องไว้หมดแล้ว โดยข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องนั้น หมายถึงข้อมูลในอดีต ปัจจุบัน และรวมถึงการคาดการณ์ที่เกี่ยวข้องในอนาคตด้วย โดยข้อมูลต่างๆ เหล่านี้ เมื่อ เกิดขึ้นจะทำให้ราคาของหลักทรัพย์มีการปรับตัวอย่างไม่มีอคติ (Unbiased) ต่อข้อมูลข่าวสารใหม่นั้น จนราคาเข้าสู่จุดสมดุลใหม่ (พรอนงค์ บุษราตระกูล, 2547)

ในการพิจารณาความมีประสิทธิภาพของตลาด ระยะเวลาของการปรับสมดุลของราคาใหม่ต่อข้อมูลข่าวสารมีความเกี่ยวข้องกัน ถ้าตลาดมีประสิทธิภาพ การสะท้อนข้อมูลข่าวสารใหม่ในหลักทรัพย์ต้องเกิดขึ้นอย่างรวดเร็วและทั่วถึง ซึ่งแนวคิดของตลาดที่มีประสิทธิภาพ ประกอบด้วยสมมติฐานดังต่อไปนี้ ตลาดประกอบไปด้วยนักลงทุนจำนวนมาก ที่ไม่มีอิทธิพลโดยตรงกับการเปลี่ยนแปลงของราคา (Price Taker) ข้อมูลข่าวสารเกิดขึ้นอย่างเป็นอิสระในเชิงสุ่ม นักลงทุนแต่ละรายมีโอกาสได้รับข้อมูลข่าวสารเท่าเทียมกัน โดยไม่มีต้นทุนในการได้มาซึ่งข้อมูลข่าวสารนั้น และ นักลงทุนมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารอย่างรวดเร็ว (พรอนงค์ บุษราตระกูล, 2547)

หากจัดแบ่งประสิทธิภาพในการรับรู้ข้อมูลข่าวสารตามลักษณะและประเภทของข้อมูลข่าวสาร จะสามารถแบ่งประสิทธิภาพในการรับรู้ข้อมูลข่าวสาร ออกเป็น 3 ระดับ (สันติ กิระนันท์, 2546) คือ ประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak Form Efficiency) ประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi-Strong Form Efficiency) และประสิทธิภาพระดับสูง (Strong Form Efficiency) โดยสามารถสรุปประเภทของข้อมูลข่าวสารในแต่ละระดับของประสิทธิภาพของตลาด ได้ดังตาราง 1 ต่อไปนี้

ตาราง 1 ระดับของประสิทธิภาพของตลาด

ระดับความมีประสิทธิภาพ	ประเภทของข้อมูลข่าวสาร
ระดับต่ำ	ข้อมูลการซื้อขาย (Trading information)
ระดับกลาง	ข้อมูลการสาธารณะ (Public information)
ระดับสูง	ข้อมูลทั้งหมดที่เกี่ยวข้อง (Relevant information)

ที่มา: ปรับปรุงจาก สันติ (2546)

จากตาราง 1 สามารถอธิบายได้ดังนี้

1. ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak Form Efficient Market) คือ ตลาดหลักทรัพย์ที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลการซื้อขาย (Trading Information) ในอดีตแล้ว โดยข้อมูลการซื้อขายคือ ข้อมูลราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในตลาด หากตลาดมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ การแสวงหากำไรส่วนเกินโดยการพยากรณ์ หรือ คาดคะเนราคาหลักทรัพย์จากข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ในอดีต จะไม่สามารถกระทำได้ ซึ่งการวิเคราะห์หลักทรัพย์ดังกล่าวเรียกว่า การวิเคราะห์หลักทรัพย์ทางเทคนิค (Technical Analysis)

2. ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง (Semi-Strong Form Efficient Market) คือ ตลาดหลักทรัพย์ที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลสาธารณะ (Public Information) แล้ว ทั้งนี้ ข้อมูลสาธารณะ (Public Information) คือ ข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน เช่น ข้อมูลงบการเงิน ข้อมูลภาวะเศรษฐกิจ ข้อมูลการเปลี่ยนแปลงผู้บริหาร ข้อมูลโครงสร้างการลงทุน หรือข้อมูลอื่นๆ ที่มีความเกี่ยวข้องต่อการตัดสินใจและถูกเปิดเผยต่อสาธารณชน หากตลาดมีประสิทธิภาพในระดับกลาง การแสวงหากำไรส่วนเกินโดยการพยากรณ์ หรือ คาดคะเนราคาหลักทรัพย์จากข้อมูล

สาธารณะ จะไม่สามารถกระทำได้ ซึ่งการวิเคราะห์หลักทรัพย์ดังกล่าว เรียกว่า การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis)

3. ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับเข้ม (Strong Form Efficient Market) คือ ตลาดหลักทรัพย์ที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลที่เกี่ยวข้อง (Relevant Information) ทุกประเภทแล้ว ข้อมูลที่เกี่ยวข้อง (Relevant Information) คือ ข้อมูลใดๆ ที่มีความเกี่ยวข้องต่อการตัดสินใจ ไม่ว่าจะถูกเปิดเผยแล้วหรือยังไม่ถูกเปิดเผยต่อสาธารณชน หากตลาดมีประสิทธิภาพในระดับสูง การแสวงหากำไรส่วนเกินโดยการพยากรณ์ หรือคาดคะเนราคาหลักทรัพย์จากข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องทุกประเภท จะไม่สามารถกระทำได้ หากข้อมูลข่าวสารนั้น มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาของหลักทรัพย์ ก็ย่อมถือได้ว่าตลาดนั้นๆ มีประสิทธิภาพในระดับเข้ม ซึ่งถือเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูงสุด

ในตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพในระดับเข้มนั้น นักลงทุนจะไม่สามารถใช้ข้อมูลข่าวสาร เพื่อแสวงหากำไรส่วนเกินในตลาด โอกาสในการแสวงหากำไรส่วนเกินจะไม่มีอยู่อย่างต่อเนื่องสำหรับคนใดคนหนึ่งในตลาด หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า นักลงทุนไม่มีโอกาสในการทำกำไรส่วนเกินได้อย่างต่อเนื่องถาวร ทั้งนี้เนื่องจาก เมื่อตลาดมีประสิทธิภาพในการรับรู้ข้อมูลแล้ว ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาดสามารถทราบได้ว่า จะแสวงหากำไรส่วนเกินได้หรือไม่อย่างไร และเมื่อทุกคนรับรู้ข้อมูลแบบเดียวกัน ชื่อและขายหลักทรัพย์แบบเดียวกัน กลไกของราคาตามหลักของอุปสงค์อุปทานก็จะทำงาน ผลักดันให้ราคาที่เกิดขึ้นเข้าสู่ราคาที่เหมาะสม ทำให้โอกาสในการทำกำไรที่ผิดปกตินั้นหมดไป (สันติ กิระนันท์, 2546)

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ประเด็นการวิจัยเกี่ยวกับ ตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพหรือไม่ในการตอบสนองต่อข้อมูลทางบัญชี ที่เปิดเผยของหลักทรัพย์จดทะเบียน ได้ถูกตรวจสอบอย่างกว้างขวาง และมีชื่อหัวข้อที่ถูกเรียกโดยเฉพาะว่า Accounting-Based Anomaly Studies หรือ ABAS (Ohlson, 1979; Patell, 1979; Ball, 1992; Bernard et al., 1997)

ผลการวิจัยของ Ohlson (1979) และ Patell (1979) สรุปว่า ABAS หมายถึง การศึกษาว่าข้อมูลทางบัญชีในอดีตที่เปิดเผยออกมา สามารถนำไปใช้ประโยชน์ในการสร้างผลตอบแทนส่วนเกินในอนาคตแก่นักลงทุนได้ ดังนั้นโดยหลักการแล้ว ถ้าพบว่าตัวแปรที่เป็นข้อมูลทางบัญชี (Accounting Variables) ในเวลา t สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Stock Return) ในเวลา $t + \tau$ และมีสัมประสิทธิ์เป็นบวกและมีค่าต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ จะสรุปได้ว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งนั้นไม่มีประสิทธิภาพในระดับ Semi-Strong Form

งานวิจัยในหัวข้อ ABAS สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มที่ใช้ข้อมูลทางบัญชีตัวแปรเดียว (Single Accounting Variable Method) และกลุ่มที่ใช้ข้อมูลทางบัญชีหลายตัวแปร (Multiple Accounting Variable Method) ซึ่งระเบียบวิธีวิจัยที่เกี่ยวข้องกับงานในกลุ่มนี้ แบ่งได้เป็น 2 วิธี คือ วิธี Pr Approach กับ Fundamental Signal Approach โดยจากการทบทวนวรรณกรรมด้าน ABAS พบว่ามีอยู่ 3 งานวิจัย ได้แก่ การศึกษาของ Tirapat and Penpas (1998) ซึ่งใช้วิธี Pr Approach ส่วนงานของ Meredith and Sektrakul (2002) และงานของ Sektrakul (2003) ซึ่งใช้วิธี Fundamental Signal Approach

งานวิจัยชิ้นนี้ จะเน้นการตรวจสอบการตอบสนองของข้อมูลทางบัญชีแบบตัวแปรเดียว (Single Accounting Variable Method) อันได้แก่ SUE, P/E และ B/M ต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์ ในช่วงเวลาปัจจุบันหรืออนาคต ทั้งนี้เพื่อเติมเต็มช่องว่างของการทำวิจัย ABAS ในกรณีศึกษาของประเทศไทย จากการทบทวนวรรณกรรม กลุ่มงานวิจัยในหัวข้อ ABAS ที่ใช้ข้อมูลทางบัญชีตัวแปรเดียว ได้แก่ ข้อมูลกำไรสุทธิต่อหุ้นหลัง

ปรับค่าแล้ว ข้อมูลอัตราส่วนราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น และ ข้อมูลอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ ดังรายละเอียดต่อไปนี้

2.2.1 งานวิจัยที่ใช้ข้อมูลกำไรสุทธิต่อหุ้นหลังปรับค่าแล้ว

การศึกษาโดยใช้ข้อมูลกำไรสุทธิต่อหุ้นหลังปรับค่าแล้ว เป็นการตรวจสอบผลกระทบของการประกาศผลกำไรสุทธิที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า มีการศึกษาในกลุ่มนี้จำนวนมาก เช่น งานของ Latane and Jones (1977; 1979) งานของ Rendleman et al. (1982) งานของ Foster et al. (1984) และงานของ Bernard and Thomas (1989; 1990) ที่พบว่า กำไรสุทธิต่อหุ้นหลังปรับค่าแล้วรายไตรมาส (The Standardized Unexpected Quarterly Earnings หรือ SUE) กับ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ในช่วงเวลาหลังประกาศผลกำไรสุทธิ ซึ่งข้อมูลกำไรสุทธิที่ไม่ได้คาดหวัง (Unexpected Earnings) ของบริษัทใด ๆ คือ ค่าความแตกต่างระหว่าง ค่ากำไรสุทธิที่แท้จริงที่บริษัทประกาศ (Actual Reported Earnings) ในไตรมาสหนึ่งๆ กับ ค่ากำไรสุทธิที่คาดหวัง (Expected Earnings) ซึ่งค่ากำไรสุทธิที่คาดหวังนี้ สามารถคำนวณได้จากการพยากรณ์โดยใช้ตัวแบบอนุกรมเวลาอย่างง่าย (A Simple Time Series Model) จากนั้นดำเนินการปรับค่าข้อมูลกำไรสุทธิที่ไม่ได้คาดหวังด้วยค่าความคลื่อนมาตรฐานของการพยากรณ์ (Standard Error of the Estimation) เพื่อให้ได้มาซึ่งค่า SUE

ค่า SUE จะถูกนำมาใช้เป็นตัวชี้วัดความมีประสิทธิภาพของการเปิดเผยข้อมูลกำไรสุทธิรายไตรมาส ซึ่งนักลงทุนสามารถนำมาปรับกับราคาหลักทรัพย์ในอนาคต ดังเช่นการศึกษาของ Latane and Jones (1977) ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับ กระบวนการปรับค่าเพื่อให้ได้มาซึ่ง SUE คือ

“กำหนดให้ ข้อมูลใหม่ (New information) เป็นข้อมูลที่ไม่ได้คาดหวัง (Unexpected information) และ หากทุกคนคาดหวังว่า บริษัทจะประกาศกำไรสุทธิจำนวน 1USD ต่อหุ้นในไตรมาสถัดไป และในความเป็นจริงก็เป็นไปตามที่คาด กรณีนี้ จะถือว่าไม่มีข้อมูลใหม่เกิดขึ้นน้อยมาก และอาจเป็นการลดระดับความไม่แน่นอนเกี่ยวกับกำไรสุทธิในอนาคตตามความคาดหวังของนักลงทุน ในทางตรงกันข้าม หากกำไรสุทธิต่อหุ้นที่ประกาศเป็นเพียง 0.50USD หรือ 2USD ก็จะเป็นการเพิ่มข้อมูลที่ไม่ได้คาดหวัง และจะนำไปสู่การปรับความเชื่อ หรือความคาดหวังเกี่ยวกับมูลค่าผลตอบแทนในอนาคต ซึ่งการศึกษานี้ ต้องการทดสอบสมมติฐานที่ว่า ข้อมูลที่ไม่ได้คาดหวังและการปรับความเชื่อ จะมีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อราคาหลักทรัพย์หรือไม่”

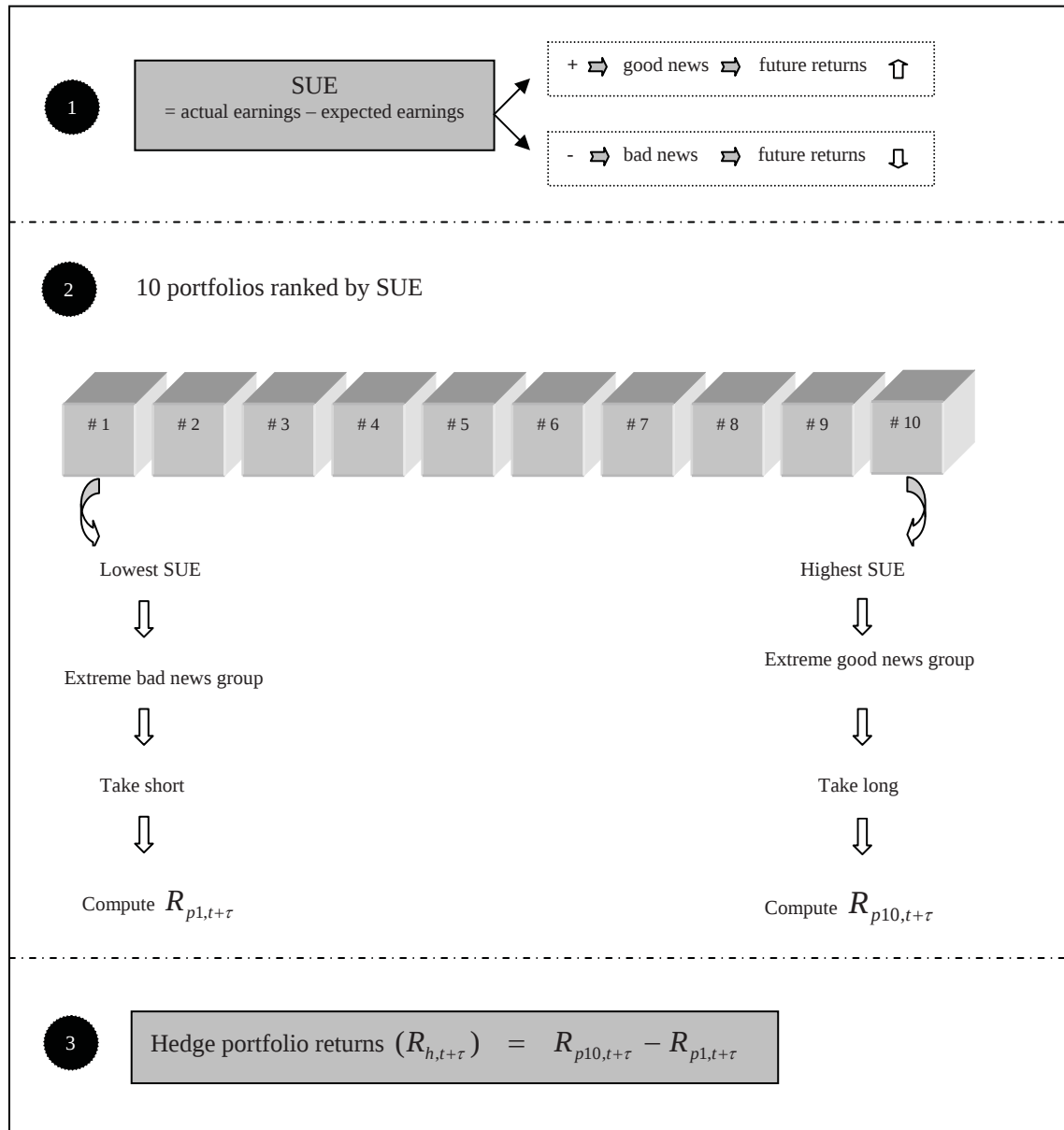
ผลการศึกษาของ Latane and Jones (1977) พบว่า ราคาหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงที่ไม่ได้คาดหวังของกำไรสุทธิ ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งหมายความว่า เมื่อ SUE มีค่าเพิ่มขึ้น จะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินในอนาคตของหลักทรัพย์ให้มีค่าเพิ่มขึ้น และในทางตรงกันข้าม หาก SUE มีค่าลดลง ก็จะทำให้ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินในอนาคตของหลักทรัพย์ให้มีค่าลดลงเช่นเดียวกัน

กระบวนการบริหารความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูล SUE ได้แสดงไว้ดังรูปภาพประกอบ 1

ในกระบวนการประยุกต์ใช้ SUE เพื่อกลยุทธ์ในการลงทุนนั้น หลักทรัพย์แต่ละตัวจะถูกจัดลำดับเป็นกลุ่มๆ จากกลุ่มที่ 1 ถึงกลุ่มที่ 10 ตามค่า SUE โดยหลักทรัพย์กลุ่มที่ 1 มีค่า SUE เป็นลบมากที่สุด และกลุ่มที่ 10 มีค่า SUE เป็นบวกมากที่สุด โดยอัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่คาดหวังหลังการประกาศผลกำไรสุทธิ ได้จากการนำ Holding Period Returns (HPR) ของหลักทรัพย์ ลบออกจาก ค่า HPR ของกลุ่มหลักทรัพย์นั้นๆ ภายในช่วงระยะเวลาใด

รูปภาพประกอบ 1

กระบวนการบริหารความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูล SUE
(The process in deriving hedge portfolio returns by using SUE information)



ที่มา: Sektrakul (2002)

เวลาหนึ่ง หลังจากการประกาศผลกำไรสุทธิในแต่ละไตรมาส อัตราผลตอบแทนที่ถูกปรับค่าแล้ว (Size-Adjusted Returns) ของทุกบริษัทจะถูกรวมและบวกสะสมตลอดช่วงเวลา เพื่อให้ได้มาซึ่งค่าอัตราผลตอบแทนสะสมของกลุ่มหลักทรัพย์ ในแต่ละกลุ่มของ SUE นักลงทุนจะใช้กลยุทธ์ A Zero-Investment Trading Strategy ในการลงทุน ซึ่งเป็นกลยุทธ์ที่จะทำการลงทุนในหลักทรัพย์ทั้งที่สะท้อนสัญญาณ ข่าวดี และ ข่าวร้ายมากที่สุด ตลอดระยะเวลาของการลงทุน ซึ่ง Bernard and Thomas (1989) ได้อธิบายกลยุทธ์การลงทุนดังนี้

หลักทรัพย์หนึ่งๆ กำหนดให้ บริษัทใดๆ ประกาศผลกำไรสุทธิเรียบร้อยแล้ว

ช่วงบน กล่าวคือ สะท้อนสัญญาณ ข่าวดี หรือ ตกอยู่ในช่วงล่าง นั่นคือ
ลงมา หากทั้งสัญญาณข่าวดีและข่าวร้ายเกิดขึ้นในวันนั้น ก็จะดำเนินการซื้อ
เดียวกันกับขายหลักทรัพย์ ที่สะท้อนข่าวร้าย การดำเนินการซื้อและขาย
ที่เกิดการชดเชยกันพอดีระหว่างมูลค่าการซื้อและการขาย"

mas (1989) ทำการคำนวณผลตอบแทนโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนโดยการซื้อ
หรับแต่ละหลักทรัพย์ในกระบวนการซื้อและขาย ตลอดระยะเวลา 60 วันทำการ

ว่า A Zero-Investment Trading Strategy ถูกกำหนดตามความแตกต่าง

กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่า SUE สูงสุด และ ต่ำสุด หากกลุ่มหลักทรัพย์ที่เป็น
ฐานของกำไรสุทธิของไตรมาสที่ t ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน
จะสามารถสรุปโดยนัยได้ว่า ตลาดหลักทรัพย์นั้น ไม่มีประสิทธิภาพ

ขาดผลกระทบของ SUE ต่อราคาหลักทรัพย์ดังกล่าวข้างต้น พบว่า หากนักลงทุน
ผลตอบแทนส่วนเกินได้ หลังจากการประกาศผลกำไรสุทธิรายไตรมาส

ไม่มีประสิทธิภาพในระดับ Semi-Strong Form

อัตราราคาส่วราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น

การใช้ข้อมูลกำไรสุทธิในการพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ในหลายรูปแบบ

ามราคาหลักทรัพย์ของบริษัท เรียกว่า อัตราผลกำไรสุทธิ (Earnings-Yield

สามารถวัดได้โดย อัตราส่วนราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น

) จากการทบทวนวรรณกรรม มีการศึกษาหลายงานซึ่งพบความสัมพันธ์

ตอบแทนของหลักทรัพย์ เช่น งานวิจัยของ Basu (1977; 1978; 1983)

งานวิจัยของ Jaffe et al. (1989) จากการศึกษาดังกล่าวสรุปได้ว่า P/E Ratio

การลงทุนในหลักทรัพย์ กล่าวคือ หลักทรัพย์ที่มีค่า P/E Ratio ต่ำจะให้

P/E ratio สูง ดังนั้น กลยุทธ์ในการลงทุนคือ เลือกที่จะซื้อหลักทรัพย์ที่มีค่า

P/E Ratio สูง จึงสามารถสรุปได้ว่า อัตราผลกำไรสุทธิ สามารถใช้เป็นปัจจัย

นเพื่อแสวงหากำไรส่วนเกินได้ ซึ่งกระบวนการดังกล่าวนี้เรียกได้ว่า

Earnings Anomaly นี้เริ่มต้นจาก การคำนวณค่า P/E Ratio ในแต่ละปี

การศึกษา ดำเนินการโดย มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (ได้จาก ราคาตลาด

ัญญที่ออกจำหน่ายแล้ว) ในช่วงเวลา 3 เดือน นับจากวันสิ้นปีงบประมาณ

งบกำไรขาดทุน (ก่อนหักรายการพิเศษอื่นๆ)

P/E Ratio ของแต่ละปีสำหรับแต่ละหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้ว จากนั้นจึงทำการ

Ratio ที่คำนวณได้ เป็นจำนวน 5 กลุ่มหรือ 10 กลุ่ม โดย กลุ่มหลักทรัพย์ที่ 1

มีค่า P/E ratio สูงสุด สมมติฐานในการวิเคราะห์ คือ กลุ่มหลักทรัพย์ดังกล่าว

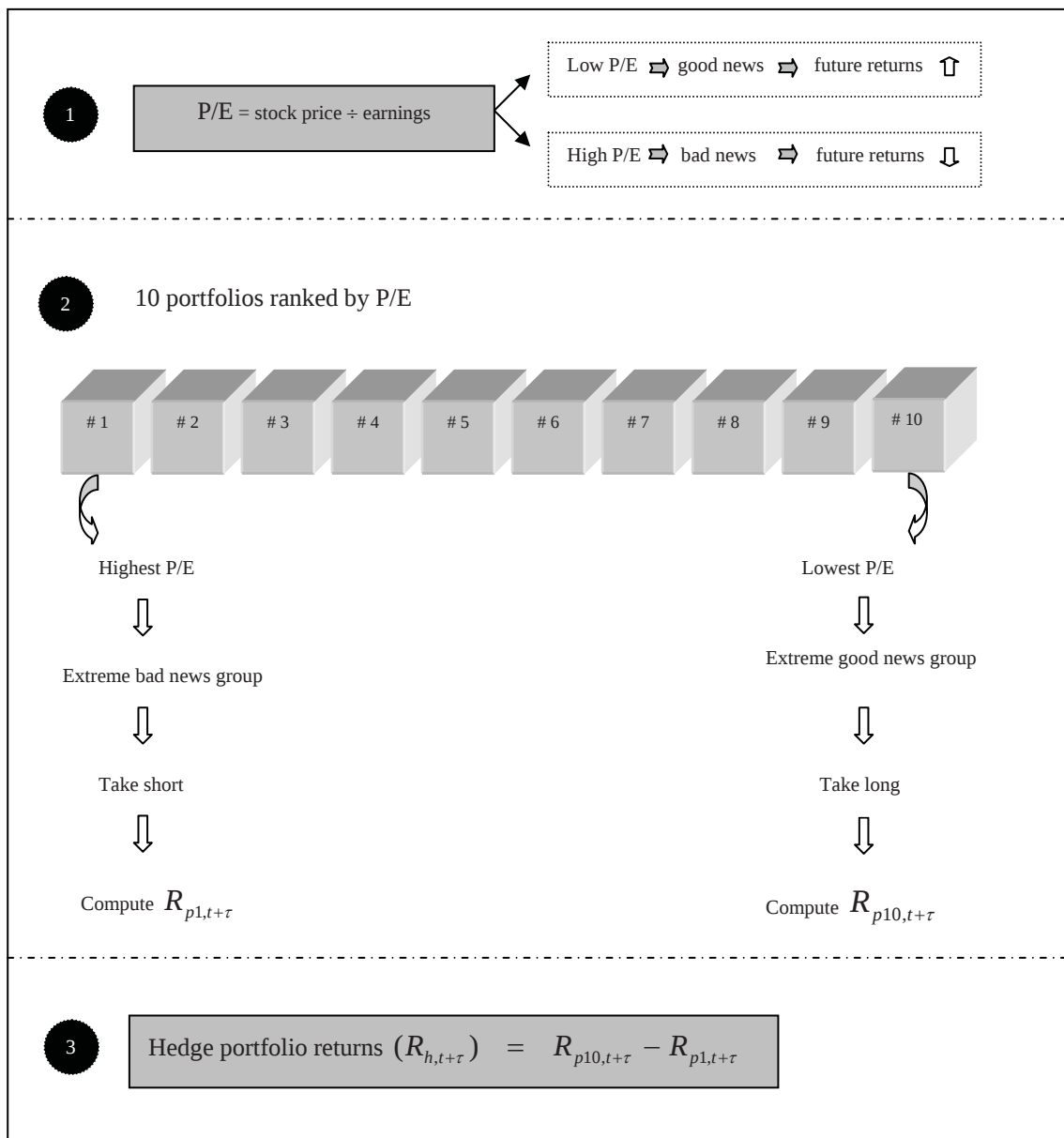
ลงทุนจะถือหลักทรัพย์นั้นในช่วงระยะเวลาหนึ่ง โดยผลกำไรส่วนเกินสะสม

น กระบวนการดังกล่าวข้างต้นจะถูกดำเนินการซ้ำๆ ณ วันที่ 1 เมษายน ของทุกปี

ตลอดช่วงของการวิเคราะห์สำหรับแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ ทั้งนี้ ค่าความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยของกำไรส่วนเกินสะสมของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่า P/E ต่ำสุด และสูงสุด ก็คือกำไรส่วนเกิน (Abnormal Returns) ของการลงทุน ซึ่งในการวิเคราะห์ Price-Earnings Anomaly ถือว่า ในกรณีที่ ค่ากำไรโดยเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่า P/E Ratio ต่ำที่สุด สูงกว่า ค่ากำไรโดยเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่า P/E Ratio สูงที่สุด สะท้อนความไม่มีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์

กระบวนการบริหารความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูล P/E ได้แสดงไว้ดังรูปภาพประกอบ 2

รูปภาพประกอบ 2 กระบวนการบริหารความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูล P/E (The process in deriving hedge portfolio returns by using P/E information)



งานวิจัยเกี่ยวกับ “Price-Earnings Anomaly” การศึกษาของ Basu (1977) ได้ทำการตรวจสอบผลกระทบของขนาดบริษัท และ ผลกระทบของ P/E ratio ร่วมกัน โดยในการศึกษาตัวแปร “ขนาดของบริษัท” จะทำการจัดหลักทรัพย์เป็นกลุ่มๆ ตามค่า P/E ratio และมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ จากนั้นกลุ่มของหลักทรัพย์เหล่านี้จะถูกรวบรวมเป็นรูปแบบต่างๆ ดังนี้ (1) กลุ่มของหลักทรัพย์ซึ่งมีค่า P/E Ratio คล้ายคลึงกัน แต่มีมูลค่าตลาดแตกต่างกัน (2) กลุ่มของหลักทรัพย์ซึ่งมีมูลค่าตลาด คล้ายคลึงกัน แต่มีค่า P/E Ratio แตกต่างกัน ซึ่งการประมาณกำไรส่วนเกินจากกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน โดยใช้ค่า P/E Ratio และมูลค่าตลาดร่วมกัน (Joint Anomaly) นี้ มีวิธีการเหมือนกับวิธี P/E Anomaly

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า มีข้อโต้แย้งในการศึกษาที่เกี่ยวกับการวิเคราะห์ Joint Anomaly ดังนี้ งานวิจัยของ Reinganum (1981) พบว่า ไม่มีผลกระทบของ P/E Ratio เมื่อพิจารณาตัวแปรขนาดของบริษัทไปพร้อมๆ กัน ในขณะที่การศึกษาของ Basu (1983) มีข้อคิดเห็นขัดแย้งว่า มีผลกระทบของ P/E Ratio ต่อผลกระทบของมูลค่าตลาด หากพิจารณาทั้งสองปัจจัยพร้อมกัน ส่วนงานวิจัยของ Jaffe et al. (1989) สรุปว่า มีผลกระทบของ P/E Ratio และขนาดของบริษัท เกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา

กล่าวโดยสรุป มีผลงานวิจัยเกี่ยวกับ P/E Anomaly ที่ให้ข้อสรุปว่า นักลงทุนสามารถใช้ค่า P/E Ratio เพื่อพิจารณาการลงทุนและแสวงหากำไรส่วนเกินได้ อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยจากนักวิชาการบางท่านที่ศึกษาเกี่ยวกับ Joint Anomaly เช่น Reinganum (1981) ซึ่งเสนอข้อคิดเห็นที่ขัดแย้งกับข้อสรุปข้างต้น

2.2.3 งานวิจัยที่ใช้ข้อมูลอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์

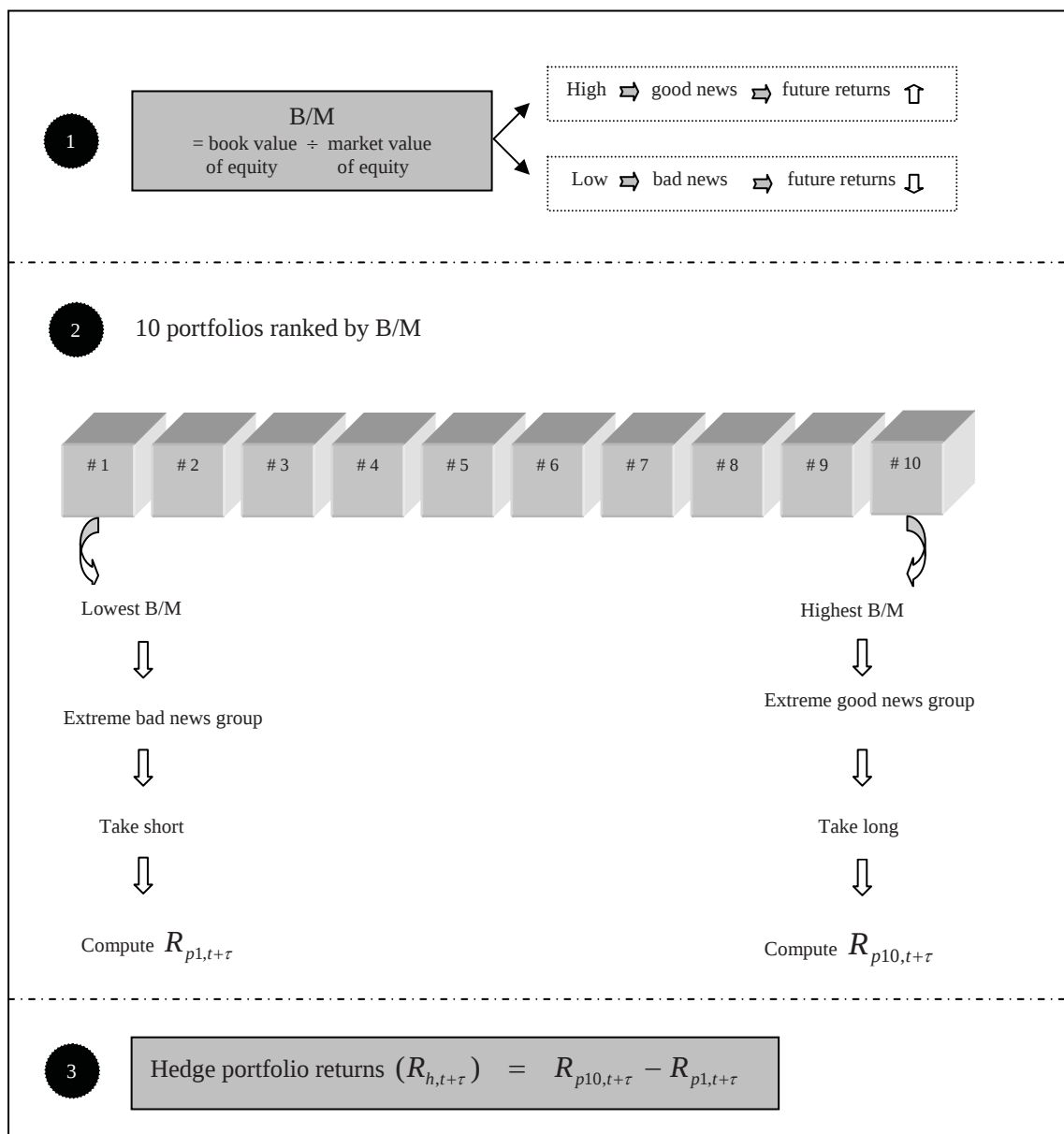
อัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ หรือ B/M Anomaly คือ ค่าอัตราส่วนระหว่างมูลค่าตามบัญชีของบริษัทและมูลค่าตลาดของบริษัทนั้นๆ ซึ่งนักลงทุนสามารถใช้เป็นปัจจัยในการพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ โดยกลยุทธ์ในการลงทุนโดยใช้ B/M anomaly สามารถอธิบายได้ดังนี้คือ นักลงทุนจะเข้าซื้อหลักทรัพย์ที่มีค่า B/M Ratio สูง และจะทำการขายหลักทรัพย์ที่มีค่า B/M Ratio ต่ำ เพื่อให้ได้มาซึ่งกำไรส่วนเกิน จากการทบทวนวรรณกรรม งานวิจัยของ Rosenberg et al. (1985) พบว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกามีความสัมพันธ์กับค่า B/M Ratio ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งหมายความว่า หลักทรัพย์ที่มีค่า B/M Ratio สูง จะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าหลักทรัพย์ที่มีค่า B/M ratio ต่ำ นอกจากนี้นงานวิจัยของ Chan et al. (1991) ได้นำเสนอว่า ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศญี่ปุ่น เมื่อหลักทรัพย์ที่มีค่า B/M Ratio สูงขึ้น จะส่งผลให้หลักทรัพย์นั้น ให้ผลตอบแทนเป็นจำนวนที่สูงขึ้นด้วย จากการศึกษาของ Fama and French (1992) และงานของ Lakonishok et al. (1994) ซึ่งได้ขยายพรมแดนความรู้เกี่ยวกับ ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่คาดหวัง กับปัจจัยพื้นฐานหลายประการที่สำคัญ ซึ่ง B/M Ratio เป็นปัจจัยหนึ่งในการศึกษาดังกล่าวด้วย โดยให้ข้อสรุปซึ่งยืนยันว่า นักลงทุนสามารถใช้ค่า B/M Ratio ในการสนับสนุนการตัดสินใจลงทุน เพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่คาดหวังได้

Lakonishok et al. (1994) ให้ข้อคิดเห็นว่า นักลงทุนสามารถใช้ข้อมูล B/M Ratio เป็นกลยุทธ์ในการลงทุนเพื่อแสวงหากำไรส่วนเกินได้ ซึ่งกลยุทธ์ดังกล่าวนี้ ขัดแย้งกับกลยุทธ์ดั้งเดิมที่นักลงทุนใช้ กล่าวคือ ในกรณีหลักทรัพย์มีค่า B/M Ratio สูง นักลงทุนที่มีแนวคิดแบบดั้งเดิมจะมีความเข้าใจว่า หลักทรัพย์เหล่านั้นมีราคาตลาดต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Underpriced) เนื่องจาก หลักทรัพย์นั้นให้ผลตอบแทนต่ำในอดีต และคาดว่าจะยังคงให้ผลตอบแทนต่ำอย่างต่อเนื่องต่อไปอีกในอนาคต ดังนั้น นักลงทุนเหล่านั้น จะมีปฏิกิริยาได้ตอบต่อ หลักทรัพย์ที่มีค่า B/M Ratio สูงดังกล่าวนี้อย่างมากผิดปกติ ด้วยการเร่งขายหลักทรัพย์กลุ่มดังกล่าวนี้ออกจากกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนในทำนองเดียวกัน ในกรณีหลักทรัพย์ที่มีค่า B/M ratio ต่ำหรือมีราคาตลาดสูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overpriced) นักลงทุนที่มีแนวคิดแบบดั้งเดิมจะมีความเชื่อว่า หลักทรัพย์ในกลุ่มนี้ ให้ผลตอบแทนสูงในอดีต และคาดว่าจะยังคง

ให้ผลตอบแทนสูงอย่างต่อเนื่องในอนาคต ส่งผลให้ นักลงทุนในกลุ่มดังกล่าวตื่นตระหนกและทุ่มซื้อหลักทรัพย์นั้นๆ มากผิดปกติ ในทางตรงกันข้าม มีนักลงทุนบางกลุ่มที่ใช้กลยุทธ์สวนกระแสกับนักลงทุนที่มีแนวคิดแบบดั้งเดิมกล่าวคือ การเข้าซื้อหลักทรัพย์ที่มีราคาตลาดต่ำกว่าที่ควรจะเป็นและขายหลักทรัพย์ที่ราคาตลาดสูงกว่าที่ควรจะเป็น ซึ่งจาก ข้อมูลที่ได้รับพบว่า นักลงทุนที่ใช้กลยุทธ์สวนกระแสนี้ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนสูงกว่านักลงทุนที่มีแนวคิดแบบ ดั้งเดิม (Sektrakul, 2003)

กระบวนการบริหารความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูล B/M ได้แสดงไว้ดังรูปภาพประกอบ 3

รูปภาพประกอบ 3 กระบวนการบริหารความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูล B/M (The process in deriving hedge portfolio returns by using B/M information)



B/M Ratio ของทุกหลักทรัพย์โดยคำนวณจาก มูลค่าตามบัญชีของหลักทรัพย์ของปีทำการ สิ้นสุด ปีที่ t-1หารด้วยมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์สิ้นสุด ณ เดือนธันวาคม ปีที่ t-1 จากนั้นดำเนินการจัดลำดับทุกหลักทรัพย์ ในตลาดตามค่า B/M Ratio ที่คำนวณได้ ออกเป็น 10 กลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน โดยหลักทรัพย์กลุ่มที่ 1 มีค่า B/M Ratio ต่ำสุด และกลุ่มที่ 10 มีค่า B/M Ratio สูงสุด จากนั้นทำการคำนวณผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของทั้ง 10 กลุ่ม โดยใช้กลยุทธ์ Buy and Hold ในช่วงเวลาต่อมา และในท้ายที่สุด ทำการเปรียบเทียบค่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในกลุ่มต่างๆ ที่มี B/M Ratio แตกต่างกัน โดยมีสมมติฐานว่า หลักทรัพย์ที่มีค่า B/M Ratio สูงจะให้ผลตอบแทนสูงกว่า หลักทรัพย์ที่มีค่า B/M Ratio ต่ำ

3. วิธีการศึกษา

3.1 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ในการศึกษาครั้งนี้ได้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ คือ ตัวแปรทางบัญชีจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งครอบคลุมตั้งแต่ปี 1992-2000 โดยตัวแปรทางบัญชีดังกล่าว ได้แก่ กำไรสุทธิต่อหุ้น หลังปรับค่าแล้ว (Standardized Unexpected Earnings หรือ SUE) อัตราส่วนราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (Price-Earnings หรือ P/E) และอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ (Book-to-Market หรือ B/M) ถือเป็น ตัวแปรอิสระ และเพื่อให้การวิเคราะห์หาค่าอย่างง่ายบรรลุผลตามวัตถุประสงค์ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Stock Returns) ซึ่งหมายถึงอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ณ ปัจจุบัน เทียบกับ ราคาในเดือนที่ผ่านมา ถือเป็นตัวแปรอิสระ

ในการศึกษาครั้งนี้ ประชากร หมายถึง จำนวนบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถคำนวณหาข้อมูล SUE, P/E, B/M และ Future Returns เพื่อใช้ในการตรวจสอบได้

เกณฑ์ในการเลือกตัวอย่างจากกลุ่มประชากรเหล่านี้ คือ ต้องเป็นหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน ที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดในวันที่ 31 ธันวาคม โดยไม่รวมบริษัทจดทะเบียนซึ่งเป็นสถาบันการเงิน เนื่องจากสถาบันการเงินมีโครงสร้างของงบการเงินแตกต่างจากบริษัทในกลุ่มอื่นๆ และไม่รวมบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลไม่สมบูรณ์ จากเกณฑ์ดังกล่าว จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย สรุปได้ดังตาราง 2

ตาราง 2 จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการทดสอบ

กลุ่มตัวอย่าง	จำนวน	ร้อยละ
1. กลุ่มตัวอย่างในการวิจัยครั้งนี้	257	73.01
2. บริษัทจดทะเบียนซึ่งเป็นสถาบันการเงิน	72	20.45
3. บริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลไม่สมบูรณ์	23	6.54
รวม	352	100.00

ที่มา: ศูนย์ข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ (2545)

หมายเหตุ: * กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในแบบจำลองข้อมูลอัตราส่วนราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น มีจำนวน 243 บริษัท เนื่องจากมีบริษัทที่มี ข้อมูล P/E ไม่สมบูรณ์จำนวน 14 บริษัท

3.2 การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้ใช้การวิเคราะห์การถดถอยอย่างง่าย (Simple Regression Analysis) ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ 1 ตัวแปร ซึ่งในที่นี้คือ ข้อมูลทางบัญชี ได้แก่ SUE, P/E และ B/M ในเวลาปัจจุบัน กับตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอนาคต

4. ผลการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ได้สร้างแบบจำลองโดยใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอยอย่างง่ายสำหรับข้อมูลทางบัญชี 1 ตัวแปร 3 แบบจำลอง ได้แก่ แบบจำลองที่ใช้ข้อมูลกำไรสุทธิต่อหุ้นหลังปรับค่าแล้ว (The Standardized Unexpected Earnings หรือ SUE Effect Anomaly) แบบจำลองที่ใช้ข้อมูลอัตราส่วนราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (The Price-Earnings หรือ P/E Anomaly) และแบบจำลองที่ใช้ข้อมูลอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ (The Book-to-Market หรือ B/M Anomaly) ผลการวิจัยสรุปได้ดังตาราง 3

ตาราง 3 ผลการวิจัยโดยใช้แบบจำลอง SUE, P/E และ B/M Anomaly

กลุ่มตัวอย่าง	SUE Model		P/E Model		B/M Model	
	จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ
1. ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ	23	8.95	27	11.11	27	11.11
2. ที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ	234	91.05	216	88.89	216	88.89
รวม	257	100.00	243	100.00	243	100.00

4.1 ผลการวิจัยโดยใช้แบบจำลองข้อมูลกำไรสุทธิต่อหุ้นหลังปรับค่าแล้ว (SUE Anomaly Model)

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า ราคาหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของ SUE ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งหมายความว่า เมื่อ SUE มีค่าเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนส่วนเกินในอนาคตของหลักทรัพย์มีค่าเพิ่มขึ้น และในทางตรงกันข้าม หาก SUE มีค่าลดลงก็จะทำให้อัตราผลตอบแทนส่วนเกินในอนาคตของหลักทรัพย์มีค่าลดลงเช่นเดียวกัน

ดังนั้น ในงานวิจัยนี้สมมติฐานในการทดสอบเป็นดังนี้ สมมติฐานหลัก คือ $\rho \leq 0$ และสมมติฐานรอง คือ $\rho > 0$ เมื่อ ρ คือ สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่าง SUE กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ได้จากตัวอย่าง โดยจะปฏิเสธสมมติฐานหลัก เมื่อ $t > t_{\alpha, (n-2)}$

การตรวจสอบความมีนัยสำคัญของสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่าง SUE กับข้อมูลอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ พบว่า ค่า SUE สามารถใช้ในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่างได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จำนวน 23 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 8.95 ในขณะที่ค่า SUE ไม่สามารถใช้ในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่างได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เป็นจำนวน 234 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 91.05 นั่นคือ ค่า SUE ไม่สามารถใช้ในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่างได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นไม่น้อยกว่าร้อยละ 90 ซึ่งนำไปสู่ข้อสรุปที่ว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีประสิทธิภาพ ในการวิเคราะห์ด้วย SUE

4.2 ผลการวิจัยโดยใช้แบบจำลองข้อมูลอัตราส่วนราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น

(P/E anomaly model)

การทบทวนวรรณกรรม พบว่า P/E Ratio เป็นตัวชี้วัดผลตอบแทนในอนาคตจากการลงทุนในหลักทรัพย์ กล่าวคือ หลักทรัพย์ที่มีค่า P/E Ratio ต่ำ จะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าหลักทรัพย์ที่มีค่า P/E Ratio สูง ดังนั้น กลยุทธ์ในการลงทุนคือ เลือกที่จะซื้อหลักทรัพย์ที่มีค่า P/E ratio ต่ำและขายหลักทรัพย์ที่มีค่า P/E Ratio สูง จึงสามารถสรุปได้ว่า อัตราผลกำไรสุทธิ สามารถใช้เป็นปัจจัยในการกำหนดกลุ่มหลักทรัพย์ที่จะลงทุนเพื่อแสวงหากำไรส่วนเกินได้

ดังนั้น ในงานวิจัยนี้สมมติฐานในการทดสอบเป็นดังนี้ สมมติฐานหลัก คือ $\rho \geq 0$ และสมมติฐานรอง คือ $\rho < 0$ เมื่อ ρ คือ สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่าง P/E กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ได้จากตัวอย่าง โดยจะปฏิเสธสมมติฐานหลัก เมื่อ $t < -t_{\alpha, (n-2)}$

จากการทดสอบความมีนัยสำคัญของสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่าง P/E กับข้อมูลอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ พบว่า ค่า P/E สามารถใช้ในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่างได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จำนวน 27 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 11.11 ในขณะที่ค่า P/E ไม่สามารถใช้ในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่างได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เป็นจำนวน 216 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 88.89

นั่นคือ ค่า P/E ไม่สามารถใช้ในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่างได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นไม่น้อยกว่าร้อยละ 90 ซึ่งนำไปสู่ข้อสรุปที่ว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีประสิทธิภาพ ในกรณีวิเคราะห์ด้วย P/E

4.3 ผลการวิจัยโดยใช้แบบจำลองข้อมูลอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์

(B/M Anomaly Model)

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า ราคาหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของ B/M ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งหมายความว่า เมื่อ B/M มีค่าเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนส่วนเกินในอนาคตของหลักทรัพย์มีค่าเพิ่มขึ้น และในทางตรงกันข้าม หาก B/M มีค่าลดลงก็จะทำให้อัตราผลตอบแทนส่วนเกินในอนาคตของหลักทรัพย์มีค่าลดลงเช่นเดียวกัน

ดังนั้น ในงานวิจัยนี้สมมติฐานในการทดสอบเป็นดังนี้ สมมติฐานหลัก คือ $\rho \leq 0$ และสมมติฐานรอง คือ $\rho > 0$ เมื่อ ρ คือ สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่าง B/M กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ได้จากตัวอย่าง โดยจะปฏิเสธสมมติฐานหลัก เมื่อ $t > t_{\alpha, (n-2)}$

จากการทดสอบความมีนัยสำคัญของสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่าง B/M กับข้อมูลอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ พบว่า ค่า B/M สามารถใช้ในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่างได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จำนวน 44 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 17.12 ในขณะที่ค่า B/M ไม่สามารถใช้ในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่างได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เป็นจำนวน 213 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 82.88

นั่นคือ ค่า B/M ไม่สามารถใช้ในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่างได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นไม่น้อยกว่าร้อยละ 90 ซึ่งนำไปสู่ข้อสรุปที่ว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีประสิทธิภาพ ในกรณีวิเคราะห์ด้วย B/M

5. บทสรุปและข้อเสนอแนะ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบว่าตลาดหุ้นไทยมีประสิทธิภาพในการรับรู้และตอบสนองต่อข้อมูลทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียนที่เปิดเผยนักลงทุน หรือไม่ และเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรข้อมูลทางบัญชี กับ อัตราผลตอบแทนในอนาคตของหลักทรัพย์ในตลาดหุ้นไทย โดยการสร้างแบบจำลองสำหรับข้อมูลทางบัญชี 1 ตัวแปร 3 แบบจำลอง ได้แก่ แบบจำลองที่ใช้ข้อมูลกำไรสุทธิต่อหุ้นหลังปรับค่าแล้ว (The Standardized Unexpected Earnings หรือ SUE Effect Anomaly) แบบจำลองที่ใช้ข้อมูลอัตราส่วนราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (The Price-Earnings หรือ P/E Anomaly) และแบบจำลองที่ใช้ข้อมูลอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ (The Book-to-Market หรือ B/M Anomaly) โดยใช้ข้อมูลข้อมูลทุดิยภูมิจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งครอบคลุมข้อมูลทางการบัญชีในเวลาดั้งแต่ปี 1992-2000

ผลการศึกษาพบว่า ข้อมูลกำไรสุทธิต่อหุ้นหลังปรับค่าแล้ว (The Standardized Unexpected Earnings หรือ SUE) ข้อมูลอัตราส่วนราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (The Price-Earnings หรือ P/E) และข้อมูลอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ (The Book-to-Market หรือ B/M) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Stock Returns) นั่นคือ SUE, P/E และ B/M ไม่สามารถใช้ในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ ซึ่งสามารถสรุปได้ว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีประสิทธิภาพในระดับกลาง (Semi-Strong Form) หรือ ตลาดหุ้นไทยมีประสิทธิภาพในการรับรู้และตอบสนองต่อข้อมูลทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียนที่เปิดเผยนักลงทุน ทั้งนี้เนื่องจากข้อมูล SUE, P/E และ B/M ที่ใช้ในการศึกษานี้ เป็นข้อมูลที่ได้จากงบการเงินของบริษัท กล่าวคือ ถือเป็นข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน เมื่อผลการศึกษาชี้ว่า ข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชนดังกล่าวไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ จึงนำไปสู่ข้อสรุปว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีประสิทธิภาพในระดับกลาง ทั้งนี้เป็นไปตามทฤษฎีที่กล่าวว่า หากตลาดมีประสิทธิภาพในระดับกลาง การแสวงหากำไรส่วนเกินโดยการพยากรณ์ หรือ คาดคะเนราคาหลักทรัพย์จากข้อมูลสาธารณะ จะไม่สามารถกระทำได้ (สันติ กิระนันท์, 2546)

จากข้อสรุปข้างต้นที่ว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีประสิทธิภาพในระดับกลาง (Semi-strong form) นั้น สอดคล้องกับผลการตรวจสอบในกรณีของประเทศไทยในอดีตที่ผ่านมา ได้แก่ งานวิจัยของ Tirapat and Penpas (1998) งานวิจัยของ Meredith and Sektrakul (2002) และงานวิจัยของ Sektrakul (2003) ซึ่งสนับสนุนความมีประสิทธิภาพของตลาดหุ้นไทย และสรุปโดยนัยปฏิเสธความสำคัญของการใช้การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานในการค้นหาหลักทรัพย์ที่มีการบิดเบือนราคาจากมูลค่าที่แท้จริง หมายความว่า นักลงทุนไม่สามารถใช้ข้อมูลตัวแปรทางบัญชีดังกล่าว ในการพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ เพื่อแสวงหากำไรส่วนเกินในอนาคตได้

เมื่อตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพ นักลงทุนจะรับรู้ข้อมูลข่าวสารได้อย่างเท่าเทียมกัน ดังนั้นราคาหลักทรัพย์จะเท่ากับมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ราคาหลักทรัพย์ในตลาดจะสะท้อนถึงการรับรู้ข้อมูลข่าวสารในตลาดอย่างสมบูรณ์และทันทีภายใต้เงื่อนไขของตลาดที่มีประสิทธิภาพ การใช้ข้อมูลทางบัญชีเพื่อพยายามค้นหาหลักทรัพย์ที่ราคาถูกบิดเบือนจะไม่สามารถกระทำได้ ซึ่งสรุปโดยนัยได้ว่า เทคนิคในการวิเคราะห์งบการเงิน หรือ วิเคราะห์รายการทางบัญชี จะไม่มีประโยชน์แต่อย่างใดในการแสวงหากำไรส่วนเกินจากการลงทุนในหลักทรัพย์

อย่างไรก็ตาม ข้อสรุปที่ว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีประสิทธิภาพ ค่อนข้างขัดแย้งกับในทางทฤษฎีที่ระบุว่า ตลาดหุ้นของประเทศกำลังพัฒนาควรจะมีลักษณะค่อนข้างไปทางความไม่มีประสิทธิภาพ (Rosenberg et al., 1985; Chan et al., 1991; Fama and French, 1992; Lakonishok et al., 1994; Bernard et al., 1997; Morton and Shane, 1998; Setiono and Strong, 1998) เพราะ กฎระเบียบการเปิดเผยข้อมูลบัญชียังมีความไม่รัดกุม

และความรู้ความสามารถของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในการวิเคราะห์ข้อมูลทางบัญชียังมีในวงจำกัด การรับรู้ข้อมูลทางบัญชีของนักลงทุนแล้วสะท้อนไปที่ราคาหลักทรัพย์จึงควรเป็นไปอย่างไม่สมบูรณ์ ดังนั้น เพื่อให้การตรวจสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ข้อสรุปที่ครบถ้วนสมบูรณ์ตามสมมติฐานของความมีประสิทธิภาพของตลาด คณะผู้วิจัยเห็นว่า การตรวจสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับต่ำ (Weak Form) ดังเช่นงานของ Al-Loughani and Chappell (1997), Abraham et al. (2002), Li and Xu (2002), Omet et al. (2002), Malkiel (2003) และ Hatemi-J (2004) และการใช้เครื่องมือทางเศรษฐมิติที่มีประสิทธิภาพ เช่น Vector Autoregressive (VAR) ดังเช่นงานของ Campbell and Ammer (1993) และ Bernanke and Kuttner (2005) เป็นหัวข้อการวิจัยที่มีความสำคัญและน่าสนใจ ซึ่งสามารถทำได้โดยการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์ในอนาคตกับราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในอดีต เพื่อเป็นการยืนยันข้อสรุปของความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

6. กิตติกรรมประกาศ

คณะผู้วิจัยใคร่ขอขอบพระคุณคณะกรรมการ มหาวิทยาลัยขอนแก่น ที่ให้การสนับสนุนทุนวิจัย ขอขอบพระคุณ คุณวิไลวรรณ มหาวิวัฒน์ เจ้าหน้าที่ประจำศูนย์ข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ ในการอนุเคราะห์ข้อมูลงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เอกสารอ้างอิง

- พรอนงค์ บุษราตระกูล. (2547). การลงทุนพื้นฐานและการประยุกต์. กรุงเทพฯ:โรงพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ศูนย์ข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ. (2545). ค้นเมื่อ 12 ธันวาคม 2545, จาก SET Database.
- สันติ กีระนันท์. (2546). ความรู้พื้นฐานการเงิน: หลักการ เหตุผล แนวคิด และการวิเคราะห์. กรุงเทพฯ: เพ็ญฟ้าพรินติ้ง.
- Abarbanell, J. S., And Bushee, B. J. (1998). Abnormal returns to a fundamental analysis strategy. *The Accounting Review*, 73(1), 19-45.
- Abraham, A., Seyyed, F. J., and Alsakran, S. A. (2002). Testing the random walk behavior and efficiency of the Gulf stock markets. *Financial Review*, 37(3), 469-480.
- Al-Loughani, N., & Chappell, D. (1997). On the validity of the weak-form efficient markets hypothesis applied to the London Stock Exchange. *Applied Financial Economics*, 7(2), 173-176.
- Ball, R. (1992). The earnings-price anomaly. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), 319-345.
- Basu, S. (1977). Investment performance of common stocks in relation to their price-earnings ratios: A test of the efficient market hypothesis. *Journal of Finance*, 32(3), 663-682.
- Basu, S. (1978). The effect of earnings yield on assessments of the association between annual accounting income numbers and security prices. *The Accounting Review*, 53(3), 599-625.
- Basu, S. (1983). The relationship between earnings' yield, market value and return for NYSE common stocks: Further evidence. *Journal of Financial Economics*, 12(1), 129-156.

- Bernanke, B. S., And Kuttner, K. N. (2005). What explains the stock market's reaction to Federal Reserve policy? *Journal of Finance*, 60(3), 1221-1257.
- Bernard, V., & Thomas, J. (1989). Post-earnings-announcement drift: Delayed price response or risk premium? *Journal of Accounting Research*, 27, 1-48.
- Bernard, V., & Thomas, J. (1990). Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 13(4), 305-340.
- Bernard, V., Thomas, J., and Wahlen, J. (1997). Accounting-based stock price anomalies: Separating market inefficiencies from risk. *Contemporary Accounting Research*, 14(2), 89-136.
- Bernard, V. L., & Thomas, J. K. (1989). Post-earnings-announcement drift: Delayed price response or risk premium? *Journal of Accounting Research*, 27, 1-48.
- Bernard, V. L., & Thomas, J. K. (1990). Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 13(4), 305-340.
- Campbell, J. Y., & Ammer, J. (1993). What moves the stock and bond markets? A variance decomposition for long-term asset returns. *Journal of Finance*, 48(1), 3-37.
- Chan, L. K. C., Hamao, Y., and Lakonishok, J. (1991). Fundamentals and stock returns in Japan. *Journal of Finance*, 46(5), 1739-1764.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Foster, G., Olsen, C., & Shevlin, T. (1984). Earnings releases, anomalies and the behavior of security returns. *The Accounting Review*, 59(4), 574-603.
- Greig, A. C. (1992). Fundamental analysis and subsequent stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), 413-442.
- Hatemi-J, A. (2004). Is the equity market informationally efficient in Japan? Evidence from leveraged bootstrap analysis. *International Economics*, 57(4), 461-473.
- Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1992). The prediction of stock returns using financial statement information. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), 373-411.
- Jaffe, J., Keim, D. B., and Westerfield, R. (1989). Earnings yields, market values and stock returns. *Journal of Finance*, 44(1), 135-148.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1994). Contrarian investment, extrapolation and risk. *Journal of Finance*, 49(5), 1541-1578.
- Latane, H. A., and Jones, C. P. (1977). Standardized unexpected earnings--a progress report. *Journal of Finance*, 32(5), 1457-1465.

- Latane, H. A., and Jones, C. P. (1979). Standardized unexpected earnings--1971-77. *Journal of Finance*, 34(3), 717-724.
- Lev, B., Ohlson, J. A., and Beaver, W. H. (1982). Market-based empirical research in accounting: A review, interpretation and extension. *Journal of Accounting Research*, 20, 249-332.
- Lev, B., and Thiagarajan, S. R. (1993). Fundamental information analysis. *Journal of Accounting Research*, 31(2), 190-215.
- Li, X., and Xu, J. (2002). A note on New Zealand stock market efficiency. *Applied Economics Letters*, 9(13), 879-883.
- Malkiel, B. G. (2003). The efficient market hypothesis and its critics. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 59-82.
- Meredith, G. G., and Sektrakul, K. (2002). Portfolio returns to a fundamental analysis strategy: Thai stock market case. Lismore, NSW: Southern Cross University.
- Morton, R. M., and Shane, P. B. (1998). The information environment and the ability of logit-based financial statement analysis to predict abnormal returns. *Accounting and Finance*, 38(1), 71-89.
- Ohlson, J. A. (1979). Residual (API) analysis and the private value of information. *Journal of Accounting Research*, 17(2), 506.
- Omet, G., Khasawneh, M., and Khasawneh, J. (2002). Efficiency tests and volatility effects: Evidence from the Jordanian stock market. *Applied Economics Letters*, 9(12), 817-821.
- Ou, J. A., and Penman, S. H. (1989). Financial statement analysis and the prediction of stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 11(4), 295-329.
- Patell, J. M. (1979). The API and the design of experiments. *Journal of Accounting Research*, 17(2), 528.
- Piotroski, J. D. (2000). Value investing: The use of historical financial statement information to separate winners from losers. *Journal of Accounting Research*, 38, 1-41.
- Quirin, J. J., and Allen, A. (2000). The effect of earnings permanence on fundamental information analysis. *The Mid-Atlantic Journal of Business*, 36(4), 149-165.
- Reinganum, M. R. (1981). A new empirical perspective on the CAPM. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 16(4), 439-462.
- Rendleman, J., Richard J., Jones, C. P., and Latane, H. A. (1982). Empirical anomalies based on unexpected earnings and the importance of risk adjustments. *Journal of Financial Economics*, 10(3), 269-287.
- Revsine, L., Collins, D. W., and Johnson, W. B. (2004). *Financial reporting and analysis* (3rd ed.). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Rosenberg, B., Reid, K., and Lanstein, R. (1985). Persuasive evidence of market inefficiency. *Journal of Portfolio Management*, 11(3), 9-17.
- Sektrakul, K. (2002). *Fundamental signals and stock returns: Thai stock exchange*. Unpublished DBA dissertation, Southern Cross University, Lismore, NSW.

- Sektrakul, K. (2003). Market reaction to information contained in fundamental signals in Thai stock market: Episode II. *Journal of Management Science*, 2(1), 22-39.
- Setiono, B., and Strong, N. (1998). Predicting stock returns using financial statement information. *Journal of Business Finance and Accounting*, 25(5-6), 631-657.
- Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review*, 71(3), 289-315.
- Stickney, C. P. (1996). *Financial reporting and statement analysis: A strategic perspective* (3rd ed.). Fort Worth, TX: The Dryden Press.
- Stober, T. L. (1992). Summary financial statement measures and analysts' forecasts of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), 347-372.
- Tirapat, S., and Penpas, P. (1998). A test of financial statement information in Thailand: Bad news for fundamentalists? *Journal of National Institute of Development Administration*, 3, 27-50.