

บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดและทฤษฎี

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาถึงผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่มีต่อคุณค่าของข้อมูลกำไร และข้อมูลกระแสเงินสด ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ มีแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องดังต่อไปนี้

สมมติฐานเรื่องประสิทธิภาพตลาดทุน (Efficient Market Hypothesis)

ข้อมูลใด ๆ ที่มีการเผยแพร่ต่อตลาดหลักทรัพย์จะมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุน ในการเลือกที่จะลงทุนในหลักทรัพย์ใดหรือไม่ นั่น มีหลักการพิจารณาตามสมมติฐานเรื่องประสิทธิภาพตลาดทุน ที่ Fama (1970) แบ่งลักษณะของตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ เป็น 3 ลักษณะ ดังนี้

1. ระดับต่ำ (Weak Form) ระดับนี้ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบัน เป็นผลมาจากข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในอดีต กล่าวอีกนัยหนึ่งหมายถึง การกำหนดราคาหลักทรัพย์ ที่จะซื้อขายในปัจจุบันจะคำนวณโดยอิงตามข้อมูลในอดีตเท่านั้น การวิเคราะห์การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ใช้เทคนิค Random Walk Theory ซึ่งกำหนดให้ ค่าคาดหวังราคาหลักทรัพย์ในงวดถัดไปเท่ากับราคาหลักทรัพย์ในงวดปัจจุบัน

2. ระดับปานกลาง (Semi-Strong Form) ระดับนี้ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันไม่ได้เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในอดีตเพียงเท่านั้นแต่ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนอย่างเต็มที่ถึงข้อมูลที่ได้ประกาศสู่สาธารณชน เช่น ข้อมูลหลักทรัพย์ในอดีต ข้อมูลในรายงานทางการเงิน และข้อมูลของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่ฝ่ายบริหารได้เปิดเผยแก่สาธารณชน เป็นต้น

3. ระดับสูง (Strong Form) การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเป็นผลสะท้อนจาก ข้อมูลทั้งหมดไม่ว่าจะเป็นข้อมูลที่ได้รายงานในตลาดหรือเป็นข้อมูลเฉพาะของบริษัทซึ่งเป็นข้อมูลภายในของธุรกิจที่ไม่ได้มีการเปิดเผยแก่สาธารณชน ประสิทธิภาพของตลาดทุนระดับนี้เกิดขึ้นได้ยาก เพราะผู้จัดทำข้อมูลภายใน ย่อมไม่เปิดเผยข้อมูลนั้นง่าย ๆ อีกทั้งการเข้าถึงข้อมูลเป็นเรื่องที่ไม่สามารถทำได้สะดวก

สรุปได้ว่าภายใต้สมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุน ในการศึกษาตามสมมติฐานจะพิจารณาว่าราคาหลักทรัพย์หรืออัตราผลตอบแทนที่เปลี่ยนแปลงไปเพื่อตอบสนองต่อข้อมูลที่เข้ามา

ในตลาดทุนว่า มีความผิดปกติใด ๆ หรือไม่ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ตลาดสามารถรับรู้ข่าวสาร ข้อมูลในตลาดทุนหรือไม่ อย่างไร และราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวกับข่าวสารได้รวดเร็วเพียงใด โดยเฉพาะสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุนระดับปานกลาง ซึ่งให้ความสำคัญกับ ข่าวสารข้อมูลทางบัญชีในงบการเงิน

ภายใต้สมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุน ผู้ลงทุนและนักวิเคราะห์ต่างแสวงหาข้อมูลของบริษัทจากแหล่งข้อมูลอื่น ๆ นอกเหนือจากงบการเงินเพื่อใช้ในการประเมินกระแสเงินสด ในอนาคตของบริษัท ในกรณีที่เห็นว่าบริษัทมีปัญหาเกี่ยวกับกระแสเงินสด จะมีผลกระทบต่อ การกำหนดราคาหลักทรัพย์ และส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ซึ่งอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังขึ้นอยู่กับมูลค่ากิจการที่ผู้ลงทุนประเมินขึ้นมาจากข้อมูลที่ได้รับ ด้วยเหตุนี้ถ้าผลการทดสอบชี้ให้เห็นว่า กำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์จริงกำไรทางบัญชีจะเป็นค่าชี้วัดมูลค่ากิจการรวมทั้งการเปลี่ยนแปลงมูลค่าของกิจการได้ จึงกล่าวได้ว่า สมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุน เป็นข้อโต้แย้งของแนวคิดทางบัญชีเกี่ยวกับแหล่งข้อมูลในตลาดทุน โดยเชื่อว่าผู้ลงทุนหรือตลาดสามารถเข้าใจและใช้ข้อมูลกำไรในการประเมินมูลค่ากิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพ ข้อโต้แย้งนี้นำไปสู่ปัญหาทางบัญชี 2 ประการ ดังนี้

1. การเปลี่ยนแปลงวิธีการบัญชีมีผลกระทบต่อความคิดเห็นของผู้ลงทุนหรือไม่
2. กำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ หรือไม่

เพื่อตอบปัญหาดังกล่าว นักวิจัยทางการบัญชีจึงทำวิจัยเชิงประจักษ์เพื่อทดสอบ ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ รวมทั้งผลกระทบของการเปลี่ยนแปลง วิธีการบัญชี ซึ่งในการทำวิจัยจำเป็นต้องสร้างตัวแบบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับราคา หลักทรัพย์ เพราะฉะนั้นจึงต้องอาศัยทฤษฎีทางการเงินเกี่ยวกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์และ การเชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยของตัวแบบกำหนดราคาหลักทรัพย์กับกำไรทางบัญชี ซึ่งส่วนใหญ่การพัฒนาตัวแบบความสัมพันธ์ดังกล่าว จะได้รับแนวความคิดจากตัวแบบการ กำหนดราคาหลักทรัพย์ในทางการเงิน และในการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชี กับราคาหลักทรัพย์ นักวิจัยนิยมใช้ตัวแบบตลาดทุน (Market Model) ในการประมาณค่าอัตรา ผลตอบแทนที่ไม่คาดหวัง หรือเรียกว่า อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ ซึ่งเป็นตัวแบบความสัมพันธ์ เชิงเส้นตรงระหว่างอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนของตลาด ซึ่งจะกล่าวต่อไป

ตัวแบบตลาดทุนของ Sharpe

ตัวแบบความสัมพันธ์ทางตลาดทุนของ Sharpe ถูกพัฒนาขึ้นมาเพื่อใช้คำนวณค่าคาดหวังอัตราผลตอบแทน (นินนวล เชียวรัตน์, 2539) แนวคิดที่ใช้ในการพัฒนาตัวแบบมาจากแนวความคิดเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนและความเสี่ยง กล่าวคือ ภายใต้สถานการณ์ไม่แน่นอนผู้ลงทุนจะต้องเผชิญกับความเสี่ยงในการลงทุน เนื่องจากความไม่แน่นอนในผลตอบแทนจากการลงทุนที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงอาจแตกต่างไปจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเป็นผลจากสาเหตุ 2 ประการ คือ จากสภาวะทางตลาดซึ่งในทางทฤษฎีทางการเงินเกี่ยวกับการลงทุนเรียกว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบ และจากคุณลักษณะเฉพาะของกิจการซึ่งเป็นผลมาจากการดำเนินงาน เรียกว่า ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Brigham, 1992) ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่สามารถจัดให้หมดไปได้โดยการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์เป็นรายกลุ่ม (Portfolio Investment) ถ้าตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบของตลาดจะมีค่าเป็นศูนย์ จะเหลือแต่ความเสี่ยงที่เป็นระบบเท่านั้น เพราะฉะนั้นในการประมาณอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ จึงอิงกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนโดยรวมของตลาด หรือดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาด เพราะถือว่าความเสี่ยงที่เป็นระบบเป็นความเสี่ยงที่ตลาดไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ ผลกระทบของสภาวะทางตลาดจึงมีต่อหลักทรัพย์โดยรวมด้วยเหตุนี้ตัวแบบที่ใช้ในการประมาณค่าคาดหวังอัตราผลตอบแทน ของ Sharpe จึงอยู่ในรูปของตัวแบบความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างอัตราผลตอบแทน ในหลักทรัพย์ของบริษัทใดบริษัทหนึ่งกับอัตราผลตอบแทนโดยรวมของตลาด ดังนี้

$$R_j = \alpha_j + \beta_j RM + \varepsilon_j$$

โดยที่

R_j	=	อัตราผลตอบแทนของบริษัท j
α_j	=	ส่วนประกอบของผลตอบแทนของบริษัท j ที่ไม่ขึ้นกับผลตอบแทนโดยรวมของตลาด
β_j	=	ค่าสัมประสิทธิ์แสดงการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัท j เมื่อเทียบกับการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนโดยรวมของตลาดซึ่งถือเป็นค่าวัดความเสี่ยงที่เป็นระบบ
RM	=	อัตราผลตอบแทนโดยรวมของตลาด
ε_j	=	ส่วนประกอบของอัตราผลตอบแทนที่เหลือ หรืออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

ข้อสมมติเบื้องต้นของตัวแบบนี้ คือ ผู้ลงทุนเป็นผู้ที่ไม่ชอบเสี่ยง มุ่งที่ผลระยะสั้น มากกว่าระยะยาว มีความคาดหวังที่จะได้รับอัตราประโยชน์สูงสุดโดยคำนึงถึงผลตอบแทนและความเสี่ยงในการเลือกถือหลักทรัพย์ตามหลักทรัพย์โดยรวมของตลาด

นอกจากนี้ยังมีตัวแบบการคำนวณค่าคาดหวังอัตราผลตอบแทน เรียกว่าตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ หรือที่เรียกว่า CAPM มีข้อสมมติเบื้องต้นบางประการไม่อาจสังเกตได้ อย่างแน่นอน เช่น ตลาดทุนเป็นตลาดสมบูรณ์และนักลงทุนเป็นผู้ที่มีแบบแผนในการตัดสินใจอย่างเดียวกัน และไม่มีขีดจำกัดในเรื่องของเงินทุน เป็นต้น รวมทั้งตัวแปรในตัวแบบบางตัวไม่สามารถวัดค่าได้อย่างถูกต้อง วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงเลือกใช้ตัวแบบตลาดทุน (Market Model) ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง โดยทำการประมาณค่าพารามิเตอร์ในตัวแบบดังกล่าวจากการวิเคราะห์ความถดถอยของอัตราผลตอบแทนในหลักทรัพย์ด้วยอัตราผลตอบแทนของตลาดที่เกิดขึ้นจริงในช่วงเวลาก่อนประกาศกำไรสุทธิรายปี และนำมาพยากรณ์อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในช่วงเวลาหนึ่งปีข้างหน้าก่อนการประกาศกำไรสุทธิของปี ความคลาดเคลื่อนในการพยากรณ์ถือเป็นอัตราผลตอบแทนที่ไม่คาดหวัง ซึ่งเป็นส่วนของอัตราผลตอบแทนที่ไม่เป็นระบบ วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้ใช้อัตราผลตอบแทนที่ไม่เป็นระบบ เป็นค่าวัดผลกระทบของการประกาศกำไร เช่นเดียวกับการวิจัยทางบัญชีที่ผ่านมา

แนวคิดกำไรจากมุมมองของข่าวสาร

ในอดีต ผู้ลงทุนให้ความสำคัญกับกำไรทางบัญชีอย่างมาก เพราะตามแนวคิดกำไรจากมุมมองของข่าวสาร (Earnings from an Informational Perspective) ได้เชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับกำไรไว้ดังนี้

1. ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันสัมพันธ์กับเงินปันผลในอนาคต
2. เงินปันผลในอนาคตสัมพันธ์กับกำไรในอนาคต
3. กำไรในอนาคตสัมพันธ์กับกำไรในปัจจุบัน

ทำให้พิจารณาได้ว่า กำไรทางบัญชี คือ ค่าประมาณของกำไรทางเศรษฐกิจซึ่งเกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในธุรกิจ

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับคุณค่าของข้อมูลกำไรทางบัญชี คุณค่าของข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานนั้นได้มีการศึกษาไว้หลาย ๆ ด้าน ซึ่งผู้วิจัยขอนำผลงานวิจัยที่มีส่วนเกี่ยวข้องมาเพื่อสนับสนุนการศึกษาในครั้งนี้ ดังต่อไปนี้

การวิจัยคุณค่าของข้อมูลกำไรสุทธิทางบัญชี

การศึกษาและการวิจัยคุณค่าของข้อมูลกำไรสุทธิทางบัญชี มีขึ้นเพื่อพิสูจน์ว่ากำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อตลาดหรือผู้ลงทุนหรือไม่ โดยอาศัยแนวคิดทางทฤษฎีการเงินเกี่ยวกับตลาดทุนและผลการวิจัยเชิงประจักษ์ เกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาดทุน ซึ่งกล่าวว่ากำไรทางบัญชีเป็นค่าชี้วัดกระแสเงินสดในอนาคตหรือเงินปันผลที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับจากการลงทุน จากการค้นคว้าผลงานวิจัยในอดีต พบว่ามีการวิจัยเชิงประจักษ์หลายฉบับ สรุปได้ดังนี้

Ball and Brown (1968 อ้างถึงใน นิมนวล เขียวรัตน์, 2539) กล่าวถึงการประเมินคุณค่าของตัวเลขกำไรสุทธิประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก โดยการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิประจำปี กับตัวเลขกำไรที่ประกาศ สมมติฐานการวิจัย กล่าวว่า การประกาศกำไรสุทธิประจำปีจะเป็นประโยชน์ต่อตลาด เพราะการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในวันประกาศกำไรสุทธิประจำปีมีความสัมพันธ์กับตัวเลขกำไรสุทธิที่ประกาศ ในระเบียบวิธีการวิจัยได้กำหนดวิธีพยากรณ์กำไรที่คาดหวัง 3 วิธี คือ

1. ค่าคาดหวังของการเปลี่ยนแปลงในกำไรสุทธิของบริษัท i ในปีปัจจุบัน เท่ากับค่าคงที่ (ค่าตัดแกน Y ในสมการถดถอย) บวก ผลคูณระหว่างค่าความลาดชัน (Slope) กับ ค่าเฉลี่ยของการเปลี่ยนแปลงในกำไรสุทธิของตลาดในปีปัจจุบัน
2. ค่าคาดหวังของการเปลี่ยนแปลงในกำไรต่อหุ้นของบริษัท i เท่ากับ ค่าคงที่ บวก ผลคูณระหว่างค่าความลาดชันกับค่าเฉลี่ยของการเปลี่ยนแปลงในกำไรต่อหุ้นของตลาดในปีปัจจุบัน
3. ค่าคาดหวังของการเปลี่ยนแปลงในกำไรต่อหุ้นของบริษัท i ปีปัจจุบันเท่ากับ 0 หลังจากที่ได้พยากรณ์ค่าคาดหวังของการเปลี่ยนแปลงในกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนแต่ละบริษัทแล้ว จะนำมาหักออกจากค่าเปลี่ยนแปลงในกำไรสุทธิที่เกิดขึ้นจริง เพื่อหาค่ากำไรที่ไม่คาดหวัง

ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงในกำไรสุทธิที่ไม่คาดหวังของบริษัทจดทะเบียนแต่ละบริษัท มี 3 จำนวน ตามวิธีการที่ใช้พยากรณ์การเปลี่ยนแปลงในกำไรสุทธิที่คาดหวัง ซึ่งการวิจัยใช้ค่ากำไรที่ไม่คาดหวัง เป็นตัวแปรที่สะท้อนถึงข่าวสารที่ผู้ลงทุนได้รับในวันประกาศกำไรสุทธิประจำปีเพื่อนำไปทดสอบความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ การคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติในหลักทรัพย์ i ประจำเดือนที่ประกาศกำไรสุทธิ ได้จากค่าความคลาดเคลื่อนในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ i

จากตัวแบบตลาดทุนของ Sharpe โดยใช้ราคาหลักทรัพย์รายเดือน จำนวน 60 เดือนก่อนหน้า เดือนที่ประกาศกำไรสุทธิประจำปี ในการประมาณค่าพารามิเตอร์ในตัวแบบตลาดทุนเพื่อสร้าง ตัวแบบในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของเดือนที่ประกาศกำไรสุทธิ ซึ่งจะคำนวณ เป็นรายบริษัท/ รายปี ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1957 ถึง 1965 รวม 9 ปี พบว่าในช่วงระยะเวลาที่ศึกษา อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติในหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับกำไรที่ไม่คาดหวังซึ่งเป็น หลักฐานที่แสดงว่าการประกาศกำไรสุทธิประจำปีให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อตลาด โดยข่าวสาร ดังกล่าวจะสะท้อนอยู่ในระดับราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไป นอกจากนี้ยังกล่าวว่าข่าวสารที่ ผู้ลงทุนได้รับรู้จากการประกาศกำไรสุทธิประจำปีส่วนใหญ่ (85 – 90%) จะสะท้อนอยู่ในระดับ ราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไปในช่วงระยะเวลาก่อนประกาศกำไรสุทธิ และความสามารถใน การอธิบายการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เนื่องมาจากข่าวสารกำไรของบริษัทจากประกาศกำไร สุทธิประจำปี จะอยู่ในระดับ 10-15 % ของข่าวสารทั้งหมด (Watt & Zimmerman, 1986) ซึ่งเป็น สิ่งที่แสดงให้เห็นว่าการประกาศกำไรสุทธิถึงแม้จะเป็นประโยชน์ต่อตลาด แต่การประกาศกำไร สุทธิของบริษัทอาจให้ข้อมูลข่าวสารที่ไม่ทันเวลา

การวิจัยมีข้อจำกัดในส่วนในช่วงเวลาที่ใช้ในการทดสอบคุณค่าของข้อมูลกำไรเป็นช่วง ระยะเวลาที่ยาว รวม 12 เดือน เพราะจากค่าชีวิตผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิประจำปีต่อ ราคาหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทดสอบ ซึ่งเรียกว่า API (The Abnormal Performance Index) คำนวณ จากค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม 12 เดือนก่อนเดือนประกาศกำไรของตลาด หลักทรัพย์ (ซึ่งกำหนดให้เป็นเดือนที่ 0) เขียนเป็นสูตรทางคณิตศาสตร์ ดังนี้

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

โดยที่

$$API_m = \text{ค่าเฉลี่ยของมูลค่าของหลักทรัพย์ ณ เดือนที่ } m \text{ จากการ ลงทุนในหลักทรัพย์มูลค่า 1 ดอลลาร์ ณ เดือนก่อน เดือนที่ } m \text{ 12 เดือน}$$

$$V_{n,m} = \text{อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติในหลักทรัพย์ } n \text{ ณ เดือน } m$$

จากการคำนวณ API ณ เดือนที่ประกาศกำไร ($m = 0$) ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีกำไรที่ไม่คาดหวังเป็นบวกและลบ พบว่า API มีค่าเป็นบวก และลบ ตามลำดับ ค่า API ที่ได้จึงรวมเอาผลกระทบของข่าวสารจากแหล่งข้อมูลอื่นนอกจากการประกาศกำไรสุทธิประจำปี จากข้อจำกัดของการวิจัยฉบับนี้ การวิจัยคุณค่าข้อมูลกำไรทางบัญชีที่ประกาศในตลาดหลักทรัพย์ในระยะต่อมา จึงได้พัฒนาระเบียบวิธีวิจัยโดยวัดค่ากำไรที่ไม่คาดหวังเป็นรายไตรมาส และกำหนดช่วงเวลา

ทดสอบสั้นกว่าเดิมดังเช่นงานวิจัยของ Foster (1977) ใช้ระเบียบวิธีวิจัยของ Ball and Brown (1968) โดยเปลี่ยนมาทดสอบคุณค่าข้อมูลกำไรสุทธิรายไตรมาส และวัดค่าอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติเป็นรายวันรวมทั้งการพัฒนาคำแบบการพยากรณ์กำไรแบบอนุกรมเวลา

Beaver (1968) ประเมินคุณค่าของข้อมูลกำไรสุทธิประจำปี โดยใช้ค่าความแปรปรวนของการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ที่ไม่ปกติ เป็นค่าวัดผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิต่อราคาหลักทรัพย์ และตั้งสมมติฐานการวิจัยว่าการประกาศกำไรสุทธิประจำปีจะทำให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อตลาด ก็ต่อเมื่อความแปรปรวนของราคาในช่วงสัปดาห์ที่ประกาศกำไรมีค่าสูงกว่าความแปรปรวนในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ไม่มีการประกาศกำไร ทั้งนี้ Beaver ให้ความหมายของคุณค่าของข้อมูลกำไร โดยกล่าวว่าคุณค่าของข้อมูลกำไรสุทธิจะเกิดขึ้นได้ต่อเมื่อข่าวสารที่ได้จากการประกาศกำไรสุทธิประจำปี ส่งผลให้ผู้ลงทุนปรับการคาดคะเนอัตราผลตอบแทนในอนาคตซึ่งมีเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบัน ทำให้ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเปลี่ยนแปลงไป โดยที่ผู้ลงทุนแต่ละคนจะมีวิธีการคาดคะเนอัตราผลตอบแทนในอนาคตที่ต่างกันและไม่สามารถระบุได้ว่าวิธีของใครเป็นอย่างไร แต่สังเกตได้จากการเปรียบเทียบการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาประกาศกำไรกับช่วงเวลาที่ไม่มีการประกาศกำไร และเชื่อว่าการปรับตัวในช่วงแรกมีมากกว่า นอกจากนี้ขนาดของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในอนาคตที่ปรับการคาดคะเนใหม่ จะต้องมีความพอที่จะทำให้ผู้ลงทุนเปลี่ยนแปลงการตัดสินใจลงทุนซึ่งสามารถสังเกตได้จากการเปรียบเทียบปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในเวลาที่มีการประกาศกำไรกับไม่มีการประกาศกำไร Beaver พยายามลดข้อจำกัดที่พบในการวิจัยของ Ball and Brown (1968) เช่น การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างจะต้องเป็นบริษัทจดทะเบียนที่ไม่มีการประกาศข่าวสารอย่างอื่นในสัปดาห์ที่มีการประกาศกำไร และจะมีประกาศอย่างอื่นในแต่ละปีไม่เกิน 20 ครั้ง เพื่อป้องกันผลกระทบของข่าวสารที่ได้จากการประกาศข้อมูลอื่นนอกเหนือจากกำไรที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ เป็นต้น

ผลการทดสอบปรากฏหลักฐานที่แสดงว่าการประกาศกำไรให้ข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์จึงเป็นประโยชน์ต่อตลาดทุนนอกจากนี้ Beaver ใช้ค่าชีวิตจากปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในสัปดาห์ที่ประกาศกำไรสุทธิเปรียบเทียบกับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงสัปดาห์อื่น ๆ เพื่อทดสอบคุณค่าของการประกาศกำไรสุทธิ ผลการทดสอบสอดคล้องกันกล่าวคือปริมาณการซื้อขายในสัปดาห์ที่มีการประกาศกำไรสุทธิ มีการเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นมากกว่า ในสัปดาห์อื่น

Brown (1970) ใช้ระเบียบวิธีวิจัยของ Ball and Brown (1968) ในการตรวจสอบคุณค่าของข้อมูลกำไรสุทธิประจำปี โดยใช้หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศออสเตรเลีย จำนวน 118 หลักทรัพย์และใช้ข้อมูลของหลักทรัพย์เหล่านี้ในช่วงระยะเวลา

ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1959-1968 ถ้าไรที่ไม่คาดหวังจะคำนวณจากผลต่างระหว่างกำไรที่เกิดขึ้นจริงกับค่า
คาดหวังของกำไรสุทธิประจำปี โดยกำหนดให้ค่าคาดหวังของกำไรสุทธิปีปัจจุบันเท่ากับกำไร
สุทธิของปีที่แล้ว ผลการทดสอบที่ได้สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Ball and Brown (1968)
กล่าวคือ API ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีกำไรที่ไม่คาดหวังเป็นบวกมีค่ามากกว่า 1 ตรงข้ามกลุ่ม
หลักทรัพย์ที่มีกำไรที่ไม่คาดหวังเป็นลบมีค่าน้อยกว่า 1 แสดงว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ไม่
ปกติในกลุ่มบวกจะมีค่าเป็นบวกและในกลุ่มลบมีค่าเป็นลบ จึงกล่าวได้ว่าทิศทางของการปรับตัว
ของราคาหลักทรัพย์จะเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับกำไรที่ไม่คาดหวัง

ข้อสังเกตประการหนึ่งซึ่งเป็นพฤติกรรมที่แตกต่างจากกรณีตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก
คือ การปรับตัวของระดับราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาก่อนประกาศกำไร (12 เดือน ก่อนเดือน
ประกาศกำไรสุทธิประจำปี) มีขนาดเล็กกว่าการปรับตัวของระดับราคาหลักทรัพย์ในตลาด
หลักทรัพย์นิวยอร์ก แต่ในเดือนที่ประกาศกำไรสุทธิประจำปีการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์มี
ขนาดใหญ่กว่า แสดงว่าการประกาศกำไรสุทธิประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
ออสเตรเลีย ให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อตลาดทุนมากกว่าในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ซึ่งเป็น
ผลจากตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียมีการประกาศกำไรระหว่างปี 2 ครั้ง ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์
นิวยอร์กมีประกาศกำไรระหว่างปี ๆ ละ 4 ครั้งอีกประการหนึ่งตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย
ประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนซึ่งมีขนาดเล็กกว่าตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก แหล่งข้อมูลอื่น ๆ ที่
สามารถให้ข่าวสารแก่ผู้ลงทุนมีน้อยกว่า ดังนั้นการประกาศกำไรสุทธิประจำปีของบริษัท
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียจึงมีประโยชน์มากกว่า เพราะสามารถให้ข่าวสารที่เป็น
ประโยชน์ต่อตลาดทุน

Brown and Kennelly (1972) ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างทิศทางการปรับตัวของราคา
หลักทรัพย์ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิตามกับทิศทางของกำไรที่ไม่คาดหวังโดยใช้ API
เป็นค่าวัดการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เช่นเดียวกับ Ball and Brown (1968) จากกลุ่มตัวอย่างซึ่ง
ประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อเมริกาจำนวน 94 บริษัทระยะเวลาที่ศึกษาตั้งแต่
ปี ค.ศ. 1958 – 1967 รวม 10 ปี พบว่าทิศทางการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ใน
ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับทิศทางของกำไรที่ไม่คาดหวัง

Foster (1977) ได้พัฒนาค่าวัดการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ โดยเสนอให้ อัตรา
ผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม แทน API เพราะการใช้ API ทำให้การวัดการตอบสนองของราคา
หลักทรัพย์เป็นค่าวัดที่เกินจริง ซึ่งทำให้การทดสอบไม่ชัดเจน นอกจากนี้การใช้กำไรสุทธิทางบัญชี
เป็นค่าชี้วัดกระแสเงินสดในอนาคตซึ่งส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์เป็นเพราะผลการวิจัยคุณค่าทาง
บัญชีที่ผ่านมา แสดงให้เห็นว่ากำไรสุทธิทางบัญชีเป็นข้อมูลทางบัญชีที่มีประโยชน์ต่อตลาดทุนมาก

ที่สุดเมื่อเทียบกับข้อมูลอื่นๆทางบัญชี ดังนั้นข่าวสารที่ได้จากการประกาศกำไรสุทธิ จึงเป็นปัจจัยที่นำมาใช้ในการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวสาร ถึงแม้ผลการวิจัยจะชี้ให้เห็นว่าผู้ลงทุนใช้ข่าวสารที่ได้รับจากการประกาศกำไรสุทธิประจำปีในการตัดสินใจลงทุนก่อนที่จะมีการประกาศกำไรแต่ข่าวสารดังกล่าวเป็นข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับกำไรสุทธิ

Beaver, Clarke and Wright (1979) ทำวิจัยเชิงประจักษ์ เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่ไม่เป็นระบบของบริษัทจดทะเบียนกับกำไรที่ไม่คาดหวัง เพื่อพิสูจน์ว่าขนาดของกำไรที่ไม่คาดหวังมีผลกระทบต่อการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์โดยคาดว่า ในขณะที่กำไรที่ไม่คาดหวังมีขนาดใหญ่ขึ้น อัตราผลตอบแทนที่ไม่เป็นระบบจากการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ประกาศกำไรสุทธิประจำปีจะมีขนาดใหญ่ขึ้นด้วย โดยมีข้อคิดเห็นที่ พัฒนามาจากแนวคิดเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกำไรกับราคาหลักทรัพย์

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่ไม่เป็นระบบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงกำไรสุทธิที่ไม่คาดหวัง โดยใช้ตัวอย่างซึ่งประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก จำนวน 276 บริษัท ระยะเวลาศึกษาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1965 - 1974 โดยนำมาจัดกลุ่มตามขนาดของอัตราผลตอบแทนที่เปลี่ยนแปลงในกำไรสุทธิที่ไม่คาดหวังได้ทั้งสิ้น 25 กลุ่ม หลังจากคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ไม่เป็นระบบสะสม 12 เดือนสิ้นสุดเดือนที่ 3 หลังจากวันสิ้นสุดบัญชีของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์แล้ว ทำการทดสอบความสัมพันธ์ด้วยวิธี Rank Correlation Analysis ซึ่งพบว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ไม่เป็นระบบแต่ละกลุ่มมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับอัตราผลตอบแทนที่เปลี่ยนแปลงในกำไรสุทธิที่ไม่คาดหวัง จากการวิจัยได้เสนอข้อสังเกตว่าค่าสัมประสิทธิ์แห่งความสัมพันธ์ มีค่าน้อยกว่า 1 โดยเฉพาะกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดของการเปลี่ยนแปลงในกำไรสุทธิแตกต่างกันอย่างมาก ทั้งนี้อาจเป็นเพราะการเปลี่ยนแปลงในกำไรสุทธิไม่ได้สะท้อนให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงในค่าคาดหวังของกระแสเงินสดทั้งหมด หมายถึงการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในวันประกาศกำไรสุทธิอาจเป็นผลจากข้อมูลอื่น

Grant (1980 อ้างถึงใน นิ่มนวล เขียวรัตน์, 2539) ได้ตรวจสอบความแตกต่างของผลกระทบของข่าวผลกำไรจากการประกาศกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กกับตลาดหลักทรัพย์ OTC ในสหรัฐอเมริกา เพราะ Grant เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ OTC ประกอบด้วยบริษัทขนาดเล็ก จากการสำรวจข่าวสารของบริษัทจดทะเบียนซึ่งตีพิมพ์ในนิตยสารทางธุรกิจของอเมริกาชื่อ Wall Street Journal พบว่าข่าวสารส่วนใหญ่เป็นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก Grant จึงตั้งสมมติฐานว่าข่าวผลกำไรจากการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสที่มีต่อราคา

หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีอยู่ในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กกับตลาดหลักทรัพย์ OTC มีความแตกต่างกัน

การทดสอบผลกระทบของข่าวสารที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ จะใช้ค่าวัดของ Beaver (1968) คือ ค่าสถิติ U โดยคำนวณอัตราส่วนระหว่างผลตอบแทนที่ไม่ปกติในช่วงสัปดาห์ที่ประกาศกำไรและความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนส่วนที่เหลือในตัวแบบตลาดทุนของ Sharpe ในสัปดาห์ที่ไม่มีประกาศกำไร หลังจากคำนวณค่าเฉลี่ยของ U ในแต่ละกลุ่มบริษัทแล้ว นำมาเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างกลุ่ม ขนาดกลุ่มตัวอย่างที่คัดเลือกจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก จำนวน 747 บริษัท และจากตลาดหลักทรัพย์ OTC จำนวน 211 บริษัท ระยะเวลาศึกษาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1960 – 1964 ผลการทดสอบพบว่า ค่า U ของกลุ่มบริษัทจากตลาดหลักทรัพย์ OTC เท่ากับ 2.60 ณ ระดับความเชื่อมั่น 90 % ในขณะที่ค่า U ของกลุ่มบริษัทจากตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กเท่ากับ 1.28 ซึ่งน้อยกว่า ค่า U ที่ Beaver วัดได้ และจากการเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างกลุ่ม พบว่า ค่า U ที่ได้มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยที่กลุ่มบริษัทจากตลาดหลักทรัพย์ OTC มีค่า U สูงกว่า ผลการทดสอบจึงนำไปตามสมมติฐาน แสดงว่าการประกาศกำไรสุทธิของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ OTC ให้ข่าวสารที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่าการประกาศในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก

McNichols and Maneglod (1983) ตรวจสอบคุณค่าของข้อมูลกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา ASE หลังจากที่เกิดเหตุการณ์ตลาดหลักทรัพย์ได้บังคับให้บริษัทจดทะเบียน รายงานงบการเงินรายไตรมาสแก่ผู้ลงทุน ซึ่งแต่เดิมบริษัทจะรายงานเฉพาะงบการเงินประจำปีเท่านั้น โดยคัดเลือกตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ASE จำนวน 34 บริษัท และพัฒนาค่าสถิติเพื่อวัดผลกระทบของข่าวสารที่ได้จากการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ โดยคำนวณค่าเฉลี่ยและความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนรายวันจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของแต่ละบริษัทในวันอื่น ๆ ซึ่งไม่มีประกาศกำไร และคำนวณความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของบริษัทในช่วงเวลาที่ประกาศกำไร และนำมาเข้าอัตราส่วนกันระหว่างความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนในช่วงเวลาที่ประกาศกำไร กับในช่วงเวลาอื่นที่ไม่มีประกาศกำไร ผลการทดสอบชี้ให้เห็นว่าในช่วงระยะเวลา ตั้งแต่วันที่ -5 ถึงวันที่ +2 ผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิต่อราคาหลักทรัพย์มีนัยสำคัญต่ำกว่า .01

Lev (1989) เรียบเรียงผลงานวิจัยในอดีตและศึกษาวิจัยเพิ่มเติมเพื่อประเมินคุณประโยชน์ของกำไรทางบัญชี สืบเนื่องมาจาก ความสัมพันธ์ที่ได้จากการใช้กำไรทางบัญชีไปพยากรณ์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่พิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ของการตัดสินใจที่รับรองความเป็น

อิสระ (Adjusted R^2 ต่อไปจะเรียกว่า R^2) ก่อนข้างต่ำ ซึ่งแสดงถึงประโยชน์ที่ค่อนข้างจำกัดของกำไรทางบัญชี หรืออาจเกิดจากสาเหตุที่ผู้ลงทุนตัดสินใจลงทุนอย่างไม่สมเหตุผล (Irrational Investors) หรือกำไรทางบัญชีเป็นกำไรที่ไม่มีคุณภาพ หรืออาจเป็นเพราะระเบียบวิธีวิจัย ทฤษฎีและวิธีการทางสถิติที่ใช้หาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งคำนวณมาจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ระหว่างงวดรวมกับเงินปันผลที่ได้รับ ไม่สามารถวิเคราะห์ความสัมพันธ์ดังกล่าวได้อย่างถูกต้อง ทำให้ไม่สามารถนำกำไรทางบัญชีไปใช้ประมาณกระแสเงินสดที่ผู้ลงทุนคาดหวังว่าจะได้รับได้อย่างใกล้เคียง

Collins and DeAngelo (1990) ตรวจสอบการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศกำไร ในช่วงเวลาก่อนและหลังประกาศกำไร โดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรที่ไม่คาดหวัง (Earnings Response Coefficient: ERC) เป็นค่าชี้วัดขนาดการตอบสนอง พบว่าค่าเฉลี่ย ERC เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ จากเดิม 0.18 เป็น 0.54 ในช่วงเวลา ก่อนที่จะประกาศกำไร 2 วัน ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่มีการประกาศเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงฝ่ายบริหาร ระดับสูงของบริษัทจดทะเบียน ค่า Adjust R^2 เพิ่มขึ้น 12.4% จากเดิม 6.1% ซึ่งชี้ให้เห็นว่า การประกาศกำไรในเหตุการณ์นี้ จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในการหาคำตอบเกี่ยวกับความ ไม่แน่นอนของกำไรในอนาคต ซึ่งก่อนหน้านี้ Collins (1987) ได้มีความคิดเห็นในเรื่องนี้ ไปในแง่ลบหนึ่ง คือในทางกลับกันราคาหลักทรัพย์ของกิจการขนาดใหญ่จะเป็นปัจจัยที่ใช้ในการ พยากรณ์กำไรในอนาคตได้ดีกว่าราคาหลักทรัพย์ของกิจการขนาดเล็ก เพราะปรากฏว่ามีผู้ลงทุน มากมายที่เข้าไปลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการขนาดใหญ่และโดยเฉพาะผู้ลงทุนสถาบันซึ่ง ผลการวิจัยเชิงประจักษ์ให้หลักฐานที่สนับสนุนความคิดเห็นดังกล่าว

Suchitra Vacharajittipan (1990) ศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลกำไรสุทธิรายไตรมาส โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสช่วงปี ค.ศ. 1986 – 1990 เพื่อตรวจสอบว่าการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสทำให้ราคาของหลักทรัพย์มีการปรับตัว หรือไม่ และความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลง ของราคาหลักทรัพย์กับกำไรทางบัญชีเป็นไปในลักษณะใด

ผลการศึกษา โดย Suchitra Vacharajittipan (1990) จำนวน 67 บริษัท ซึ่งใช้ตัวแบบการ คำนวณค่าส่วนที่เหลือเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Residuals) ที่คำนวณจากผลต่างของ ผลตอบแทนจริงกับผลตอบแทนที่คาดหวังที่ประมาณขึ้นด้วยตัวแบบตลาด (The Market Model) สรุปได้ว่าการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสทำให้ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวเกินปกติจริง หมายถึงกำไรสุทธิรายไตรมาสเป็นข้อมูลที่มีคุณค่าต่อการตัดสินใจลงทุน

อย่างไรก็ดี เมื่อทดสอบสมมติฐาน เรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของ ราคาหลักทรัพย์กับทิศทางการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ โดยแบ่งเป็นกรณีที่กำลังกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น

(กรณีข้าวดี) กับกรณีกำไรสุทธิลดลง (กรณีข้าวร้าย) พบว่า หากกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น ราคาหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเพิ่มขึ้นด้วย แต่หากกำไรสุทธิลดลงราคาหลักทรัพย์กลับเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกับกรณีที่กำไรสุทธิเพิ่มขึ้นซึ่ง Suchitra

Vacharajittipan (1990)

ให้เหตุผลว่าอาจเป็นเพราะผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ได้สนใจข้อมูลทางบัญชีที่เป็นข่าวไม่มากนัก ประกอบกับในช่วงเวลาที่ศึกษา ตัวชี้วัดทางเศรษฐกิจของไทยแสดงถึงภาวะที่มีธุรกิจมีการเติบโต รวมถึงอาจเกิดจากความเชื่อถึงความสามารถของผู้บริหาร จึงทำให้ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์กับกำไรสุทธิที่ลดลงแตกต่างไปจากงานวิจัยในต่างประเทศในอดีต

Easton and Harris (1991 อ้างถึงใน ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์, 2545) ได้ตรวจสอบว่ากำไรทางบัญชีทั้งงวดปัจจุบันและงวดก่อน และการเปลี่ยนแปลงของกำไรงวดปัจจุบัน มีความสัมพันธ์และสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้หรือไม่ รวมถึงกรณีธุรกิจมีกำไรที่ไม่คาดหวังว่าจะสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไม่ปกติสะสมที่เกิดขึ้นได้หรือไม่ ซึ่งแสดงว่ากำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไม่ว่าจะเป็นช่วงเวลาใด หรือเหตุการณ์เป็นปกติหรือไม่ ปรากฏว่ากำไรทางบัญชีงวดปัจจุบัน งวดก่อน และการเปลี่ยนแปลงของกำไรงวดปัจจุบันสามารถใช้ในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้จริง โดยกำไรงวดปัจจุบันจะอธิบายได้ดีกว่า การเปลี่ยนแปลงกำไรและกำไรในงวดก่อน เมื่อเปรียบเทียบกับค่า R^2 ของแต่ละสมการ นอกจากนี้ เมื่อพิจารณากำไรงวดปัจจุบันและการเปลี่ยนแปลงของกำไรงวดปัจจุบันร่วมกัน ยังสามารถใช้อธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนสะสมของหลักทรัพย์ทั้งกรณีปกติและไม่ปกติได้ แสดงว่ากำไรทางบัญชีสามารถใช้อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้

Pimpana Srisawadi (1996) ประสงค์จะตรวจสอบว่า ข้อมูลกำไรสุทธิมีประโยชน์ต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์หรือไม่ โดยแยกศึกษาเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนที่หนึ่ง ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลกำไรสุทธิต่อหุ้นกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ตลอดช่วง 1 ปี เป็นเวลา 12 ปี (ค.ศ. 1979 – 1990) พบว่า ข้อมูลกำไรมีประโยชน์จริง โดยแม้ช่วงปี ค.ศ. 1979 – 1985 ความสัมพันธ์จะยังไม่มีความสำคัญ แต่ช่วงปี ค.ศ. 1986 – 1990 ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสำคัญเชิงบวกทางสถิติอย่างมาก และไม่ได้ผันแปรไป แม้จะทดสอบโดย 1. เปลี่ยนแนวทางและวิธีการคำนวณผลตอบแทนเกินปกติ 2. เปลี่ยนช่วงเวลาที่ใช้คำนวณผลตอบแทนสะสม และ 3. เปลี่ยนตัวแบบการคำนวณกำไรสุทธิที่คาดหวัง

ในส่วนที่ 2 ซึ่งเป็นการศึกษาแบบอิงเหตุการณ์ประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส เพื่อประเมินการตอบสนองของผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่อข่าวการประกาศกำไรแต่ละไตรมาส พบว่า ผู้ลงทุนมีการตอบสนองต่อข่าวการประกาศกำไรจริง โดยเมื่อแยกวิเคราะห์ข้อมูลเป็นแต่ละไตรมาส พบว่า ในช่วง 3 ไตรมาสแรก ผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ในช่วงการประกาศข่าวกำไรจะสัมพันธ์ในทางเดียวกับการเปลี่ยนแปลงของกำไร คือ หากบริษัทมีกำไรเพิ่มขึ้น ผลตอบแทนเกินปกติจะสูงขึ้นด้วย หากบริษัทกำไรลดลง ผลตอบแทนเกินปกติจะลดลงด้วย แต่เมื่อศึกษาข้อมูลไตรมาสที่ 4 พบว่า กรณีที่กำไรที่ลดลง ผลตอบแทนเกินปกติกลับเพิ่มขึ้น จึงอาจแสดงให้เห็นว่า เหตุที่ผลการวิจัยในอดีตของไทยแตกต่างจากผลการวิจัยในต่างประเทศ เนื่องจากอิทธิพลของข่าวการประกาศกำไรในไตรมาสที่ 4

Lo and Lys (2000) ศึกษาข้อมูลรายไตรมาสของหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกาใน 3 ทศวรรษที่ผ่านมา (ไตรมาสที่ 3 ปี ค.ศ. 1972 ถึง ไตรมาสที่ 1 ปี ค.ศ. 2000) โดยหาความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับกำไรทางบัญชี และความสามารถของกำไรทางบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ พบว่า แนวทางทั้งสองมีผลความสัมพันธ์ที่ลดลงเหมือนกัน และเมื่อศึกษาความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับกำไรทางบัญชี โดยแบ่งกลุ่มย่อยเช่นเดียวกับที่ได้ศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลกำไรทางบัญชีพบว่า ความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ยังคงลดลงทุกกลุ่ม คณะผู้วิจัยจึงทดสอบว่าประเด็นต่าง ๆ เหล่านี้อาจเป็นสาเหตุที่ทำให้ผลการวิจัยแต่ละแนวทางแตกต่างกันหรือไม่

1. ความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทน
2. ตัวแบบความคาดหวังที่ใช้ประมาณผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเป็นแบบที่ไม่เหมาะสม
3. การเปลี่ยนแปลงขององค์ประกอบของกำไร
4. ตัวแบบกำไรที่คาดหวัง

ผลปรากฏว่า เมื่อคำนึงถึงประเด็นเหล่านี้เพิ่มเติมในการวิเคราะห์ ผลการวิจัยยังคงไม่แตกต่างจากเดิม คณะผู้วิจัยจึงสรุปว่าข้อมูลกำไรทางบัญชียังมีคุณค่าต่อการตัดสินใจลงทุน แต่ความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับข้อมูลทางบัญชีที่ลดลง โดยเฉพาะความสัมพันธ์กับกำไรทางบัญชี อาจเกิดจากการเปิดเผยข้อมูลอื่น ๆ ที่ไม่ได้บันทึกบัญชีในระหว่างการเปิดเผยข้อมูลทางบัญชี ซึ่งมีผลกระทบต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุน

การวิจัยคุณค่าของข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

Rayburn (1986) วิเคราะห์หาความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวัง พบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวังมีความสัมพันธ์ทางด้านบวกกับอัตราผลตอบแทนไม่ปกติ

Cheng et.al. (1996) ได้ศึกษาว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เกิดจากการปรับปรุงกำไรทางบัญชีด้วยรายได้หรือค่าใช้จ่ายที่มีได้รับ – จ่ายเป็นเงินสด มีความสัมพันธ์ของข้อมูลเพิ่มจากกำไรทางบัญชีหรือไม่ โดยวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนไม่ปกติกับกำไรและการเปลี่ยนแปลงของกำไรกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กและตลาดหลักทรัพย์แห่งอเมริกาในช่วงปี ค.ศ. 1989 – 1992 ผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ของข้อมูลเพิ่มจากกำไรจริง และเนื่องจากกำไรของกิจการจะมีองค์ประกอบส่วนที่เป็นกำไรที่เกิดขึ้นชั่วคราวอยู่มาก ซึ่งอาจทำให้กำไรทางบัญชีลดความมีคุณค่าของข้อมูลลง คณะผู้วิจัยจึงทดสอบโดยคำนวณหาระดับกำไรที่มีเสถียรภาพเพื่อใช้ค่าตัวแปรดังกล่าวในการกำหนดค่าของตัวแปรหุ่นแทนกำไรที่เกิดขึ้นชั่วคราว โดยมีวิธีการคำนวณค่าตัวแปรระดับกำไรที่มีเสถียรภาพ 2 วิธี ได้แก่

1. คำนวณค่าสมบูรณ์ของผลต่างของกำไรระหว่างปีหารด้วยราคาหลักทรัพย์ ณ ต้นปีเป็นตัวแปรแทนระดับกำไรที่มีเสถียรภาพ โดยบริษัทที่มีค่าของระดับกำไรที่มีเสถียรภาพสูง หรือมีผลต่างของกำไรระหว่างปีมาก เป็นบริษัทที่มีกำไรที่เกิดขึ้นชั่วคราวเป็นองค์ประกอบมาก ส่วนบริษัทที่มีค่าของระดับกำไรที่มีเสถียรภาพต่ำหรือมีผลต่างของกำไรระหว่างปีน้อย เป็นบริษัทที่กำไรมีเสถียรภาพ และเมื่อเปรียบเทียบระดับกำไรที่มีเสถียรภาพของแต่ละบริษัทกับค่ามัธยฐานของระดับกำไรที่มีเสถียรภาพแต่ละปี หากค่าของระดับกำไรที่มีเสถียรภาพต่ำกว่าค่ามัธยฐานของปี ถือว่ากำไรของบริษัทเป็นกำไรที่มีเสถียรภาพ เนื่องจากผลต่างของกำไรระหว่างปีมีค่าน้อยกว่าบริษัทอื่นในปีเดียวกัน แสดงว่ามีกำไรที่เกิดขึ้นชั่วคราวน้อย หากค่าดังกล่าวสูงกว่าค่ามัธยฐานของปี ถือว่ากำไรของบริษัทมีองค์ประกอบเป็นกำไรที่เกิดขึ้นชั่วคราวอยู่มาก เนื่องจากผลต่างของกำไรระหว่างปีมีค่ามากกว่าบริษัทอื่นในปีเดียวกัน

2. ใช้อัตราส่วนกำไรปีปัจจุบันต่อราคาหลักทรัพย์ปีปัจจุบันแทนระดับกำไรที่มีเสถียรภาพ โดยมีวิธีการคือ

- 2.1 จัดกลุ่มที่มีผลขาดทุนสุทธิเป็นกลุ่มที่มีกำไรที่เกิดขึ้นชั่วคราว

- 2.2 ในกลุ่มที่มีกำไรสุทธิ จะใช้อัตราส่วนกำไรต่อราคาหลักทรัพย์เรียงลำดับโดยแบ่งเป็น 9 กลุ่มเท่า ๆ กัน และถือว่ากลุ่มที่มีอัตราส่วนกำไรต่อราคาหลักทรัพย์สูงที่สุด 2 กลุ่ม และกลุ่มที่มีอัตราส่วนกำไรต่อราคาหลักทรัพย์ต่ำที่สุดอีก 1 กลุ่มเป็นกลุ่มที่มีกำไรที่เกิดขึ้นชั่วคราว

เช่นเดียวกับกลุ่มที่มีผลการดำเนินงานเป็นขาดทุน ส่วน 6 กลุ่มที่เหลือที่มีอัตราส่วนกำไรต่อราคาหลักทรัพย์ในระดับปานกลางถือเป็นกลุ่มที่กำไรมีเสถียรภาพและนำไปใช้กำหนดค่าตัวแปรหุ่นเพื่อวิเคราะห์หาผลกระทบร่วม (Interaction Effect) กับกำไรและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

ผลการวิจัยพบว่า กรณีที่บริษัทมีกำไรเกิดขึ้นชั่วคราว กระแสเงินสดจากการดำเนินงานจะมีความมียุทธศาสตร์ของข้อมูลส่วนเพิ่มมากกว่ากำไรทางบัญชีจริง

Livnat and Zarowin (1990) ศึกษาคุณค่าของข้อมูลกระแสเงินสดที่ถูกกำหนดตาม SFAS No. 95 โดยการศึกษาระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน และกระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน เพื่อหาความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ พบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานภายใต้วิธีทางตรงมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

Garrod and Hadi (1998) ศึกษาคุณค่าของข้อมูลกระแสเงินสด โดยใช้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสมจำนวน 12 เดือน กับข้อมูลกระแสเงินสดทั้งแบบรวมทุกรายการ (กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน และกระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน) และแบบแยกรายการ (ใช้ส่วนประกอบของงบกระแสเงินสด) พบว่า มีคุณค่าของข้อมูลกระแสเงินสดในทุกรายการ ยกเว้น รายการกระแสเงินสดจากภาษี

Kanogporm Naktabtee (2000) ศึกษาว่าในบรรดาตัววัดผลการดำเนินงาน คือ กำไร กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน และรายได้ ข้อมูลใดสามารถใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มากกว่าข้อมูลอื่น ทั้งนี้ เนื่องจากผลการศึกษาค่าของข้อมูลกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปี ค.ศ. 1986 – 1990 ของ Suchitra Vacharajittiphan (1990) พบว่า ผลตอบแทนสะสมของหลักทรัพย์มีการตอบสนองต่อข่าวการประกาศกำไรแตกต่างจากผลการวิจัยของสหรัฐอเมริกา คือ แม้กำไรที่ประกาศจะลดลง แต่ผลตอบแทนสะสมของหลักทรัพย์กลับเพิ่มสูงขึ้น ซึ่ง Suchitra Vacharajittiphan (1990) ชี้แจงว่า อาจเป็นเพราะผู้ลงทุนใช้ข้อมูลอื่นในการตัดสินใจลงทุน เช่น ตัวชี้วัดทางเศรษฐกิจหรือชื่อเสียงของฝ่ายจัดการ มากกว่ากำไรทางบัญชี ประกอบกับ สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย กำหนดมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 25 เรื่อง งบกระแสเงินสด ในปี พ.ศ. 2536 และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดให้บริษัทจดทะเบียน ต้องจัดทำงบกระแสเงินสด ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2537 จึงเป็นที่น่าสนใจว่า ตัววัดผลการดำเนินงานใดจะสามารถใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่าข้อมูลอื่น ระหว่างปี ค.ศ. 1994 – 1997

ผู้วิจัยศึกษาโดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนทุกกลุ่มยกเว้นธนาคาร ธุรกิจเงินทุน และหลักทรัพย์ ธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต โดยให้ราคาหลักทรัพย์เป็นตัวแปรตามในการ วิเคราะห์ความถดถอยกับตัวแปรอิสระแต่ละตัวแปร ครั้งละ 1 ตัวแปร ได้แก่ กำไร กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน และรายได้หลัก ที่หารด้วยจำนวนหุ้นสามัญ ณ วันที่ 60 หลังจากสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี โดยให้ มูลค่าตามบัญชีเป็นตัวแปรควบคุม และแยกพิจารณา 2 ส่วน ในส่วนแรก ศึกษาค่า R^2 ส่วนเพิ่ม ของตัววัดผลต่าง ๆ ในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มจากมูลค่าตามบัญชี พบว่า ยกเว้น ข้อมูลกำไรปี ค.ศ. 1997 และรายได้ปี ค.ศ. 1996 ข้อมูลทั้งหมดสามารถใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และค่า R^2 ส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนสามารถใช้ อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่าข้อมูลอื่น รองลงมา คือ กำไรทางบัญชี โดยรายได้สามารถใช้ อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้น้อยที่สุดในบรรดาตัววัดผลดำเนินงานทั้งหมดที่นำมาวิเคราะห์ นอกจากนี้ ผลจากการที่ค่า R^2 ส่วนเพิ่ม ต่ำที่สุดในปี ค.ศ. 1997 ผู้วิจัยสรุปว่า ในภาวะที่ เศรษฐกิจมีความผันผวน ความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีจะลดลง ในส่วนที่ 2 ผู้วิจัยใช้วิธีการ ศึกษา โดยวิเคราะห์ความถดถอยข้อมูลทั้งหมดที่มีการปรับเป็นค่ามาตรฐานที่มีค่าเฉลี่ยเป็น 0 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเป็น 1 กับราคาหลักทรัพย์ ผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรม ลงทุนมีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินซึ่งเป็นตัวแปรอิสระด้วยกันอย่างมาก (Multicollinearity) จึงไม่นำข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมาวิเคราะห์ ผลการ เปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ พบว่า ยกเว้นรายได้ ข้อมูลอื่น ๆ ได้แก่ กำไร กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน ที่ได้ปรับเป็นค่า มาตรฐาน สัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยในภาพรวม เมื่อเปรียบเทียบ สัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระแต่ละสมการพบว่า ราคาหลักทรัพย์สัมพันธ์กับกระแสเงินสดจาก กิจกรรมจัดหาเงินมากที่สุด รองลงไปที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กำไรทางบัญชี และรายได้ ตามลำดับ และเมื่อแยกวิเคราะห์รายปี ความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับตัวแปร อิสระในปี ค.ศ. 1994 และ 1997 จะเป็นเช่นเดียวกับผลการศึกษาในภาพรวม สำหรับปี ค.ศ. 1995 และ 1996 กำไรทางบัญชีสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากที่สุด ขณะที่รายได้ยังคงสัมพันธ์กับราคา หลักทรัพย์น้อยที่สุดเช่นเดิม นอกจากนั้นยังได้ตรวจสอบว่าระดับกำไรที่มีเสถียรภาพและระดับ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่มีเสถียรภาพมีผลต่อความมีคุณค่าของข้อมูลอย่างไรโดยผู้วิจัยได้ ประเมินค่าผลตอบแทนที่คาดหวัง สำหรับใช้คำนวณหาผลตอบแทนไม่ปกติเพื่อนำไปใช้เป็นตัว แปรตามในการวิเคราะห์ความถดถอยกับกำไรและการเปลี่ยนแปลงของกำไรกับกระแสเงินสดจาก การดำเนินงานและการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทในตลาด

หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี ค.ศ. 1994 – 1997 และคำนวณค่าของระดับกำไรที่มี
เสถียรภาพและค่าของระดับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่มีเสถียรภาพด้วยวิธีการคำนวณ
ค่าสัมบูรณ์ของผลต่างของกำไร (กระแสเงินสด) ระหว่างปีหารด้วยราคาหลักทรัพย์ ณ ต้นปี
เช่นเดียวกับ Cheng et al. (1996) และเปรียบเทียบค่าความมีเสถียรภาพของข้อมูลทั้งสองกับ
ค่ามัธยฐานของค่าเดียวกันในแต่ละปีเท่านั้น

ผลการวิจัยพบว่า กำไรทางบัญชีมีความมีคุณค่าของข้อมูลเหนือกว่ากระแสเงินสดจาก
กิจกรรมดำเนินงาน และเมื่อกำไรทางบัญชีอยู่ในระดับที่มีเสถียรภาพ กำไรทางบัญชีจะมีคุณค่า
เหนือกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่กระแสเงินสดจาก
กิจกรรมดำเนินงานจะมีคุณค่าของข้อมูลเหนือกำไรทางบัญชี เฉพาะกรณีที่กระแสเงินสดนั้นอยู่ใน
ในระดับที่มีเสถียรภาพและกำไรทางบัญชีเป็นกำไรที่เกิดขึ้นชั่วคราว

การวิจัยคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง

Grossman and Stiglitz (1980) วิจัยเกี่ยวกับผลกระทบของข้อมูลที่มีมาก่อนประกาศกำไร
พบว่า การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์มีความเกี่ยวข้องกับกำไรที่ไม่คาดหวัง แต่ตอบสนองใน
ช่วงเวลาก่อนการประกาศกำไร การวิจัยเชิงประจักษ์เหล่านี้ให้หลักฐานที่แสดงว่าการตอบสนอง
ของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่มีการประกาศกำไรนอกจากจะขึ้นอยู่กับกำไรที่ไม่คาดหวังแล้ว
ยังขึ้นอยู่กับปริมาณข้อมูลที่มีมาก่อนซึ่งผู้ลงทุนสามารถใช้ในการตัดสินใจลงทุนได้ ปริมาณข้อมูล
ก่อนประกาศกำไรจึงส่งผลต่อประโยชน์ของการประกาศกำไรสุทธิ

Bowen, Burgstahler and Daleg (1987) ทดสอบหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตรา
ผลตอบแทนที่ไม่คาดหวังกับ กระแสเงินสดที่ไม่คาดหวัง, เงินทุนหมุนเวียนจากการดำเนินงานที่
ไม่คาดหวัง และกำไรที่ไม่คาดหวัง พบว่า กระแสเงินสดมีคุณค่าของข้อมูลเกินกว่าที่กำไรและ
เงินทุนหมุนเวียนจากการดำเนินงาน กำไรและเงินทุนหมุนเวียนจากการดำเนินงานมีคุณค่าของ
ข้อมูลเกินกว่ากระแสเงินสด นอกจากนั้น เงินทุนหมุนเวียนจากการดำเนินงานมีคุณค่าของข้อมูล
เกินกว่ากำไรเพียงเล็กน้อย ผู้วิจัยสรุปว่าข้อมูลทางบัญชีทั้งเกณฑ์เงินสดและเกณฑ์คงค้าง ต่างก็
สะท้อนอยู่ในราคาหลักทรัพย์

Ali (1994) ศึกษาคุณค่าของข้อมูลกำไร เงินทุนหมุนเวียนจากการดำเนินงานและ
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่สะท้อนในราคาหลักทรัพย์ พบว่า กำไรมีคุณค่าของข้อมูล
เกินกว่าเงินทุนหมุนเวียนจากการดำเนินงานและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน เงินทุน
หมุนเวียนจากการดำเนินงานมีคุณค่าของข้อมูลเกินกว่ากำไรและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน
และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานไม่มีคุณค่าของข้อมูลเกินกว่ากำไรและเงินทุนหมุนเวียนจาก
การดำเนินงาน

Ali and Pope (1995) ศึกษาความสัมพันธ์และคุณค่าของข้อมูลกำไร เงินทุนหมุนเวียนจากการดำเนินงานและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการในสหราชอาณาจักร กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ พบว่า ตัวแปรต่าง ๆ มีคุณค่าของข้อมูลทั้งสิ้น โดยที่กำไรมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในระดับสูงกว่าตัวแปรอื่น ๆ ขณะที่เงินทุนหมุนเวียนจากการดำเนินงาน มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์สูงกว่าที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

Black (1998) ศึกษาคุณค่าของข้อมูลกำไร กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินและกระแสเงินสดจากการลงทุนในแต่ละช่วงเวลาตามวัฏจักรของธุรกิจ พบว่าคุณค่าของข้อมูลตามตัวแปรต่าง ๆ มีความหลากหลายและแตกต่างกันในแต่ละช่วงระยะเวลาตามวัฏจักรของธุรกิจ

Charitou, Clubb and Andreou (2000) ศึกษาคุณค่าของข้อมูลกำไรและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในประเทศญี่ปุ่น นอกจากนั้นยังได้ศึกษาผลกระทบของกำไรชั่วคราวอีกด้วย พบว่า ทั้งกำไรและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีคุณค่าของข้อมูลในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ และยังพบว่าทั้งกำไรและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีคุณค่าข้อมูลเกินกว่าซึ่งกันและกันเอง เมื่อกำไรเป็นกำไรชั่วคราวคุณค่าของข้อมูลกำไรจะลดลงขณะที่คุณค่าข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้น

Charitou, Clubb and Andreou (2001) ศึกษาคุณค่าของข้อมูลกำไร (แบ่งเป็น กำไรที่มีความเสถียร กำไรที่มีการเติบโต และแบ่งตามขนาดของกิจการ) กับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในสหราชอาณาจักร พบว่าเมื่อกำไรเป็นกำไรชั่วคราวคุณค่าของข้อมูลกำไรจะลดลง ขณะที่คุณค่าของข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานก็ไม่ได้เพิ่มขึ้น การวิจัยนี้มีข้อสรุปขัดแย้งกับ Cheng et al. (1996) ที่ใช้ข้อมูลในประเทศอเมริกา นอกจากนั้นยังพบว่ากิจการที่มีกำไรเติบโตสูง มีความสัมพันธ์ต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์สูงกว่ากิจการที่มีการเติบโตของกำไรต่ำ และขนาดของกิจการไม่มีอิทธิพลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์

สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศเพื่อศึกษาหาความสัมพันธ์ของข้อมูลทางบัญชีกับการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์นั้น ข้อมูลทางบัญชีที่นิยมนำมาหาความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มักจะเป็นตัววัดผลการดำเนินงานทั้งหลาย เช่น กำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน และ รายได้ แม้จะมีการศึกษาข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์ในหลายประเทศเช่น

สหรัฐอเมริกา อังกฤษ ออสเตรเลีย ญี่ปุ่น และไทย ผลการวิจัยตั้งแต่ปี ค.ศ. 1968 เป็นต้นมา ก็มีความสอดคล้องกันในเรื่องคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ถึงแม้ว่าจะมีความแตกต่างกันในวิธีการศึกษา เช่นวิธีการพยากรณ์กำไรที่ไม่คาดหวัง วิธีการวัดค่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ ช่วงเวลาที่ศึกษา รวมทั้งความแตกต่างกันในเรื่องข้อมูลเฉพาะบริษัทอื่น ๆ ที่ถูกเผยแพร่ต่อสาธารณชนก่อนการประกาศกำไรสุทธิประจำปีที่อาจส่งผลต่อประโยชน์ของกำไรสุทธิ จนถึงปัจจุบันการค้นหาค่าของข้อมูลทางบัญชียังคงดำเนินต่อไปอย่างไม่หยุดยั้งเนื่องจากผลของการวิจัยเป็นสิ่งที่สามารถให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงินและผู้สนใจทั่วไป