

บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดและทฤษฎี

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาถึงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ด้วยองค์ประกอบของมูลค่าตามบัญชี และองค์ประกอบของกำไรทางบัญชี บนกระดานต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องดังต่อไปนี้

1. สมมติฐานเรื่องประสิทธิภาพตลาดทุน (Efficient Market Hypothesis : EMH)

ฟาร์มา (Fama, 1970) กล่าวว่า ตลาดที่มีประสิทธิภาพ ราคาหลักทรัพย์จะเป็นผลสะท้อนมาจากข้อมูลทั้งหมดไม่ว่าจะเป็นข้อมูลที่ได้รายงานไว้ในตลาดหรือข้อมูลภายในของธุรกิจ โดยทุกคนสามารถรับรู้ข้อมูลได้เท่าเทียมกัน ภายใต้สมมติฐานนี้ การศึกษาประสิทธิภาพตลาดทุนจะพิจารณาว่าราคาหลักทรัพย์หรืออัตราผลตอบแทนที่เปลี่ยนแปลงไปเพื่อตอบสนองต่อข้อมูลที่เข้ามาในตลาดทุนว่า มีความผิดปกติใด ๆ หรือไม่ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ตลาดสามารถรับรู้ข่าวสารข้อมูลในตลาดทุนหรือไม่ อย่างไร และราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวกับข่าวสารได้รวดเร็วเพียงใด โดยระดับการตอบสนองอาจจำแนกได้ 3 ระดับ คือ

1.1 ระดับต่ำ (Weak Form) การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบัน เป็นผลมาจากข้อมูลในอดีตของหลักทรัพย์

1.2 ระดับปานกลาง (Semi-strong Form) การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันไม่ได้เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลหลักทรัพย์ในอดีตเท่านั้น แต่จะรวมผลของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายในปัจจุบัน โดยการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายจะมีการปรับราคาทันทีที่มีการประกาศข้อมูลในตลาดได้อย่างถูกต้องและเป็นกลาง

1.3 ระดับสูง (Strong Form) การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเป็นผลสะท้อนจาก ข้อมูลทั้งหมดไม่ว่าจะเป็นข้อมูลที่ได้รายงานในตลาดหรือเป็นข้อมูลภายในของธุรกิจ และทุกคนทราบข้อมูลเหล่านั้น ดังนั้น การกำหนดราคาหลักทรัพย์จึงไม่สามารถได้รับกำไรเกินปกติได้ แต่ประสิทธิภาพของตลาดทุนระดับนี้เกิดขึ้นได้ยาก เพราะผู้จัดทำข้อมูลภายใน ย่อมไม่เปิดเผยข้อมูลนั้นง่าย ๆ การเข้าถึงข้อมูล (Information Access) จึงมีใช้เรื่องที่สามารถทำได้สะดวก

2. ความสำคัญของกำไรทางบัญชีในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ เดลานีและคณะ (Delaney & Others, 1999) กล่าวว่า ผู้ใช้ทางการเงินในยุคทศวรรษ 1960 ถึง 1970 ให้ความสำคัญกับงบกำไรขาดทุนมากกว่างบดุล โดยมุ่งความสนใจหลักไปที่กำไรต่อหุ้นสูงที่สุดในระยะสั้น (Short-

run Maximization of Earnings Per Share) และเชื่อว่าบริษัทที่มีการเจริญเติบโตและน่าสนใจลงทุน คือบริษัทที่มีกำไรเติบโต ดังนั้นผู้ลงทุนจึงมองว่ากำไรในอดีตที่ผ่านมาเป็นเครื่องมือที่ดีที่สุดใน การประมาณผลกำไรของธุรกิจในอนาคต นอกจากนี้ตามแนวคิดกำไรจากมุมมองของข่าวสาร (Earnings from an Informational Perspective) ได้เชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับ กำไรไว้ดังนี้

2.1 ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันสัมพันธ์กับเงินปันผลในอนาคต

2.2 เงินปันผลในอนาคตสัมพันธ์กับกำไรในอนาคต

2.3 กำไรในอนาคตสัมพันธ์กับกำไรในปัจจุบัน

ทำให้พิจารณาได้ว่า กำไรทางบัญชี คือ ค่าประมาณของกำไรทางเศรษฐกิจซึ่งเกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในธุรกิจ

3. การบัญชีตามมูลค่ายุติธรรม บาร์ธ และ แลนด์สแมน (Barth & Landsman, 1995) เสนอแนวคิดเกี่ยวกับการบัญชีตามมูลค่ายุติธรรมว่าในสถานการณ์ที่ตลาดเป็นตลาดสมบูรณ์ รายการในงบดุลทั้งหมดจะแสดงตามมูลค่ายุติธรรม ทำให้มูลค่าตามบัญชีสามารถสะท้อนราคา หลักทรัพย์ได้สมบูรณ์ มีการแยกพิจารณามูลค่าที่ควรใช้บันทึกบัญชีเป็น 3 มูลค่า คือ มูลค่าที่รับเข้า (Entry Value) มูลค่าที่จำหน่ายออก(Exit Value) และมูลค่าจากการใช้ (Value in Use) การประยุกต์ ใช้แนวคิดการบัญชีตามมูลค่ายุติธรรมนี้จะต้องกระทำทั้งสินทรัพย์และหนี้สิน จึงจะทำให้ข้อมูล สะท้อนราคาหลักทรัพย์ได้สมบูรณ์จริง

4. แม่บทการบัญชี เป็นกรอบแนวความคิดที่ใช้ในการกำหนดมาตรฐานการบัญชีซึ่งให้ ความสำคัญกับงบดุลมากกว่างบกำไรขาดทุนและเน้นแนวคิดการบัญชีมูลค่ายุติธรรมที่กำหนดให้ ธุรกิจมีการวัดมูลค่าและรายงานสินทรัพย์และหนี้สินให้ใกล้เคียงกับมูลค่ายุติธรรมกล่าวคือสามารถ ปรับมูลค่าสินทรัพย์เพิ่มขึ้นได้หากราคาสินทรัพย์มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นขณะเดียวกันต้องมีการพิจารณา การด้อยค่าของทรัพย์สิน หากมีข้อบ่งชี้ว่าธุรกิจจะได้รับประโยชน์จากสินทรัพย์นั้นน้อยลง ดังนั้น แม่บทการบัญชีจึงได้ให้คำนิยามองค์ประกอบของงบการเงินที่เกี่ยวข้องโดยตรงกับการวัดฐานะ การเงิน อันได้แก่ สินทรัพย์ หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น รวมถึงองค์ประกอบที่เกี่ยวข้องโดยตรงกับ การวัดผลการดำเนินงาน อันได้แก่ รายได้และค่าใช้จ่าย ไว้ดังนี้

4.1 สินทรัพย์ หมายถึง ทรัพยากรที่อยู่ในความควบคุมของกิจการ ทรัพยากรดังกล่าว เป็นผลของเหตุการณ์ในอดีต ซึ่งกิจการคาดว่าจะได้รับประโยชน์เชิงเศรษฐกิจจากทรัพยากรนั้นใน อนาคต

4.2 หนี้สิน หมายถึง ภาระผูกพันในปัจจุบันของกิจการ ภาระผูกพันดังกล่าวเป็นผลของเหตุการณ์ในอดีตซึ่งการชำระการผูกพันนั้นคาดว่าจะส่งผลให้กิจการสูญเสียทรัพยากรที่มีประโยชน์เชิงเศรษฐกิจ

4.3 ส่วนของเจ้าของ หมายถึง ส่วนได้เสียคงเหลือในสินทรัพย์ของกิจการหลังจากหักหนี้สินทั้งสิ้นออกแล้ว

4.4 รายได้ หมายถึง การเพิ่มขึ้นของประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในรอบระยะเวลาบัญชี ในรูปกระแสเข้าหรือการเพิ่มค่าของสินทรัพย์หรือการลดลงของหนี้สิน อันส่งผลให้ส่วนของเจ้าของเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ไม่รวมถึงเงินทุนที่ได้รับจากผู้มีส่วนร่วมในส่วนของเจ้าของ

4.5 ค่าใช้จ่าย หมายถึง การลดลงของประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในรอบระยะเวลาบัญชี ในรูปกระแสออกหรือการลดค่าของสินทรัพย์ หรือการเพิ่มขึ้นของหนี้สินอันส่งผลให้ส่วนของเจ้าของลดลง ทั้งนี้ไม่รวมถึงการแบ่งปันส่วนทุนให้กับผู้มีส่วนร่วมในส่วนของเจ้าของ

จากคำนิยามที่ได้กล่าวข้างต้นอาจกล่าวได้ว่า สินทรัพย์ หนี้สินและส่วนของเจ้าของที่ปรากฏอยู่ในงบดุลจะแสดงให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของธุรกิจตั้งแต่เริ่มกิจการเนื่องจากรายการต่าง ๆ แสดงตัวเลขในแง่สะสม ทำให้ทราบแนวโน้มของรายการต่าง ๆ ที่มีอยู่ว่าเป็นไปในทางเพิ่มขึ้นหรือลดลง รวมทั้งความสัมพันธ์ระหว่างรายการหนึ่งกับอีกรายการหนึ่ง ซึ่งสิ่งเหล่านี้จะชี้ให้เห็นว่า ธุรกิจมีสภาพเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร เช่นเดียวกับรายได้และค่าใช้จ่ายที่ปรากฏอยู่ในงบกำไรขาดทุนจะแสดงให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของบริษัทในรอบระยะเวลาใดเวลาหนึ่ง โดยแสดงให้เห็นว่าบริษัทมีกำไรสุทธิหรือขาดทุนสุทธิจากการดำเนินงานจำนวนเท่าใด เป็นการชี้ให้เห็นถึงประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทนั้น ในขณะเดียวกันผลการดำเนินงานของบริษัทในด้านกำไรสุทธิหรือขาดทุนสุทธิก็มีผลต่อบดุล กล่าวคือ กรณีที่รายได้มากกว่าค่าใช้จ่าย (กำไรสุทธิ) จะทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น ส่วนกรณีที่รายได้น้อยกว่าค่าใช้จ่าย (ขาดทุนสุทธิ) ก็จะเกิดผลในทางกลับกัน งบกำไรขาดทุนจึงเป็นงบการเงินที่มีผลในการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งเกิดจากการดำเนินงานในงวดเวลาหนึ่งและมีความสัมพันธ์ต่อเนื่องเกี่ยวกับการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของสินทรัพย์ และจากความสัมพันธ์ดังที่ได้กล่าวมา ข้อมูลบัญชีเหล่านี้จึงน่าจะมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้เช่นเดียวกับกำไรสุทธิ

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากแนวคิดและทฤษฎีตามที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น ก่อให้เกิดงานวิจัยขึ้นมากมาย ผู้วิจัยจึงขอนำผลงานวิจัยที่มีส่วนเกี่ยวข้องเพื่อนำมาเป็นสิ่งสนับสนุนในการศึกษาครั้งนี้ ดังต่อไปนี้

1. ความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ อีสตัน (Easton, 1999) ได้อธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ตาม ตัวแบบของโอลสัน (Feltham & Ohlson, 1995) ว่าหากมูลค่าตามบัญชีของบริษัทใด ณ เวลาใดเวลาหนึ่งได้มีการบันทึกบัญชีครบถ้วนแล้วจะสามารถรวบรวมข้อมูลข่าวสารทั้งหมดมาแสดงในรูปของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทได้ทำให้มูลค่าตามบัญชีเท่ากับราคาหลักทรัพย์ ความสัมพันธ์ดังกล่าวจะเกิดขึ้นในกรณีที่สินทรัพย์ที่ใช้ดำเนินงานและหนี้สินของกิจการได้รับรู้เป็นมูลค่ายุติธรรม (Fair Value Accounting) แล้ว

ในขณะเดียวกันตามแนวคิดกำไรจากมุมมองของข่าวสารที่กล่าวว่า เงินปันผลในอนาคตสัมพันธ์กับกำไรในอนาคต ทำให้มีการคิดลดกำไรทางบัญชีในอนาคตเป็นมูลค่าปัจจุบันด้วยอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เกิดจากการใช้สินทรัพย์ประเภทที่เป็นบุคลากรหรือสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนต่าง ๆ หรือเท่ากับ

$$P_{jt} + d_{jt} = (1 + r_f)^{-1} X_{jt}$$

เนื่องจาก สินทรัพย์ของกิจการประกอบด้วยสินทรัพย์สองประเภท คือ สินทรัพย์ดำเนินการซึ่งเท่ากับมูลค่าตามบัญชี กับสินทรัพย์ที่เป็นทรัพยากรบุคคลหรือสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนต่าง ๆ ซึ่งเท่ากับค่าปัจจุบันของกำไรที่คาดหวังในอนาคตหักด้วยเงินปันผล ณ ปัจจุบัน โดยมีการถ่วงน้ำหนักระหว่างสินทรัพย์ทั้งสองเป็นสัดส่วนแบบสุ่มเป็น $(1-k)$ และ k ตามลำดับ สำหรับข้อมูลอื่น ๆ นอกเหนือจากมูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชี และเงินปันผล ที่เป็นข้อมูลที่สำคัญต่อการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ แต่เป็นส่วนที่วัดมูลค่าไม่ได้ เนื่องจากไม่มีแนวปฏิบัติทางบัญชีรองรับ จะเป็นส่วนของค่าตลาดเคลื่อนไหว (γ_{mt}) ดังนั้น มูลค่าของกิจการจึงเท่ากับ

$$P_{mt} = (1-k) B_{mt} + k [(1 + r_f)^{-1} X_{mt} - d_{mt}] + \alpha \gamma_{mt}$$

จากตัวแบบที่ได้กล่าวมาข้างต้น เฟลทอมและโอลสัน (Feltham & Ohlson, 1995) ได้ปรับปรุงตัวแบบที่ใช้กำหนดราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญให้สอดคล้องกับแนวคิดการวัดค่าทางบัญชี (Measurement Approach) และพิจารณาแปลงสัดส่วนของสินทรัพย์ทั้งสองประเภทของกิจการที่เป็นสัดส่วนแบบสุ่ม ให้เป็นค่าสัมประสิทธิ์ที่ใช้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชี ดังนี้

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 B_{it} + \alpha_2 X_{it} + \varepsilon_{it}$$

โดยอธิบายค่าสัมประสิทธิ์ที่แสดงถึงความสัมพันธ์ว่า

- ค่าสัมประสิทธิ์ แสดงถึง ความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีที่จะอธิบายราคาหลักทรัพย์นั้น ซึ่งมีข้อมูลบางส่วนในราคาที่ไม่สามารถอธิบายด้วยรายการทั้งสอง

- ค่าของ α_1 และ α_2 แสดงให้เห็นว่า ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ จะตรงข้ามกับ ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากข้อมูลทั้งสองที่นำมาใช้ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ร่วมกันต่างสามารถใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ ดังนั้น กรณีที่รายการหนึ่งใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้เพิ่มขึ้น รายการที่เหลือจะใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ลดลง

- ค่า α_2 แสดงถึงความสามารถของกำไรทางบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ จะแปรผกผันกับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ทั้งนี้เนื่องจากการคิดลดกำไรในอนาคตเป็นมูลค่าปัจจุบัน จะคิดลดด้วยอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในอนาคตตามที่กล่าวมา

2. การศึกษาความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ฟรานซิส และ ชิปปเปอร์ (Francis & Shipper, 1999) ได้ศึกษาความเกี่ยวข้องของข้อมูลในงบการเงินต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุนว่าลดลงหรือไม่ โดยคณะผู้วิจัยได้ศึกษาข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกาตลอดระยะเวลา 42 ปี เริ่มตั้งแต่ ค.ศ. 1952 ถึง 1994 โดยมุ่งเน้นถึงประโยชน์ของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชี ที่มีต่อกลุ่มผู้ลงทุนในเรื่องความทันต่อเวลาของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีว่า เมื่อธุรกิจนำเสนอข้อมูลทางบัญชีทั้งสองให้ตลาดหลักทรัพย์แล้ว ข้อมูลเหล่านี้ยังมีประโยชน์หรือไม่ เพราะมีความเป็นไปได้ที่ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวไปตามข้อมูลอื่นที่เข้ามาในตลาดหลักทรัพย์ก่อนแล้ว ซึ่งคณะผู้วิจัยได้แบ่งการศึกษาเป็น 2 ลักษณะ คือ

2.1 เปรียบเทียบร้อยละของผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาดทุน ที่ได้ปกป้องความเสี่ยง (Percent Market Adjusted Return of Hedged Portfolio) กับร้อยละของผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ปกป้องความเสี่ยงที่จัดกลุ่มตามข้อมูลทางบัญชี 5 ลักษณะ คือ

- 2.1.1 ตามทิศทางการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงของกำไรทางบัญชี
- 2.1.2 ตามทิศทางการเพิ่มขึ้นหรือลดลงและขนาดของการเปลี่ยนแปลงของกำไร
- 2.1.3 ตามร้อยละของการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน
- 2.1.4 ตามสัญญาแบ่งปันเงินซึ่งใช้ในการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน
- 2.1.5 ตามข้อมูลกำไรและมูลค่าตามบัญชี

จากผลการวิจัยพบว่า ร้อยละของผลตอบแทนของข้อมูลทางบัญชีที่ใช้เป็นเกณฑ์จัดกลุ่มหลักทรัพย์ คือ ตามทิศทางการเพิ่มขึ้นหรือลดลงและขนาดของการเปลี่ยนแปลงของกำไร กับตามข้อมูลกำไรและมูลค่าตามบัญชีต่ำกว่าร้อยละของผลตอบแทนของกลุ่มที่นำมาเปรียบเทียบ แสดงว่าข้อมูลทางบัญชีมีประโยชน์ในการวัดราคาหลักทรัพย์ลดลงในช่วงเวลาที่ทดสอบ

2.2 ตรวจสอบความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชี ในการใช้อธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยศึกษา

2.2.1 ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนกับกำไรทางบัญชีและการเปลี่ยนแปลงของกำไร

2.2.2 ราคาหลักทรัพย์กับสินทรัพย์และหนี้สิน

2.2.3 ราคาหลักทรัพย์กับมูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชี

ผลการศึกษาพบว่ากำไรทางบัญชีและการเปลี่ยนแปลงของกำไรสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ลดลง ขณะที่สินทรัพย์และหนี้สินอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้เพิ่มขึ้นเช่นเดียวกับมูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงราคาตลาดของหลักทรัพย์ได้เพิ่มขึ้น และจากผลงานวิจัยที่ได้มีการนำข้อมูลบัญชีอื่น เช่น สินทรัพย์และหนี้สินมาทดสอบและพบว่ามีความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ได้มากขึ้นจึงเป็นมูลเหตุจูงใจให้ผู้วิจัยต้องการศึกษาว่าบนกระดานต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น ข้อมูลบัญชีอื่นนอกจากกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีจะสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากน้อยเพียงใดในมุมมองของนักลงทุนชาวต่างประเทศ

3. ผลกระทบของข้อจำกัดในการถือครองหลักทรัพย์บนกระดานต่างประเทศ สวี-ซัม ลัม (Swee-Sum Lam, 1997) ศึกษาถึงผลกระทบของนักลงทุนชาวต่างประเทศในเรื่องของข้อจำกัดในการถือครองหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์โดยศึกษาข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์จำนวน 14 บริษัทซึ่งมีข้อจำกัดในการถือครองหลักทรัพย์ของนักลงทุนชาวต่างชาติอยู่ที่ 15% - 49% ศึกษาข้อมูลตั้งแต่เดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2534-2537 เป็นระยะเวลา 3 ปี โดยกำหนดให้มีตัวแปร 5 ตัว คือ

3.1 เปอร์เซนต์ส่วนต่างราคาประจำวัน (Daily Percentage Premium Series) คำนวณ

จาก

$$P_t = \left(\frac{P_R - P_{L1}}{P_{L1}} \right) 100$$

โดยกำหนดให้

P_t	หมายถึง	เปอร์เซนต์ส่วนต่างราคาหลักทรัพย์ ณ วันที่ t
P_R	หมายถึง	ราคาปิดของหลักทรัพย์บนกระดานต่างประเทศ
P_{L1}	หมายถึง	ราคาปิดของหลักทรัพย์บนกระดานหลัก

3.2 มูลค่าตลาดทุนประจำวัน (Market Capitalization Series) คำนวณจาก

$$\begin{aligned} S_t &= S_{Fi} + S_{Li} \\ &= P_{Fi} N_{Fi} + P_{Li} N_{Li} \end{aligned}$$

โดยกำหนดให้

S_t	หมายถึง	มูลค่าตลาดทุน ณ วันที่ t
S_{Fi}	หมายถึง	มูลค่าตลาดทุน บนกระดานต่างประเทศ ณ วันที่ t
S_{Li}	หมายถึง	มูลค่าตลาดทุน บนกระดานหลัก ณ วันที่ t
P_{Fi}	หมายถึง	ราคาเปิดของหลักทรัพย์บนกระดานต่างประเทศ
P_{Li}	หมายถึง	ราคาเปิดของหลักทรัพย์บนกระดานหลัก
N_{Fi}	หมายถึง	จำนวนหลักทรัพย์คงเหลือ ณ วันที่ t บนกระดานต่างประเทศ
N_{Li}	หมายถึง	จำนวนหลักทรัพย์คงเหลือ ณ วันที่ t บนกระดานหลัก

3.3 อัตราส่วนสภาพคล่องประจำวัน (Daily Liquidity Series) พิจารณาจากปริมาณการซื้อขาย (Trading Volume) ในตลาดหลักทรัพย์ คำนวณจาก

$$L_t = \frac{V_{Fi}}{V_{Li} + V_{Fi}}$$

โดยกำหนดให้

L_t	หมายถึง	อัตราส่วนสภาพคล่องบนกระดานต่างประเทศ ณ วันที่ t
V_{Fi}	หมายถึง	จำนวนการซื้อขายหลักทรัพย์บนกระดานต่างประเทศ ณ วันที่ t
V_{Li}	หมายถึง	จำนวนการซื้อขายหลักทรัพย์บนกระดานหลัก ณ วันที่ t

3.4 อัตราส่วนสภาพคล่องประจำวัน คำนวณจากผลต่างเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์บนกระดานต่างประเทศ

$$A_t = \frac{\sum_{i=-1}^{20} P_{Fi} V_{Fi}}{1000 \sum_{i=-1}^{20} |\% \Delta P_{Fi}|}$$

โดยกำหนดให้

A_t	หมายถึง	อัตราส่วนสภาพคล่องบนกระดานต่างประเทศ ณ วันที่ t
$\% \Delta P_{Fi}$	หมายถึง	เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์บนกระดานต่างประเทศ ณ วันที่ t

3.5 ความผันผวนประจำวัน (Daily Volatility Series) คำนวณจาก

$$\sigma_t = \frac{H_{Ft} - L_{Ft}}{0.5(H_{Ft} + L_{Ft})}$$

โดยกำหนดให้

σ_t	หมายถึง	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนหลักทรัพย์บน กระดานต่างประเทศ ณ วันที่ t
H_{Ft}	หมายถึง	ราคาหลักทรัพย์สูงสุดบนกระดานต่างประเทศ ณ วันที่ t
L_{Ft}	หมายถึง	ราคาหลักทรัพย์ต่ำสุดบนกระดานต่างประเทศ ณ วันที่ t

จากผลการทดสอบพบว่าอัตราส่วนสภาพคล่องประจำวันและความผันผวนประจำวัน เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบมากที่สุด ซึ่งอาจจะเป็นผลมาจากขนาดของกิจการที่นำมาเป็นกลุ่มตัวอย่าง และจากผลงานวิจัยนี้ผู้วิจัยจึงนำอัตราส่วนสภาพคล่องที่พิจารณาจากจำนวนการซื้อขายหลักทรัพย์ ของ สวี-ซัม ถ้ามมาเป็นตัวแปรควบคุม (Control Factor) ในแต่ละตัวแบบเพื่อกำจัดปัญหาด้านสภาพคล่องที่เกิดขึ้นบนกระดานต่างประเทศออกไป

4. ความมีคุณค่าของของกำไร รายได้และค่าใช้จ่าย (The Information Content of Earnings, Revenues and Expenses) สวามินาธานและเวียนธอร์ป (Swaminathan & Weintrop, 1991) ศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลของกำไร รายได้และค่าใช้จ่าย ซึ่งมีมูลเหตุใจจากการที่ก่อนหน้านี้มีผู้ศึกษาในเรื่องดังกล่าวและพบว่าไม่มีหลักฐานเพียงพอที่จะกล่าวได้ว่ารายได้มีความมีคุณค่าของข้อมูล ทั้งสวามินาธานและเวียนธอร์ป จึงศึกษาบริษัทจำนวน 220 บริษัทยกเว้นกลุ่มธนาคารและประกันภัยที่มีผลการดำเนินงานต่อเนื่องตั้งแต่ปี ค.ศ.1980 – 1983 เป็นรายไตรมาสรวม 16 ไตรมาสและใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนราคาหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี ค.ศ.1979 – 1983 รวมทั้งหมด 3,296 ตัวอย่าง (218 บริษัท) โดยวัดค่าตัวแปรต่าง ๆ ได้แก่ ค่ามาตรฐานของกำไรที่ไม่คาดหวังเท่ากับ

$$SUE_{ijq} = \frac{AE_{ijq} + VE_{ijq}}{P_{ijq}}$$

โดยที่

SUE_{ijq}	หมายถึง	ค่ามาตรฐานของกำไรที่ไม่คาดหวังสำหรับบริษัท i ปีที่ j ไตรมาส q
AE_{ijq}	หมายถึง	กำไรต่อหุ้นสำหรับสำหรับบริษัท i ปีที่ j ไตรมาส q
VE_{ijq}	หมายถึง	ค่าพยากรณ์กำไรต่อหุ้นตามฐานข้อมูลสำหรับบริษัท i ปี ที่ j ไตรมาส q

P_{ijq} หมายถึง ราคาหลักทรัพย์ต่อหุ้นสำหรับบริษัท i ปีที่ j ไตรมาส q
 นอกจากนี้ยังใช้ตัวแบบดังกล่าวสำหรับการคำนวณหาค่ามาตรฐานของรายได้ที่ไม่
 คาดหวัง (Standardized Unexpected Revenue: SUR_{ijq}) และค่ามาตรฐานของค่าใช้จ่ายที่ไม่คาดหวัง
 (Standardized Unexpected Expenses: SUE_{ijq})

ในการคำนวณตัวแปรตาม ผู้วิจัยเริ่มจากการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ปรับความเสี่ยง
 รอบวันประกาศกำไรและรายได้ใน Wall Street Journal โดยนำมาผลตอบแทนของกิจการระหว่าง
 ช่วง 104 วันถึง 5 วันก่อนประกาศกำไรมาวิเคราะห์ความถดถอยกับอัตราผลตอบแทนของตลาดใน
 ช่วงเดียวกันจากฐานข้อมูล CRSP เข้าตัวแบบตลาด(Market Model) เพื่อคำนวณหาอัตรา
 ผลตอบแทนที่คาดหวัง ซึ่งเมื่อนำไปหักกับอัตราผลตอบแทนจริง ณ วันก่อนประกาศกำไร 1 วัน
 และวันประกาศ จะได้ผลตอบแทนไม่ปกติสะสม

จากนั้นใช้ตัวแบบที่ 1 เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรที่ไม่คาดหวังและอัตรา
 ผลตอบแทนไม่ปกติสะสม

$$CR(-1,0) = \delta_0 + \delta_1 SUE + \varepsilon_1$$

ตัวแบบที่ 2 เพื่อทดสอบความมีคุณค่าของข้อมูลของรายได้และค่าใช้จ่าย

$$CR(-1,0) = \alpha_0 + \alpha_1 SUR + \alpha_2 SUP + \varepsilon_2$$

ผลการวิจัยสรุปได้ว่ารายได้และค่าใช้จ่ายมีความมีคุณค่าของข้อมูลเช่นเดียวกับกำไร
 โดยกำไรและรายได้มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทน ในขณะที่ค่าใช้จ่ายมีความ
 สัมพันธ์แบบแปรผกผันกับอัตราผลตอบแทน

5. ความสามารถของตัววัดผลการดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในตลาด

หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กนกพร นาคทับที (Narktabtee, 2000) ศึกษาว่าตัววัดผลการดำเนินงาน
 รายการใดระหว่างกำไร กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน
 กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินและรายได้ รายการไหนจะสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้
 มากกว่ากัน โดยศึกษาข้อมูลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกกลุ่มอุตสาหกรรม
 ยกเว้นธนาคาร ธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ ธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต ตั้งแต่ปี พ.ศ.2537-
 2540 โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยกับตัวแปรอิสระแต่ละตัวแปรและกำหนดให้ราคาหลักทรัพย์
 บนกระดานหลัก ณ วันที่ 60 หลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีเป็นตัวแปรตาม กำไร กระแสเงินสดจาก
 กิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน และ
 รายได้หักการด้วยจำนวนหุ้นสามัญ ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีเป็นตัวแปรอิสระ โดยให้

มูลค่าตามบัญชีเป็นตัวแปรควบคุม ซึ่งสามารถสรุปเป็นตัวแบบที่ใช้ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ได้ดังนี้

$$P_{it} = \beta_1 BVE_{it} + \beta_2 E_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \beta_4 CFI_{it} + \beta_5 CFF_{it} + \beta_6 REV_{it}$$

กำหนดให้

P_{it}	หมายถึง	ราคาหลักทรัพย์ ณ วันที่ 60 หลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี
BVE_{it}	หมายถึง	มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี
E_{it}	หมายถึง	กำไรก่อนรายการพิเศษต่อหุ้น ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี
CFO_{it}	หมายถึง	กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี
CFI_{it}	หมายถึง	กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนต่อหุ้น ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี
CFF_{it}	หมายถึง	กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อหุ้น ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี

จากผลการทดสอบพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินซึ่งเป็นตัวแปรอิสระด้วยกันอย่างมากทำให้เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กัน (Multicollinearity) จึงนำกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนออกจากการทดสอบ ผลการศึกษาจึงสรุปได้ว่า กำไรทางบัญชี กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน และรายได้ มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งผลจากการอ่านค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานพบว่า กำไรทางบัญชี กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน และรายได้ มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ตามลำดับข้างต้น

6. ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์ (2545) ศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีมูลเหตุจูงใจมาจากการวิจัยตลาดทุนในอดีตที่มุ่งศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลกำไรที่พบว่ามีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์หรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ค่อนข้างต่ำ ประกอบกับงานวิจัยในต่างประเทศ โดยเฉพาะในสหรัฐอเมริกา พบว่ามูลค่าตามบัญชีใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไรทางบัญชี จึงต้องการตรวจสอบสถานการณ์ของไทยว่า

6.1 ความสามารถในการใช้อธิบายหลักทรัพย์ร่วมกันของข้อมูลทางบัญชีทั้งสอง มีพัฒนาการอย่างไร

6.2 ระหว่างกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีว่ารายการใดสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากันในแต่ละปีจจัยที่สนับสนุนความสามารถของมูลค่าตามบัญชี

ใช้ตัวแบบที่ประยุกต์มาจากตัวแบบของเฟลทอมและ โอลสัน(Feltham & Ohlson, 1995) ในการทดสอบและกำหนดให้กำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีเป็นตัวแปรอิสระในการวิเคราะห์ความถดถอยกับราคาหลักทรัพย์ที่เป็นตัวแปรตาม ศึกษาข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2527 – 2542 ซึ่งผลการวิจัยสรุปได้ดังนี้

ความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีร่วมกัน ในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ลดลงตามระยะเวลาแต่ความสามารถส่วนเพิ่มของกำไรทางบัญชีกับความสามารถส่วนเพิ่มของมูลค่าตามบัญชีไม่เปลี่ยนแปลงตามระยะเวลา และการเปลี่ยนแปลงแนวคิดทางการบัญชีในช่วงระยะเวลาที่ศึกษา สำหรับการเปรียบเทียบระหว่างกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีรายการใดสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากันในแต่ละปีจจัยที่สนับสนุนความสามารถของมูลค่าตามบัญชี พบว่าผลขาดทุนจากการดำเนินงานหลัก รายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำ ขนาดของกิจการ ผลต่างจากอัตราแลกเปลี่ยน การตีราคาสินทรัพย์ เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบทำให้มูลค่าตามบัญชีมีความสามารถส่วนเพิ่มในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์มากกว่ากำไรทางบัญชี สำหรับปัจจัยกำไรที่มีอัตราการเจริญเติบโตและระดับกำไรที่มีเสถียรภาพ เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบทำให้กำไรทางบัญชีมีความสามารถส่วนเพิ่มในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์มากกว่ามูลค่าตามบัญชี ส่วนปัจจัยการยึดหลักจับคู่ค่าใช้จ่ายกับรายได้ที่ใช้รายการสินทรัพย์อื่นรอดักบัญชีเป็นตัวแปรแทนปัจจัย พบว่า อาจเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบทำให้มูลค่าตามบัญชี มีความสามารถส่วนเพิ่มในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์มากกว่ากำไรทางบัญชี ส่วนปัจจัยสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่สามารถบันทึกบัญชี ผลการศึกษาสรุปได้ว่า ไม่ใช่ปัจจัยที่มีผลกระทบทำให้มูลค่าตามบัญชีมีความสามารถส่วนเพิ่มในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์มากกว่ากำไรทางบัญชี และจากผลการวิจัยดังกล่าวผู้วิจัยจึงได้นำมาใช้เป็นส่วนหนึ่งในการสรุปผลการวิเคราะห์ ในครั้งนี้

นอกจากงานวิจัยที่ได้กล่าวมาข้างต้นซึ่งให้ความสำคัญกับข้อมูลบัญชีแล้ว ผู้วิจัยพบว่าการวิจัยในอดีตที่ศึกษาเกี่ยวกับข้อมูลกระดานต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ฯ ส่วนมากจะศึกษาถึงลักษณะและรูปแบบการลงทุน ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการลงทุน ตัวกำหนดการลงทุน ผลกระทบรวมทั้งอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเพื่อเป็นการสนับสนุนว่าการที่ผู้วิจัยศึกษาข้อมูลบนกระดานต่างประเทศเพราะนักลงทุนชาวต่างประเทศมีอิทธิพลต่อภาวะเศรษฐกิจไทย และในกรณีที่ข้อมูลบัญชีสามารถอธิบายราคา

หลักทรัพย์ได้น้อยเพราะมีปัจจัยอื่นให้พิจารณา ดังนั้นผู้วิจัยจึงขอสรุปผลการศึกษาในรูปแบบต่าง ๆ ดังนี้

1. การศึกษารูปแบบและลักษณะของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ฯ

เขาวัดลักษณะ อรุณมีศรี (2534) ศึกษาการลงทุนในหลักทรัพย์ของชาวต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แบ่งผลการศึกษาออกเป็น 3 ส่วน คือส่วนแรกเป็นการสรุปลักษณะทั่ว ๆ ไปของการลงทุนของชาวต่างประเทศในเชิงพรรณนา ส่วนที่สองเป็นการสรุปผลการศึกษาเกี่ยวกับทัศนคติของผู้ลงทุนชาวต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยใช้แบบสอบถามไปยังนักลงทุนต่างประเทศที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ และบริษัทสมาชิก และส่วนที่สามเป็นการวิเคราะห์เชิงปริมาณถึงความเสี่ยง และเส้นตลาดหลักทรัพย์ของหลักทรัพย์ในกระดานต่างประเทศ โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ของเส้นลักษณะ จากนั้นอาศัยเส้นตลาดหลักทรัพย์พิจารณาว่าหลักทรัพย์ใดมีราคาสูงหรือต่ำไปเมื่อคำนึงถึงค่าความเสี่ยงที่เกิดขึ้นโดยหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษานั้น เป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายสม่ำเสมอจำนวน 7 หลักทรัพย์ ได้แก่ ธนาคารกรุงเทพ จำกัด ธนาคารกสิกรไทย จำกัด ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด บริษัท ผาแดงอินดัสตรี จำกัด และโรงแรมดุสิตธานี โดยใช้ข้อมูลเป็นรายเดือน ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2531 – 2533

ผลการศึกษาสรุปได้ว่าโครงสร้างเงินลงทุนจากต่างประเทศ มีแนวโน้มเปลี่ยนไปจากเดิมที่เงินลงทุนไหลเข้าสู่ธุรกิจจากต่างประเทศ ส่วนใหญ่เข้ามาในรูปแบบการกู้ยืมได้เปลี่ยนเป็นการไหลเข้าสู่ธุรกิจในรูปของเงินลงทุนโดยตรงและเงินลงทุนในหลักทรัพย์โดยเฉพาะเงินลงทุนในหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นอย่างเห็นได้ชัด ซึ่งผลที่เกิดขึ้นมีทั้งผลดีและผลเสีย ผลดีจะช่วยให้เกิดการพัฒนาลตลาดหลักทรัพย์ให้มีปริมาณการซื้อขายเพิ่มขึ้นเป็นผลให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ มีสภาพคล่องในการซื้อขาย และการที่ธุรกิจในประเทศไทย ได้รับเงินทุนจากต่างประเทศมาร่วมลงทุนจะช่วยให้กิจการมีการขยายตัวและพัฒนาเทคโนโลยีการผลิต ผลเสีย คือทำให้เกิดความผันผวนต่อตลาดหลักทรัพย์เมื่อเกิดวิกฤตการณ์สำคัญ สำหรับปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุนได้แก่ ปัจจัยทางด้านภาวะทางเศรษฐกิจที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูง ปัจจัยทางด้านตลาดหลักทรัพย์ เช่น ผลตอบแทนสูงไม่ว่าจะเป็นเงินปันผล หรือ P/E ของตลาดหลักทรัพย์ฯ สำหรับปัจจัยที่เป็นอุปสรรคต่อการเข้ามาลงทุนของผู้ลงทุนต่างประเทศ ได้แก่ การจำกัดส่วนการถือครองหุ้นของชาวต่างประเทศ อัตราภาษี โดยเฉพาะประเทศที่ไม่มีอนุสัญญาภาษีซ้อน และจำนวนหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายเป็นต้น สำหรับผลการวิเคราะห์ทางด้านความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ปรากฏว่าหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด ที่มีค่าสัมประสิทธิ์มากกว่าหนึ่ง นอกจากนี้ยังได้วัดประสิทธิภาพการบริหารหลักทรัพย์ลงทุนตามแบบ

เทรเนอร์ ปรากฏว่าหลักทรัพย์ที่วิเคราะห์ทั้งหมดมีประสิทธิภาพการบริหารใกล้เคียงกัน และใกล้เคียงกับประสิทธิภาพการบริหารของตลาด

ศรัทธา หงษ์วิศิษฐกุล (2540) ได้อาศัยแบบจำลองทางเศรษฐมิติในการศึกษารูปแบบการลงทุนของนักลงทุนกลุ่มต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการจำแนกนักลงทุนออกเป็น 4 กลุ่ม ด้วยกัน คือ นักลงทุนต่างประเทศ บัญชีบริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม และนักลงทุนทั่วไป และศึกษาถึงอิทธิพลของนักลงทุนแต่ละกลุ่มที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ รวมทั้งวิเคราะห์ปัจจัยทางเศรษฐกิจ ที่มีผลต่อมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สุทธิของนักลงทุน 9 ปัจจัย ได้แก่

1. อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารแบบชำระคืนเมื่อทวงถามเฉลี่ยรายเดือน
2. อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของสหรัฐอเมริกาเฉลี่ยรายเดือน (Fed Fund Rate)
3. อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาผู้บริโภคเปรียบเทียบกับเดือนเดียวกันในปีที่

ผ่านมา

4. อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐที่ครบกำหนดชำระภายใน 30 ปี

(Yield of US Treasury 30 Years Benchmark Bond)

5. ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนรายเดือน
6. ดุลบัญชีเดินสะพัดรายเดือนเปรียบเทียบกับร้อยละของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายใน

ประเทศ

7. อัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา ระหว่างประเทศสกุลเยนญี่ปุ่นต่อสกุลดอลลาร์สหรัฐ

เฉลี่ยรายเดือน

8. อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมเพื่อซื้อหลักทรัพย์เฉลี่ยรายเดือนของบริษัทเงินทุนหลัก

ทรัพย์

9. อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ (Set Index)

มีการเปรียบเทียบกับเดือนที่ผ่านมาและใช้ข้อมูลรายเดือนในช่วงเวลาตั้งแต่กรกฎาคม 2536 ถึงมิถุนายน 2539 ผลการศึกษาพบว่า กลุ่มนักลงทุนต่างประเทศเป็นกลุ่มที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์มากที่สุด กล่าวคือเมื่อนักลงทุนต่างประเทศมีมูลค่าการลงทุนเป็นข้อสุทธิ ดัชนีราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวขึ้น ถ้าเป็นขายสุทธิดัชนีราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลงส่วนนักลงทุนอีก 3 กลุ่มไม่มีอิทธิพลมากนักต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ สำหรับรูปแบบการลงทุนนักลงทุนต่างประเทศจะพิจารณาจากปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจมากกว่า นักลงทุนกลุ่มอื่น โดยมีปัจจัยที่คำนึงถึง คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศ ในขณะที่นักลงทุนกลุ่มบัญชีบริษัทหลักทรัพย์นั้นไม่มีรูปแบบ

การลงทุนที่ชัดเจน สำหรับรูปแบบการลงทุนของผู้ลงทุนในกลุ่มกองทุนรวมจะพิจารณาถึงอัตราดอกเบี้ยเป็นหลัก โดยเฉพาะอย่างยิ่งอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของสหรัฐอเมริกา (Fed Fund Rate) ส่วนรูปแบบการลงทุนของนักลงทุนทั่วไปจะคำนึงถึงปัจจัยอื่น ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมเพื่อซื้อหลักทรัพย์ของบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์มากกว่าปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ

2. ปัจจัยกำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ฯ กุลภัทรา เวทย์วิจารณ์ (2533) ศึกษาถึงปัจจัยที่มีส่วนเสริมการลงทุนต่างประเทศและจากผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีผลต่อการนำเงินเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยของนักลงทุนต่างประเทศที่สำคัญได้แก่

2.1 สถานการณ์ทางเศรษฐกิจ การขยายตัวของเศรษฐกิจ ได้ส่งผลให้การประกอบ การของธุรกิจอุตสาหกรรมมีผลกำไรสูงขึ้น บริษัทจดทะเบียนและรับอนุญาตในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยมีผลการดำเนินงานสูงขึ้น ส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์ของบริษัทเหล่านี้สูงขึ้น ด้วย

2.2 เสถียรภาพของค่าเงินบาท อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ที่จะลงทุนเป็น ปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของชาวต่างประเทศ เนื่องจากความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยน จะมีผลกระทบต่อเงินกำไรหรือค่าของเงินที่นำออกนอกประเทศ เมื่อแลกเปลี่ยนกลับเป็นค่าเงินตรา ของประเทศผู้ลงทุน

2.3 ความมั่นคงและเสถียรภาพทางการเมืองในช่วงระยะเวลาที่ผ่านมา ถึงแม้จะมีการ เปลี่ยนแปลงรัฐบาลและการปรับคณะรัฐมนตรีหลายครั้ง แต่ก็ยังอยู่ภายใต้ระบอบประชาธิปไตย แบบเสรี นโยบายที่จะพัฒนาประเทศมิได้หยุดชะงัก ซึ่งอาจถือได้ว่าการเมืองของไทยอยู่ในฐานะ ที่มีความมั่นคงและมีเสถียรภาพสูง ทำให้เกิดความมั่นใจในปัจจัยนี้

2.4 อัตราผลตอบแทนของการลงทุนในหลักทรัพย์จะวัดจากดัชนีราคาหุ้นและ เงินปันผลระหว่างปี กำไรจากสิทธิในการจองซื้อหุ้นใหม่และราคาปิดปลายปีคิดอัตราผลตอบแทน เป็นผลตอบแทนที่รับจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์โดยรวมมีเท่ากับ 64% ในปี พ.ศ. 2529 29% ในปี พ.ศ. 2530 (รวมวิกฤตการณ์ Black Monday 19 ต.ค. 2530) 32% ในปี พ.ศ. 2531 และเกิน 100% ในปี พ.ศ. 2532 ตลาดหลักทรัพย์ไทยจึงเป็นแหล่งที่นักลงทุนชาวต่างประเทศให้ ความสนใจมากขึ้นเมื่อเทียบกับผลตอบแทนจากประเทศอื่น ๆ

2.5 ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีการสื่อสาร ปัจจัยนี้เป็นปัจจัยภายนอกเกี่ยวกับ ธุรกิจหลักทรัพย์ระหว่างประเทศระบบคอมพิวเตอร์และระบบการสื่อสารอิเล็กทรอนิกส์ ทำให้เกิด การซื้อขายหลักทรัพย์ได้ตลอด 24 ชั่วโมงในตลาดหุ้นใหญ่ของโลก 3 แห่ง คือ ตลาดหุ้นนิวยอร์ก ตลาดหุ้นลอนดอนและตลาดหุ้นโตเกียว ซึ่งมีเวลาท้องถิ่นต่างกัน และได้พัฒนาไปรวมตลาดหุ้น

อื่นๆ ที่อยู่ในภูมิภาคเดียวกัน จากความก้าวหน้าดังกล่าวตลาดหลักทรัพย์ของไทยจึงได้เข้าเป็นส่วนหนึ่งของตลาดหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ

2.6 การกระจายความเสี่ยงของผู้ลงทุน ผู้ลงทุนไม่ว่าจะเป็นในประเทศ / ต่างประเทศ หรือรายบุคคล / สถาบัน หรือกองทุนต้องการลงทุนในหลักทรัพย์หลายประเภทและในหลาย ๆ หลักทรัพย์ เพื่อกระจายความเสี่ยง การที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์หลาย ๆ ประเทศ ทำให้การกระจายความเสี่ยงได้มากขึ้นเพราะปัจจัยภายในของแต่ละประเทศไม่เหมือนกัน การที่ตลาดหลักทรัพย์มีคุณสมบัติและปัจจัยที่เอื้ออำนวยต่อการลงทุนทำให้ผู้ลงทุนต่างประเทศเลือกที่จะเป็นแหล่งลงทุนเพื่อกระจายความเสี่ยง

ถนอมศรี ฟองอรุณรุ่งและศิริ บุญพิทักษ์เกตุ (Fongarunrung & Bunpitukgate, 1990) ศึกษาประเภทของหลักทรัพย์ที่ นักลงทุนต่างประเทศให้ความสนใจ โดยศึกษาจากส่วนต่างของราคาซื้อขายในกระดานหลักกับราคาซื้อขายในกระดานต่างประเทศ ตั้งแต่กราคม 2531 ถึง มีนาคม 2533 จากผลการศึกษาสรุปได้ว่าผู้ลงทุนจากต่างประเทศจะสนใจลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีส่วนต่างของราคาเฉลี่ยมากที่สุด ได้แก่ หลักทรัพย์กลุ่มพาณิชย์ ผู้ลงทุนจากต่างประเทศสนใจลงทุนเท่ากับ 36% รองลงมาได้แก่กลุ่มโรงแรมที่มีค่าเท่ากับ 27.2% กลุ่มวัสดุก่อสร้างมีค่าเท่ากับ 26.6% และกลุ่มธนาคารพาณิชย์มีค่าเท่ากับ 18.7% และนอกจากนี้ยังศึกษาถึงปัจจัยที่ใช้ในการตัดสินใจลงทุน และโดยใช้การวิเคราะห์เชิงพรรณนาพบว่า ปัจจัยที่ดึงดูดให้นักลงทุนชาวต่างประเทศลงทุนในหลักทรัพย์ดังกล่าวคือ อัตราการขยายตัวของอุตสาหกรรม ศักยภาพของบริษัท และเสถียรภาพของปัจจัยพื้นฐาน

3. ผลกระทบของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ ทิพวรรณ วรรณาสโพร (Wannasophon, 1990) ศึกษาผลกระทบของการลงทุนต่างประเทศที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ตัวแบบเส้นสมมติความถดถอย (Vector Autoregressive Model) อธิบายความสัมพันธ์ระหว่าง ปริมาณการซื้อขายหุ้นในอดีตกับอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง สภาพคล่อง และแรงกระตุ้นในการตอบสนอง (Impulse Response Function) ในการวิเคราะห์การตอบสนองของความเสียหาย ผลตอบแทนและสภาพคล่องที่มีต่อการลงทุนของนักลงทุนจากต่างประเทศอย่างฉับพลัน (Shock) ผลจากการศึกษาพบว่า การลงทุนจากต่างประเทศมีผลทำให้ความเสี่ยงลดลง และทำอัตราผลตอบแทนและสภาพคล่องเพิ่มขึ้นในระยะแรกเท่านั้นแต่อัตราผลตอบแทนและสภาพคล่องจะลดลงเมื่อระยะเวลาผ่านไป นอกจากนี้ยังพบว่าการเพิ่มขึ้นของการลงทุนจากต่างประเทศมีผลกระทบเพียงชั่วคราวต่อผลตอบแทน ความเสี่ยง และสภาพคล่อง โดยทำให้ผลตอบแทนและสภาพคล่องเพิ่มขึ้นส่วนความเสี่ยงตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของการลงทุนจากต่างประเทศไปในทิศทางตรงข้าม

นอกจากนี้ยังมีการศึกษาของศูนย์ศึกษาและพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2532) ศึกษาเรื่องการลงทุนต่างประเทศในกระดานต่างประเทศ โดยศึกษาถึงการลงทุนของผู้ลงทุนต่างประเทศในกระดานต่างประเทศซึ่งเป็นตัวแทนส่วนหนึ่งของการลงทุนต่างประเทศ การวิเคราะห์พิจารณาจากราคา มูลค่าการซื้อขาย โดยพิจารณาการเคลื่อนไหวของราคาปิดและการเปลี่ยนแปลงของราคาปิด การเคลื่อนไหวของมูลค่าการซื้อขายประจำวัน การเปลี่ยนแปลงของราคาเทียบกับราคาปิดของงวดก่อนหน้าและอัตราผลตอบแทนเปรียบเทียบกับบนกระดานหลัก โดยศึกษาข้อมูลตั้งแต่มกราคม 2531 ถึง สิงหาคม 2532 หลักทรัพย์ที่ศึกษาคือหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าการซื้อขายมากที่สุดซึ่งมีทั้งหมด 8 หลักทรัพย์ คือหุ้นสามัญของ บมจ.ปูนซีเมนต์ไทย บมจ.ผาแดง อินดัสตรี บมจ.ธนาคารกรุงเทพ บมจ.ธนาคารกรุงไทย บมจ.ปูนซีเมนต์นครหลวง บมจ.ธนาคารไทยพาณิชย์ บมจ.คูสิตธานีและ บมจ.ธนาคารกรุงศรีอยุธยา โดยทดสอบทางสถิติเกี่ยวกับผลตอบแทนกำไรส่วนทุนของแต่ละหลักทรัพย์ระหว่างของกระดานหลักกับกระดานต่างประเทศว่ามีความแตกต่างทางสถิติหรือไม่ ด้วยวิธีการทางสถิติ 2 วิธี คือ

1. สถิติที่ใช้ Parameter: ทดสอบความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ย (Difference Between Means) t-statistics test

2. สถิติที่ไม่ใช่ Parameter: Wilcoxon Matched-Pairs Signed-Ranks Test
จากการศึกษาสามารถสรุปผลได้ดังนี้

2.1 ราคาหลักทรัพย์ในกระดานต่างประเทศมีระดับสูงกว่าในกระดานหลัก นอกจากนี้ยังพบว่า ในภาวะที่ตลาดมีความผันผวนหรือตกต่ำการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์บนกระดานต่างประเทศจะมีขนาดเล็กกว่าในภาวะที่ตลาดมีเสถียรภาพ

2.2 มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในกระดานต่างประเทศค่อนข้างมีเสถียรภาพ และอยู่ในระดับที่ต่ำกว่ามูลค่าการซื้อขายในกระดานหลัก และหากหลักทรัพย์ในกระดานต่างประเทศใดมีอัตราการถือครองหุ้นของคนต่างประเทศต่ำกว่าที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดจะพบว่ามีความน่าจะเป็นที่มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าวจะขยายตัวได้ในภาวะตลาดที่สูงขึ้น

2.3 จากการทดสอบทางสถิติพบว่า อัตราผลตอบแทนกำไรส่วนทุนในกระดานต่างประเทศเทียบกับในกระดานหลักไม่มีความแตกต่างกันอย่างชัดเจน

4. อุปสงค์ของหุ้นบนกระดานต่างประเทศ จากแนวคิดของไบลีและจูลาปา (Bailey & Julapa, 1994) กล่าวว่าเส้นอุปสงค์ของชาวต่างประเทศสำหรับหุ้นไทยจะมีความชันเป็นลบ (Negative Sloping of Demand) เมื่ออุปทาน (Supply) มีจำกัดเนื่องจากการถือหุ้นของผู้ลงทุนต่างประเทศต้องเผชิญกับข้อจำกัดตามกฎหมาย ดังนั้นเมื่อความต้องการเพิ่มขึ้นในขณะที่อุปทานมีจำกัด ราคาหุ้นบนกระดานต่างประเทศก็จะเพิ่มขึ้นและจะทำให้เกิดความแตกต่างระหว่างราคาหุ้น

บนกระดานหลักและกระดานต่างประเทศ ปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์ของหุ้นได้แก่ ปัจจัยด้านความเสี่ยง (Risk Factor) และปัจจัยทางด้านสภาพคล่อง (Liquidity Factor)

4.1 ปัจจัยทางด้านความเสี่ยง

4.1.1 ปัจจัยความเสี่ยงจากภายนอกประเทศ ได้แก่

4.1.1.1 ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ฯ โลก (World Stock Index Return) การไหลเข้ามาของเงินทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ ฯ เนื่องจากอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ฯ เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนในประเทศผู้ลงทุนต่างประเทศ มีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าโดยได้คำนึงถึงความเสี่ยงจากการลงทุนเข้าไปแล้ว จะส่งผลให้อุปสงค์ของหุ้นสำหรับผู้ลงทุนต่างประเทศเพิ่มขึ้นและทำให้ราคาหุ้นบนกระดานต่างประเทศเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม หากผู้ลงทุนต่างประเทศ มีความเห็นว่าแนวโน้มการลงทุนในประเทศตนมีทิศทางที่สดใสกว่า และมีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าแล้วก็จะถอนเงินทุนกลับไปลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ฯ ในประเทศแทน ก็จะส่งผลต่ออุปสงค์และราคาหุ้นในทางตรงกันข้าม

4.1.1.2 ดัชนีอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Index) ดัชนีอัตราแลกเปลี่ยน แสดงถึงความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนของผู้ลงทุนต่างประเทศในตลาดเงินตราต่างประเทศ ซึ่งถ่วงน้ำหนักด้วยอัตราแลกเปลี่ยนจาก 10 ประเทศอุตสาหกรรม เมื่อดัชนีอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้นผู้ลงทุนต่างประเทศจะย้ายเงินลงทุนในกระดานต่างประเทศของไทยไปลงทุนในประเทศอุตสาหกรรมอื่น ๆ ทำให้อุปสงค์ของหุ้นสำหรับผู้ลงทุนต่างประเทศลดลงและทำให้ราคาหุ้นบนกระดานต่างประเทศของไทยลดลง

4.1.1.3 อัตราดอกเบี้ย (Interest Rate) เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ผู้ลงทุนชาวต่างประเทศใช้ในการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ฯ ของไทยและมีผลต่ออุปสงค์ของผู้ลงทุนต่างประเทศ ทั้งนี้เพราะอัตราดอกเบี้ยเป็นผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับ โดยไม่มีความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดเงิน ในปัจจุบันตลาดเงินและตลาดทุนได้เชื่อมโยงเป็นตลาดเดียวกัน ซึ่งเป็นตัวกำหนดอัตราผลตอบแทนในตลาดเงิน เป็นต้นทุนการกู้ยืมเงินในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ฯ และเป็นต้นทุนการกู้ยืมเงินเพื่อใช้ในการดำเนินกิจการ และถ้าอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศ ผู้ลงทุนต่างประเทศก็จะเคลื่อนย้ายเงินเข้ามาในประเทศส่งผลให้ความต้องการซื้อหลักทรัพย์ในประเทศเพิ่มขึ้น

4.1.2 ปัจจัยความเสี่ยงจากภายในประเทศ ได้แก่

4.1.2.1 ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ฯ ไทยเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่ออุปสงค์ของผู้ลงทุนต่างประเทศ การเพิ่มขึ้นของอัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ ฯ ไทย จะทำให้ผู้ลงทุนต่างประเทศเข้ามาซื้อขายหลักทรัพย์มากขึ้น และทำให้ราคาหลักทรัพย์ในกระดาน

ต่างประเทศสูงขึ้น

4.1.2.2 อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศของไทยนับเป็นปัจจัยสำคัญปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่ออุปสงค์ของผู้ลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนดังกล่าว จะมีผลกระทบโดยตรงต่อผลตอบแทนที่นักลงทุนต่างประเทศจะได้รับ กล่าวคือหากนักลงทุนต่างประเทศมีการคาดการณ์ว่าค่าเงินบาทมีแนวโน้มอ่อนตัวลง จะทำให้ผู้ลงทุนนำเงินตราต่างประเทศ เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยเพิ่มขึ้น เพราะนอกจากจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนแล้ว ผู้ลงทุนยังมีโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวด้วย การเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินทุนของต่างประเทศที่จะถูกนำมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลังจากที่ประเทศไทยได้ดำเนินนโยบายเปิดเสรีทางการเงิน แสดงถึงปริมาณความต้องการซื้อหลักทรัพย์ของชาวต่างประเทศบนกระดานต่างประเทศของไทยเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้ราคาหุ้นบนกระดานต่างประเทศมีค่าเพิ่มขึ้น

4.1.2.3 อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ เป็นอีกทางเลือกหนึ่งของผู้ลงทุนชาวต่างประเทศในการนำเงินเข้ามาลงทุนในประเทศไทยนอกเหนือจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ กล่าวคือถ้าส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยกับต่างประเทศ มีส่วนต่างกันมากและมากกว่าผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย จะทำให้นักลงทุนจากต่างประเทศที่ตัดสินใจจะนำเงินเข้ามาลงทุนในประเทศไทยเลือกที่จะนำเงินมาฝากกับสถาบันทางการเงินในประเทศไทย แทนที่จะเลือกลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยทำให้อุปสงค์ของผู้ลงทุนต่างประเทศที่มีต่อหุ้นไทยลดลง ราคาหลักทรัพย์บนกระดานต่างประเทศต่ำลง

4.2 ปัจจัยทางด้านสภาพคล่อง (Liquidity Factor) สภาพคล่องของหุ้นมีนัยสำคัญต่อราคาหุ้นบนกระดานต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ไทยเนื่องจากผู้ลงทุนต่างประเทศจะเสนอราคาสูง เพื่อซื้อหุ้นที่มีสภาพคล่องในตลาดสูง ทำให้หลักทรัพย์เหล่านั้นมีอุปสงค์สำหรับผู้ลงทุนต่างประเทศสูงและทำให้ราคาในกระดานต่างประเทศสูงไปด้วย

และจากแนวคิดทฤษฎีและผลงานวิจัยในอดีตที่กล่าวไว้ข้างต้น จะเห็นว่าข้อมูลบัญชีซึ่งเป็นปัจจัยพื้นฐาน น่าจะมีส่วนสำคัญในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ของนักลงทุนชาวต่างประเทศ ดังนั้นในบทต่อไปจะเป็นการกล่าวถึงวิธีดำเนินการวิจัย กลุ่มตัวอย่างและการรวบรวมข้อมูล