ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship between Earnings Management and Trading Volume of Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand

ธีรวุฒิ ปาณปุณณัง[1] และ พลวัฒน์ เลิศกุลวัฒน์[2]

TeerawutPanpunnangand PolwatLerskullawat

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงปี พ.ศ. 2552 ถึง 2554 โดยแบบจำลองของ Dechow and Dichev (2002) ถูกนำมาใช้ในการคำนวณรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารซึ่งเป็นตัวสะท้อนถึงระดับการจัดการกำไรของกิจการ ผลการศึกษาพบว่า การจัดการกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยผลการศึกษาดังกล่าวอาจสามารถอธิบายได้โดยพฤติกรรมของนักลงทุนส่วนใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีลักษณะแบบ Noise Trader ซึ่งจะมีการตอบสนองต่อข้อมูลทุกประเภทที่ได้รับโดยไม่สามารถหรือใช้เวลานานกว่าปกติในการแยกแยะคุณภาพของข้อมูล (ธนโชติ, 2554)

คำสำคัญ: การจัดการกำไร,รายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร, ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์,

ABSTRACT

This paper examines the association between earnings management and trading volume of listed companies on the Stock Exchange of Thailand from year 2009 to 2011. The discretionary accruals are estimated by Dechow and Dichev (2002)'s model to represent the level of earnings management. Our results reveal that earnings management is positively associated with trading volume.The larger the earnings management, the higher the trading volume in particular. This could be possibly explained by the behavior of noise traders in the Stock Exchange of Thailand who are either unable or take longer process to discriminate the quality of information disseminated into the market (Boonworachote, 2011).

Keywords: Earnings Management, Discretionary Accruals, Trading Volume

---

[1] โครงการปริญญาโท การบัญชี ภาคพิเศษ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ กรุงเทพฯ 10900 Email: wutchon@hotmail.com

[2] ภาควิชาบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ กรุงเทพฯ 10900

Book (KBS 8).indb 17 10/25/2014 9:43:03 AM

บทนำ

นับตั้งแต่เหตุการณ์การล้มละลายของ Enron บริษัทชั้นนำด้านพลังงานของประเทศสหรัฐอเมริกา สะท้อนให้เห็นถึงความล้มเหลวของระบบธรรมาภิบาล เริ่มตั้งแต่ผู้บริหารตกแต่งงบการเงิน ให้มีรายได้สูงเกินจริง และหนี้สินต่ำกว่าความเป็นจริง ประกอบกับการตรวจสอบบัญชีของบริษัทเอกชนที่ขาดความเป็นอิสระ ได้รับรองความถูกต้องของงบการเงิน ก่อให้นักลงทุน เกิดการหลงผิดตัดสินใจลงทุน ท้ายที่สุดเมื่อถูกเปิดเผย ส่งให้เกิดผลขาดทุนจำนวนมหาศาล เกิดภาวะว่างงาน เกิดความเสียหายต่าง ๆ อย่างมากมาย วิธีหนึ่งของการตกแต่งงบการเงิน อาจเริ่มจากการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง เนื่องจากตามแม่บทการบัญชี (ปรับปรุง 2552) ได้กำหนดข้อสมมติทางบัญชีที่ว่าให้กิจการจัดทำงบการเงินโดยใช้เกณฑ์คงค้างเพื่อให้สามารถบันทึกบัญชีได้ ดังนั้นรายการคงค้าง จึงเป็นรายการที่ต้องใช้ดุลยพินิจในการตัดสินใจ ซึ่งผลที่สุดทุกการตัดสินใจส่งผลต่อตัวเลขในงบการเงิน การจัดการกำไร จึงอาจเปรียบเสมือนวงกลมสีเทาที่อยู่ระหว่างวงกลมสีขาว คือ การจัดทำงบการเงินอย่างถูกต้อง ตรงไปตรงมา กับวงกลมสีดำ คือ การตกแต่งตัวเลขในงบการเงิน โดยผู้บริหารใช้ดุลยพินิจที่เข้าข้างตนเองในการจัดทำงบการเงิน

ปัจจัยที่นักลงทุนจะพิจารณาเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ใด นอกจากการพิจารณาข้อมูลในงบการเงินแล้ว อีกปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนอาจพิจารณาควบคู่กัน คือ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อพิจารณาว่าหลักทรัพย์นั้น ๆ มีนักลงทุนอื่นให้ความสนใจเข้าไปทำการซื้อขายมากน้อยเพียงใด และหากข้อมูลในงบการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ผลการดำเนินงาน หากผ่านการจัดการกำไรแล้วนักลงทุนตอบสนองต่อข้อมูลนั้นอย่างไร

ดังนั้นจึงเป็นที่มาของการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในการเก็บข้อมูลระดับการจัดการกำไร ใช้แบบจำลองของ Dechow and Dichev (2002) ทำการศึกษาข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงเวลาปี พ.ศ. 2552 ถึง 2554 และเพื่อเป็นการยืนยันผลการศึกษา ผู้วิจัยจึงทดสอบเพิ่มเติม โดยเปลี่ยนตัวแปรจากปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นอัตราหมุนเวียนหลักทรัพย์ จึงก่อให้เกิดการศึกษาเพิ่มเติม

ผลจากงานวิจัยนี้จะช่วยให้เป็นข้อมูลสำหรับผู้ใช้งบการเงิน โดยเฉพาะนักลงทุน ให้ทราบถึงระดับของการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และให้มุมมองที่ว่าการตัดสินใจลงทุนไม่ควรมุ่งพิจารณาเฉพาะผลการดำเนินงานของบริษัทเท่านั้นหากจากการทดสอบระดับการจัดการกำไรแล้วพบว่าบริษัทนั้นมีการจัดการกำไรเกิดขึ้น และเป็นแนวทางให้หน่วยงานกำกับดูแล (Regulator) หรือผู้ที่เกี่ยวข้องหาวิธีการป้องกันหรือตรวจจับการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพราะข้อมูลที่แสดงนั้นส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุน อาจส่งผลต่อตลาดทุนและระบบเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ

ทบทวนวรรณกรรม

แนวคิดเกี่ยวกับการจัดการกำไร (Earnings Management)

คำว่า “การจัดการกำไร” มีผู้ให้คำนิยามไว้มากมาย เช่น Schipper (1989) กล่าวว่า การจัดการกำไร คือ การแทรกแซงอย่างมีจุดมุ่งหมายต่อรายงานทางการเงิน เพื่อวัตถุประสงค์ตักตวงผลประโยชน์เข้าสู่ตนเองHealy and Wahlen (1999) กล่าวว่า การจัดการกำไร เกิดขึ้นโดยผู้บริหารใช้ดุลยพินิจ

Book (KBS 8).indb 18 10/25/2014 9:43:03 AM

ในการปรับเปลี่ยนรายงานทางการเงิน เพื่อให้ผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder) เกิดความหลงผิด (Mislead) เกี่ยวกับผลการดำเนินงาน หรือมีผลที่ตามมาบางอย่างที่เกี่ยวข้องกับรายงานทางการเงินเป็นต้น ทั้งนี้สามารถสรุปได้ว่า การจัดการกำไรเป็นความตั้งใจของฝ่ายบริหารในการแสดงข้อมูลตัวเลขในงบการเงินให้เป็นไปตามความต้องการเพื่อให้บรรลุเป้าหมายที่ได้กำหนดไว้

การจัดการกำไรจึงสะท้อนให้เห็นถึงคุณภาพของกำไร และคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูล ทำให้นักลงทุนที่รับรู้ข้อมูลการซื้อขายมาก (Informed Trader) ย่อมตัดสินใจในการลงทุนได้ดีกว่านักลงทุนที่ไม่รู้หรือรู้ข้อมูลการซื้อขายน้อย (Uninformed Trader) แต่บ่อยครั้งที่นักลงทุนไม่มีโอกาสในการล่วงรู้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงหรือข้อมูลภายในของบริษัทที่ต้องการไปลงทุน ซึ่งอาจมีเฉพาะผู้บริหารเท่านั้นที่รับทราบข้อมูล จึงเกิดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (information Asymmetric) ระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน เมื่อไม่ทราบข้อมูลที่เป็นจริงแล้วย่อมทำให้การคาดการณ์ต่างๆ ย่อมผิดพลาดไปด้วย

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และแรงจูงใจการจัดการกำไร (Motivation of Earnings Management)

Jensen and Meckling (1976) ได้กล่าวว่าในการบริหารงาน เจ้าของหรือตัวการ (Principle) ไม่สามารถบริหารงานได้ตามลำพัง จึงต้องมีบุคคลอื่น คือ ตัวแทน (Agent) มาช่วยบริหารงาน ประกอบกับมนุษย์ทุกคนย่อมมีแรงผลักดันในการกระทำสิ่งต่าง ๆ เพื่อผลประโยชน์ของตัวเองทั้งสิ้น ตราบใดที่ตัวแทน บริหารงานสอดคล้องตามเป้าหมายที่ตัวการได้กำหนดไว้ การดำเนินงานยังคงเป็นไปได้อย่างราบรื่น แต่หากเมื่อใดที่ตัวแทน เริ่มบริหารงานไม่สอดคล้องตามเป้าหมายที่ตัวการหรือเจ้าของกิจการกำหนดไว้ จึงอาจก่อให้เกิดความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ (Conflict of Interests) หรืออาจกล่าวได้ว่า ทฤษฎีตัวแทนอาจทำให้เกิดแรงจูงใจในการจัดการกำไรโดยแบ่งแรงจูงใจดังกล่าวเป็น 2 ด้าน ดังนี้

1. แรงจูงใจด้านสัญญา (Contracting Motivation)

บริษัทนับว่าเป็นแหล่งรวมของสัญญาหลากหลายประเภท เนื่องจากบริษัทมีความเกี่ยวข้องกับบุคคลหลายกลุ่ม นั่นคือ กลุ่มผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholders) เช่น สัญญาระหว่างบริษัทกับผู้บริหาร สัญญาระหว่างบริษัทกับลูกหนี้ สัญญาระหว่างบริษัทกับเจ้าหนี้ หรือสัญญาระหว่างบริษัทกับหน่วยงานภาครัฐ ได้แก่ กรมสรรพากร เป็นต้น ดังนั้นจึงอาจเรียกได้ว่าบริษัทเป็นจุดรวมของสัญญา (The Nexus of Contract) จะเห็นได้ว่าเมื่อมีสัญญาเกิดขึ้น สิ่งสำคัญที่นับว่าเป็นภาระผูกพัน นั่นคือ บริษัทต้องดำเนินการทุกวิถีทางเพื่อปฏิบัติตามสัญญา

หากจะเชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับวิธีการปฏิบัติทางการบัญชีแล้ว ภายใต้ทางเลือกวิธีปฏิบัติทางบัญชี เป็นการเปิดโอกาสให้ผู้บริหารสามารถจัดการกำไรได้หลายรูปแบบ ทั้งนี้อาจเกิดจากภายใต้สมมติฐานต่างๆ ได้แก่ สมมติฐานด้านโบนัส (Bonus Hypothesis),สมมติฐานด้านการก่อหนี้ (Debt Hypothesis) และ สมมติฐานด้านต้นทุนการเมือง (Political Cost Hypothesis)

Book (KBS 8).indb 19 10/25/2014 9:43:03 AM

2. **แรงจูงใจด้านตลาดทุน (Capital Market Motivation)**

ตลาดทุน (Capital Market) นับว่าเป็นแหล่งกลางในการระดมทุนจากประชาชนหรือนักลงทุนไปยังผู้ประกอบธุรกิจเพื่อให้มีการเติบโตทางเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ ทั้งนี้การจัดการกำไรอาจเกิดจากแรงจูงใจด้านตลาดทุน (สันสกฤต วิจิตรเลขการ, 2556) เช่นการให้ผลตอบแทนพนักงานอยู่ในรูปของหุ้นบริษัท ปรับเปลี่ยนจากการให้โบนัสที่เป็นเงินสด, การจัดการกำไรเพื่อให้เป็นไปตามความคาดหวังของนักวิเคราะห์ หากนักบัญชีหรือผู้บริหารบอกข้อมูลจริง อาจส่งผลให้ราคาหุ้นนั้นตกลงหรือสูงขึ้นกว่าสิ่งที่นักวิเคราะห์คาดหวังไว้ เนื่องจากนักลงทุนบางกลุ่ม ใช้ข้อมูลจากการวิเคราะห์ คาดการณ์ของนักวิเคราะห์เป็นตัวตัดสินใจในการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์นั้นๆ, ความต้องการเพิ่มทุนของบริษัท เช่น กรณีนำบริษัทเข้าตลาดหลักทรัพย์เป็นครั้งแรก Initial Public Offerings: IPOs หรือการเสนอหุ้นสามัญเพิ่มทุน Seasoned Equity Offerings: SEOsเป็นต้น

แบบจำลองรายการคงค้าง (Accruals Model)

การทดสอบรายการคงค้าง จากแบบจำลองรายการคงค้าง มีหลากหลายรูปแบบ เริ่มจาก Healy Model (1985) โดยใช้รายการคงค้างรวม (Total Accruals) และการเปลี่ยนแปลงของรายการคงค้างรวมเป็นตัวชี้วัดระดับการจัดการกำไรโดยดุลยพินิจของผู้บริหารรายการคงค้างที่เกิดขึ้นปกติจากการดำเนินงานและรายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารและได้พัฒนาเป็น Jones Model และ Modified Jones Model ตามลำดับ ต่อมาเปลี่ยนแนวความคิดจากการทดสอบรายการคงค้างจากค่ารายการคงค้างที่เกิดจากการดำเนินธุรกิจ เป็นพิจารณากระแสเงินสดจากการดำเนินงานนับว่าเป็นตัวที่สะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการที่จะดำเนินงานของกิจการในอนาคต จึงเป็นที่มาของ Dechow and Dichev (2002) Model และ Francis et al.(2005a) Modelตามลำดับ

แนวคิดเกี่ยวกับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ (Trading Volume)

ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ คือ จำนวนหลักทรัพย์ที่ซื้อขายกันระหว่างผู้ลงทุนในช่วงเวลาหนึ่ง นับว่าเป็นตัวชี้วัดที่สำคัญตัวหนึ่งในการลงทุนเนื่องจากมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์และจะเป็นตัวบอกคุณภาพของแนวโน้มราคาและสภาพคล่องของหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขายจึงสะท้อนความแข็งแกร่งของหลักทรัพย์นั้น รวมทั้งภาพรวมในการซื้อขายของตลาดในช่วงเวลานั้นๆ (อัจฉรา โยมสินธุ์, 2555)

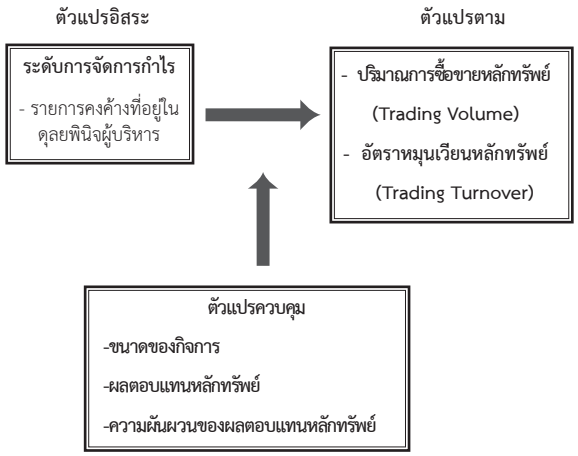
จากการศึกษาเชิงประจักษ์ Fathi *et* al. (2011) ได้ศึกษา ผลกระทบของการจัดการกำไรต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศอิหร่าน จำนวน 80บริษัทโดยวัดระดับการจัดการกำไรด้วย The Modified Jones Model และวัดสภาพคล่องของหลักทรัพย์ด้วย Bid–Ask Spread พบว่ากิจการที่มีการจัดการกำไรสูง ส่งผลให้เกิดความไม่เท่าเทียมของข้อมูล (Asymmetric Information) มากขึ้น ทำให้ผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) ไม่ทราบราคาที่แท้จริงของหลักทรัพย์ จึงเพิ่มส่วนต่างของราคาเสนอซื้อขายให้กว้างขึ้นเพื่อให้ครอบคลุมถึงต้นทุนของหลักทรัพย์และผลกำไรที่ต้องการ ทั้งนี้เมื่อราคามีมูลค่าสูงขึ้นนักลงทุนมองว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวมีราคาแพง จึงส่งผลให้สภาพคล่องของหลักทรัพย์นั้นลดลงเช่นเดียวกับ

Book (KBS 8).indb 20 10/25/2014 9:43:03 AM

พรจิตรา จวบฤกษ์เย็น และ ธนโชติ บุญวรโชติ (2556) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละประเภทและอัตราผลตอบแทนจากดัชนีหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี 2549 – 2553 พบว่า ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนมีผลต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ จึงสะท้อนให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทยยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับอ่อน และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างประเทศ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อย ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ จึงเกิดความสัมพันธ์ข้ามช่วงเวลาซึ่งสนับสนุนแนวคิดที่ว่านักลงทุนแต่ละกลุ่มรับรู้ข้อมูลไม่พร้อมกันแต่การซื้อสุทธิของนักลงทุนรายย่อยจะมีทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนรายวัน เนื่องจากการรับข้อมูลที่ไม่พร้อมกันของนักลงทุนแต่ละประเภทส่งผลต่อการตัดสินใจในการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของRiahiet al. (2013) ที่ศึกษาผลกระทบของการจัดการกำไรต่อสภาพคล่องของตลาดทุนในประเทศตูนิเซีย โดยวัดรายการคงค้างด้วย Kothari Model (2005) และวัดสภาพคล่องของตลาดด้วยRelative Spread และ Depthผลการศึกษาพบว่า การจัดการกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกสภาพคล่องของตลาดเป็นต้น

การศึกษาครั้งนี้ใช้แบบจำลองรายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจผู้บริหาร เป็นตัวแปรที่สนใจศึกษาเพื่อวัดระดับการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้แบบจำลองของ Dechow and Dichev (2002) เป็นตัววัดระดับการจัดการกำไร แบบจำลองดังกล่าวมุ่งเน้นกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operaing Cash Flows) ซึ่งช่วยพยากรณ์ทิศทางการบริหารงานในอนาคต รวมถึงมุ่งเน้นรายการเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital) ซึ่งเป็นรายการคงค้างระยะสั้น หากกิจการจะมีจัดการกำไร จึงมีความเป็นไปได้ที่จะกระทำกับรายการเงินทุนหมุนเวียน เพราะรายการดังกล่าวสามารถตกแต่งหรือจัดการกำไรได้ไปเรื่อย ๆ กล่าวคือ สามารถกลับรายการบัญชีในงวดถัดไปได้ เป็นต้น และตัวแปรตามที่ศึกษา คือ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ มีโอกาสเปลี่ยนแปลงได้เสมอ หากมีข้อมูลที่เกี่ยวข้องเข้า มาในตลาดฯ นอกจากนี้ปัจจัยที่ใช้พิจารณาการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ใด ๆ นั้น ต้องอาศัยปัจจัยอื่นที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นั้นประกอบการตัดสินใจด้วย เช่น ขนาดกิจการ ผลตอบแทน ความผันผวนของผลตอบแทน เป็นต้น

จากแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องในข้างต้น สามารถสรุปเป็นกรอบแนวคิดในการศึกษา ได้ดังนี้



ภาพที่ 2.1 กรอบแนวคิดในการศึกษา

Book (KBS 8).indb 21 10/25/2014 9:43:03 AM

สมมติฐานการศึกษา

จากการศึกษาของ Fathi et al. (2011) พบว่าระดับการจัดการกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่วัดด้วย Bid – Ask Spread ซึ่งในขณะที่ Riahi *et al*. (2013) กลับพบว่าการจัดการกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของตลาดที่วัดด้วย Relative Spread และ Depth ดังนั้นผู้ศึกษาจึงคาดว่าจะพบความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ และอัตราการหมุนเวียนหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่รวมถึงกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิตและประกันภัย ตามสมมติฐาน ดังนี้

$H_{0,1}$: ระดับการจัดการกำไรไม่มีความสัมพันธ์กับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์

$H_{1,1}$: ระดับการจัดการกำไรมีความสัมพันธ์กับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์

$H_{0,2}$: ระดับการจัดการกำไรไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการหมุนเวียนหลักทรัพย์

$H_{1,2}$: ระดับการจัดการกำไรมีความสัมพันธ์กับอัตราการหมุนเวียนหลักทรัพย์

วิธีการศึกษา

กลุ่มตัวอย่างและวิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี 2552 – 2554 โดยครอบคลุมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิตและประกันภัย เนื่องจากมีแนวทางปฏิบัติในเรื่องโครงสร้างคณะกรรมการเพื่อส่งเสริมธรรมาภิบาลของธนาคารพาณิชย์ซึ่งแตกต่างจากธุรกิจ และลักษณะการดำเนินธุรกิจ และโครงสร้างการเงินของบริษัทเหล่านี้ แตกต่างจากบริษัทในหมวดอุตสาหกรรมอื่น ประกอบกับกลุ่มบริษัทเหล่านี้ต้องปฏิบัติตามข้อบังคับของหน่วยงานเฉพาะ และมีหลักเกณฑ์อื่นๆ ในการกำกับดูแลนอกเหนือจากกฎเกณฑ์ทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้บริษัทฯ ที่ใช้ในการศึกษา ต้องมีข้อมูลงบการเงินครบถ้วนทุกปี โดยเก็บรวบรวมข้อมูลงบการเงินรายปี , ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ และอัตราหมุนเวียนหลักทรัพย์

แบบจำลองวัดรายการคงค้างที่ใช้ดุลยพินิจผู้บริหาร

แบบจำลองรายการคงค้างมีหลากหลายวิธี แต่ละแบบจำลองมีทั้งข้อดีและข้อเสียแตกต่างกันไป ขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์ของการศึกษาว่าให้ความสำคัญกับรายการคงค้างกับประเภทใด เช่น รายการคงค้างระยะสั้น รายการคงค้างระยะยาว เป็นต้น และสิ่งสำคัญอีกประการหนึ่ง คือ ขึ้นอยู่กับว่ากลุ่มข้อมูลที่ต้องการศึกษานั้นมีลักษณะอย่างไร ซึ่งแบบจำลองที่นำไปใช้กับกลุ่มข้อมูลหนึ่งสามารถตรวจพบระดับการจัดการกำไรโดยใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารได้ดี แต่อาจไม่เหมาะกับอีกข้อมูลอีกชุดหนึ่งก็ย่อมเป็นไปได้ ทั้งนี้ผู้วิจัยเลือกใช้แบบจำลองรายการคงค้าง Dechow and Dichev (2002) โดยพิจารณาถึงความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้าง (Accruals)กับกระแสเงินสด (Cash Flows)โดยรายการคงค้างจะช่วยพยากรณ์กระแสเงินสดรับหรือกระแสเงินสดจ่ายในอนาคต รายการคงค้างจะมีการเคลื่อนย้ายหรือปรับปรุงการรับรู้รายการของกระแสเงินสดในช่วงเวลาถัดไป รายการคงค้างนับว่าเป็นรายการที่ถูกใช้บ่อยตามข้อสมมติทางบัญชีและการประมาณการต่างๆ แบบจำลองดังกล่าวมุ่งเน้นที่รายการเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital) เพราะการรับรู้กระแสเงินสดมี

Book (KBS 8).indb 22 10/25/2014 9:43:03 AM

ความสัมพันธ์กับรายการเงินทุนหมุนเวียน โดยทั่วไปเกิดขึ้นภายในหนึ่งปี โดยเกิดแนวคิดที่ว่า กำไรเกิดจากผลรวมของกระแสเงินสดและรายการคงค้าง (Earnings = CFO + Accruals)และกระแสเงินสดในทุกช่วงเวลาจัดเป็นได้ 3กลุ่ม คือ 1) กระแสเงินสดที่เกิดหลังจากได้รับรู้รายได้และค่าใช้จ่ายเป็นกำไรสุทธิแล้ว 2) กระแสเงินสดที่รับหรือจ่ายในงวดเวลาเดียวกับที่ถูกรับรู้เป็นกำไรสุทธิแล้ว 3) เงินสดรับหรือเงินสดจ่ายที่เกิดก่อนการรับรู้เป็นรายได้หรือค่าใช้จ่ายเป็นกำไรสุทธิแล้ว และพบว่ากำไรในปัจจุบัน เกิดจากกระแสเงินสดในอดีต ปัจจุบัน และอนาคตบวกด้วยการปรับปรุงรายการประมาณการข้อผิดพลาด ทั้งนี้แบบจำลองนี้มุ่งเน้นที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน เนื่องจากกำไรและการเปลี่ยนแปลงของรายการเงินทุนหมุนเวียน จะช่วยพยากรณ์กระแสเงินสดในอนาคตได้

แบบจำลอง

$$\Delta WC_t = b_0 + b_1 CFO_{t-1} + b_2 CFO_t + b_3 CFO_{t+1} + \varepsilon_t$$

โดย

$$\Delta WC = \Delta AR + \Delta Inventory - \Delta AP - \Delta TP + \Delta Other\ CA - \Delta Other\ CL$$

ทั้งนี้ เพื่อป้องกันปัญหา Heteroscedasticity ซึ่งมักเกิดขึ้นในข้อมูลแบบภาคตัดขวาง (Cross-sectional Data) ผู้วิจัยจึงนำตัวแปรทุกตัวมาหารด้วยขนาดของสินทรัพย์ (Total Assets)

การวัดค่าตัวแปร

ตารางที่ 3.1 สรุปการวัดค่าตัวแปร

ตัวแปร	ตัวย่อ	การวัดค่า
ตัวแปรอิสระ		
รายการคงค้างที่ใช้ดุลยพินิจผู้บริหาร	DA	แบบจำลอง Dechow and Dichev (2002)
ตัวแปรตาม		
ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ (รายวัน)	TVOL	log (Avg.Daily Trading Volume ณ วันที่ 1 เม.ย. – 31 มี.ค.
อัตราหมุนเวียนหลักทรัพย์	TTURN	ค่าเฉลี่ยทั้งปีของปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์ / ค่าเฉลี่ยปริมาณหุ้นจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ 1 เม.ย. – 31 มี.ค.
ตัวแปรควบคุม		
ขนาดกิจการ	SIZE	log (Market value) ณ วันสุดท้ายของเดือน มี.ค.ในปีถัดไป
ผลตอบแทนหลักทรัพย์	RETURN	$\log(P_t/P_{t-1})$; P = ราคาหลักทรัพย์
ความผันผวนของผลตอบแทน	VOLRETURN	STD (RETURN)

ผลการศึกษาและอภิปราย

ตารางที่ 4.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ส่วนเบี่ยงเบนฯ
ปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์ (หน่วย : พันหุ้น/วัน)	7,655.60	458,000	0.35	26,371.06
อัตราหมุนเวียนหลักทรัพย์(%/วัน)	0.51	4.98	0.01	0.71
ระดับการจัดการกำไร	-0.16	4.86	-7.65	1.92
ขนาดกิจการ(ล้านบาท)	15,553.07	910,661.30	10.93	63,132.27
ผลตอบแทนหลักทรัพย์ (% / วัน)	0.10	1.20	-0.86	0.19
ความผันผวนของผลตอบแทน(% / วัน)	0.03	0.15	0.00	0.02

จากกลุ่มตัวอย่างพบว่าค่าสูงสุด ค่าต่ำสุดของข้อมูล มีความแตกต่างกันเป็นจำนวนมาก ได้แก่ ปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์ต่อวัน มีค่าตั้งแต่ 350หุ้น ถึง 458,000,000 หุ้นเช่นเดียวกับอัตราหมุนเวียนหลักทรัพย์ต่อวัน ก็มีความแตกต่างกัน ตั้งแต่ 0.01% ถึง 4.98% ระดับการจัดการกำไร มีทั้งระดับการจัดการ

Book (KBS 8).indb 23 10/25/2014 9:43:03 AM

กำไรที่เพิ่มขึ้น (ค่าบวก) และระดับการจัดการกำไรที่ลดลง (ค่าลบ) แต่โดยเฉลี่ยแล้วมีระดับการจัดการกำไรลดลง (ค่าลบ) ส่วนขนาดกิจการ ก็ยังมีความแตกต่างกันมาก ตั้งแต่ 10.93 ล้านบาท ถึง 910,610.30 ล้านบาท ทั้งนี้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่อวัน ก็มีทั้งผลตอบแทนที่เป็นค่าบวก และค่าลบ แสดงให้เห็นว่านักลงทุนบางรายอาจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ยังไม่ดีพอ หรืออาจมีปัจจัยภายนอกต่าง ๆ ที่มีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนเข้ามาเกี่ยวข้องนอกจากนี้ความผันผวนของผลตอบแทนต่อวัน มีความแตกต่างกันน้อยมาก คือ มีค่าตั้งแต่ 0% ถึง 0.15%

ตารางที่ 4.3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ (TVOL)

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (b)	ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน[b] (Standardized Errors)	t-statistic
ค่าคงที่	3.5550	1.3596	0.0091
DA[a]	0.4368	0.0508	0.0000***
SIZE[a]	0.3780	0.0571	0.0000***
RETURN[a]	0.5617	0.5780	0.3314
VOLRETURN[a]	0.5816	0.1020	0.0000***

Dependent Variable: ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ (TVOL)

R-squared = 0.2719 , Adjusted R-squared = 0.2692

Number of Observation: 1,073

[b]WhiteHeteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance

หมายเหตุ * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01**

ตารางที่ 4.3 (ต่อ)

[a]คำอธิบายตัวแปร

TVOL = ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ วัดโดยค่า Logarithmของปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์รายวันโดยเฉลี่ยทั้งปี

DA = ระดับการจัดการกำไร วัดโดยแบบจำลอง Dechow and Dichev (2002)

SIZE = ขนาดกิจการ วัดโดย Logarithm ของมูลค่าตลาดจากการซื้อขายหลักทรัพย์ ณ สิ้นเดือน มี.ค. ของทุกปี

RETURN = ผลตอบแทนหลักทรัพย์ วัดโดยค่าเฉลี่ยของค่า Logarithm ของราคาปิดรายวันของวันปัจจุบัน (day t) หารด้วยราคาปิดรายวันของวันก่อนหน้า 1 วัน (day t-1) ในแต่ละปีที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์

VOLRETURN = ความผันผวนของผลตอบแทนวัดโดยค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหลักทรัพย์รายวันในแต่ละปีที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์

จากตารางที่ 4.3 ระดับการจัดการกำไรมีความสัมพันธ์กับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% กล่าวคือ หากกิจการมีการระดับการจัดการกำไรที่สูงขึ้นหรือเพิ่มมากขึ้น ส่งผลให้มีปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น อีกทั้งตัวแปรควบคุม คือ ขนาดกิจการและความผันผวนของผลตอบแทน ก็มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ในทิศทางเดียวกับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ผลตอบแทน กลับไม่มีความสัมพันธ์

Book (KBS 8).indb 24 10/25/2014 9:43:03 AM

กับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์

ตารางที่ 4.4 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับอัตราหมุนเวียนหลักทรัพย์

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (b)	ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน[b] (Standardized Errors)	t-statistic
ค่าคงที่	1.3980	0.3147	0.0000
DA[a]	0.0552	0.0142	0.0001***
SIZE[a]	-0.0599	0.0135	0.0000***
RETURN[a]	0.4428	0.1635	0.0069***
VOLRETURN[a]	0.1447	0.0255	0.0000***

Dependent Variable : อัตราหมุนเวียนหลักทรัพย์ (TTURN)

R-squared = 0.1602

Adjusted R-squared = 0.1570

Number of Observation: 1,073, หมายเหตุ *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

[b]WhiteHeteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance

[a]คำอธิบายตัวแปร

TTURN = อัตราหมุนเวียนหลักทรัพย์ วัดโดยค่าเฉลี่ยทั้งปีของการซื้อขายหลักทรัพย์ (ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ต่อวัน/ปริมาณหุ้นจดทะเบียน) x 100

คำอธิบายตัวแปรอื่นแสดงในตารางที่ 4.3

จากผลการทดสอบพบว่า บริษัทในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมยกเว้นกลุ่มธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิตและประกันภัย ระดับการจัดการกำไรมีความสัมพันธ์กับอัตราหมุนเวียนหลักทรัพย์ โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% กล่าวคือ หากกิจการมีการระดับการจัดการกำไรที่สูงขึ้นหรือเพิ่มมากขึ้น ส่งผลให้มีอัตราหมุนเวียนหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น อีกทั้งตัวแปรควบคุม ทั้งผลตอบแทน และความผันผวนของผลตอบแทน ก็มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราหมุนเวียนหลักทรัพย์ แต่ในขณะที่ ขนาดของกิจการ ก็มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% แต่กลับมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราหมุนเวียนหลักทรัพย์

สรุปผลการศึกษา

จากผลการศึกษาพบว่าการจัดการกำไรมีความสัมพันธ์กับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์และอัตราหมุนเวียนหลักทรัพย์ โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน นั่นคือ เมื่อมีการเพิ่มระดับของการจัดการกำไร ส่งผลให้ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์และอัตราหมุนเวียนหลักทรัพย์ เพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน สอดคล้องกับพฤติกรรมของนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีพฤติกรรม Noise Trader เป็นจำนวนมาก นั่นคือ ตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารทุกข้อมูลที่ได้รับ ไม่ว่าจะเป็นข่าวจริงหรือข่าวเท็จ แม้ว่านักลงทุนรายย่อยจะมีพฤติกรรมการลงทุนแบบ Informed Trader ก็ตาม (ธนโชติบุญวรโชติ, 2554) รวมถึงปัจจัยในการกำหนดปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ และอัตราหมุนเวียนหลักทรัพย์ไม่ได้มาจากระดับการจัดการกำไรเพียงอย่างเดียว หากแต่ยังคงมีปัจจัยอื่น ๆ เป็นตัวกระตุ้นหรือชะลอปริมาณการซื้อขายและอัตราหมุนเวียนหลักทรัพย์ เช่น ปัจจัยด้านเศรษฐกิจ การเมือง สังคมทั้งในประเทศและต่างประเทศ เป็นต้น ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ พรจิตรา จวบฤกษ์เย็น และ ธนโชติ บุญวรโชติ (2556) ที่พบว่านักลงทุนแต่ละกลุ่มมีการรับรู้ข้อมูลไม่พร้อมกันจึงส่งผลต่อการตัดสินใจใน

Book (KBS 8).indb 25 10/25/2014 9:43:03 AM

การซื้อขายหลักทรัพย์ในปริมาณที่แตกต่างกัน ทั้งนี้ ฝ่ายที่เกี่ยวข้อง เช่น หน่วยงานกำกับดูแล (Regulator) ควรให้ความสำคัญกับการกำกับดูแล (Corporate Governance) และให้ความรู้แก่นักลงทุน ในขณะเดียวกันนักลงทุนก็ควรใส่ใจในการศึกษาหาข้อมูล เพื่อไม่ให้มีต้นทุนในการลงทุนที่สูง นั่นคือ ค่าธรรมเนียมในการซื้อขาย อีกทั้งในภาพรวมตลาดที่มีปริมาณการซื้อขายสูงมากเกินไป โดยเฉพาะการซื้อขายที่ไม่ได้เกิดจากข่าวหรือข้อมูลที่มีคุณภาพ จะแสดงถึงตลาดที่มีความผันผวนและไม่เป็นที่น่าสนใจของนักลงทุน

บรรณานุกรม

เกรียงไกร บุญเลิศอุทัย และ วิศรุต ศรีบุนนาค. ม.ป.ป. คุณภาพกำไรและตัวชี้วัด (ตอนที่ 1) **(Earning Quality and Earnings Attributes-I).** คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ธนโชติ บุญวรโชติ. 2554. .พฤติกรรมแบบ Noise trader ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Noise Trading Behavior in SET." **สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน CMRI Working Paper** 2554 (3).

ปิติพร โพธิ์จันทร์. 2556. การจัดการกำไรก่อนและหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน. การศึกษาค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

พรจิตรา จวบฤกษ์เย็น และ ธนโชติ บุญวรโชติ. 2556. "ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละประเภทและอัตราผลตอบแทนจากดัชนีหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย Relationship Between Trading Volumes of Investor Groups and Stock Index Returns on the Stock Exchange of Thailand." **ว. เกษตรศาสตร์ (สังคม)** 2556 (34): 60-76.

พิมพ์ชนก ตันต๊ะนา. 2554. การจัดการกำไรผ่านรายการพึงรับพึงจ่ายของบริษัทที่เสนอขายหุ้นใหม่แก่สาธารณชนเป็น**ครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.** วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

วรศักดิ์ทุมมานนท์. 2543. **คุณรู้จัก Creative accounting และ คุณภาพกำไร แล้วหรือยัง?.** พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพมหานคร: บริษัท พิมพ์ดี จำกัด.

สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์. 2552. **แม่บทการบัญชี (ปรับปรุง 2552).**

สันสกฤต วิจิตรเลขการ. 2556. **คุณภาพกำไรและการวิเคราะห์กำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ.** คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

อัจฉรา โยมสินธุ์. 2555. **365+1...คำศัพท์การเงินและการลงทุน.** กรุงเทพมหานคร: อมรินทร์ พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.

Dechow P M and Dichev I. D. 2002 "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors" **The Accounting Review 2002 (77): 35-59.**

Dechow, P. *et al.* 2010. "Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their

consequences." **Journal of Accounting and Economics 2010 (50): 344-401.**

Book (KBS 8).indb 26 10/25/2014 9:43:03 AM

Fathi, S. et al. 2011.“The Effect of Earnings Management on Stock Liquidity of Listed Companies in Tehran Stock

Exchange.”**Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business 2011** (8): 424-430.

Fathi, s. et al. 2012. “Examining the Relation between Stock Liquidity and Trading Characteristics in Tehran Stock

Exchange.”**Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business 2012 (12): 339-349.**

Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1976. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.” **Journal of Financial Economics. Harvard University: 305-360.**

Riahi, Y. et al. 2013. “The impact of Earnings Management on Liquidity: Case of the Tunisian Stock Market.” **International Journal of Business and Commerce 2013 (10): 38-57.**

Book (KBS 8).indb 27 10/25/2014 9:43:03 AM