

ความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร
กับการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



นางสาวณัฐกานต์ วัชรชัยทโลสถ

สถาบันวิทยบริการ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต


สาขาวิชาการบัญชี ภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2549

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

THE RELATIONSHIP BETWEEN DISCRETIONARY ACCRUALS AND
DECISION OF INVESTORS IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND



Miss Natakarn Watcharachaitalosot

สถาบันวิทยบริการ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Accountancy Program in Accounting

Department of Accountancy

Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic Year 2006

ณัฐกานต์ วัชรชัยทโลสถ : ความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

(THE RELATIONSHIP BETWEEN DISCRETIONARY ACCRUALS AND DECISION OF INVESTORS IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND.)

อ. ที่ปรึกษา : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วิศรุต ศรีบุญนาค, 73 หน้า.

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อศึกษานักลงทุนใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นข้อมูลในการตัดสินใจลงทุนหรือไม่ โดยผู้วิจัยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการ และอัตราผลตอบแทนเกินปกติในอนาคต กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ดำเนินงานในช่วงปี พ.ศ. 2538 – 2547 ทั้งนี้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารวัดค่าโดยใช้แบบจำลอง 5 ชนิด คือ แบบจำลอง Modified Jones แบบจำลอง Jones แบบจำลอง Healy แบบจำลอง De Angelo และแบบจำลอง Industry ผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ และการวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยโดยใช้สถิติทดสอบ t – test ในการทดสอบ

ผลการศึกษาพบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างรวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ โดยที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานในอนาคตมากกว่ารายการคงค้างรวม ผู้วิจัยจึงสรุปว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และรายการคงค้างรวมเป็นข้อมูลที่นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใช้เพื่อการตัดสินใจลงทุน โดยที่นักลงทุนให้ความสำคัญกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมากกว่ารายการคงค้างรวม การศึกษานี้ไม่พบว่านักลงทุนตัดสินใจลงทุนอย่างไม่เหมาะสม

ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไรในอนาคต และอัตราผลตอบแทนเกินปกติในอนาคตแตกต่างกันไปตามแบบจำลองที่ผู้วิจัยใช้วัดค่ารายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร

ภาควิชา.....การบัญชี.....
สาขาวิชา.....การบัญชี.....
ปีการศึกษา.....2549.....

ลายมือชื่อนิสิต.....ณัฐกานต์ วัชรชัยทโลสถ.....
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....ดร.ดร.....

4682234726 : MAJOR ACCOUNTING

KEY WORD : FUTURE PROFITABILITY / DISCRETIONARY ACCRUALS / PRICING / MISPRICING

NATAKARN WATCHARACHAITALOSOT : THE RELATIONSHIP BETWEEN DISCRETIONARY ACCRUALS AND DECISION OF INVESTORS IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND. THESIS ADVISOR : VISARUT SRIBUNNAK, Ph.D., 73 pp.

The main objective of this study is to examine the pricing of discretionary accruals. In particular, the study investigates the relationships among discretionary accruals, contemporaneous security returns, future profitability measures, and subsequent abnormal returns of companies listed in the Stock Exchange of Thailand during 1995 – 2004. Five models are used to estimate discretionary accruals : Modified Jones, Jones, Healy, De Angelo and Industry. This study employs the multiple regression technique and t – test in the examinations.

The results indicate that operating cash flows and total accruals are positively related to stock returns and future profitability. The relation for operating cash flows is stronger than that for total accruals. The evidence suggests that the stock market price operating cash flows and total accruals, and that the market pricing for operating cash flow is stronger than that for total accruals. There is no supporting evidence of mispricing in the accrued items.

The relationships among discretionary accruals, security returns, future profitability and subsequent abnormal returns are not robust to the models regression specifications used to estimate discretionary accruals.

Department of.....Accountancy.....
Field of study:.....Accounting.....
Academic year.....2006.....

Student's signature Natakarn Watcharachaitalosot
Advisor's signature Visat Su

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้เนื่องจากผู้วิจัยได้รับความช่วยเหลือ และการเอาใจใส่อย่างดีของผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วิศรุต ศรีบุญนาค อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ซึ่งท่านกรุณาให้คำปรึกษา และคำแนะนำ ตลอดจนตรวจทาน และแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณท่านเป็นอย่างยิ่ง

ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณอาจารย์ ดร. วรศักดิ์ ทูมมานนท์ ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ที่กรุณาให้คำแนะนำและแนวคิดที่เป็นประโยชน์ต่อการวิจัยนี้ และดร.สมศักดิ์ ประถมศรีเมฆ ที่ให้ความกรุณาเป็นกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ตลอดจนอาจารย์ทุกท่านที่อบรม และประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ต่าง ๆ แก่ผู้วิจัยตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน

สุดท้ายนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณพ่อและแม่ รวมถึงน้องและเพื่อน ๆ ทุกคนที่เป็นกำลังใจ ในการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ตลอดจนเจ้าหน้าที่ห้องภาควิชาการบัญชีที่ให้ความช่วยเหลือในการติดต่อ และประสานงานให้เป็นอย่างดี ผู้วิจัยขอขอบพระคุณทุกท่านเป็นอย่างยิ่ง

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ

หน้า

| | |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| บทคัดย่อภาษาไทย..... | ง |
| บทคัดย่อภาษาอังกฤษ..... | จ |
| กิตติกรรมประกาศ..... | ฉ |
| สารบัญ..... | ช |
| สารบัญตาราง..... | ณ |
| บทที่ 1 บทนำ | |
| 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา..... | 1 |
| 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย..... | 2 |
| 1.3 ขอบเขตของการวิจัย..... | 2 |
| 1.4 วิธีดำเนินการวิจัย..... | 3 |
| 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ..... | 3 |
| 1.6 ส่วนประกอบอื่น ๆ ของวิทยานิพนธ์..... | 3 |
| บทที่ 2 การทบทวนวรรณกรรม | |
| 2.1 สมมติฐานเรื่องประสิทธิภาพของตลาดทุน..... | 4 |
| 2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์..... | 5 |
| 2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับการกำหนด ราคาหลักทรัพย์..... | 6 |
| 2.4 ความเหมาะสมของการกำหนดราคาหลักทรัพย์โดยใช้รายการคงค้างใน ดุลยพินิจของผู้บริหาร..... | 11 |
| บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย | |
| 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา..... | 13 |
| 3.2 ช่วงเวลาในการศึกษา..... | 13 |
| 3.3 การวัดค่าตัวแปรที่ใช้ทดสอบ..... | 14 |
| 3.4 วิธีดำเนินการวิจัย..... | 15 |
| 3.4.1 การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของ ผู้บริหารกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์..... | 16 |

| | | |
|-------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 3.4.2 | การศึกษาผลของรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารที่มีต่อ ความสามารถในการแสดงถึงกำไรในอนาคตของข้อมูลทาง บัญชี..... | 18 |
| 3.4.3 | การศึกษาความเหมาะสมของการใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจ ของผู้บริหารในการกำหนดราคาหลักทรัพย์..... | 19 |
| 3.5 | การคำนวณรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร..... | 20 |
| 3.5.1 | แบบจำลอง Modified Jones..... | 20 |
| 3.5.2 | แบบจำลอง Jones..... | 21 |
| 3.5.3 | แบบจำลอง Healy..... | 22 |
| 3.5.4 | แบบจำลอง De Angelo..... | 22 |
| 3.5.5 | แบบจำลอง Industry..... | 22 |
| 3.6 | การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์..... | 23 |
| 3.6.1 | อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์..... | 23 |
| 3.6.2 | อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์..... | 23 |
| บทที่ 4 ผลการวิจัย | | |
| 4.1 | การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น..... | 25 |
| 4.2 | การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับการ กำหนดราคาหลักทรัพย์..... | 29 |
| 4.3 | การศึกษาผลของรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารที่มีต่อความสามารถ ในการแสดงถึงกำไรในอนาคตของข้อมูลทางบัญชี..... | 31 |
| 4.4 | การศึกษาความเหมาะสมของการใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์..... | 39 |
| บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย | | |
| 5.1 | สรุปผลการวิจัย..... | 45 |
| 5.2 | ข้อจำกัดในการวิจัย..... | 47 |
| 5.3 | ข้อเสนอแนะ..... | 48 |
| | รายการอ้างอิง..... | 49 |
| | ภาคผนวก..... | 52 |
| | ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์..... | 73 |

สารบัญตาราง

| | หน้า |
|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ตารางที่ 1 | เกณฑ์การเลือกตัวอย่างสำหรับการทดสอบ.....25 |
| ตารางที่ 2 | จำนวนตัวอย่างในการทดสอบแบ่งตามกลุ่มธุรกิจ.....26 |
| ตารางที่ 3 | ค่าสถิติเชิงพรรณนาที่ได้จากการเก็บข้อมูลโดยตรงจากงบการเงิน.....27 |
| ตารางที่ 4 | ค่าสถิติเชิงพรรณนาที่ได้จากการวัดค่าโดยใช้แบบจำลองต่าง ๆ.....28 |
| ตารางที่ 5 | ความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับ การกำหนดราคาหลักทรัพย์.....30 |
| ตารางที่ 6 | ผลของรายการคงค้างที่มีต่อความสามารถในการแสดงถึงกำไรในอนาคต ของข้อมูลทางบัญชี.....33 |
| ตารางที่ 7 | ผลของรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารที่มีต่อความสามารถใน การแสดงถึงกำไรในอนาคตของข้อมูลทางบัญชี.....37 |
| ตารางที่ 8 | การทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนเกินปกติเพื่อ ทดสอบความเหมาะสมของการใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร ในการตัดสินใจลงทุน.....40 |
| ตารางที่ 9 | ความเหมาะสมของการใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเพื่อ ตัดสินใจลงทุน.....42 |

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่า รายงานการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารมีความสำคัญต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ การศึกษานี้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างรายงานการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไรในอนาคต และอัตราผลตอบแทนเกินปกติในอนาคตของกิจการ และศึกษานักลงทุนนำรายงานการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารมาใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนได้อย่างเหมาะสมหรือไม่

วัตถุประสงค์ของการจัดทำบัญชีและการนำเสนองบการเงินคือ การสื่อสารข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของผู้ใช้ข้อมูลกลุ่มต่าง ๆ ซึ่งอาจแบ่งได้เป็นผู้ใช้ข้อมูลภายในองค์กร และผู้ใช้ข้อมูลภายนอกองค์กร ผู้ใช้ข้อมูลภายในองค์กรใช้ข้อมูลเพื่อสนับสนุนการตัดสินใจเรื่องต่าง ๆ ภายในองค์กร เช่น เพื่อกำหนดผลตอบแทนให้แก่ผู้บริหาร ส่วนผู้ใช้ข้อมูลภายนอกองค์กรประกอบด้วยผู้ใช้หลายกลุ่ม เช่น นักลงทุน เจ้าหนี้ หน่วยงานรัฐบาล สหภาพแรงงาน ซึ่งผู้ใช้แต่ละกลุ่มใช้ข้อมูลเพื่อวัตถุประสงค์ที่แตกต่างกัน นักลงทุนใช้งบการเงินเพื่อตัดสินใจว่าควรจะลงทุนในหลักทรัพย์ต่าง ๆ หรือไม่ เจ้าหนี้ใช้งบการเงินเพื่อตัดสินใจว่าจะให้กิจการกู้ยืมเงินหรือไม่

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตผู้วิจัยพบว่าข้อมูลที่นักลงทุนส่วนใหญ่ใช้เพื่อตัดสินใจลงทุนคือกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและกำไรทางบัญชี

กำไรทางบัญชีเกิดจากการบันทึกรายการตามเกณฑ์คงค้าง กิจการบันทึกรายการต่าง ๆ เมื่อเกิดขึ้นจริง ในขณะที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานเกิดจากการบันทึกรายการเมื่อมีการรับหรือจ่ายเงินสด เมื่อเปรียบเทียบกระแสเงินสดกับกำไรในมุมมองของการเป็นตัววัดผลการดำเนินงานของกิจการ กระแสเงินสดและกำไรมีทั้งข้อดีและข้อเสียแตกต่างกัน โดยกระแสเงินสดแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการก่อให้เกิดเงินสดและสภาพคล่องของกิจการ แต่กระแสเงินสดไม่รวมถึงรายการที่เกิดขึ้นแล้วแต่ยังไม่ได้รับหรือจ่ายเงินสด ดังนั้นกำไรตามเกณฑ์คงค้างจึงแสดงให้เห็นถึงภาพรวมของการดำเนินงานในรอบระยะเวลาต่าง ๆ ได้ดีกว่ากระแสเงินสด อย่างไรก็ตามเกณฑ์คงค้างได้ก่อให้เกิดปัญหาขึ้น เนื่องจากเกณฑ์คงค้างเปิดโอกาสให้ผู้บริหารสามารถใช้ดุลยพินิจในการกำหนดการรับรู้รายการต่างๆ ผ่านการเปลี่ยนแปลงรายการคงค้างได้ (Accruals) ผู้บริหารอาจสื่อสารข้อมูลภายใน (Private information) อันเป็น

ประโยชน์ต่อผู้ใช้ข้อมูลโดยผ่านรายการคงค้าง หรืออาจปรับแต่งตัวเลขทางบัญชีให้เป็นไปตามที่ ต้องการโดยผ่านรายการคงค้างได้เช่นกัน หากผู้บริหารใช้รายการคงค้างเพื่อสื่อสารข้อมูล ข้อมูลทางบัญชีจะมีประโยชน์ต่อผู้ใช้เพิ่มขึ้น แต่หากผู้บริหารใช้รายการคงค้างปรับแต่งตัวเลขทางบัญชี ข้อมูลจะบิดเบือนไปจากข้อเท็จจริงและผู้ใช้ข้อมูลอาจตัดสินใจผิดไปจากที่ควรจะเป็น ดังนั้น เกณฑ์คงค้างจึงสามารถทำให้ข้อมูลทางบัญชีมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุนเพิ่มขึ้นหรือ ลดลงก็ได้

ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาว่า นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ความสำคัญกับ รายการคงค้างที่อยู่ภายใต้การตัดสินใจของผู้บริหารหรือไม่ โดยหากนักลงทุนให้ความสำคัญ กับรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร นักลงทุนน่าจะใช้รายการคงค้างดังกล่าวในการ กำหนดราคาหลักทรัพย์

ถึงแม้ผู้วิจัยจะพบว่านักลงทุนใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเพื่อกำหนดราคา หลักทรัพย์จริง หลักฐานดังกล่าวยังไม่เพียงพอที่จะสรุปได้ว่าผู้บริหารใช้รายการคงค้างเพื่อ ประโยชน์ของผู้ใช้งบการเงินจริงหรือไม่ ดังนั้นผู้วิจัยจึงศึกษาเพิ่มเติมว่ารายการคงค้างในดุลย พินิจของผู้บริหารทำให้ข้อมูลทางบัญชีมีประโยชน์เพิ่มขึ้นหรือไม่ โดยทดสอบว่ารายการคงค้างใน ดุลยพินิจของผู้บริหารทำให้ข้อมูลทางบัญชีแสดงถึงความสามารถในการทำกำไรในอนาคตได้ดีขึ้น หรือไม่ นอกจากนี้ผู้วิจัยยังศึกษานักลงทุนใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกำหนด ราคาอย่างสมเหตุสมผลหรือไม่

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาการใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารในการกำหนดราคา หลักทรัพย์ของ นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับการแสดง ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของข้อมูลทางบัญชี
3. เพื่อศึกษาความเหมาะสมของการใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารในการ กำหนดราคาหลักทรัพย์ของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3 ขอบเขตของการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่า รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารมี ความสำคัญต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ รายการคง ค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารทำให้ข้อมูลทางบัญชีแสดงถึงความสามารถในการทำกำไรในอนาคต ได้เพิ่มขึ้นหรือไม่ และนักลงทุนนำรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารมาใช้ประกอบการ

ตัดสินใจลงทุนได้อย่างเหมาะสมหรือไม่ โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2538 – 2547 และข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล ในช่วงปี พ.ศ. 2543 – 2548 ทั้งนี้ไม่รวมถึงข้อมูลในธุรกิจธนาคาร ประกันภัย และการเงิน

1.4 วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยนี้ใช้วิธีการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) และการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยโดยใช้สถิติ t -test สำหรับการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ผู้วิจัยใช้วิธีพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยและระดับความมีนัยสำคัญของค่าสัมประสิทธิ์ ส่วนการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยโดยใช้สถิติ t -test ผู้วิจัยพิจารณาจากระดับความมีนัยสำคัญของค่าสถิติ t -test

1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ผลการศึกษาทำให้ทราบว่าความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนี้ยังทำให้ทราบว่าผู้บริหารพยายามสื่อสารข้อมูลอื่น ๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนผ่านรายการคงค้างทำให้นักลงทุนได้รับประโยชน์จากการใช้ข้อมูลทางบัญชีเพิ่มขึ้นหรือไม่ และนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างเหมาะสมเพียงใด ซึ่งผลการศึกษานี้จะทำให้นักลงทุนทราบว่าควรตอบสนองต่อข้อมูลดังกล่าวอย่างไร และควรใช้ความระมัดระวังในการวิเคราะห์ข้อมูลก่อนการตัดสินใจลงทุน

1.6 ส่วนประกอบอื่น ๆ ของวิทยานิพนธ์

ส่วนประกอบอื่น ๆ ของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีดังนี้ บทที่ 2 การทบทวนวรรณกรรม ประกอบด้วยแนวคิด ทฤษฎี เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย ประกอบด้วย ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา ขั้นตอนการศึกษาและวิธีการวิเคราะห์ข้อมูล บทที่ 4 การวิเคราะห์ข้อมูลและผลการวิจัย และบทที่ 5 การสรุปผลการวิจัย ประกอบด้วย การสรุปผลการวิจัย และข้อจำกัดของการวิจัย

บทที่ 2

การทบทวนวรรณกรรม

ในบทนี้เป็นการทบทวนแนวคิด ทฤษฎี เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง อันเป็นที่มาของวิทยานิพนธ์นี้ โดยการทบทวนวรรณกรรมจะแบ่งเป็นหัวข้อต่าง ๆ ดังนี้

- 1) สมมติฐานเรื่องประสิทธิภาพของตลาดทุน
- 2) ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์
- 3) ความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์
- 4) ความเหมาะสมของการกำหนดราคาหลักทรัพย์โดยใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร

2.1 สมมติฐานเรื่องประสิทธิภาพของตลาดทุน

สมมติฐานเรื่องประสิทธิภาพของตลาดทุนเป็นแนวคิดที่มีความสำคัญต่องานวิจัยทางบัญชีที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ เพราะการพิจารณาว่าข้อมูลใด ๆ ที่เผยแพร่ในตลาดทุนมีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนหรือไม่ เป็นไปตามสมมติฐานเรื่องประสิทธิภาพของตลาดทุน

Fama (1970) อ้างถึงใน Belkaoui (2004) กล่าวว่าตลาดทุนจะมีประสิทธิภาพก็ต่อเมื่อตลาดทุนตอบสนองต่อข้อมูลต่างๆ โดยอาจแบ่งการตอบสนองออกเป็น 3 ระดับ คือ ระดับต่ำ (Weak form) ระดับกลาง (Semi-strong form) และระดับสูง (Strong form) ดังนี้

2.1.1 ระดับต่ำ (Weak form)

ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะเป็นราคาที่อ้างอิงมาจากข้อมูลราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายในอดีตเท่านั้น และการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดทุนระดับนี้จะมีลักษณะแบบ Random walk หรืออีกนัยหนึ่งนักลงทุนไม่สามารถใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิค (การวิเคราะห์โดยใช้ข้อมูลราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในอดีต) เพื่อลงทุนในหลักทรัพย์ให้ได้ผลตอบแทนเกินปกติได้

2.1.2 ระดับกลาง (Semi-strong form)

สำหรับตลาดระดับนี้ ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันอ้างอิงจากราคาหลักทรัพย์และข้อมูลการซื้อขายในอดีต และข้อมูลทั้งหมดที่เผยแพร่สู่สาธารณะ (Public Information) ทั้งนี้สมมติฐานเรื่องประสิทธิภาพของตลาดในระดับกลางนี้เกี่ยวข้องกับงานวิจัยทางบัญชีเนื่องจากข้อมูลที่เผยแพร่สู่สาธารณะซึ่งส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันนั้นรวมถึงข้อมูลต่าง ๆ ในงบการเงิน

ด้วย ราคาหลักทรัพย์จะมีการเปลี่ยนแปลงทันทีเมื่อมีการประกาศข้อมูล ดังนั้นนักลงทุนจึงไม่สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้หากใช้เฉพาะข้อมูลที่เผยแพร่สู่สาธารณะ

2.1.3 ระดับสูง (Strong form)

ข้อมูลที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจคือ ข้อมูลทั้งหมดไม่ว่าจะเป็นข้อมูลที่เผยแพร่สู่สาธารณะหรือข้อมูลภายในของกิจการ และนักลงทุนทุกรายจะรู้ข้อมูลเหล่านั้น ดังนั้นราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจึงสะท้อนถึงข้อมูลทั้งหมดแล้ว นักลงทุนจึงไม่สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติภายใต้สมมติฐานที่ตลาดมีประสิทธิภาพระดับสูงนี้ได้

2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์

Meigs และคณะ (2001) กล่าวว่า วัตถุประสงค์ของการจัดทำบัญชีและการนำเสนอของงบการเงินคือ การสื่อสารข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของผู้ใช้ข้อมูลกลุ่มต่าง ๆ ซึ่งผู้ใช้ข้อมูลกลุ่มสำคัญคือนักลงทุน จากการศึกษางานวิจัยในอดีตผู้วิจัยพบว่ากำไรทางบัญชีเป็นข้อมูลที่มีความสำคัญต่อการตัดสินใจของนักลงทุน แนวคิดและงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับความสำคัญของการกำไรทางบัญชีที่มีต่อการตัดสินใจของนักลงทุนมีดังต่อไปนี้

แนวคิดเรื่อง Earnings from an informational perspective ได้เชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับกำไรไว้ดังนี้

- 1) ราคาหลักทรัพย์ในงวดปัจจุบันสัมพันธ์กับเงินปันผลในอนาคต
- 2) เงินปันผลในอนาคตสัมพันธ์กับกำไรในอนาคต
- 3) กำไรในอนาคตสัมพันธ์กับกำไรในปัจจุบัน

กำไรทางบัญชีจึงเป็นค่าประมาณของกำไรเชิงเศรษฐกิจซึ่งเกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดที่นักลงทุนจะได้รับจากการลงทุน ดังนั้นจึงอาจกล่าวได้ว่ากำไรจึงเป็นข้อมูลสำคัญที่นักลงทุนนำไปใช้เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนได้

นักวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีและราคาหลักทรัพย์หรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงแรกคือ Ball และ Brown (1968) โดยพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับกำไรทางบัญชี ผลการวิจัยพบว่าผลตอบแทนเกินปกติเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรเกินปกติ นั่นคือ กำไรทางบัญชีให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุน

Bowen, Burgstahler และ Daley (1987) พบว่า กำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ แสดงว่ากำไรและกระแสเงินสดเป็นข้อมูลที่นักลงทุนใช้ตัดสินใจลงทุน

Easton และ Harris (1991) พบว่ากำไรทางบัญชีและการเปลี่ยนแปลงของกำไรทางบัญชีสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ โดยกำไรทางบัญชีในงวดปัจจุบันสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่าการเปลี่ยนแปลงของกำไร และกำไรทางบัญชีในงวดก่อน

Dechow (1994) พบว่ากำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดมีความสำคัญกับการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน แต่กำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายผลการดำเนินงานในอนาคตได้ดีกว่ากระแสเงินสด และหากปริมาณทุนหมุนเวียนของกิจการมีความผันผวนมาก หรือวงจรการดำเนินธุรกิจใช้เวลานาน (Operating Cycle) กำไรทางบัญชียิ่งเป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่ดีกว่ากระแสเงินสด

Lev และ Zarowin (1999) ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในช่วงปี 1977-1996 ผลการทดสอบพบว่ากำไรทางบัญชีสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ แต่ความสามารถดังกล่าวลดลงในช่วงเวลาที่ทดสอบ คือในช่วง 10 ปีแรก R^2 อยู่ระหว่างร้อยละ 6 ถึงร้อยละ 12 แต่ในช่วง 10 ปีหลัง R^2 อยู่ระหว่างร้อยละ 4 ถึงร้อยละ 8 เช่นเดียวกับ Francis and Schipper (1999) ที่พบว่า กำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ แต่ความสัมพันธ์ดังกล่าวลดลงในช่วงปี ค.ศ. 1952 - ค.ศ. 1994

Lo และ Lys (2000) อ้างถึงในปัญญา (2545) จากการศึกษาข้อมูลของหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1972 ถึง ค.ศ. 2000 พบว่าความสัมพันธ์ของข้อมูลทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ลดลง โดยเฉพาะความสัมพันธ์กับกำไรทางบัญชีซึ่งอาจเกิดจากการเปิดเผยข้อมูลอื่น ๆ ที่ไม่ได้บันทึกบัญชีจึงมีผลกระทบต่อความตัดสินใจของนักลงทุน อย่างไรก็ตาม Lo and Lys พบว่ากำไรทางบัญชียังมีคุณค่าต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนอยู่เช่นเดิม

จากการทบทวนวรรณกรรมที่กล่าวมาผู้วิจัยพบว่า กำไรทางบัญชีเป็นข้อมูลสำคัญที่นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ต่าง ๆ

2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์

จากการทบทวนวรรณกรรมในส่วนที่ 2 เรื่องความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ผู้วิจัยพบว่านักลงทุนใช้กำไรทางบัญชีเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ต่าง ๆ ซึ่งกำไรทางบัญชีประกอบด้วยส่วนที่เป็นกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operating Cash flow) และรายการคงค้าง (Accrual) ทั้งนี้รายการคงค้างสามารถแบ่งตามการควบคุมของฝ่ายบริหารได้เป็น รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accrual)

และรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร (Nondiscretionary Accrual) ซึ่งเกิดจากการเปลี่ยนแปลงจากการดำเนินธุรกิจตามปกติ หรืออาจกล่าวได้ว่า

$$NI = CFO + NDAC + DAC$$

| | | | |
|--------|------|---|-----------------------------------------------|
| โดยที่ | NI | = | กำไรทางบัญชี |
| | CFO | = | กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน |
| | NDAC | = | รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร |
| | DAC | = | รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร |

เนื่องจากผู้บริหารมีอำนาจในการดูแลและบริหารงานต่าง ๆ ของกิจการ จึงมีโอกาที่จะรับรู้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ มากกว่าบุคคลอื่นๆ ซึ่งการที่ผู้บริหารกับผู้ใช้ข้อมูลกลุ่มอื่นๆ มีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันทำให้ผู้บริหารสามารถเลือกจะสื่อสารข้อมูลภายในองค์กรผ่านรายการคงค้างในส่วนที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารเพื่อให้ข้อมูลแสดงถึงมูลค่าเชิงเศรษฐกิจได้ดีขึ้น หรือผู้บริหารอาจถือโอกาสปิดบังหรือบิดเบือนข้อมูลผ่านรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเพื่อหาประโยชน์ส่วนตัวได้เช่นกัน (Chung, Ho and Kim, 2004) ดังนั้นจึงเป็นประเด็นที่น่าสนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับการตัดสินใจของผู้ใช้ข้อมูล หรือศึกษาว่ารายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารสำคัญต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์หรือไม่ (pricing) และผู้บริหารใช้รายการคงค้างเพื่อการใด ดังนั้นจึงมีผู้วิจัยทางบัญชีสนใจศึกษาว่า รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนหรือไม่ และผู้บริหารพยายามสื่อสารข้อมูลภายในองค์กรผ่านรายการคงค้าง หรือบิดเบือนข้อมูลเพื่อประโยชน์ของตนเองโดยใช้รายการคงค้างเป็นเครื่องมือหรือไม่

Subramanyam (1996) ศึกษาว่ารายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารมีความสำคัญต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์หรือไม่ ผู้วิจัยวัดค่ารายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารโดยใช้แบบจำลอง Jones และ แบบจำลอง Modified Jones ผลการศึกษาพบว่ารายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารมีความสำคัญต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามตลาดทุนตอบสนองต่อรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารอาจเกิดจาก 2 สาเหตุ คือ 1. ตลาดทุนมีประสิทธิภาพและตอบสนองต่อรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเนื่องจากรายการคงค้างดังกล่าวทำให้ข้อมูลสามารถแสดงถึงมูลค่าเชิงเศรษฐกิจของกิจการดีขึ้น หรือ 2. ผู้บริหารบิดเบือนข้อมูลผ่านรายการคงค้าง ดังนั้นการตอบสนองของตลาดทุนในกรณีนี้จึงไม่ใช่การตอบสนองที่แสดงถึงประโยชน์ของข้อมูลอย่างแท้จริง แต่การศึกษาในขั้นตอนนี้ยังไม่สามารถตอบคำถามได้ว่า ผู้บริหารพยายามสื่อสารข้อมูลภายในองค์กรเพื่อประโยชน์ของนักลงทุน หรือพยายามบิดเบือนข้อมูลในงบการเงินเพื่อประโยชน์ของตนเองโดยการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างใน

ดุลยพินิจของผู้บริหารหรือไม่ ผู้วิจัยพบว่ารายการคงค้างในดุลยพินิจสามารถอธิบายผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการได้ ดังนั้นผู้วิจัยจึงสรุปว่าผู้บริหารสื่อสารข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุนผ่านทางรายการคงค้างและไม่ได้ใช้รายการคงค้างเพื่อบิดเบือนข้อมูล

Louis และ Robinson (2001) พบว่า ผู้บริหารใช้รายการคงค้างและการประกาศแตกหุ้นสามัญเพื่อสื่อสารข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน มากกว่าที่จะใช้เพื่อบิดเบือนข้อเท็จจริง

นอกจากนี้ Chung, Ho และ Kim (2004) ศึกษาเรื่องความสามารถของรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ผู้วิจัยพบว่ารายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารมีความสำคัญต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์เช่นเดียวกับผลการวิจัยของ Subramanyam (1996) แต่ Chung และคณะ ไม่ได้ชี้ชัดว่าผู้บริหารสื่อสารข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนผ่านรายการคงค้างหรือไม่ คณะผู้วิจัยกล่าวเพียงว่าผู้บริหารอาจใช้รายการคงค้างสื่อสารข้อมูลภายในองค์กรซึ่งทำให้ข้อมูลมีประโยชน์ต่อนักลงทุนมากขึ้น หรือในขณะเดียวกันผู้บริหารของบางกิจการอาจได้รับแรงกดดันด้านปัญหาทางการเงินของกิจการ ทำให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจที่จะจัดการให้กำไรสูงขึ้นกว่าที่ควรจะเป็น เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดการผิดเงื่อนไขการกู้ยืมเงิน หรือหากกิจการมีผลประกอบการต่ำมาก ผู้บริหารอาจตกแต่งให้กำไรในงวดปัจจุบันลดลงเพื่อให้ผลการดำเนินงานของงวดต่อไปสูงขึ้น (Take big bath)

นอกจากงานวิจัยที่พบว่าผู้บริหารสื่อสารข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนผ่านรายการคงค้างส่วนที่อยู่ภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร แล้วยังมีงานวิจัยอีกกลุ่มที่ศึกษาเกี่ยวกับการจัดการกำไรที่มีแรงจูงใจต่าง ๆ กัน ดังนี้

Moses (1987) ศึกษาปัจจัยที่คาดว่าจะเป็แรงจูงใจให้ผู้บริหารเกลี้ยกำไรให้สม่ำเสมอ ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการ รูปแบบการจ่ายค่าตอบแทนให้ผู้บริหาร และความแตกต่างระหว่างกำไรที่เกิดขึ้นจริงกับกำไรที่คาดหวัง มีความสัมพันธ์กับการเกลี้ยกำไรของผู้บริหาร ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า ปัจจัยเหล่านี้เป็นแรงจูงใจให้ผู้บริหารตกแต่งกำไร

DeFond และ Jimbalvo (1994) ซึ่งศึกษาว่าเมื่อมีความเสี่ยงที่กิจการจะผิดสัญญาการกู้ยืมเงิน ฝ่ายบริหารพยายามเลือกใช้นโยบายบัญชีที่ช่วยให้ผลกำไรของกิจการเพิ่มขึ้นหรือไม่ ผลการศึกษาพบว่า ในปีก่อนที่จะมีการผิดสัญญา บริษัทเหล่านี้มีรายการคงค้างสูงอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนในปีที่มีการละเมิดสัญญาพบว่า รายการคงค้างต่ำลงจนติดลบ นอกจากนี้ยังพบว่า บริษัทที่มีการเปลี่ยนผู้บริหารในปีที่ละเมิดสัญญา ผู้บริหารใหม่มีแนวโน้มที่จะเร่งรับรู้ค่าใช้จ่ายและชะลอการรับรู้รายได้ในรอบระยะเวลาที่มีการเปลี่ยนผู้บริหาร ซึ่งจะทำให้ผลประกอบการในรอบระยะเวลาที่มีการเปลี่ยนผู้บริหารลดลงเป็นอย่างมาก แต่ผลประกอบการในรอบระยะเวลาถัดไปจะสูงขึ้น (take big baths) ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า เมื่อกิจการมีโอกาสที่จะทำผิดสัญญาเงินกู้

ผู้บริหารมักจะเลือกนโยบายที่ไม่เหมาะสมเพื่อหลีกเลี่ยงการการละเมิดเงื่อนไขสัญญาเงินกู้ โดยพยายามทำให้กำไรเพิ่มสูงขึ้น

Teoh, Welch และ Wong (1998b) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับผลการดำเนินงานของกิจการที่ออกหุ้นสามัญครั้งแรก (Initial Public Offering) คณะผู้วิจัยยังแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มที่มีรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารสูง กับกลุ่มที่มีรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารต่ำ จากนั้นจึงทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับผลการดำเนินงานและผลตอบแทนของหลักทรัพย์หลังออกหุ้นสามัญ ผลการวิจัยพบว่า กิจการที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารสูงจะมีผลการดำเนินงานและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ต่ำลงในช่วง 3 ปีหลังจากที่ออกจำหน่ายหุ้นสามัญ และผลตอบแทนของกลุ่มตัวอย่าง 2 กลุ่มนี้แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยกลุ่มที่มีรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารสูงจะมีผลตอบแทนหลังออกหุ้นสามัญต่ำกว่ากลุ่มที่มีรายการคงค้างดังกล่าวสูง

Teoh และคณะ (1998a) ศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกิจการหลักจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน (Seasoned Equity Offering) โดยเปรียบเทียบระหว่างกิจการที่ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน และกิจการที่ไม่เพิ่มทุนซึ่งอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน และมีขนาดกำไรต่อสินทรัพย์ในระดับใกล้เคียงกัน ผลการศึกษาพบว่า กำไรของกิจการในช่วงก่อนการเพิ่มทุนจะเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ จนถึงปีที่มีการเพิ่มทุน และหลังจากการเพิ่มทุนกำไรจะลดลง ในขณะที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานจะมีลักษณะที่ต่างจากกำไร คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการจะลดลงในช่วงก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุน และจะเพิ่มขึ้นหลังจากการเพิ่มทุน ผลจากการวิจัยนี้แสดงให้เห็นว่ากิจการมีการจัดการกำไรให้เพิ่มขึ้นในช่วงก่อนที่จะเพิ่มทุนเพื่อจูงใจให้นักลงทุนซื้อหุ้นสามัญของกิจการ โดยที่ผู้บริหารกิจการจัดการกำไรโดยวิธีการเปลี่ยนแปลงรายการคงค้าง

Rangan (1998) ศึกษาว่าการเปลี่ยนแปลงรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารช่วงที่มีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนสามารถอธิบายผลการดำเนินงานที่ต่ำลงหลังการเพิ่มทุนได้หรือไม่ ผลการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารในช่วงที่กิจการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่ลดลงหลังจากที่กิจการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน นอกจากนี้ผลตอบแทนหลังจากการเพิ่มทุนยังมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารในช่วงที่กิจการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนอีกด้วย

Yoon และ Miller (2002b) ศึกษาเกี่ยวกับการจัดการกำไรในกิจการที่ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน เพื่อทดสอบว่าบริษัทมีการจัดการกำไรในช่วงก่อนที่จะออกหุ้นเพิ่มทุนหรือไม่ โดยใช้

จำนวนรายการคงค้างที่อยู่ภายใต้การควบคุมของฝ่ายบริหารเป็นตัวแปรของระดับการจัดการกำไร ผลการวิจัยพบว่า ในช่วงก่อนออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน กิจกรรมการรายงานผลกำไรสูงขึ้น เนื่องมาจากการจัดการกำไร นอกจากนี้ผู้วิจัยยังทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุน (Stock returns) กับ รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร ผลการทดสอบพบว่า ตลาดตอบสนองในเชิงลบต่อรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารดังกล่าว

Yoon และ Miller (2002a) ยังศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน กับ พฤติกรรมการจัดการกำไร ในช่วงปี ค.ศ. 1994-1997 โดยผู้วิจัยมีสมมติฐานการวิจัยว่า ระดับการจัดการกำไรจะขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของกิจการ ผู้วิจัยจัดบริษัทตัวอย่างออกเป็น 10 กลุ่มตามจำนวนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน เพื่อทดสอบว่า ระดับการจัดการกำไรของแต่ละกลุ่มตัวอย่างมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ ผลการศึกษาพบว่า กิจกรรมมีการจัดการกำไรจริง โดยเมื่อผลประกอบการออกมาไม่ดีบริษัทมีแนวโน้มที่จะพยายามเลือกใช้กลยุทธ์ต่างๆ เพื่อให้กำไรเพิ่มขึ้น แต่หากผลประกอบการตกต่ำมากจะพบว่าบริษัทพยายามจะเร่งรับรู้ค่าใช้จ่าย และเลื่อนการรับรู้รายได้ออกไปในงวดหน้า เพื่อให้ผลการดำเนินงานของงวดต่อไปสูงขึ้น (take a big bath) ในขณะที่หากผลประกอบการดี บริษัทจะพยายามเลือกใช้กลยุทธ์ที่ทำให้กำไรลดลง

Somsak Pratomsrimek (2004) ศึกษาว่า ในรอบระยะเวลาก่อนที่กิจการจะถูกจัดประเภทให้อยู่ในหมวดกิจการที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟู (REHABCO) กิจการเหล่านั้นมีการตกแต่งกำไรเพื่อหลีกเลี่ยงไม่ให้อ้างอิงอยู่ในหมวดดังกล่าวหรือไม่ ผลการศึกษาพบว่า ในช่วง 1 ปี ก่อนที่จะถูกจัดอยู่ในหมวดฟื้นฟูกิจการ บริษัทที่ประสบปัญหาด้านการเงินดังกล่าวมีระดับรายการคงค้างที่อยู่ภายใต้การควบคุมของฝ่ายบริหารสูงถึงร้อยละ 28 ของสินทรัพย์รวมโดยประมาณ นั่นคือ กิจการพยายามจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร เพื่อหลีกเลี่ยงไม่ให้กิจการเข้าเกณฑ์ที่ต้องถูกจัดอยู่ในหมวดฟื้นฟูกิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรมในส่วนนี้ พบว่ารายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารมีความสำคัญต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ นั่นคือรายการคงค้างดังกล่าวมีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของนักลงทุน โดยที่ผู้บริหารบางกลุ่มพยายามสื่อสารข้อมูลภายในองค์กรผ่านรายการคงค้างส่วนที่อยู่ภายใต้ดุลยพินิจของตนเอง เพื่อให้ข้อมูลแสดงถึงความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการได้มากขึ้น ซึ่งจะเป็นการทำให้ข้อมูลมีคุณค่าต่อการตัดสินใจของนักลงทุนเพิ่มมากขึ้น ในขณะที่ผู้วิจัยอีกกลุ่มพบว่าผู้บริหารอาจใช้ประโยชน์จากรายการคงค้างเพื่อบิดเบือนหรือปิดบังข้อเท็จจริงเพื่อประโยชน์ของตนเองทำให้นักลงทุนตัดสินใจผิดพลาดไปจากที่ควรจะเป็น ดังนั้นการที่นักลงทุนตอบสนองต่อรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารอาจไม่ได้เกิดจากการที่

รายการคงค้างนั้นมีข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจเพียงอย่างเดียว แต่อาจเป็นเพราะนักลงทุนใช้ข้อมูลที่มีอยู่ตัดสินใจลงทุนอย่างไม่เหมาะสม

2.4 ความเหมาะสมของการกำหนดราคาหลักทรัพย์โดยใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร

ผู้วิจัยกลุ่มหนึ่งพบว่านักลงทุนใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเพื่อเป็นข้อมูลส่วนหนึ่งในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ต่าง ๆ อย่างไรก็ตามการที่นักลงทุนนำรายการคงค้างดังกล่าวไปใช้ตัดสินใจลงทุนไม่ได้เป็นเครื่องยืนยันว่านักลงทุนได้วิเคราะห์ข้อมูลอย่างรอบคอบและตัดสินใจลงทุนอย่างเหมาะสม จึงมีผู้วิจัยกลุ่มหนึ่งที่มุ่งศึกษาว่า การตอบสนองของนักลงทุนที่มีต่อข้อมูลดังกล่าวเป็นไปอย่างถูกต้องและเหมาะสมเพียงใด

Sloan (1996) และ Chan, Jegadeesh และ Lakonishok (2001) พบว่า นักลงทุนยังยึดติดกับตัวเลขกำไรทางบัญชีเพียงอย่างเดียว และ Xie (2001) พบว่านักลงทุนใช้ข้อมูลรายการคงค้างกำหนดราคาหลักทรัพย์สูงกว่าความเป็นจริง ทั้งในส่วนของรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร และรายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร

ทั้งนี้ Sloan (1996) เชื่อว่าหากกำไรประกอบด้วยส่วนที่เป็นกระแสเงินสดมากกว่าส่วนที่เป็นรายการคงค้าง กำไรจะมีความยั่งยืน ดังนั้นเมื่อนักลงทุนยึดติดกับกำไรโดยที่ไม่ได้พิจารณาองค์ประกอบซึ่งเป็นที่มาของกำไรย่อมทำให้นักลงทุนตัดสินใจลงทุนอย่างไม่เหมาะสม ราคาหลักทรัพย์จะกลับเป็นราคาที่แท้จริงก็ต่อเมื่อกิจการประกาศกำไรในอนาคตต่างจากที่นักลงทุนคาดหวังจึงทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติ

จากงานวิจัยในอดีต ผู้วิจัยพบว่าการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติ เป็นวิธีการอย่างหนึ่งที่ใช้เพื่อวิเคราะห์ว่านักลงทุนใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกำหนดราคาหลักทรัพย์อย่างสมเหตุสมผลหรือไม่ อย่างไรก็ตามแม้ผู้วิจัยอาจจะพบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้งสองจากการทดสอบด้วยวิธีดังกล่าว ผู้วิจัยก็ไม่สามารถสรุปได้แน่นอนว่าเป็นความสัมพันธ์ที่แท้จริงเพราะความสัมพันธ์นี้อาจได้รับผลกระทบจากปัจจัยอื่น ๆ ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องผู้วิจัยพบว่าตัวแปรที่ควรควบคุมในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติกับรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร คือ ขนาดของกิจการ, อัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด และสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการ

Warfield, Wild J.J. และ Wild K.L. (1994) Chung, Firth และ Kim (2005) กล่าวว่า สัดส่วนหนี้สินของกิจการเป็นปัจจัยหนึ่งที่กระทบต่อการจัดการรายการคงค้าง เนื่องจากกิจการที่

มีสัดส่วนของหนี้สินสูง อาจจะถูกเพ่งเล็งหรือตรวจสอบจากเจ้าหนี้มากกว่ากิจการที่มีสัดส่วนของหนี้สินต่ำกว่า ดังนั้นกิจการจึงน่าจะมีแรงจูงใจในการปรับรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร เพื่อให้ผลการดำเนินงานของกิจการดีขึ้น เมื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง DAC กับปัจจัยอื่น ๆ ผู้วิจัยจึงมักกำหนดให้ สัดส่วนหนี้สินเป็นตัวแปรควบคุมตัวหนึ่ง

จากการทบทวนวรรณกรรมในส่วนนี้พบว่า นักลงทุนในตลาดทุนตอบสนองต่อข้อมูลรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารอย่างไม่เหมาะสม โดยมักจะให้ราคาที่สูงกว่าความเป็นจริงแก่หลักทรัพย์ที่มีรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารสูง ทั้งนี้อาจเป็นเพราะนักลงทุนยังยึดติดอยู่กับตัวเลขกำไรสุทธิโดยที่ไม่ได้พิจารณาว่ากำไรสุทธิประกอบด้วยส่วนที่เป็นกระแสเงินสดและรายการคงค้าง ซึ่งรายการคงค้างอาจถูกผู้บริหารกิจการปรับแต่งทำให้กำไรสุทธิสูงกว่าที่ควรจะเป็น ดังนั้นนักลงทุนจึงอาจให้ราคาที่สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงของกิจการ อย่างไรก็ตามราคาหลักทรัพย์จะกลับเป็นราคาที่แท้จริงเมื่อกิจการประกาศกำไรในอนาคตออกมาต่ำกว่าที่นักลงทุนคาดหวังไว้ จึงส่งผลให้อัตรผลตอบแทนเกินปกติในอนาคตของกิจการมีค่าเป็นลบ

นอกจากนี้การทบทวนวรรณกรรมในส่วนนี้ยังกล่าวถึง วิธีการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับอัตรผลตอบแทนเกินปกติ ซึ่งเป็นวิธีหนึ่งที่ผู้วิจัยใช้ทดสอบว่านักลงทุนใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกำหนดราคาหลักทรัพย์อย่างเหมาะสมหรือไม่ การทดสอบความสัมพันธ์นี้อาจมีความคลุมเครือหลายอย่าง โดยสรุปแล้วปัจจัยที่ผู้วิจัยมักกำหนดให้เป็นตัวแปรควบคุมในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารและอัตรผลตอบแทนเกินปกติ คือ ขนาดของกิจการ อัตราสถรรพณ์มูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด และสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์

จากการทบทวนวรรณกรรม ผู้วิจัยพบว่ากำไรทางบัญชีเป็นข้อมูลที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจลงทุน และเมื่อแบ่งรายการคงค้างรวมเป็นรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร และรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร ผู้วิจัยพบว่านักลงทุนใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นข้อมูลในการลงทุน ทั้งนี้ผู้วิจัยกลุ่มหนึ่งพบว่า ผู้บริหารสื่อสารข้อมูลภายในองค์กรผ่านทางรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร ทำให้ข้อมูลมีประโยชน์ต่อนักลงทุนมากขึ้น ในขณะที่ผู้วิจัยอีกกลุ่มพบว่าผู้บริหารใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารบิดเบือนข้อมูลเพื่อแสวงหาประโยชน์ให้ตนเอง อย่างไรก็ตามผู้วิจัยพบว่ายังไม่มีการศึกษาเรื่องการปรับรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเพื่อการตัดสินใจลงทุนในประเทศไทย โดยงานวิจัยส่วนใหญ่ในประเทศไทยที่เกี่ยวกับรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นการศึกษาเรื่องแรงจูงใจในการจัดการกำไร

บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

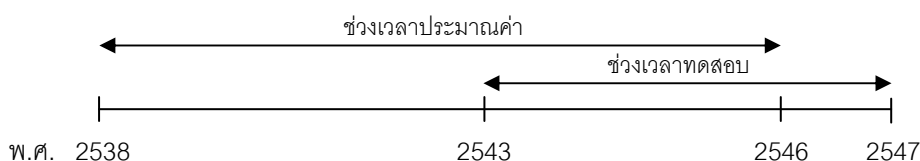
กลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ดำเนินงานในช่วงปี พ.ศ. 2538 – 2547 ทั้งนี้ไม่รวมถึงบริษัทในกลุ่มธุรกิจธนาคาร ประกันภัย และการเงิน เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีโครงสร้างธุรกิจ และการรับรู้รายการต่าง ๆ แตกต่างจากบริษัทในธุรกิจอื่นจึงไม่สามารถเปรียบเทียบกับกลุ่มตัวอย่างได้

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานำมาจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Integrated – SET Information Management, I-SIM CD) และ WWW.SETSMART.COM มีดังต่อไปนี้

- 1) ข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปีพ.ศ. 2538 – 2547 ได้แก่ เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ลูกหนี้การค้า สินทรัพย์หมุนเวียน สินทรัพย์ถาวร สินทรัพย์รวม หนี้สินหมุนเวียน หนี้สินระยะยาวที่ถึงกำหนดชำระในปี หนี้สินรวม รายได้จากการขาย ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน
- 2) ข้อมูลราคาหุ้นสามัญ และการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างในช่วงเดือน กุมภาพันธ์ 2538 – ธันวาคม 2547
- 3) ดัชนีราคาหุ้นสามัญตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ในช่วงเดือน กุมภาพันธ์ 2538 – ธันวาคม 2547
- 4) อัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book to Market) และ Market Capitalization ปีพ.ศ. 2543 -2547

3.2 ช่วงเวลาในการศึกษา

ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับการตัดสินใจลงทุน ผู้วิจัยต้องประมาณค่าตัวแปร 2 ตัวแปร คือ รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร และอัตราผลตอบแทนเกินปกติ ดังนั้นช่วงเวลาในการศึกษาจึงแบ่งเป็น 2 ช่วงดังต่อไปนี้



จากแผนภาพจะพบว่าช่วงเวลาประมาณค่าและช่วงเวลาทดสอบจะซ้อนกันบางส่วน เนื่องจากการประมาณค่าตัวแปรต่าง ๆ จะต้องใช้ข้อมูลย้อนหลัง 5 ปีก่อนปีที่ต้องการทดสอบ เช่น หากผู้วิจัยต้องการประมาณค่าตัวแปรปี พ.ศ. 2543 ผู้วิจัยต้องใช้ข้อมูลปี พ.ศ. 2538 – 2542 หากต้องการประมาณค่าตัวแปรปี พ.ศ. 2547 ต้องใช้ข้อมูลปี พ.ศ. 2542 – 2546 ดังนั้นช่วงเวลาประมาณค่า และช่วงเวลาทดสอบจึงซ้อนทับบางส่วนดังแผนภาพ

3.3 การวัดค่าตัวแปรที่ใช้ทดสอบ

1) รายการคงค้างรวม

$$TA_{it} = [\Delta CA_{it} - \Delta Cash_{it}] - [\Delta CL_{it} - \Delta CLTD_{it}] - D \& A_{it}$$

| | | | |
|--------|-----------------|---|-----------------------------------------------------------------------|
| โดยที่ | TA_t | = | รายการคงค้างรวมในปีที่ t |
| | ΔCA_t | = | ผลต่างของสินทรัพย์หมุนเวียนในปีที่ t กับปีที่ t-1 |
| | $\Delta Cash_t$ | = | ผลต่างของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดในปีที่ t กับปีที่ t-1 |
| | ΔCL_t | = | ผลต่างของหนี้สินหมุนเวียนในปีที่ t กับปีที่ t-1 |
| | $\Delta CLTD_t$ | = | ผลต่างของหนี้สินระยะยาวที่ถึงกำหนดชำระในหนึ่งปีในปีที่ t กับปีที่ t-1 |
| | $D \& A_t$ | = | ค่าเสื่อมราคาและค่าจัดจำหน่ายในปีที่ t |

2) รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร

รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารคำนวณโดยใช้แบบจำลอง Modified Jones อย่างไรก็ตามรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารอาจมีค่าคลาดเคลื่อนที่เกิดจากวิธีการประมาณ ดังนั้นผู้วิจัยจึงทดสอบเพิ่มเติมโดยใช้แบบจำลอง Healy แบบจำลอง DeAngelo แบบจำลอง Jones และแบบจำลอง Industry เพื่อตรวจสอบว่ารายการคงค้างที่วัดค่าจากแบบจำลองต่างกันจะให้ผลการทดสอบเหมือนหรือต่างกันอย่างไร

3) รายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร

$$DAC = TA - NDAC$$

| | | | |
|--------|-------|---|--------------------------------------------|
| โดยที่ | DAC | = | รายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร |
| | TA | = | รายการคงค้างรวม |

$NDAC$ = รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร

4) กำไรจากการดำเนินงาน

กำไรจากการดำเนินงานคือกำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ

5) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

กระแสเงินสดจากการดำเนินงานคือกระแสเงินสดรับ (จ่าย) สุทธิจากการดำเนินงาน

6) กำไรจากการดำเนินงานส่วนที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร

กำไรจากการดำเนินงานส่วนที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารเท่ากับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานบวกด้วยรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร

$$NDNI = CFO + NDAC$$

เนื่องจากข้อมูลของแต่ละกิจการอาจมีขนาดแตกต่างกันมาก ทำให้เกิดข้อผิดพลาดในการวิเคราะห์ข้อมูล ดังนั้นจึงหารข้อมูลทั้ง 6 รายการด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวดเพื่อลดความผิดพลาดที่อาจเกิดจากอิทธิพลเชิงขนาด (Scale effect)

7) อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์คำนวณจากสมการต่อไปนี้ โดยระยะเวลา 1 ปีเริ่มนับ ณ วันที่ครบ 3 เดือนหลังจากวันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี โดยมีสมมติฐานว่าภายใน 3 เดือนข้อมูลต่าง ๆ ในงบการเงินจะถูกเผยแพร่สู่สาธารณะแล้ว

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1} + D_{it}}{P_{it-1}}$$

โดยที่ R_{it} = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

P_{it} = ราคาของหลักทรัพย์ i ในปี t

P_{it-1} = ราคาของหลักทรัพย์ i ในปี $t-1$

D_{it} = เงินปันผลจ่ายของหลักทรัพย์ i ในปี t

8) อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์

อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์วัดค่าโดยใช้วิธี Market Model

3.4 วิธีดำเนินการวิจัย

รายการคงค้างถูกจัดประเภทตามความสามารถในการควบคุมของผู้บริหารเป็น 2 ประเภท คือ รายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals) และรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร (Nondiscretionary Accruals) Subramanyam (1996) กล่าวว่า ผู้บริหารอาจใช้ดุลยพินิจในการกำหนดรายการคงค้างเพื่อสื่อสารข้อมูลเกี่ยวกับผลประกอบการในอนาคต หรือบางครั้งผู้บริหารอาจใช้รายการคงค้างบิดเบือนข้อมูลทางบัญชี

เพื่อแสวงหาประโยชน์ส่วนตนก็ได้ ซึ่ง Subramanyam พบว่านักลงทุนใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นข้อมูลในการตัดสินใจลงทุน โดยที่รายการคงค้างดังกล่าวสามารถอธิบายผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการได้ Subramanyam จึงสรุปว่าผู้บริหารสื่อสารข้อมูลเกี่ยวกับผลประกอบการในอนาคตผ่านทางรายการคงค้างทำให้ข้อมูลมีประโยชน์ต่อนักลงทุนมากขึ้น Watts และ Zimmerman (1986) กล่าวว่าการใช้รายการคงค้างเพื่อสื่อสารข้อมูลแก่ผู้ถือหุ้นทำให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถคาดการณ์ความสามารถในการทำกำไรของกิจการในอนาคตได้ ในขณะที่การใช้รายการคงค้างเพื่อแสวงหาประโยชน์จะทำให้ข้อมูลทางบัญชีด้อยคุณค่าลง เพราะไม่สามารถสื่อสารถึงผลประกอบการที่แท้จริงของกิจการ ดังนั้นผู้ใช้งบการเงินจึงไม่สามารถคาดการณ์อนาคตใด ๆ ของกิจการได้จากข้อมูลดังกล่าว

ผู้วิจัยแบ่งการทดสอบเป็น 3 ส่วนเพื่อตอบคำถาม 3 ข้อ ดังนี้

- 1) นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนำรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารไปใช้เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนหรือไม่
- 2) รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารทำให้ข้อมูลทางบัญชีแสดงถึงความสามารถในการทำกำไรในอนาคตได้ดีขึ้นหรือไม่
- 3) รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารถูกใช้เพื่อกำหนดราคาหลักทรัพย์อย่างเหมาะสมหรือไม่

3.4.1 การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์

ประเด็นหลักของการวิจัยนี้คือการศึกษานักลงทุนกำหนดราคาหลักทรัพย์โดยใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นข้อมูลเพื่อการตัดสินใจหรือไม่ จากการทบทวนวรรณกรรมในส่วนที่ 2.3 เรื่องความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ งานวิจัยในอดีตสรุปว่า นักลงทุนใช้รายการคงค้างดังกล่าวเพื่อกำหนดราคาหลักทรัพย์ ดังนั้นผู้วิจัยจึงคาดว่าผลที่ได้จากการวิจัยในครั้งนี้จะเป็นไปในแนวทางเดียวกับงานวิจัยในอดีต คือ รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นข้อมูลที่มีความสำคัญต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผู้วิจัยทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์โดยวิธีการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) โดยที่การพิจารณาว่า รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารถูกใช้เพื่อกำหนดราคาหลักทรัพย์หรือไม่ จะทดสอบโดยการวิเคราะห์ความถดถอยระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร หากรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารถูกใช้เพื่อกำหนดราคา

หลักทรัพย์ ผู้วิจัยน่าจะพบความสัมพันธ์ระหว่างรายการทั้ง 2 รายการดังกล่าว นอกจากนี้ผู้วิจัยยังทดสอบว่ารายการคงค้างรวมมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หรือไม่ เพื่อเปรียบเทียบผลที่ได้จากการทดสอบรายการคงค้างรวม กับรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารและรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารว่าเหมือนหรือต่างกันอย่างไร

สมการถดถอยที่ใช้ในการทดสอบคือ

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 ACC_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 NDAC_t + \beta_3 DAC_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

โดยที่ R_t = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในปีที่ t
 CFO_t = กระแสเงินสดจากการดำเนินงานในปีที่ t
 ACC_t = รายการคงค้างรวมในปีที่ t
 $NDAC_t$ = รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารในปีที่ t
 DAC_t = รายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารในปีที่ t

การวิเคราะห์ข้อมูลจะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (β) ของตัวแปรอิสระ หากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของตัวแปรอิสระมีนัยสำคัญ แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญ ในเบื้องต้นผลที่คาดว่าจะได้จากการทดสอบคือ รายการคงค้างรวมน่าจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และเมื่อแยกองค์ประกอบของรายการคงค้างออกเป็น รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารและรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร ผู้วิจัยคาดว่ารายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารน่าจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ นั่นคือผู้วิจัยคาดว่านักลงทุนจะให้ความสำคัญกับรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารโดยใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ใด ๆ หาก รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเปลี่ยนแปลงไปจะทำให้การตัดสินใจของนักลงทุนเปลี่ยนแปลงไปด้วย

ทั้งนี้การวิเคราะห์ความถดถอยในทุกสมการ ผู้วิจัยต้องตรวจสอบข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยว่าเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยหรือไม่ ดังนี้

- (1) ความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติ
- (2) ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์
- (3) ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่
- (4) ค่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระกัน
- (5) ตัวแปรอิสระแต่ละตัวเป็นอิสระกัน

ผลการตรวจสอบพบว่าข้อมูลเป็นตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอย

3.4.2 การศึกษาผลของรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารที่มีต่อความสามารถในการแสดงถึงกำไรในอนาคตของข้อมูลทางบัญชี

ผู้วิจัยทดสอบว่ารายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารทำให้ข้อมูลทางบัญชีแสดงถึงความสามารถในการทำกำไรในอนาคตได้ดีขึ้นหรือไม่โดยการวิเคราะห์ความถดถอยระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารในปัจจุบันกับผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ ซึ่งเป็นตัวแปรที่ใช้วัดความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการ ทั้งนี้ผลการดำเนินงานในอนาคตที่ใช้สำหรับการวิจัยขั้นตอนนี้คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) กำไรจากการดำเนินงานส่วนที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร (NDNI) และกำไรจากการดำเนินงาน (NI) ในปีที่ 1, 2, และ 3 หลังจากปีที่น่าเสนอข้อมูล โดยที่ก่อนการวิเคราะห์ความถดถอยของรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร ผู้วิจัยจะวิเคราะห์ความถดถอยของรายการคงค้างรวมกับผลการดำเนินงานในอนาคตก่อน จากนั้นผู้วิจัยจึงจะแบ่งรายการคงค้างรวมเป็น 2 ส่วน คือ รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารและรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร

สมการถดถอยสำหรับการทดสอบในขั้นตอนนี้คือ

$$PROFITABILITY_{t+i} = \beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 ACC_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$PROFITABILITY_{t+i} = \beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 NDAC_t + \beta_3 DAC_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

โดยที่ $PROFITABILITY_{t+i}$ = ผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ วัดจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) กำไรสุทธิจากการดำเนินงานส่วนที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร(NDNI) และกำไรสุทธิจากการดำเนินงาน (NI)

CFO = กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

ACC = รายการคงค้างรวม

$NDAC$ = รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร

DAC = รายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร

t = ปีที่น่าเสนอข้อมูล

i = จำนวนปีหลังจากปีที่น่าเสนอข้อมูล โดยที่ $i = 1, 2, 3$

การวิเคราะห์ข้อมูลจะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (β) ของตัวแปรอิสระ เช่นเดียวกับส่วนที่ 3.4.1 คือถ้าค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของตัวแปรอิสระมีนัยสำคัญ แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม หากผู้บริหารจัดการกำไรผ่านทางรายการคงค้างผู้วิจัยน่าจะพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ แต่ถ้าผู้วิจัยพบว่ารายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ น่าจะเป็นการสนับสนุน

สมมติฐานว่าผู้บริหารสื่อสารข้อมูลภายในของกิจการผ่านทางรายการคงค้าง ทำให้ข้อมูลเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุนเพิ่มขึ้น โดยผู้ใช้ข้อมูลสามารถคาดการณ์ได้ว่าผลการดำเนินงานในอนาคตมีแนวโน้มที่จะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใด

3.4.3 การศึกษาความเหมาะสมของการใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารในการกำหนดราคาหลักทรัพย์

จากการทบทวนวรรณกรรมในส่วนที่ 2.4 เรื่องความเหมาะสมของการกำหนดราคาหลักทรัพย์โดยใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร ผู้วิจัยส่วนหนึ่งพบว่านักลงทุนบางกลุ่มใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเพื่อตัดสินใจลงทุนอย่างไม่เหมาะสม โดยอาจจะกำหนดราคาสูงหรือต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ดังนั้นการทดสอบในส่วนนี้จึงทดสอบว่านักลงทุนใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกำหนดราคาหลักทรัพย์อย่างเหมาะสมหรือไม่

การทดสอบในขั้นตอนนี้จะแบ่งเป็น 2 ส่วน ดังนี้

3.4.2.1 การทดสอบโดยแบ่งบริษัทตัวอย่างเป็น 10 กลุ่มเท่า ๆ กัน ตามจำนวนรายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร (DAC) และคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (AR) ภายหลังจากการนำเสนอข้อมูล 1 ปี จากนั้นผู้วิจัยจึงทดสอบความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยของตัวอย่างกลุ่มที่ 1 ซึ่งมี DAC ต่ำที่สุด กับค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 10 ซึ่งมี DAC สูงที่สุดโดยใช้ค่าสถิติทดสอบ t - test หากนักลงทุนใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารตัดสินใจลงทุนอย่างไม่เหมาะสม ผู้วิจัยน่าจะพบว่าค่าเฉลี่ยของ AR ทั้ง 2 กลุ่มแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญโดยที่กลุ่มที่มี DAC สูงน่าจะมี AR ต่ำกว่ากลุ่มที่มี DAC ต่ำ

3.4.2.2 การทดสอบโดยการวิเคราะห์ความถดถอยของอัตราผลตอบแทนเกินปกติ กับรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร และรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร ในเบื้องต้นผู้วิจัยทดสอบว่ารายการคงค้างรวมมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์หรือไม่ เพื่อศึกษว่านักลงทุนใช้รายการคงค้างรวมตัดสินใจลงทุนอย่างเหมาะสมหรือไม่ จากนั้นผู้วิจัยจึงแบ่งรายการคงค้างรวมเป็น 2 ส่วน คือ รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร และรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร เพื่อทดสอบว่ารายการคงค้างทั้งสองชนิดมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติหรือไม่ และผลการทดสอบเหมือนหรือต่างจากผลการทดสอบของรายการคงค้างรวมอย่างไร ทั้งนี้ผู้วิจัยใส่ตัวแปรควบคุมเพิ่มเติมในสมการถดถอยดังกล่าว เพราะถึงแม้ว่าอาจจะพบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติ กับรายการคงค้าง ความสัมพันธ์นั้นอาจไม่ใช่ความสัมพันธ์ที่แท้จริงของอัตราผลตอบแทนเกินปกติกับ

รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร เพราะความสัมพันธ์นั้นอาจได้รับผลกระทบจากตัวแปรอื่น ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรม ผู้วิจัยพบว่า ระดับหนี้สินรวมของกิจการ (DEBT) ขนาดของกิจการ (SIZE) และอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book to market ratio) เป็นตัวแปรพื้นฐานที่อาจกระทบต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว ดังนั้นการทดสอบความสัมพันธ์ในรูปแบบนี้จึงมักกำหนดให้ตัวแปรทั้ง 3 ชนิดนี้เป็นตัวแปรควบคุม สมการถดถอยจึงเป็นดังนี้

$$AR_{t+h} = \beta_0 + \beta_1 ACC + \beta_2 DEBT_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 B / Mratio_t + \varepsilon_t \quad (5)$$

$$AR_{t+h} = \beta_0 + \beta_1 NDAC_t + \beta_2 DAC + \beta_3 DEBT_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 B / Mratio_t + \varepsilon_t \quad (6)$$

| | | | |
|--------|--------------|---|-----------------------------------------------------|
| โดยที่ | AR_{t+h} | = | อัตราผลตอบแทนเกินปกติในปีที่ 1 หลังจากการเสนอข้อมูล |
| | ACC | = | รายการคงค้างรวม |
| | $NDAC$ | = | รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร |
| | DAC | = | รายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร |
| | $DEBT$ | = | หนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด |
| | $SIZE$ | = | ขนาดของกิจการวัดจาก Market Capitalization |
| | $B / Mratio$ | = | อัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด |

การวิเคราะห์ข้อมูลในขั้นตอนนี้พิจารณาจากความมีนัยสำคัญของค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย หากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของตัวแปรมีนัยสำคัญ แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม ดังนั้นหากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารมีนัยสำคัญ แสดงว่ารายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติ นั่นคือ นักลงทุนใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นข้อมูลในการตัดสินใจลงทุนอย่างไม่เหมาะสม โดยที่ถ้าค่า β เป็นบวกแสดงว่านักลงทุนกำหนดราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ (Underprice) ในทางตรงกันข้ามถ้าค่า β เป็นลบแสดงว่านักลงทุนกำหนดราคาหลักทรัพย์สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ (Overprice)

3.5 การคำนวณรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร

3.5.1 แบบจำลอง Modified Jones

การคำนวณค่ารายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารในช่วงปี พ.ศ. 2543 - 2547 (Test period) คำนวณได้จากสมการต่อไปนี้

$$NDAC_t = \alpha_1 (1 / A_{t-1}) + \alpha_2 (\Delta REV_t - \Delta REC_t) + \alpha_3 (BPPE_t) \quad (7)$$

| | | | |
|--------|----------------|---|----------------------------------------------------------------------|
| โดยที่ | $NDAC_t$ | = | รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารปีที่ t |
| | ΔREV_t | = | ผลต่างของยอดขายปีที่ t กับปีที่ t-1 หารด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด |
| | ΔREC_t | = | ผลต่างของลูกหนี้การค้าปีที่ t กับปีที่ t-1 หารด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด |
| | $BPPE_t$ | = | สินทรัพย์ถาวรก่อนหักค่าเสื่อมราคาปีที่ t หารด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด |
| | A_{t-1} | = | สินทรัพย์รวมในปีที่ t-1 |

ผู้วิจัยใช้ข้อมูลในช่วง 5 ปีก่อนปีที่ต้องการหาค่ารายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร (NDAC) เป็นข้อมูลเพื่อประมาณค่าสัมประสิทธิ์ ($\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$) เช่น ในการคำนวณ NDAC ของปี พ.ศ. 2543 ผู้วิจัยจะใช้ข้อมูลปี พ.ศ. 2538 – 2542 เพื่อประมาณค่าสัมประสิทธิ์ ทั้งนี้ผู้วิจัยจะคำนวณค่าสัมประสิทธิ์แยกตามประเภทอุตสาหกรรมโดยใช้วิธีคำนวณแบบภาคตัดขวาง (Cross-sectional version)

ผู้วิจัยใช้วิธีคำนวณแบบภาคตัดขวาง (Cross-sectional version) แทนการใช้วิธีอนุกรมเวลา (Time-series version) เนื่องจากการคำนวณแบบอนุกรมเวลามักใช้ข้อมูลของบริษัทตัวอย่างไม่น้อยกว่า 10 ปี แต่การคำนวณแบบภาคตัดขวางใช้จำนวนปีน้อยกว่าทำให้ผู้วิจัยสามารถรวบรวมบริษัทตัวอย่างได้มากกว่า อีกทั้งวิธีการทดสอบจำเป็นต้องแบ่งข้อมูลออกเป็น 2 ส่วน คือข้อมูลสำหรับช่วงการประมาณค่า (estimation period) และข้อมูลสำหรับช่วงการทดสอบ (test period) ประกอบกับผู้วิจัยมีข้อจำกัดเรื่องการสืบค้นข้อมูล ดังนั้นผู้วิจัยจึงเลือกวิธีภาคตัดขวาง

3.5.2 แบบจำลอง Jones

การคำนวณค่ารายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารในช่วงปี พ.ศ. 2543 - 2547 (Test period) คำนวณได้จากสมการต่อไปนี้

$$NDAC_t = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_t) + \alpha_3(BPPE_t) \quad (8)$$

| | | | |
|--------|----------------|---|--------------------------------------------------------------------|
| โดยที่ | $NDAC_t$ | = | รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารปีที่ t |
| | ΔREV_t | = | ผลต่างของยอดขายปีที่ t กับปีที่ t-1 หารด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด |
| | $BPPE_t$ | = | สินทรัพย์ถาวรก่อนหักค่าเสื่อมราคาปีที่ t หารด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด |
| | A_{t-1} | = | สินทรัพย์รวมในปีที่ t-1 |

ผู้วิจัยใช้ข้อมูลในช่วง 5 ปีก่อนปีที่ต้องการหาค่ารายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร (NDAC) เป็นข้อมูลเพื่อประมาณค่าสัมประสิทธิ์โดยคำนวณแยกตามประเภทอุตสาหกรรมโดยใช้วิธีคำนวณแบบภาคตัดขวาง (Cross-sectional version)

3.5.3 แบบจำลอง Healy

รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารสำหรับปีที่ต้องการทดสอบ (Test period) เท่ากับค่าเฉลี่ยของรายการคงค้างรวมในช่วงเวลาประมาณค่า (estimation period) โดยที่ช่วงเวลาประมาณค่าคือ ช่วงเวลา 5 ปีก่อนปีที่ต้องการทดสอบ เช่น รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร ปี พ.ศ. 2543 เท่ากับค่าเฉลี่ยของรายการคงค้างรวมปี พ.ศ. 2538 – 2542

$$NDAC = \frac{\sum_{t=1}^T TA}{T} \quad (9)$$

โดยที่ $NDAC$ = รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร
 TA = รายการคงค้างรวมหารด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด
 t = ปีที่ 1, 2, ..., T โดยเป็นข้อมูลในช่วง estimation period

3.5.4 แบบจำลอง DeAngelo

รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารตามวิธีของ DeAngelo จะเท่ากับรายการคงค้างรวมของปีก่อนหารด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด

$$NDAC_t = TA_{t-1} \quad (10)$$

โดยที่ $NDAC_t$ = รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารปีที่ t
 TA_{t-1} = รายการคงค้างรวมปีที่ $t-1$ หารด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด

3.5.5 แบบจำลอง Industry

รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารตามแบบจำลอง Industry คำนวณได้จากสมการต่อไปนี้

$$NDAC = \gamma_1 + \gamma_2 \text{median}(TA) \quad (11)$$

โดยที่ $\text{median}_i(TA)$ = ค่ามัธยฐานของรายการคงค้างรวมหารด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด
 γ_1, γ_2 = ค่าพารามิเตอร์ซึ่งคำนวณจากการวิเคราะห์ความถดถอย (OLS Regression)

ผู้วิจัยจะคำนวณค่าพารามิเตอร์แยกตามประเภทอุตสาหกรรมโดยใช้ข้อมูลจำนวน 5 ปีก่อนปีที่ต้องการหาค่า NDAC เป็นข้อมูลในการคำนวณค่าพารามิเตอร์

3.6 การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์

3.6.1 อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์

อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์มักคำนวณจากความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ ($E(R)$) ซึ่งอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังวัดค่าได้จากหลายวิธี จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า วิธีที่ผู้วิจัยนิยมใช้คือ Market Model

Market Model เป็นวิธีที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของตลาดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในรูปของสมการเส้นตรง ดังนี้

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

โดยที่ R_{it} = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ในเดือนที่ t

R_{mt} = อัตราผลตอบแทนของตลาดในเดือนที่ t

ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย ผู้วิจัยใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนรายเดือนของหลักทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนรายเดือนของตลาดในช่วง 60 เดือนก่อนปีที่ต้องการคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติ

ดังนั้นอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์จึงเท่ากับผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ดังนี้

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (13)$$

โดยที่ AR_{it} = อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ในเดือนที่ t

R_{it} = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ในเดือนที่ t

R_{mt} = อัตราผลตอบแทนของตลาดในเดือนที่ t

α_1, α_2 = ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากสมการถดถอยข้างต้น

3.6.2 อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์

วิธีการคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่นิยมใช้มากที่สุด 2 วิธี คือ Cumulative Abnormal Returns (CAR) และ Buy and hold abnormal returns (BHAR)

(1) Cumulative Abnormal Returns (CAR)

$$CAR_{it} = \sum AR_{ijt} \quad (14)$$

โดยที่ CAR_{it} = อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ i ในปีที่ t

AR_{ijt} = อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ในเดือนที่ j ของปีที่ t

(2) Buy and hold abnormal returns (BHAR)

$$BHAR_{it} = \prod(1+R_{ijt}) - \prod(1+E(R_{ijt})) \quad (15)$$

- โดยที่ $BHAR_{it}$ = อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ i ในปีที่ t
 R_{ijt} = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ในเดือนที่ j ของปีที่ t
 $E(R_{ijt})$ = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ในเดือนที่ j ของปีที่ t



สถาบันวิทยบริการ
 จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 4

ผลการวิจัย

เนื้อหาในบทนี้นำเสนอผลการศึกษเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนโดยวิธีตามที่อธิบายไว้ในบทที่ 3 ผลการศึกษาในบทนี้แบ่งเป็น 4 ส่วน คือ การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับการตัดสินใจลงทุน การศึกษาผลของรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารที่มีต่อความสามารถในการแสดงถึงกำไรในอนาคตของข้อมูลทางบัญชี และการศึกษาความเหมาะสมของการใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารในการกำหนดราคาหลักทรัพย์

4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น

จากตารางที่ 1 แสดงเกณฑ์ในการเลือกตัวอย่าง พบว่าจำนวนตัวอย่างเท่ากับ 95 ตัวอย่างต่อปี ซึ่งผู้วิจัยใช้ข้อมูล 5 ปีสำหรับการทดสอบ ดังนั้นจำนวนตัวอย่างทั้งหมดที่ใช้สำหรับการวิจัย คือ 475 ตัวอย่าง

ตารางที่ 1

เกณฑ์การเลือกตัวอย่างสำหรับการทดสอบ

| เกณฑ์การเลือกตัวอย่าง | จำนวนบริษัท |
|-------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| จำนวนบริษัทจดทะเบียนในปี พ.ศ. 2547 | 474 |
| หัก บริษัทในกลุ่มธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ หน่วยลงทุน ประกันชีวิต และประกันภัย | (78) |
| บริษัทที่มีข้อมูลทางบัญชีไม่ครบตั้งแต่ พ.ศ. 2537 -2547 | (251) |
| บริษัทในอุตสาหกรรมที่มีจำนวนบริษัทต่ำกว่า 6 บริษัท | (33) |
| บริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีต่างจากบริษัทอื่น | (17) |
| จำนวนบริษัทตัวอย่าง | 95 |

จำนวนตัวอย่างที่แสดงในตารางเป็นจำนวนตัวอย่างต่อ 1 ปี ผู้วิจัยใช้ข้อมูลตั้งแต่ พ.ศ. 2543 – 2547 ดังนั้นจำนวนตัวอย่างทั้งหมดคือ 475 ตัวอย่าง

จากตารางที่ 2 แสดงจำนวนตัวอย่างทั้งหมดที่ใช้ในการทดสอบโดยแบ่งประเภทธุรกิจ ผู้วิจัยพบว่าตัวอย่างครอบคลุม 10 กลุ่มธุรกิจ โดยกลุ่มธุรกิจที่มีจำนวนตัวอย่างมากที่สุดคือ ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มี 80 ตัวอย่างคิดเป็นร้อยละ 16.84 ของจำนวนตัวอย่างทั้งหมด และธุรกิจการเกษตรมี 70 ตัวอย่างคิดเป็นร้อยละ 14.74 ของจำนวนตัวอย่างทั้งหมด ส่วนกลุ่มธุรกิจอื่น ๆ มีจำนวนตัวอย่างใกล้เคียงกันอยู่ระหว่าง 35 -50 ตัวอย่าง

ตารางที่ 2
จำนวนตัวอย่างในการทดสอบแบ่งตามกลุ่มธุรกิจ

| กลุ่มธุรกิจ | จำนวนตัวอย่าง | ร้อยละของ ตัวอย่างทั้งหมด |
|--------------------------------------|---------------|------------------------------|
| กลุ่มธุรกิจการพิมพ์และสิ่งพิมพ์ | 35 | 7.37 |
| กลุ่มธุรกิจการแพทย์ | 40 | 8.42 |
| กลุ่มธุรกิจการเกษตร | 70 | 14.74 |
| กลุ่มธุรกิจบรรจุภัณฑ์ | 30 | 6.32 |
| กลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ | 80 | 16.84 |
| กลุ่มธุรกิจพาณิชย์ | 40 | 8.42 |
| กลุ่มธุรกิจโรงแรมและบริการท่องเที่ยว | 40 | 8.42 |
| กลุ่มธุรกิจวัสดุก่อสร้างและตกแต่ง | 45 | 9.47 |
| กลุ่มธุรกิจสิ่งทอและเครื่องนุ่งห่ม | 45 | 9.47 |
| กลุ่มธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม | 50 | 10.53 |
| รวมจำนวนตัวอย่าง | 475 | 100.00 |

ตัวแปรต่าง ๆ ที่ใช้ในการทดสอบสามารถแบ่งได้เป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มที่ผู้วิจัยสามารถเก็บข้อมูลได้โดยตรงจากงบการเงิน และกลุ่มที่ผู้วิจัยต้องวัดค่าโดยใช้แบบจำลองต่าง ๆ

จากตารางที่ 3 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่เก็บข้อมูลได้โดยตรงจากงบการเงิน ผู้วิจัยพบว่าข้อมูลส่วนใหญ่มีค่าเฉลี่ยเลขคณิตมากกว่าค่ามัธยฐาน และมีค่าความเบ้ (Skewness) เป็นบวก แสดงว่าข้อมูลมีการแจกแจงแบบเบ้ขวา ยกเว้นกำไรสุทธิเท่านั้นที่มีการแจกแจงแบบเบ้ซ้าย ทั้งนี้ข้อมูลส่วนใหญ่มีการแจกแจงที่มีความโด่ง (Kurtosis) มาก ยกเว้น Market Capitalization มีความโด่งใกล้เคียงกับการแจกแจงแบบปกติ นอกจากนี้กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีค่าเฉลี่ยค่อนข้างสูงเมื่อเปรียบเทียบกับค่าเดียวกันของกำไรสุทธิ ในขณะที่ค่ามัธยฐานและค่าฐานนิยมของกระแสเงินสดมีค่าต่ำกว่าค่าเดียวกันของกำไรสุทธิ นอกจากนี้กำไรสุทธิยังค่อนข้างมีความเบี่ยงเบนมาตรฐานมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับกระแสเงินสด ซึ่งความแตกต่างของข้อมูลทั้ง 2 ข้อมูลนี้เกิดจากส่วนที่เป็นรายการคงค้าง ดังนั้นจึงอาจกล่าวได้ว่ารายการคงค้างเป็นข้อมูลที่มีอิทธิพลต่อค่าของกำไรสุทธิซึ่งเป็นข้อมูลที่นักลงทุนให้ความสนใจเป็นอย่างมาก

ตารางที่ 3

ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ได้จากการเก็บข้อมูลโดยตรงจากงบการเงิน

| ตัวแปร | Mean | Median | Mode | Std.Dev | Skewness | Kurtosis | N |
|--------|--------|-----------|---------|---------|----------|----------|-----|
| R | 0.449 | 0.120 | -0.020 | 1.331 | 5.370 | 40.048 | 475 |
| CFO | 0.071 | 0.030 | -0.035 | 0.392 | 7.519 | 73.487 | 475 |
| NI | -0.005 | 0.050 | 0.116 | 0.650 | -7.500 | 86.994 | 475 |
| Debt | 2.329 | 0.448 | 0.000 | 4.751 | 3.191 | 10.735 | 475 |
| Mkcap | 0.377 | 0.233 | 0.006 | 0.419 | 2.099 | 5.002 | 475 |
| BM | 1.8E-9 | 415.5E-12 | 9.9E-12 | 7.8E-9 | 8.100 | 70.348 | 475 |

R คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หารด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด

CFO คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานหารด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด

NI คือ กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหารด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด

Debt คือ หนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด

Mkcap คือ Market Capitalizationหารด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด

BM คือ อัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดหารด้วยสินทรัพย์ต้นงวด

จากตารางที่ 4 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่วัดค่าจากแบบจำลองต่าง ๆ ผู้วิจัยพบว่ารายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารที่คำนวณจากแบบจำลองต่าง ๆ มีค่าใกล้เคียงกัน ยกเว้นค่าที่คำนวณจากแบบจำลอง Jones โดยภาพรวมรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารมีค่าเฉลี่ยมากกว่าค่ามัธยฐาน และค่าความเบ้เป็นบวก ดังนั้นรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารจึงมีการแจกแจงแบบเบ้ขวา ในขณะที่รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร และกำไรจากการดำเนินงานส่วนที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารส่วนใหญ่มีการแจกแจงแบบเบ้ซ้าย ทั้งนี้ค่าเฉลี่ยของค่าที่คำนวณจากแบบจำลองต่าง ๆ มีค่าใกล้เคียงกัน ยกเว้นค่าที่คำนวณจากแบบจำลอง Jones เช่นเดียวกับรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร

จากตารางที่ 4 ส่วนที่ 4 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่คำนวณโดยวิธี CAR_Mkmodel และ BHAR_MKmodel ผู้วิจัยพบว่า CAR_MKmodel มีค่าเฉลี่ยสูงกว่าค่ามัธยฐานและค่าฐานนิยม และค่าความเบ้เป็นบวก แสดงว่าข้อมูลมีการแจกแจงแบบเบ้ขวา ส่วน BHAR_MKmodel มีการแจกแจงแบบเบ้ซ้าย อย่างไรก็ตาม BHAR_MKmodel มีการกระจายตัวของข้อมูลมากกว่า CAR_MKmodel สืบเนื่องมาจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของ BHAR_MKmodel เท่ากับ 25.420 ในขณะที่ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของ CAR_MKmodel คือ 2.181 เท่านั้น

ตารางที่ 4

ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ได้จากการวัดค่าโดยใช้แบบจำลองต่าง ๆ

| ตัวแปร | Mean | Median | Mode | Std.Dev | Skewness | Kurtosis |
|--------------------------------------------------------------------------------|--------|--------|---------|---------|----------|----------|
| ส่วนที่ 1 รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร (NDAC) | | | | | | |
| NDAC_MO | 0.035 | -0.011 | -2.228 | 0.427 | 5.141 | 54.133 |
| NDAC_JO | -0.398 | -0.034 | -17.779 | 2.149 | -6.350 | 43.657 |
| NDAC_Healy | 0.144 | -0.001 | -0.223 | 0.531 | 8.555 | 90.842 |
| NDAC_De | 0.039 | 0.000 | 0.057 | 0.365 | 2.060 | 23.162 |
| NDAC_Ind | 0.023 | -0.017 | -0.056 | 0.250 | 4.076 | 24.350 |
| ส่วนที่ 2 รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร (DAC) | | | | | | |
| DAC_MO | 0.016 | 0.005 | -1.264 | 0.230 | -0.788 | 10.592 |
| DAC_JO | -0.128 | 0.014 | -0.405 | 1.310 | -8.737 | 88.361 |
| DAC_Healy | 0.029 | 0.021 | -6.068 | 0.578 | -7.532 | 81.159 |
| DAC_De | 0.005 | 0.000 | -0.016 | 0.432 | 0.401 | 22.081 |
| DAC_Ind | 0.046 | -0.001 | -0.081 | 0.296 | 2.858 | 21.038 |
| ส่วนที่ 3 กำไรสุทธิจากการดำเนินงานส่วนที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร (NDNI) | | | | | | |
| NDNI_MO | 0.025 | 0.036 | -1.809 | 0.244 | -1.953 | 21.678 |
| NDNI_JO | -0.004 | 0.013 | -0.710 | 0.195 | -0.117 | 2.792 |
| NDNI_Healy | 0.013 | 0.021 | -6.099 | 0.519 | -9.084 | 105.351 |
| NDNI_De | 0.050 | 0.038 | 0.081 | 0.449 | -0.150 | 16.078 |
| NDNI_Ind | 0.043 | 0.044 | -0.464 | 0.163 | 3.154 | 25.318 |
| ส่วนที่ 4 อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม | | | | | | |
| CAR_Mkmodel | 0.088 | -0.038 | 0.000 | 2.181 | 11.539 | 144.386 |
| BHAR_Mkmodel | -2.269 | -0.070 | 0.000 | 25.420 | -13.027 | 172.366 |

NDAC_MO, NDAC_JO, NDAC_Healy, NDAC_De และ NDAC_Ind คือรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารซึ่งคำนวณจากแบบจำลอง Modified Jones, Jones, Healy, DeAngelo และ Industry ตามลำดับ

DAC_MO, DAC_JO, DAC_Healy, DAC_De และ DAC_Ind คือรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารซึ่งคำนวณจากแบบจำลอง Modified Jones, Jones, Healy, DeAngelo และ Industry ตามลำดับ

NDNI_MO, NDNI_JO, NDNI_Healy, NDNI_De และ NDNI_Ind คือกำไรสุทธิจากการดำเนินงานส่วนที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารซึ่งคำนวณจากแบบจำลอง Modified Jones, Jones, Healy, DeAngelo และ Industry ตามลำดับ

CAR_MKmodel คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติคำนวณโดยใช้ Market model และคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วงเวลา 1 ปี โดยวิธี Cumulative Abnormal Returns (CAR)

BHAR_MKmodel คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติคำนวณโดยใช้ Market model และคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วงเวลา 1 ปี โดยวิธี Buy and Hold Abnormal Returns (BHAR)

4.2 การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์

ตารางที่ 5 แสดงค่าสถิติของการทดสอบความถดถอยระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับข้อมูลทางบัญชีต่าง ๆ ได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน รายการคงค้างรวม รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร และรายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร โดยที่รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร และรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร วัดค่าโดยใช้แบบจำลองที่ต่างกัน 5 ชนิด คือ แบบจำลอง Modified Jones แบบจำลอง Jones แบบจำลอง Healy แบบจำลอง De Angelo และ แบบจำลอง Industry

จากตารางที่ 5 MODEL 1 ผู้วิจัยพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน โดยที่ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยคือ 1.573 ผลการทดสอบนี้เป็นการยืนยันผลของงานวิจัยในอดีตซึ่งพบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานเป็นข้อมูลที่นักลงทุนนำไปใช้เพื่อตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามผู้วิจัยยังพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับรายการคงค้างรวมโดยค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย คือ 1.031 แสดงว่ารายการคงค้างเป็นข้อมูลที่นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนเช่นกัน

ผู้วิจัยจำแนกรายการคงค้างรวม (ACC) เป็นรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร (NDAC) และรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร (DAC) ผู้วิจัยพบว่าผลการทดสอบแตกต่างกันตามแบบจำลองที่ใช้ ดังนี้

จากตารางที่ 5 MODEL 2 NDAC และ DAC ที่คำนวณจากแบบจำลอง Modified Jones และแบบจำลอง De Angelo มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยที่ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของ NDAC และ DAC จากแบบจำลอง modified Jones เป็น 2.171 และ 1.101 ตามลำดับ ส่วนค่าสัมประสิทธิ์ของ NDAC และ DAC จากแบบจำลอง De Angelo เป็น 1.211 และ 0.976 ตามลำดับ หรือสรุปว่านักลงทุนใช้รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร และรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นข้อมูลในการตัดสินใจลงทุน

ผู้วิจัยพบว่า ค่า NDAC ที่คำนวณจากแบบจำลอง Jones แบบจำลอง Healy และแบบจำลอง Industry ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในขณะที่ค่า DAC มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยที่ ค่าสัมประสิทธิ์ของ NDAC จากแบบจำลอง Jones แบบจำลอง Healy และแบบจำลอง Industry เท่ากับ 0.844 , 0.653 และ -1.090 ตามลำดับ และค่าสัมประสิทธิ์ของ DAC จากแบบจำลอง Jones แบบจำลอง Healy และแบบจำลอง Industry เท่ากับ 1.024 , 1.059 และ 1.134 ตามลำดับ นั่นคือ

ตารางที่ 5
ความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร
กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์

| | Constant | CFO | ACC | NDAC | DAC | F |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|--------|
| MODEL 1 | | | | | | |
| ACC | 0.324 (3.735)* | 1.573 (2.200)* | 1.031 (2.160)* | | | 3.827* |
| MODEL 2 | | | | | | |
| Modified Jones | 0.327 (3.756)* | 1.508 (2.102)* | | 2.171 (3.120)* | 1.101 (2.277)* | 4.238* |
| Jones | 0.321 (3.595)* | 1.569 (2.169)* | | 0.844 (-1.217) | 1.024 (2.094)* | 2.532* |
| Healy | 0.322 (3.695)* | 1.511 (2.086)* | | 0.653 (-0.772) | 1.059 (2.204)* | 2.645* |
| DeAngelo | 0.319 (3.665)* | 1.616 (2.256)* | | 1.211 (2.356)* | 0.976 (2.030)* | 2.848* |
| Industry | 0.262 (2.674)* | 1.549 (2.168)* | | -1.090 (-0.674) | 1.134 (2.349)* | 3.185* |

MODEL 1 คือ $R_t = \beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 ACC_t + \varepsilon_t$

MODEL 2 คือ $R_t = \beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 NDAC_t + \beta_3 DAC_t + \varepsilon_t$

โดยที่ R_t = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในปีที่ t

CFO_t = กระแสเงินสดจากการดำเนินงานในปีที่ t

ACC_t = รายการคงค้างรวมในปีที่ t

$NDAC_t$ = รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารในปีที่ t

DAC_t = รายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารในปีที่ t

* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

นักลงทุนไม่ใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารในการตัดสินใจลงทุน แต่นักลงทุนใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นข้อมูลในการลงทุน

จากการทดสอบในส่วนนี้ผู้วิจัยสรุปได้ดังนี้ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และรายการคงค้างรวมเป็นข้อมูลที่นักลงทุนใช้เพื่อตัดสินใจลงทุน โดยที่นักลงทุนให้ความสำคัญกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในสัดส่วนที่มากกว่ารายการคงค้าง เมื่อแบ่งรายการคงค้างรวมเป็นรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารและรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร ผู้วิจัยพบว่าผลการทดสอบแตกต่างกันตามแบบจำลองที่ใช้ คือ แบบจำลอง Modified Jones และแบบจำลอง De Angelo สรุปว่ารายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร และรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นข้อมูลที่นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจ ส่วนผลของแบบจำลอง Jones แบบจำลอง Healy และแบบจำลอง Industry คือ นักลงทุนไม่ใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารในการตัดสินใจลงทุน แต่นักลงทุนใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นข้อมูลประกอบการลงทุน

งานวิจัยของ Dechow, Sloan และ Sweeney (1995) ศึกษาเปรียบเทียบแบบจำลอง 5 ชนิด คือ แบบจำลอง Modified Jones แบบจำลอง Jones แบบจำลอง Healy แบบจำลอง De Angelo และแบบจำลอง Industry กลุ่มผู้วิจัยพบว่าแบบจำลอง Modified Jones สามารถใช้เพื่อตรวจสอบการจัดการกำไรได้ดีที่สุด อย่างไรก็ตามในประเทศไทยยังไม่มีวิจัยว่าแบบจำลองชนิดใดที่ใช้งานได้ดีและมีความเหมาะสมกับสภาพการณ์ในประเทศไทยมากที่สุด

จากการทดสอบในส่วนนี้พบว่า ผลการทดสอบแตกต่างกันไปตามแบบจำลองที่ใช้ในการวัดค่ารายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร ดังนั้นการศึกษาเกี่ยวกับตัวเลขทางบัญชีที่ต้องแบ่งรายการคงค้างรวมเป็นรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร และรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารจึงต้องระวังเรื่องการใช้แบบจำลอง

4.3 การศึกษาผลของรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารที่มีต่อความสามารถในการแสดงถึงกำไรในอนาคตของข้อมูลทางบัญชี

จากส่วนที่ 4.2 การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ผู้วิจัยพบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และรายการคงค้างรวม ความสัมพันธ์ดังกล่าวสอดคล้องกับสมมติฐานว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใช้ข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และรายการคงค้างรวมประกอบการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ แต่ผู้วิจัยพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารและรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารแตกต่างกันตามแบบจำลองที่ใช้

อย่างไรก็ตามความสัมพันธ์ที่ผู้วิจัยพบในส่วนที่ 4.2 ไม่ได้แสดงว่าข้อมูลที่นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนจะมีประโยชน์ต่อการคาดการณ์ผลกำไรในอนาคตของกิจการหรือไม่ หรือนักลงทุนอาจตัดสินใจลงทุนผิดพลาด ดังนั้นการทดสอบในขั้นตอนนี้จึงศึกษาว่าข้อมูลเหล่านั้นสามารถอธิบายถึงความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการได้หรือไม่

ตารางที่ 6 แสดงค่าสถิติของการวิเคราะห์ความถดถอยระหว่างความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการ ($PROFITABILITY_{t+1}$) กับ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) และรายการคงค้างรวม (ACC) ทั้งนี้ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการ ($PROFITABILITY_{t+1}$) ได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO_{t+1}) กำไรจากการดำเนินงานที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร ($NDNI_{t+1}$) และกำไรสุทธิ (NI_{t+1}) ในปีที่ 1, 2 และ 3 ภายหลังจากปีที่นำเสนอข้อมูล และเช่นเดียวกับการทดสอบในส่วนที่ 4.2 รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารและรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร คำนวณโดยใช้แบบจำลองที่ต่างกัน 5 ชนิด

จากตารางที่ 6 ส่วนที่ 1 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่าง $PROFITABILITY_{t+1}$ กับ CFO และ ACC ผู้วิจัยพบว่า CFO และ ACC มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ CFO_{t+1} และ NI_{t+1} โดยที่ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยระหว่าง CFO กับ CFO_{t+1} และ NI_{t+1} คือ 0.7514 และ 0.4819 ตามลำดับ และค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยระหว่าง ACC กับ CFO_{t+1} และ NI_{t+1} คือ 0.0897 และ 0.0840 ตามลำดับ แสดงว่า CFO และ ACC มีความสามารถในการอธิบาย CFO_{t+1} และ NI_{t+1} ในปีที่ 1 หลังจากการนำเสนอข้อมูล อย่างไรก็ตามผู้วิจัยพบว่าความสัมพันธ์ของ CFO กับ $NDNI_{t+1}$ และความสัมพันธ์ของ ACC กับ $NDNI_{t+1}$ แตกต่างกันตามแบบจำลองที่ใช้คำนวณ $NDNI$ ดังนี้

$NDNI_{t+1}$ ที่คำนวณด้วยแบบจำลอง Modified Jones, Jones และ Industry มีความสัมพันธ์กับ CFO และ ACC โดยที่ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยระหว่าง CFO กับ $NDNI_{t+1}$ ที่คำนวณโดยแบบจำลอง Modified Jones, Jones และ Industry เป็น 0.8686, 0.6482 และ 0.6598 ตามลำดับ และค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยระหว่าง ACC กับ $NDNI_{t+1}$ ที่คำนวณโดยแบบจำลอง Modified Jones, Jones และ Industry เป็น 0.2041, 0.2002 และ 0.0908 ตามลำดับ นั่นคือ CFO และ ACC สามารถอธิบาย $NDNI_{t+1}$ ได้

ตารางที่ 6

ผลของรายการคงค้างที่มีต่อความสามารถในการแสดงถึงกำไรในอนาคตของ
ข้อมูลทางบัญชี

| | Constant | CFO | ACC |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|---------------------|----------------------|
| ส่วนที่ 1 : ความสามารถในการทำกำไรในปีที่ 1 หลังจากนำเสนอข้อมูล (Profitability _{t+1} = $\beta_0 + \beta_1 \text{CFO}_t + \beta_2 \text{ACC}_t + \epsilon_t$) | | | |
| CFO _{t+1} | 0.0329 (5.411)* | 0.7514 (13.528)* | 0.0897 (2.511)* |
| NDNI _{t+1} | | | |
| Modified Jones | 0.0570 (3.304)* | 0.8686 (5.581)* | 0.2041 (2.108)* |
| Jones | 0.0181 (1.330) | 0.6482 (5.291)* | 0.2002 (2.433)* |
| Healy | 0.0739 (2.436)* | 0.2876 (1.036) | -0.1499 (-0.890) |
| DeAngelo | 0.0473 (1.625) | 0.2503 (0.940) | -0.9281 (-5.745)* |
| Industry | -0.0040 (-0.525) | 0.6598 (9.332)* | 0.0908 (2.151)* |
| NI _{t+1} | 0.0361 (4.963)* | 0.4819 (7.321)* | 0.0840 (2.026)* |
| ส่วนที่ 2 : ความสามารถในการทำกำไรในปีที่ 2 หลังจากนำเสนอข้อมูล (Profitability _{t+2} = $\beta_0 + \beta_1 \text{CFO}_t + \beta_2 \text{ACC}_t + \epsilon_t$) | | | |
| CFO _{t+2} | 0.0474 (5.810)* | 0.4681 (6.490)* | 0.0391 (1.884) |
| NDNI _{t+2} | | | |
| Modified Jones | 0.0307 (2.357)* | 0.4336 (3.778)* | 0.0338 (1.025) |
| Jones | 0.0214 (1.558) | 0.4757 (3.870)* | 0.0438 (1.259) |
| Healy | -0.3330 (-34.144)* | 0.4508 (5.241)* | 0.0301 (1.216) |
| DeAngelo | -0.4508 (-55.207)* | 0.4704 (6.510)* | 0.0397 (1.906) |
| Industry | 0.0221 (2.826)* | 0.3975 (5.755)* | 0.0285 (1.434) |
| NI _{t+2} | 0.0782 (8.513)* | 0.1404 (1.721) | 0.0557 (1.718) |

ตารางที่ 6
ผลของรายการคงค้างที่มีต่อความสามารถในการแสดงถึงกำไรในอนาคตของ
ข้อมูลทางบัญชี (ต่อ)

| | Constant | CFO | ACC |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|--------------------|---------------------|
| ส่วนที่ 3 : ความสามารถในการทำกำไรในปีที่ 3 หลังจากนำเสนอข้อมูล (Profitability _{t+3} = β_0 + β_1 CFO _t + β_2 ACC _t + ϵ_t) | | | |
| CFO _{t+3} | 0.0440 (5.330)* | 0.5271 (6.918)* | 0.0141 (0.526) |
| NDNI _{t+3} | | | |
| Modified Jones | 0.0053 (0.685) | 0.5603 (7.791)* | -0.0070 (-0.271) |
| Jones | -0.0142 (-0.942) | 0.6661 (4.802)* | 0.0699 (1.306) |
| Healy | 0.0108 (0.452) | 0.7677 (3.594)* | 0.0035 (0.056) |
| DeAngelo | 0.0793 (1.241) | 0.5927 (1.025) | 0.2253 (1.382) |
| Industry | 0.0212 (2.397)* | 0.5162 (6.313)* | 0.0079 (0.275) |
| NI _{t+3} | 0.0735 (7.182)* | 0.1780 (1.950) | 0.0399 (1.489) |

Profitability คือ ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการ ได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO), กำไรสุทธิจากการดำเนินงานส่วนที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร (NDNI), กำไรสุทธิ (NI)

* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ส่วน $NDNI_{t+1}$ ที่คำนวณจากแบบจำลอง Healy และ De Angelo ไม่มีความสัมพันธ์กับ CFO และ ACC ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยระหว่าง CFO กับ $NDNI_{t+1}$ ที่คำนวณโดยใช้แบบจำลอง Healy และ De Angelo คือ 0.2876 และ 0.2503 ตามลำดับ ส่วนค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยระหว่าง ACC กับ $NDNI_{t+1}$ ที่คำนวณโดยใช้แบบจำลอง Healy และ De Angelo คือ -0.1499 และ -0.9281 ตามลำดับ นั่นคือ CFO และ ACC ไม่สามารถอธิบาย $NDNI_{t+1}$ ได้

จากตารางที่ 6 ส่วนที่ 2 และ 3 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่าง $PROFITABILITY_{t+2}$ กับ CFO และ ACC และผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่าง $PROFITABILITY_{t+3}$ กับ CFO และ ACC ผู้วิจัยพบว่าในปีที่ 2 และ 3 หลังจากการนำเสนอข้อมูล CFO มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ CFO_{t+2} , NI_{t+2} , CFO_{t+3} และ NI_{t+3} แต่ความสัมพันธ์ของ CFO กับ $NDNI_{t+2}$ และ $NDNI_{t+3}$ แตกต่างกันไปตามแบบจำลองที่ใช้ในการคำนวณ NDNI เช่นเดียวกับผลในตารางที่ 6 ส่วนที่ 1 สำหรับ ACC ผู้วิจัยพบว่า ACC ไม่มีความสัมพันธ์กับ $PROFITABILITY_{t+2}$ และ $PROFITABILITY_{t+3}$

ดังนั้นผู้วิจัยจึงสรุปว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และรายการคงค้างรวมมีความสามารถในการอธิบายผลการดำเนินงานในปีที่ 1 หลังจากการนำเสนอข้อมูลได้ โดยกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการพยากรณ์สูงกว่ารายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร ซึ่งสอดคล้องกับผลการทดสอบส่วนที่ 4.2 ที่ผู้วิจัยพบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างรวมเป็นข้อมูลที่นักลงทุนใช้ตัดสินใจลงทุน โดยนักลงทุนให้ความสำคัญกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมากกว่ารายการคงค้างรวม ส่วนในปีที่ 2 และ 3 หลังจากนำเสนอข้อมูล รายการคงค้างรวมไม่สามารถอธิบายผลการดำเนินงานในอนาคตได้ แต่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสามารถอธิบายผลการดำเนินงานในอนาคตได้ในสัดส่วนที่ลดลงจากปีที่ 1

ตารางที่ 7 แสดงค่าสถิติของการวิเคราะห์ความถดถอยระหว่างความสามารถในการทำกำไรในอนาคต ($PROFITABILITY_{t+1}$) กับ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร (NDAC) และรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร (DAC)

ผู้วิจัยพบว่าในปีที่ 1 หลังจากนำเสนอข้อมูล CFO มีความสัมพันธ์กับ CFO_{t+1} และ NI_{t+1} แต่ความสัมพันธ์ระหว่าง CFO กับ $NDNI_{t+1}$ ต่างกันตามแบบจำลองที่ใช้ที่คำนวณ $NDNI_{t+1}$ ดังนั้น CFO มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ $NDNI_{t+1}$ ที่คำนวณจากแบบจำลอง Modified Jones, Jones และ Healy โดยค่าสัมประสิทธิ์ คือ 0.835, 0.695 และ 0.663 ตามลำดับ ส่วน $NDNI_{t+1}$ ที่คำนวณจากแบบจำลอง Healy และ De Angelo ไม่มีความสัมพันธ์กับ CFO ค่าสัมประสิทธิ์ คือ 0.348 และ 0.330 ตามลำดับ

ในปีที่ 2 และ 3 หลังจากนำเสนอข้อมูล CFO มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ CFO_{t+2} และ CFO_{t+3} ในสัดส่วนที่ลดลงจากปีที่ 1 แต่ CFO ไม่มีความสัมพันธ์กับ NI_{t+2} และ NI_{t+3} ส่วนความสัมพันธ์ระหว่าง CFO กับ $NDNI_{t+2}$ และ $NDNI_{t+3}$ แตกต่างกันตามแบบจำลองที่ใช้

ผู้วิจัยสรุปว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานสามารถอธิบายผลการดำเนินงานในปีที่ 1 ภายหลังจากการนำเสนอข้อมูลได้ แต่ความสามารถในการอธิบายผลการดำเนินงานนี้จะลดลงในปีที่ 2 และ 3 หลังจากการนำเสนอข้อมูล

จากตารางที่ 7 ส่วนที่ 1 เมื่อผู้วิจัยแบ่งรายการคงค้างรวม (ACC) เป็นรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร (NDAC) และรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร (DAC) ผู้วิจัยพบว่าผลการทดสอบแตกต่างกันตามแบบจำลองที่ใช้คำนวณ NDAC และ DAC ดังนี้

เมื่อกำหนด NDAC และ DAC ด้วยแบบจำลอง Modified Jones ผู้วิจัยพบว่า NDAC และ DAC มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ CFO_{t+1} , $NDNI_{t+1}$ และ NI_{t+1} โดยค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของ NDAC กับ CFO_{t+1} , $NDNI_{t+1}$ และ NI_{t+1} คือ 0.129, 0.802 และ 0.137 ตามลำดับ ค่าสัมประสิทธิ์ของ DAC กับ CFO_{t+1} , $NDNI_{t+1}$ และ NI_{t+1} คือ 0.092, 0.139 และ 0.087 ตามลำดับ แสดงว่า NDAC และ DAC มีความสามารถในการอธิบาย $Profitability_{t+1}$ อย่างไรก็ตามการที่ค่าสัมประสิทธิ์ของ NDAC มากกว่า DAC แสดงว่า NDAC มีความสามารถในการอธิบาย $Profitability_{t+1}$ ได้มากกว่า DAC

เมื่อกำหนด NDAC และ DAC ด้วยแบบจำลอง Jones ผู้วิจัยพบว่า NDAC ไม่มีความสัมพันธ์กับ CFO_{t+1} และ NI_{t+1} โดยค่าสัมประสิทธิ์คือ 0.071 และ 0.070 ตามลำดับ แต่ NDAC มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ $NDNI_{t+1}$ ค่าสัมประสิทธิ์คือ 0.433 ในส่วนของ DAC ผู้วิจัยพบว่า DAC มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ CFO_{t+1} , $NDNI_{t+1}$ และ NI_{t+1} ค่าสัมประสิทธิ์คือ 0.086, 0.125 และ 0.079 ตามลำดับ นั่นคือ NDAC ไม่สามารถอธิบาย CFO_{t+1} และ NI_{t+1} แต่สามารถอธิบาย $NDNI_{t+1}$ ได้ ในขณะที่ DAC สามารถอธิบายได้ทั้ง CFO_{t+1} , $NDNI_{t+1}$ และ NI_{t+1}

เมื่อกำหนด NDAC และ DAC ด้วยแบบจำลอง Healy ผู้วิจัยพบว่า NDAC ไม่มีความสัมพันธ์กับ CFO_{t+1} และ NI_{t+1} โดยค่าสัมประสิทธิ์คือ 0.009 และ 0.175 ตามลำดับ แต่ NDAC มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ $NDNI_{t+1}$ ค่าสัมประสิทธิ์คือ -1.558 DAC มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ CFO_{t+1} และ NI_{t+1} โดยค่าสัมประสิทธิ์คือ 0.088 และ 0.093 ตามลำดับ แต่ DAC ไม่มีความสัมพันธ์กับ $NDNI_{t+1}$ ค่าสัมประสิทธิ์คือ -0.200 แสดงว่า NDAC ไม่สามารถอธิบาย CFO_{t+1} , $NDNI_{t+1}$ และ NI_{t+1} ในขณะที่ DAC สามารถอธิบาย CFO_{t+1} และ NI_{t+1} ได้ แต่ไม่สามารถอธิบาย $NDNI_{t+1}$ ได้

ตารางที่ 7

ผลของรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารที่มีต่อความสามารถในการแสดงถึงกำไรในขนาดของข้อมูลทางบัญชี

| | Modified Jones | | | | Jones | | | | Healy | | | | DeAngelo | | | | Industry | | | |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|-----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|----------|----------|-----------|-----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|-----------|----------|
| | Constant | CFO | NDAC | DAC | Constant | CFO | NDAC | DAC | Constant | CFO | NDAC | DAC | Constant | CFO | NDAC | DAC | Constant | CFO | NDAC | DAC |
| ส่วนที่ 1 : ความสามารถในการทำกำไรในปีที่ 1 หลังจากนำเสนอข้อมูล (Profitability _{t+1} = $\beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 NDAC_t + \beta_3 DAC_t + \epsilon_t$) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| CFO _{t+1} | 0.030 | 0.750 | 0.129 | 0.092 | 0.029 | 0.767 | 0.071 | 0.086 | 0.027 | 0.754 | 0.009 | 0.088 | 0.031 | 0.750 | 0.077 | 0.091 | 0.033 | 0.759 | 0.189 | 0.080 |
| | (4.892)* | (12.980)* | (2.950)* | (2.854)* | (4.631)* | (13.502)* | (1.447) | (2.643)* | (4.167)* | (13.335)* | (0.126) | (2.766)* | (5.056)* | (13.159)* | (2.273)* | (2.842)* | (5.067)* | (13.419)* | (2.073)* | (2.470)* |
| NDNI _{t+1} | 0.042 | 0.835 | 0.802 | 0.139 | 0.014 | 0.695 | 0.433 | 0.125 | 0.020 | 0.348 | -1.558 | -0.200 | 0.041 | 0.330 | -0.874 | -0.957 | -0.004 | 0.663 | 0.115 | 0.089 |
| | (3.262)* | (7.165)* | (9.027)* | (2.169)* | (1.161) | (6.565)* | (4.659)* | (1.991)* | (0.749) | (1.546) | (-5.298)* | (-1.649) | (1.434) | (1.271) | (-5.829)* | (-6.864)* | (-0.441) | (9.646)* | (1.063) | (2.397)* |
| NI _{t+1} | 0.036 | 0.476 | 0.137 | 0.087 | 0.036 | 0.490 | 0.070 | 0.079 | 0.039 | 0.492 | 0.175 | 0.093 | 0.037 | 0.488 | 0.048 | 0.080 | 0.035 | 0.493 | 0.078 | 0.085 |
| | (4.969)* | (7.303)* | (2.762)* | (2.420)* | (4.927)* | (7.505)* | (1.287) | (2.196)* | (4.804)* | (7.653)* | (1.641) | (2.528)* | (5.118)* | (7.591)* | (1.079) | (2.239)* | (4.615)* | (7.640)* | (0.782) | (2.345)* |
| ส่วนที่ 2 : ความสามารถในการทำกำไรในปีที่ 2 หลังจากนำเสนอข้อมูล (Profitability _{t+2} = $\beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 NDAC_t + \beta_3 DAC_t + \epsilon_t$) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| CFO _{t+2} | 0.0465 | 0.4568 | 0.0903 | 0.0378 | 0.0458 | 0.4728 | 0.0985 | 0.0385 | 0.0441 | 0.4666 | 0.0176 | 0.0437 | 0.0491 | 0.4452 | 0.0084 | 0.0163 | 0.0460 | 0.4670 | -0.0079 | 0.0391 |
| | (5.655)* | (6.241)* | (2.142)* | (1.817) | (5.497)* | (6.518)* | (2.001)* | (1.845) | (5.259)* | (6.517)* | (1.378) | (2.202)* | (6.035)* | (6.203)* | (0.945) | (1.138) | (5.162)* | (6.454)* | (-0.066) | (1.877) |
| NDNI _{t+2} | 0.0340 | 0.4185 | 0.0473 | 0.0340 | 0.0458 | 0.4115 | 0.7654 | 0.0106 | -0.3350 | 0.4490 | 0.0089 | 0.0313 | -0.4490 | 0.4476 | 0.0077 | 0.0164 | 0.0170 | 0.3938 | -0.1407 | 0.0283 |
| | (2.482)* | (3.438)* | (0.671) | (0.982) | (3.725)* | (3.850)* | (10.563)* | (0.343) | ##### | (5.230)* | (0.582) | (1.315) | ##### | (6.221)* | (0.873) | (1.141) | (2.003)* | (5.721)* | (-1.237) | (1.430) |
| NI _{t+2} | 0.0773 | 0.1353 | 0.0816 | 0.0557 | 0.0759 | 0.1527 | 0.0440 | 0.0540 | 0.0779 | 0.1068 | 0.0317 | 0.0276 | 0.0814 | 0.0788 | 0.0255 | -0.0213 | 0.0789 | 0.1411 | 0.0820 | 0.0553 |
| | (8.293)* | (1.634) | (1.532) | (1.700) | (8.014)* | (1.846) | (0.732) | (1.631) | (8.260)* | (1.324) | (1.915) | (0.926) | (9.184)* | (1.004) | (2.470)* | (-1.230) | (8.007)* | (1.723) | (0.646) | (1.698) |
| ส่วนที่ 3 : ความสามารถในการทำกำไรในปีที่ 3 หลังจากนำเสนอข้อมูล (Profitability _{t+3} = $\beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 NDAC_t + \beta_3 DAC_t + \epsilon_t$) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| CFO _{t+3} | 0.0430 | 0.5117 | 0.0895 | 0.0151 | 0.0464 | 0.5059 | 0.1404 | 0.0153 | 0.0346 | 0.5234 | -0.2068 | 0.0041 | 0.0454 | 0.5150 | -0.0096 | 0.0160 | 0.0385 | 0.5242 | -0.1765 | 0.0140 |
| | (5.230)* | (6.660)* | (1.929) | (0.568) | (5.577)* | (6.690)* | (2.652)* | (0.576) | (3.934)* | (7.006)* | (-2.445)* | (0.154) | (5.473)* | (6.734)* | (-0.300) | (0.599) | (4.344)* | (6.914)* | (-1.480) | (0.524) |
| NDNI _{t+3} | 0.0039 | 0.5449 | 0.0669 | -0.0068 | -0.0067 | 0.6067 | 0.3574 | 0.0741 | 0.0027 | 0.7563 | -0.2124 | -0.0044 | 0.0820 | 0.5709 | 0.1763 | 0.2263 | 0.0020 | 0.5489 | -0.4021 | 0.0052 |
| | (0.495) | (7.528)* | (1.501) | (-0.265) | (-0.470) | (4.731)* | (3.686)* | (1.497) | (0.105) | (3.534)* | (-0.879) | (-0.070) | (1.270) | (0.979) | (0.806) | (1.384) | (0.227) | (7.264)* | (-3.363)* | (0.190) |
| NI _{t+3} | 0.0718 | 0.1624 | 0.1089 | 0.0390 | 0.0743 | 0.1748 | 0.0911 | 0.0361 | 0.0813 | 0.1983 | 0.2727 | 0.0454 | 0.0703 | 0.2032 | 0.0884 | 0.0385 | 0.0685 | 0.1725 | -0.1416 | 0.0410 |
| | (6.938)* | (1.750) | (2.008)* | (1.446) | (7.028)* | (1.884) | (1.432) | (1.325) | (7.629)* | (2.191)* | (2.604)* | (1.709) | (6.877)* | (2.234)* | (2.556)* | (1.451) | (6.243)* | (1.892) | (-0.958) | (1.532) |

Profitability คือ ความสามารถในการทำกำไรในขนาดของกิจการ ได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO), กำไรสุทธิจากการดำเนินงานส่วนที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร (NDNI), กำไรสุทธิ (NI)

* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

เมื่อคำนวณ NDAC และ DAC ด้วยแบบจำลอง De Angelo ผู้วิจัยพบว่า NDAC มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ CFO_{t+1} มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ $NDNI_{t+1}$ และไม่มีความสัมพันธ์กับ NI_{t+1} ค่าสัมประสิทธิ์คือ 0.077 , -0.874 และ 0.048 ตามลำดับ ส่วน DAC มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ CFO_{t+1} และ NI_{t+1} โดยค่าสัมประสิทธิ์ คือ 0.091 และ 0.080 ตามลำดับ แต่ DAC มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ $NDNI_{t+1}$ ค่าสัมประสิทธิ์ คือ -0.957 แสดงว่า NDAC สามารถอธิบาย CFO_{t+1} ได้ แต่ไม่สามารถอธิบาย $NDNI_{t+1}$ และ NI_{t+1} ได้ ในขณะที่ DAC สามารถอธิบาย CFO_{t+1} และ NI_{t+1} แต่ไม่สามารถอธิบาย $NDNI_{t+1}$ ได้

เมื่อคำนวณ NDAC และ DAC ด้วยแบบจำลอง Industry ผู้วิจัยพบว่า NDAC มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ CFO_{t+1} แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับ $NDNI_{t+1}$ และ NI_{t+1} โดยค่าสัมประสิทธิ์คือ 0.189 , 0.115 และ 0.078 ตามลำดับ DAC มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ CFO_{t+1} , $NDNI_{t+1}$ และ NI_{t+1} ค่าสัมประสิทธิ์คือ 0.080 , 0.089 และ 0.085 ตามลำดับ แสดงว่า NDAC สามารถอธิบาย CFO_{t+1} แต่ไม่สามารถอธิบาย $NDNI_{t+1}$ และ NI_{t+1} ได้ ในขณะที่ DAC สามารถอธิบายได้ทั้ง CFO_{t+1} , $NDNI_{t+1}$ และ NI_{t+1}

จากตารางที่ 7 ส่วนที่ 2 และ 3 ผู้วิจัยพบว่าผลการทดสอบแตกต่างกันตามแบบจำลองที่ใช้คำนวณ NDAC และ DAC เช่นเดียวกับตารางที่ 7 ส่วนที่ 1

ผู้วิจัยสรุปว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และรายการคงค้างรวมสามารถอธิบายผลการดำเนินงานภายในระยะเวลา 1 ปีภายหลังจากที่กิจการนำเสนอข้อมูลได้ โดยกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีแนวโน้มที่จะอธิบายได้ดีกว่ารายการคงค้างรวม อย่างไรก็ตามเมื่อแยกรายการคงค้างรวมออกเป็นรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร และรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร ผู้วิจัยพบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานยังคงมีความสามารถในการอธิบายผลการดำเนินงานในอนาคตได้ แต่ผลของรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร และรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารแตกต่างกันตามแบบจำลองที่ผู้วิจัยใช้ในการคำนวณ NDAC และ DAC อย่างไรก็ตามกระแสเงินสดจากการดำเนินงานยังคงมีความสามารถในการอธิบายผลการดำเนินงานในอนาคตได้ดีกว่ารายการคงค้างทั้ง 2 ชนิด สำหรับปีที่ 2 และ 3 หลังจากนำเสนอข้อมูลรายการคงค้าง ไม่สามารถอธิบายผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการได้ ในขณะที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานยังสามารถอธิบายผลการดำเนินงานในปีที่ 2 และ 3 หลังจากการนำเสนอข้อมูลได้ในสัดส่วนที่ลดลงจากปีที่ 1 ดังนั้นผู้วิจัยจึงสรุปว่า รายการคงค้างสามารถพยากรณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการได้เพียงระยะเวลาสั้น ๆ คือ 1 ปีหลังจากการนำเสนอข้อมูลเท่านั้น และ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการพยากรณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการได้ดีกว่ารายการคงค้าง อย่างไรก็ตามเมื่อแยกรายการคง

ค้างรวม เป็นรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารและรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร ผู้วิจัยพบว่าผลการทดสอบแตกต่างกันตามแบบจำลองที่ใช้ในการแยกองค์ประกอบของรายการคงค้างรวม

ผลการทดสอบในส่วนนี้พบว่ารายการคงค้างมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคต จึงสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของการจัดทำบัญชีตามเกณฑ์คงค้าง ซึ่งต้องการให้ข้อมูลตามเกณฑ์คงค้างมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของผู้ใช้ข้อมูลมากขึ้น ดังนั้นผู้วิจัยจึงปฏิเสธสมมติฐานว่าผู้บริหารจัดการกำไรผ่านทางรายการคงค้าง

4.4 การศึกษาความเหมาะสมของการใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารในการกำหนดราคาหลักทรัพย์

การวิจัยในส่วนนี้เป็นการทดสอบว่านักลงทุนใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างถูกต้องและเหมาะสมหรือไม่ โดยที่การวิจัยในส่วนนี้แบ่งเป็น 2 ส่วน คือ

1. การทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยโดยใช้สถิติ t - test เพื่อทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มตัวอย่างที่มีรายการคงค้างในดุลยพินิจต่างกันจะมีค่าเฉลี่ยต่างกันหรือไม่
2. การวิเคราะห์ความถดถอยระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติ เพื่อทดสอบว่ารายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์หรือไม่

4.4.1 การทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยโดยใช้สถิติ t - test

ตารางที่ 8 แสดงผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนเกินปกติระหว่างกลุ่มตัวอย่างที่มีรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารต่างกัน ผู้วิจัยพบว่ากลุ่มตัวอย่างที่มีรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารสูงสุดและต่ำสุดมีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเกินปกติไม่แตกต่างกัน โดยที่ค่าสถิติของ CAR_MKmodel ที่แบ่งตามรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารซึ่งคำนวณจากแบบจำลอง Modified Jones, แบบจำลอง Jones, แบบจำลอง Healy, แบบจำลอง DeAngelo และแบบจำลอง Industry เป็น -0.3308, -0.7505, -0.4904, -0.1911 และ -0.7898 ตามลำดับ โดยทุกค่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และค่าสถิติของ BHAR_MKmodel ที่แบ่งตามรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารซึ่งคำนวณจากแบบจำลอง Modified Jones, แบบจำลอง Jones, แบบจำลอง Healy, แบบจำลอง DeAngelo และแบบจำลอง Industry เป็น

ตารางที่ 8

การทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนเกินปกติเพื่อทดสอบ
ความเหมาะสมของการใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารในการตัดสินใจลงทุน

| Portfolio | CAR_Mkmodel | | | | | BHAR_Mkmodel | | | | |
|----------------------------------|----------------|-----------|----------|-----------|-----------|----------------|----------|----------|-----------|-----------|
| | Modified Jones | Jones | Healy | DeAngelo | Industry | Modified Jones | Jones | Healy | DeAngelo | Industry |
| 1 (Lowest) | 0.1342 | 0.0170 | 0.6434 | 0.1467 | -0.0282 | -0.0548 | 0.0237 | 0.1630 | -0.1162 | -0.4161 |
| 2 | 0.0681 | -0.1388 | -0.1047 | 0.0288 | 0.0411 | -0.2654 | -0.3199 | -0.0936 | -0.1165 | 0.0556 |
| 3 | 0.2752 | 0.3056 | -0.0013 | 0.1460 | -0.0140 | 0.1444 | 0.0523 | -0.4008 | 0.0681 | -0.0978 |
| 4 | -0.0136 | 0.0339 | 0.1859 | 0.0518 | 0.0231 | -0.1134 | -0.0492 | 0.0773 | 0.0312 | -0.2752 |
| 5 | 0.7689 | 0.7900 | -0.0744 | 0.0056 | 0.0562 | 0.7339 | 0.7837 | -0.2175 | -0.2504 | -0.0152 |
| 6 | 0.0360 | 0.0645 | 0.2959 | 0.0101 | 0.7563 | -0.0396 | -0.3548 | 0.2437 | -0.1296 | 0.5559 |
| 7 | -0.0241 | 0.0298 | 0.2128 | -0.0917 | 0.0710 | -0.4898 | -0.1089 | 0.2735 | -0.3916 | -0.2095 |
| 8 | -0.0853 | -0.1383 | 0.1404 | 1.0810 | 0.3002 | -0.0871 | -0.2038 | 0.0916 | 0.9612 | 0.2763 |
| 9 | 0.1355 | 0.4015 | -0.0099 | -0.0578 | 0.1053 | 0.0513 | 0.2821 | -0.1879 | -0.1018 | 0.0810 |
| 10 (Highest) | 0.2344 | 0.1601 | 0.2415 | 0.2073 | 0.2172 | 0.1406 | -0.0978 | 0.0666 | 0.0613 | 0.0606 |
| Zero investmen t Portfolio | (-0.3308) | (-0.7505) | (0.4904) | (-0.1911) | (-0.7898) | (-0.5355) | (0.3912) | (0.1145) | (-0.3205) | (-0.9110) |

ตัวเลขในตารางคือ ค่าเฉลี่ยเลขคณิตของอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่แบ่งกลุ่มตามจำนวนรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร

ตัวเลขในวงเล็บคือ ค่าสถิติ t-test จากการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย

* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

-0.5355, 0.3912, 0.1145, -0.3205 และ -0.9110 ตามลำดับ โดยทุกค่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติเช่นกัน ผู้วิจัยจึงสรุปได้ว่า อัตราผลตอบแทนเกินปกติที่นักลงทุนได้รับไม่ขึ้นอยู่กับจำนวนรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมในตอนที่ 2.4 เรื่องความเหมาะสมของการกำหนดราคาหลักทรัพย์โดยใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร ผู้วิจัยพบว่าหากนักลงทุนใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารตัดสินใจลงทุนอย่างไม่เหมาะสม เมื่อกิจการประกาศผลการดำเนินงานในปีถัดไป นักลงทุนจะรู้ว่าผลการดำเนินงานต่างจากที่คาดไว้ ดังนั้นจึงทำให้ผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับต่างจากผลตอบแทนที่คาดหวังและทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติขึ้น ซึ่งอัตราผลตอบแทนเกินปกตินี้จะมีความสัมพันธ์กับจำนวนรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร โดยที่หากความสัมพันธ์เป็นบวกแสดงว่านักลงทุนตัดสินใจไม่เหมาะสมโดยให้ราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ (Underprice) ในทางตรงกันข้ามหากความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติ กับรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นลบ แสดงว่านักลงทุนให้ราคาแก่หลักทรัพย์สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Overprice) ในที่นี้ผลการทดสอบพบว่ากลุ่มตัวอย่างที่มีรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารต่างกันมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติไม่ต่างกัน หรืออาจกล่าวได้ว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติไม่มีความสัมพันธ์กับรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร นั่นคือผู้วิจัยไม่พบว่านักลงทุนใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์อย่างไม่เหมาะสม

4.4.2 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiples Regression Analysis)

การทดสอบในส่วนนี้เป็นการวิเคราะห์ความถดถอยระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติกับรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร และรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร เพื่อยืนยันผลการทดสอบในส่วนที่ 4.4.1 ซึ่งพบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติไม่ขึ้นอยู่กับรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร โดยการทดสอบในส่วนนี้ผู้วิจัยกำหนดให้ ระดับหนี้สินรวมของกิจการ (DEBT) ขนาดของกิจการ (SIZE) และอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book to market ratio) เป็นตัวแปรควบคุม เนื่องจากผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติกับรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารอาจได้รับผลกระทบจากตัวแปรอื่น ซึ่งจะทำให้ผลการทดสอบเปลี่ยนแปลงไปจากที่ควรจะเป็น และจากการทบทวนวรรณกรรม ผู้วิจัยพบว่าตัวแปรทั้ง 3 ตัวที่กล่าวมาข้างต้นเป็นตัวแปรพื้นฐานที่อาจกระทบต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว ดังนั้นผู้วิจัยจึงกำหนดให้ตัวแปรเหล่านี้เป็นตัวแปรควบคุม

ตารางที่ 9 แสดงค่าสถิติจากการวิเคราะห์ความถดถอยระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติกับรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารและตัวแปรควบคุมต่าง ๆ คือ ระดับหนี้สินรวมของกิจการ (DEBT) ขนาดของกิจการ (SIZE) และอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book to market ratio)

ตารางที่ 9

ความเหมาะสมของการใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเพื่อตัดสินใจลงทุน

| ตัวแปรตาม | ตัวแปรอิสระ | | | | | |
|--------------|--------------------|---------------------|---------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | Total Accrual | | | | | |
| | Constant | ACC | Debt | Mkcap | BM | |
| CAR_Mkmodel | 0.2654 (5.129)* | -0.0401 (-0.405) | -0.0068 (-0.802) | -0.3047 (-6.093)* | -13.2E+6 (-3.000)* | |
| BHAR_Mkmodel | 0.2151 (2.892)* | -0.0492 (-0.346) | -0.0153 (-1.261) | -0.3119 (-4.358)* | -9.4E+6 (-1.404) | |
| | Modified Jones | | | | | |
| | Constant | NDAC | DAC | Debt | Mkcap | BM |
| CAR_Mkmodel | 0.2514 (4.875)* | 0.1346 (0.568) | -0.0437 (-0.448) | -0.0066 (-0.791) | -0.2952 (-5.982)* | -12.9E+6 (-2.994)* |
| BHAR_Mkmodel | 0.1933 (2.714)* | -0.1782 (-0.544) | -0.0583 (-0.433) | -0.0152 (-1.312) | -0.2951 (-4.349)* | -8.7E+6 (-1.387) |
| | Jones | | | | | |
| | Constant | NDAC | DAC | Debt | Mkcap | BM |
| CAR_Mkmodel | 0.2523 (4.888)* | -0.4007 (-1.589) | -0.0457 (-0.467) | -0.0077 (-0.909) | -0.3003 (-6.060)* | -13.7E+6 (-2.992)* |
| BHAR_Mkmodel | 0.1978 (2.795)* | 0.0987 (0.285) | -0.0610 (-0.455) | -0.0153 (-1.324) | -0.2950 (-4.360)* | -8.3E+6 (-1.232) |
| | Healy | | | | | |
| | Constant | NDAC | DAC | Debt | Mkcap | BM |
| CAR_Mkmodel | 0.2717 (4.882)* | 0.0953 (0.213) | -0.0302 (-0.290) | -0.0065 (-0.761) | -0.3088 (-5.964)* | -13.2E+6 (-3.006)* |
| BHAR_Mkmodel | 0.2490 (3.140)* | 0.6651 (1.109) | 0.0001 (0.001) | -0.0137 (-1.124) | -0.3364 (-4.530)* | -9.5E+6 (-1.429) |
| | De Angelo | | | | | |
| | Constant | NDAC | DAC | Debt | Mkcap | BM |
| CAR_Mkmodel | 0.2659 (5.171)* | 0.2985 (1.668) | 0.0275 (0.267) | -0.0059 (-0.706) | -0.2970 (-5.960)* | -15.0E+6 (-3.387)* |
| BHAR_Mkmodel | 0.2180 (2.956)* | 0.3991 (1.788) | 0.0323 (0.224) | -0.0141 (-1.170) | -0.3110 (-4.382)* | -12.2E+6 (-1.827) |
| | Industry | | | | | |
| | Constant | NDAC | DAC | Debt | Mkcap | BM |
| CAR_Mkmodel | 0.2896 (4.978)* | 0.6256 (0.849) | -0.0484 (-0.487) | -0.0073 (-0.867) | -0.3095 (-6.153)* | -12.8E+6 (-2.913)* |
| BHAR_Mkmodel | 0.2352 (2.810)* | 0.5043 (0.476) | -0.0561 (-0.392) | -0.0157 (-1.295) | -0.3160 (-4.385)* | -9.1E+6 (-1.364) |

สมการถดถอย คือ $AR_{t+h} = \beta_0 + \beta_1 ACC_t + \beta_2 DEBT_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 B / Mratio_t + \varepsilon_t$

$$AR_{t+h} = \beta_0 + \beta_1 NDAC_t + \beta_2 DAC + \beta_3 DEBT_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 B / Mratio_t + \varepsilon_t$$

โดยที่ AR_{t+h} คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 1 ปีภายหลังจากการนำเสนอข้อมูล

ACC คือ รายการคงค้างรวม

NDAC คือ รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร

DAC คือ รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร

Debt คือ หนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด

MKcap คือ Market Capitalization

B/Mratio คือ อัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด

CAR_Mkmodel คำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติโดยใช้วิธี Market model และคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลา 1 ปี โดยวิธี Cumulative Abnormal Returns

BHAR_MKmodel คำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติโดยใช้แบบจำลอง Market model และคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วงเวลา 1 ปี โดยวิธี Buy and hold abnormal returns

* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ผู้วิจัยพบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติในปีที่ 1 หลังจากการนำเสนอข้อมูลไม่มีความสัมพันธ์กับรายการคงค้างรวม โดยค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของ ACC กับ CAR_MKmodel และ BHAR_MKmodel เป็น -0.0401 , -0.0492 ตามลำดับ นั่นคือผู้วิจัยไม่พบว่านักลงทุนใช้รายการคงค้างรวมตัดสินใจลงทุนอย่างไม่เหมาะสม

อัตราผลตอบแทนเกินปกติในปีที่ 1 หลังจากการนำเสนอข้อมูลไม่มีความสัมพันธ์กับรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร โดยที่ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของ CAR_MKmodel กับ NDAC ที่คำนวณจากแบบจำลอง Modified Jones, แบบจำลอง Jones, แบบจำลอง Healy, แบบจำลอง DeAngelo และแบบจำลอง Industry เป็น 0.1346 , -0.4007 , 0.0953 , 0.2985 และ 0.6256 ตามลำดับ ทุกค่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และค่าสัมประสิทธิ์ของ BHAR_MKmodel กับ NDAC เป็น -0.1782 , 0.0987 , 0.6651 , 0.3991 และ 0.5043 ตามลำดับ ทุกค่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นผู้วิจัยไม่พบว่านักลงทุนใช้รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นข้อมูลเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างไม่เหมาะสม

สำหรับรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร ผู้วิจัยพบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติในปีที่ 1 หลังจากการนำเสนอข้อมูลไม่มีความสัมพันธ์กับรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร โดยที่ค่าสัมประสิทธิ์ของ CAR_MKmodel กับ DAC ที่คำนวณจากแบบจำลอง Modified Jones, แบบจำลอง Jones, แบบจำลอง Healy, แบบจำลอง DeAngelo และแบบจำลอง Industry เป็น -0.0437 , -0.0457 , -0.0302 , 0.0275 และ -0.0484 ตามลำดับ โดยทุกค่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และค่าสัมประสิทธิ์ของ BHAR_MKmodel เป็น -0.0583 , -0.0610 , 0.0001 , 0.0323 และ -0.0561 ตามลำดับ โดยทุกค่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติเช่นกัน ซึ่งเป็นการยืนยันผลการทดสอบในส่วนที่ 4.4.1 เรื่องการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยโดยใช้สถิติ t - test นั่นคือผู้วิจัยไม่พบว่านักลงทุนใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นข้อมูลในการตัดสินใจลงทุนอย่างไม่เหมาะสม

การวิเคราะห์ความถดถอยตามตารางที่ 9 สามารถสรุปผลได้ดังต่อไปนี้ ผู้วิจัยพบว่าหลังจากการควบคุมตัวแปรต่าง ๆ ที่คาดว่าจะกระทบต่อความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติกับรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารแล้ว (DEBT, SIZE และ Book to market ratio) อัตราผลตอบแทนเกินปกติในปีที่ 1 ภายหลังจากการนำเสนอข้อมูลยังคงไม่มีความสัมพันธ์กับรายการคงค้างรวม รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร และรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร นั่นคือผู้วิจัยพบว่านักลงทุนใช้รายการคงค้างรวม รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร และรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารตัดสินใจลงทุนอย่างไม่เหมาะสม

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย

5.1 สรุปผลการวิจัย

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับการตัดสินใจของนักลงทุนมีแรงจูงใจมาจากงานวิจัยในอดีตที่ศึกษาเกี่ยวกับความสำคัญของกำไรทางบัญชีที่มีต่อการตัดสินใจของนักลงทุน งานวิจัยเหล่านี้ให้ผลสรุปว่า นักลงทุนตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลกำไรทางบัญชีที่นำเสนอในงบการเงินเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจ อย่างไรก็ตามกำไรทางบัญชีเป็นข้อมูลที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้างซึ่งบันทึกรายการเมื่อสาระสำคัญของรายการนั้น ๆ เกิดขึ้น ไม่ใช่บันทึกเมื่อมีการรับหรือจ่ายเงินสด ดังนั้นรายการที่บันทึกตามเกณฑ์คงค้างอาจถูกบิดเบือนให้ต่างไปจากความเป็นจริงได้ ผู้วิจัยจึงต้องการศึกษาใน 3 ประเด็นสำคัญ คือ 1. รายการคงค้างส่วนที่ผู้บริหารสามารถเปลี่ยนแปลงได้ (รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร) เป็นข้อมูลที่นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์หรือไม่ 2. รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อการอธิบายผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการหรือไม่ และ 3. นักลงทุนใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างเหมาะสมหรือไม่

การศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 95 แห่ง โดยใช้ข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2538 – 2547 ผู้วิจัยแบ่งการศึกษาเป็น 3 ส่วน คือ ส่วนที่ 1 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับการตัดสินใจของนักลงทุน ส่วนที่ 2 ศึกษาผลของรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารที่มีต่อความสามารถในการแสดงถึงกำไรในอนาคตของข้อมูลทางบัญชี และส่วนที่ 3 ศึกษาความเหมาะสมของการใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ทั้งนี้ผู้วิจัยทดสอบข้อมูลในส่วนต่าง ๆ โดยใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารที่คำนวณจากแบบจำลองที่ต่างกัน 5 ชนิด คือ แบบจำลอง Modified Jones แบบจำลอง Jones แบบจำลอง Healy แบบจำลอง De Angelo และแบบจำลอง Industry เพราะการทดสอบเกี่ยวกับรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารต้องใช้ข้อมูลที่ได้จากการประมาณค่า ดังนั้นจึงอาจเกิดความคลาดเคลื่อนจากการเลือกใช้วิธีการคำนวณค่าเหล่านั้นได้ ผู้วิจัยจึงใช้แบบจำลองทั้ง 5 ชนิดเป็นตัวแปรในการทดสอบ เพื่อเป็นการตรวจสอบและยืนยันว่าผลที่ได้จากการวิจัยปราศจากความผิดพลาดที่มีนัยสำคัญอันเกิดจากการประมาณค่าตัวแปรต่าง ๆ ในทำนองเดียวกัน ผู้วิจัยคำนวณค่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติ โดยวิธี CAR(MK model) และ BHAR (MK model)

จากการทดสอบในส่วนที่ 1 ผู้วิจัยพบว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และรายการคงค้างรวม โดยที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากกว่ารายการคงค้าง แสดงว่านักลงทุนใช้กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างเป็นข้อมูลในการตัดสินใจลงทุน แต่นักลงทุนค่อนข้างจะให้ความสำคัญกับกระแสเงินสดมากกว่ารายการคงค้าง

ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร และรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร แตกต่างกันไปตามแบบจำลองที่ใช้ในการคำนวณ

การทดสอบในส่วนที่ 2 ได้ผลสรุปว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างรวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรในปีที่ 1 ภายหลังจากปีที่น่าเสนอข้อมูล โดยที่ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมากกว่าความสัมพันธ์ของรายการคงค้างรวม แสดงว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และรายการคงค้างสามารถอธิบายผลการดำเนินงานในปีที่ 1 ภายหลังจากปีที่น่าเสนอข้อมูลได้ ทั้งนี้กระแสเงินสดจากการดำเนินงานอธิบายความสามารถในการทำกำไรในอนาคตได้ดีกว่ารายการคงค้าง

ในปีที่ 2 และ 3 ภายหลังจากปีที่น่าเสนอข้อมูล ผู้วิจัยพบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรในปีที่ 2 และ 3 หลังจากการนำเสนอข้อมูลในสัดส่วนที่ลดลงจากปีแรก นั่นคือกระแสเงินสดจากการดำเนินงานอธิบายความสามารถในการทำกำไรในปีที่ 2 และ 3 ภายหลังจากปีที่น่าเสนอข้อมูลได้ในสัดส่วนที่ลดลงจากปีที่ 1 ในขณะที่รายการคงค้างรวมไม่มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรในปีที่ 2 และ 3 ภายหลังจากการนำเสนอข้อมูลแสดงว่า รายการคงค้างรวมไม่สามารถอธิบายความสามารถในการทำกำไรในปีที่ 2 และ 3 ภายหลังจากปีที่น่าเสนอข้อมูล

ความสัมพันธ์ของรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร และรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร กับความสามารถในการทำกำไรในอนาคต แตกต่างกันไปตามแบบจำลองที่ใช้ในการวัดค่ารายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเช่นเดียวกับการทดสอบในส่วนที่ 1

จากการวิจัยในส่วนที่ 3 ผู้วิจัยพบว่า กลุ่มตัวอย่างที่มีจำนวนรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารต่ำที่สุดและสูงที่สุด มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติในอนาคตไม่แตกต่างกัน และหลังจากการควบคุมตัวแปรต่าง ๆ ที่คาดว่าจะกระทบต่อผลการวิเคราะห์ความถดถอย (Debt, Size, Book to Market ratio) ผู้วิจัยไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติกับรายการคงค้าง รายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร และรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร นั่นคือ ผู้วิจัยไม่พบว่ามี การตัดสินใจลงทุนอย่างไม่เหมาะสม

ข้อสรุปที่ผู้วิจัยได้จากงานวิจัยนี้คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และรายการคงค้าง เป็นข้อมูลที่นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ต่าง ๆ โดยที่นักลงทุนให้ความสำคัญกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมากกว่ารายการคงค้าง ทั้งนี้กระแสเงินสด และรายการคงค้างดังกล่าวสามารถอธิบายผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการได้ ดังนั้นกระแสเงินสดและรายการคงค้างจึงเป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อนักลงทุนโดยสามารถใช้เป็นข้อมูลเพื่อคาดการณ์แนวโน้มของผลประกอบการในอนาคตได้

เมื่อผู้วิจัยแบ่งรายการคงค้างเป็นรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร และรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารโดยใช้แบบจำลอง 5 ชนิด ผู้วิจัยพบว่าผลการทดสอบที่ได้แตกต่างกันไปตามแบบจำลองที่เลือกใช้ ดังนั้นการเลือกชนิดของแบบจำลองจึงมีความสำคัญกับการวิจัยมาก สาเหตุที่งานวิจัยในอดีตมีผลสรุปแตกต่างกัน อาจเป็นเพราะความแตกต่างจากการเลือกใช้แบบจำลองเหล่านี้

5.2 ข้อจำกัดในการวิจัย

1. การวิจัยนี้ศึกษาข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี 2538 - 2547 โดยศึกษาทุกกลุ่มธุรกิจยกเว้นกลุ่มธุรกิจธนาคาร การเงิน และการประกันภัย เพราะกลุ่มธุรกิจนี้มีโครงสร้างธุรกิจและรูปแบบการรับรู้รายการทางบัญชีที่ต่างจากธุรกิจอื่น ๆ จึงไม่สามารถเปรียบเทียบกันได้ ผู้วิจัยศึกษาข้อมูลจากกลุ่มธุรกิจที่หลากหลายเพราะมุ่งหวังให้กลุ่มตัวอย่างสำหรับงานวิจัยเป็นตัวแทนที่ดีของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างไรก็ตามการคัดเลือกตัวอย่างมีข้อจำกัดคือ ผู้วิจัยเลือกเฉพาะบริษัทที่ดำเนินกิจการในช่วงปี พ.ศ. 2538 - 2547 ดังนั้นกลุ่มตัวอย่างไม่รวมถึงบริษัทที่ก่อตั้งภายหลังจากพ.ศ. 2538 บริษัทที่เลิกกิจการก่อนพ.ศ. 2547 และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบตั้งแต่ปี พ.ศ. 2538 - 2547

2. งานวิจัยนี้ศึกษาเกี่ยวกับรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแปรที่ไม่สามารถรวบรวมได้โดยตรงจากงบการเงิน แต่ต้องอาศัยการวัดค่าโดยใช้แบบจำลองต่าง ๆ และเนื่องจากข้อจำกัดในการเก็บข้อมูลทำให้ข้อมูลที่ผู้วิจัยรวบรวมได้มีจำนวนไม่เพียงพอต่อการคำนวณค่าตัวแปรแบบ time-series ดังนั้นผู้วิจัยจึงวัดค่าตัวแปรต่าง ๆ โดยคำนวณแบบ Cross-sectional ซึ่งอาจส่งผลให้เกิดค่าคลาดเคลื่อนได้มากกว่าวิธี time-series อย่างไรก็ตามผู้วิจัยเลือกใช้แบบจำลอง 5 ชนิด คือ แบบจำลอง Modified Jones แบบจำลอง Jones แบบจำลอง Healy แบบจำลอง De Angelo และแบบจำลอง Industry โดยผู้วิจัยต้องการตรวจสอบว่าค่าที่คำนวณได้จากแบบจำลองต่าง ๆ ให้ผลการทดสอบเหมือนกันหรือไม่ ทั้งนี้เพื่อป้องกันความผิดพลาดอันมีสาระสำคัญซึ่งอาจเกิดจากการประมาณค่าตัวแปรและเป็นการยืนยันความถูกต้องของผลการวิจัย

3. การวิจัยในส่วนที่ศึกษาว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนได้อย่างเหมาะสมเพียงใด ผู้วิจัยควบคุมตัวแปรต่าง ๆ ที่คาดว่าจะกระทบความสัมพันธ์ของรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารและอัตราผลตอบแทนเกินปกติ ผู้วิจัยมีแนวทางในการเลือกตัวแปรควบคุมเหล่านี้โดยพิจารณาจากงานวิจัยในอดีต ดังนั้นจึงอาจมีปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ที่ต้องการศึกษาแต่ผู้วิจัยไม่ได้กำหนดให้เป็นตัวแปรควบคุม

5.3 ข้อเสนอแนะ

งานวิจัยนี้ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ โดยในการเลือกตัวอย่างผู้วิจัยไม่ได้มีการเจาะจงเลือกกลุ่มบริษัทที่มีแรงจูงใจในการจัดการกำไร หรือมีแรงจูงใจในการสื่อสารข้อมูลภายในแก่นักลงทุน เนื่องจากผู้วิจัยต้องการศึกษาภาพรวมของตลาดโดยทั่วไป ดังนั้นหากในอนาคตมีการวิจัยที่เจาะจงเลือกตัวอย่างที่มีแรงจูงใจดังกล่าว ผลการทดสอบที่น่าจะชัดเจนกว่านี้

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

- กัลยา วานิชย์บัญชา. การใช้ SPSS for Windows ในการวิเคราะห์ข้อมูล. พิมพ์ครั้งที่ 7. กรุงเทพมหานคร : ธรรมสาร, 2548.
- วรศักดิ์ ทุมมานนท์. คุณรู้จัก Creative Accounting และคุณภาพกำไรแล้วหรือยัง?. กรุงเทพมหานคร : ไอโอนิค อินเทอร์เน็ต รีซอสเซส, 2543.

ภาษาอังกฤษ

- Belkaoui, A. R. Accounting theory, 5th. United Kingdom: Thomson, 2004.
- Bowen, R.M., D. Burghstahler, and L.A. Daley. The incremental information content of accrual versus cash flows. The Accounting Review 62 (1987).
- Cheng, C.S., and Thomas, W. The effects of alternative model and estimation procedures on the abnormal accrual anomaly. Available from <http://spears.okstate.edu> (2006)
- Chung, R., Firth, M., and Kim, J. Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring. Journal of Business Research 58(2005).
- Chung, R., Ho, S., and Kim, J. Ownership structure and the pricing of discretionary accruals in Japan. Journal of International Accounting 13(2004).
- Dechow, P. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. Journal of Accounting and Economics 18 (1994)
- Dechow, P. M., Sloan, R. P., and Sweeney, A. P. Detecting earnings management. The Accounting Review (April 1995).
- DeFond, M.L., and Jiambalvo, J. Debt covenant Effects and the manipulation of accruals. Journal of Accounting and Economics 17 (1994).
- Easton, P. and Harris, T. Earning as an explanatory variable for returns. Journal of Accounting Research 29 (1991).
- Gujarati, D. Basic econometrics, 5th. Singapore: McGraw – Hill Book, 1985.
- Gujarati, D. Essential of econometrics, 2th. Singapore: Irwin / McGraw – Hill, 1999.
- Hung, M. Accounting standards and value relevance of financial statement: an international analysis. Journal of Accounting and Economics 30 (2001)

- Khan, M. Are accruals really mispriced? Evidence from tests of an intertemporal capital asset pricing model. Available from: <http://w4.stern.nyu.edu> (2005)
- Kothari, S. P., and Zimmerman, J. L. Price and return models. Journal of Accounting and Economics 20 (1995).
- Lev, B., and Zarowin, P. The boundaries of financial reporting and how to extend them. Journal of Accounting Research 37 (1998).
- Louis, H., and Robinson, D. Do managers credibly use accruals to signal private information? Evidence from the pricing of discretionary accruals around stock splits. Journal of Accounting and Economics 39 (2005).
- Moses, O.D., Income smoothing and incentives: empirical tests using accounting changes. The Accounting Review 62 (1987).
- Rangan, S. Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. Journal of Financial Economics 50 (1998).
- Roosenboom, P., Goot, T., and Mertens, G. Earning management and initial public offerings: evidence from the Netherlands. The International Journal of Accounting 38(2003).
- Sun, Y. Analysis of accrual mispricing. Available from www.olin.wustl.edu (2003).
- Sloan, R. G. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?. The Accounting Review 71 (1996).
- Somsak Pratomsrimek. Earnings management to avoid mandatory rehabilitation status : empirical evidence from The Stock Exchange of Thailand. Paper presented at 5th Asain Academic Accounting Assosiation, Bangkok, Thailand, 11-13 October, 2004.
- Subramanyam, K. R. The pricing of discretionary accruals. Journal of Accounting and Economics 22 (1996).
- Thomas, W. B., A test of the market's mispricing of domestic and foreign earnings. Journal of Accounting and Economics 28 (2000).
- Toeh, S., Welch, I., and Wong, T. Earning management and the long-run underperformance of seasoned equity offerings. Journal of Financial Economics 50 (1998a).

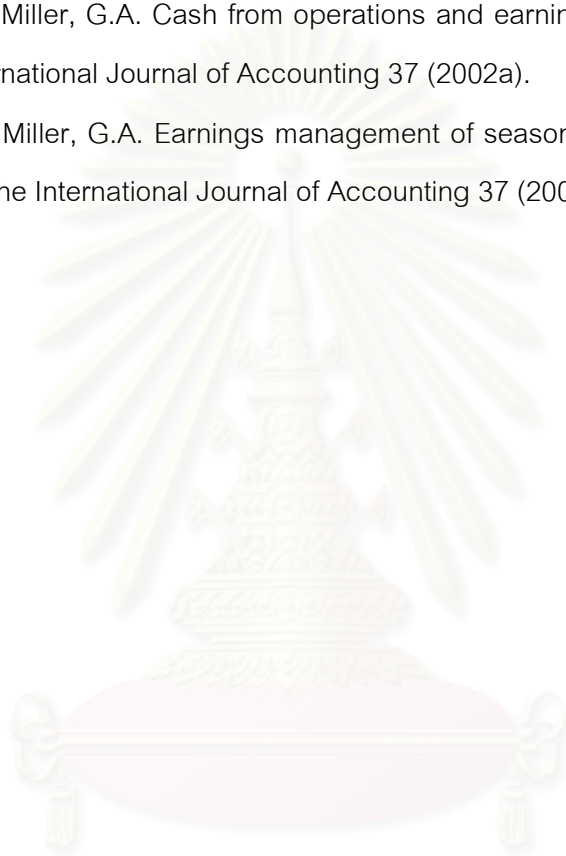
Toeh, S., Welch, I., and Wong, T. Earning management and the long-run underperformance of initial public offerings. Journal of Financial Economics 53 (1998a).

Warfield, T.D., Wild, J.J., and Wild, K.L. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. Journal of Accounting and Economics 20, (1994).

Xie, H. The mispricing of abnormal accruals. The Accounting Review 76 (2001).

Yoon, S.S., and Miller, G.A. Cash from operations and earnings management in Korea. The International Journal of Accounting 37 (2002a).

Yoon, S.S., and Miller, G.A. Earnings management of seasoned equity offering firms in Korea. The International Journal of Accounting 37 (2002b).



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

1. เงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

ก่อนที่ผู้วิจัยจะทดสอบโดยใช้วิธีการวิเคราะห์ความถดถอย ผู้วิจัยต้องตรวจสอบก่อนว่า ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยหรือไม่ ทั้งนี้เงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยมี 5 ข้อ ซึ่งเป็นเงื่อนไขเกี่ยวกับค่าคลาดเคลื่อนของสมการ (Residual) เหตุที่ผู้วิเคราะห์ข้อมูลต้องทดสอบเงื่อนไขต่าง ๆ เพราะการที่จะนำผลของสมการถดถอยไปประยุกต์ ผู้วิเคราะห์ต้องมีความมั่นใจในความถูกต้องของสมการ หากเงื่อนไขทุกข้อเป็นจริง ผู้วิเคราะห์จึงสามารถใช้วิธีการทดสอบ F (F-test) และ t (t-test) ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามได้ เงื่อนไขทั้ง 5 ข้อ มีดังนี้

- (1) ความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติ
- (2) ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์
- (3) ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่
- (4) ค่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระกัน
- (5) ตัวแปรอิสระแต่ละตัวเป็นอิสระกัน

1.1 ความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติ

การตรวจสอบว่าค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่สามารถทำได้หลายวิธีทั้งวิธีการสร้างกราฟ เช่น Histogram, Boxplot, Stem-and-leaf, Normal Probability และวิธีการใช้สถิติทดสอบ อย่างไรก็ตามการตรวจสอบการแจกแจงของข้อมูลโดยใช้กราฟต้องอาศัยดุลยพินิจของผู้วิเคราะห์แต่ละคนว่าข้อมูลมีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่ ดังนั้นข้อสรุปที่ได้อาจแตกต่างกันไป ในขณะที่การทดสอบโดยใช้ค่าสถิติจะมีข้อสรุปที่แน่นอน ผู้วิเคราะห์ไม่จำเป็นต้องใช้ดุลยพินิจเพื่อสรุปว่าข้อมูลมีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่ ค่าสถิติที่ใช้ทดสอบการแจกแจงของข้อมูลคือ Kolmogorov-Smirnov และ Shapiro-Wilk โดยที่ Kolmogorov-Smirnov ใช้สำหรับข้อมูลที่มีจำนวนตัวอย่างมากกว่า 50 ตัวอย่าง ในขณะที่ Shapiro-Wilk ใช้ในกรณีที่จำนวนตัวอย่างน้อยกว่า 50 ตัวอย่าง

อย่างไรก็ตามทฤษฎีลิมิตสู่ส่วนกลาง (Central Limit Theorem) กล่าวว่า การแจกแจงของข้อมูลจะมีค่าใกล้เคียงกันมากขึ้นเมื่อขนาดตัวอย่างเพิ่มขึ้น และถ้าตัวอย่างมีขนาดใหญ่พอ การแจกแจงของข้อมูลจะมีค่าใกล้เคียงกับการแจกแจงแบบปกติ ซึ่งจากการศึกษาข้อมูล นักสถิติพบว่าขนาดตัวอย่างโดยทั่วไปที่ทำให้ข้อมูลมีการแจกแจงใกล้เคียงกับการแจกแจงแบบปกติ คือ 30 ตัวอย่าง ดังนั้นทฤษฎีลิมิตสู่ส่วนกลางจึงกำหนดให้ข้อมูลที่มีจำนวนมากกว่า 30 ตัวอย่างมีการแจกแจงใกล้เคียงกับการแจกแจงแบบปกติ

เนื่องจากงานวิจัยนี้มีข้อมูลที่ใช้สำหรับทดสอบในทุกสมการมากกว่า 30 ตัวอย่าง ดังนั้นผู้วิจัยจึงอ้างอิงทฤษฎีลิมิตสู่ส่วนกลางเพื่อสรุปว่าค่าคลาดเคลื่อนจากการวิเคราะห์ความถดถอยทุกสมการมีการแจกแจงแบบปกติ ดังนั้นการทดสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยในขั้นตอนถัดไป ผู้วิจัยจึงไม่กล่าวถึงเงื่อนไขข้อนี้อีกต่อไป

1.2 ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์

การวิเคราะห์ความถดถอยโดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Least Square Method) จะทำให้ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์เสมอ ดังนั้นผู้วิจัยจึงสรุปได้ว่าเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยข้อนี้เป็นจริงเสมอสำหรับทุกสมการ

1.3 ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่

การวิเคราะห์ความถดถอยจำเป็นต้องทดสอบว่าค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่หรือไม่ หากค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนไม่คงที่จะทำให้เกิดปัญหา Heteroscedastic

การตรวจสอบความคงที่ของความคลาดเคลื่อนอาจพิจารณาได้จากกราฟของ ค่าคลาดเคลื่อน (e) กับ ตัวแปร X หรือกราฟของ e กับตัวแปร Y หรือกราฟของ e กับ ค่าพยากรณ์ของตัวแปร Y (\hat{Y}) ก็ได้ หากค่า e กระจายอยู่รอบ ๆ ศูนย์ หรือค่า e มีค่าในช่วงใดช่วงหนึ่งแคบไม่ว่า X Y หรือ \hat{Y} จะเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร จะถือว่าค่าความคลาดเคลื่อนมีค่าคงที่

1.4 ค่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระกัน

การตรวจสอบความเป็นอิสระของความคลาดเคลื่อนสามารถทำได้ 2 วิธี คือ การเขียนกราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง e กับ t และการใช้สถิติทดสอบ Durbin – Watson

การใช้ค่าสถิติทดสอบ Durbin – Watson สามารถพิจารณาได้ดังนี้

- 1) ถ้า Durbin – Watson มีค่าใกล้ 2 (มีค่าในช่วง 1.5 – 2.5) จะสรุปว่าค่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระกัน
- 2) ถ้า Durbin – Watson น้อยกว่า 1.5 แสดงว่าค่าความคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อกัน โดยถ้า Durbin – Watson มีค่าใกล้ศูนย์แสดงว่าค่าความคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์กันมาก
- 3) ถ้า Durbin – Watson มากกว่า 2.5 แสดงว่าค่าความคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อกัน โดยถ้า Durbin – Watson มีค่าใกล้ 4 แสดงว่าค่าความคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์กันมาก

สำหรับงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยทดสอบความเป็นอิสระของความคลาดเคลื่อนโดยใช้ค่าสถิติทดสอบ Durbin – Watson

1.5 ตัวแปรอิสระแต่ละตัวเป็นอิสระกัน

การตรวจสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละตัวทำได้หลายวิธี ซึ่งผลลัพธ์จากโปรแกรมทางสถิติ SPSS จะให้ค่าสถิติที่ใช้วัดความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ 4 ค่า คือ

- 1) Tolerance ถ้าค่า tolerance ของตัวแปร X_i มีค่าต่ำ แสดงว่าตัวแปรอิสระ X_i มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่น ๆ มาก
- 2) VIF (Variance Inflation Factor) ถ้าค่า VIF ของตัวแปร X_i มีค่ามาก แสดงว่าตัวแปรอิสระ X_i มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่น ๆ มาก
- 3) Eigenvalue ถ้าค่า eigenvalue เข้าใกล้ศูนย์ แสดงว่าตัวแปรอิสระนั้นมี ความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่น ๆ มาก
- 4) Condition Index ถ้าค่า condition Index มีค่ามาก แสดงว่าตัวแปรอิสระนั้นมี ความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่น ๆ มาก

ผู้วิจัยใช้ค่า Tolerance และ ค่า VIF ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

2. การตรวจสอบเงื่อนไขของสมการถดถอยเชิงพหุ

การวิเคราะห์ความถดถอยในงานวิจัยนี้แบ่งเป็น 3 ส่วนตามวิธีดำเนินการวิจัย ดังนั้นการตรวจสอบเงื่อนไขในส่วนนี้ จึงแบ่งเป็น 3 ส่วน ดังนี้

2.1 การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างในดุลยพินิจของ ผู้บริหารกับการ กำหนดราคาหลักทรัพย์

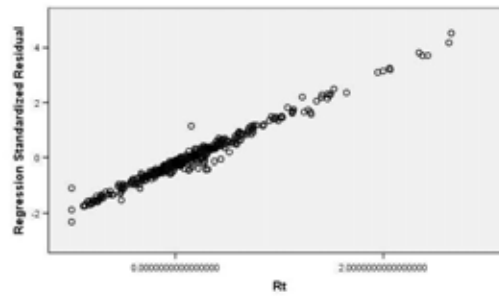
2.1.2 การทดสอบว่าค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่หรือไม่

แผนภาพที่ 1 - 5 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Y) กับค่าคลาดเคลื่อน (e) จากการวิเคราะห์ความถดถอยตามสมการต่อไปนี้

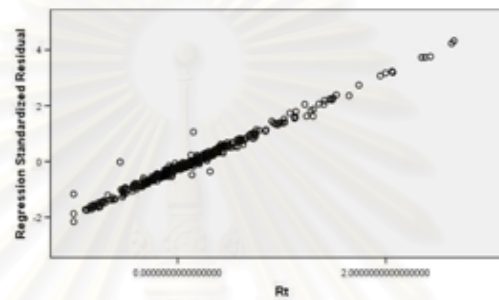
$$R_t = \beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 NDAC_t + \beta_3 DAC_t + \varepsilon_t$$

ซึ่งตัวแปร NDAC และ DAC คำนวณโดยใช้แบบจำลองที่ต่างกัน โดยแผนภาพที่ 1 , 2, 3, 4 และ 5 ตัวแปรที่ใช้คำนวณด้วยแบบจำลอง Modified Jones แบบจำลอง Jones แบบจำลอง Healy แบบจำลอง De Angelo และแบบจำลอง Industry ตามลำดับ

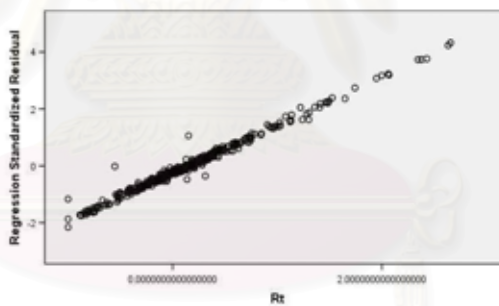
แผนภาพที่ 1 Test of Homogeneity of Variance : Modified Jones



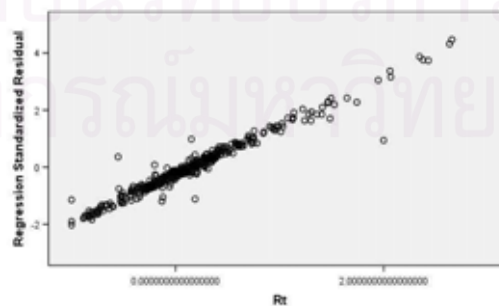
แผนภาพที่ 2 Test of Homogeneity of Variance : Jones



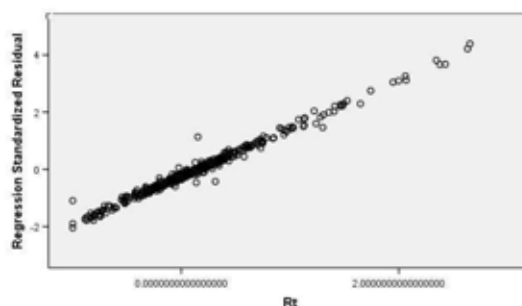
แผนภาพที่ 3 Test of Homogeneity of Variance : Healy



แผนภาพที่ 4 Test of Homogeneity of Variance : De Angelo



แผนภาพที่ 5 Test of Homogeneity of Variance : Industry



จากแผนภาพทั้งหมด ผู้วิจัยพบว่า ค่า e กระจายตัวอยู่ในช่วงแคบ ๆ ไม่ว่า Y จะเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร ดังนั้นผู้วิจัยจึงสรุปได้ว่า ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่

2.1.2 การทดสอบว่าค่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระต่อกันหรือไม่

ตารางที่ 10 แสดงค่า Durbin – Watson ของสมการถดถอยต่อไปนี้

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 NDAC_t + \beta_3 DAC_t + \varepsilon_t$$

ตารางที่ 9 Durbin - Watson

| แบบจำลองที่ใช้ในการคำนวณตัวแปรอิสระ | ค่า Durbin - Watson |
|-------------------------------------|---------------------|
| Modified Jones | 1.726 |
| Jones | 1.707 |
| Healy | 1.673 |
| De Angelo | 1.715 |
| Industry | 1.667 |

เนื่องจากค่า Durbin – Watson ของทุกสมการมีค่าใกล้ 2 ดังนั้นผู้วิจัยจึงสรุปได้ว่า ค่าคลาดเคลื่อนเป็นอิสระกัน

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

2.1.3 การทดสอบว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวเป็นอิสระกันหรือไม่

ตารางที่ 11 ค่า Tolerance และค่า VIF

| แบบจำลองที่ใช้ในการคำนวณตัวแปรอิสระ | ตัวแปรอิสระ | ค่าสถิติ | |
|-------------------------------------|-------------|-----------|-------|
| | | Tolerance | VIF |
| Modified Jones | CFO | 0.958 | 1.044 |
| | NDAC | 0.616 | 1.624 |
| | DAC | 0.595 | 1.679 |
| Jones | CFO | 0.961 | 1.040 |
| | NDAC | 0.553 | 1.809 |
| | DAC | 0.539 | 1.854 |
| Healy | CFO | 0.952 | 1.050 |
| | NDAC | 0.246 | 4.061 |
| | DAC | 0.249 | 4.022 |
| De Angelo | CFO | 0.962 | 1.039 |
| | NDAC | 0.335 | 2.981 |
| | DAC | 0.334 | 2.990 |
| Industry | CFO | 0.962 | 1.040 |
| | NDAC | 0.975 | 1.025 |
| | DAC | 0.947 | 1.056 |

จากตารางที่ 11 ผู้วิจัยพบว่าค่า Tolerance และค่า VIF ของตัวแปรทุกตัวใกล้เคียงกัน ยกเว้นตัวแปร NDAC และ DAC ที่คำนวณโดยใช้แบบจำลอง Healy และ De Angelo เท่านั้นที่มีค่าต่างจากตัวแปรอื่น ๆ อย่างเห็นได้ชัด คือ ค่า NDAC และ DAC ที่คำนวณโดยแบบจำลองดังกล่าวมีค่า Tolerance ค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับค่าเดียวกันของตัวแปรอื่น ๆ ในขณะที่ค่า VIF มีค่าค่อนข้างสูง ดังนั้นผู้วิจัยจึงสรุปได้ว่า ค่าตัวแปรทั้งหมดยกเว้นค่า NDAC และ DAC ที่คำนวณจากแบบจำลอง Healy และ De Angelo ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น ๆ ในขณะที่ค่า NDAC และ DAC ดังกล่าวมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น ๆ

การที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity คือ ทำให้ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยอาจมีค่าแตกต่างจากที่ควรจะเป็น ซึ่งปัญหา Multicollinearity สามารถแก้ไขได้หลายวิธี เช่น การเพิ่มจำนวนตัวอย่าง การตัดตัวแปรอิสระบางตัวออกไป อย่างไรก็ตามผู้วิจัยทดสอบสมการต่าง ๆ โดยใช้ตัวแปรอิสระที่คำนวณด้วยวิธีที่แตกต่างกันหลายวิธี ดังนั้น

ถึงแม้ว่าผลการทดสอบอาจมีข้อผิดพลาดเนื่องจากความบกพร่องบางประการของข้อมูลซึ่งไม่เป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอย ผู้วิจัยยังสามารถเปรียบเทียบผลของสมการต่าง ๆ เพื่อยืนยันความน่าเชื่อถือของผลการทดสอบได้อีกทางหนึ่ง

2.2 การศึกษาผลของรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารที่มีต่อความสามารถในการแสดงถึงกำไรในอนาคตของข้อมูลทางบัญชี

2.3.2 การทดสอบว่าค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่หรือไม่

แผนภาพที่ 6 - 50 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Y) กับค่าคลาดเคลื่อน (e) จากการวิเคราะห์ความถดถอยต่าง ๆ ดังนี้

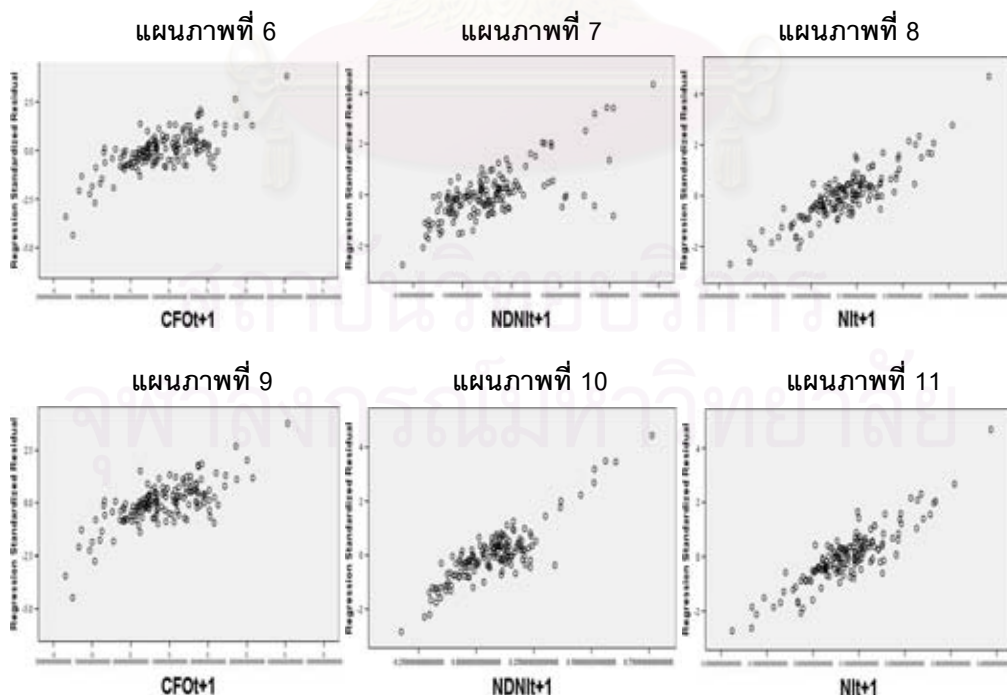
$$CFO_{t+h} = \beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 NDAC_t + \beta_3 DAC_t + \varepsilon_t$$

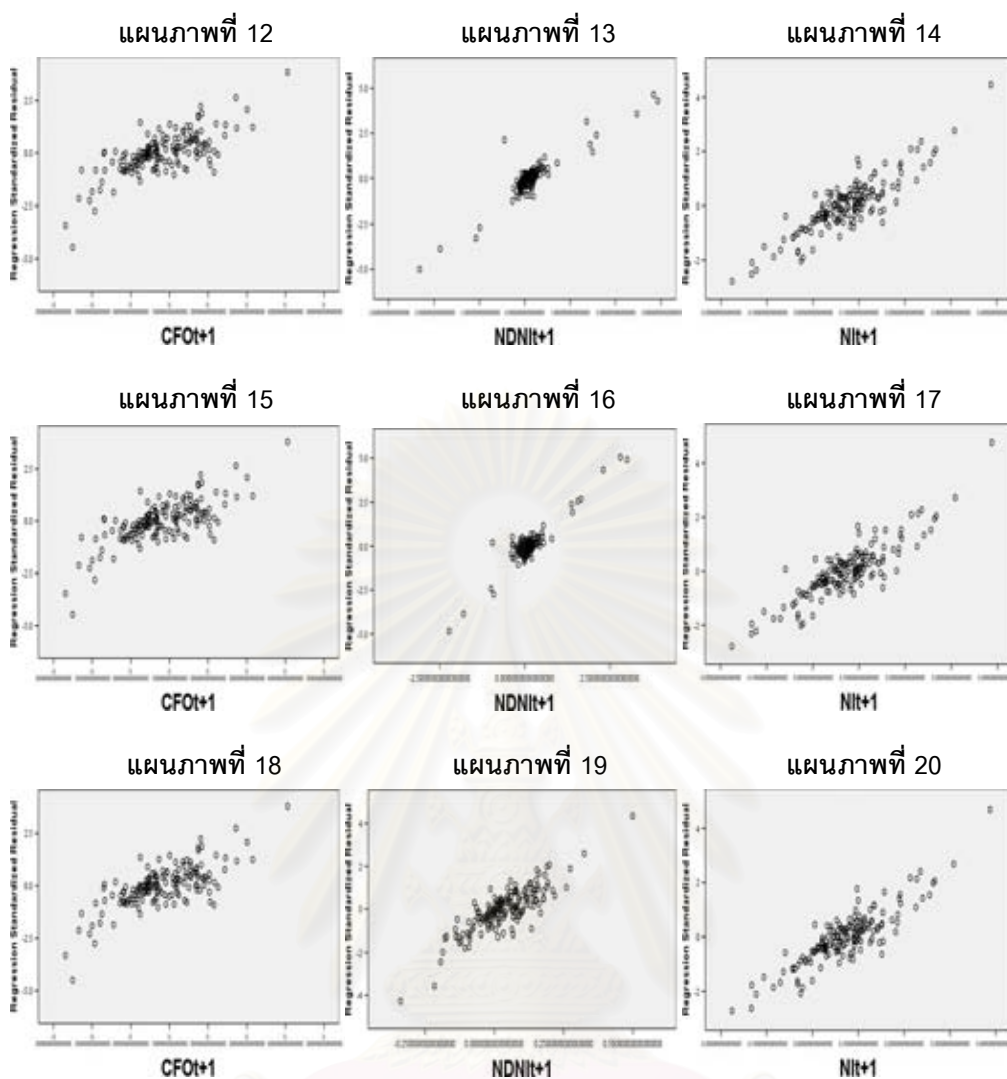
$$NDNI_{t+h} = \beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 NDAC_t + \beta_3 DAC_t + \varepsilon_t$$

$$NI_{t+h} = \beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 NDAC_t + \beta_3 DAC_t + \varepsilon_t$$

โดยตัวแปร NDAC และ DAC คำนวณโดยใช้แบบจำลองที่ต่างกัน 5 ชนิด คือแบบจำลอง Modified Jones แบบจำลอง Jones แบบจำลอง Healy แบบจำลอง De Angelo และแบบจำลอง Industry

1) กรณีที่ตัวแปรตามคือผลการดำเนินงานในปีที่ 1 หลังจากการนำเสนอข้อมูล





แผนภาพที่ 6, 7 และ 8 แสดงการทดสอบค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนที่ตัวแปรอิสระคำนวณจากแบบจำลอง Modified Jones โดยที่ตัวแปรตามคือ CFO_{t+1} , $NDNI_{t+1}$ และ NI_{t+1} ตามลำดับ

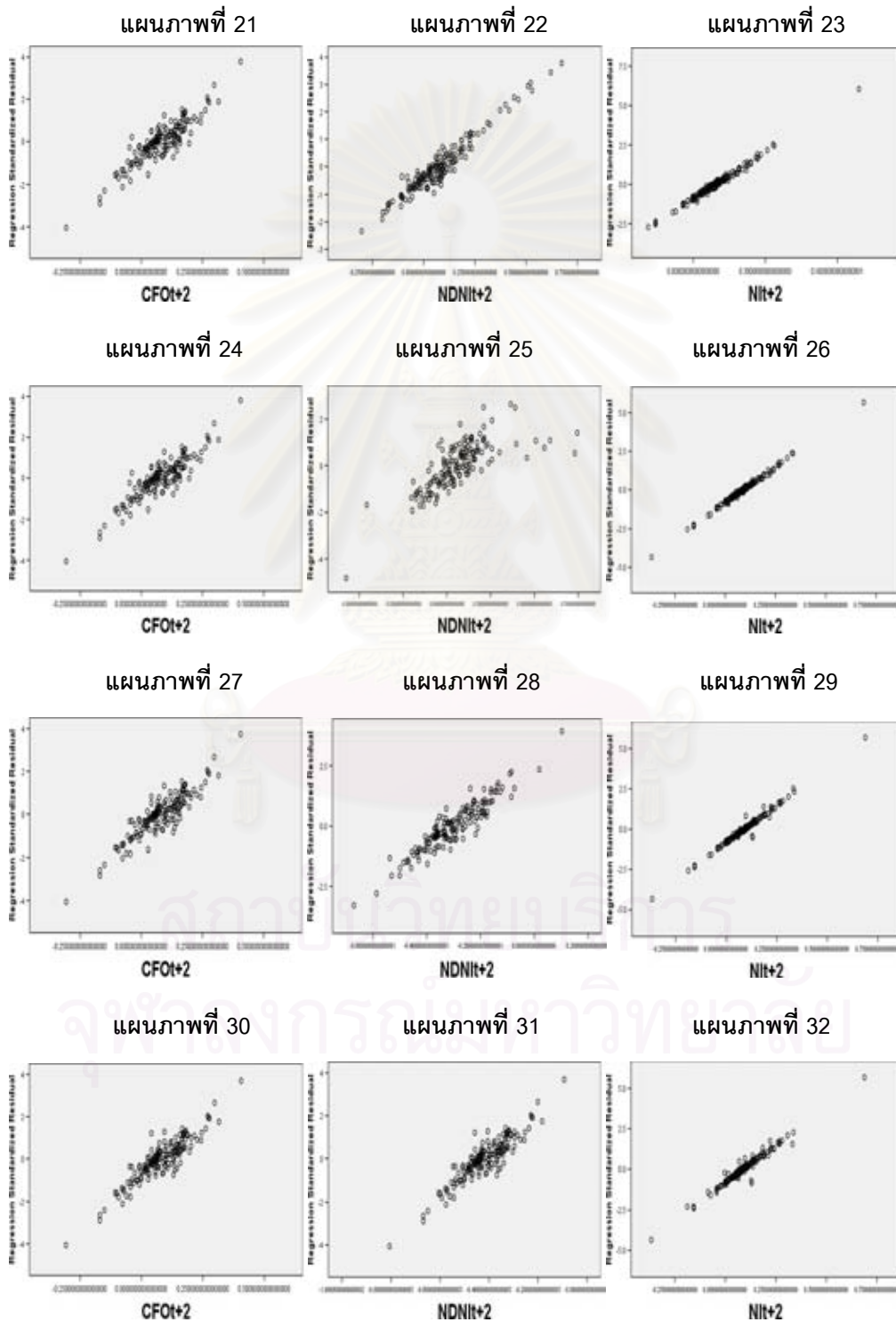
แผนภาพที่ 9, 10 และ 11 แสดงการทดสอบค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนที่ตัวแปรอิสระคำนวณจากแบบจำลอง Jones โดยที่ตัวแปรตามคือ CFO_{t+1} , $NDNI_{t+1}$ และ NI_{t+1} ตามลำดับ

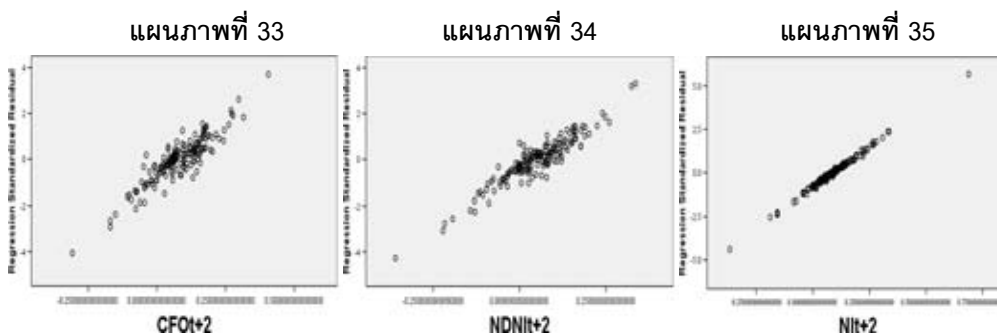
แผนภาพที่ 12, 13 และ 14 แสดงการทดสอบค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนที่ตัวแปรอิสระคำนวณจากแบบจำลอง Healy โดยที่ตัวแปรตามคือ CFO_{t+1} , $NDNI_{t+1}$ และ NI_{t+1} ตามลำดับ

แผนภาพที่ 15, 16 และ 17 แสดงการทดสอบค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนที่ตัวแปรอิสระคำนวณจากแบบจำลอง De Angelo โดยที่ตัวแปรตามคือ CFO_{t+1} , $NDNI_{t+1}$ และ NI_{t+1} ตามลำดับ

แผนภาพที่ 18, 19 และ 20 แสดงการทดสอบค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนที่ตัวแปรอิสระ
คำนวณจากแบบจำลอง Industry โดยที่ตัวแปรตามคือ CFO_{t+1} , $NDNI_{t+1}$ และ NI_{t+1}
ตามลำดับ

2) กรณีที่ตัวแปรตามคือผลการดำเนินงานในปีที่ 2 หลังจากการนำเสนอข้อมูล





แผนภาพที่ 21, 22 และ 23 แสดงการทดสอบค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนที่ตัวแปรอิสระคำนวณจากแบบจำลอง Modified Jones โดยที่ตัวแปรตามคือ CFO_{t+2} , $NDNI_{t+2}$ และ NI_{t+2} ตามลำดับ

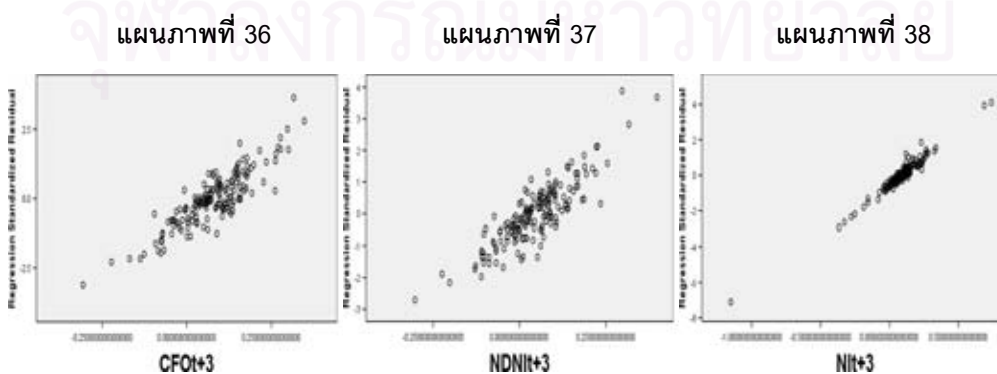
แผนภาพที่ 24, 25 และ 26 แสดงการทดสอบค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนที่ตัวแปรอิสระคำนวณจากแบบจำลอง Jones โดยที่ตัวแปรตามคือ CFO_{t+2} , $NDNI_{t+2}$ และ NI_{t+2} ตามลำดับ

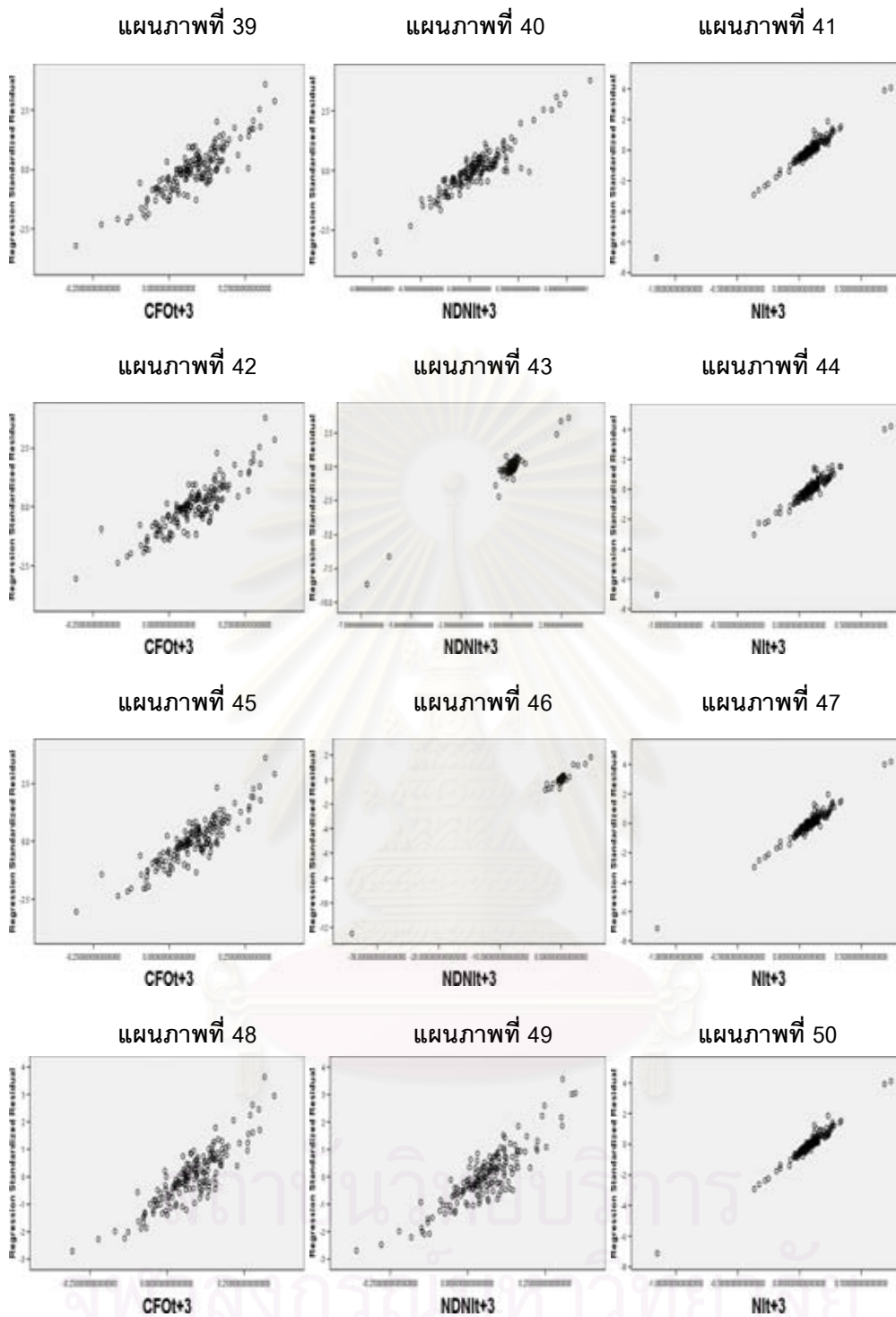
แผนภาพที่ 27, 28 และ 29 แสดงการทดสอบค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนที่ตัวแปรอิสระคำนวณจากแบบจำลอง Healy โดยที่ตัวแปรตามคือ CFO_{t+2} , $NDNI_{t+2}$ และ NI_{t+2} ตามลำดับ

แผนภาพที่ 30, 31 และ 32 แสดงการทดสอบค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนที่ตัวแปรอิสระคำนวณจากแบบจำลอง De Angelo โดยที่ตัวแปรตามคือ CFO_{t+2} , $NDNI_{t+2}$ และ NI_{t+2} ตามลำดับ

แผนภาพที่ 33, 34 และ 35 แสดงการทดสอบค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนที่ตัวแปรอิสระคำนวณจากแบบจำลอง Industry โดยที่ตัวแปรตามคือ CFO_{t+2} , $NDNI_{t+2}$ และ NI_{t+2} ตามลำดับ

3) กรณีที่ตัวแปรตามคือผลการดำเนินงานในปีที่ 3 หลังจากการนำเสนอข้อมูล





แผนภาพที่ 36, 37 และ 38 แสดงการทดสอบค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนที่ตัวแปรอิสระ
 จำนวนจากแบบจำลอง Modified Jones โดยที่ตัวแปรตามคือ CFO_{t+3} , $NDNI_{t+3}$ และ
 NI_{t+3} ตามลำดับ

แผนภาพที่ 39, 40 และ 41 แสดงการทดสอบค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนที่ตัวแปรอิสระ
 จำนวนจากแบบจำลอง Jones โดยที่ตัวแปรตามคือ CFO_{t+3} , $NDNI_{t+3}$ และ NI_{t+3}
 ตามลำดับ

แผนภาพที่ 42, 43 และ 44 แสดงการทดสอบค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนที่ตัวแปรอิสระ
คำนวณจากแบบจำลอง Healy โดยที่ตัวแปรตามคือ CFO_{t+3} , $NDNI_{t+3}$ และ NI_{t+3}
ตามลำดับ

แผนภาพที่ 45, 46 และ 47 แสดงการทดสอบค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนที่ตัวแปรอิสระ
คำนวณจากแบบจำลอง De Angelo โดยที่ตัวแปรตามคือ CFO_{t+3} , $NDNI_{t+3}$ และ NI_{t+3}
ตามลำดับ

แผนภาพที่ 48, 49 และ 50 แสดงการทดสอบค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนที่ตัวแปรอิสระ
คำนวณจากแบบจำลอง Industry โดยที่ตัวแปรตามคือ CFO_{t+3} , $NDNI_{t+3}$ และ NI_{t+3}
ตามลำดับ

จากแผนภาพข้างต้น ผู้วิจัยพบว่า ค่า e กระจายตัวค่อนข้างสม่ำเสมอ อยู่ในช่วง แคบ ๆ
ไม่ว่า Y จะเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร ดังนั้นผู้วิจัยจึงสรุปได้ว่า ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อน
เป็นค่าคงที่

2.3.2 การทดสอบว่าค่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระต่อกันหรือไม่

การทดสอบว่าค่าความคลาดเคลื่อนของสมการถดถอยเป็นอิสระต่อกันหรือไม่สามารถ
พิจารณาได้จาก ค่า Durbin – Watson ซึ่งคำนวณได้จากการวิเคราะห์ความถดถอย ซึ่งในส่วนนี้
ประกอบด้วยสมการถดถอยดังต่อไปนี้

$$CFO_{t+i} = \beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 NDAC_t + \beta_3 DAC_t + \varepsilon_t$$

$$NDNI_{t+i} = \beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 NDAC_t + \beta_3 DAC_t + \varepsilon_t$$

$$NI_{t+i} = \beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 NDAC_t + \beta_3 DAC_t + \varepsilon_t$$

ตารางที่ 12 Durbin – Watson

| ตัวแปรตาม | แบบจำลองที่ใช้ในการคำนวณตัวแปรอิสระ | | | | |
|--------------|-------------------------------------|--------|--------|-----------|----------|
| | Modified Jones | Jones | Healy | De Angelo | Industry |
| CFO_{t+1} | 1.8885 | 1.8537 | 1.9066 | 1.9108 | 1.9373 |
| $NDNI_{t+1}$ | 1.6974 | 1.7847 | 2.1552 | 2.1559 | 1.9806 |
| NI_{t+1} | 1.7398 | 1.7353 | 1.7099 | 1.7197 | 1.7038 |
| CFO_{t+2} | 1.9850 | 1.9536 | 1.9997 | 2.0102 | 1.9991 |
| $NDNI_{t+2}$ | 1.9583 | 2.2568 | 1.7177 | 1.9985 | 1.8759 |
| NI_{t+2} | 2.0203 | 2.0396 | 1.9448 | 1.9806 | 1.9339 |
| CFO_{t+3} | 2.0235 | 2.0671 | 1.9678 | 1.9751 | 1.9830 |
| $NDNI_{t+3}$ | 1.9318 | 2.2198 | 1.8276 | 1.9648 | 1.9443 |
| NI_{t+3} | 1.7925 | 1.7927 | 1.7529 | 1.7870 | 1.7785 |

เนื่องจากค่า Durbin – Watson ของทุกสมการมีค่าใกล้ 2 ดังนั้นผู้วิจัยจึงสรุปได้ว่าค่าคลาดเคลื่อนเป็นอิสระกัน

2.2.3 การทดสอบว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวเป็นอิสระกันหรือไม่

ผู้วิจัยใช้ค่า Tolerance และ ค่า VIF ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ โดยถ้าค่า Tolerance มีค่าต่ำ และค่า VIF มีค่าสูงแสดงว่าตัวแปรอิสระเป็นต่อกัน

ตารางที่ 13 ค่า Tolerance และ ค่า VIF

| ตัวแปรตาม | แบบจำลองที่ใช้ จำนวนตัวแปรอิสระ | ตัวแปรอิสระ | ค่าสถิติ | |
|---------------------|------------------------------------|-------------|-----------|--------|
| | | | Tolerance | VIF |
| CFO _{t+1} | Modifeid Jones | CFO | 0.9422 | 1.0614 |
| | | NDAC | 0.4276 | 2.3385 |
| | | DAC | 0.4135 | 2.4184 |
| | Jones | CFO | 0.9594 | 1.0423 |
| | | NDAC | 0.5012 | 1.9951 |
| | | DAC | 0.4868 | 2.0544 |
| | Healy | CFO | 0.9640 | 1.0373 |
| | | NDAC | 0.7740 | 1.2920 |
| | | DAC | 0.7575 | 1.3202 |
| | De Angelo | CFO | 0.9520 | 1.0504 |
| | | NDAC | 0.1690 | 5.9178 |
| | | DAC | 0.1716 | 5.8262 |
| | Industry | CFO | 0.9643 | 1.0370 |
| | | NDAC | 0.9737 | 1.0271 |
| | | DAC | 0.9518 | 1.0507 |
| NDNI _{t+1} | Modifeid Jones | CFO | 0.9473 | 1.0557 |
| | | NDAC | 0.4371 | 2.2876 |
| | | DAC | 0.4241 | 2.3577 |
| | Jones | CFO | 0.9589 | 1.0429 |
| | | NDAC | 0.4871 | 2.0531 |
| | | DAC | 0.4730 | 2.1142 |
| | Healy | CFO | 0.9694 | 1.0315 |
| | | NDAC | 0.7796 | 1.2828 |
| | | DAC | 0.7663 | 1.3049 |
| | De Angelo | CFO | 0.9565 | 1.0455 |
| | | NDAC | 0.1854 | 5.3936 |
| | | DAC | 0.1884 | 5.3086 |
| | Industry | CFO | 0.9698 | 1.0311 |
| | | NDAC | 0.9649 | 1.0364 |
| | | DAC | 0.9476 | 1.0553 |

ตารางที่ 13 แสดงค่า Tolerance และ ค่า VIF (ต่อ)

| ตัวแปรตาม | แบบจำลองที่ใช้ จำนวนตัวแปรอิสระ | ตัวแปรอิสระ | ค่าสถิติ | |
|--------------|------------------------------------|-------------|-----------|--------|
| | | | Tolerance | VIF |
| NI_{t+1} | Modifeid Jones | CFO | 0.9445 | 1.0587 |
| | | NDAC | 0.4007 | 2.4957 |
| | | DAC | 0.3880 | 2.5774 |
| | Jones | CFO | 0.9567 | 1.0453 |
| | | NDAC | 0.5016 | 1.9937 |
| | | DAC | 0.4861 | 2.0573 |
| | Healy | CFO | 0.9616 | 1.0399 |
| | | NDAC | 0.7107 | 1.4070 |
| | | DAC | 0.6880 | 1.4534 |
| | De Angelo | CFO | 0.9590 | 1.0428 |
| | | NDAC | 0.2794 | 3.5792 |
| | | DAC | 0.2785 | 3.5906 |
| | Industry | CFO | 0.9625 | 1.0390 |
| | | NDAC | 0.9698 | 1.0311 |
| | | DAC | 0.9429 | 1.0605 |
| CFO_{t+2} | Modifeid Jones | CFO | 0.9495 | 1.0532 |
| | | NDAC | 0.7598 | 1.3162 |
| | | DAC | 0.7380 | 1.3550 |
| | Jones | CFO | 0.9637 | 1.0376 |
| | | NDAC | 0.8393 | 1.1915 |
| | | DAC | 0.8136 | 1.2291 |
| | Healy | CFO | 0.9784 | 1.0220 |
| | | NDAC | 0.9456 | 1.0575 |
| | | DAC | 0.9258 | 1.0802 |
| | De Angelo | CFO | 0.9955 | 1.0046 |
| | | NDAC | 0.9932 | 1.0068 |
| | | DAC | 0.9934 | 1.0066 |
| | Industry | CFO | 0.9690 | 1.0320 |
| | | NDAC | 0.9664 | 1.0348 |
| | | DAC | 0.9428 | 1.0607 |
| $NDNI_{t+2}$ | Modifeid Jones | CFO | 0.9483 | 1.0545 |
| | | NDAC | 0.7551 | 1.3244 |
| | | DAC | 0.7308 | 1.3684 |
| | Jones | CFO | 0.9611 | 1.0405 |
| | | NDAC | 0.8353 | 1.1972 |
| | | DAC | 0.8071 | 1.2390 |
| | Healy | CFO | 0.9782 | 1.0223 |
| | | NDAC | 0.9450 | 1.0582 |
| | | DAC | 0.9249 | 1.0811 |
| | De Angelo | CFO | 0.9956 | 1.0044 |
| | | NDAC | 0.9933 | 1.0068 |
| | | DAC | 0.9934 | 1.0067 |
| | Industry | CFO | 0.9691 | 1.0319 |
| | | NDAC | 0.9664 | 1.0348 |
| | | DAC | 0.9429 | 1.0606 |

ตารางที่ 13 แสดงค่า Tolerance และ ค่า VIF (ต่อ)

| ตัวแปรตาม | แบบจำลองที่ใช้ คำนวณตัวแปรอิสระ | ตัวแปรอิสระ | ค่าสถิติ | |
|---------------------|------------------------------------|-------------|-----------|--------|
| | | | Tolerance | VIF |
| NI _{t+2} | Modifeid Jones | CFO | 0.9220 | 1.0846 |
| | | NDAC | 0.5661 | 1.7666 |
| | | DAC | 0.5333 | 1.8750 |
| | Jones | CFO | 0.9301 | 1.0751 |
| | | NDAC | 0.6659 | 1.5016 |
| | | DAC | 0.6277 | 1.5930 |
| | Healy | CFO | 0.9538 | 1.0485 |
| | | NDAC | 0.9821 | 1.0182 |
| | | DAC | 0.9472 | 1.0557 |
| | De Angelo | CFO | 0.9865 | 1.0137 |
| | | NDAC | 0.9888 | 1.0113 |
| | | DAC | 0.9975 | 1.0025 |
| | Industry | CFO | 0.9341 | 1.0705 |
| | | NDAC | 0.9557 | 1.0464 |
| | | DAC | 0.9051 | 1.1049 |
| CFO _{t+3} | Modifeid Jones | CFO | 0.9646 | 1.0367 |
| | | NDAC | 0.6447 | 1.5511 |
| | | DAC | 0.6405 | 1.5612 |
| | Jones | CFO | 0.9824 | 1.0179 |
| | | NDAC | 0.7289 | 1.3720 |
| | | DAC | 0.7215 | 1.3861 |
| | Healy | CFO | 0.9883 | 1.0118 |
| | | NDAC | 0.8087 | 1.2366 |
| | | DAC | 0.8019 | 1.2470 |
| | De Angelo | CFO | 0.9768 | 1.0238 |
| | | NDAC | 0.3380 | 2.9589 |
| | | DAC | 0.3422 | 2.9225 |
| | Industry | CFO | 0.9861 | 1.0141 |
| | | NDAC | 0.9464 | 1.0567 |
| | | DAC | 0.9414 | 1.0623 |
| NDNI _{t+3} | Modifeid Jones | CFO | 0.9646 | 1.0367 |
| | | NDAC | 0.6447 | 1.5511 |
| | | DAC | 0.6405 | 1.5612 |
| | Jones | CFO | 0.9824 | 1.0179 |
| | | NDAC | 0.7289 | 1.3720 |
| | | DAC | 0.7215 | 1.3861 |
| | Healy | CFO | 0.9841 | 1.0162 |
| | | NDAC | 0.8778 | 1.1392 |
| | | DAC | 0.8681 | 1.1520 |
| | De Angelo | CFO | 0.9734 | 1.0273 |
| | | NDAC | 0.4565 | 2.1906 |
| | | DAC | 0.4624 | 2.1624 |
| | Industry | CFO | 0.9861 | 1.0141 |
| | | NDAC | 0.9464 | 1.0567 |
| | | DAC | 0.9414 | 1.0623 |

ตารางที่ 13 แสดงค่า Tolerance และ ค่า VIF (ต่อ)

| ตัวแปรตาม | แบบจำลองที่ใช้ คำนวณตัวแปรอิสระ | ตัวแปรอิสระ | ค่าสถิติ | |
|-------------------|------------------------------------|-------------|-----------|--------|
| | | | Tolerance | VIF |
| NI _{t+3} | Modifeid Jones | CFO | 0.9613 | 1.0403 |
| | | NDAC | 0.7734 | 1.2930 |
| | | DAC | 0.7630 | 1.3106 |
| | Jones | CFO | 0.9767 | 1.0238 |
| | | NDAC | 0.8453 | 1.1830 |
| | | DAC | 0.8307 | 1.2038 |
| | Healy | CFO | 0.9750 | 1.0256 |
| | | NDAC | 0.8661 | 1.1546 |
| | | DAC | 0.8610 | 1.1614 |
| | De Angelo | CFO | 0.9680 | 1.0331 |
| | | NDAC | 0.4530 | 2.2075 |
| | | DAC | 0.4603 | 2.1724 |
| | Industry | CFO | 0.9815 | 1.0188 |
| | | NDAC | 0.9656 | 1.0357 |
| | | DAC | 0.9523 | 1.0500 |

จากตารางที่ 13 ผู้วิจัยพบว่าค่า Tolerance และค่า VIF ของตัวแปรทุกตัวใกล้เคียงกัน ยกเว้นสมการของผลการดำเนินงานในปีที่ 1 ตัวแปร NDAC และ DAC ที่คำนวณโดยใช้แบบจำลอง Modified Jones, Jones และ De Angelo และสมการของผลการดำเนินงานในปีที่ 3 ตัวแปร NDAC และ DAC ที่คำนวณโดยแบบจำลอง De Angelo โดยภาพรวมค่า Tolerance มีค่าสูง ในขณะที่ค่า VIF มีค่าต่ำ ดังนั้นผู้วิจัยจึงสรุปว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีความเป็นอิสระต่อกัน

อย่างไรก็ตามตัวแปรบางตัวที่มีค่าแตกต่างจากตัวแปรอื่น ๆ แสดงให้เห็นว่าการทดสอบ อาจเกิดปัญหา Multicollinearity ซึ่งจะส่งผลให้ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมีค่าต่างจากที่ควรจะเป็น แต่ผู้วิจัยสรุปผลการทดลองโดยใช้การคำนวณที่ต่างกันหลายวิธี และเปรียบเทียบผลของวิธีต่าง ๆ ดังนั้นถึงแม้ว่าผลการทดสอบอาจมีความผิดพลาดจากการที่ข้อมูลไม่เป็นไปตามเงื่อนไขบางประการ ผู้วิจัยยังสามารถเปรียบเทียบผลของสมการต่าง ๆ เพื่อยืนยันความถูกต้องของผลการทดสอบได้

2.3 การศึกษาความเหมาะสมของการใช้รายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารในการกำหนดราคาหลักทรัพย์

2.3.2 การทดสอบว่าค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่หรือไม่

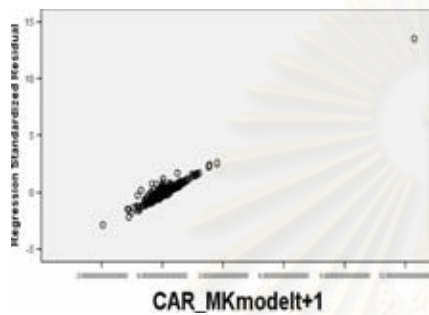
แผนภาพที่ 51 - 60 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์
เกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ (Y) กับค่าคลาดเคลื่อน (e) จากการวิเคราะห์ความถดถอยต่อไปนี้

$$AR_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 NDAC + \beta_2 DAC_t + \beta_3 DEBT_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 B / Mratio_t + \varepsilon_t$$

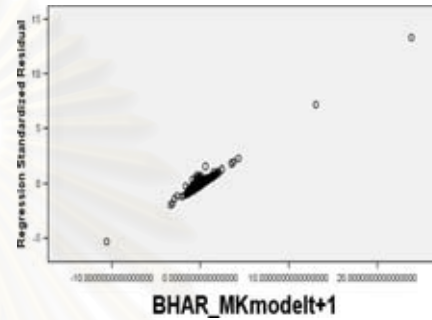
โดยตัวแปร NDAC และ DAC คำนวณโดยใช้แบบจำลองที่ต่างกัน 5 ชนิด คือแบบจำลอง Modified Jones, แบบจำลอง Jones , แบบจำลอง Healy , แบบจำลอง De Angelo และแบบจำลอง Industry

1) กรณีที่ NDAC และ DAC คำนวณจากแบบจำลอง Modified Jones

แผนภาพที่ 51

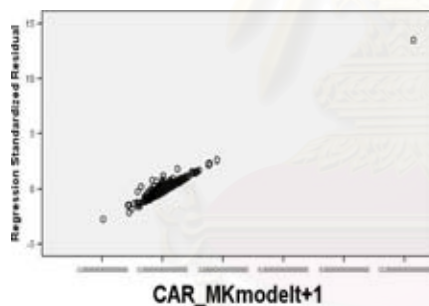


แผนภาพที่ 52

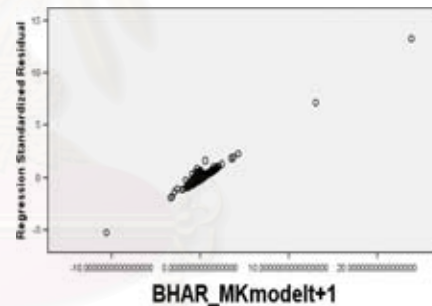


2) กรณีที่ NDAC และ DAC คำนวณจากแบบจำลอง Jones

แผนภาพที่ 53

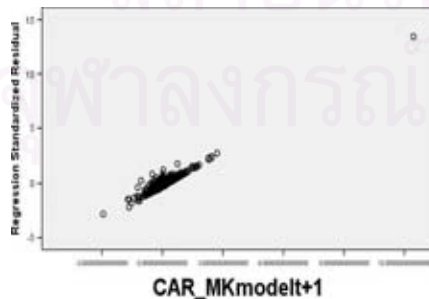


แผนภาพที่ 54

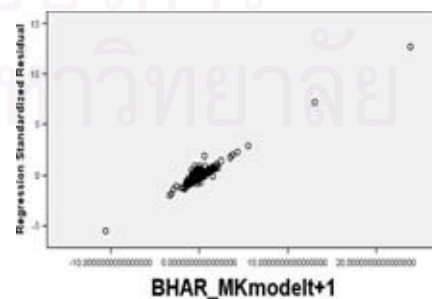


3) กรณีที่ NDAC และ DAC คำนวณจากแบบจำลอง Healy

แผนภาพที่ 55

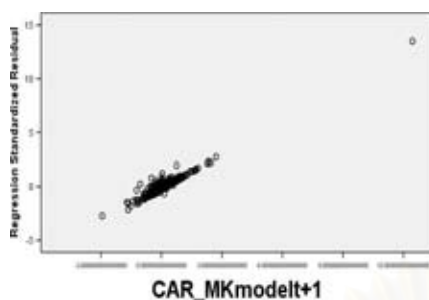


แผนภาพที่ 56

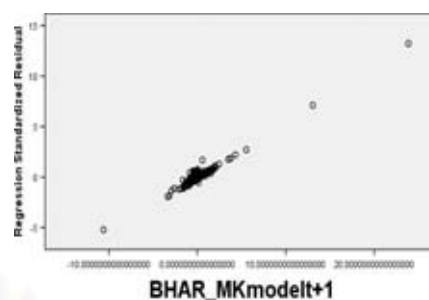


4) กรณีที่ NDAC และ DAC คำนวณจากแบบจำลอง De Angelo

แผนภาพที่ 57

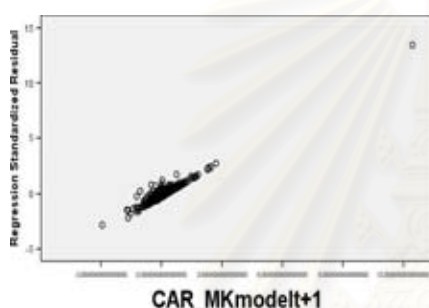


แผนภาพที่ 58

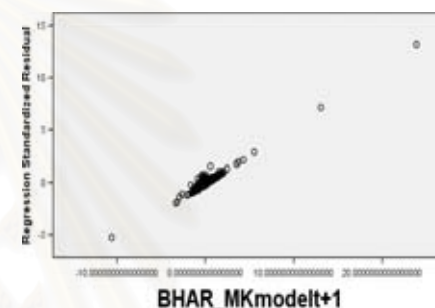


5) กรณีที่ NDAC และ DAC คำนวณจากแบบจำลอง Industry

แผนภาพที่ 59



แผนภาพที่ 60



จากแผนภาพข้างต้น ผู้วิจัยพบว่า ค่า e กระจายตัวค่อนข้างสม่ำเสมอ อยู่ในช่วงแคบ ๆ ไม่ว่า Y จะเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร ดังนั้นผู้วิจัยจึงสรุปได้ว่า ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่

2.3.2 การทดสอบว่าค่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระต่อกันหรือไม่

ตารางที่ 13 แสดงค่า Durbin – Watson ของสมการถดถอยต่อไปนี้

$$AR_{t+i} = \beta_0 + \beta_1 DAC_t + \beta_2 DEBT_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 B / Mratio_t + \varepsilon_t$$

ตารางที่ 14 Durbin – Watson

| ตัวแปรตาม | แบบจำลองที่ใช้ในการคำนวณตัวแปรอิสระ | | | | |
|--------------|-------------------------------------|--------|--------|-----------|----------|
| | Modified Jones | Jones | Healy | De Angelo | Industry |
| CAR_Mkmodel | 1.9361 | 1.9599 | 1.9363 | 1.9499 | 1.9367 |
| BHAR_Mkmodel | 2.0267 | 2.0434 | 2.0104 | 2.0205 | 2.0164 |

เนื่องจากค่า Durbin – Watson ของทุกสมการมีค่าใกล้ 2 ดังนั้นผู้วิจัยจึงสรุปได้ว่าค่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระกัน

2.3.3 การทดสอบว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวเป็นอิสระกันหรือไม่

ตารางที่ 15 แสดงค่า Tolerance และ ค่า VIF

| ตัวแปรตาม | แบบจำลองที่ใช้ จำนวนตัวแปรอิสระ | ตัวแปรอิสระ | ค่าสถิติ | | |
|--------------|------------------------------------|-------------|-----------|--------|--------|
| | | | Tolerance | VIF | |
| CAR_Mkmodel | Modifeid Jones | NDAC | 0.8221 | 1.2164 | |
| | | DAC | 0.8257 | 1.2112 | |
| | | Debt | 0.9478 | 1.0551 | |
| | | Size | 0.9369 | 1.0674 | |
| | | BM | 0.9705 | 1.0304 | |
| | | Jones | NDAC | 0.8290 | 1.2063 |
| | | DAC | 0.8341 | 1.1989 | |
| | | Debt | 0.9457 | 1.0574 | |
| | | Size | 0.9388 | 1.0652 | |
| | | BM | 0.9719 | 1.0289 | |
| | | Healy | NDAC | 0.6819 | 1.4665 |
| | | | DAC | 0.7363 | 1.3582 |
| | | | Debt | 0.9399 | 1.0640 |
| | | | Size | 0.8815 | 1.1344 |
| | | | BM | 0.9691 | 1.0318 |
| | | DeAngelo | NDAC | 0.3931 | 2.5438 |
| | | | DAC | 0.4045 | 2.4721 |
| | | | Debt | 0.9500 | 1.0527 |
| | | | Size | 0.9377 | 1.0665 |
| | | | BM | 0.9372 | 1.0670 |
| | | Industry | NDAC | 0.9743 | 1.0264 |
| | | | DAC | 0.9933 | 1.0067 |
| | | | Debt | 0.9466 | 1.0564 |
| | | | Size | 0.9311 | 1.0740 |
| | | BM | 0.9642 | 1.0372 | |
| BHAR_Mkmodel | Modifeid Jones | NDAC | 0.8216 | 1.2171 | |
| | | DAC | 0.8252 | 1.2118 | |
| | | Debt | 0.9475 | 1.0554 | |
| | | Size | 0.9361 | 1.0683 | |
| | | BM | 0.9700 | 1.0309 | |
| | | Jones | NDAC | 0.8288 | 1.2065 |
| | | DAC | 0.8340 | 1.1990 | |
| | | Debt | 0.9453 | 1.0578 | |
| | | Size | 0.9381 | 1.0660 | |
| | | BM | 0.9714 | 1.0294 | |
| | | Healy | NDAC | 0.6973 | 1.4341 |
| | | | DAC | 0.7536 | 1.3269 |
| | | | Debt | 0.9401 | 1.0637 |
| | | | Size | 0.8810 | 1.1351 |
| | | | BM | 0.9686 | 1.0324 |
| | | DeAngelo | NDAC | 0.3739 | 2.6746 |
| | | | DAC | 0.3798 | 2.6329 |
| | | | Debt | 0.9501 | 1.0525 |
| | | | Size | 0.9415 | 1.0621 |
| | | | BM | 0.9472 | 1.0558 |
| | | Industry | NDAC | 0.9746 | 1.0261 |
| | | | DAC | 0.9935 | 1.0065 |
| | | | Debt | 0.9465 | 1.0565 |
| | | | Size | 0.9306 | 1.0746 |
| | | BM | 0.9638 | 1.0376 | |

จากตารางที่ 15 ผู้วิจัยพบว่าค่า Tolerance และค่า VIF ของตัวแปรทุกตัวใกล้เคียงกัน ค่า Tolerance มีค่าสูง ในขณะที่ค่า VIF มีค่าต่ำ ดังนั้นผู้วิจัยจึงสรุปว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีความเป็นอิสระต่อกัน



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาวณัฐกานต์ วัชรชัยทโลสถ เกิดเมื่อวันที่ 7 มิถุนายน พ.ศ. 2524 ที่จังหวัดชลบุรี สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรี บัญชีบัณฑิต จากจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปีการศึกษา 2545 และเข้าศึกษาต่อในหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์ และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย เมื่อปีการศึกษา 2546



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย