



การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการตอบสนองของนักลงทุน  
ต่อการประกาศงบการเงิน กับการตกแต่งกำไร

โดย

นายการุณ สารสุวรรณ

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการตอบสนองของนักลงทุน  
ต่อการประกาศงบการเงิน กับการตกแต่งกำไร

โดย

นายการุณ สารสุวรรณ



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
บัญชีมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2558  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



THE RELATIONSHIP BETWEEN INVESTORS' REACTIONS TO  
FINANCIAL REPORT AND EARNINGS MANAGEMENT

BY

MR. KAROON SANSUWAN



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF THE  
REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF ACCOUNTING  
INTEGRATIVE BUSINESS ACCOUNTING  
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY  
THAMMASAT UNIVERSITY  
ACADEMIC YEAR 2015  
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นายการุณ สารสุวรรณ

เรื่อง

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการตอบสนองของนักลงทุน  
ต่อการประกาศงบการเงิน กับการตกแต่งกำไร

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ

13 พ.ค. 2559

เมื่อ วันที่ .....

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ

(รองศาสตราจารย์อัญชลี พิพัฒน์เสรีบุญ)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันทเพชร)

คณบดี

(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวยการ)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน กับการตกแต่งกำไร
ชื่อผู้เขียน	นายการุณ สารสุวรรณ
ชื่อปริญญา	บัญชีมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันเพชร
ปีการศึกษา	2558

### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน กับการตกแต่งกำไร โดยใช้ข้อมูลการตอบสนองของนักลงทุนในช่วงปี พ.ศ. 2550 ถึง พ.ศ. 2554 และใช้ข้อมูลรายงานทางการเงินประจำปี พ.ศ. 2554 เป็นข้อมูลหลักสำหรับการศึกษา ปัจจัยด้านการตกแต่งกำไร

ทั้งนี้การตัดสินใจตกแต่งกำไรของผู้บริหาร จะใช้ประเด็นแรงจูงใจด้านการรายงานผลการดำเนินงานเป็นเกณฑ์ในการกำหนด ซึ่งจะทำให้การทดสอบสมมติฐานแรกโดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็นกลุ่มตัวอย่างที่ผู้บริหารตัดสินใจตกแต่งกำไร และกลุ่มตัวอย่างที่ผู้บริหารตัดสินใจไม่ตกแต่งกำไร และสำหรับการวัดระดับการตกแต่งกำไรของผู้บริหารจะใช้รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารที่ได้จากการใช้ตัวแบบต่าง ๆ ในการคำนวณเป็นตัวแทน โดยในการทดสอบสมมติฐานที่สองนี้จะใช้ข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดมาทำการศึกษา

ผลจากการวิเคราะห์ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน กับการตัดสินใจตกแต่งกำไร แต่พบว่า ระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร และพบว่าสภาพเศรษฐกิจของประเทศที่ตกต่ำ จะส่งผลทำให้ระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไรในช่วงที่สภาพเศรษฐกิจของประเทศตกต่ำ

**คำสำคัญ:** การตอบสนองของนักลงทุน, การตกแต่งกำไร

Independent Study Title	THE RELATIONSHIP BETWEEN INVESTORS' REACTIONS TO FINANCIAL REPORT AND EARNINGS MANAGEMENT
Author	Mr. Karoon Sansuwan
Degree	Master of Accounting
Department/Faculty/University	Integrative Business Accounting Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Assistant Professor Sillapaporn Srijunpetch, Ph.D.
Academic Years	2015

### ABSTRACT

This paper studies the relationship between investors' reaction to the financial report and earnings management. The reaction samples are collected from SET's trading record during 2007 to 2011 while earnings management samples are obtained from the firms' 2011 financial report.

The first hypothesis examines the relationship of investors' reaction and managers' decision to management earnings by dividing samples into two groups. Second hypothesis examines the relationship between investors' reaction and the magnitude of earnings management, this study uses discretionary accruals of all samples as a proxy for the magnitude of earnings management.

The results show that managers' decision to management earnings and investors' reaction are not related while the magnitude of earnings management and investors' reaction are positively related. Additionally, the study finds that the dropped of GDP can inverse relationship between investors' reaction and the magnitude of earnings management.

**Keywords:** Investors' reactions, Earnings management

## กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินกับการตกแต่งกำไร โดยงานวิจัยนี้สำเร็จลุล่วงด้วยดีเนื่องมาจากการช่วยเหลือและให้คำแนะนำที่เป็นประโยชน์ต่องานวิจัยจาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันทเพชร ผู้เป็นอาจารย์ที่ปรึกษาเป็นอย่างดี ไม่ว่าจะเป็นการให้ข้อเสนอแนะและแนวคิดที่ทำให้งานวิจัยนี้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น ตลอดจนการให้แนวทางแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ เพื่อนำไปใช้ในการปรับปรุงงานวิจัยให้ดียิ่งขึ้น และขอขอบคุณ รองศาสตราจารย์ อัญชลี พิพัฒน์เสริญ ที่ให้เกียรติมาเป็นประธานกรรมการสอบ พร้อมทั้งให้คำแนะนำสำหรับการปรับปรุงงานวิจัยให้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น ผู้วิจัยจึงขอขอบพระคุณอย่างสูงมา ณ ที่นี้ด้วย

งานวิจัยนี้ไม่อาจสำเร็จลุล่วงไปได้ หากขาดกำลังใจจากครอบครัว คณาจารย์คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ทุกท่าน รวมถึงเพื่อน ๆ ที่เป็นกำลังใจและส่งเสริมสนับสนุนในทุก ๆ ด้าน และเจ้าหน้าที่ทุกท่านที่ให้ความช่วยเหลือด้านการติดต่อประสานงานเป็นอย่างดี ตลอดระยะเวลาการทำงานวิจัยนี้

นายการุณ สารสุวรรณ

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(6)
สารบัญภาพ	(7)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญ	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย	2
1.3 ขอบเขตของการวิจัย	2
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	2
1.5 คำจำกัดความที่ใช้ในงานวิจัย	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	4
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	8
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	8



	(5)
3.1.1 กลุ่มตัวอย่าง	8
3.1.2 แหล่งที่มาของข้อมูล	8
3.2 วิธีการดำเนินงานวิจัย	9
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	12
4.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	12
4.2 การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	13
4.3 การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)	15
4.3.1 การวิเคราะห์ถดถอยโลจิสติก (Logistic Regression Analysis)	15
4.3.2 การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)	16
4.4 การทดสอบเพื่อเพิ่มความเชื่อมั่น (Robustness Test)	17
4.4.1 การทดสอบโดยเพิ่มระยะเวลาในการศึกษา	17
4.4.2 การทดสอบโดยใช้ตัวแบบ Modified Jones	20
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	24
5.1 สรุปผลการวิจัย	24
5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย	25
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยต่อเนื่อง	25
รายการอ้างอิง	26
ประวัติผู้เขียน	28

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
4.1 จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	13
4.2 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	13
4.3 การวิเคราะห์ถดถอยโลจิสติก (Logistic Regression Analysis)	15
4.4 การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)	16
4.5 การวิเคราะห์ถดถอยโลจิสติก ข้อมูล 2554 - 2556	17
4.6 การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ ข้อมูล 2554 - 2556	19
4.7 การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ ตัวแบบ Modified Jones	21
4.8 การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ ตัวแบบ Modified Jones ข้อมูล 2554 - 2556	22

## สารบัญภาพ

ภาพที่

หน้า

2.1 ทฤษฎีความคาดหวัง (Prospect Theory)

4



## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ที่มาและความสำคัญ

ในปัจจุบัน การดำเนินธุรกิจมีรูปแบบการดำเนินงานต่าง ๆ ที่รวดเร็วและมีความเฉพาะทางมากกว่าในอดีต ซึ่งรวมถึงการระดมทุน กล่าวคือ การระดมทุนของธุรกิจในปัจจุบัน มีช่องทางการเข้าถึงเงินทุนที่หลากหลายกว่าในอดีต โดยหนึ่งในช่องทางการลงทุนที่สะดวกและเป็นทางเลือกที่น่าสนใจสำหรับผู้ประกอบการ ได้แก่ การระดมทุนผ่านตลาดทุน เนื่องจากเป็นช่องทางการระดมทุนที่มีต้นทุนต่ำ เมื่อเทียบกับปริมาณเงินทุนที่สามารถระดมได้ อย่างไรก็ตาม การระดมทุนผ่านช่องทางนี้จะทำให้ธุรกิจที่ระดมทุนดังกล่าวมีสภาพเป็นกิจการที่มีส่วนได้เสียสาธารณะ อันเป็นเหตุมาจากการที่ประชาชนที่ร่วมระดมทุนให้แก่กิจการ จะมีส่วนได้เสียร่วมกับกิจการผ่านตราสารทุนของกิจการที่กิจการออกให้เพื่อเป็นเอกสารแสดงสิทธิ์ให้แก่ผู้ร่วมระดมทุน

ทั้งนี้ เมื่อกิจการมีสภาพเป็นกิจการที่มีส่วนได้เสียสาธารณะ กิจการจะมีหน้าที่รับผิดชอบสำหรับการจัดทำงบการเงินตามมาตรฐานการรายงานทางการเงิน เพื่อให้ข้อมูลเกี่ยวกับฐานะการเงิน ผลการดำเนินงานของกิจการ และการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงินของกิจการแก่ผู้ใช้งบการเงิน สำหรับใช้ในการตัดสินใจ อย่างไรก็ตาม หากงบการเงินขาดความน่าเชื่อถือ หรือนำเสนอข้อมูลไม่ถูกต้อง ย่อมส่งผลกระทบต่อผู้ใช้งบการเงิน อันอาจส่งผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสียจำนวนมาก ดังเช่นตัวอย่างการตกแต่งกำไรของบริษัท ปิคนิก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ที่ทำการตกแต่งกำไร โดยการบันทึกเงินค่ามัดจำค่าถังแก๊สเป็นรายได้จากค่าเช่า ทำให้บริษัทมีกำไรสูงกว่าความเป็นจริง 178 ล้านบาท เนื่องจากตามหลักการบัญชีที่ถูกต้อง รายการดังกล่าวควรบันทึกเป็นหนี้สิน หรือกรณีของบริษัท รอยเนท จำกัด (มหาชน) ซึ่งทำการรับรู้รายได้จากบัตรเครดิตที่ฝากขายผ่านตัวแทนจำหน่าย ทั้งที่ตามหลักการบัญชีที่ถูกต้อง บริษัทจะยังไม่สามารถรับรู้รายได้ได้

โดยในงานวิจัยของ Habbash and Alghamdi (2015) ระบุว่า แรงจูงใจหลักที่ทำให้ผู้บริหารตัดสินใจตกแต่งกำไร ได้แก่ เพื่อเพิ่มค่าตอบแทนสำหรับผู้บริหาร เพื่อให้งบการเงินรายงานผลกำไรที่สมเหตุสมผลและหลีกเลี่ยงการรายงานผลขาดทุน เพื่อให้ผ่านการอนุมัติวงเงินกู้จากธนาคาร และเพื่อเพิ่มมูลค่าตราสารทุน อย่างไรก็ตาม ไม่ว่าจะการตกแต่งกำไรจะเกิดจากปัจจัยใด ก็ส่งผลกระทบต่อคุณภาพของกำไร (Jaggi and Tsui, 2007) และจะส่งผลกระทบต่อความตัดสินใจของผู้ใช้งบ ซึ่งจากงานวิจัยของ Al-Khabash and Al-Thuneibat (2009) ระบุว่า การตกแต่งกำไรจะส่งผลกระทบต่อทั้งผู้ลงทุนในตราสารทุนของบริษัท เจ้าหนี้ คู่ค้า ผู้กำกับดูแล และลูกค้า

จากงานวิจัยของ Kwag and Stephens (2009) ที่แสดงให้เห็นว่านักลงทุนจะมีการตอบสนองที่รุนแรงต่อบริษัทที่ตกแต่งกำไรมาก แตกต่างไปจากบริษัทอื่น เนื่องมาจากการที่นักลงทุนมีการรับรู้ที่แตกต่างไปจากปกติ จึงเป็นที่มาของงานวิจัยนี้

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินสูง กับโอกาสที่ผู้บริหารจะตัดสินใจตกแต่งกำไร
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินสูง กับขนาดของการตกแต่งกำไร

## 1.3 ขอบเขตของการวิจัย

งานวิจัยชิ้นนี้ศึกษาเกี่ยวกับการตกแต่งกำไรผ่านรายการคงค้างซึ่งใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก่อนปี พ.ศ. 2547 และยังคงจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2555 โดยศึกษาในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบด้วยธุรกิจธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัยและบริษัทประกันชีวิต และกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และไม่รวมบริษัทที่อยู่ในหมวดฟื้นฟูกิจการ บริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีไม่ตรงกับวันที่ 31 ธันวาคม และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน

## 1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ช่วยให้ผู้กำกับดูแลสามารถวางแผนการกำกับดูแลได้อย่างเหมาะสมยิ่งขึ้น
2. ช่วยให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจลงทุนได้อย่างเหมาะสมยิ่งขึ้น

### 1.5 คำจำกัดความที่ใช้ในงานวิจัย

ระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน คือ ค่าสัมบูรณ์ของระดับความอ่อนไหวของอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาตราสารทุนของกิจการ เมื่อเทียบกับ อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาตราสารทุนเฉลี่ยของตลาด ต่อ อัตราผลตอบแทนของกิจการ เมื่อเทียบกับ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด

$$\left( \frac{\left( \frac{P_{3it} - P_{0it}}{P_{0it}} \right)}{\text{ค่าเฉลี่ยของอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาตราสารทุน}} \right) \bigg/ \left( \frac{ROA_{it}}{\text{ค่าเฉลี่ยของ } ROA_{it}} \right)$$

เมื่อ  $P_{dit}$  คือ ราคาปิดของตราสารทุนของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$  ณ วันที่  $d$  หลังจากวันที่บริษัทประกาศงบการเงิน

$ROA_{it}$  คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาตราสารทุนของกิจการ คือ ร้อยละของราคาปิดของการซื้อ-ขายตราสารทุนของบริษัทนั้น ๆ ในวันที่ 3 หลังจากวันที่บริษัทประกาศงบการเงิน ที่เปลี่ยนแปลงไปจากราคาปิดของการซื้อ-ขายในวันที่บริษัทประกาศงบการเงิน

อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาตราสารทุนเฉลี่ยของตลาด คือ ค่าเฉลี่ยของอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาตราสารทุนของกิจการของกลุ่มตัวอย่าง

อัตราผลตอบแทนของกิจการ จะใช้ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมเป็นตัวแทน

อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกิจการ คือ ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของกิจการของกลุ่มตัวอย่าง

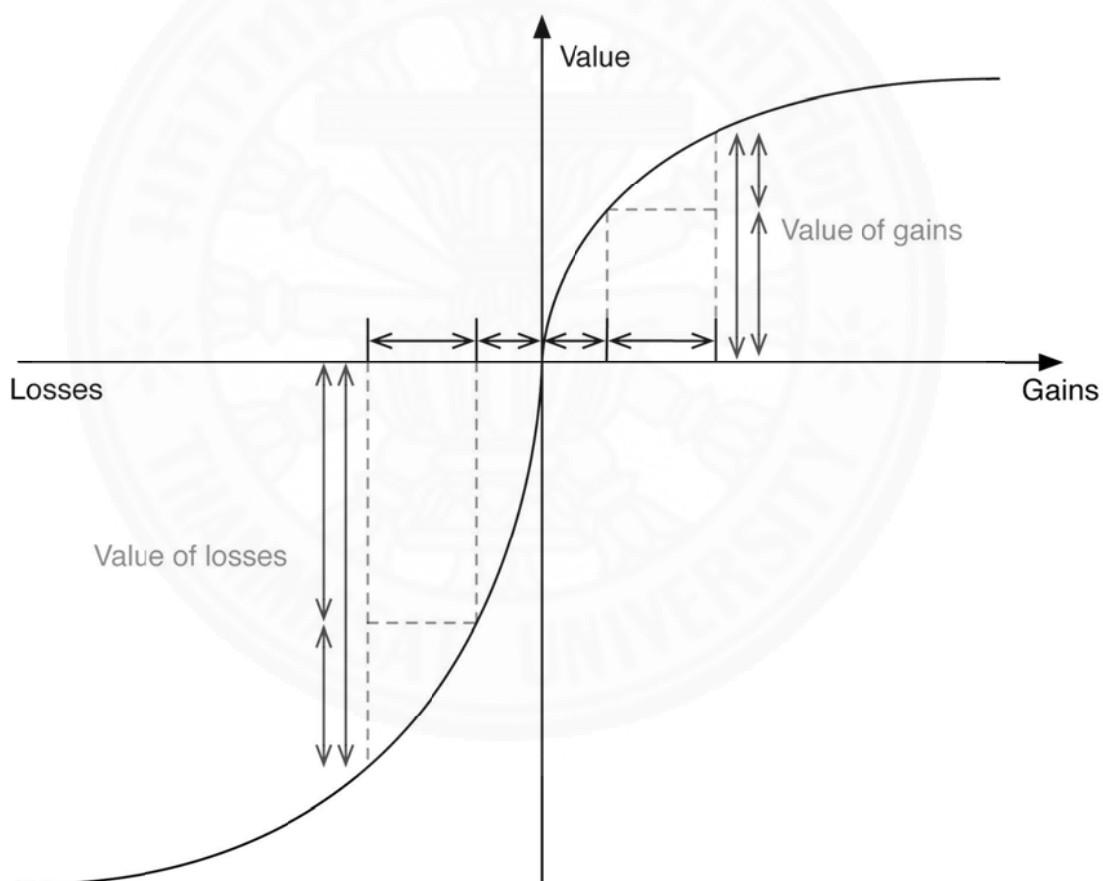
การตกแต่งกำไร คือ การที่ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการจัดทำงบการเงิน และการจัดโครงสร้างรายการต่าง ๆ เพื่อบิดเบือนงบการเงิน ซึ่งจะทำให้ผู้มีส่วนได้เสียมีความเข้าใจที่คลาดเคลื่อนเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัท หรือเพื่อให้เกิดผลประโยชน์ตามนิติกรรมสัญญาต่าง ๆ ที่ขึ้นอยู่กับตัวเลขทางบัญชี (Healy and Wahlen, 1999)

## บทที่ 2

### วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

แรงจูงใจของผู้บริหารในการตัดสินใจตกแตงกำไร สามารถอธิบายได้ผ่าน Prospect Theory (Kahneman and Tversky, 1979) ซึ่งถูกปรับปรุงเพิ่มเติมโดย Kahneman and Tversky (1992)



ภาพที่ 2.1 ทฤษฎีความคาดหวัง (Prospect Theory)

ทั้งนี้ Prospect Theory อธิบายว่า ระดับความพึงพอใจของแต่ละบุคคล จะขึ้นอยู่กับระดับความมั่งคั่งที่เปลี่ยนแปลงไป ผ่านการเปรียบเทียบกับจุดอ้างอิงความมั่งคั่งของแต่ละบุคคล โดย

รูปแบบความพึงพอใจจะอยู่ในลักษณะกราฟรูปอักษรเอสในภาษาอังกฤษ ซึ่งมีความชันสูงสุดที่บริเวณใกล้จุดอ้างอิงความมั่งคั่ง ทั้งในกรณีที่มีความมั่งคั่งเพิ่มขึ้น และกรณีที่มีความมั่งคั่งลดลง กล่าวคือ หากระดับความมั่งคั่งเพิ่มขึ้นจากจุดอ้างอิงความมั่งคั่งเล็กน้อย จะทำให้บุคคลนั้นมีความพึงพอใจเพิ่มขึ้นมาก ในทางกลับกัน หากระดับความมั่งคั่งลดลงจากจุดอ้างอิงความมั่งคั่งเล็กน้อย จะทำให้บุคคลนั้นมีความพึงพอใจลดลงมาก ดังนั้น หากผู้บริหารสามารถสร้างความมั่งคั่งให้สูงกว่าจุดอ้างอิงเพียงเล็กน้อย จะทำให้ผู้บริหารสามารถหลีกเลี่ยงเหตุการณ์ที่สร้างความไม่พึงพอใจให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียได้ พร้อมทั้งสามารถสร้างสถานการณ์ที่ทำให้ผู้มีส่วนได้เสียพึงพอใจได้ ดังนั้น บริษัทที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินสูง จึงน่าจะมีโอกาสที่ผู้บริหารจะตัดสินใจตกแต่งกำไร มากกว่าบริษัทที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินต่ำ

H1: บริษัทที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินสูง มีโอกาสที่ผู้บริหารจะตัดสินใจตกแต่งกำไร มากกว่าบริษัทที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินต่ำอย่างมีนัยสำคัญ

นอกจากนี้ มีแนวโน้มที่บริษัทที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินสูง จะมีขนาดของการตกแต่งกำไร มากกว่าบริษัทที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินต่ำ

H2: บริษัทที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินสูง มีขนาดของการตกแต่งกำไรมากกว่าบริษัทที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินต่ำอย่างมีนัยสำคัญ

## 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในอดีตมีงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับแรงจูงใจในการตกแต่งกำไรของผู้บริหารจากแรงกดดันของตลาดเป็นจำนวนมาก เช่น งานวิจัยของ Coppens and Peek (2005) ซึ่งระบุว่า ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะมีลักษณะของแรงจูงใจให้ตกแต่งกำไรมากกว่าผู้บริหารของบริษัทเอกชนจำกัดในบางด้าน เช่น การตกแต่งกำไรเพื่อหลีกเลี่ยงการรายงานผลกำไรลดลงจากงวดก่อน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Burgstahler and Dichev (1997) และ Glaum et al. (2004) นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยที่พบว่า ผู้บริหารทำการตกแต่งกำไรเพื่อเพิ่มราคาตราสารทุน (Bergstresser and Philippon, 2006; Louis and Sun, 2008) และตกแต่งกำไรเพื่อให้งบการเงินรายงานผลกำไรที่สมเหตุสมผลและหลีกเลี่ยงการรายงานผลขาดทุน (Markarian et al., 2008; Roychowdhury, 2006)



ทั้งนี้ จากงานของ อรพรรณ ยละบิล (2548) พบว่า ระดับของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร มีความสัมพันธ์อย่างเป็นระบบกับการตกแต่งกำไร และสามารถแสดงถึงความเป็นไปได้ที่จะตกแต่งกำไร

โดยมีงานวิจัยในอดีตที่ศึกษาเกี่ยวกับตัวแบบการวัดการตกแต่งกำไรผ่านรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นจำนวนมาก เช่น งานวิจัยของ DeAngelo (1986) Jones (1991) Dechow et al. (1995) Dechow and Dichev (2002) และ McNichols (2002) โดยผลของงานวิจัยเหล่านี้ทำให้ได้ตัวแบบสำหรับการวัดรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารหลากหลายตัวแบบ ทั้งนี้ ตัวแบบที่ได้รับความนิยมสูงสุด คือ Modified Jones Model ซึ่งวัดรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร โดยการนำรายการคงค้างรวมหักออกด้วยรายการคงค้างจากการดำเนินธุรกิจ โดยมีตัวแบบดังนี้

$$\frac{TCA_t}{A_{t-1}} = \beta_0 \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_1 \frac{(\Delta Rev_t - \Delta Rec_t)}{A_{t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + \varepsilon_t$$

เมื่อ  $TCA_t$  คือ รายการคงค้างหมุนเวียนรวมในงวดที่  $t$  ซึ่งคำนวณจาก  $\Delta$  สินทรัพย์หมุนเวียน -  $\Delta$ หนี้สินหมุนเวียน -  $\Delta$ เงินสด +  $\Delta$  หนี้สินระยะยาวที่ถึงกำหนดชำระในหนึ่งปี

$\Delta Rev_t$  คือ การเปลี่ยนแปลงรายได้ของบริษัทในงวดที่  $t$  เทียบกับงวดที่  $t-1$

$\Delta Rec_t$  คือ การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าของบริษัทในงวดที่  $t$  เทียบกับงวดที่  $t-1$

$PPE_t$  คือ ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ของบริษัทในงวดที่  $t$

$A_{t-1}$  คือ สินทรัพย์รวมของบริษัทในงวดที่  $t-1$

$\varepsilon_t$  คือ ค่าความคลาดเคลื่อนของสมการถดถอยในงวดที่  $t$

จากตัวแบบ Modified Jones ข้างต้น จะทำการวัดรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร ซึ่งเป็นค่าที่เกิดจากการนำรายการคงค้างรวมหักออกด้วยรายการคงค้างจากการดำเนินธุรกิจ โดยพิจารณาจาก ค่าความคลาดเคลื่อนของสมการถดถอย ซึ่งจะทำให้ได้รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารของปีที่  $t$  หลังปรับปรุงด้วยขนาดของสินทรัพย์รวมของบริษัทในงวดที่  $t-1$

อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาที่ความสามารถในการพยากรณ์จะพบว่า ตัวแบบของ McNichols มีความสามารถในการพยากรณ์สูงกว่าตัวแบบ Modified Jones โดยตัวแบบของ McNichols มีรูปแบบดังนี้

$$\frac{TCA_t}{A_t} = \beta_0 \frac{1}{A_t} + \beta_1 \frac{CFO_{t-1}}{A_t} + \beta_2 \frac{CFO_t}{A_t} + \beta_3 \frac{CFO_{t+1}}{A_t} + \beta_4 \frac{\Delta Rev_t}{A_t} + \beta_5 \frac{PPE_t}{A_t} + \varepsilon_t$$

เมื่อ  $CFO_{t-1,t,t+1}$  คือ กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน ณ งวดที่ t-1, t และ t+1 ตามลำดับ

$A_t$  คือ สินทรัพย์รวมของบริษัทในงวดที่ t

จากตัวแบบของ McNichols จะทำการวัดรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร ซึ่งเป็นค่าที่เกิดจากการนำรายการคงค้างรวมหักออกด้วยรายการคงค้างจากการดำเนินธุรกิจ โดยพิจารณาจาก ค่าความคลาดเคลื่อนของสมการถดถอย ซึ่งจะให้ได้รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารของปีที่ t หลังปรับปรุงด้วยขนาดของสินทรัพย์รวมของบริษัทในงวดที่ t

## บทที่ 3

### วิธีการวิจัย

#### 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษาใช้ข้อมูลงบการเงินรายปีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก่อนปี พ.ศ. 2547 โดยเก็บข้อมูลสินทรัพย์หมุนเวียน หนี้สินหมุนเวียน เงินสด หนี้สินระยะยาวที่ถึงกำหนดในระยะเวลาหนึ่งปี กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน รายได้ ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สินทรัพย์รวม ระดับการก่อหนี้ ราคาเฉลี่ยของการซื้อ-ขายตราสารทุน และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ โดยเริ่มเก็บข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549 จนถึงปี พ.ศ. 2555 โดยจะใช้ข้อมูลของปี พ.ศ. 2554 เป็นเกณฑ์หลักในการทดสอบสมมติฐาน เนื่องจาก ในปีดังกล่าวเป็นปีที่บริษัทในประเทศไทยได้รับผลกระทบจากปัญหาอุทกภัยอย่างหนัก จึงทำให้คาดการณ์ได้ว่าในปีดังกล่าวจะมีบริษัทที่ทำการตกแต่งกำไร

##### 3.1.1 กลุ่มตัวอย่าง

งานวิจัยชิ้นนี้ศึกษาเกี่ยวกับการตกแต่งกำไรผ่านรายการคงค้างซึ่งใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก่อนปี พ.ศ. 2547 และยังคงจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2555 โดยศึกษาในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบด้วยธุรกิจธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัยและบริษัทประกันชีวิต และกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และไม่รวมบริษัทที่อยู่ในหมวดฟืนฟูกิจการ บริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีไม่ตรงกับวันที่ 31 ธันวาคม และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน

##### 3.1.2 แหล่งที่มาของข้อมูล

ข้อมูลทางการเงินที่ใช้ในการศึกษานี้เก็บรวบรวมจากงบการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจาก [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com)

### 3.2 วิธีการดำเนินงานวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน และการตกแต่งกำไร โดยกำหนดสมมติฐานไว้ 2 สมมติฐาน ได้แก่

H1: บริษัทที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินสูง มีโอกาสที่ผู้บริหารจะตัดสินใจตกแต่งกำไร มากกว่าบริษัทที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินต่ำอย่างมีนัยสำคัญ

ซึ่งในการทดสอบสมมติฐานนั้น จะทำการทดสอบสมมติฐานผ่านตัวแบบ ดังนี้

$$\text{Decision}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sen}_i + \beta_2 \text{ROA}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{size}_{it} + \beta_5 \text{Growth}_{it} + \beta_6 \text{CFO}_{it} + \beta_7 \text{ROE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

เมื่อ  $\text{Decision}_{it}$  คือ ตัวแปรหุ่น ซึ่งแทนการตัดสินใจตกแต่งกำไรของผู้บริหารของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$  โดยกำหนดให้ Decision มีค่าเท่ากับ 1 สำหรับกลุ่มตัวอย่างที่มีสัดส่วนของผลการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมมีค่าอยู่ในช่วง 0.000-0.001 หรือมีสัดส่วนของผลการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมของปีปัจจุบันสูงกว่า สัดส่วนดังกล่าวในปีก่อนอยู่ในช่วง 0.000-0.001 หรือมีอัตราการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนของผลการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมของปีปัจจุบันสูงกว่า อัตราการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนดังกล่าวในปีก่อนอยู่ในช่วง 0.000-0.001 นอกนั้น จะมีค่าเท่ากับ 0

$\text{Sen}_i$  คือตัวแปรหุ่น ซึ่งแทนระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินของบริษัท  $i$  โดยให้ Sen มีค่าเป็น 1 สำหรับกลุ่มตัวอย่างที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินสูง และมีค่าเป็น 0 สำหรับกลุ่มตัวอย่างที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินต่ำ ทั้งนี้ ในการกำหนดให้กลุ่มตัวอย่างมีระดับการตอบสนองสูงหรือต่ำนั้น จะทำการกำหนดโดยการนำระดับการตอบสนองเฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี และเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปีของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดมา เรียงลำดับตามขนาด และแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 5 กลุ่ม

แล้วคัดกลุ่มตัวอย่าง 1 กลุ่มตรงกลางออกจากการทดสอบ จากนั้นจึงกำหนดให้กลุ่มตัวอย่างที่อยู่ในกลุ่มตอบสนองสูง 2 กลุ่มแรกทั้งกรณีเฉลี่ย 3 ปีและกรณีเฉลี่ย 5 ปีเป็นกลุ่มตอบสนองสูง และกำหนดให้กลุ่มตัวอย่างที่อยู่ในกลุ่มตอบสนองต่ำ 2 กลุ่มสุดท้ายทั้งกรณีเฉลี่ย 3 ปีและกรณีเฉลี่ย 5 ปีเป็นกลุ่มตอบสนองต่ำ

$ROA_{it}$  คือ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$LEV_{it}$  คือ ระดับการก่อหนี้ ของบริษัท  $i$  ในปี  $t$  ซึ่งคำนวณจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม ณ ต้นปี

$size_{it}$  คือ ขนาดของกิจการ ของบริษัท  $i$  ในปี  $t$  ซึ่งใช้ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมเป็นตัวแทน

$Growth_{it}$  คือ การเติบโตของกิจการ ของบริษัท  $i$  ในปี  $t$  ซึ่งใช้ขนาดการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมเป็นตัวแทน

$CFO_{it}$  คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ของบริษัท  $i$  ในปี  $t$  ซึ่งปรับปรุงด้วยขนาดของสินทรัพย์รวมของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$ROE_{it}$  คือ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

ซึ่งผลที่ได้จากการทำการวิเคราะห์ด้วยการวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติก และพิจารณาที่  $\beta_1$  จะทำให้สามารถระบุได้ว่าระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินส่งผลกระทบต่อขนาดของการตกแต่งกำไรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่

H2: บริษัทที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินสูง มีขนาดของการตกแต่งกำไร มากกว่าบริษัทที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินต่ำอย่างมีนัยสำคัญ

ซึ่งในการทดสอบสมมติฐานนั้น จะทำการทดสอบสมมติฐานผ่านตัวแบบ ดังนี้

$$EM_{it} = \beta_0 + \beta_1 Sen_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 size_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 CFO_{it} + \beta_7 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

โดยที่  $EM_{jt}$  คือค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร ซึ่งหาได้จากตัวแบบของ McNichols เป็นตัวแทนของขนาดการ ตกแต่งกำไร

ซึ่งผลที่ได้จากการวิเคราะห์ด้วยการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ เมื่อพิจารณาที่  $\beta_1$  จะทำให้สามารถระบุได้ว่าระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน ส่งผลกระทบต่อขนาดของการตกแต่งกำไรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่

อย่างไรก็ตามเพื่อให้มั่นใจได้ว่าความสัมพันธ์ที่สนใจศึกษานั้น เป็นความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง ไม่ใช่เหตุบังเอิญสำหรับปี 2554 ที่ทำการศึกษาเป็นหลักเท่านั้น จึงทำการขยายขอบเขตกลุ่มตัวอย่างเพิ่มขึ้นจากเฉพาะปี 2554 เป็นกลุ่มตัวอย่างตั้งแต่ปี 2554 – 2556 เพื่อทำการทดสอบเพิ่มเติมสำหรับเพิ่มความเชื่อมั่น โดยใช้ตัวแบบเช่นเดียวกันกับที่กล่าวไว้ข้างต้น

นอกจากนี้ เพื่อให้มั่นใจได้ว่าการตอบสนองของนักลงทุนเกี่ยวข้องกับการผลการดำเนินงานของกิจการ จึงทำการทดสอบเพิ่มเติมโดยเปลี่ยนตัวแปรสำหรับแทนอัตราผลตอบแทนของกิจการ จากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม เป็นอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น และกำไรสุทธิต่อหุ้นตามลำดับ พร้อมนำไปทำการวิเคราะห์ผ่านตัวแบบเช่นเดียวกับการวิเคราะห์ข้างต้น

รวมทั้งเพื่อให้มั่นใจว่าการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน กับการตกแต่งกำไรมีความสัมพันธ์กันจริง จึงทำการทดสอบเพิ่มเติมโดยเปลี่ยนตัวแบบสำหรับคำนวณค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร จากตัวแบบของ McNichols เป็นตัวแบบ Modified Jones

## บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล

### 4.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

กลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ก่อนปี พ.ศ. 2547 และยังคงจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2555 เพื่อลดผลกระทบจากการที่ตราสารทุนของบริษัทนั้น ๆ เป็นตราสารทุนที่ยังไม่เป็นที่รู้จัก ซึ่งอาจส่งผลกระทบกับลักษณะการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน เนื่องจากบริษัทที่จดทะเบียนก่อนปี พ.ศ. 2547 จะมีตราสารทุนให้ซื้อ-ขายในตลาดก่อนปี พ.ศ. 2550 อันเป็นปีเริ่มต้นของการใช้ประเมินระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน อย่างน้อย 3 ปี ซึ่งการที่บริษัทต้องยังคงจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2555 นั้น เพื่อให้กลุ่มตัวอย่างมีข้อมูลเพียงพอสำหรับการคำนวณค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร จากตัวแบบของ McNichols สำหรับการศึกษาซึ่งใช้ข้อมูลของปี พ.ศ. 2554 เป็นเกณฑ์หลักในการทดสอบสมมติฐาน ทั้งนี้ในการศึกษาจะยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน และกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากเป็นอุตสาหกรรมที่มีลักษณะเฉพาะ รวมทั้งไม่รวมบริษัทที่อยู่ในหมวดพื้นฟูกิจการ เนื่องจากเป็นกลุ่มที่มีผลการดำเนินงานไม่เป็นไปตามปกติ ซึ่งอาจส่งผลกระทบกับการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน และไม่รวมบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีไม่ตรงกับวันที่ 31 ธันวาคม เพื่อเป็นการลดผลกระทบของเหตุการณ์ที่อาจมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่ได้มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม อีกทั้งไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน

นอกจากนี้ได้ทำการเพิ่มกลุ่มตัวอย่างที่ผ่านเกณฑ์ที่กำหนดทั้งหมดไว้ดังกล่าวข้างต้น แต่เป็นบริษัทที่ออกจากตลาดหลักทรัพย์ระหว่างปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2558

โดยผลที่ได้จากการกำหนดเกณฑ์ในการเลือกกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมดที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น ทำให้ได้จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 233 บริษัท โดยมีบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2558 รวมทั้งสิ้น 584 บริษัท ซึ่งมีจำนวนบริษัทที่โดนคัดออกจากการนำมาเป็นกลุ่มตัวอย่างจำนวน 355 บริษัท และมีบริษัทที่ผ่านเกณฑ์ที่กำหนดแต่ออกจากตลาดหลักทรัพย์ระหว่างปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2558 จำนวน 4 บริษัท โดยมีรายละเอียดตามตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

คำอธิบาย	จำนวน (บริษัท)
บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2558	584
หัก บริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน และกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์	(125)
หัก บริษัทที่จดทะเบียนหลังปี พ.ศ. 2546	(163)
หัก บริษัทที่อยู่ในหมวดฟื้นฟูกิจการระหว่าง ปี พ.ศ. 2549 ถึง พ.ศ. 2555	(24)
หัก บริษัทที่ไม่ได้มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม	(19)
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	(24)
บวก บริษัทที่ออกจากตลาดหลักทรัพย์หลังปี พ.ศ. 2555	4
กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	233

#### 4.2 การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ทำเพื่ออธิบายข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา โดยใช้ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และความถี่และร้อยละสำหรับตัวแปรที่มีลักษณะเป็นตัวแปรหุ่น ทั้งนี้จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวนหนึ่งจะโดนคัดออกจากกระบวนการในการกำหนดค่าตัวแปรหุ่น ทำให้ได้ผลลัพธ์ตามตารางที่ 4.2

ตารางที่ 4.2 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ROA	9.226471	57.29	-25.95	11.59168
LEV	0.3958824	1.22	0.01	0.231683
size	15.28026	21.06	12.62	1.537248
Growth	0.0897386	1.91	-0.04	0.1988783
CFO	0.0773856	0.58	-0.18	0.1189248
ROE	9.53268	55.25	-62.25	14.95297
EM	0.0706536	1.1	0	0.1148206
ตัวแปรหุ่น	จำนวนตัวอย่างที่มีค่าเท่ากับ 1	จำนวนตัวอย่างที่มีค่าเท่ากับ 0	ร้อยละของตัวอย่างที่มีค่าเท่ากับ 1	ร้อยละของตัวอย่างที่มีค่าเท่ากับ 0
Decision	30	123	19.61	80.39
Sen	77	76	50.33	49.67



ตัวแปรตามของงานวิจัยนี้ คือ ขนาดของค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารซึ่งปรับปรุงด้วยขนาดของสินทรัพย์รวมของกิจการ (EM) โดยพบว่ามีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0706536 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 1.1 เท่า และค่าต่ำสุดเท่ากับ 0 เท่า และการตัดสินใจตกแต่งกำไรของผู้บริหาร (Decision) ซึ่งพบว่ากลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยกลุ่มตัวอย่างที่ผู้บริหารตัดสินใจตกแต่งกำไรร้อยละ 19.61 และอีกร้อยละ 80.39 เป็นกลุ่มตัวอย่างที่ผู้บริหารไม่ได้ตัดสินใจตกแต่งกำไร

ในส่วนของตัวแปรอิสระ ได้แก่ ระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน (Sen) นั้น กลุ่มตัวอย่างถูกแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม คือ ตอบสนองสูง และตอบสนองต่ำที่จำนวนร้อยละ 50.33 และ 49.67 ตามลำดับ

ในขณะที่ตัวแปรควบคุมนั้น พบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 9.226471 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 57.29 เท่า และค่าต่ำสุดเท่ากับ -25.95 เท่า สำหรับระดับการก่อหนี้ (LEV) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.3958824 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 1.22 เท่า และค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.01 เท่า โดยขนาดของกิจการ (size) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 15.28026 ค่าสูงสุดเท่ากับ 21.06 และค่าต่ำสุดเท่ากับ 12.62 และการเติบโตของกิจการ (Growth) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0897386 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 1.91 เท่า และค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.04 เท่า โดยกลุ่มตัวอย่างมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานปรับปรุงด้วยขนาดของสินทรัพย์รวมของบริษัท (CFO) เฉลี่ย 0.0773856 เท่า โดยค่าสูงสุดเท่ากับ 0.58 เท่า และค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.18 เท่า ในขณะที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) พบว่ามีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 9.53268 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 55.25 เท่า และค่าต่ำสุดเท่ากับ -62.25 เท่า

### 4.3 การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

#### 4.3.1 การวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติก (Logistic Regression Analysis)

ตารางที่ 4.3 การวิเคราะห์ถดถอยโลจิสติก (Logistic Regression Analysis)

Variables	Expected Signs	ROA		ROE		EPS	
		Coefficients	(p-value)	Coefficients	(p-value)	Coefficients	(p-value)
(Constant)		-4.578**	0.048	-4.256*	0.063	-2.293	0.294
Sen	+	0.3038	0.545	-0.187	0.666	-0.145	0.758
ROA		-0.031	0.597	-0.595	0.280	-0.067	0.318
LEV		-1.808	0.123	-0.814	0.455	-0.558	0.588
size		0.2560*	0.099	0.2301	0.139	0.1055	0.472
Growth		0.6568	0.484	-0.660	0.521	-0.301	0.753
CFO		-6.367**	0.037	-4.213	0.134	-4.516	0.109
ROE		0.0341	0.394	0.050	0.171	0.0391	0.349

\*\*\*, \*\*, \* Coefficient is significant at the 0.01, 0.05, 0.1 level respectively, Dependent Variable: Decision

ตารางที่ 4.3 แสดงผลลัพธ์ที่ได้จากการทดสอบสมมติฐานแรกของงานวิจัย โดยใช้การวิเคราะห์ถดถอยโลจิสติก (Logistic Regression Analysis) พบว่า ทั้งกรณีที่ใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) และกำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของกิจการ สำหรับคำนวณระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน (Sen) นั้น ระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินกับการตัดสินใจตกแต่งกำไรของผู้บริหาร (Decision) ไม่มีความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญเชิงสถิติ แสดงให้เห็นว่าการตัดสินใจตกแต่งกำไรของผู้บริหาร ไม่ได้ขึ้นอยู่กับระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน ซึ่งน่าจะเกิดจากการที่ผู้บริหารมีแรงจูงใจที่หลากหลายที่ทำให้ตัดสินใจตกแต่งกำไร ซึ่งแม้ว่าจะมีแรงจูงใจที่ทำให้ผู้บริหารตัดสินใจตกแต่งกำไรจากแรงกดดันของตลาดเป็นจำนวนมาก ดังเห็นได้จากงานวิจัยในอดีตที่กล่าวถึงในส่วนของวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง แต่ก็ยังมีแรงจูงใจอื่น ๆ อีกเช่นกัน ที่ส่งผลต่อการตัดสินใจตกแต่งกำไรของผู้บริหาร เช่น การตกแต่งกำไรเพื่อให้ผ่านการอนุมัติวงเงินกู้จากธนาคาร (Habbash and Alghamdi, 2015) แต่พบว่าในกรณีที่ใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของกิจการ สำหรับคำนวณระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินนั้น กระแสเงินสดจากการดำเนินงานปรับปรุงด้วยขนาดของสินทรัพย์รวมของบริษัท (CFO) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับการ

ตัดสินใจตกแต่งกำไรของผู้บริหาร ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และขนาดของกิจการ (size) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการตัดสินใจตกแต่งกำไรของผู้บริหาร ที่ระดับนัยสำคัญ 0.1

#### 4.3.2 การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ตารางที่ 4.4 การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

Variables	Expected Signs	ROA		ROE		EPS	
		Coefficients	(p-value)	Coefficients	(p-value)	Coefficients	(p-value)
(Constant)		0.3710***	0.000	0.1114*	0.087	0.1672**	0.014
Sen	+	-0.071***	0.000	-0.011	0.347	-0.036***	0.010
ROA		0.0013	0.476	0.0014*	0.063	0.0040***	0.000
LEV		0.2125***	0.000	0.0566	0.267	0.1335***	0.000
size		-0.022***	0.000	-0.004***	0.001	-0.011**	0.019
Growth		-0.025	0.569	0.0858**	0.012	0.1099***	0.000
CFO		0.0435	0.676	0.1826***	0.001	0.0263	0.727
ROE		-0.003**	0.036	-0.003*	0.087	-0.003***	0.000

\*\*\*, \*\*, \* Coefficient is significant at the 0.01, 0.05, 0.1 level respectively, Dependent Variable: EM

ตารางที่ 4.4 แสดงผลลัพธ์ที่ได้จากการทดสอบสมมติฐานที่สองของงานวิจัย โดยใช้การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) พบว่า ทั้งกรณีที่ใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และกำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของกิจการ สำหรับคำนวณระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน (Sen) นั้น พบว่าระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร (EM) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ซึ่งตรงข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่หากอ้างอิงจากทฤษฎีความคาดหวังในมุมมองของผู้บริหาร จะพบว่า หากบริษัทที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่ำ ต้องการให้นักลงทุนเพิ่มระดับการตอบสนอง ผู้บริหารจะต้องทำการตกแต่งกำไรปริมาณมาก เพื่อให้ผลการดำเนินงานของกิจการอยู่เหนือกว่าระดับความคาดหวังของนักลงทุน จึงจะสามารถสร้างความพึงพอใจให้นักลงทุน และจูงใจให้นักลงทุนหันมาตอบสนองต่อการประกาศงบการเงินของบริษัทมากขึ้น เพราะ การที่นักลงทุนตอบสนองต่อการประกาศงบการเงินของบริษัทต่ำนั้น แสดงให้เห็นว่า ผลการดำเนินงานปกติของกิจการ ไม่สามารถสร้างความแตกต่างไปจากจุดอ้างอิงความคาดหวังที่นักลงทุนมีต่อกิจการได้ ดังนั้น ในการตกแต่งกำไร ผู้บริหารจึงจำเป็นต้องตกแต่งกำไรให้มีขนาดที่มากกว่าขนาดของการตกแต่งกำไรของบริษัทที่นักลงทุนตอบสนองสูง และสำหรับตัวแปรควบคุมอื่น ๆ นั้น แม้ว่าจะมีระดับความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญแตกต่างกันออกไปตาม

กรณีของอัตราผลตอบแทนของกิจการที่ใช้ในคำนวณระดับการตอบสนองของนักลงทุน แต่จะพบว่า ทิศทางของความสัมพันธ์ของตัวแปรควบคุมและขนาดการตกแต่งกำไรนั้น จะไม่แตกต่างกัน นั่นคือ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ระดับการก่อหนี้ (LEV) การเติบโตของกิจการ (Growth) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานปรับปรุงด้วยขนาดของสินทรัพย์รวมของบริษัท (CFO) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร ในขณะที่ ขนาดของกิจการ (size) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร

#### 4.4 การทดสอบเพื่อเพิ่มความเชื่อมั่น (Robustness Test)

##### 4.4.1 การทดสอบโดยเพิ่มระยะเวลาในการศึกษา

เพื่อให้มั่นใจได้ว่าความสัมพันธ์ที่สนใจศึกษานั้น เป็นความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง จึงทำการขยายขอบเขตกลุ่มตัวอย่างเพิ่มขึ้น เป็นกลุ่มตัวอย่างตั้งแต่ปี 2554 – 2556 ตารางที่ 4.5 การวิเคราะห์ถดถอยโลจิสติก ข้อมูล 2554 – 2556

Variables	Expected Signs	ROA		ROE		EPS	
		Coefficients	(p-value)	Coefficients	(p-value)	Coefficients	(p-value)
(Constant)		-2.609**	0.030	-3.720***	0.002	-2.706**	0.016
Sen	+	0.1660	0.680	-0.377	0.314	-0.090	0.817
GDP		-0.369	0.304	-0.576*	0.079	-0.283	0.391
GDP*Sen		0.2307	0.631	0.4965	0.285	0.2826	0.544
ROA		-0.017	0.642	-0.026	0.258	-0.023	0.217
LEV		-0.832	0.131	-0.409	0.470	-0.527	0.336
size		0.1361*	0.087	0.2189***	0.007	0.1363*	0.070
Growth		0.0761	0.863	-0.703	0.174	-0.372	0.532
CFO		-3.633***	0.006	-3.013**	0.021	-1.935	0.144
ROE		0.0079	0.227	0.0200	0.117	0.0115	0.134

\*\*\*, \*\*, \* Coefficient is significant at the 0.01, 0.05, 0.1 level respectively, Dependent Variable: Decision

ทั้งนี้ ในการทำการศึกษโดยเพิ่มจำนวนกลุ่มตัวอย่างนั้น จะทำการปรับปรุงตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา โดยเพิ่มปัจจัยเกี่ยวกับสภาพเศรษฐกิจของประเทศเพื่อควบคุมผลกระทบต่อการตัดสินใจของนักลงทุนที่อาจเกิดขึ้นจากสภาพเศรษฐกิจ ทำให้ได้ตัวแบบดังต่อไปนี้

$$\begin{aligned} \text{Decision}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Sen}_i + \beta_2 \text{GDP}_t + \beta_3 \text{GDP}_t * \text{Sen}_i \\ & + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{LEV}_{it} + \beta_6 \text{size}_{it} \\ & + \beta_7 \text{Growth}_{it} + \beta_8 \text{CFO}_{it} + \beta_9 \text{ROE}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

เมื่อ  $\text{GDP}_t$  คือตัวแปรหุ่น ซึ่งจะมีค่าเท่ากับ 1 หาก GDP ไตรมาส 4 ของประเทศไทยในปีที่ t ลดลงจาก GDP ไตรมาส 3 ของประเทศไทยในปีที่ t นอกจากนั้นจะมีค่าเท่ากับ 0 ซึ่งเป็นตัวแปรที่ใช้แทนสภาพเศรษฐกิจของประเทศ

$\text{GDP}_t * \text{Sen}_i$  คือ ตัวแปรหุ่นซึ่งจะมีค่าเท่ากับ 1 สำหรับกลุ่มตัวอย่างที่นักลงทุนตอบสนองต่อการประกาศงบการเงินสูงในช่วงที่สภาพเศรษฐกิจของประเทศตกต่ำ

ตารางที่ 4.5 แสดงผลลัพธ์ที่ได้จากการใช้การวิเคราะห์ถดถอยโลจิสติก (Logistic Regression Analysis) ในกรณีที่เพิ่มจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา พบว่า ทั้งกรณีที่ใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) และกำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของกิจการ สำหรับคำนวณระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน (Sen) นั้น ระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินกับการตัดสินใจตกแต่งกำไรของผู้บริหาร (Decision) ไม่มีความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญเชิงสถิติ แสดงให้เห็นว่าการตัดสินใจตกแต่งกำไรของผู้บริหาร ไม่ได้ขึ้นอยู่กับระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน สอดคล้องกับการทดสอบหลักในตารางที่ 4.3 และพบว่าในกรณีที่ใช้อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของกิจการ สำหรับคำนวณระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินนั้น ลักษณะสภาพเศรษฐกิจตกต่ำมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับการตัดสินใจตกแต่งกำไรของผู้บริหาร ที่ระดับนัยสำคัญ 0.1 และสำหรับตัวแปรควบคุมอื่น ๆ นั้น แม้ว่าจะมีระดับความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญแตกต่างกันออกไปตามกรณีของอัตราผลตอบแทนของกิจการที่ใช้ในคำนวณระดับการตอบสนองของนักลงทุน แต่จะพบว่า ทิศทางของความสัมพันธ์ของตัวแปรควบคุมและขนาดการตกแต่งกำไรนั้น จะไม่แตกต่างกัน นั่นคือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานปรับปรุงด้วยขนาดของสินทรัพย์รวมของบริษัท (CFO) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับการตัดสินใจตกแต่งกำไรของผู้บริหาร ในขณะที่ ขนาดของกิจการ (size) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการตัดสินใจตกแต่งกำไรของผู้บริหาร

ตารางที่ 4.6 การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ ข้อมูล 2554 – 2556

Variables	Expected Signs	ROA		ROE		EPS	
		Coefficients	(p-value)	Coefficients	(p-value)	Coefficients	(p-value)
(Constant)		0.2706***	0.000	0.2137***	0.000	0.3060***	0.000
Sen	+	0.0229	0.211	0.0366**	0.029	0.0616**	0.031
GDP		0.0253	0.102	0.0160	0.272	0.0182	0.447
GDP*Sen		-0.059***	0.007	-0.049**	0.018	-0.087**	0.011
ROA		0.0069***	0.000	0.0042***	0.000	0.0027**	0.028
LEV		0.1806***	0.000	0.1411***	0.000	0.1794***	0.000
size		-0.019***	0.000	-0.015***	0.000	-0.021***	0.000
Growth		-0.020	0.356	0.0614***	0.001	-0.110***	0.008
CFO		-0.210***	0.000	-0.134**	0.012	-0.186**	0.036
ROE		-0.004***	0.000	-0.002***	0.000	-0.000	0.759

\*\*\*, \*\*, \* Coefficient is significant at the 0.01, 0.05, 0.1 level respectively, Dependent Variable: EM

ทั้งนี้ ในการทำการศึกษโดยเพิ่มจำนวนกลุ่มตัวอย่างนั้น จะทำการปรับปรุงตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา โดยเพิ่มปัจจัยเกี่ยวกับสภาพเศรษฐกิจของประเทศเพื่อควบคุมผลกระทบต่อการตัดสินใจของนักลงทุนที่อาจเกิดขึ้นจากสภาพเศรษฐกิจ ทำให้ได้ตัวแบบดังต่อไปนี้

$$EM_{it} = \beta_0 + \beta_1 Sen_i + \beta_2 GDP_t + \beta_3 GDP_t * Sen_i + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 size_{it} + \beta_7 Growth_{it} + \beta_8 CFO_{it} + \beta_9 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

ตารางที่ 4.6 แสดงผลลัพธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ในกรณีที่เพิ่มจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา พบว่า ทั้งกรณีที่ใช้อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) และกำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของกิจการ สำหรับคำนวณระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน (Sen) นั้น ระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร (EM) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่หากพิจารณาเพิ่มเติมเกี่ยวกับประเด็นด้านสภาพเศรษฐกิจของประเทศประกอบกัน จะพบว่า ระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินในช่วงสภาพเศรษฐกิจของประเทศตกต่ำ (GDP\*Sen) มีความสัมพันธ์

เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร (EM) สอดคล้องกับการทดสอบหลักในตารางที่ 4.4 ซึ่งใช้ข้อมูลกลุ่มตัวอย่างปี พ.ศ. 2554 อันเป็นปีที่มีสภาพเศรษฐกิจของประเทศตกต่ำ นั่นคือโดยทั่วไปแล้ว บริษัทที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินสูง มีขนาดของการตกแต่งกำไร มากกว่าบริษัทที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินต่ำอย่างมีนัยสำคัญ แต่สภาพเศรษฐกิจของประเทศที่ตกต่ำ จะส่งผลต่อความสัมพันธ์ของระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน และขนาดของการตกแต่งกำไร ซึ่งเมื่อพิจารณาเพิ่มเติมจากการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณแยกกลุ่มตัวอย่าง พบว่า กลุ่มตัวอย่างที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินต่ำนั้น ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างสภาพเศรษฐกิจ (GDP) กับขนาดของการตกแต่งกำไร ในทุกกรณีของอัตราผลตอบแทนของกิจการที่ใช้ในคำนวณระดับการตอบสนองของนักลงทุน ในทางกลับกัน พบว่า กลุ่มตัวอย่างที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินสูงนั้น จะพบว่า สภาพเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร ในทุกกรณีของอัตราผลตอบแทนของกิจการที่ใช้ในคำนวณระดับการตอบสนองของนักลงทุน นั่นคือ ขนาดของการตกแต่งกำไรของบริษัทที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่องบการเงินสูง จะลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงที่เศรษฐกิจของประเทศตกต่ำ

สำหรับตัวแปรควบคุมอื่น ๆ นั้น แม้ว่าจะมีระดับความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญแตกต่างกันออกไปตามกรณีของอัตราผลตอบแทนของกิจการที่ใช้ในคำนวณระดับการตอบสนองของนักลงทุน แต่จะพบว่า ทิศทางของความสัมพันธ์ของตัวแปรควบคุมและขนาดการตกแต่งกำไรนั้น โดยทั่วไปจะไม่แตกต่างกัน นั่นคือ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และระดับการก่อหนี้ (LEV) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร ในขณะที่ ขนาดของกิจการ (size) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร สอดคล้องกับการทดสอบหลักในตารางที่ 4.4 อย่างไรก็ตาม กระแสเงินสดจากการดำเนินงานปรับปรุงด้วยขนาดของสินทรัพย์รวมของบริษัท (CFO) กลับมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร สวนทางกับการทดสอบหลักในตารางที่ 4.4 และการเติบโตของกิจการ (Growth) กลับมีทิศทางความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร ที่แตกต่างกันไปตามกรณีของอัตราผลตอบแทนของกิจการที่ใช้ในคำนวณระดับการตอบสนองของนักลงทุน

#### 4.4.2 การทดสอบโดยใช้ตัวแบบ Modified Jones

เพื่อให้มั่นใจว่าการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน กับการตกแต่งกำไรมีความสัมพันธ์กันจริง จึงทำการทดสอบเพิ่มเติมโดยเปลี่ยนตัวแบบสำหรับคำนวณค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร จากตัวแบบของ McNichols เป็นตัวแบบ Modified Jones

ตารางที่ 4.7 การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ ตัวแบบ Modified Jones

Variables	Expected Signs	ROA		ROE		EPS	
		Coefficients	(p-value)	Coefficients	(p-value)	Coefficients	(p-value)
(Constant)		0.3586***	0.000	0.1218*	0.070	0.2074***	0.003
Sen	+	-0.055***	0.005	-0.009	0.464	-0.033**	0.030
ROA		-0.001	0.274	-0.001	0.308	0.0028***	0.001
LEV		0.2004***	0.000	0.0466	0.137	0.1682***	0.000
size		-0.021***	0.001	-0.005	0.290	-0.014***	0.002
Growth		-0.046	0.291	0.0496*	0.072	0.0912***	0.003
CFO		0.1356	0.192	0.2356***	0.002	0.0414	0.593
ROE		-0.001***	0.007	-0.001***	0.000	-0.001***	0.000

\*\*\*, \*\*, \* Coefficient is significant at the 0.01, 0.05, 0.1 level respectively, Dependent Variable: EM

ตารางที่ 4.7 แสดงผลลัพธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) โดยใช้ตัวแบบ Modified Jones ในการคำนวณค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร พบว่า ทั้งกรณีที่ใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และกำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของกิจการ สำหรับคำนวณระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน (Sen) นั้น พบว่าระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร (EM) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ซึ่งตรงข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ สอดคล้องกับการทดสอบหลักในตารางที่ 4.4 และสำหรับตัวแปรควบคุมอื่น ๆ นั้น แม้ว่าจะมีระดับความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญแตกต่างกันออกไป ตามกรณีของอัตราผลตอบแทนของกิจการที่ใช้ในคำนวณระดับการตอบสนองของนักลงทุน แต่จะพบว่า ทิศทางของความสัมพันธ์ของตัวแปรควบคุมและขนาดการตกแต่งกำไรนั้น จะไม่แตกต่างกัน นั่นคือ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ระดับการก่อหนี้ (LEV) การเติบโตของกิจการ (Growth) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานปรับปรุงด้วยขนาดของสินทรัพย์รวมของบริษัท (CFO) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับกับขนาดการตกแต่งกำไร ในขณะที่ ขนาดของกิจการ (size) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับกับขนาดการตกแต่งกำไร สอดคล้องกับการทดสอบหลักในตารางที่ 4.4



ตารางที่ 4.8 การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ ตัวแบบ Modified Jones ข้อมูล 2554 – 2556

Variables	Expected Signs	ROA		ROE		EPS	
		Coefficients	(p-value)	Coefficients	(p-value)	Coefficients	(p-value)
(Constant)		0.3588***	0.000	0.2388***	0.000	0.3017***	0.000
Sen	+	0.0156	0.444	0.0354**	0.047	0.0547*	0.053
GDP		0.0241	0.162	0.0178	0.249	0.0249	0.296
GDP*Sen		-0.043*	0.072	-0.043**	0.047	-0.072**	0.032
ROA		0.0011	0.102	0.0036***	0.000	0.0022**	0.019
LEV		0.1528***	0.000	0.1305***	0.000	0.1629***	0.000
size		-0.023***	0.000	-0.016***	0.000	-0.020***	0.000
Growth		-0.054**	0.027	0.0400**	0.040	-0.124***	0.002
CFO		-0.031	0.608	-0.056	0.325	-0.104	0.228
ROE		-0.000***	0.001	-0.002***	0.000	-0.000	0.106

\*\*\*, \*\*, \* Coefficient is significant at the 0.01, 0.05, 0.1 level respectively, Dependent Variable: EM

ตารางที่ 4.8 แสดงผลลัพธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) โดยใช้ตัวแบบ Modified Jones ในการคำนวณค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร ในกรณีที่เพิ่มจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา พบว่า ทั้งกรณีที่ใช้อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) และกำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของกิจการ สำหรับคำนวณระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน (Sen) นั้น ระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร (EM) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และที่ระดับนัยสำคัญ 0.1 ตามลำดับ เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่หากพิจารณาเพิ่มเติมเกี่ยวกับประเด็นด้านสภาพเศรษฐกิจของประเทศประกอบกัน จะพบว่า ระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินในช่วงสภาพเศรษฐกิจของประเทศตกต่ำ (GDP\*Sen) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร (EM) สอดคล้องกับการทดสอบเพื่อเพิ่มความเชื่อมั่นในตารางที่ 4.6 และสอดคล้องกับการทดสอบหลักในตารางที่ 4.4 ซึ่งใช้ข้อมูลกลุ่มตัวอย่างปี พ.ศ. 2554 อันเป็นปีที่มีสภาพเศรษฐกิจของประเทศตกต่ำ นั่นคือ โดยทั่วไปแล้ว บริษัทที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินสูง มีขนาดของการตกแต่งกำไร มากกว่าบริษัทที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินต่ำอย่างมีนัยสำคัญ แต่สภาพเศรษฐกิจของประเทศที่ตกต่ำ จะส่งผลต่อความสัมพันธ์ของระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน และขนาดของการ

ตกแต่งกำไร ซึ่งเมื่อพิจารณาเพิ่มเติมจากการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณแยกกลุ่มตัวอย่าง พบว่า กลุ่มตัวอย่างที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินสูงนั้น ไม่พบความสัมพันธ์ที่มียสำคัญระหว่างสภาพเศรษฐกิจ (GDP) กับขนาดของการตกแต่งกำไร ในทุกกรณีของอัตราผลตอบแทนของกิจการที่ใช้ในคำนวณระดับการตอบสนองของนักลงทุน ในทางกลับกัน พบว่า กลุ่มตัวอย่างที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินต่ำนั้น จะพบว่า สภาพเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร กรณีที่ใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และกำไรสุทธิต่อหุ้น เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของกิจการ สำหรับคำนวณระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และที่ระดับนัยสำคัญ 0.1 ตามลำดับ นั่นคือ ขนาดของการตกแต่งกำไรของบริษัทที่มีระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่องบการเงินต่ำ จะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงที่เศรษฐกิจของประเทศตกต่ำ ซึ่งแม้ว่าโดยภาพรวมจะส่งผลให้ปัจจัยด้านสภาพเศรษฐกิจของประเทศที่ตกต่ำ ส่งผลต่อความสัมพันธ์ของระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน และขนาดของการตกแต่งกำไร แต่สาเหตุของการเกิดผลกระทบที่พบจากการใช้ตัวแบบ Modified Jones ในการคำนวณค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารในการศึกษา แตกต่างจากผลกระทบที่พบเมื่อใช้ตัวแบบ McNichols ในการคำนวณค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารในการศึกษา ดังอธิบายในส่วนของผลการวิเคราะห์จากตาราง 4.6

สำหรับตัวแปรควบคุมอื่น ๆ นั้น แม้ว่าจะมีระดับความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญแตกต่างกันออกไปตามกรณีของอัตราผลตอบแทนของกิจการที่ใช้ในคำนวณระดับการตอบสนองของนักลงทุน แต่จะพบว่า ทิศทางของความสัมพันธ์ของตัวแปรควบคุมและขนาดการตกแต่งกำไรนั้น โดยทั่วไปจะไม่แตกต่างกัน นั่นคือ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และระดับการก่อหนี้ (LEV) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร ในขณะที่ ขนาดของกิจการ (size) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร สอดคล้องกับการทดสอบหลักในตารางที่ 4.4 และสอดคล้องกับการทดสอบเพื่อเพิ่มความเชื่อมั่นในตารางที่ 4.6 และการเติบโตของกิจการ (Growth) กลับมีทิศทางความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร ที่แตกต่างกันไปตามกรณีของอัตราผลตอบแทนของกิจการที่ใช้ในคำนวณระดับการตอบสนองของนักลงทุน สอดคล้องกับการทดสอบเพื่อเพิ่มความเชื่อมั่นในตารางที่ 4.6 อย่างไรก็ตาม กระแสเงินสดจากการดำเนินงานปรับปรุงด้วยขนาดของสินทรัพย์รวมของบริษัท (CFO) กลับพบว่า ไม่มีความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร แตกต่างจากการทดสอบหลักในตารางที่ 4.4 และการทดสอบเพื่อเพิ่มความเชื่อมั่นในตารางที่ 4.6

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน กับการตกแต่งกำไร โดยใช้ข้อมูลการตอบสนองของนักลงทุนในช่วงปี พ.ศ. 2550 ถึง พ.ศ. 2554 สำหรับการกำหนดระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน โดยใช้ประเด็นแรงจูงใจด้านการหลีกเลี่ยงการรายงานผลขาดทุน การหลีกเลี่ยงการรายงานกำไรน้อยกว่างวดก่อนหน้า และการรายงานให้ผลประกอบการไม่มีความผันผวนเป็นเกณฑ์ กำหนดการตัดสินใจตกแต่งกำไรของผู้บริหาร และใช้รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นตัวแทนสำหรับวัดระดับการตกแต่งกำไรของผู้บริหาร ทั้งนี้ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเกี่ยวกับการตกแต่งกำไร จะยึดข้อมูลรายงานทางการเงินประจำปี พ.ศ. 2554 เป็นข้อมูลหลักสำหรับการศึกษา และทำการทดสอบเพิ่มเติมด้วยข้อมูลรายงานทางการเงินประจำปี พ.ศ. 2555 และ 2556

ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน กับการตัดสินใจตกแต่งกำไร และพบว่า ระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร และพบว่าสภาพเศรษฐกิจของประเทศที่ตกต่ำ จะส่งผลต่อความสัมพันธ์ของระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน และขนาดของการตกแต่งกำไร ซึ่งจะทำให้ระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร ในช่วงที่สภาพเศรษฐกิจของประเทศตกต่ำ แสดงให้เห็นว่าในช่วงที่เศรษฐกิจของประเทศปกติ บริษัทที่นักลงทุนมีการตอบสนองสูง จะมีขนาดของการตกแต่งกำไรสูงกว่า บริษัทที่นักลงทุนมีการตอบสนองต่ำ แต่จะมีขนาดของการตกแต่งกำไรต่ำกว่า ในช่วงที่เศรษฐกิจของประเทศตกต่ำ อันจะช่วยให้ให้นักลงทุนสามารถวางแผนการลงทุนได้อย่างเหมาะสมยิ่งขึ้น และผู้กำกับดูแลสามารถวางแผนการกำกับดูแลได้ดียิ่งขึ้น

สำหรับตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการศึกษา พบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และระดับการก่อหนี้ มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร ในขณะที่ ขนาดของกิจการ และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการตกแต่งกำไร ในขณะที่ความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของกิจการ และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ปรับปรุงด้วยขนาดของสินทรัพย์รวมของบริษัท กับขนาดการตกแต่งกำไรยังคงไม่ชัดเจน แต่พบว่า

กระแสเงินสดจากการดำเนินงานปรับปรุงด้วยขนาดของสินทรัพย์รวมของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับการตัดสินใจตกแต่งกำไรของผู้บริหาร และขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการตัดสินใจตกแต่งกำไรของผู้บริหาร ในขณะที่ ตัวแปรควบคุมอื่น ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการตัดสินใจตกแต่งกำไรของผู้บริหาร

## 5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย

งานวิจัยนี้มีข้อจำกัดด้านจำนวนข้อมูลที่สามารถนำมาใช้งานในการศึกษาได้ เนื่องจากการศึกษาโดยใช้ตัวแบบของ McNichols นั้น จำเป็นต้องใช้ข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของงวดปัจจุบัน งวดก่อนหน้า และงวดถัดไป ทำให้ในการจะใช้ข้อมูลของปี พ.ศ. 2557 เพื่อทำการศึกษานั้น จะต้องใช้ข้อมูลจากรายงานทางการเงินประจำปี พ.ศ. 2558 มาประกอบด้วย ทั้งนี้ รายงานทางการเงินล่าสุด คือ รายงานทางการเงินประจำปี พ.ศ. 2557 ประกอบกับข้อจำกัดจากการกำหนดเกณฑ์เพื่อให้ได้กลุ่มตัวอย่างที่เหมาะสม ทำให้จำนวนของกลุ่มตัวอย่างที่เรามีจำนวนจำกัด

## 5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยต่อเนื่อง

งานวิจัยนี้ทำการศึกษาระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน โดยใช้ข้อมูลการตอบสนองที่เกิดขึ้นหลังวันประกาศงบการเงิน 3 วัน ทำให้ในการศึกษานี้ เป็นการศึกษาที่เน้นเฉพาะระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินในช่วงเวลาสั้น ๆ ดังนั้น หากมีงานวิจัยในอนาคตที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงินกับการตกแต่งกำไร อาจทำการเปลี่ยนช่วงเวลาที่ใช้ในการพิจารณาเพื่อวัดระดับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน ซึ่งอาจจะทำให้ได้มุมมองที่แตกต่างหรืออาจทำให้ได้หลักฐานสนับสนุนความสัมพันธ์ นั่นคือ งานวิจัยในอนาคต อาจพิจารณาเพิ่มเติมในเรื่องประเด็นความไวในการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน นอกจากนี้ การศึกษานี้ทำการศึกษาโดยมองในภาพรวมระดับตลาด ดังนั้น เพื่อให้เห็นความสัมพันธ์ที่ชัดเจนมากขึ้น งานวิจัยในอนาคตอาจพิจารณาความสัมพันธ์ที่ระดับอุตสาหกรรมเพิ่มเติม หรืออาจทำการศึกษาเพิ่มเติมโดยการขยายขอบเขตการศึกษา เนื่องจากงานวิจัยนี้มีขอบเขตการศึกษาอยู่ที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น งานวิจัยในอนาคตอาจขยายขอบเขตการศึกษาไปสู่ระดับสากล ซึ่งอาจทำให้สามารถยืนยันความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นได้ หรืออาจทำให้พบปัจจัยที่ส่งผลกับความสัมพันธ์ดังกล่าว เช่น ปัจจัยด้านวัฒนธรรม

## รายการอ้างอิง

### บทความวารสาร

อรพรรณ ยลระบิล. (2548). บริษัทตกแต่งกำไร...นักลงทุนจะรู้ได้อย่างไร. *TBS Series on Corporate Governance – การกำกับดูแลกิจการที่ดี*, 195-205.

### Articles

Al- khabash, A. A., & Al-Thuneibat, A. A. (2009). Earnings management practices from the perspective of external and internal auditors: Evidence from Jordan. *Managerial Auditing Journal*, 24(1), 58-80.

Bergstresser, D., & Philippon, T. (2006). CEO incentive and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80, 511-529.

Burgstahler, D. C., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99-126.

Coppens, L., & Peek, E. (2005). An analysis of earnings management by European private firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 14(1), 1-17.

DeAngelo, L. (1986). Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Shareholders. *The Accounting Review*, 61, 400-420.

Dechow, P., Sloan, R. & Sweeney, A. (1995). Detecting earnings managements. *The Accounting Review*, 70, 193-225.

Dechow, P., & Dichev, I. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accruals estimation errors. *The Accounting Review*, 77, 35-59.

Glaum, M., Lichtblau, K. & Lindemann, J. (2004). The extent of earnings management in the US and Germany. *Journal of International Accounting Research*, 3(2), 45-77.

- Habbash, M., & Alghamdi, S. (2015). The perception of earnings management motivations in Saudi public firms. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 5(1), 122-147.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.
- Jaggi, B., & Tsui, J. (2007). Insider trading earnings management and corporate governance: Empirical evidence based on Hong Kong Firms. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 18(3), 192-222.
- Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1992). Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5(4), 297-323.
- Kwag, A., & Stephens, A. A. (2009). Investor reaction to earnings management. *Managerial Finance*, 36(1), 44-56.
- Louis, G. G. L. and Sun, A. (2008). Earnings management, lawsuit and stock-for-stock acquirers, market performance. *Journal of Accounting and Economics*, 46, 62-77.
- Markarian, G., Pozza, L., & Prencipe, A. (2008). Capitalization of R&D costs and earnings management evidence from Italian listed companies. *The International Journal of Accounting*, 43, 246-267.
- McNichols, M. (2002). Discussion of the quality of accruals and earnings : The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77, 61-69.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation, market performance. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335-370.

## ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นายการุณ สารสุวรรณ
วันเดือนปีเกิด	31 มีนาคม 2536
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2557: บัณฑิต (การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

