



ความสามารถในการทำกำไร การจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย PROFITABILITY RATIO EARNING MANAGEMENT EFFECTING TO FIRM VALUES OF LISTED COMPANIES ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

วัชรพงศ์ ยอดราช, พรณทิพย์ อย่างกลั่น*
Wattanapong Yodrach, Phanthip Yangklan*

อาจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์
พื้นที่บพิตรพิมุข จักรวรรดิ, e-Mail: wattanapong.yod@rmutr.ac.th

Lecturer, Program in Accounting, Department of Business Administration, Rajamangala University of Technology Rattanakosin, Bophit Phimuk, Chakkrawat Campus, e-mail: Wattanapong.yod@rmutr.ac.th
(Received: 2021, February 11; Revised; 2021, April 20; Accepted: 2021, April 30)

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาเส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุ (path analysis) ของความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการผ่านการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการเก็บข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2555-2559 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) ซึ่งตัวแปรความสามารถในการทำกำไรนั้นใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มูลค่ากิจการใช้การคำนวณค่า Tobin's Q และการจัดการกำไรตามโมเดลของ Modified Jones ผลการวิจัยพบว่าความสามารถในการทำกำไรที่วัดผลจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ส่งผลเชิงบวกต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการ โดยการจัดการกำไรส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ และจากการวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุพบว่า ความสามารถในการทำกำไรที่วัดผลจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการผ่านการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

คำสำคัญ: ความสามารถในการทำกำไร, การจัดการกำไร, มูลค่ากิจการ

* ผู้ช่วยคณบดีฝ่ายวิชาการ คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม, e-Mail: Phanthip.ya@spu.ac.th
Assistant Dean for Academic Affairs, School of Accountancy, Sripatum University,
e-Mail: Phanthip.ya@spu.ac.th



ABSTRACT

This research aimed to study determine the relationship between profitability, earning management and firm values of listed companies on the stock exchange of Thailand by using Path Analysis technique. Data, SET 100, was collected from companies in Stock Exchange of Thailand from 2555-2559 (B.E.). Profitability was calculated from Return on Assets (ROA), firm value used Tobin's Q, and earning management used modified Jones model. The results found profitability has positive correlation to earning management and firm value and earning management has correlation to firm value, significantly. The result from Path analysis indicated profitability has significant positive correlation firm value via earning management of listed companies on the Stock Exchange of Thailand at .01 level.

Keywords: firm value, earning management, return on assets.

บทนำ

ในปัจจุบันมีการลงทุนหลากหลายรูปแบบ แต่การลงทุนที่นิยมกันมากคือการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจะทำให้ได้รับผลตอบแทนที่ค่อนข้างคุ้มค่า เช่นการลงทุนในหุ้นสามัญที่มีการซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การลงทุนในหุ้นสามัญมีผลตอบแทนจากเงินปันผลและผลกำไรจากการถือครองในกรณีที่ราคาหุ้นสูงขึ้นและผู้ลงทุนนำหุ้นดังกล่าวออกจำหน่าย จะทำให้ได้รับกำไรจากการจำหน่ายเงินลงทุนด้วย

ผู้ลงทุนที่เพิ่งเริ่มลงทุนในหุ้นอาจมีคำถามว่า ราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงนั้นเกิดจากอะไรเป็นตัวกำหนดราคาหุ้น ดังนั้นจึงควรเข้าใจว่า ราคาหุ้น ณ ปัจจุบันจะถูกกำหนดมาจากปัจจัยหลัก 2 ปัจจัย คือ ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ และความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนจะต้องเผชิญจากการลงทุนในหุ้น ซึ่งจะเป็นตัวกำหนดมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น และมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นจะส่งผลต่อราคาตลาดของหุ้นด้วย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ออนไลน์, 2558) นอกจากผลตอบแทนจากการลงทุนแล้ว กำไรถือเป็นข้อมูลทางการเงินที่มีความสำคัญในรายงานทางการเงิน และเป็นสิ่งที่ผู้บริหารควรคำนึงถึงเป็นอันดับแรก เนื่องจากนักลงทุนต้องการเป้าหมายอย่างง่ายในการประเมินผลการดำเนินงานของบริษัท

การที่นักลงทุนใช้ผลกำไรเป็นจุดอ้างอิงอย่างง่ายต่อการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจและให้มูลค่าส่วนเพิ่มกับบริษัทที่สามารถรายงานผลกำไรได้เป็นไปตามเป้าหมาย จึงเป็นเหตุ



สำคัญของผู้บริหารในการรายงานผลกำไรให้เป็นไปตามความคาดหวังของนักลงทุน ไม่ว่าจะเป็นการรายงานผลกำไรที่เป็นบวก การรายงานผลกำไรที่แสดงถึงแนวโน้มที่ดีขึ้น หรือการรายงานผลกำไรที่เป็นไปตามหรือเกินกว่าที่นักลงทุนคาดการณ์ (สมชาย สุภัทรกุล, 2548) ซึ่งวิธีการหนึ่งที่ผู้บริหารของกิจการสามารถใช้ได้คือการบริหารกำไรหรือการจัดการกำไร นั่นคือการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารในการจัดการกำไรขององค์กรนั่นเอง จึงทำให้ผู้วิจัยสนใจศึกษาเรื่อง ความสามารถในการทำกำไร การจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์เชิงสาเหตุ (path analysis) ของความสามารถในการทำกำไร การจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กรอบแนวคิดในการวิจัย

ทฤษฎีตัวแทนมองว่า มนุษย์ทุกคนในองค์กรย่อมมีแรงผลักดันที่จะทำเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวด้วยกันทั้งสิ้น ดังนั้นผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการจะพยายามหาหนทางสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการก็ต่อเมื่อพิจารณาแล้วเห็นว่าหนทางนั้นเอื้ออำนวยประโยชน์ให้กับตนเองด้วย สมมติฐานที่อยู่เบื้องหลังทฤษฎีการเป็นตัวแทนคือ ผู้เป็นเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการต่างมีความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ซึ่งกันและกัน โดยที่ผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการจะสร้างอรรถประโยชน์สูงสุดให้กับตัวเอง โดยไม่คำนึงถึงว่าการกระทำเช่นนั้นจะก่อให้เกิดประโยชน์หรือความมั่งคั่งสูงสุดแก่ตัวผู้เป็นเจ้าของกิจการหรือไม่ ความสัมพันธ์ในทางธุรกิจเป็นความสัมพันธ์ที่เกิดจากความยินยอมพร้อมใจระหว่างบุคคลสองฝ่าย โดยที่ตัวแทนตกลงทำการในฐานะที่เป็นตัวแทนให้กับอีกฝ่ายหนึ่งคือตัวการ โดยที่แต่ละฝ่ายย่อมมีแรงจูงใจในการตัดสินใจที่จะก่อให้เกิดผลประโยชน์ส่วนตัว ความขัดแย้งกันในผลประโยชน์อาจเกิดขึ้นเมื่อแต่ละฝ่ายดำเนินการเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ให้แก่ตนเอง กล่าวคือ ผู้ถือหุ้นเป็นผู้มอบหมายให้ผู้บริหารดำเนินการแทนตน การที่ผู้ถือหุ้นไม่สามารถล่วงรู้ข้อมูลการตัดสินใจของผู้บริหาร ย่อมทำให้เกิดต้นทุนจากการมอบอำนาจดำเนินการขึ้น (agency costs) ซึ่งประกอบด้วยต้นทุนในการตรวจสอบผลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร และต้นทุนในการจูงใจให้ผู้บริหารตัดสินใจดำเนินการที่ไม่ก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือหุ้น (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2543)



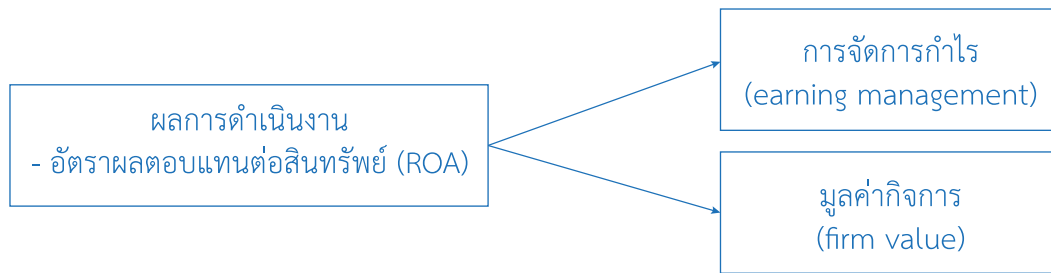
การจัดการกำไร (earnings management) หมายถึง “การแทรกแซงกระบวนการจัดทำรายงานทางการเงินเพื่อเสนอผู้ใช้อย่างนอก โดยมีเจตนาให้ได้รับกำไรจากการรายงาน” (Schipper, 1989) ส่วน Healy and Wahlen (1999) ให้ความหมายเกี่ยวกับการจัดการกำไรว่า การจัดการกำไรจะเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการจัดทำรายงานทางการเงินหรือสร้างรายการค้าขึ้นเพื่อให้รายงานทางการเงินไปในทิศทางที่ทำให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเข้าใจผลประกอบการด้านเศรษฐกิจของธุรกิจนั้นผิด หรือเป็นการกระทำที่ส่งผลกระทบต่อกำไรที่รายงานออกมาให้เป็นตัวเลขตามข้อผูกพันในสัญญา จึงกล่าวได้ว่า การจัดการกำไรคือการที่ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการวัดมูลค่า การรับรู้รายการ และการนำเสนองบการเงินต่อผู้ใช้งบการเงิน เพื่อให้ได้ผลลัพธ์ตามที่ผู้บริหารต้องการ Dechow, Sloan and Sweeney (1995) ได้พัฒนาตัวแบบของ Jones (1991) เพื่อใช้วัดการจัดการกำไร โดย The Jones Model มีวัตถุประสงค์หลักคือ ต้องการควบคุมผลกระทบที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงสถานการณ์ของบริษัท ซึ่งส่งผลกระทบต่อรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (nondiscretionary accruals) มาเป็น Modified Jones เนื่องจาก Jones Model มีความคลาดเคลื่อนในการวัดค่ารายการคงค้างที่เกิดจากการตัดสินใจโดยใช้นโยบายการรับรู้รายได้ จึงมีการพัฒนามาเป็นตัวแบบ The Modified Jones Model โดยตัวแบบใหม่นี้ได้ยกเลิกสมมติฐานของตัวแบบเดิมที่ว่า ผู้บริหารไม่สามารถใช้ดุลยพินิจที่จะส่งผลกระทบต่อยอดรายได้ของบริษัท เนื่องจากในความเป็นจริงผู้บริหารสามารถใช้ดุลยพินิจในด้านนโยบายการให้สินเชื่อกับลูกค้าในการขายสินค้าซึ่งจะส่งผลกระทบต่อระดับรายได้ของบริษัท ดังนั้นในตัวแบบ Modified Jones จึงใช้การเปลี่ยนแปลงของยอดลูกหนี้มาปรับการเปลี่ยนแปลงของรายได้ในการวิเคราะห์การถดถอยเพื่อประมาณยอดของ Nondiscretionary Accruals

จากการศึกษางานวิจัยที่ผ่านมาพบว่า The Modified Jones Model เป็นตัวแบบที่ได้รับความนิยมจากนักวิจัยมากที่สุดในการใช้ประมาณค่ารายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (discretionary accruals) ดังนั้นในการวิจัยนี้จึงเลือกใช้ตัวแบบ The Modified Jones ในการวัดค่ารายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นตัวแทนในการวัดคุณภาพกำไร

การสร้างมูลค่าให้ผู้ถือหุ้น (shareholder value) เป็นวัตถุประสงค์หลักในการดำเนินธุรกิจที่จะทำให้องค์กรประสบความสำเร็จและสามารถแข่งขันในตลาดที่มีการแข่งขันสูงได้ ในปัจจุบันการสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นทวีความสำคัญมากขึ้น เนื่องจากการขยายตัวของตลาดทุนที่ทำให้ผู้ลงทุนสามารถเคลื่อนย้ายการลงทุนไปยังแหล่งทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าได้อย่างรวดเร็ว การประเมินผลการปฏิบัติงานขององค์กรนอกจากจะเป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพ



ในการดำเนินงานแล้ว ยังเป็นสิ่งที่ผลักดันให้เกิดมูลค่า (value) อีกด้วย Choi (2008) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรและมูลค่าบริษัทในประเทศจีน พบว่าคุณภาพกำไรและมูลค่าบริษัทในประเทศจีนมีความสัมพันธ์เชิงบวก Haryono and Iskandar (2015) ศึกษาความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานทางสังคมกับมูลค่ากิจการผ่านผลการดำเนินงานทางการเงินและความเสี่ยงของกิจการของบริษัทกลุ่มทรัพยากรที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซียปี ค.ศ. 2011-2014 โดยเก็บข้อมูลจากการเปิดเผยข้อมูลตามกรอบการรายงานสากล GRI 3.1 มูลค่ากิจการวัดจากค่า Tobin's Q และราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (PBV) สำหรับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ความเสี่ยงของกิจการวัดจากความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น วิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้โมเดลสมการโครงสร้าง (SEM) พบว่าผลการดำเนินงานทางสังคมมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน และผลการดำเนินงานทางการเงินมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ นอกจากนี้ ผลการดำเนินงานทางสังคมยังมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการผ่านผลการดำเนินงานทางการเงิน Gamayuni (2015) ศึกษาผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตน ผลการดำเนินงานทางการเงิน และนโยบายทางการเงินต่อมูลค่ากิจการสำหรับบริษัทมหาชนในประเทศอินโดนีเซีย พบว่าผลการดำเนินงานทางการเงิน (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ พิมพ์ชนา ภิรมย์รักษ์ และฐิตาภรณ์ สินจรรย์ศักดิ์ (2560) ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และมูลค่าของธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่าธุรกิจ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ซึ่งชี้ให้เห็นว่าหากบริษัทมีประสิทธิภาพในการนำสินทรัพย์ไปลงทุน ก่อให้เกิดผลตอบแทนที่แสดงถึงผลกำไรที่บริษัทหาได้จากสินทรัพย์ทั้งหมดที่บริษัทใช้ดำเนินการ จะส่งผลต่อผลการดำเนินงานและเพิ่มมูลค่าให้กับองค์กร ซึ่งเป็นผลดีต่อกิจการที่ทำให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจลงทุนในหุ้นของกิจการ จากการศึกษาทฤษฎีและทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทำให้พบว่า ผลการดำเนินงานของกิจการที่ผู้วิจัยส่วนใหญ่นำมาใช้ทำงานวิจัยคือ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในขณะที่มูลค่ากิจการนั้นวัดจากค่า Tobin's Q และการจัดการกำไร จึงทำให้เกิดงานวิจัยเรื่อง ความสามารถในการทำกำไร การจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถกำหนดกรอบแนวคิดการวิจัยได้ ดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

สมมติฐานของการวิจัย

1. ความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. ความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. การจัดการกำไรส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
4. ความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการผ่านการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) ในช่วงปี พ.ศ. 2555-2559 เนื่องจากเป็นบริษัทที่มีดัชนีราคาหุ้นที่แสดงระดับและความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญ 100 ตัว ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง มีการซื้อขายที่มีสภาพคล่องสูงและมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยผ่านเกณฑ์ที่กำหนด โดยเลือกแบบเจาะจง

การวิเคราะห์ข้อมูล ใช้สถิติเชิงพรรณนาในการแจกแจงหรืออธิบายลักษณะทั่วไปของข้อมูล ได้แก่ ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน วิเคราะห์ข้อมูลด้วยการวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของความสามารถในการทำกำไร การจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย ได้แก่ 1) ความสามารถในการทำกำไรของกิจการ ซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ 2) การจัดการกำไร ใช้โมเดล The Modified Jones Model 3) มูลค่ากิจการ หมายถึง การประเมินผลการปฏิบัติงานขององค์กร คำนวณโดย Tobin's Q ตามแนวทางของ Chung and Pruitt (1994)



ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม มีค่าต่ำสุด -29.30 ค่าสูงสุด 75.06 ค่าเฉลี่ย 9.86 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 9.98 การจัดการกำไร มีค่าต่ำสุด -0.257 ค่าสูงสุด 9.949 ค่าเฉลี่ย 0.001 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 1.00 และมูลค่ากิจการ มีค่าต่ำสุด -0.91 ล้านบาท ค่าสูงสุด 60,630,743.14 ล้านบาท ค่าเฉลี่ย 1,795,882.11 ล้านบาท และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 4,389,214.81 ล้านบาท

ผลการวิเคราะห์อิทธิพลเชิงสาเหตุของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และการจัดการกำไร (EM) ที่มีต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ทั้งอิทธิพลทางตรง (direct effects: DE) อิทธิพลทางอ้อม (indirect effects: IE) และอิทธิพลรวม (total effects: TE) สามารถนำเสนอผลการวิเคราะห์ตามลำดับได้ ดังนี้

1. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และการจัดการกำไร (EM) ที่มีต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้งสามได้ค่าความสัมพันธ์ทั้งหมด 3 คู่ มีค่าสหสัมพันธ์แตกต่างกันจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 มีค่าความสัมพันธ์กันอยู่ในระดับสูงระหว่าง 0.757–0.927 โดยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และการจัดการกำไร (EM) มีความสัมพันธ์ทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ .05 ในทิศทางเดียวกับมูลค่ากิจการ (ค่า Tobin's Q) โดยมีค่าความสัมพันธ์เท่ากับ 0.856 และ 0.927 ตามลำดับ

2. ผลการวิเคราะห์เส้นทางเพื่อศึกษาอิทธิพลทางตรงและอิทธิพลทางอ้อมของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และการจัดการกำไร (EM) ที่มีต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) พบว่าการวิเคราะห์เส้นทางตัวแบบที่ 1 โมเดลการวัดได้ค่า Chi-Square = 0.00, $df = 0$, $p = 1.00$, RMSEA = 0.000 แสดงให้เห็นว่าตัวแบบอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และการจัดการกำไร (EM) ที่มีต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) มีความสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์

การทดสอบสมมติฐาน มีดังนี้

สมมติฐานที่ 1 ความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าความสามารถในการทำกำไรคืออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ด้วยน้ำหนักอิทธิพลเท่ากับ 0.38 สอดคล้องกับสมมติฐานที่ 1



สมมติฐานที่ 2 ความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าความสามารถในการทำกำไรคืออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจัดการกำไร (EM) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ด้วยน้ำหนักอิทธิพลเท่ากับ 0.80 สอดคล้องกับสมมติฐานที่ 2

สมมติฐานที่ 3 การจัดการกำไรส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าการจัดการกำไร (EM) ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ด้วยน้ำหนักอิทธิพลเท่ากับ 0.83 สอดคล้องกับสมมติฐานที่ 3

สมมติฐานที่ 4 ความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการผ่านการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าความสามารถในการทำกำไรคืออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ผ่านการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ด้วยน้ำหนักอิทธิพลเท่ากับ 0.53 สอดคล้องกับสมมติฐานที่ 4

อภิปรายผล

1. ความสามารถในการทำกำไร คืออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับ Haryono and Iskandar (2015) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานทางสังคมกับมูลค่ากิจการทั้งทางตรงและทางอ้อมผ่านผลการดำเนินงานทางการเงินและความเสี่ยงของกิจการ ซึ่งมูลค่ากิจการวัดจากค่า Tobin's Q และราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (PBV) สำหรับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ความเสี่ยงของกิจการวัดจากความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น วิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้โมเดลสมการโครงสร้าง (SEM) พบว่าผลการดำเนินงานทางการเงินมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ นอกจากนั้นผลการดำเนินงานทางสังคมยังมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการผ่านผลการดำเนินงานทางการเงิน และ Gamayuni (2015) ได้ศึกษาผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตน ผลการดำเนินงานทางการเงิน และนโยบายทางการเงินต่อมูลค่ากิจการ โดยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตน นโยบายทางการเงิน และผลการดำเนินงานทางการเงินกับมูลค่ากิจการสำหรับบริษัทมหาชนในประเทศอินโดนีเซีย พบว่าผลการดำเนินงานทางการเงิน (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ และ พิมพ์ชนา ภิรมรักษ์



และจิตาภรณ์ สินจรรย์ศักดิ์ (2560) ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ซึ่งให้เห็นว่าหากบริษัทมีประสิทธิภาพในการนำสินทรัพย์ไปลงทุนก่อให้เกิดผลตอบแทนที่แสดงถึงผลกำไรที่บริษัทหาได้จากสินทรัพย์ทั้งหมดที่บริษัทใช้ดำเนินการ จะส่งผลต่อผลการดำเนินงานและเพิ่มมูลค่าให้กับองค์กร ซึ่งเป็นผลดีต่อกิจการที่ทำให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจลงทุนในหุ้นของกิจการ

2. ความสามารถในการทำกำไร คืออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจัดการกำไร (EM) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับ Mahmud, Ibrahim and Pok (Online, 2009) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรและผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศมาเลเซีย พบว่าคุณภาพกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม และ อรฤดี ศรีธราพิพัฒน์ (2551) ได้ศึกษาคุณภาพกำไรและประสิทธิภาพในการดำเนินงานของธนาคารพาณิชย์ไทย โดยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับประสิทธิภาพในการดำเนินงาน และศึกษาเปรียบเทียบคุณภาพกำไรและประสิทธิภาพในการดำเนินงานระหว่างกลุ่มธนาคารขนาดใหญ่ ขนาดกลาง และขนาดเล็ก พบว่าคุณภาพกำไรมีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพในการดำเนินงานในทิศทางเดียวกัน ซึ่งผลการวิจัยทำให้พบว่าความสามารถในการทำกำไรที่ดี อาจเกิดจากผลการดำเนินการของกิจการซึ่งจะส่งผลต่อการจัดการกำไรด้วย นักลงทุนจึงควรมีความระมัดระวังให้มากยิ่งขึ้นในการพิจารณาความสามารถในการทำกำไรของแต่ละกิจการ

3. การจัดการกำไร (EM) ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับ Choi (2008) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรและมูลค่าบริษัทในประเทศจีน พบว่าคุณภาพกำไรและมูลค่าบริษัทในประเทศจีนมีความสัมพันธ์เชิงบวก และ อรฤดี ศรีธราพิพัฒน์ (2551) ที่ศึกษาคุณภาพกำไรและประสิทธิภาพในการดำเนินงานของธนาคารพาณิชย์ไทย โดยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับประสิทธิภาพในการดำเนินงาน และศึกษาเปรียบเทียบคุณภาพกำไรและประสิทธิภาพในการดำเนินงานระหว่างกลุ่มธนาคารขนาดใหญ่ ขนาดกลาง และขนาดเล็ก พบว่าคุณภาพกำไรมีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพในการดำเนินงานในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจเกิดจากการที่ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการจัดทำรายงานทางการเงิน หรือสร้างรายการค้าขึ้นเพื่อให้รายงานทางการเงินไปในทิศทางที่ผู้บริหารต้องการ เช่นการที่ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการพิจารณารับรู้รายการคงค้างต่าง ๆ



ที่เกิดขึ้นโดยไม่คำนึงว่าจะได้รับหรือจ่ายเงินหรือไม่ เช่น การเลือกวิธีการคำนวณค่าเสื่อมราคา วิธีการคำนวณราคาทุนของสินค้า แรงหรือเลื่อนเวลาการส่งมอบสินค้า รายการคงค้างทั้งหมดจะนำมาปรับกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ผู้บริหารจึงสามารถใช้รายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจเพื่อปรับเปลี่ยนกำไรไปในทิศทางที่ตนต้องการ ซึ่งจะทำให้มูลค่ากิจการเป็นไปในทิศทางเดียวกับที่ผู้บริหารต้องการ

4. ความสามารถในการทำกำไร คืออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ผ่านการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งการที่ความสามารถในการทำกำไร มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการผ่านการจัดการกำรนั้น อาจเป็นเพราะความสามารถของผู้บริหารที่สามารถใช้ดุลยพินิจในการพิจารณารับรู้รายการคงค้างต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นที่ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของกิจการเป็นไปในทิศทางที่ผู้บริหารต้องการ จึงส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ทำให้เห็นว่าการจัดการกำไรเป็นส่วนที่มีผลต่อมูลค่ากิจการด้วย

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะในการนำผลวิจัยไปใช้

การวิจัยนี้พบว่า ความสามารถในการทำกำไรส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการ ดังนั้น นักลงทุนควรให้ความสำคัญกับการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ เพราะหากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ดี อาจเกิดจากการดำเนินการโดยกิจการได้ ดังนั้นในการลงทุน นักลงทุนควรนำอัตราส่วนทางการเงินหลาย ๆ ตัวมาวิเคราะห์เปรียบเทียบกัน เพื่อตัดสินใจสำหรับการลงทุน ซึ่งจะทำให้การลงทุนไม่ผิดพลาด นอกจากนี้ยังเป็นสัญญาณเตือนให้นักลงทุนมีความรอบคอบในการลงทุนมากยิ่งขึ้น

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

การวัดค่าของการจัดการกำไรควรใช้วิธีการอื่น ซึ่งในปัจจุบันมีวิธีการวัดการจัดการกำไรหลายวิธี และควรเปรียบเทียบแต่ละวิธีว่าตรงกันหรือแตกต่างกันอย่างไร สำหรับกลุ่มตัวอย่างที่ใช้้น ควรใช้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด และควรเปรียบเทียบในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมเพื่อดูความแตกต่างของผลการวิจัย เพื่อให้สามารถนำไปใช้ในการทำนายมูลค่ากิจการหรือกำไรที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตได้

บรรณานุกรม

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558). *วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน* (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก: http://www.set.or.th/education/th/begin/stock_content04.pdf [2564, มกราคม 5].

- วารสารวิชาการศรีปทุม ชลบุรี



- Mahmud, Radziah, Ibrahim, Muhd Kamil, & Pok, Wee Ching. (2009). *Earnings quality attributes and performance of Malaysian public listed firms* (Online). Available: file:///C:/Users/MyNotebook/Downloads/SSRN-id1460309.pdf [2021, January 5].
- McColgan, Patrick. (2001). *Agency theory and corporate governance: A review of the literature from a UK perspective*. Glasgow, UK: Department of Accounting & Finance, University of Strathclyde.
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), pp. 91-102.