

# กลยุทธ์การลงทุนด้วยรายการคงค้างไม่ปกติ สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้หรือไม่

ณรรฐพล กมลบาล\*

ดร.ศิลปพร ศรีจันทเพชร\*\*

## บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบกลยุทธ์การลงทุนด้วยรายการคงค้างไม่ปกติว่าสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้หรือไม่ โดยใช้ข้อมูลกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรวมทั้งสิ้นจำนวน 3,971 ตัวอย่าง ระหว่างปี พ.ศ. 2535-2555 ผลการศึกษาพบว่ากลยุทธ์การลงทุนด้วยรายการคงค้างไม่ปกติสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้หลังการซื้อพอร์ตไปแล้ว 1 ปี ทำให้เห็นได้ว่าตลาดในประเทศไทยยังไม่มีประสิทธิภาพในการพิจารณาข้อมูลทางบัญชี ซึ่งในที่นี้คือรายการคงค้างไม่ปกติ และนักลงทุนมีแนวโน้มที่จะพิจารณาแต่ตัวเลขกำไร โดยที่ไม่ได้พิจารณาส่วนประกอบของกำไร ส่งผลให้นักลงทุนไม่สามารถรับรู้ได้ว่าผู้บริหารตกแต่งกำไรหรือไม่

**คำสำคัญ:** รายการคงค้างไม่ปกติ ผลตอบแทนเกินปกติ

\* นักวิชาการอิสระ

\*\* ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำ ภาควิชาบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

## ABSTRACT

This study aims to test whether a trading strategy using abnormal accruals can make abnormal returns in 3,971 samples of Thailand listed companies during year 1992-2012. Empirical results show that this trading strategy can make abnormal returns in year 1 after forming portfolio which imply that the Stock Exchange of Thailand (SET) isn't efficient enough to price accounting number correctly, which in this case are abnormal accruals. Moreover, investors tend to fixate on earnings number and not emphasize the importance of earnings components. As a result, investors are not able to detect earnings managements.

**Keywords:** Abnormal Accruals, Abnormal Returns

## บทนำ

เพื่อให้การเงินบรรลุวัตถุประสงค์ในการให้ข้อมูลเกี่ยวกับฐานะการเงิน ผลการดำเนินงาน และการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงิน ต่อผู้ใช้งการเงินในการนำไปตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจ แม่บทการบัญชีจึงกำหนดให้การเงินจัดทำขึ้นโดยใช้เกณฑ์คงค้าง (Accruals Basis) ภายใต้เกณฑ์คงค้างเหตุการณ์ทางบัญชีจะรับรู้เมื่อเกิดขึ้น และแสดงในงบการเงินตามงวดที่เกี่ยวข้อง ส่งผลให้กำไรที่แสดงอยู่ในงบการเงินมาจาก 2 องค์ประกอบ คือ (1) กำไรส่วนที่เกิดจากรายได้เงินสดจากการดำเนินงาน (Cash flow from Operating Activities) และ (2) กำไรส่วนที่เกิดจากรายการคงค้าง (Accruals)

จากการศึกษาของ Wilson (1987) พบว่าองค์ประกอบของกำไรทั้งสองให้ข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานของกิจการได้ดีกว่าตัวเลขกำไร ดังนั้นนักลงทุนจึงควรพิจารณาทั้งกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และรายการคงค้างเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน แต่จากงานวิจัยของ Sloan (1996) ได้ทดสอบว่านักลงทุนสามารถประเมินเสถียรภาพ (Persistence) ของกำไรและส่วนประกอบของกำไรได้อย่างถูกต้องหรือไม่ โดยเสถียรภาพนั้นจะเป็นตัวบ่งบอกคุณภาพของกำไรว่ากำไรในปัจจุบันจะคงอยู่ต่อไปในอนาคตมากน้อยแค่ไหน Sloan (1996) พบว่านักลงทุนให้ความสำคัญเฉพาะ

ตัวเลขกำไร โดยไม่คำนึงถึงส่วนประกอบของกำไร อีกทั้งยังมองเสถียรภาพของเงินสดต่ำไป และมองเสถียรภาพของรายการคงค้างสูงเกินไป ส่งผลให้สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Returns) ได้จากกลยุทธ์การลงทุน โดยซื้อบริษัทที่มีรายการคงค้างต่ำ และขายบริษัทที่มีรายการคงค้างสูง

ต่อมา Xie (2001) ได้ทดสอบเพิ่มเติมจากวิธีของ Sloan (1996) โดยแบ่งรายการคงค้าง (Total accruals) ออกเป็นรายการคงค้างปกติ (Normal Accruals) (ซึ่งเป็นรายการคงค้างที่เกิดจากการดำเนินงานโดยปกติของกิจการ) กับรายการคงค้างไม่ปกติ (Abnormal accruals) (ซึ่งเป็นรายการคงค้างที่เกิดจากการตกแต่งกำไรของผู้บริหาร) พบว่านักลงทุนมองเสถียรภาพของกระแสเงินสดและรายการคงค้างปกติต่ำไป และมองเสถียรภาพของรายการคงค้างไม่ปกติสูงเกินไป ซึ่งสอดคล้องกับผลของ Sloan (1996) และช่วยอธิบายเพิ่มเติมได้ว่านักลงทุนไม่สามารถตรวจพบการตกแต่งกำไรของผู้บริหารได้ จากข้างต้น Xie (2001) จึงได้ทดสอบกลยุทธ์การลงทุน ในการซื้อหุ้นบริษัทที่มีรายการคงค้างไม่ปกติสูง และขายหุ้นบริษัทที่มีรายการคงค้างไม่ปกติต่ำ ผลการศึกษาพบว่ากลยุทธ์นี้สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้

สำหรับในประเทศไทย ผลของการศึกษาที่ได้ยังไม่มีข้อสรุปแน่ชัด กล่าวคือ Pincus et al. (2007) ได้ทดสอบตามแบบ Sloan (1996) กับ 20 ประเทศทั่วโลก พบว่าตลาดในประเทศไทยได้สะท้อนข้อมูลกระแสเงินสดและรายการคงค้างได้อย่างถูกต้องแล้ว ในขณะที่ Vivattanachang (2009) ได้ผลว่าราคาหุ้นสะท้อนเสถียรภาพของกระแสเงินสดและรายการคงค้างไม่ถูกต้อง อีกทั้งยังสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติจากกลยุทธ์การลงทุนได้ สอดคล้องกับ Supattarakul (2012) ซึ่งทดสอบการแยกองค์ประกอบของรายการคงค้างเป็นรายการคงค้างปกติและไม่ปกติ พบว่าตลาดประเมินเสถียรภาพของส่วนประกอบของกำไรไม่ถูกต้อง

เนื่องจากยังไม่มีงานวิจัยใดทดสอบกลยุทธ์การลงทุนโดยซื้อบริษัทที่มีรายการคงค้างต่ำ และขายบริษัทที่มีรายการคงค้างสูง ด้วยกลุ่มตัวอย่างในประเทศไทย จึงเป็นที่น่าสนใจอย่างมากว่ากลยุทธ์การลงทุนดังกล่าวจะสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติในประเทศไทยได้หรือไม่ ผลของงานวิจัยชิ้นนี้จะช่วยเป็นหลักฐานสนับสนุนผลของงานวิจัยในอดีตในเรื่องของประสิทธิภาพของตลาด การตกแต่งกำไร และการใช้ข้อมูลทางบัญชีของนักลงทุน รวมทั้งช่วยให้เห็นถึงโอกาสในการสร้างผลตอบแทนมากกว่าปกติให้กับนักลงทุน งานวิจัยฉบับนี้จึงมีวัตถุประสงค์ที่จะศึกษาว่ากลยุทธ์การลงทุน ด้วยการซื้อหุ้นของบริษัทที่มีรายการคงค้างไม่ปกติ (Abnormal Accruals) สูง และขายหุ้นของบริษัทที่มีรายการคงค้างไม่ปกติต่ำจะสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Returns) ได้หรือไม่

## การทบทวนวรรณกรรม

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยมีดังนี้

### ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรและส่วนประกอบของกำไรกับผลตอบแทนของหุ้น

Ball and Brown (1968) ได้ให้ความหมายของตลาดที่มีประสิทธิภาพไว้ว่าเป็นตลาดที่ราคาของสินทรัพย์ได้สะท้อน

ข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องทั้งหมดแล้ว โดยแบ่งเป็นสามระดับ ได้แก่ ระดับอ่อน (Weak Form) เป็นระดับที่ราคาของหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูลราคาของหลักทรัพย์นั้นแล้วแต่ไม่ได้คิดไว้แล้ว ต่อมาเป็นระดับปานกลาง (Semi-strong Form) เป็นระดับที่ราคาสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เป็นสาธารณะไว้แล้ว และสุดท้ายระดับเข้ม (Strong Form) เป็นระดับที่ราคาสะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดรวมทั้งที่เป็นสาธารณะและข้อมูลภายใน

จากความหมายของประสิทธิภาพตลาดข้างต้นจะเห็นได้ว่านักลงทุนมีการใช้ข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ ในการประเมินมูลค่าของหุ้น หนึ่งในข้อมูลที่เป็นที่นิยมก็คือ รายงานทางการเงินของบริษัท ซึ่งเป็นแหล่งข้อมูลสาธารณะที่ให้ข้อมูลเกี่ยวกับฐานะการเงิน ผลการดำเนินงาน และการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงิน ต่อผู้ใช้งบการเงินในการนำไปตัดสินใจเรื่องเศรษฐกิจ

งานวิจัยในอดีตได้แสดงให้เห็นว่านักลงทุนนำข้อมูลในการเงินของบริษัทไปใช้ในการประเมินมูลค่าของกิจการ โดย Ball and Brown (1968) พบว่าผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ในเดือนที่มีการประกาศผลกำไรของบริษัท จะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับขนาดของการเปลี่ยนแปลงของกำไรจากปีก่อนหน้านั้น นั่นหมายความว่าเมื่องบการเงินประกาศออกมา นักลงทุนจะนำตัวเลขกำไรของบริษัทไปใช้ในการประเมินมูลค่าของกิจการ และตัดสินใจซื้อหรือขายหุ้นของกิจการโดยอิงกับมูลค่าของกิจการใหม่ที่ประเมินได้ ก่อให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติที่มาจากข้อมูลข่าวสารใหม่ ดังนั้นตัวเลขกำไรจึงสามารถให้ข้อมูลเพิ่มเติมเกี่ยวกับผลตอบแทนของหุ้นได้

Kormendi and Lipe (1987) ได้ทดสอบระดับของความสัมพันธ์ระหว่างกำไรกับผลตอบแทนของหุ้น โดยใช้แนวคิดที่ว่า มูลค่าของกิจการจะเท่ากับมูลค่าในปัจจุบันของกำไรในอนาคตทั้งหมดของบริษัท ดังนั้น ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรกับมูลค่าของกิจการจะขึ้นอยู่กับลักษณะทางอนุกรมเวลาของกำไรและอัตราคิดลด ซึ่งจะแสดงผ่าน Earnings Response Coefficient ผลการทดสอบพบว่า

กำไรและผลตอบแทนของหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวก กล่าวคือ ยิ่งบริษัทได้กำไรมาก ผลตอบแทนของหุ้นก็จะยิ่งมากตามไปด้วย

นอกจากกำไรแล้ว องค์ประกอบต่าง ๆ ของกำไรสามารถให้ข้อมูลเพิ่มเติมได้มากกว่าตัวกำไร โดย Wilson (1987) ได้แบ่งส่วนประกอบของกำไรออกมาเป็นสองส่วนคือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Cash Flow from Operating Activities) และรายการคงค้าง (Accruals) โดยพบว่าองค์ประกอบทั้งสองส่วนให้ข้อมูลมากกว่าตัวเลขกำไร และถัดมา Subramanyam (1996) ได้แบ่งรายการคงค้างออกเป็นสองส่วนคือ รายการคงค้างปกติ (Normal accruals) ซึ่งเป็นรายการคงค้างที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงานโดยปกติของบริษัท และรายการคงค้างไม่ปกติ (Abnormal Accruals) ซึ่งเป็นรายการคงค้างที่เกิดจากการตกแต่งกำไรของผู้บริหาร หลังจากนั้น Subramanyam (1996) ได้ทดสอบพบว่ารายการคงค้างไม่ปกติสามารถให้ข้อมูลเพิ่มเติมจากกำไรได้

จากงานวิจัยข้างสามารถสรุปได้ว่ากำไรและองค์ประกอบต่าง ๆ ของกำไรสามารถให้ข้อมูลเกี่ยวกับผลตอบแทนของหุ้นได้ในการตัดสินใจลงทุน นักลงทุนจึงควรพิจารณาทั้งตัวเลขกำไรและองค์ประกอบต่าง ๆ ของกำไร

### ลักษณะของกำไรและส่วนประกอบของกำไร

ในการประเมินมูลค่าของกิจการ นักลงทุนต้องพิจารณาความสามารถในการดำเนินงานของกิจการในอนาคต เพื่อที่จะสามารถคิดลดกลับมาเป็นมูลค่าปัจจุบันได้ ดังนั้นคุณภาพของกำไรที่แสดงอยู่ในรายงานทางการเงินเป็นสิ่งที่สำคัญอย่างมาก หนึ่งในตัววัดคุณภาพของกำไรที่นิยมก็คือ เสถียรภาพของกำไร (Earnings Persistence) ซึ่งหมายถึงระดับความคงอยู่ของกำไร กล่าวคือ กำไรในปีปัจจุบันจะเกิดขึ้นอีกในอนาคตในระดับเท่าไรนั่นเอง โดย Sloan (1996) ได้ทดสอบพบว่ากำรนั้นมีเสถียรภาพอยู่ที่ 0.841 กำไรจึงมีแนวโน้มจะกลับเข้าสู่ค่าเฉลี่ย (Mean Reversion) หรืออธิบายได้อีกมุมว่าเมื่อกิจการทำกำไรได้สูงเกินปกติ

จะมีคู่แข่งเข้ามาแข่งขันเพื่อแย่งชิงส่วนแบ่งกำไรนี้เพิ่มมากขึ้น ทำให้ในที่สุดแล้วบริษัทจะไม่สามารถทำกำไรเกินปกติได้ หรือในทางกลับกันเมื่อกิจการประสบผลขาดทุน บริษัทจะต้องปรับตัวให้สามารถอยู่รอดได้ ผลขาดทุนที่น้อยลงจะเปลี่ยนเป็นกำไรในที่สุด หากบริษัทไม่สามารถอยู่รอดได้แล้ว บริษัทจะต้องออกจากตลาดไป จึงทำให้กำไรนั้นมีลักษณะวกเข้าสู่ค่าเฉลี่ยนั่นเอง

นอกจากนี้ Sloan (1996) ได้แบ่งองค์ประกอบของกำไรเป็นกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และรายการคงค้าง หลังจากนั้นได้ทดสอบหาเสถียรภาพของกำไรของส่วนประกอบทั้งสอง โดยพบว่ากระแสเงินสดมีเสถียรภาพมากกว่ารายการคงค้าง กระแสเงินสดกับรายการคงค้างจึงมีลักษณะที่แตกต่างกัน และนักลงทุนจึงควรพิจารณาทั้งกระแสเงินสดและรายการคงค้างเพิ่มเติมจากกำไร

Xie (2001) ได้แยกองค์ประกอบเพิ่มเติมตาม Subramanyam (1996) โดยแยกรายการคงค้างเป็นรายการคงค้างปกติ (Normal Accruals) และรายการคงค้างไม่ปกติ (Abnormal Accruals) หลังจากนั้นทดสอบหาเสถียรภาพของกำไร พบว่าเสถียรภาพของกระแสเงินสดมีความใกล้เคียงกับรายการคงค้างปกติ ส่วนรายการคงค้างไม่ปกติมีเสถียรภาพต่ำ จึงทำให้สามารถสรุปได้ว่าเสถียรภาพที่ต่ำของรายการคงค้างที่ Sloan (1996) พบ มาจากรายการคงค้างไม่ปกติ ซึ่งน่าจะเกิดจากการตกแต่งกำไรของผู้บริหาร

### การประเมินมูลค่ากำไรและส่วนประกอบของกำไรของตลาด

จากความสัมพันธ์ของกำไรและส่วนประกอบของกำไรกับผลตอบแทนของหุ้น รวมทั้งลักษณะของกำไรและส่วนประกอบของกำไรที่มีความแตกต่างกัน ทำให้เห็นได้ว่า นักลงทุนควรที่จะพิจารณาทั้งตัวเลขกำไรและส่วนประกอบของกำไร หากตลาดมีประสิทธิภาพแล้ว ราคาของหลักทรัพย์จะต้องสะท้อนลักษณะของข้อมูลดังกล่าวได้ครบถ้วน ทั้งนี้ไม่จำเป็นว่านักลงทุนทุกคนจะต้องพิจารณากำไรและส่วนประกอบของกำไรอย่างถูกต้อง เนื่องจากนักลงทุนใน

กลุ่มที่พิจารณาได้ถูกต้องจะซื้อขายจนราคาของหลักทรัพย์ปรับไปอยู่ที่มูลค่าที่แท้จริงเอง แต่ก็มีผู้โต้แย้งว่าตลาดไม่มีประสิทธิภาพ นักลงทุนพิจารณาแต่ตัวเลขกำไรโดยไม่สนใจข้อมูลอื่นๆ แนวคิดที่ว่านี้เรียกว่า “Functional fixation” (Ball, 1972)

นอกจากนี้ Hand (1990) ได้เสนอแนวคิดเพิ่มเติมว่า สมมุติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ กับ Functional Fixation นั้นเป็นข้อตรงข้ามกัน โดยในโลกแห่งความเป็นจริง ตลาดจะมีลักษณะอยู่ระหว่างทั้งสองแนวคิด ขึ้นอยู่กับจำนวนนักลงทุนที่มีความรู้ความสามารถ โดย Hand (1990) ให้เหตุผลว่าแม้ว่านักลงทุนที่มีความรู้จะสามารถพิจารณาข้อมูลและใช้ประโยชน์จากข้อมูลได้ก็ตาม แต่หากมีจำนวนน้อยก็ จะไม่สามารถซื้อขายเพื่อปรับราคาให้ตรงกับมูลค่าที่แท้จริงได้ และการทำอาร์บิทราจ (Arbitrage) ไม่สามารถทำได้อย่างเต็มที่ เนื่องจากมีอุปสรรคหลายอย่าง เช่น การกู้ยืมเงิน ความเสี่ยงในการซื้อขายพร้อมกัน เป็นต้น ดังนั้น หากมีนักลงทุนที่มีความรู้ความสามารถจำนวนมาก ตลาดก็มีลักษณะใกล้เคียงกับตลาดที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น แต่หากมีนักลงทุนที่มีความรู้ความสามารถจำนวนน้อย ตลาดก็จะใกล้เคียงกับตลาดในแนวคิด Functional Fixation มากขึ้น นั่นเองโดยแนวคิดนี้เรียกว่า “Extended Functional Fixation”

ผลการศึกษาในอดีตที่ผ่านมาจำนวนมากสนับสนุนไปทางด้าน Functional Fixation ว่านักลงทุนให้ความสนใจกับแค่ตัวเลขกำไร โดย Sloan (1996) ได้ศึกษาพบว่านักลงทุนประเมินเสถียรภาพของกำไรได้อย่างถูกต้อง แต่กลับประเมินเสถียรภาพของกระแสเงินสดต่ำเกินไป และประเมินเสถียรภาพของรายการคงค้างสูงเกินไป ทำให้เห็นได้ว่านักลงทุนพิจารณาแต่กำไร ไม่ได้พิจารณาส่วนประกอบของกำไรเลยต่อมา Collin and Hribar (2000) ได้ทดสอบทั้งข้อมูลรายไตรมาสและได้ผลสอดคล้องกับ Sloan (1996) ทั้งนี้ Pincus et al. (2007) ได้ทดสอบเพื่อหว่าน Sloan (1996) เกิดขึ้นในตลาดทั่วโลกหรือเฉพาะในประเทศสหรัฐอเมริกา จึงทดสอบใน 20 ประเทศ

ทั่วโลก (ออสเตรเลีย แคนาดา เดนมาร์ก ฝรั่งเศส เยอรมัน ฮองกง อินเดีย อินโดนีเซีย อิตาลี ญี่ปุ่น มาเลเซีย เนเธอร์แลนด์ สิงคโปร์ สเปน สวีเดน สวิสเซอร์แลนด์ ไต้หวัน ไทย อังกฤษ และสหรัฐอเมริกา) และพบว่ามีความเป็น 4 ประเทศ ได้แก่ ออสเตรเลีย แคนาดา อังกฤษ และสหรัฐอเมริกา ที่ตลาดประเมินราคาเสถียรภาพผิดพลาด

สำหรับงานของ Xie (2001) ได้ศึกษาเพิ่มเติมจากงานของ Sloan (1996) โดยแบ่งรายการคงค้างออกเป็นรายการคงค้างปกติ และรายการคงค้างไม่ปกติ ผลการทดสอบพบว่านักลงทุนประเมินเสถียรภาพของกระแสเงินสดและรายการคงค้างปกติต่ำเกินไป ส่วนรายการคงค้างไม่ปกติประเมินสูงเกินไป ทำให้เห็นได้ว่าสาเหตุของการประเมินเสถียรภาพผิดพลาดจากรายการคงค้างไม่ปกติ ซึ่งเกิดจากการตกแต่งกำไรของผู้บริหาร หรือนักลงทุนไม่สามารถตรวจพบการตกแต่งกำไรได้นั่นเอง

สำหรับหลักฐานในประเทศไทยนั้น Pincus et al. (2007) พบว่านักลงทุนประเมินเสถียรภาพของกระแสเงินสดและรายการคงค้างได้ถูกต้องแล้ว ขัดแย้งกับ Vivattanachang (2009) ที่พบว่านักลงทุนประเมินเสถียรภาพของกระแสเงินสดต่ำเกินไป และรายการคงค้างสูงเกินไป เช่นเดียวกับ Sloan (1996) นอกจากนี้ Supattarakul (2012) ทดสอบพบว่านักลงทุนประเมินเสถียรภาพของกระแสเงินสดและรายการคงค้างปกติต่ำเกินไป ส่วนรายการคงค้างไม่ปกติสูงเกินไป เช่นเดียวกับ Xie (2001) ผลการทดสอบการประเมินเสถียรภาพของส่วนประกอบของกำไรในประเทศไทยจึงยังไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจน

### การตกแต่งกำไร

Healy and Wahlen (1999) ได้กล่าวไว้ว่า การตกแต่งกำไรเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารใช้การตัดสินใจในรายงานทางการเงินและรายการค้าในการปรับเปลี่ยนรายงานทางการเงิน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเข้าใจผิดเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกิจการ หรือเพื่อ

เพิ่มผลตอบแทนที่อิงกับตัวเลขทางบัญชีที่รายงานไว้

จากข้างต้น Degeorge et al. 1999 ได้พบหลักฐานการตกแต่งกำไรของผู้บริหาร โดยพบว่าผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะตกแต่งกำไรให้ถึงจุดตัดสามจุดคือ (1) ไม่ขาดทุน (2) สูงกว่ากำไรของปีก่อน และ (3) เป็นไปตามการคาดการณ์ของนักลงทุน นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยอื่นๆ พบว่าผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะตกแต่งกำไรในเหตุการณ์ต่างๆ อีกด้วย โดย Teoh et al. (1998a) พบว่าผู้บริหารตกแต่งกำไรเพิ่มขึ้นก่อนการเสนอขายหุ้นครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) เพื่อเพิ่มราคาหุ้น ส่งผลให้ผลตอบแทนของหุ้นในระยะยาวต่ำกว่าที่ควรจะเป็น สำหรับการเสนอขายหุ้นครั้งต่อๆ มาหลังจากการเสนอขายหุ้นครั้งแรกไปแล้ว Teoh et al. (1998b) และ Rangan (1998) ได้พบหลักฐานว่ามีการตกแต่งกำไรเช่นเดียวกัน

### กลยุทธ์การลงทุนด้วยรายการคงค้างไม่ปกติ

จากข้างต้นจะเห็นได้ว่าผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะตกแต่งกำไร โดยที่นักลงทุนในตลาดไม่สามารถตรวจจับได้ ทั้งๆ ที่หากนักลงทุนพิจารณาลักษณะของกระแสเงินสด รายการคงค้างปกติ และรายการคงค้างไม่ปกติ ของบริษัทร่วมกันโดยไม่อิงอยู่กับกำไร ก็จะทำให้สามารถพิจารณาผลของการตกแต่งกำไรได้อย่างถูกต้อง

การที่นักลงทุนประเมินเสถียรภาพของรายการคงค้างไม่ปกติสูงเกินไป ทำให้นักลงทุนประเมินราคาหุ้นผิดพลาดในกรณีที่หุ้นมีรายการคงค้างไม่ปกติเป็นบวก กำไรที่แสดงออกก็จะสูงกว่าความเป็นจริง ทำให้มูลค่าของหุ้นที่ประเมินได้สูงเกินไป ในทางกลับกันหากรายการคงค้างไม่ปกติเป็นลบ ราคาหุ้นที่แสดงออกก็จะต่ำกว่าความเป็นจริง ทำให้ประเมินมูลค่าหุ้นต่ำเกินไป จึงเกิดโอกาสในการสร้างผลตอบแทนเกินปกติ จากการซื้อหุ้นที่มีรายการคงค้างไม่ปกติติดลบ ซึ่งเป็นหุ้นที่ราคาต่ำกว่าความเป็นจริง ร่วมกับการขายหุ้นที่มีรายการคงค้างไม่ปกติเป็นบวก ซึ่งมีราคาสูงกว่าความเป็นจริง

Xie (2001) ได้ทดสอบกลยุทธ์ดังกล่าวด้วยกลุ่มตัวอย่างในประเทศสหรัฐอเมริกาและพบว่าสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ในปีที่หนึ่งและสอง สำหรับในประเทศไทยนั้น ยังไม่มีการทดสอบกลยุทธ์ดังกล่าว เพื่อเป็นทางเลือกโอกาสการลงทุนดังกล่าว ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะทดสอบกลยุทธ์ดังกล่าว โดยมีสมมุติฐานหลักของงานวิจัยว่า ผลตอบแทนเกินปกติของกลยุทธ์การลงทุนด้วยงบกำไรสุทธิที่รายการคงค้างไม่ปกติต่ำและขายหุ้นที่มีรายการคงค้างไม่ปกติสูงจะไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ

### วิธีการวิจัย

งานวิจัยนี้มีกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535-2555 ไม่รวมถึงบริษัทที่มีข้อมูลที่ใช้คำนวณตัวแปรที่ต้องการศึกษาไม่ครบถ้วน บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน (Companies under rehabilitation) และบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ข้อมูลทั้งหมดได้รับจากฐานข้อมูล Datastream โดยผู้วิจัยได้ทำการคัด (Trim) ตัวแปรที่มีค่าสูงกว่า Percentile ที่ 99 และต่ำกว่า Percentile ที่ 1 ออกเพื่อขจัดตัวแปรที่มีค่าสุดโต่ง (Outlier) ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษามีอยู่สองตัวคือ รายการคงค้างไม่ปกติ (Abnormal Accruals: ABNAC) และผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Returns: AR)

### รายการคงค้างไม่ปกติ

สำหรับรายการคงค้างไม่ปกติใช้ Cross-sectional Jones (1991) model ซึ่งเสนอโดย Subramanyam (1996) ในการคำนวณค่าตัวแปร เช่นเดียวกับ Xie (2001) และ Supattarakul (2012) ตัวแบบดังกล่าวเหมาะสมกับกลุ่มตัวอย่างในประเทศไทยมากกว่าตัวแบบดั้งเดิมของ Jones (1991) ที่มีการประมาณค่าแบบ Time-series เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยยังเป็นตลาดขนาดเล็ก มีบริษัทที่อยู่ในตลาดจำนวนไม่มากนัก ประกอบกับเพิ่งก่อตั้งมาไม่นาน ทำให้กลุ่มตัวอย่างมีจำนวนน้อยและ

ครอบคลุมช่วงเวลาที่ไม่มากนัก การประมาณค่าแบบ Time-series ตามตัวแบบดั้งเดิมของ Jones (1991) จำเป็นต้องใช้กลุ่มตัวอย่างที่มีช่วงเวลาของข้อมูลจำนวนหลาย ๆ ปี ต่างจากการประมาณค่าแบบ Cross-sectional ที่ไม่จำเป็นต้องใช้กลุ่มตัวอย่างที่มีช่วงเวลาของข้อมูลที่ยาว

วิธีการคำนวณรายการคงค้างไม่ปกติตามตัวแบบดังกล่าวมีขั้นตอนดังนี้

#### 1.1) คำนวณรายการคงค้างรวม (Total Accruals)

$$TAC_{i,t} = EARN_{i,t} - CFO_{i,t}$$

1.2) คำนวณค่าสัมประสิทธิ์รายปีของแต่ละบริษัท ด้วยการประมาณค่าสมการ สำหรับข้อมูลที่ใช้ในการประมาณค่า นั้นจะใช้ข้อมูลของบริษัทในปีเดียวกันและอุตสาหกรรมเดียวกันของบริษัทที่ต้องการหาค่าสัมประสิทธิ์ โดยไม่รวมบริษัทที่ต้องการหาค่าสัมประสิทธิ์ เช่น ในอุตสาหกรรม ก มีบริษัทจำนวน 10 บริษัท ในการหาค่าสัมประสิทธิ์ของบริษัทที่ 1 จะประมาณค่าด้วยบริษัทที่ 2-10 ส่วนบริษัทที่ 2 จะประมาณค่าด้วยบริษัทที่ 1 และ 3-10 เป็นต้น

$$TAC_{i,t} = a_1(1 / TA_{i,t-1}) - a_2(\Delta REV_{i,t} / TA_{i,t-1}) + a_3(PPE_{i,t} / TA_{i,t-1}) + e_{i,t}$$

#### 1.3) นำค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้มาคำนวณรายการคงค้างปกติ (Normal Accruals)

$$NAC_{i,t} = \hat{a}_1(1 / TA_{i,t-1}) - \hat{a}_2(\Delta REV_{i,t} / TA_{i,t-1}) + \hat{a}_3(PPE_{i,t} / TA_{i,t-1})$$

#### 1.4) คำนวณรายการคงค้างไม่ปกติ (Abnormal Accruals)

$$ABNAC_{i,t} = TAC_{i,t} - NAC_{i,t}$$

โดยที่  
 $TAC_{i,t}$  = รายการคงค้างรวมของบริษัท i ปีที่ t  
 หารด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด

$EARN_{i,t}$  = กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษของบริษัท i ปีที่ t หารด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด  
 $CFO_{i,t}$  = กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานของบริษัท i ปีที่ t หารด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด  
 $TA_{i,t-1}$  = สินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t-1  
 $\Delta REV_{i,t}$  = รายได้ปี t ลบด้วยรายได้ปี t-1 ของบริษัท  
 $PPE_{i,t}$  = ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ของบริษัท i ปีที่ t  
 $NAC_{i,t}$  = รายการคงค้างปกติของบริษัท i ปีที่ t  
 $ABNAC_{i,t}$  = รายการคงค้างไม่ปกติของบริษัท i ปีที่ t

#### ผลตอบแทนเกินปกติ

ในที่นี้จะใช้ผลตอบแทนปกติที่ปรับด้วยขนาด (Size-adjusted Abnormal Returns) ตามแบบเดียวกับ Xie (2001) และ Supattarakul (2012) การคำนวณผลตอบแทนเกินปกติด้วยวิธีดังกล่าวมีแนวคิดว่าคุณค่าของการมีความสัมพันธ์กับความเสี่ยง ดังนั้น ในการคำนวณหาผลตอบแทนเกินปกติจะต้องนำขนาดของกิจการมารวมคำนวณด้วย โดยผลตอบแทนเกินปกติจะเท่ากับผลตอบแทนของหุ้น (Returns) หักด้วยผลตอบแทนปกติที่ปรับด้วยขนาด (Size-adjusted Normal Returns)

$$\text{Size-adjusted abnormal returns} = \text{Returns} - \text{Size-adjusted normal returns}$$

ผลตอบแทนปกติที่ปรับด้วยขนาดคำนวณได้ดังนี้

2.1) เรียงหุ้นตามขนาดของกิจการจากน้อยไปมาก สำหรับขนาดของบริษัทนั้นใช้มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) เนื่องจากสามารถสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารของกิจการได้ครบถ้วนกว่ามูลค่าของกิจการตามตัวเลขทางบัญชี

2.2) แบ่งหุ้นออกเป็น 10 กลุ่ม (Decile) โดยในแต่ละกลุ่มมีจำนวนหุ้นเท่า ๆ กัน

2.3) คำนวณค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนจากการถือหุ้นระหว่างเดือนเมษายนในปีที่คำนวณถึงเดือนมีนาคมในปีถัดไปในแต่ละกลุ่มด้วยวิธีให้น้ำหนักเท่ากัน (Equally Weighted Mean) ค่าเฉลี่ยดังกล่าวจะเป็นผลตอบแทนปกติที่ปรับด้วยขนาดของหุ้นที่อยู่ใน Decile นั้น ๆ สำหรับผลตอบแทนของหุ้นใช้ข้อมูลระหว่างเดือนเมษายนถึงเดือนมีนาคมในปีถัดไป เพื่อให้ผลตอบแทนของหุ้นสามารถสะท้อนข้อมูลจากการเงินได้

ในส่วนของการทดสอบกลยุทธ์ดังกล่าวใช้วิธีเดียวกับ Xie (2001) โดยเริ่มจากการเรียงหุ้นตามรายการคงค้างไม่ปกติจากน้อยไปมากในทุก ๆ ปี หลังจากนั้นในแต่ละปีแบ่งหุ้นออกเป็น 10 กลุ่ม (Decile) โดยในแต่ละกลุ่มมีจำนวนหุ้นเท่ากัน และคำนวณผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Returns) เฉลี่ยล่วงหน้าหนึ่งปี สองปี และสามปี ของแต่ละพอร์ตในแต่ละปี สุดท้ายคำนวณหาผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของพอร์ตนั้น ๆ และทดสอบว่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ด้วยตัวทดสอบ t-test แบบสองหาง

สำหรับการทดสอบกลยุทธ์การลงทุน สามารถทำได้ด้วยการซื้อหุ้นของพอร์ตที่มีรายการคงค้างไม่ปกติต่ำที่สุด และขายหุ้นของพอร์ตที่มีรายการคงค้างไม่ปกติสูงที่สุด

ในแต่ละปี จากนั้นคำนวณหาผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยล่วงหน้าหนึ่งปี สองปี และสามปี ของพอร์ตการลงทุน และทดสอบว่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ ด้วยตัวทดสอบ t-test แบบสองหาง

## ผลการวิเคราะห์

### การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

#### (Descriptive Statistic)

หลังจากการเก็บข้อมูลบัญชีรายปีเพื่อคำนวณรายการคงค้างไม่ปกติ (Abnormal Accruals) ด้วย Cross-sectional Jones Model และข้อมูลผลตอบแทนของบริษัทรายเดือนเพื่อคำนวณผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Returns) ครอบคลุมระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535-2555 และคัดเลือกข้อมูลตามเกณฑ์ที่ได้กำหนดไว้ ทำให้เหลือกลุ่มตัวอย่างที่เป็นตัวเป็นตัวแทนประชากรในการทดสอบผลตอบแทนเกินปกติของกลยุทธ์ในปีที่ 1 จำนวน 3,971 ตัวอย่าง ในปีที่ 2 จำนวน 3,612 ตัวอย่าง และในปีที่ 3 จำนวน 3,239 ตัวอย่าง ประกอบไปด้วย 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี

ตารางที่ 1 แสดงจำนวนกลุ่มตัวอย่างโดยรอบ กลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก่อนการตัดข้อมูล

| กลุ่มอุตสาหกรรม            | ปีที่ t+1 |        | ปีที่ t+2 |        | ปีที่ t+3 |        |
|----------------------------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
|                            | จำนวน     | ร้อยละ | จำนวน     | ร้อยละ | จำนวน     | ร้อยละ |
| เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร    | 376       | 9.47   | 341       | 9.44   | 303       | 9.35   |
| สินค้าอุปโภคบริโภค         | 495       | 12.47  | 452       | 12.51  | 406       | 12.53  |
| สินค้าอุตสาหกรรม           | 1,526     | 38.43  | 1,401     | 38.79  | 1,273     | 39.30  |
| อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง | 284       | 7.15   | 256       | 7.09   | 226       | 6.98   |
| ทรัพยากร                   | 209       | 5.26   | 189       | 5.23   | 170       | 5.25   |
| บริการ                     | 786       | 19.79  | 705       | 19.52  | 620       | 19.14  |
| เทคโนโลยี                  | 295       | 7.43   | 268       | 7.42   | 241       | 7.44   |
| รวม                        | 3,971     | 100.00 | 3,612     | 100.00 | 3,239     | 100.00 |

จากตารางที่ 1 จะเห็นได้ว่ากลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมและกลุ่มบริการเป็นหลัก ดังนั้นผลงานวิจัยที่ได้อาจจะเอนเอียงไปทางกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งสองนี้

ส่วนค่าเฉลี่ยและการกระจายตัวของตัวแปรต่าง ๆ ดูได้จากตารางที่ 2 โดยพบว่าตัวแปรทั้งหมดมีค่าสุดโต่ง (Outliers) กล่าวคือ ABNAC มีค่าสูงสุดถึง 0.7670 ห่างจาก Percentile 75 ซึ่งมีค่าเพียง 0.0524 เท่านั้น ส่วนค่าต่ำสุดมีค่า -1.7957 ห่างจาก Percentile 25 ซึ่งมีค่าเพียง -0.0615 เท่านั้น ส่วน AR ทั้งสามปีก็มีค่าสูงสุดถึง 4.1537 และค่าต่ำสุดอยู่ -1.1459 ซึ่งต่างจาก Percentile ที่ 75

และ 25 เป็นอย่างมาก อาจส่งผลกระทบต่อผลการวิเคราะห์ได้ ผู้วิจัยจึงได้ทดลองตัดข้อมูล (Trim) ที่มีค่าสุดโต่งนี้ออก โดยผู้วิจัยได้เลือกตัดข้อมูลที่มีค่าสูงกว่า Percentile ที่ 99 และต่ำกว่า Percentile ที่ 1

หลังจากที่ตัดข้อมูลที่มีค่าสุดโต่งแล้วทำให้จำนวนกลุ่มตัวอย่างในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมเปลี่ยนแปลงไปตามตารางที่ 3 แต่ทั้งนี้เมื่อพิจารณาจากสัดส่วนของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมแล้วพบว่าเปลี่ยนแปลงไปไม่มากนัก การตัดข้อมูลดังกล่าวจึงไม่น่าจะส่งผลกระทบต่อผลการทดสอบในประเด็นเรื่องการกระจายตัวของข้อมูลตามกลุ่มอุตสาหกรรม

ตารางที่ 2 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาก่อนการตัดข้อมูล

| Variable | n     | mean    | sd     | max    | p75    | p50     | p25     | min     |
|----------|-------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| ABNAC    | 3,971 | -0.0080 | 0.1279 | 0.7670 | 0.0524 | -0.0050 | -0.0615 | -1.7957 |
| AR1      | 3,971 | -0.0077 | 0.5694 | 4.1537 | 0.1961 | -0.0932 | -0.3269 | -1.4159 |
| AR2      | 3,612 | -0.0053 | 0.5716 | 4.1537 | 0.1962 | -0.0907 | -0.3234 | -1.4159 |
| AR3      | 3,239 | -0.0080 | 0.5720 | 4.1537 | 0.1926 | -0.0918 | -0.3292 | -1.4159 |

ตารางที่ 3 แสดงจำนวนกลุ่มตัวอย่างโดยแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหลังการตัดข้อมูล

| กลุ่มอุตสาหกรรม            | ปีที่ t+1 |        | ปีที่ t+2 |        | ปีที่ t+3 |        |
|----------------------------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
|                            | จำนวน     | ร้อยละ | จำนวน     | ร้อยละ | จำนวน     | ร้อยละ |
| เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร    | 368       | 9.64   | 333       | 9.58   | 296       | 9.48   |
| สินค้าอุปโภคบริโภค         | 475       | 12.44  | 433       | 12.45  | 389       | 12.45  |
| สินค้าอุตสาหกรรม           | 1,481     | 38.78  | 1,359     | 39.09  | 1,235     | 39.53  |
| อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง | 272       | 7.12   | 245       | 7.05   | 217       | 6.95   |
| ทรัพยากร                   | 208       | 5.45   | 188       | 5.41   | 169       | 5.41   |
| บริการ                     | 727       | 19.04  | 658       | 18.92  | 584       | 18.69  |
| เทคโนโลยี                  | 288       | 7.54   | 261       | 7.51   | 234       | 7.49   |
| รวม                        | 3,819     | 100.00 | 3,477     | 100.00 | 3,124     | 100.00 |

ตารางที่ 4 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาหลังการตัดข้อมูล

| Variable | n     | mean    | sd     | max    | p75    | p50     | p25     | min     |
|----------|-------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| ABNAC    | 3,819 | -0.0072 | 0.1052 | 0.3236 | 0.0507 | -0.0051 | -0.0601 | -0.4142 |
| AR1      | 3,819 | -0.0251 | 0.4703 | 2.2749 | 0.1875 | -0.0924 | -0.3199 | -1.0105 |
| AR2      | 3,477 | -0.0239 | 0.4717 | 2.2749 | 0.1877 | -0.0899 | -0.3180 | -1.0105 |
| AR3      | 3,124 | -0.0262 | 0.4749 | 2.3537 | 0.1831 | -0.0899 | -0.3221 | -1.0183 |

ในส่วนของคุณค่าเฉลี่ยและการกระจายตัวของข้อมูลหลังจากการตัดข้อมูลนั้น ได้แสดงอยู่ในตารางที่ 4 โดยพบว่าตัวแปรทุกตัวนั้นมีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเปลี่ยนแปลงไปอย่างมาก กล่าวคือ ABNAC มีค่าสูงสุดลดลงจาก 0.7670 เป็น 0.3236 ส่วนค่าต่ำสุดเพิ่มขึ้นจาก -1.7957 เป็น -0.4142 แต่ทั้งนี้ค่าเฉลี่ยเปลี่ยนแปลงไปในจำนวนที่ไม่มากนัก เมื่อพิจารณาประกอบกับค่ามัธยฐานที่มีค่าใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยแล้ว แสดงให้เห็นว่าลักษณะการกระจายตัวของ ABNAC มีลักษณะค่อนข้างสมมาตร

ในทางตรงกันข้าม ค่าสูงสุดของ AR นั้นลดลงเป็นจำนวนมากจาก 4.1537 เป็น 2.2749 ในปีทั้ง 1 และ 2 (และจาก 4.1537 เป็น 2.3537 ในปีทั้ง 3) ในขณะที่ค่าต่ำสุดเพิ่มขึ้นไม่มากนักจาก -1.4159 เป็น -1.0113 ในปีทั้ง 1 และ 2 (และจาก -1.4159 เป็น -1.0113 ในปีทั้ง 3) จึงทำให้ค่าเฉลี่ยของทั้งสามปีเปลี่ยนแปลงไปอย่างมาก จาก -0.0077 เป็น -0.0251, -0.0053 เป็น -0.0329 และ -0.0080 เป็น -0.0262 ในปีทั้ง 1, 2 และ 3 ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าการกระจายตัวของ AR นั้นมีค่าสุดโต่งทางบวกจำนวนมาก ซึ่งน่าจะเกิดจากลักษณะเฉพาะตัวของตัวแปร เนื่องจากค่าเฉลี่ยและผลตอบแทนของหุ้นซึ่งสามารถเป็นบวกได้ไม่จำกัด แต่สามารถเป็นลบได้เพียง 100% เท่านั้น

ทั้งนี้เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างที่มีค่าสุดโต่งมีความแตกต่างจากกลุ่มตัวอย่างอื่น ๆ เป็นอย่างมาก ทำให้ลักษณะการกระจายตัวของค่าเฉลี่ยของตัวแปรต่าง ๆ ถูกบิดเบือน

ไปจากกลุ่มตัวอย่างทั่ว ๆ ไป อาจส่งผลให้การวิเคราะห์เชิงอนุมาน ซึ่งเป็นการอนุมานลักษณะของประชากรจากกลุ่มตัวอย่างทั่ว ๆ ไปเกิดความผิดพลาด ผู้วิจัยจึงเลือกที่จะทดสอบด้วยกลุ่มตัวอย่างที่มีค่าสุดโต่งออกแล้ว

### การวิเคราะห์กลยุทธ์การลงทุน

การวิเคราะห์กลยุทธ์การลงทุนเพื่อทดสอบสมมติฐานได้แก่การทดสอบดังตารางที่ 5 โดยในตารางจะแสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยล่วงหน้าหนึ่งปี สองปี และสามปีของพอร์ตทั้ง 10 พอร์ตที่จัดขึ้นจากการเรียงรายการคงค้างไม่ปกติจากน้อยไปมาก รวมทั้งพอร์ตที่จัดขึ้นจากการดำเนินกลยุทธ์ด้วยการซื้อหุ้นในพอร์ตที่มีรายการคงค้างต่ำที่สุดและขายหุ้นในพอร์ตที่มีรายการคงค้างสูงที่สุดในแต่ละปี (Hedge Portfolio) ส่วนตัวเลขที่อยู่ในวงเล็บจะแสดงค่าสถิติการทดสอบ One-sample t-test แบบสองหาง (2-tailed) ซึ่งทดสอบเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนเกินปกติว่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่

จากตารางจะเห็นได้ว่าในปีที่ 1 และ 2 พอร์ตที่มีรายการคงค้างไม่ปกติต่ำจะมีผลตอบแทนเกินปกติสูง และมีแนวโน้มลดลงเรื่อย ๆ เมื่อรายการคงค้างไม่ปกติเพิ่มมากขึ้น กล่าวคือ ผลตอบแทนเกินปกติล่วงหน้าในปีที่ 1 ของพอร์ตที่ 1 ซึ่งมีรายการคงค้างไม่ปกติต่ำที่สุด เฉลี่ยแล้วอยู่ที่ -0.006 และมีแนวโน้มลดต่ำลงเรื่อย ๆ จนถึง -0.097 ในพอร์ตที่ 10 ซึ่งเป็นพอร์ตที่มีรายการคงค้างสูงที่สุด สำหรับในปีที่สองผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของพอร์ตที่ 1

ตารางที่ 5 แสดงผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนด้วย  
ค่าสถิติ t-test

| Portfolio Ranking<br>(Abnormal Accruals) | Size-adjusted abnormal returns |                     |                     |
|------------------------------------------|--------------------------------|---------------------|---------------------|
|                                          | year t+1                       | year t+2            | year t+3            |
| Lowest (-)                               | -0.006<br>(-0.20)              | 0.010<br>(0.48)     | -0.037<br>(-1.33)   |
| 2                                        | -0.021<br>(-0.88)              | -0.022<br>(-0.85)   | 0.004<br>(0.15)     |
| 3                                        | -0.003<br>(-0.11)              | -0.012<br>(-0.46)   | -0.096<br>(-2.52)** |
| 4                                        | -0.010<br>(-0.41)              | 0.001<br>(0.02)     | -0.068<br>(-1.87)*  |
| 5                                        | -0.008<br>(-0.40)              | -0.035<br>(-1.76)*  | -0.022<br>(-0.80)   |
| 6                                        | -0.043<br>(-1.98)*             | -0.021<br>(-0.91)   | 0.022<br>(0.92)     |
| 7                                        | -0.047<br>(-1.66)              | -0.052<br>(-2.15)** | 0.001<br>(0.05)     |
| 8                                        | -0.032<br>(-1.36)              | -0.063<br>(1.82)*   | -0.061<br>(-2.67)** |
| 9                                        | -0.019<br>(-0.64)              | -0.063<br>(-2.43)*  | -0.078<br>(-2.59)** |
| Highest (+)                              | -0.097<br>(-2.90)**            | -0.032<br>(-1.11)   | 0.008<br>(0.29)     |
| Hedge                                    | 0.090<br>(1.92)*               | 0.041<br>(1.26)     | -0.045<br>(-0.87)   |
| N                                        | 3,819                          | 3,477               | 3,124               |

\* significant at the 0.10 level (2-tailed)

\*\* significant at the 0.05 level (2-tailed)

อยู่ที่ 0.010 และมีแนวโน้มลดลงไปเรื่อย ๆ จนถึงพอร์ตที่ 10 ซึ่งมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ -0.032 สำหรับผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยล่วงหน้าในปีที่ 3 นั้น ไม่มีแนวโน้มชัดเจน

สำหรับผลการทดสอบ One-sample t-test สามารถดูได้จากค่า t-test ในวงเล็บ หรือเครื่องหมายดอกจัน โดยพบว่าผลตอบแทนเกินปกติส่วนใหญ่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ และพอร์ตที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญเกือบทั้งหมดมีทิศทางของผลตอบแทนเกินปกติด้านลบ นอกจากนี้พอร์ตที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญสำหรับที่ 1 และ 2 ยังกระจุกตัวกันอยู่ที่พอร์ตที่มีรายการคงค้างไม่ปกติสูง กล่าวคือ ในปีที่ 1 มีพอร์ตที่ 6 และ 10 ที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ และในปีที่ 2 มีพอร์ตที่ 5, 7, 8 และ 9 ที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนในปีที่ 3 นั้นพอร์ตที่แตกต่างจากศูนย์นั้นกระจายตัวอยู่ทั่วไป ผลการทดสอบข้างต้นสอดคล้องกับที่คาดการณ์ไว้ กล่าวคือ หากตลาดไม่มีประสิทธิภาพแล้ว นักลงทุนจะสามารถตรวจพบการตกแต่งกำไรได้ ทำให้ราคาหุ้นที่มีรายการคงค้างไม่ปกติสูงจะสูงกว่าปกติ ทำให้ผลตอบแทนเกินปกติต่ำ และราคาหุ้นที่มีรายการคงค้างไม่ปกติต่ำจะต่ำกว่าปกติ ทำให้ผลตอบแทนเกินปกติสูง จากการทดสอบข้างต้นพบว่าลักษณะแนวโน้มดังกล่าวเกิดขึ้นในปีที่ 1 และ 2 ส่วนในปีที่ 3 นั้นสามารถอธิบายได้ว่า เมื่อตัวเลขกำไรได้เปิดเผยออกมา นักลงทุนจะทราบว่ากำไรไม่ได้มีเสถียรภาพตามที่ตนเองคิดไว้ ตลาดจึงเริ่มปรับราคาของหุ้นให้ถูกต้อง ส่งผลให้รูปแบบของผลตอบแทนเกินปกติที่อิงกับรายการคงค้างไม่ปกติหายไปนั่นเอง

เมื่อวิเคราะห์ต่อมาถึงกลยุทธ์การลงทุนด้วยการซื้อหุ้นที่มีรายการคงค้างต่ำและขายหุ้นที่มีรายการคงค้างสูง ซึ่งในที่นี้จะใช้วิธีการสร้างพอร์ตใหม่ (Hedge Portfolio) ด้วยการซื้อหุ้นในพอร์ตที่ 1 และขายหุ้นในพอร์ตที่ 10 พบว่าสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ 0.090 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความมั่นใจ 10% (หรือค่า t-test เท่ากับ 1.93) ในปีที่ 1 สำหรับในปีที่ 2 นั้นพบว่าผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยมีค่าเป็นบวกอยู่ที่ 0.041 แต่ไม่มี

นัยสำคัญทางสถิติ และในปีที่ 3 ผลตอบแทนเกินปกติกลับมีค่าเป็นลบที่  $-0.045$  และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการทดสอบดังกล่าวเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการวิเคราะห์ก่อนหน้านี้ กล่าวคือในปีแรก ตลาดจะยังไม่สามารถตรวจพบการตกแต่งกำไรได้ ทำให้สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ สำหรับในปีที่สองนั้นผลตอบแทนเกินปกติมีค่าเป็นบวก แต่มีจำนวนลดลง และไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าที่ผลตอบแทนเกินปกติลดลงเนื่องจากนักลงทุนได้ข้อมูลเพิ่มเติมจากตัวเลขกำไรที่ประกาศออกมา ทำให้โอกาสในการสร้างผลตอบแทนเกินปกติลดลง และสำหรับในปีที่สามนั้น ผลตอบแทนเกินปกติมีค่าเป็นลบ และไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากนักลงทุนได้รับข้อมูลเพิ่มเติมจึงรู้ถึงการตกแต่งกำไร ตลาดจึงได้ปรับราคาให้เหมาะสม ซึ่งจะเป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับก่อนหน้านี้

เมื่อพิจารณาผลโดยรวมแล้วพบว่าสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้จากกลยุทธ์การลงทุนด้วยรายการคงค้างไม่ปกติ ทำให้เห็นได้ว่าตลาดขาดประสิทธิภาพในการพิจารณาข้อมูลทางบัญชี ซึ่งในที่นี้คือรายการคงค้างไม่ปกติ ทำให้เห็นได้ว่านักลงทุนมีแนวโน้มที่จะพิจารณาแต่ตัวเลขกำไร โดยที่ไม่ได้พิจารณาส่วนประกอบของกำไร ผลให้นักลงทุนไม่สามารถรับรู้ได้ว่าผู้บริหารตกแต่งกำไรหรือไม่ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Xie (2001) และ Subattarakul (2012)

## สรุปผลการศึกษา

จากการศึกษากลยุทธ์การลงทุนด้วยรายการคงค้างไม่ปกติ (Abnormal Accruals) ด้วยข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยไม่รวมบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน และบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอต่อการทดสอบ รวมทั้งสิ้นจำนวน 3,971 ตัวอย่าง ครอบคลุมช่วงเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2535–2555 โดยใช้วิธีการทดสอบ One-Sample t-test แบบสองหาง พบว่าสามารถทำกำไร

เกินปกติ (Abnormal Returns) ที่เวลา 1 ปี หลังการสร้างพอร์ต โดยมีผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย 9% ซึ่งแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความมั่นใจ 10% สำหรับในปีที่สองนั้น มีกำไรเกินปกติเป็นบวก แต่ไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ และในปีที่สามมีกำไรเกินปกติเป็นลบ และไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ

ผลการทดสอบดังกล่าวสามารถอธิบายได้ว่า ตลาดในประเทศไทยยังไม่มีประสิทธิภาพในการพิจารณาข้อมูลทางบัญชี (ซึ่งในที่นี้คือรายการคงค้างไม่ปกติ) ทำให้เห็นได้ว่านักลงทุนมีแนวโน้มที่จะพิจารณาแต่ตัวเลขกำไร โดยที่ไม่ได้พิจารณาส่วนประกอบของกำไร ผลให้นักลงทุนไม่สามารถรับรู้ได้ว่าผู้บริหารตกแต่งกำไรหรือไม่ ทำให้บริษัทที่มีรายการคงค้างไม่ปกติมีราคาหุ้นที่สูงเกินไป และบริษัทที่มีรายการคงค้างไม่ปกติต่ำมีราคาหุ้นที่ต่ำเกินไป เกิดเป็นโอกาสให้ส่วนกลุ่มสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ในปีแรก ๆ หลังจากนั้นเมื่อตัวเลขกำไรในปีถัด ๆ มาถูกประกาศออกมาและไม่ตรงกับที่นักลงทุนประเมินไว้ ตลาดก็จะปรับราคาหุ้นให้ถูกต้องมากยิ่งขึ้น ส่งผลให้ผลตอบแทนเกินปกติของกลยุทธ์ดังกล่าวเริ่มที่จะติดลบในปีถัด ๆ มา

## ข้อจำกัดงานวิจัย

1. กลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่ของงานวิจัยอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเพียง 2 กลุ่ม คือ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มบริการ ผลของงานวิจัยนี้จึงอาจสะท้อนถึงลักษณะเฉพาะของอุตสาหกรรมทั้งสองนี้ และกระทบต่อการอนุมานประชากรโดยรวมซึ่งประกอบด้วยหลายกลุ่มอุตสาหกรรมได้
2. กลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยนี้ไม่รวมถึงบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน และบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอ การตัดบริษัทเหล่านี้ออกไปอาจทำให้ผลของงานวิจัยแตกต่างไปจากความเป็นจริงได้
3. งานวิจัยนี้คำนวณหารายการคงค้างไม่ปกติ (Abnormal Accruals) จาก Cross-sectional Jones (1991) Model ซึ่งเสนอโดย Subramanyam (1996) หากใช้ตัวแบบอื่น ๆ อาจทำให้ผลของงานวิจัยแตกต่างกัน

4. การหาค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนหุ้น (Returns) และผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal returns) ใช้วิธีค่าเฉลี่ยแบบให้น้ำหนักเท่ากัน (Equally weighted mean) หากคำนวณค่าเฉลี่ยด้วยวิธีอื่นแล้ว ผลที่ได้อาจจะแตกต่างกัน

### ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

1. ในการศึกษาครั้งต่อไป อาจจะใช้ตัวแบบในการคำนวณรายการคงค้างไม่ปกติอื่น ๆ ในการทดสอบ เช่น Modified Jones model ของ Dechow et al. (1995) เป็นต้น รวมทั้งใช้ค่าเฉลี่ยแบบถ่วงน้ำหนักตามมูลค่ากิจการ (Value-weighted Mean) เพื่อยืนยันผลที่ได้จากงานวิจัยนี้เพิ่มเติม

2. งานวิจัยชิ้นนี้ให้ความสนใจกับการตกแต่งกำไรประเภทการบริหารรายการคงค้าง (Accruals Management) งานวิจัยในอนาคตจึงควรศึกษาว่าตลาดสามารถมองการตกแต่งกำไรรูปแบบอื่น เช่น การตกแต่งกำไรโดยใช้การตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจ (Real Earnings Management) หรือการตกแต่งกำไรให้ราบเรียบ (Income Smoothing)

### เอกสารอ้างอิง

ณัฐชรินทร์ นพคุณสวัสดิ์. (2552). ‘การศึกษาคำถามสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับผลตอบแทนของหุ้น การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาด้วยตนเอง, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

Ball, R. (1972). Changes in accounting techniques and stock prices. *Journal of Accounting Research Supplement*, 10, 1–38.

Ball, R., and P. Brown. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159–177.

Collins, D. W., and P. Hribar. (2000). Earnings based and accrual-based market anomalies: One effect or two?. *Journal of Accounting and Economics*, 29 (February), 101–123.

Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70 (April), 1–21.

Degeorge, F., Patel, J., and Zuckhauser, R. (1999). Earnings management to exceed thresholds. *Journal of Business*, 72(1), 1–33.

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(4), 383–417.

Hand, J. (1994). A test of the extended functional fixedness hypothesis. *The Accounting Review*, 65, 740–763.

Healy, P. M., and Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383.

Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29 (Autumn), 193–228.

Kormendi, R., and Lipe, R. (1987). Earnings innovations, earnings persistence and stock returns. *Journal of Business*, 60, 323–345.

Pincus, M, S. Rajgopal, and M. Venkatachalam. (2007). The Accrual Anomaly: International Evidence. *The Accounting Review*, 82(1), 169–203.

Rangan, S. (1998). Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50 (October), 101–122.

- Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?. *The Accounting Review*, 71 (July), 289–315.
- Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 22 (August–December), 249–281.
- Supattarakul, S. (2012). The Earnings Persistence and the Market Pricing of Cash Flows, Normal and Abnormal Accruals: Thailand's Capital Markets. Working Paper at Thammasat Business School.
- Teoh, S. H., I. Welch, and T. J. Wong. (1998a). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 53 (December), 1935–1974.
- Teoh, S. H., I. Welch, and T. J. Wong. (1998b). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50 (October), 63–99.
- Vivattanachang, D. (2009). Implication of Accruals and Cash Flows for Future Profitability and Market Pricing: Empirical Evidence in Thailand. An Independent Study at Thammasat University.
- Wilson, P. (1987). The incremental information content of the accrual and funds components of earnings after controlling for earnings. *The Accounting Review*, 62, 293–322.
- Xie, H. (2001). The mispricing of Abnormal Accruals. *The Accounting Review*, 76 (July), 356–373.

JAP