

ความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการล้มละลาย กับคุณภาพกำไร

สัตตกมล ตันติวงไพศาล*

ดร.ศิลปพร ศรีจันทเพชร**

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการล้มละลายกับคุณภาพกำไรโดยใช้ข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 1,742 ตัวอย่าง ในช่วงปี พ.ศ. 2552-2556 ผู้วิจัยเลือกใช้แบบจำลอง Altman's Z-Score Model ในการพยากรณ์โอกาสในการล้มละลายและใช้ค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองต่อกำไรเพื่อวัดคุณภาพกำไรในมุมมองของการใช้ข้อมูลกำไรที่มีผลต่อการตอบสนองของตลาด ผลการศึกษพบว่าโอกาสในการล้มละลายมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับคุณภาพกำไรในมุมมองของการใช้ข้อมูลกำไรที่มีผลต่อการตอบสนองของตลาด หมายถึง บริษัทที่มีโอกาสในการล้มละลายสูงจะมีคุณภาพกำไรที่ต่ำ โดยสาเหตุของความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการล้มละลายกับการตอบสนองต่อกำไรของนักลงทุนนั้น อาจเกิดจากภาวะวิกฤติทางเศรษฐกิจทำให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่มีต่อข้อมูลกำไรลดลง และส่งผลให้ข้อมูลกำไรมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ลดลง

คำสำคัญ: โอกาสในการล้มละลาย คุณภาพกำไร การตอบสนองต่อกำไรของนักลงทุน

* บริษัท สำนักงาน อีวาย จำกัด

** ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำ ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ABSTRACT

This study examines the relationship between bankruptcy risk and earnings quality, using listed companies in the Stock Exchange of Thailand 1,742 samples over the period 2009-2013. The researcher uses Altman's Z-Score Model to predict the bankruptcy risk and uses an earnings response coefficient (ERC) as a measure of earnings quality in marketing-based dimension. The result shows that bankruptcy risk is significantly associated with earnings quality in marketing-based dimension, suggesting that firms with high bankruptcy risk have low earnings quality. A possible explanation for the relationship between bankruptcy risk and investor responsiveness to earnings is that economic crisis may decrease confidence of investors to earnings. As a result, the ability of earnings to explain the stock price is drop.

Keywords: Bankruptcy Risk, Earnings Quality, Investor Responsiveness to Earnings

บทนำ

การศึกษาในอดีตแสดงให้เห็นว่าข้อมูลบัญชีที่แสดงในงบการเงินของบริษัทเป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของผู้ใช้งบการเงิน แต่ในภาวะที่มีภาวะความเครียดทางการเงิน ซึ่งนำไปสู่โอกาสในการล้มละลายของกิจการอาจทำให้ความเชื่อมั่นในตัวเลขกำไรของนักลงทุนลดลงเนื่องจากโอกาสในการล้มละลายจะส่งผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสีย อีกทั้งยังทำให้เกิดต้นทุนทางการเงินและทางอ้อม บริษัทที่มีโอกาสในการล้มละลายจึงมีแรงจูงใจในการจัดการกับตัวเลขกำไรให้สูงกว่าการดำเนินงานที่แท้จริงเพื่อปกปิดภาวะความเครียดทางการเงิน

ทฤษฎีที่ช่วยอธิบายถึงแรงจูงใจในการจัดการตัวเลขกำไรให้สูงขึ้น คือทฤษฎีต้นทุนในการขายการ (Transaction Cost) ซึ่งอธิบายว่าบริษัทที่แสดงผลการดำเนินงานที่ไม่ดีจะมีต้นทุนในการทำรายการกับผู้มีส่วนได้เสียที่สูงกว่าผู้บริษัทที่มีผลการดำเนินงานที่ดี นอกจากนี้ทฤษฎีความคาดหวัง (Prospect theory) ที่พัฒนาขึ้นโดย Kahneman and Tversky (1979) อธิบายว่าความพึงพอใจของคนเรานั้นจะขึ้นอยู่กับความมั่งคั่งที่เพิ่มขึ้นหรือลดลง แต่จะให้น้ำหนักกับกาสูญเสียมากกว่าประโยชน์ที่ได้รับ ซึ่งสนับสนุน

ให้เห็นว่าเมื่อบริษัทประสบปัญหาทางการเงินหรือแสดงผลขาดทุน ผู้บริหารต้องการที่จะแสดงผลกำไรให้สูงขึ้นเพื่อเพิ่มความพึงพอใจของนักลงทุน ด้วยเหตุนี้จึงทำให้เห็นว่าบริษัทที่มีโอกาสในการล้มละลายสูงจะมีแนวโน้มที่จะแสดงผลกำไรที่สูงขึ้น เพื่อปกปิดภาวะความตึงเครียด ดังนั้น กำไรที่รายงานออกมานั้นจึงอาจเป็นกำไรที่ไม่สะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริง อีกทั้งการศึกษาในประเทศไทยยังมีหลักฐานพบว่า ความสามารถของข้อมูลกำไรในการอธิบายราคาหลักทรัพย์มีความสามารถลดลงหลังจากที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจในประเทศไทยปี พ.ศ. 2540 ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าภาวะความเครียดทางการเงินหรือภาวะวิกฤติเศรษฐกิจจะส่งผลให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นในคุณภาพของข้อมูลกำไรที่ลดลง

ด้วยเหตุดังกล่าวงานวิจัยชิ้นนี้จึงศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการล้มละลายกับคุณภาพกำไร โดยศึกษาคุณภาพกำไรในแง่ของการตอบสนองต่อข้อมูลกำไรของนักลงทุน เพื่อช่วยให้นักลงทุนและผู้ใช้งบการเงินสามารถประเมินคุณภาพของข้อมูลกำไรได้อย่างเหมาะสม และมีความระมัดระวังในการนำข้อมูลกำไรไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน

บททวนวรรณกรรม

งานวิจัยทางบัญชีให้ความสนใจในความสำคัญของข้อมูลกำไร โดยพบว่าข้อมูลบัญชีที่แสดงในงบการเงินของบริษัทเป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของผู้ใช้งบการเงิน โดยมีหลักฐานสนับสนุนจากงานวิจัยของ Beaver (1968) ที่ศึกษาการตอบสนองของนักลงทุนเมื่อมีการประกาศผลกำไรของบริษัทในช่วงระยะเวลารอบ ๆ วันที่มีการประกาศผลกำไร เพื่อดูว่านักลงทุนจะรับรู้ถึงประโยชน์ของข้อมูลบัญชีในงบการเงินหรือไม่ ผลการวิจัยพบว่าการประกาศกำไรของบริษัทมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ยังพบว่าปริมาณการซื้อขายในสัปดาห์ที่มีประกาศกำไรมีการเปลี่ยนแปลงมากกว่าสัปดาห์อื่น ๆ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าข้อมูลกำไรให้ข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน อีกทั้ง Ball and Brown (1968) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับราคาของหลักทรัพย์ โดยการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาประกาศกำไรสุทธิประจำปีกับตัวเลขกำไรที่ประกาศ ผลการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกำไรที่ไม่คาดหวัง ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการประกาศกำไรสุทธิประจำปีให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อตลาด โดยข้อมูลดังกล่าวจะสะท้อนอยู่ในระดับราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไป

เมื่อเกิดวิกฤติทางเศรษฐกิจทำให้ข้อมูลกำไรในงบการเงินมีความน่าเชื่อถือน้อยลง โดยงานของ Barth, Beaver and Landsman (1998) ทำการศึกษาความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของนักลงทุนฐานะทางการเงินกับงบกำไรขาดทุนเมื่อบริษัทมีความมั่นคงต่างกัน โดยพบว่าเมื่อบริษัทมีความมั่นคงทางการเงินลดลง มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นในงบแสดงฐานะทางการเงินมีความสามารถในการอธิบายราคาหุ้นมากขึ้น แต่ข้อมูลกำไรมีความสามารถในการอธิบายราคาหุ้นได้น้อยลง นอกจากนี้ งานวิจัยของ Graham, King and Bailes (2000) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการตัดสินใจของข้อมูลบัญชีและข้อมูล

กำไรในการอธิบายราคาของหลักทรัพย์ โดยศึกษาจากบริษัทในประเทศไทยในปี พ.ศ. 2540 ซึ่งเป็นปีที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจต้มยำกุ้ง และพบว่ามูลค่าตามบัญชีและข้อมูลกำไรมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์หลังจากเกิดวิกฤติเศรษฐกิจในเอเชีย Davis-Friday, Eng and Liu (2006) ที่พบว่ามูลค่าตามบัญชีมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์มากขึ้น ในขณะที่ความสามารถของข้อมูลกำไรในการอธิบายหลักทรัพย์ลดลงหลังจากเกิดวิกฤติเศรษฐกิจในเอเชีย

งานวิจัยในอดีตที่ดีนำไปถึงความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีภาวะล้มละลายกับคุณภาพกำไร เช่น Burgstahler, Jambalvo and Nolen (1989) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงในความน่าจะเป็นของการล้มละลายที่ไม่คาดหวังกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และพบว่าความสัมพันธ์ในการเปลี่ยนแปลงในความน่าจะเป็นของการล้มละลายที่ไม่คาดหวังมีประโยชน์ต่อการอธิบายผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ โดยผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงมากเมื่อบริษัทมีภาวะล้มละลายที่สูง

นอกจากนี้ Charitou, et al (2011) ได้ศึกษาคุณภาพกำไรของบริษัทที่มีสถานะทางการเงินและโอกาสในการเติบโตที่แตกต่างกัน โดยกลุ่มตัวอย่างคือบริษัทในสหรัฐอเมริกาช่วงปี ค.ศ. 1990–2004 ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีภาวะความเครียดทางการเงินจะมีการรับรู้ข่าวร้ายที่ไม่ทันเวลาและมีการรับรู้ข่าวดีในระดับที่สูง อีกทั้งยังมีการจัดการกำไรให้บรรลุเป้าหมายมากกว่าบริษัทที่ไม่ประสบภาวะความเครียดทางการเงิน และ Li Feng, et al (2014) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับสถานะทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีนช่วงปี ค.ศ. 2005–2007 โดยจากการศึกษาพบว่าคุณลักษณะของคุณภาพกำไรในด้านของรายการคงค้าง ความสามารถในการคาดการณ์ และความสม่ำเสมอในแนวโน้มของกำไรมีความแตกต่างกันระหว่างบริษัทที่มีการดำเนินงานตามปกติกับบริษัทที่มีโอกาสล้มละลาย โดยบริษัทที่มีการดำเนินงานปกติจะมีคุณภาพกำไรที่ดีกว่า

งานวิจัยในประเทศไทยของ ภัสรา พิริยมานันท์ (2554) ยังพบว่าบริษัทที่ประสบภาวะความเครียดทางการเงิน ซึ่งหมายถึงบริษัทที่อยู่ระหว่างการปรับโครงสร้างหนี้และบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานติดลบ จะมีคุณภาพกำไรต่ำ เนื่องจากผู้บริหารจะใช้ดุลยพินิจในการทำให้ผลการดำเนินงานหรือกำไรของบริษัทเป็นไปในทิศทางที่ผู้บริหารต้องการ มากกว่าบริษัทที่ไม่ประสบภาวะความเครียดทางการเงิน

วิธีการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการล้มละลายกับคุณภาพกำไรในแง่ของการตอบสนองต่อกำไรของนักลงทุน โดยกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2552–2556 รวมระยะเวลา 5 ปี จำนวนบริษัททั้งสิ้น 431 บริษัท โดยใช้บริษัทในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม แต่ไม่รวมบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูกิจการดำเนินงาน บริษัทในกลุ่มธุรกิจธนาคาร สถาบันการเงิน บริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ และบริษัทประกันภัยและประกันชีวิต อีกทั้งผู้วิจัยยังตัดบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนออกจากกลุ่มตัวอย่าง

ผู้วิจัยเลือกใช้ตัวแบบในการพยากรณ์โอกาสในการล้มละลายของบริษัทจากแบบจำลอง Altman's Z-Score Model ที่พัฒนาโดย Altman (1968) ซึ่งตัวแบบในการพยากรณ์โอกาสในการล้มละลายของบริษัทแสดงได้ดังนี้

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1.0X_5$$

โดย

X_1 = อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม

X_2 = อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม

X_3 = อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีต่อสินทรัพย์

X_4 = อัตราส่วนมูลค่าตลาดของหุ้นต่อมูลค่าตามบัญชีหรือหนี้สินรวม

X_5 = อัตราส่วนรายได้ต่อสินทรัพย์รวม

เมื่อคำนวณแล้วจะได้ค่า Z และใช้เกณฑ์ในการจำแนกประเภท (Cut-off Points)

ตารางที่ 1 เกณฑ์ที่ใช้ในการจำแนกประเภท (Cut-off Points)

Distress Zone	Gray Zone	Safe Zone
$Z < 1.81$	$1.81 \leq Z < 2.99$	$Z > 2.99$

โดย

Distress Zone หมายถึง มีความเป็นไปได้สูงมากที่บริษัทจะล้มละลาย

Gray Zone หมายถึง บริษัทอาจจะล้มละลายหรือไม่ล้มละลายก็ได้

Safe Zone หมายถึง มีความเป็นไปได้น้อยมากที่บริษัทจะล้มละลาย

จากการตั้งสมมติฐานที่ใช้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการล้มละลายกับคุณภาพกำไรในแง่ของการตอบสนองต่อข้อมูลกำไรของนักลงทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถวัดได้จาก Earnings Response Coefficient (ERC) โดยผู้วิจัยได้นำวิธีการของ Wang (2006), Warfield, Wild and Wild (1995) และ Francis, Schipper and Vincent (2005) ซึ่งแสดงเป็นสมการได้ ดังนี้

$$\begin{aligned} RET_{it} = & \beta_0 + \beta_1 NI_{it} + \beta_2 ZSCORE_{it} \times NI_{it} \\ & + \beta_3 SIZE_{it} \times NI_{it} + \beta_4 LOSS_{it} \times NI_{it} \\ & + \beta_5 MB_{it} \times NI_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

ในการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย ผู้วิจัยจะทดสอบโดยแทนค่า ZSCORE สองรูปแบบ คือ

1) การแทนค่าตัวแปร ZSCORE จากคะแนนโอกาสในการล้มละลาย Z-Score (ค่า Z-Score จะแปรผกผันกับโอกาสในการล้มละลาย)

2) การแทนค่าตัวแปร ZSCORE จากเกณฑ์ที่ใช้ในการจำแนกประเภท โดยแบ่งเป็นบริษัทที่มีความเป็นไปได้สูงมากที่จะล้มละลาย (Distress Zone) บริษัทที่อาจล้มละลาย หรือไม่ล้มละลายก็ได้ (Gray Zone) และบริษัทที่มีความเป็นไปได้น้อยมากที่จะล้มละลาย (Safe Zone) ซึ่งค่าตัวแปร ZSCORE จะเท่ากับ 0 เมื่อบริษัทมีค่า Z-Score ในกลุ่ม Non-Distress Zone และค่าตัวแปร ZSCORE จะเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทมีค่า Z-Score ในกลุ่ม Distress Zone

จากสมมติฐานงานวิจัยว่าบริษัทที่มีโอกาสในการล้มละลายสูงจะมีการตอบสนองต่อข้อมูลกำไรของนักลงทุนที่ต่ำ โดยเมื่อใช้โมเดลที่แทนค่าตัวแปร ZSCORE จากคะแนนโอกาสในการล้มละลาย Z-Score ซึ่งผู้วิจัยจึงคาดการณ์ว่าค่าสัมประสิทธิ์ จะค่าเป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ และเมื่อแทนค่าตัวแปร ZSCORE จากเกณฑ์ที่ใช้ในการจำแนกประเภทบริษัทที่ไม่ล้มละลายกับบริษัทที่ล้มละลายด้วย 0 และ 1 ผู้วิจัยจึงคาดการณ์ว่าค่าสัมประสิทธิ์จะค่าเป็นลบและมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการศึกษา

จำนวนและลักษณะของข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาวิจัยทั้งหมดจำนวน 1,742 ตัวอย่างในช่วงเวลา 5 ปี โดยการจำแนกโอกาสในการล้มละลายจากแบบจำลอง Altman's Z-Score Model ซึ่งแบ่งเป็นบริษัทที่มีความเป็นไปได้สูงมากที่จะล้มละลาย (Distress Zone) จำนวน 339 ตัวอย่าง บริษัทที่อาจล้มละลาย หรือไม่ล้มละลายก็ได้ (Gray Zone) จำนวน 425 ตัวอย่าง และบริษัทที่มีความเป็นไปได้น้อยมากที่จะล้มละลาย (Safe Zone) จำนวน 1,000 ตัวอย่าง ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 20, 23 และ 57 ตามลำดับ

ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (T-Test) ของผลตอบแทนสะสมของหุ้นระหว่างกลุ่มตัวอย่างที่มีการจำแนกประเภทโอกาสในการล้มละลายที่แตกต่างกัน ซึ่งแบ่งออกเป็น 3 กลุ่ม คือ บริษัทที่มีความเป็นไปได้สูงมากที่จะล้มละลาย (Distress Zone) บริษัทที่อาจล้มละลาย หรือไม่ล้มละลายก็ได้ (Gray Zone) และบริษัทที่มีความเป็นไปได้น้อยมากที่จะล้มละลาย (Safe Zone) จากการทดสอบพบว่าบริษัทที่มีโอกาสในการล้มละลายต่ำ (Safe Zone) จะมีค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนสะสมของหุ้นสูงกว่าบริษัทที่มีโอกาสในการล้มละลายสูง (Distress Zone) บริษัทที่มีโอกาสในการล้มละลายสูง (Distress Zone) จะมีค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนสะสมของหุ้นต่ำกว่าบริษัทที่อาจล้มละลายหรือไม่ล้มละลายก็ได้ (Gray Zone) แต่ไม่พบความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีโอกาสในการล้มละลายต่ำ (Safe Zone) กับกลุ่มบริษัทที่อาจล้มละลายหรือไม่ล้มละลายก็ได้ (Gray Zone) ดังนั้น ผู้วิจัยจึงได้รวมกลุ่ม Safe Zone และ Gray Zone เป็นกลุ่มเดียวกัน และรวมเรียกว่ากลุ่ม Non-Distress Zone และนำกลุ่มดังกล่าวมาทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่ม Distress Zone และ Non-Distress Zone ซึ่งพบว่าบริษัทที่มีโอกาสในการล้มละลายต่ำ (Non-Distress Zone) มีค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนสะสมของหุ้นสูงกว่าบริษัทที่มีโอกาสในการล้มละลายสูง (Distress Zone)

ผลการทดสอบสมมติฐานแบบที่ 1: การแทนค่าตัวแปร ZSCORE จากคะแนน Z-Score แสดงได้ดังตารางที่ 2

จากตารางที่ 2 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการล้มละลายกับคุณภาพกำไรในแง่ของการตอบสนองต่อข้อมูลกำไรของนักลงทุน พบว่ากำไรของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนสะสมของหุ้น แต่ค่าสัมประสิทธิ์ ยังมีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทน หมายถึง ข้อมูลกำไรสุทธิของบริษัทมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนจากมูลค่าหุ้น แสดงให้เห็นว่ากำไรสุทธิสะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของบริษัท ซึ่งจะช่วยให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุน

สำหรับตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานการวิจัย คือ โอกาสในการล้มละลายของบริษัท ซึ่งใช้คะแนนที่คำนวณจากแบบจำลอง Z-Score Model พบว่าตัวแปรโอกาสในการล้มละลาย มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมี

นัยสำคัญกับผลตอบแทนของมูลค่าหุ้น (คะแนน Z-Score) จะแปรผกผันกับโอกาสในการล้มละลาย ซึ่งหมายถึงเมื่อบริษัทมีคะแนน Z-Score ต่ำบริษัทยิ่งมีโอกาสในการล้มละลายที่สูง) ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 จะมีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ 0.048236 กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีโอกาสในการล้มละลายที่ต่ำจะยังมีการตอบสนองต่อข้อมูลกำไรของนักลงทุนที่สูง

สำหรับตัวแปรควบคุม ซึ่งใช้ ขนาดของบริษัท ผลขาดทุน และมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตราบัญชีของหุ้น พบว่าตัวแปรควบคุมทุกตัวมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับคุณภาพกำไรที่วัดจากผลตอบแทนสะสมของหุ้น โดยขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับคุณภาพกำไรที่วัดจากผลตอบแทนสะสมของหุ้น ส่วนผลขาดทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนของมูลค่าหุ้น และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตราบัญชีของหุ้นพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของมูลค่าหุ้น

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression)

ตัวแปรตาม : RET_{it}				
ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	z	Sig.
Constant	0.108369	0.016761	6.47	0.000**
NI_{it}	0.633994	0.466811	1.36	0.174
$NI_{it} \times ZSCORE_{it}$	0.048236	0.014580	3.31	0.001**
$NI_{it} \times SIZE_{it}$	0.069167	0.030176	2.30	0.022*
$NI_{it} \times LOSS_{it}$	-2.113199	0.121030	-17.54	0.000**
$NI_{it} \times MB_{it}$	0.219703	0.026612	10.51	0.000**
จำนวนตัวอย่าง	1,742			
R^2	0.3551			
Adjusted R^2	0.3532			
Prob > Chi ²	0.0000			

** มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ของการตัดสินใจที่ปรับแล้ว (Adjusted R^2) มีค่าเท่ากับ 0.3532 ซึ่งหมายถึง ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม ซึ่งได้แก่ กำไรของบริษัท โอกาสในการล้มละลาย ขนาดของบริษัท ผลขาดทุน และอัตราส่วนมูลค่าตลาดของหุ้นต่อมูลค่าตามบัญชี สามารถอธิบายผลตอบแทนสะสมของหุ้นได้ร้อยละ 35.32

ผลการทดสอบสมมติฐานแบบที่ 2: การแทนค่าตัวแปร ZSCORE ด้วยค่า 0 และ 1 จากเกณฑ์ที่ใช้ในการจำแนกประเภท หากบริษัทมีคะแนนที่คำนวณจาก Altman's Z-Score Model ตกอยู่ในกลุ่ม Safe Zone และ Gray Zone จะแทนค่า ZSCORE เท่ากับ 0 หากมีคะแนนตกอยู่ในกลุ่ม Distress Zone จะแทนค่าเท่ากับ 1 ซึ่งผลการทดสอบแสดงได้ดังตาราง

จากตารางที่ 3 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการล้มละลายกับคุณภาพกำไรในแง่ของการตอบสนองต่อข้อมูลกำไรของนักลงทุน พบว่ากำไร

ของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนสะสมของหุ้น ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 หมายถึงข้อมูลกำไรสุทธิของบริษัทมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนจากมูลค่าหุ้นได้ 95% และในแง่ของกำไรสุทธิของบริษัทสะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของบริษัทซึ่งจะช่วยให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุน

สำหรับตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานการวิจัย คือ โอกาสในการล้มละลายของบริษัท ซึ่งแทนค่าตัวแปร ZSCORE ด้วย 0 และ 1 พบว่าโอกาสในการล้มละลายมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนของมูลค่าหุ้น ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 และมีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ -0.600921 กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีโอกาสในการล้มละลายที่สูงจะยิ่งมีการตอบสนองต่อข้อมูลกำไรสุทธิของนักลงทุนที่ต่ำ ซึ่งสะท้อนว่ายิ่งบริษัทมีโอกาสในการล้มละลายที่สูงกว่าจะมีคุณภาพกำไรที่ต่ำกว่า

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression)

ตัวแปรตาม : RET_{it}				
ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	z	Sig.
Constant	0.117521	0.016583	7.09	0.000**
NI_{it}	0.967320	0.460995	2.10	0.036*
$NI_{it} \times ZSCORE_{it}$	-0.600921	0.145205	-4.14	0.000**
$NI_{it} \times SIZE_{it}$	0.071679	0.030187	2.34	0.019*
$NI_{it} \times LOSS_{it}$	-0.85758	0.155637	-11.81	0.000**
$NI_{it} \times MB_{it}$	0.237115	0.025141	9.43	0.000**
จำนวนตัวอย่าง	1,742			
R^2	0.3638			
Adjusted R^2	0.3620			
Prob > Chi ²	0.00002			

** มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

สำหรับตัวแปรควบคุม ซึ่งได้แก่ ขนาดของบริษัท ผลขาดทุน และมูลค่าตลาดของหุ้นต่อมูลค่าตามบัญชีของบริษัท พบว่าตัวแปรควบคุมทุกตัวมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับคุณภาพกำไรที่วัดจากผลตอบแทนสะสมของหุ้น โดยขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคุณภาพกำไรที่วัดจากผลตอบแทนสะสมของหุ้น ส่วนผลขาดทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนของมูลค่าหุ้น และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของหุ้น พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของมูลค่าหุ้น

จากการทดสอบสมมติฐานการวิจัยทั้งการแทนค่า ZSCORE ด้วยคะแนนโอกาสในการล้มละลาย และการแทนค่าจากการจำแนกกลุ่มและแทนค่าด้วย 0 และ 1 ทั้งสองวิธีให้ผลการวิจัยที่สอดคล้องกัน นั่นคือ เมื่อบริษัทมีโอกาสในการล้มละลายที่สูง จะยิ่งทำให้คุณภาพกำไรในแง่ของการตอบสนองต่อข้อมูลกำไรของนักลงทุนต่ำลง ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ผู้วิจัยได้ตั้งไว้ ซึ่งสาเหตุอาจเป็นเพราะเมื่อนักลงทุนมีการประเมินแล้วว่าบริษัทมีแนวโน้มที่จะล้มละลายสูง จึงมีความเชื่อมั่นในข้อมูลกำไรที่ลดลง ส่งผลให้ไม่ใช้ข้อมูลกำไรในการประเมินราคาหลักทรัพย์หรือตัดสินใจลงทุน ทำให้ความสอดคล้องของข้อมูลกำไรกับผลตอบแทนของมูลค่าหุ้นอยู่ในระดับต่ำ

อภิปรายและสรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการล้มละลายกับคุณภาพกำไรในแง่ของการตอบสนองต่อข้อมูลกำไรของนักลงทุน โดยตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย ตัวแปรตาม คือ คุณภาพกำไรในแง่ของการตอบสนองต่อข้อมูลกำไรของนักลงทุน ซึ่งวัดจากผลตอบแทนสะสมของหุ้น ส่วนตัวแปรอิสระประกอบด้วย กำไรสุทธิของบริษัท และโอกาสในการล้มละลาย ซึ่งใช้คะแนนที่คำนวณจากแบบจำลอง Z-score Model สำหรับตัวแปรควบคุมประกอบด้วย ขนาดของบริษัท ผลขาดทุนและอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของหุ้น

เนื่องจากความหมายของคุณภาพกำไรในงานวิจัยนี้หมายถึงกำไรที่สามารถให้ข้อมูลที่สะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของบริษัท ซึ่งเป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์และเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของนักลงทุนหรือผู้ใช้งบการเงิน ดังนั้น ผู้วิจัยจึงได้เลือกการวัดคุณภาพจากการตอบสนองของตลาด (Market-Based) หรือการตอบสนองต่อข้อมูลกำไรของนักลงทุนซึ่งใช้โมเดลในการวัดความสัมพันธ์ตามงานวิจัยของ Wang (2006), Wang, Wu, Wild, and Wild (1995) และ Francis, Schipper, and Vincent (2005) สำหรับการคำนวณหาโอกาสในการล้มละลายของบริษัท ใช้แบบจำลอง Altman's Z-Score Model เนื่องจากเป็นแบบจำลองที่ได้รับการนิยามและใช้อย่างแพร่หลายในงานวิจัยทั้งไทยและต่างประเทศ อีกทั้งการศึกษาในประเทศไทยยังพบว่าแบบจำลองดังกล่าวมีความแม่นยำในการพยากรณ์โอกาสในการล้มละลายได้ค่อนข้างสูง

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการล้มละลายกับคุณภาพกำไรในแง่ของการตอบสนองต่อข้อมูลกำไรของนักลงทุน พบว่าโอกาสในการล้มละลายมีความสัมพันธ์กับคุณภาพกำไรในแง่ของการตอบสนองต่อข้อมูลกำไรของนักลงทุน เมื่อบริษัทมีโอกาสในการล้มละลายที่สูง จะยิ่งมีผลตอบแทนของมูลค่าหุ้นในระดับต่ำ หรือหมายถึงข้อมูลกำไรของบริษัทเป็นกำไรที่มีคุณภาพต่ำนั่นเอง ซึ่งผลการวิจัยนี้เป็นไปตามที่ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานไว้ อีกทั้งผลงานวิจัยยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Burgstahler, Jambalvo and Noreen (1989) โดยสาเหตุที่มีความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการล้มละลายกับการตอบสนองของนักลงทุนนั้น อาจเกิดจากนักลงทุนจะให้ความสำคัญกับเรื่องการดำเนินงานต่อเนื่องของบริษัท แต่เมื่อเกิดภาวะวิกฤตทางเศรษฐกิจอาจทำให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่มีต่อข้อมูลกำไรลดลง และส่งผลให้ข้อมูลกำไรความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ลดลง (Graham, King and Bailes, 2000 ; Davis-Friday, Eng and Liu, 2006) ซึ่งความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทก็ถือเป็นเหตุการณ์

หนึ่งที่มีผลกระทบต่อการดำเนินงานตามปกติของบริษัทและเป็นความเสี่ยงที่นักลงทุนให้ความสนใจ ดังนั้น เมื่อนักลงทุนประเมินว่าบริษัทมีแนวโน้มในการล้มละลายที่ค่อนข้างสูง จึงทำให้มีการตอบสนองต่อข้อมูลกำไรในระดับที่ต่ำลง

นอกจากนี้ในส่วนของตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของบริษัท ผลขาดทุน และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของหุ้น พบว่าตัวแปรควบคุมทั้งหมดมีความสัมพันธ์กับคุณภาพกำไรที่วัดจากผลตอบแทนของมูลค่าหุ้น โดยขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคุณภาพกำไรที่วัดจากผลตอบแทนของมูลค่าหุ้น ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเมื่อบริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้นจะทำให้ผลตอบแทนของมูลค่าหุ้นสูงขึ้น ส่วนผลขาดทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนของมูลค่าหุ้นและอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของหุ้น พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของมูลค่าหุ้น เนื่องจากอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของหุ้นเป็นสัดส่วนที่สะท้อนถึงการเติบโตของบริษัท ดังนั้นเมื่อบริษัทมีโอกาสในการเติบโตที่สูงขึ้น จึงอาจทำให้นักลงทุนยินดีที่จะซื้อในราคาที่สูงขึ้นทำให้ผลตอบแทนของมูลค่าหุ้นสูงขึ้น

ผลของงานวิจัยชิ้นนี้จึงช่วยให้ผู้ใช้การเงินมีความเข้าใจความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการล้มละลายและการตอบสนองต่อข้อมูลกำไรของนักลงทุน ซึ่งทำให้สามารถประเมินคุณภาพของข้อมูลกำไรของบริษัทที่มีโอกาสในการล้มละลายที่สูงได้อย่างเหมาะสม และมีความระมัดระวังในการนำข้อมูลกำไรไปประกอบการตัดสินใจลงทุน

เอกสารอ้างอิง

- ภัสรา พิริยมนันท์. (2554). ความสัมพันธ์ระหว่างความผิดปกติของการเงินกับคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ภาควิชาการบัญชี วิทยาลัยนานาชาติ, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23 (4), 589-609.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 159-178.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (1998). Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health. *Journal of Accounting and Economics*, 25(1), 1-34.
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of accounting research*, 67-92.
- Burgstahler, D., Jiambalvo, J., & Noreen, E. (1989). Changes in the probability of bankruptcy and equity value. *Journal of Accounting and Economics*, 11 (2), 207-224.
- Charitou, A., Lambertides, N., & Trigeorgis, L. (2011). Distress risk, growth and earnings quality. *Abacus*, 47(2), 158-181.
- Davis-Friday, P. Y., Eng, L. L., & Liu, C. S. (2006). The effects of the Asian crisis, corporate governance and accounting system on the valuation of book value and earnings. *The International Journal of Accounting*, 41 (1), 22-40.

- Francis, J., Schipper, K., & Vincent, L. (2005). Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of accounting and economics*, 39 (2), 329–360.
- Graham, R., King, R., & Bailes, J. (2000). The value relevance of accounting information during a financial crisis: Thailand and the 1997 decline in the value of the baht. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 11 (2), 84–107.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 263–291.
- Li, F., Abeysekera, I., & Ma, S. (2014). The effect of financial status on earnings quality of Chinese listed firms. *Journal of Asia-Pacific Business*, 15 (1), 4–26.
- Liu, J. and J. Thomas. (2000). Stock Returns and Accounting Earnings. *Journal of Accounting Research*, 38 (1), 71–101.
- Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research*, 44 (3), 619–656.
- Warfield, T. D., Wild, J. L., & Wild, K. L. (1995). Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of accounting and economics*, 20 (1), 61–91.

JAP