

หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่าง คุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุนของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 4 มกราคม 2569

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 16 กุมภาพันธ์ 2569

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 20 กุมภาพันธ์ 2569

จิตาภา จิระนันท์กะ

ผู้ช่วยผู้ตรวจสอบบัญชี

บริษัท ไพร์ซวอเตอร์เฮาส์คูเปอร์ส เอพีแอส จำกัด

ดร.วรรณิ เตโชโยธิน

ดร.สมชาย สุภัทรกุล*

รองศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

(* ผู้ประสานงานหลัก)

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้แสดงหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2567 งานวิจัยในอดีตพบว่าคุณภาพข้อมูลบัญชีเป็นคุณลักษณะที่มีอิทธิพลต่อประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัท ซึ่งเป็นผลจากความไม่สมมาตรของข้อมูล งานวิจัยนี้จึงทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุน ผลการศึกษาพบว่าคุณภาพข้อมูลบัญชีมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับประสิทธิภาพการลงทุนเฉพาะกลุ่มบริษัทที่มีการลงทุนที่สูงเกินไป แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุนสำหรับกลุ่มบริษัทที่มีการลงทุนที่ต่ำเกินไป

คำสำคัญ: คุณภาพข้อมูลบัญชี รายการคงค้าง ประสิทธิภาพการลงทุน

Empirical Evidence on the Relationship between Accounting Quality and Investment Efficiency of Thai Listed Companies

Received: January 4, 2026

Revised: February 16, 2026

Accepted: February 20, 2026

Jidapa Jivanantaka

Audit Associate,
PricewaterhouseCoopers ABAS Ltd.

Dr. Wannee Taechoyotin

Dr. Somchai Supattarakul*

Associate Professor of Department of Accounting,
Thammasat Business School, Thammasat University

(* Corresponding Author)

ABSTRACT

This study provides empirical evidence on the relationship between accounting quality and investment efficiency of Thai listed companies during the period from 2020 to 2024. Prior research finds that accounting quality influences investment efficiency as a consequence of information asymmetry. Therefore, this study examines the relationship between accounting quality and investment efficiency. This study finds that accounting quality is positively associated with investment efficiency for over-investment firms and finds no significant association between accounting quality and investment efficiency for under-investment firms.

Keywords: Accounting Quality, Accruals, Investment Efficiency

1. บทนำ

งานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับคุณภาพข้อมูลบัญชีกับปัจจัยตลาดทุนมีเป็นจำนวนมาก เช่น ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและผลตอบแทนของหลักทรัพย์หรือราคาหลักทรัพย์ เป็นต้น แต่งานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและการลงทุนของบริษัทมีค่อนข้างจำกัด และผลงานวิจัยไม่ไปในทิศทางเดียวกัน จึงทำให้ความเข้าใจในเรื่องดังกล่าวยังจำกัด

งานวิจัยในอดีต อาทิ Biddle & Hilary (2006) และ Biddle et al. (2009) พบว่า คุณภาพข้อมูลบัญชีส่งผลให้เกิดประสิทธิภาพการลงทุนผ่านการลดความไม่มีประสิทธิภาพการลงทุน ทั้งกรณีของกลุ่มบริษัทที่มีการลงทุนสูงเกินไป (Over-investment) และกลุ่มบริษัทที่มีการลงทุนต่ำเกินไป (Under-investment) สำหรับ 34 ประเทศทั่วโลก ในขณะที่งานวิจัยของ Houcine (2017) พบว่า คุณภาพข้อมูลบัญชีไม่สามารถช่วยเพิ่มความมีประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัทในประเทศตูนิเซีย ซึ่งเป็นตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) ได้ และ Harymawan (2021) พบว่า คุณภาพข้อมูลบัญชีช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการลงทุนโดยช่วยลดปัญหาการลงทุนที่สูงเกินไป แต่กลับไม่สามารถแก้ไขปัญหาการลงทุนที่ต่ำเกินไปได้สำหรับบริษัทในประเทศอินโดนีเซีย ซึ่งเป็นตลาดเกิดใหม่เช่นกัน

ด้วยเหตุที่ผลงานวิจัยสำหรับตลาดเกิดใหม่แตกต่างจากตลาดที่พัฒนาแล้วจึงเป็นแรงจูงใจของการศึกษานี้ที่มุ่งแสดงหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากยังไม่มีงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวสำหรับประเทศไทย และประเทศไทยเป็นหนึ่งในตลาดเกิดใหม่ในกลุ่มประเทศแถบเอเชีย ซึ่งมีโอกาสเติบโตทางเศรษฐกิจสูงและเป็นที่สนใจของนักลงทุน ส่งผลให้มีเงินทุนหมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจจำนวนมาก อ้างอิงจากข้อมูลสถิติของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ในปี พ.ศ. 2564 ตลาดหุ้นไทยมีจำนวนบัญชีที่เปิดซื้อขายหลักทรัพย์และจำนวนนักลงทุนเพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดดโดยจำนวนนักลงทุนเพิ่มขึ้นกว่า 3 ล้านรายหรือเพิ่มขึ้นร้อยละ 31 ซึ่งมากกว่า 2.8 เท่าของการเพิ่มขึ้นในปี พ.ศ. 2563 หรือมากกว่าจำนวนนักลงทุนทั้งหมดที่เพิ่มขึ้นในช่วง 5 ปีก่อนหน้า (The Stock Exchange of Thailand, 2022) ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงสามารถระดมเงินทุนจากนักลงทุนที่หลากหลายได้อย่างต่อเนื่อง แต่มีข้อกำหนดให้บริษัทต้องมีการเปิดเผยงบการเงินที่มีคุณภาพเพื่อช่วยให้นักลงทุนทราบถึงผลการดำเนินงาน เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อาจได้รับแรงกดดันจากตลาดที่มากกว่าบริษัทเอกชน บริษัทจึงมีแนวโน้มสูงในการใช้ประโยชน์จากการมีอยู่ของความไม่สมมาตรของข้อมูลในตลาดเพื่อเอาเปรียบผลประโยชน์ของนักลงทุนผ่านการลงทุนอย่างไม่มีประสิทธิภาพด้วยการลงทุนให้สูงเกินไปหรือต่ำเกินไป

งานวิจัยนี้เล็งวัดคุณภาพข้อมูลบัญชีด้วยค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างจากดุลยพินิจของผู้บริหารจากแบบจำลอง The Modified Jones with ROA Model ของ Kothari et al. (2005) และวัดประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัทด้วยค่าความคลาดเคลื่อนจากแบบจำลองของ Biddle et al. (2009) ซึ่งแสดงถึงความเบี่ยงเบนของระดับการลงทุนที่แท้จริงของบริษัทจากระดับที่คาดการณ์ไว้ โดยค่าความคลาดเคลื่อนที่เป็นบวก (ลบ) จะถือว่า เป็นกลุ่มบริษัทที่มีการลงทุนที่สูง (ต่ำ) เกินไป

กลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยนี้คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2567 จำนวน 482 บริษัท คิดเป็นจำนวนทั้งสิ้น 2,406 กลุ่มตัวอย่าง

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณพบว่า คุณภาพข้อมูลบัญชีมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับประสิทธิภาพการลงทุนเฉพาะกลุ่มบริษัทที่มีการลงทุนที่สูงเกินไปแสดงว่า คุณภาพข้อมูลบัญชีที่สูงขึ้นส่งผลให้การลงทุนที่สูงเกินไปลดลง อย่างไรก็ตามไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวสำหรับกลุ่มบริษัทที่มีการลงทุนที่ต่ำเกินไป

หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุน ของบริษัทยกจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

งานวิจัยนี้เติมเต็มช่องว่างของงานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุน โดยแสดงหลักฐานเชิงประจักษ์สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งถือเป็นตลาดเกิดใหม่ การเติมเต็มดังกล่าวจะช่วยให้เกิดความเข้าใจมากขึ้นเกี่ยวกับผลของคุณภาพงบการเงินต่อประสิทธิภาพการลงทุน ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อบริษัทและหน่วยงานกำกับ เช่น สภาวิชาชีพบัญชี ตลาดหลักทรัพย์ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น

ส่วนที่ 2 ทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีต ส่วนที่ 3 อธิบายระเบียบวิธีวิจัย ซึ่งครอบคลุมกลุ่มตัวอย่างและแบบจำลองที่ใช้ในการทดสอบเชิงประจักษ์ ส่วนที่ 4 รายงานหลักฐานเชิงประจักษ์ และส่วนที่ 5 เป็นบทสรุปของงานวิจัยนี้

2. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีต

2.1 คุณภาพข้อมูลบัญชี

การประเมินคุณภาพข้อมูลบัญชีสามารถทำได้ในหลากหลายแง่มุมด้วยแนวทางที่แตกต่างกัน เนื่องจากยังไม่มีแนวทางการประเมินคุณภาพข้อมูลบัญชีที่ยอมรับให้เป็นแนวทางที่เหมาะสมที่สุด (Dechow et al., 2010) ส่วนหนึ่งเป็นเพราะผู้ใช้งบการเงินแต่ละกลุ่มมีความแตกต่างกัน การรับรู้ถึงคุณภาพในบริบทเดียวกันจึงแตกต่างกันไปในแต่ละกลุ่ม รวมถึงผู้ใช้ในกลุ่มเดียวกันอาจรับรู้ประโยชน์ของข้อมูลต่อการตัดสินใจแตกต่างกันด้วยเช่นกัน ในอดีตนักวิจัยจำนวนมากเลือกที่จะประเมินคุณภาพข้อมูลบัญชีด้วยวิธีทางอ้อมผ่านคุณลักษณะที่มีอิทธิพลต่อคุณภาพข้อมูลบัญชี โดย Beest et al. (2009) ได้อธิบายแนวทางการประเมินคุณภาพข้อมูลบัญชีที่นิยมใช้อย่างแพร่ ได้แก่ วิธีรายการคงค้าง

Watcharachaitalosot (2006) อธิบายว่า วิธีรายการคงค้างเป็นวิธีการประเมินคุณภาพข้อมูลบัญชีที่ให้ความสำคัญกับการประเมินคุณภาพกำไรด้วยการประเมินในขอบเขตของการตกแต่งกำไร เนื่องจากการตกแต่งกำไรถูกสันนิษฐานว่าส่งผลกระทบต่อคุณภาพข้อมูลบัญชีผ่านการลดความมีประโยชน์ในการตัดสินใจ รวมถึงรายการคงค้างมีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของนักลงทุน เนื่องจากผู้บริหารอาจสื่อสารข้อมูลภายในบริษัทผ่านรายการคงค้างเพื่อแสดงถึงความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการ หรือแม้กระทั่งใช้ประโยชน์จากรายการคงค้างเพื่อบิดเบือนข้อเท็จจริงและทำให้นักลงทุนตัดสินใจผิดพลาด โดยตัวแปรสำคัญที่ใช้ในการประเมินคุณภาพกำไรและระดับการตกแต่งกำไรคือ รายการคงค้างจากดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals) หรือรายการคงค้างเกินปกติ (Abnormal Accruals) ซึ่งเป็นข้อผิดพลาดและการบิดเบือนโดยตั้งใจจากการที่มาตรฐานการบัญชีเปิดโอกาสให้ผู้บริหารสามารถใช้ดุลยพินิจในการตัดสินใจเลือกใช้นโยบายบัญชีและประมาณการทางบัญชี ซึ่งแตกต่างจากรายการคงค้างอีกประเภทหนึ่งซึ่งเรียกว่า รายการคงค้างไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Non-discretionary Accruals) หรือรายการคงค้างปกติ (Normal Accruals) เนื่องจากรายการคงค้างประเภทนี้จะเกิดขึ้นจากการดำเนินธุรกิจตามปกติตามสถานะเศรษฐกิจและผู้บริหารไม่สามารถควบคุมได้

คุณภาพของรายการคงค้างถือเป็นตัวแทนสำคัญของคุณภาพกำไร หากบริษัทมีรายการคงค้างเกินปกติ บริษัทจะถูกพิจารณาว่า มีคุณภาพกำไรต่ำ (Dechow et al., 2010) โดยรายการคงค้างเกินปกติเกิดจากผลต่างระหว่างรายการคงค้างทั้งหมด (Total Accruals) และรายการคงค้างปกติ ซึ่งสามารถวัดได้ผ่านแบบจำลองที่ถูกพัฒนาขึ้นในอดีต เริ่มจาก Jones Model (1991) ที่ผ่อนคลายข้อสมมติที่บอกว่า รายการคงค้างปกติมีความคงที่ จึงมีการพิจารณาถึงรายได้และมูลค่ารายการที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ เพื่อควบคุมการเปลี่ยนแปลงที่เกิดจากสถานะเศรษฐกิจ ต่อมา Dechow et al. (1995) ได้พัฒนาแบบจำลองที่ชื่อว่า The Modified Jones Model ซึ่งดัดแปลงมาจาก Jones model (1991) เพื่อลดปัญหาข้อผิดพลาดจากการจัดประเภทเป็นรายการคงค้างปกติในขณะที่ความจริงแล้วเป็นรายการคงค้างเกินปกติ โดยมีข้อสมมติว่า

ผู้บริหารสามารถตกแต่งกำไรผ่านการเปลี่ยนแปลงยอดขายเชื่อได้ด้วยการเพิ่มหรือลดการให้เครดิต ดังนั้นจึงมีการนำ การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้ามาหักออกจากรายได้ก่อนที่จะนำไปพิจารณา จากนั้น Kothari et al. (2005) มีการ พัฒนาต่อยอดเพิ่มเติมเพื่อให้การวัดคุณภาพกำไรมีประสิทธิภาพมากขึ้นผ่านการควบคุมรายการคงค้าง ซึ่งเป็นผลจาก ผลประกอบการของกิจการ แบบจำลองนี้ชื่อว่า The Modified Jones with ROA Model ซึ่งเพิ่มอัตราส่วนผลตอบแทน จากสินทรัพย์ (Return on Assets หรือ ROA) เข้าไปในสมการ

2.2 ประสิทธิภาพการลงทุน

Biddle et al. (2009) ระบุว่า ประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัทจะเกิดขึ้นเมื่อบริษัทเลือกลงทุนในโครงการ ที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value หรือ NPV) เป็นบวก ดังนั้นการที่บริษัทพลาดโอกาสการลงทุนในโครงการที่มี NPV เป็นบวกจึงถือเป็นการลงทุนที่ต่ำเกินไป (Under-investment) ซึ่งเป็นผลจากการที่นักลงทุนไม่ทราบข้อมูลการ ดำเนินงานทั้งหมดของบริษัท ส่งผลให้บริษัทมีต้นทุนเงินลงทุนสูงขึ้นและเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Verdi, 2006) ส่วนการที่บริษัทลงทุนในโครงการที่มี NPV เป็นลบจะถือเป็นการลงทุนที่สูงเกินไป (Over-investment) ซึ่งมักเกิดขึ้น เมื่อบริษัทมีแหล่งเงินทุนเพียงพอ แต่เพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว ผู้บริหารจึงไม่เลือกลงทุนในโครงการที่ดีที่สุด แต่กลับเลือก โครงการที่ให้ผลตอบแทนสูงในระยะสั้น แต่มี NPV เป็นลบ (Harymawan, 2021)

แบบจำลองในการประเมินประสิทธิภาพการลงทุนที่ได้รับการยอมรับและใช้กันอย่างแพร่หลายประกอบด้วย แบบจำลองของ Richardson (2006) และแบบจำลองของ Biddle et al. (2009) อย่างไรก็ตาม แบบของจำลอง Richardson (2006) มีความซับซ้อนมากกว่าในการวิเคราะห์พฤติกรรมการลงทุนของบริษัท เนื่องจากนอกจากค่าใช้จ่ายในการลงทุนแล้วยังมีการพิจารณาถึงปัจจัยอื่น ๆ เช่น อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ กระแสเงินสดอิสระ กำไรต่อหุ้น เป็นต้น (Li et al., 2024) ในขณะที่แบบจำลองของ Biddle et al. (2009) ใช้การเติบโตของยอดขายเป็นตัวแทนของโอกาสการลงทุน เนื่องจาก บริษัทจำเป็นต้องขยายกำลังการผลิตผ่านการลงทุนเพิ่มเติมเพื่อตอบสนองต่อความต้องการสินค้าและบริการของบริษัท ที่จะเพิ่มขึ้นในอนาคต

2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุน

Francis et al. (2009) ศึกษาผลกระทบของคุณภาพข้อมูลบัญชีที่มีต่อการจัดสรรทรัพยากร ช่วงปี ค.ศ. 1980 ถึง ค.ศ. 1990 ใน 37 ประเทศ โดยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูล ซึ่งนิยามผ่านมุมมองของคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพของการจัดสรรทรัพยากร ผู้วิจัยคาดการณ์ว่า หากความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูล เป็นตัวกำหนดปริมาณเงินทุนที่ธุรกิจสามารถเข้าถึงและได้รับ ถ้าสองประเทศมีระดับความโปร่งใสสูงหรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า ข้อมูลบัญชีมีคุณภาพสูงคล้ายคลึงกัน อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมในแต่ละประเทศควรจะคล้ายคลึงกันหรือมีความสัมพันธ์กันอย่างมาก เนื่องจากนักลงทุนทั้งสองประเทศสามารถรับรู้ข้อมูลและจัดสรรทรัพยากรไปยังกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีแนวโน้มเติบโตเชิงบวกได้ดีขึ้น ซึ่งผลการศึกษาเป็นไปตามที่คาดการณ์ จึงสามารถอนุมานได้ว่า คุณภาพข้อมูลบัญชีมีผลต่อการจัดสรรเงินทุน โดยบริษัทที่มีข้อมูลบัญชีคุณภาพสูงจะสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายกว่า สอดคล้องกับงานวิจัยของ Wurgler (2000) ที่ศึกษาความสำคัญของความมีประสิทธิภาพในการทำงานของตลาดทุนต่อการจัดสรรเงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพ โดยประเมินประสิทธิภาพของการจัดสรรเงินทุนใน 65 ประเทศ สำหรับช่วงปี ค.ศ. 1963 ถึง ค.ศ. 1995 ผลการศึกษาพบว่า ประเทศที่บริษัทที่มีข้อมูลเฉพาะเจาะจงของบริษัทจำนวนมากรวมอยู่ในราคาหุ้น ซึ่งหมายถึงตลาดทุนทำงานอย่างมีประสิทธิภาพจากการที่มีข้อมูลภายในบริษัทน้อยและข้อมูลส่วนใหญ่ที่เกี่ยวข้องกับผลประกอบการของบริษัท ในอนาคตถูกสะท้อนในราคาหุ้นจะได้รับการจัดสรรเงินทุนจากการได้รับโอกาสการลงทุนที่มากขึ้น

หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) อาจนำไปสู่ปัญหา Adverse Selection และปัญหา Moral Hazard (Scott, 2015) โดยปัญหา Adverse selection เกิดขึ้นเมื่อมีบุคคลหรือกลุ่มคนในตลาดทราบข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทมากกว่าที่นักลงทุนทั่วไปในตลาดทราบ เช่น ข้อมูลภายในที่เป็นความลับของบริษัท เป็นต้น ส่งผลให้บุคคลหรือกลุ่มคนเหล่านั้นมีความได้เปรียบในการตัดสินใจและนำไปสู่การได้รับประโยชน์ที่มากกว่านักลงทุนทั่วไป ตัวอย่างเช่น ผู้บริหารบริษัทอาจมีความไม่เป็นกลางและเผยแพร่ข้อมูลบริษัทที่มีความมองโลกในแง่ดีเกินจริงหรือประเมินความเสี่ยงต่ำเกินไปให้กับนักลงทุนในตลาดทราบ เพื่อให้ตัวเองได้รับประโยชน์จากการเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์และมูลค่าของสิทธิในการซื้อหุ้นที่ผู้บริหารถือ โดยความเป็นไปได้ในการมีอยู่ของปัญหา Adverse Selection ส่งผลให้นักลงทุนในตลาดกังวลถึงความมีอคติและการบิดเบือนข้อมูล เพื่อผลประโยชน์ส่วนบุคคลและมีความระมัดระวังในการลงทุนและตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดมากขึ้น เป็นเหตุให้ตลาดทุนไม่สามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพเท่าที่ควร งบการเงินจึงเข้ามามีบทบาทสำคัญในการควบคุมปัญหานี้ผ่านการเผยแพร่ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในตลาดให้ได้มากที่สุด เพื่อให้ตลาดทุนและระบบเศรษฐกิจดำเนินไปตามกลไกที่ควรจะเป็น ในขณะที่ปัญหา Moral hazard เกิดขึ้นเมื่อฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งในสัญญาไม่สามารถสังเกตพฤติกรรมและการกระทำของอีกฝ่ายได้โดยตรง ปัญหานี้พบเห็นได้บ่อยในบริบทของตลาดทุน เนื่องจากเพื่อให้สอดคล้องตามหลักบรรษัทภิบาล บริษัทขนาดใหญ่จะมีการแบ่งแยกกระบวนการเป็นเจ้าของและการควบคุมออกจากกัน ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นตัวแทนว่า เกิดขึ้นระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย โดยฝ่ายที่มอบอำนาจคือ ตัวการ (Principal) ซึ่งคือ เจ้าของกิจการ ในขณะที่อีกฝ่ายที่ได้รับมอบอำนาจในการบริหารงานคือ ตัวแทน (Agent) ซึ่งคือ ผู้บริหาร ซึ่งการที่เจ้าของไม่สามารถสังเกตเห็นพฤติกรรมของฝ่ายบริหารถึงความพยายามอย่างเต็มที่ในการสร้างประโยชน์ให้กับบริษัทและผู้ถือหุ้น ผู้บริหารจึงอาจมีแรงจูงใจในการทำงานอย่างไร้ประสิทธิภาพหรือบิดเบือนข้อมูลเพื่อปกปิดความจริง โดยแนวทางหนึ่งที่สามารถใช้ในการควบคุมปัญหานี้ได้คือ การใช้ข้อมูลบัญชีเป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพและกำหนดค่าตอบแทนของผู้บริหารเพื่อกระตุ้นให้ผู้บริหารทำงานอย่างเต็มที่ เนื่องจากหากไม่ทำเช่นนั้นจะส่งผลกระทบต่อค่าตอบแทนและชื่อเสียงของผู้บริหาร

นอกจากคุณภาพข้อมูลบัญชีจะเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของนักลงทุนและก่อให้เกิดการจัดสรรเงินทุนในตลาดทุนอย่างมีประสิทธิภาพ คุณภาพข้อมูลบัญชียังเป็นเหตุให้เกิดประสิทธิภาพการลงทุนผ่านการลดความไม่มีประสิทธิภาพการลงทุนทั้งในกรณีของการลงทุนที่สูงเกินไปและการลงทุนที่ต่ำเกินไป ซึ่งเป็นผลจากปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) โดยข้อมูลบัญชีที่มีคุณภาพช่วยลดข้อมูลภายในของบริษัทและช่วยให้นักลงทุนมีความเสี่ยงในการลงทุนน้อยลงจากการได้รับข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจอย่างเพียงพอ บริษัทที่มีข้อจำกัดด้านเงินทุนจึงมีต้นทุนในการระดมทุนน้อยลง (Verdi, 2006) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Suijs (2008) ที่พบว่า การเปิดเผยข้อมูลในงบการเงินมีส่วนช่วยในการลดต้นทุนของเงินทุนผ่านการลดความผันผวนของราคาหุ้นและทำให้การแบ่งปันความเสี่ยงระหว่างนักลงทุนดีขึ้น รวมถึงทำให้บริษัทสามารถดึงดูดเงินทุนได้มากขึ้นผ่านการทำให้นักลงทุนมองเห็นโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นบวกชัดเจนขึ้น (Biddle et al., 2009) ซึ่งจะช่วยบรรเทาปัญหาการลงทุนที่ต่ำเกินไปจากการมีข้อจำกัดของแหล่งเงินทุนภายนอกตลาด

นอกจากนี้ จากการที่งบการเงินมีหน้าที่สำคัญในการควบคุมผู้บริหารให้ดำเนินงานเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นหลัก (Watts & Zimmerman, 1978) งบการเงินที่มีคุณภาพจึงมีส่วนช่วยลดแรงจูงใจของผู้บริหารในการลงทุนที่ไปลดมูลค่าองค์กรผ่านการเพิ่มโอกาสของบริษัทในการเข้าทำสัญญาที่ดีและเพิ่มความสามารถของนักลงทุนในการติดตามการตัดสินใจการลงทุนของผู้บริหาร (Biddle et al., 2009) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Bushman & Smith (2001) ที่อธิบายว่า งบการเงินเป็นหนึ่งกลไกในการควบคุมองค์กร ซึ่งใช้ในการกำกับและควบคุมผู้บริหารเพื่อให้ทรัพยากรถูกนำไปใช้อย่างเหมาะสมและป้องกันไม่ให้ผู้บริหารใช้ประโยชน์จากความมั่งคั่งของนักลงทุน ดังนั้นคุณภาพของข้อมูลบัญชีจึงมีส่วนช่วย

ในการลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) ที่เกิดจากปัญหา Moral Hazard และด้วยเหตุนี้จึงช่วยบรรเทาปัญหาการลงทุนที่สูงเกินระดับที่เหมาะสม (Houcine, 2017) โดยมีงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ข้างต้น ดังนี้

Biddle & Hilary (2006) ศึกษาบทบาทของคุณภาพข้อมูลบัญชีในการเพิ่มประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัทใน 34 ประเทศทั่วโลก ช่วงปี ค.ศ. 1993 ถึง ค.ศ. 2004 ด้วยการทดสอบสมมติฐานว่า คุณภาพข้อมูลบัญชีช่วยลดความอ่อนไหวของกระแสเงินสดต่อเงินลงทุน (Investment-Cash Flow Sensitivity) ซึ่งเกิดขึ้นจากการมีอยู่ของความไม่สมมาตรของข้อมูลที่เป็นเหตุให้นักลงทุนเกิดความระมัดระวังและหลีกเลี่ยงการให้เงินทุนแก่บริษัท บริษัทจึงต้องพึ่งพาเงินทุน ซึ่งคือกระแสเงินสดภายในบริษัท โดยหากบริษัทมีกระแสเงินสดไม่เพียงพอ บริษัทอาจจำเป็นต้องชะลอหรือปรับลดการลงทุน รวมถึงการใช้เงินทุนภายในบริษัทอาจเป็นการเปิดโอกาสให้ผู้บริหารลงทุนด้วยความไม่ระมัดระวัง นอกจากนี้ ผู้วิจัยยังได้ทดสอบสมมติฐานที่สองว่า คุณภาพข้อมูลบัญชีช่วยลดความอ่อนไหวของกระแสเงินสดต่อเงินลงทุนมากขึ้นในกรณีที่มีการจัดหาเงินทุนผ่านตลาดหุ้นเป็นหลักมากกว่ากรณีที่มีการจัดหาเงินทุนผ่านหนี้สิน ทั้งนี้เนื่องด้วยข้อจำกัดของการศึกษาในหลายประเทศที่มีข้อมูลไม่เท่ากันและมีความแตกต่างกันในเชิงของสภาพแวดล้อมและกฎเกณฑ์ ผู้วิจัยได้มีการทดสอบสมมติฐานที่สองเพิ่มเติมเฉพาะสำหรับประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งเป็นประเทศที่ตลาดหุ้นเป็นแหล่งเงินทุนสำคัญ และประเทศญี่ปุ่น ซึ่งเป็นประเทศที่ธนาคารและธุรกิจ Keiretsu¹ เป็นแหล่งเงินทุนสำคัญเพื่อให้ผลลัพธ์มีความชัดเจนยิ่งขึ้น โดยผลการศึกษาที่ได้สอดคล้องกับทั้งสองสมมติฐานข้างต้น

Biddle et al. (2009) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุน ซึ่งแยกออกเป็น 2 กรณี ได้แก่ การลงทุนที่สูงเกินไปและการลงทุนที่ต่ำเกินไป โดยกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดประกอบด้วย 34,791 ตัวอย่างในช่วงปี ค.ศ. 1993 ถึง ค.ศ. 2005 ผลการศึกษาพบว่า คุณภาพข้อมูลบัญชีที่สูงขึ้นช่วยลดปัญหาทั้งการลงทุนที่สูงและต่ำเกินไปของบริษัท และควบคุมให้ระดับเงินทุนของบริษัทอยู่ในเกณฑ์ที่เหมาะสม ซึ่งนำไปสู่ประสิทธิภาพของการลงทุนที่มากขึ้น รวมถึงช่วยให้บริษัทได้รับผลกระทบจากความผันผวนทางเศรษฐกิจน้อยกว่าบริษัทที่มีคุณภาพข้อมูลบัญชีต่ำกว่า

Houcine (2017) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัทในตลาดหุ้นของประเทศตูนิเซีย ซึ่งเป็นประเทศในตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) ในเชิงของทั้งการลงทุนที่ต่ำเกินไปและการลงทุนที่สูงเกินไป ในช่วงปี ค.ศ. 1977 ถึง ค.ศ. 2013 จำนวนทั้งหมด 30 บริษัท ผลการศึกษาสามารถอนุมานได้ว่า คุณภาพข้อมูลบัญชีไม่สามารถช่วยเพิ่มความมีประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัทในประเทศตูนิเซียได้ ส่วนหนึ่งอาจเป็นเพราะประเทศในตลาดเกิดใหม่มีประสิทธิภาพของการกำกับดูแลและการตรวจสอบผลการดำเนินงานของบริษัทโดยนักวิเคราะห์ทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูลตามความสมัครใจที่ค่อนข้างต่ำ จึงส่งผลให้ข้อมูลบัญชีมีคุณภาพต่ำ ขาดความน่าเชื่อถือ และไม่มีประโยชน์ต่อการประกอบการตัดสินใจในตลาดหุ้น

¹ Keiretsu คือ รูปแบบขององค์กรธุรกิจแบบเครือข่ายของญี่ปุ่น ซึ่งอาศัยแนวคิดเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างองค์กรและเป็นที่ยอมรับในองค์กรขนาดใหญ่ โดยมี 2 แบบคือ Capital Keiretsu จะใช้สำหรับเชื่อมโยงปัจจัยการนำเข้าและผลผลิตคือ มีการควบคุมการผลิต บริการ ตลาดจากโรงงานถึงลูกค้า และ Financial Keiretsu เป็นเครือข่ายที่มีธนาคารใหญ่อยู่ตรงกลาง สมาชิกที่สำคัญจะมาจากบริษัทต่าง ๆ ร่วมเป็นกรรมการบริหารธนาคาร และขณะเดียวกันก็เป็นกรรมการบริษัทอื่น ๆ ด้วย เช่น Fuyo Keiretsu ซึ่งมีธนาคารฟูจิอยู่ตรงกลาง องค์กรที่เป็นสมาชิก ได้แก่ นิสสัน ฮิตาชิ แคนนอน ฯลฯ (ที่มา <https://www.siamhrm.com/?name=management&file=readnews&max=21>)

หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุน ของบริษัจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Harymawan (2021) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัทในตลาดหุ้นในประเทศอินโดนีเซีย ในช่วงปี ค.ศ. 2013 ถึง ค.ศ. 2015 จำนวนทั้งหมด 1,520 ตัวอย่าง ผลการศึกษาพบว่าคุณภาพข้อมูลบัญชีช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการลงทุนโดยรวมของบริษัท โดยช่วยลดปัญหาการลงทุนที่สูงเกินไป แต่กลับไม่สามารถแก้ไขปัญหาลงทุนที่ต่ำเกินไป ดังนั้นจึงสะท้อนถึงความสำคัญของคุณภาพข้อมูลบัญชีที่สูงขึ้นในการเพิ่มความสามารถของนักลงทุนในการตรวจสอบและควบคุมพฤติกรรมการลงทุนของผู้บริหาร ซึ่งทำให้ผู้บริหารตัดสินใจลงทุนอย่างรอบคอบและเหมาะสม โดยอิงจากข้อมูลที่น่าเชื่อถือในงบการเงิน แต่กลับไม่สามารถดึงดูดนักลงทุนได้มากขึ้น ทั้งนี้งานวิจัยมีข้อเสนอแนะให้ขยายขอบเขตการศึกษาไปศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุนในบริบทของประเทศที่กำลังพัฒนาอื่นเพิ่มเติม

จากงานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้นพบว่า คุณภาพข้อมูลบัญชีเป็นคุณลักษณะที่มีอิทธิพลต่อประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัท โดยช่วยส่งเสริมการตัดสินใจลงทุนอย่างเหมาะสมผ่านการลดทั้งปัญหาการลงทุนที่สูงเกินไปและปัญหาการลงทุนที่ต่ำเกินไป ซึ่งต่างก็เป็นผลจากความไม่สมมาตรของข้อมูล แต่สาเหตุของปัญหาและบทบาทของคุณภาพข้อมูลบัญชีต่อทั้งสองปัญหามีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ด้วยเหตุนี้งานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่จึงเลือกที่จะแยกทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุนออกเป็น 2 กรณี อย่างไรก็ตาม งานวิจัยส่วนมากมุ่งทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุนในประเทศพัฒนาแล้ว (Developed Markets) รวมถึงแม้จะมีงานวิจัยที่ศึกษากลุ่มตัวอย่างในประเทศที่เป็นตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) เช่น งานวิจัย Houcine (2017) และ Harymawan (2021) แต่การศึกษากลับไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจนและผลงานวิจัยไม่ได้เป็นไปในทิศทางเดียวกัน จึงเป็นแรงจูงใจของการศึกษานี้ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากยังไม่พบงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวสำหรับกรณีศึกษาในประเทศไทย

3. ระเบียบวิธีวิจัย

3.1 กลุ่มตัวอย่าง

งานวิจัยนี้เลือกกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2567 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ครอบคลุมเหตุการณ์ระบาดของ COVID-19 โดยไม่รวม (1) บริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงินซึ่งประกอบด้วยธุรกิจธนาคาร เงินทุน หลักทรัพย์ และประกันชีวิตและประกันภัย กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานอื่น ๆ เนื่องจากกลุ่มธุรกิจดังกล่าวมีลักษณะการดำเนินงานและการจัดทางการเงินที่มีความเฉพาะเจาะจงและแตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น ๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (2) บริษัทที่อยู่ในระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงานในช่วงเวลาที่ศึกษา เนื่องจากบริษัทเหล่านั้นมักมีสถานะทางการเงินและเงื่อนไขการดำเนินงานที่แตกต่างจากบริษัทที่ดำเนินงานปกติ (3) บริษัทที่รอบบัญชีไม่ได้สิ้นสุด ณ วันที่ 31 ธันวาคม เพื่อลดความแตกต่างของข้อมูลที่นำมาใช้ และเพิ่มความสามารถในการเปรียบเทียบและการวิเคราะห์อัตราส่วนต่าง ๆ และ (4) บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนหรือถูกเพิกถอนในช่วงปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2567 เพื่อให้ได้ข้อมูลในการวิเคราะห์ที่ครบถ้วน

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้สำหรับการทดสอบมีจำนวนทั้งสิ้น 2,406 ตัวอย่าง (482 บริษัท) ตามตารางที่ 1 ข้างล่างนี้

ตารางที่ 1: กลุ่มตัวอย่าง

ลักษณะกลุ่มตัวอย่าง	จำนวนบริษัท	จำนวนตัวอย่าง
บริษัทจดทะเบียน ระหว่างปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2567	767	3,835
<u>หัก</u> บริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน	136	680
<u>หัก</u> บริษัทที่อยู่ในระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน	3	15
<u>หัก</u> บริษัทที่รอบปีบัญชีไม่ได้สิ้นสุด ณ วันที่ 31 ธันวาคม	26	130
<u>หัก</u> บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนหรือถูกเพิกถอนในช่วงการศึกษา	120	604
รวม จำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น	482	2,406

งานวิจัยนี้รวบรวมข้อมูลแบบitudinal จากงบการเงินและหมายเหตุประกอบงบการเงิน และรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเก็บรวบรวมจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th) และฐานข้อมูลออนไลน์ SetSmart รวมถึงเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (www.sec.or.th) ระหว่างปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2567 รวมระยะเวลา 5 ปี

3.2 แบบจำลองที่ใช้ในการทดสอบเชิงประจักษ์

3.2.1 คุณภาพข้อมูลบัญชี

งานวิจัยนี้เลือกใช้วิธีรายการคงค้าง ซึ่งเป็นวิธีวัดคุณภาพข้อมูลบัญชีทางอ้อมผ่านการวัดคุณภาพกำไร เนื่องจากกำไรทางบัญชีเป็นสิ่งสำคัญที่ให้ข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัทและนักลงทุนมักใช้ในการประกอบการตัดสินใจลงทุน รวมถึงเป็นเครื่องมือประเมินคุณภาพข้อมูลบัญชีที่งานวิจัยในอดีตนิยมใช้ จึงเพิ่มความสามารถในการเทียบเคียงและการเปรียบเทียบได้ของผลการศึกษาจากการวิจัยนี้

งานวิจัยนี้เลือกประเมินรายการคงค้างจากดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals) หรือรายการคงค้างเกินปกติ (Abnormal Accruals) ผ่านการใช้แบบจำลอง The Modified Jones with ROA Model ของ Kothari et al. (2005) เนื่องจากเป็นแบบจำลองที่ต่อยอดมาจาก The Modified Jones Model ซึ่งเป็นที่ยอมรับและถูกใช้อย่างแพร่หลาย รวมถึงการเพิ่มอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets หรือ ROA) ส่งผลให้การวัดคุณภาพรายการคงค้างมีความแม่นยำและน่าเชื่อถือมากขึ้น

ขั้นตอนแรกเริ่มจากการคำนวณรายการคงค้างรวม (Total Accruals) ผ่านสมการดังต่อไปนี้

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

โดยที่ $TAC_{i,t}$ คือ รายการคงค้างรวมของบริษัท i ปีที่ t

$NI_{i,t}$ คือ กำไรสุทธิของบริษัท i ปีที่ t

$CFO_{i,t}$ คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานของบริษัท i ปีที่ t

หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุน
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากนั้นจึงนำรายการคงค้างรวมที่คำนวณได้แทนค่าเพื่อคำนวณหาค่าสัมประสิทธิ์ (β) โดยใช้วิธี Ordinary Least Squares ดังสมการต่อไปนี้

$$\frac{TAC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_1 \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REV_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \beta_4 (ROA_{i,t-1}) + \varepsilon_t$$

- โดยที่ $TAC_{i,t}$ คือ รายการคงค้างรวมของบริษัท i ปีที่ t
 $\Delta REV_{i,t}$ คือ การเปลี่ยนแปลงรายได้ของบริษัท i ปีที่ t เทียบกับปีที่ $t-1$
 $PPE_{i,t}$ คือ ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ก่อนหักค่าเสื่อมราคาสะสมของบริษัท i ปีที่ t
 $TA_{i,t-1}$ คือ สินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ $t-1$
 $ROA_{i,t-1}$ คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัท i ปีที่ $t-1$
 $\varepsilon_{i,t}$ คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

หลังจากได้ค่าสัมประสิทธิ์เรียบร้อยแล้ว จึงนำค่าสัมประสิทธิ์มาใช้ประมาณค่ารายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Non-Discretionary Accruals) หรือรายการคงค้างปกติ (Normal Accruals) ในแบบจำลอง The Modified Jones with ROA Model ของ Kothari et al. (2005) ดังสมการต่อไปนี้

$$NDAC_{i,t} = \beta_1 \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \beta_4 (ROA_{i,t-1})$$

- โดยที่ $NDAC_{i,t}$ คือ รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัท i ปีที่ t
 $\Delta REV_{i,t}$ คือ การเปลี่ยนแปลงรายได้ของบริษัท i ปีที่ t เทียบกับปีที่ $t-1$
 $\Delta REC_{i,t}$ คือ การเปลี่ยนแปลงลูกหนี้การค้าสุทธิของบริษัท i ปีที่ t เทียบกับปีที่ $t-1$
 $PPE_{i,t}$ คือ ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ก่อนหักค่าเสื่อมราคาสะสมของบริษัท i ปีที่ t
 $TA_{i,t-1}$ คือ สินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ $t-1$
 $ROA_{i,t-1}$ คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัท i ปีที่ $t-1$

จากนั้นจึงนำค่ารายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Non-Discretionary Accruals หรือ NDAC) ที่ได้จากการคำนวณสมการข้างต้นไปหักออกจากรายการคงค้างรวม (Total Accruals หรือ TAC) เพื่อคำนวณค่ารายการคงค้างจากดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals หรือ DAC) หรือรายการคงค้างเกินปกติ (Abnormal Accruals) ซึ่งบ่งชี้ถึงระดับการตกแต่งกำไรและเป็นตัวแทนของคุณภาพข้อมูลบัญชี ดังสมการต่อไปนี้

$$DAC_{i,t} = \frac{TAC_{i,t}}{TA_{i,t}} - NDAC_{i,t}$$

- โดยที่ $DAC_{i,t}$ คือ รายการคงค้างจากดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัท i ปีที่ t
 $TAC_{i,t}$ คือ รายการคงค้างรวมของบริษัท i ปีที่ t
 $TA_{i,t}$ คือ สินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t
 $NDAC_{i,t}$ คือ รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัท i ปีที่ t

หลังจากคำนวณรายการคงค้างจากดุลยพินิจของผู้บริหารเรียบร้อยแล้ว จึงนำค่าดังกล่าวมาใส่ค่าสัมบูรณ์ จะได้ AbsDAC ซึ่งแสดงถึงระดับการตกแต่งกำไร โดยบ่งชี้คุณภาพกำไรและสามารถสะท้อนถึงคุณภาพของงบการเงินได้อย่างเหมาะสม โดย AbsDAC ที่มีค่าสูง (ต่ำ) หมายถึงคุณภาพบัญชีอยู่ในระดับต่ำ (สูง)

3.2.2 ประสิทธิภาพการลงทุน

งานวิจัยนี้เลือกใช้แบบจำลองของ Biddle et al. (2009) ในการวัดประสิทธิภาพการลงทุน ซึ่งใช้การเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) เป็นตัวแทนของโอกาสการลงทุน เนื่องจากบริษัทจำเป็นต้องขยายกำลังการผลิตผ่านการลงทุนเพิ่มเติมเพื่อตอบสนองต่อความต้องการสินค้าและบริการของบริษัทที่จะเพิ่มขึ้นในอนาคต ซึ่งเป็นผลจากการเติบโตของยอดขาย (Houcine, 2017) จากแนวคิดดังกล่าวสามารถวัดประสิทธิภาพของการตัดสินใจลงทุนได้ด้วยแบบจำลองดังต่อไปนี้

$$INVEST_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 SG_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

โดยที่ $INVEST_{i,t+1}$ คือ มูลค่าการลงทุนของบริษัทหรือยอดสุทธิระหว่างรายจ่ายที่ใช้ในการลงทุนและจำหน่ายสินทรัพย์หารด้วยสินทรัพย์รวมปีที่ t

$SG_{i,t}$ คือ การเปลี่ยนแปลงยอดขายจากปีที่ $t-1$ ไปปีที่ t ของบริษัท i หารด้วยยอดขายของปีที่ $t-1$

$\varepsilon_{i,t+1}$ คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

จากแบบจำลองข้างต้นสามารถอธิบายได้ว่า ความมีประสิทธิภาพของการลงทุนจะเกิดขึ้นเมื่อบริษัทมีการลงทุนที่แท้จริงเท่ากับระดับที่คาดการณ์ไว้ ซึ่งสามารถตอบสนองต่อการเติบโตของบริษัทได้อย่างเพียงพอ ดังนั้นค่าความคลาดเคลื่อนที่เกิดขึ้นในสมการจึงแสดงถึงความเบี่ยงเบนของระดับการลงทุนที่แท้จริงของบริษัทจากระดับที่คาดการณ์ไว้ ซึ่งบ่งชี้ถึงระดับประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัทที่ไม่มีประสิทธิภาพ ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงใช้ค่าสัมบูรณ์ของค่าความคลาดเคลื่อนเป็นตัวแทนของระดับประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัท (Investment Efficiency หรือ INVEF) โดย INEFF ที่มีค่าสูง (ต่ำ) หมายถึงประสิทธิภาพของการลงทุนอยู่ในระดับต่ำ (สูง)

ค่าความคลาดเคลื่อนที่มีค่าเป็นบวกบ่งชี้ถึงการลงทุนที่สูงเกินไปและค่าความคลาดเคลื่อนที่มีค่าเป็นลบบ่งชี้ถึงการลงทุนที่ต่ำเกินไป ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงใช้ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) เพื่อแยกระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีการลงทุนที่สูงเกินไปและกลุ่มบริษัทที่มีการลงทุนที่ต่ำเกินไป โดยกำหนดให้ UNDER มีค่าเท่ากับ 1 สำหรับบริษัทที่มีค่าความคลาดเคลื่อนเป็นลบและมีค่าเท่ากับ 0 สำหรับบริษัทที่มีค่าความคลาดเคลื่อนเป็นบวก ทั้งนี้ จากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 2,406 ตัวอย่าง เป็นกลุ่มบริษัทที่มีการลงทุนที่สูงเกินไปจำนวน 1,838 ตัวอย่าง และกลุ่มบริษัทที่มีการลงทุนที่ต่ำเกินไปจำนวน 568 ตัวอย่าง

3.2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุน

งานวิจัยนี้มุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัทโดยใช้แบบจำลองที่ 1 และศึกษาเพิ่มเติมสำหรับการลงทุนที่สูงเกินไปและการลงทุนที่ต่ำเกินไปโดยใช้แบบจำลองที่ 2 โดยทั้งสองแบบจำลองมีตัวแปรควบคุม ได้แก่ สัดส่วนการก่อหนี้ ขนาดบริษัท เงินสด และอายุบริษัท

แบบจำลองที่ 1

$$INVEF_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 AbsDAC_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 CASH_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

แบบจำลองที่ 2

$$\text{INVEF}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_{0a} \text{UNDER}_{i,t+1} + \beta_1 \text{AbsDAC}_{i,t} + \beta_{1a} (\text{AbsDAC}_{i,t} \times \text{UNDER}_{i,t+1}) + \beta_2 \text{LEV}_{i,t} + \beta_3 \text{SIZE}_{i,t} \\ + \beta_4 \text{CASH}_{i,t} + \beta_5 \text{AGE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

โดยที่ $\text{INVEF}_{i,t+1}$ คือ ประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัท i ปีที่ $t+1$

$\text{AbsDAC}_{i,t}$ คือ คุณภาพกำไรของบริษัท i ปีที่ t

$\text{UNDER}_{i,t+1}$ คือ บริษัท i ปีที่ $t+1$ มีการลงทุนที่ต่ำเกินไป

$\text{LEV}_{i,t}$ คือ สัดส่วนการก่อหนี้ของบริษัท i ปีที่ t

$\text{SIZE}_{i,t}$ คือ ขนาดของบริษัท i ปีที่ t

$\text{CASH}_{i,t}$ คือ เงินสดของบริษัท i ปีที่ t

$\text{AGE}_{i,t}$ คือ อายุของบริษัท i ปีที่ t

$\varepsilon_{i,t+1}$ คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

ตัวแปรควบคุม ได้แก่ สัดส่วนการก่อหนี้ ขนาดบริษัท เงินสด และอายุบริษัท วัตถุประสงค์นี้

สัดส่วนการก่อหนี้ (LEV)

Jensen (1986) อธิบายว่า การเพิ่มทุนผ่านการสร้างหนี้แทนการออกหุ้นสามารถช่วยควบคุมพฤติกรรมการใช้จ่ายตามดุลยพินิจของผู้บริหารเองได้ เนื่องจากหนี้สินทำให้บริษัทมีกระแสเงินสดที่เหลือสำหรับใช้จ่ายน้อยลง ผู้บริหารจึงมีความระมัดระวังในการลงทุนและบริษัทมีประสิทธิภาพในการลงทุนมากขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Houcine (2017) และ Huynh (2024) ที่พบว่า สัดส่วนการก่อหนี้มีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพการลงทุน เนื่องจากการมีสัดส่วนการก่อหนี้ที่สูงช่วยลดปัญหาความไม่มีประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัท ทั้งในกรณีการลงทุนที่สูงเกินไปและกรณีการลงทุนที่ต่ำเกินไป โดยสัดส่วนการก่อหนี้สามารถประเมินด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Debt Ratio) ซึ่งคำนวณโดยใช้หนี้สินทางการเงินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม

ขนาดบริษัท (SIZE)

Gong et al. (2023) พบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัทในทิศทางเดียวกัน โดยยิ่งบริษัทมีขนาดใหญ่ บริษัทจะยิ่งมีประสิทธิภาพการลงทุนที่สูงขึ้น เพราะบริษัทใหญ่มักมีระดับกระแสเงินสดสูงและโอกาสการลงทุนที่มากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กกว่า ซึ่งขัดแย้งกับการศึกษาของ Yang & Li (2024) ที่พบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับประสิทธิภาพการลงทุน อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาดังกล่าวล้วนบ่งชี้ถึงการที่ขนาดมีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัท โดย SIZE คำนวณจากค่าลอการิทึมธรรมชาติ (Natural logarithm) ของสินทรัพย์รวม

เงินสด (CASH)

เงินสดในบริบทนี้หมายถึงเงินสดที่บริษัทถือครองหรือสำรองไว้เพื่อสามารถนำมาใช้ประโยชน์ได้ในอนาคต โดย Huynh (2024) พบว่า บริษัทที่ถือเงินสดสำรองไว้สูงมีแนวโน้มที่จะสะท้อนถึงความไม่มีประสิทธิภาพที่เพิ่มขึ้นในการตัดสินใจลงทุน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Houcine (2017) ที่พบว่า เงินสดสำรองของบริษัทมีความสัมพันธ์กับโอกาสการลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ โดยการที่บริษัทมีเงินสดสำรองเพียงพอหรือในระดับที่สูงจะเพิ่มโอกาสการเกิดปัญหาการลงทุนที่มากเกินไป

ความจำเป็น แต่กลับลดโอกาสการเกิดปัญหาการลงทุนที่ต่ำเกินไป โดย CASH คำนวณโดยใช้เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดหารด้วยสินทรัพย์รวม

อายุบริษัท (AGE)

Yang & Li (2024) พบว่า อายุบริษัทส่งผลให้บริษัทมีประสิทธิภาพการลงทุนที่ดีขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Gong et al. (2023) ซึ่งพบว่า อายุมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อประสิทธิภาพการลงทุน โดยบริษัทที่มีระยะเวลาอยู่ในตลาดนานกว่าย่อมมีประสบการณ์มากกว่า จึงส่งผลให้การลงทุนของบริษัทเหล่านั้นมีประสิทธิภาพสูงกว่าบริษัทอื่น โดย AGE คำนวณโดยผลต่างจำนวนปีระหว่างปีแรกที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กับปีปัจจุบันและบวกเพิ่มด้วย 1

4. ผลวิจัย

4.1 สถิติเชิงพรรณนาและสถิติสหสัมพันธ์

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 2,406 ตัวอย่าง แสดงดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2: สถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
INVEF	0.0604	0.0393	0.0000	9.6180	0.3599
AbsDAC	0.1783	0.0810	0.0000	26.8096	0.8973
LEV	0.2631	0.2482	0.0000	1.0161	0.2026
SIZE	22.7033	22.4760	18.8695	28.8724	1.5591
CASH	0.0815	0.0539	0.0000	0.5971	0.0852
AGE	20.1717	20.0000	1.0000	50.0000	11.8271

ประสิทธิภาพการลงทุน (INVEF) ซึ่งวัดจากค่าสัมบูรณ์ของค่าความคลาดเคลื่อนผ่านแบบจำลองของ Biddle et al. (2009) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0604 และค่ามัธยฐานเท่ากับ 0.0393 และคุณภาพข้อมูลบัญชี (AbsDAC) ซึ่งวัดจากค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างจากดุลยพินิจของผู้บริหารผ่านแบบจำลอง The Modified Jones with ROA Model (Kothari et al., 2005) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.1783 และค่ามัธยฐานเท่ากับ 0.0801 ส่วนตัวแปรควบคุม ได้แก่ สัดส่วนส่วนการก่อหนี้ (LEV) ซึ่งวัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2631 และค่ามัธยฐานเท่ากับ 0.2482 ขนาดบริษัท (SIZE) ซึ่งวัดจากลอการิทึมของสินทรัพย์รวมมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 22.7033 และค่ามัธยฐานเท่ากับ 22.4760 เงินสด (CASH) ซึ่งวัดจากอัตราส่วนเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต่อสินทรัพย์รวม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0815 และค่ามัธยฐานเท่ากับ 0.0539 และอายุบริษัท (AGE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 20.1717 ปี และค่ามัธยฐานเท่ากับ 20 ปี

หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุน
ของบริษัทยกจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตารางที่ 3 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน ซึ่งพบว่า ประสิทธิภาพการลงทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคุณภาพข้อมูลบัญชี นอกจากนี้ ยังพบว่า ประสิทธิภาพการลงทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้และขนาดบริษัทและมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับระดับเงินสดและอายุบริษัท

ตารางที่ 3: ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน

	INVEF	AbsDAC	LEV	SIZE	CASH
AbsDAC	.797**				
LEV	-.043*	-.069**			
SIZE	-.078**	-.119**	.438**		
CASH	.062**	.087**	-.371**	-.160**	
AGE	.086**	.072**	-.100**	.040*	-.081**

* นัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และ ** นัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

การทดสอบความเป็นอิสระของตัวแปร (Collinearity Statistics) เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์กันเองในระดับที่สูงระหว่างตัวแปร (Multicollinearity) พิจารณาจากค่า Tolerance และ VIF โดยพบว่า ค่า Tolerance ของตัวแปรอิสระทุกตัวไม่มีค่าเข้าใกล้ 0 แต่มีค่าเข้าใกล้ 1 และไม่มีตัวแปรใดที่มีค่า VIF มากกว่า 10 จึงสามารถสรุปได้ว่า ไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรในระดับที่สูง เนื่องจากตัวแปรทุกตัวมีความเป็นอิสระต่อกัน ดังนั้นตัวแปรอิสระทั้งหมดจึงสามารถนำไปวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการลงทุนและคุณภาพข้อมูลบัญชี

4.2 ผลการทดสอบเชิงประจักษ์

ตารางที่ 4 แสดงผลการทดสอบเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการลงทุน (INVEF) และคุณภาพข้อมูลบัญชี (AbsDAC) สำหรับแบบจำลองที่ 1 และ 2

ตารางที่ 4: ผลการทดสอบเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุน

แบบจำลองที่ 1

$$INVEF_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 AbsDAC_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 CASH_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

แบบจำลองที่ 2

$$INVEF_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_{0a} UNDER_{i,t+1} + \beta_1 AbsDAC_{i,t} + \beta_{1a} (AbsDAC_{i,t} \times UNDER_{i,t+1}) + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 CASH_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

ตัวแปร	ทิศทางที่คาดหวัง	แบบจำลองที่ 1	แบบจำลองที่ 2
ค่าคงที่		-0.0805 (-1.1478)	0.1383* (2.3139)
UNDER			0.0130 (1.4424)
AbsDAC	+	0.3196** (3.8890)	0.3718** (3.3019)
AbsDAC × UNDER			-0.3731** (-3.8491)
LEV	-	0.0177 (0.6740)	0.0256 1.1699
SIZE	-	0.0027 (0.8401)	-0.0058* (-2.1751)
CASH	+	0.0028 (0.0494)	0.0099 (0.2079)
AGE	+	0.0009* (2.3457)	0.0006* (1.9834)
$\beta_1 + \beta_{1a}$			-0.0013 (-0.1174)
n		2,406	2,406
Adjusted R ²		0.6356	0.7459

ค่าในวงเล็บ () คือ ค่า t-statistics

* นัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และ ** นัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการลงทุนและคุณภาพข้อมูลบัญชีโดยภาพรวมด้วยการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (แบบจำลองที่ 1) พบว่า ประสิทธิภาพการลงทุน (INEF) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับคุณภาพข้อมูลบัญชี (AbsDAC) แสดงว่า บริษัทที่มีข้อมูลบัญชีที่มีคุณภาพสูงจะส่งผลให้ประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัทสูงขึ้น ในทางตรงข้าม บริษัทที่มีข้อมูลบัญชีที่มีคุณภาพต่ำลงจะส่งผลให้ประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัทต่ำลง ผลวิจัยนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Biddle et al. (2009) Houcine (2017) และ Harymawan (2021)

ผลการศึกษาจากแบบจำลองที่ 2 ชี้ให้เห็นว่า ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างประสิทธิภาพการลงทุนและคุณภาพข้อมูลบัญชีพบเฉพาะกรณีบริษัทที่มีการลงทุนสูงเกินไปเท่านั้น กล่าวคือ β_1 มีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Biddle et al. (2009) Houcine (2017) และ Harymawan (2021) ในขณะที่ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการลงทุนและคุณภาพข้อมูลบัญชีสำหรับกรณีบริษัทที่มีการลงทุนต่ำเกินไป ซึ่งประเมินจาก $\beta_1 + \beta_{1a}$ มีค่าไม่ต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Harymawan (2021) ที่ศึกษาในบริบทของตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซีย ซึ่งเป็นประเทศตลาดเกิดใหม่เช่นเดียวกับประเทศไทย แต่ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Biddle et al. (2009) และ Houcine (2017)

การที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการลงทุนและคุณภาพข้อมูลบัญชีสำหรับกรณีบริษัทที่มีการลงทุนต่ำเกินไปอาจเป็นผลมาจากข้อจำกัดในการประเมินคุณภาพข้อมูลบัญชีในบริบทของประเทศไทย เนื่องจาก Ball et al. (2003) กล่าวว่า สำหรับกรณีของประเทศในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้อย่างฮ่องกง มาเลเซีย สิงคโปร์ และไทย คุณภาพของการรายงานทางการเงินไม่ได้ถูกกำหนดเพียงการปฏิบัติตามมาตรฐานการบัญชี แต่ยังขึ้นอยู่กับแรงจูงใจของบริษัทที่เกิดจากปัจจัยเชิงสถาบันอย่างกฎหมายและการบังคับใช้ โครงสร้างความเป็นเจ้าของ และบทบาทของตลาดทุน เช่น ด้วยความที่บริษัทในประเทศไทยมีการควบคุมโดยโครงสร้างครอบครัวถึงร้อยละ 61.6 (Claessens et al., 2000) ธุรกิจเหล่านี้จึงมีแนวโน้มที่จะเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายในหรือกู้จากธนาคารมากกว่า บทบาทของตลาดทุนในการระดมทุนและความสำคัญของผู้ถือหุ้นรายย่อยจึงลดลง ส่งผลให้บริษัทมีแรงจูงใจในการเปิดเผยข้อมูลรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพลดลง และมีแรงจูงใจในการบิดเบือนหรือหลีกเลี่ยงการเปิดเผยข้อมูลบางประการ รวมถึงเลือกใช้กลยุทธ์หรือนโยบายทางการเงินที่ไม่โปร่งใส ซึ่งสิ่งเหล่านี้อาจไม่ได้ถูกแสดงในงบการเงินและไม่ถูกสะท้อนออกมาในรายการคงค้างจากดุลยพินิจของผู้บริหาร ดังนั้น นักลงทุนจึงขาดความเชื่อมั่นว่า งบการเงินสามารถสะท้อนข้อมูลที่แท้จริงของบริษัทได้อย่างเพียงพอ ไม่ว่าค่ารายการคงค้างจากดุลยพินิจของผู้บริหารที่วัดได้จะบ่งชี้ถึงงบการเงินที่มีคุณภาพสูงก็ตาม และไม่เลือกนำข้อมูลจากงบการเงินมาใช้ในการตัดสินใจลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงนำไปสู่การที่งบการเงินไม่สามารถช่วยลดความไม่สมดุลของข้อมูลระหว่างนักลงทุนและผู้บริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งเป็นเหตุให้ไม่สามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีกับประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัท

นอกจากนี้ ข้อจำกัดเฉพาะในบริบทของประเทศไทยที่การความเข้มงวดของกฎหมายการกำกับดูแลกิจการ และการคุ้มครองนักลงทุนที่ค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับประเทศที่พัฒนาแล้ว ส่งผลให้การระดมทุนจากนักลงทุนภายนอกทำได้ยาก (La Porta et al., 2000) และบริษัทต้องพึ่งพาการระดมทุนภายในแทน เนื่องจากนักลงทุนในตลาดกังวลถึงการได้รับผลตอบแทนที่ไม่ยุติธรรมจากการมีคนนำผลประโยชน์ไปใช้เพื่อส่วนตัว ส่งผลให้บริษัทไม่มีความจำเป็นที่จะต้องจัดทำงบการเงินที่มีคุณภาพสูงเพื่อดึงดูดเงินลงทุนภายนอกจากนักลงทุน หรือแม้ในกรณีที่บริษัทมีงบการเงินที่มีคุณภาพ นักลงทุนภายนอกอาจยังไม่เชื่อมั่นและไม่กล้าลงทุนอย่างเต็มที่

สำหรับผลการวิเคราะห์ตัวแปรควบคุมกับประสิทธิภาพการลงทุนพบว่า ขนาดบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับประสิทธิภาพการลงทุน (เฉพาะแบบจำลองที่ 2) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Gong et al. (2023) แสดงว่า ยิ่งบริษัทมีขนาดใหญ่ บริษัทจะยิ่งมีประสิทธิภาพการลงทุนที่สูงขึ้น นอกจากนี้ ยังพบว่า อายุบริษัท (AGE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับประสิทธิภาพการลงทุนแสดงว่า ยิ่งบริษัทอยู่ในตลาดทุนนานขึ้น บริษัทจะยิ่งมีประสิทธิภาพการลงทุนที่ต่ำลง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Yang & Li (2024) และ Gong et al. (2023) ทั้งนี้ การศึกษานี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นและระดับเงินสดกับประสิทธิภาพการลงทุน

5. บทสรุป

งานวิจัยนี้มุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัท เพื่อให้ทราบถึงบทบาทของคุณภาพข้อมูลบัญชีต่อการลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพของบริษัท โดยมีกลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลต่อเนื่อง 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2567 จำนวน 482 บริษัท คิดเป็นจำนวนทั้งสิ้น 2,409 กลุ่มตัวอย่าง

คุณภาพข้อมูลบัญชีวัดด้วยค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างจากดุลยพินิจของผู้บริหารจากแบบจำลอง The Modified Jones with ROA Model ของ Kothari et al. (2005) และประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัทวัดด้วยค่าสัมบูรณ์ของค่าความคลาดเคลื่อนจากแบบจำลองของ Biddle et al. (2009) ซึ่งแสดงถึงความเบี่ยงเบนของระดับการลงทุนที่แท้จริงของบริษัทจากระดับที่คาดการณ์ไว้ โดยค่าความคลาดเคลื่อนที่เป็นบวก (ลบ) จะถือว่า เป็นการลงทุนที่สูง (ต่ำ) เกินไป

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณโดยภาพรวมพบว่า คุณภาพข้อมูลบัญชีมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับประสิทธิภาพการลงทุนแสดงว่า คุณภาพข้อมูลบัญชีที่สูงขึ้นส่งผลให้การลงทุนมีประสิทธิภาพสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม ผลการวิเคราะห์โดยแยกทดสอบความสัมพันธ์สำหรับกรณีบริษัทที่มีการลงทุนสูงเกินไปหรือต่ำเกินไปพบว่า คุณภาพข้อมูลบัญชีมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับประสิทธิภาพการลงทุนเกิดขึ้นเฉพาะกรณีบริษัทที่มีการลงทุนสูงเกินไปเท่านั้น โดยไม่พบความสัมพันธ์สำหรับกรณีบริษัทที่มีการลงทุนต่ำเกินไป

งานวิจัยนี้ถือเป็นการเติมเต็มช่องว่างของงานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุน โดยแสดงหลักฐานเชิงประจักษ์สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งถือเป็นตลาดเกิดใหม่ การเติมเต็มดังกล่าวช่วยให้เกิดความเข้าใจมากขึ้นเกี่ยวกับผลของคุณภาพงบการเงินต่อประสิทธิภาพการลงทุน และสนับสนุนให้บริษัทและหน่วยงานกำกับ เช่น สภาวิชาชีพบัญชี ตลาดหลักทรัพย์ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น เล็งเห็นถึงความสำคัญของการจัดทำรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพ ซึ่งจะมีส่วนช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการลงทุนของบริษัทและส่งผลดีต่อเศรษฐกิจและสังคมในภาพรวม ความมีประสิทธิภาพในการลงทุนมีส่วนช่วยให้เกิดการปันส่วนและจัดสรรทรัพยากรที่มีอยู่อย่างจำกัด โดยเฉพาะเงินลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพและเกิดประโยชน์สูงสุด

ข้อจำกัดในงานวิจัยนี้ ได้แก่ งานวิจัยนี้เลือกใช้การประเมินคุณภาพข้อมูลบัญชีด้วยแบบจำลอง The Modified Jones with ROA Model ของ Kothari et al. (2005) เพียงวิธีเดียวเท่านั้น วิธีการดังกล่าวอาจไม่สามารถสะท้อนคุณภาพข้อมูลบัญชีได้อย่างครอบคลุมในทุกมิติของงบการเงิน และงานวิจัยนี้เลือกศึกษาเป็นระยะเวลา 5 ปี ในช่วงปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2567 ซึ่งอาจมีผลกระทบจากการแพร่ระบาดของโรคโควิด 19 ซึ่งอาจมีอิทธิพลต่อพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนและบริษัท และอาจส่งผลต่อผลการทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าว นอกจากนี้ การวัดค่าตัวแปรสำคัญทั้งประสิทธิภาพของ

หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุน ของบริษัทยกจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การลงทุนและคุณภาพของข้อมูลบัญชีล้วนเป็นการวัดค่าจากค่าความคาดเคลื่อนจากการประมาณการระดับที่คาดการณ์ ความแม่นยำจึงขึ้นอยู่กับความถูกต้องของตัวแบบที่ใช้ในการประมาณการระดับที่คาดการณ์ ดังนั้นความถูกต้องของหลักฐานเชิงประจักษ์ที่พบในงานวิจัยนี้จึงขึ้นอยู่กับความถูกต้องของตัวแบบที่ใช้ในการประมาณการระดับที่คาดการณ์

ข้อเสนอแนะการวิจัยสำหรับงานวิจัยในอนาคต อาจมีการเลือกใช้วิธีอื่นในการวัดคุณภาพข้อมูลบัญชี เช่น วิธีวัดความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ ซึ่งเป็นการประเมินคุณภาพงบการเงินที่มีการเชื่อมโยงการตอบสนองของตลาดและข้อมูลทางบัญชี หรือวิธีประเมินผ่านลักษณะความระมัดระวังทางการบัญชี เพื่อให้สามารถประเมินคุณภาพข้อมูลบัญชีได้อย่างครอบคลุม ทั้งนี้ หากเลือกใช้วิธีรายการคงค้าง อาจพิจารณานำแบบจำลองอื่น มาใช้ในการประเมินรายการคงค้างจากดุลยพินิจของผู้บริหาร เช่น แบบจำลอง The Modified DD ของ McNichols (2002) แบบจำลองของ Dechow & Dichev (2002) แบบจำลอง The Extended Modified Jones Model ของ Yoon et al. (2006) เป็นต้น

REFERENCES

- Ball, R., Robin, A., & Wu, J. S. (2003). Incentives versus standards: Properties of accounting income in four East Asian countries. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1–3), 235–270. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.10.003>
- Beest V. F., Braam, G., & Boelens, S. (2009). *Quality of financial reporting: Measuring qualitative characteristics* (NiCE Working Paper No. 09–108). Nijmegen Center for Economics.
- Biddle, G., & Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *The Accounting Review*, 81(5), 963–982. <https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.5.963>
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2–3), 112–131. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.08.001>
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 237–333. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00027-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00027-1)
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 81–112. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(s–1), 35–59. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.35>
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(2), 193–225. <https://www.jstor.org/stable/248303>
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.001>
- Francis, J. R., Huang, S., Khurana, I. K., & Pereira, R. (2009). Does corporate transparency contribute to efficient resource allocation. *Journal of Accounting Research*, 47(4), 943–989. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2009.00340.x>
- Gong, C. M., Gong, P., & Jiang, M. (2023). Corporate financialization and investment efficiency: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 79, Article 102045. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102045>
- Harymawan, I. (2021). Financial reporting quality and investment efficiency: Evidence from Indonesian stock market. *Economics and Finance in Indonesia*, 66(2), 112–122. <https://doi.org/10.47260/efi/6624>
- Houcine, A. (2017). The effect of financial reporting quality on corporate investment efficiency: Evidence from the Tunisian stock market. *Research in International Business and Finance*, 42, 321–337. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.066>

**หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพข้อมูลบัญชีและประสิทธิภาพการลงทุน
ของบริษัทยกจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**

- Huynh, J. (2024). Banking market structure and corporate investment efficiency. *The North American Journal of Economics and Finance*, 74, Article 102236. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2024.102236>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193–228. <https://doi.org/10.2308/jare.1991.29.2.193>
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163–197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- Li, W., Zhu, J., & Liu, C. (2024). Environmental, social, and governance performance, financing constraints, and corporate investment efficiency: Empirical evidence from China. *Heliyon*, 10(22), Article e30401. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2024.e30401>
- McNichols, M. F. (2002). Discussion of the quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(s–1), 61–69. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.61>
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11, (2–3), 159–189. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
- Scott, W. R. (2015). *Financial Accounting Theory*. Pearson.
- SiamHRM.com. (n.d.). Kerisu. <https://www.siamhrm.com/?name=management&file=readnews&max=21>
- Suijs, J. (2008). On the value relevance of asymmetric financial reporting policies. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1297–1321. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00309.x>
- The Stock Exchange of Thailand. (2022, March 14). 2021 Thai people’s interest in investing in the Thai stock market reached new record highs continuously. <https://www.set.or.th/th/about/mediacenter/insights/article/17-setnote-volume2>
- Verdi, R. S. (2006). Financial reporting quality and investment efficiency (SSRN Scholarly Paper No. 930922). *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.930922>
- Watcharachaitalosot, N. (2006). The relationship between discretionary accruals and decision of investors in the Stock Exchange of Thailand [Master’s thesis, Chulalongkorn University]. Chulalongkorn University Intellectual Repository. <https://doi.org/10.58837/CHULA.THE.2006.647>
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, 53(1), 112–134. <https://www.jstor.org/stable/245634>

- Wurgler, J. (2000). Financial markets and the allocation of capital. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 187–214. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00070-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00070-2)
- Yang, L., & Li, R. (2024). Government procurement and corporate investment efficiency: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 67, Article 105934. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105934>
- Yoon, S. S., Miller, G., & Jiraporn, P. (2006). Earnings management vehicles for Korean firms. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 17(2), 85–109. <https://doi.org/10.1111/j.1467-646X.2006.00122.x>