



# วารสารสภาวิชาชีพบัญชี

Journal of Federation  
of Accounting Professions



Download ในรูปแบบ E-book  
ได้โดย Scan QR Code  
**[www.tfac.or.th](http://www.tfac.or.th)**



# FAC

วารสารสภาวิชาชีพบัญชี  
Journal of Federation  
of Accounting Professions

ISSN 2672-9776 ปีที่ 8(1) ฉบับที่ 22 มกราคม - เมษายน 2569

## สาส์นจากบรรณาธิการ

จากเหตุการณ์สงครามระหว่างสหรัฐอเมริกา ร่วมกับอิสราเอลโจมตีอิหร่านซึ่งเกิดขึ้นช่วงต้นปี 2569 และยืดเยื้อทวีความรุนแรงต่อเนื่อง ส่งผลกระทบโดยตรงต่อเศรษฐกิจหลายประเทศทั่วโลก รวมทั้งไทย นักบัญชีต้องรับมือ ปรับตัว และเตรียมพร้อมรองรับสิ่งที่เกิดขึ้นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ประเด็นที่ต้องจับตามองอย่างใกล้ชิดคือความผันผวนของราคาพลังงาน การบริหารความเสี่ยง ห่วงโซ่อุปทานที่หยุดชะงัก ซึ่งส่งผลกระทบต่อรายงานทางการเงินและสมมติฐานของการประกอบกิจการหลายภาคส่วนอย่างแน่นอน

ประการแรกสุดที่ต้องคำนึงถึงคือ สมมติฐานการดำเนินงานต่อเนื่อง (Going Concern) ผู้สอบบัญชีต้องประเมินว่ากิจการสามารถดำเนินธุรกิจต่อไปได้หรือไม่ พร้อมทั้งทบทวนการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ต่าง ๆ และความสามารถในการก่อไร โดยเฉพาอย่างยิ่งในธุรกิจที่อ่อนไหวต่อการปรับตัวของค่าขนส่ง และต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น พร้อมกันนั้นงบการเงินจำเป็นต้องมีการเปิดเผยข้อมูลเพิ่มเติมที่สำคัญในเรื่องใดบ้าง เพื่อให้ผู้อ่านงบการเงินได้ทำความเข้าใจอย่างรอบด้านถึงสถานการณ์และใช้เป็นข้อมูลอ้างอิงในการตัดสินใจลงทุน

สำหรับนักบัญชีบริหาร ต้องติดตามสถานการณ์ราคาพลังงานอย่างใกล้ชิด บริหารต้นทุนโดยวิเคราะห์ แยกแยะเชิงกลยุทธ์ ปรับราคาขายถ้าจำเป็นและทำได้ เน้นการบริหารงบประมาณเชิงรุก (เช่นการนำ rolling budget มาประยุกต์) ดูแลจัดการสภาพคล่อง ติดตามกระแสเงินสดอย่างใกล้ชิด และ เน้นความเข้มงวดในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนเพื่อรองรับความผันผวนในอนาคต

อีกประการหนึ่งที่สำคัญคือช่วงภาวะเศรษฐกิจตกต่ำมักส่งผลให้ความเสี่ยงต่อการทุจริตเพิ่มสูงขึ้น นักบัญชีและผู้ปฏิบัติงานด้านการเงินควรเพิ่มความเข้มงวด ยกระดับการทำงานเพื่อป้องกันและตรวจจับการทุจริต การเพิ่มความรัดกุมของระบบการควบคุมภายใน การใช้วารณญาณเยี่ยงผู้ประกอบการวิชาชีพในการประเมินความเสี่ยงเป็นระยะอย่างต่อเนื่อง การกำกับดูแลระบบบรรษัทภิบาลภายในองค์กรให้เข้มแข็ง เหล่านี้จะช่วยให้นักบัญชีเพิ่มคุณค่าเป็นด้านหน้าในการปกป้องทรัพย์สินและทำให้องค์กรฝ่าฟันอยู่รอดระยะยาวอย่างยิ่งยวด



**บรรณาธิการ**  
ผู้ช่วยศาสตราจารย์สมชาย ศุภธาดา

## สารบัญ

### ◎ บทความวิจัย ◎

- 04** Governance Indicators and the Fight Against Corruption: A Cross-National Analysis  
Supawadee Moss, PhD  
Wonlop Writthym Buachoom, PhD  
Piyaphisak Jearasukon, PhD

- 52** ผลกระทบของดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
ดร.วัฒน์ ศิริทตสวัสดี  
ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ  
หทัยรัตน์ เจียมเรืองจรัส

- 28** ผลกระทบของการบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินฉบับที่ 15 รายได้จากสัญญาที่ทำกับลูกค้าต่อการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีหลักทรัพย์ SET100  
จารุวรรณ ไพรยสุรินทร์ นิชากร อุ่นไชย  
ภักธนรินทร์ เบญจปิยเศรษฐ์ นิธิภณ อันสว่าง  
บุริม อาศน์สุวรรณ เกษศิณี ศิริรุ่งวัฒนชัย  
สุพรรณษา นิเวศน์

- 70** อิทธิพลของอัตราส่วนทางการเงินต่อความน่าจะเป็นในการล้มละลาย: การศึกษาเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
ดร.อัฐวิวัฒน์ จันทสุทโธ  
ดร.ปรีชา จินดาหลวง

## บรรณาธิการ

ผู้ช่วยศาสตราจารย์สมชาย ศุภธาดา

- มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

## ที่ปรึกษา

ศาสตราจารย์ธีรยุทธ ตรีศรี

ศาสตราจารย์วิโรจน์ เล้าหะพันธุ์

นายวินิจ ศิลามงคล

รองศาสตราจารย์ ดร.เกรียงไกร บุญเลิศอุทัย

## กองบรรณาธิการบริหารและกลั่นกรองบทความ

รองศาสตราจารย์ ดร.วชิระ บุญยเนตร จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

รองศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันเพชร ผู้ทรงคุณวุฒิ สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

## กองบรรณาธิการกลั่นกรองบทความ (ภายนอก)

นางวราวุธ ปรีดานนท์

- ประธานคณะกรรมการวิชาชีพด้าน การวางระบบบัญชี สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์

นางนันทนา สังขวิจิตร

- คณะกรรมการด้านการพัฒนาวิชาชีพบัญชี สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์

รองศาสตราจารย์ ดร.พนารัตน์ ปานมณี

รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ดิษพงศ์ พงศ์ภัทรชัย

- มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

รองศาสตราจารย์ ดร.เกรียงไกร บุญเลิศอุทัย

- จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

รองศาสตราจารย์ ดร.สุนัยรัตน์ วุฒิจินดานนท์

รองศาสตราจารย์ ดร.อนุรัตน์ ธีรร

- มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

รองศาสตราจารย์ ดร.สมนึก เอื้อจิระพงษ์พันธ์

- มหาวิทยาลัยวลัยลักษณ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.นันทพล วิเศษสรพร

- มหาวิทยาลัยรังสิต

ดร.กรัณท์รัตน์ บุญญวัฒน์

- มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.เพ็ญ เสงี่ยมวิบูล

- McKendree University

นางสาวธัญพร อธิกุลวริน

- กรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

## ผู้ช่วยบรรณาธิการ

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ขวัญทัย มิตรภานนท์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.เมตตา เสมสมบูรณ์

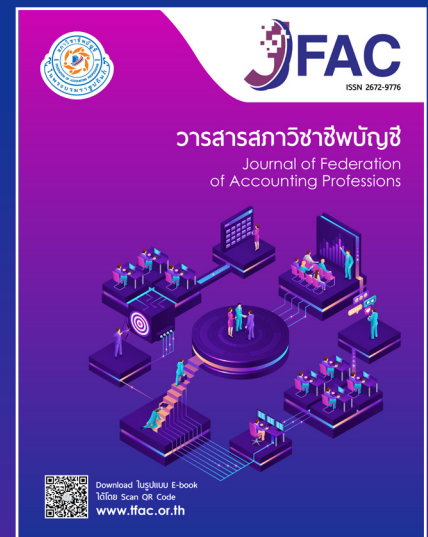
- มหาวิทยาลัยเกษมบัณฑิต

นางสาวโสภิตา สุ่มสังข์

- ผู้จัดการส่วนงานศูนย์วิจัยเพื่อความเป็นเลิศ สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์

## วารสารสภาวิชาชีพบัญชี

ปีที่ 8(1) ฉบับที่ 22 มกราคม - เมษายน 2569



## เจ้าของ

สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์  
Federation of Accounting Professions  
Under The Royal Patronage  
of His Majesty the King

## ที่อยู่สำนักงาน

เลขที่ 133 ถนนสุขุมวิท 21 (อโศกมนตรี)  
แขวงคลองเตยเหนือ  
เขตวัฒนา กรุงเทพฯ 10110  
โทรศัพท์ 02 685 2500  
โทรสาร 02 685 2501

## ออกแบบ

นายกวัน กิมยก  
นางสาวสุพมาลย์ แก้วสนั่น  
นายชยากรณ์ นกุล  
นายกฤษณะ แก้วเจริญ  
นายจิราวัฒน์ เพชรชู  
นายชัยฤทธิ์ อนันตะ

ส่วนสื่อสารองค์กร  
สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์



<http://www.tfacc.or.th>  
[tfacc@tfacc.or.th](mailto:tfacc@tfacc.or.th)  
[www.facebook.com/tfacc.family](https://www.facebook.com/tfacc.family)  
LINE@ @tfacc.family

# Governance Indicators and the Fight Against Corruption: A Cross-National Analysis

## **Supawadee Moss, PhD**

Senior Lecturer in Auditing and Accounting, UNE Business School  
University of New England, Australia  
Email: ssukeec2@une.edu.au

## **Wonlop Writthym Buachoom, PhD**

Associate Professor, KMITL Business School  
King Mongkut's Institute of Technology Ladkrabang, Thailand  
Email: wonlop.bu@kmitl.ac.th

## **Piyaphisak Jearasukon, PhD**

Assistant professor, Faculty of Management Sciences and Information Technology,  
Nakhonphanom University, Thailand  
Email: piyaphisak@npu.ac.th

# Governance Indicators and the Fight Against Corruption: A Cross-National Analysis

**Supawadee Moss, PhD**

Senior Lecturer in Auditing and Accounting, UNE Business School  
University of New England, Australia  
Email: ssukeec2@une.edu.au

**Wonlop Writthym Buachoom, PhD**

Associate Professor, KMITL Business School  
King Mongkut's Institute of Technology Ladkrabang, Thailand  
Email: wonlop.bu@kmitl.ac.th

**Piyaphisak Jearasukon, PhD**

Assistant professor, Faculty of Management Sciences and Information Technology,  
Nakhonphanom University, Thailand  
Email: piyaphisak@npu.ac.th

Received: September 27, 2025

Revised: February 17, 2026

Accepted: March 13, 2026

## ABSTRACT

Corruption is an institutionalised hindrance of effective governance by breaching public institution principles of openness and accountability. In Asia wide, governance structure of voice and accountability, political stability, effective governance, regulatory quality, rule of law, and corruption control prevents occurrence of corrupt behaviours and promote integrity. This study analyses the manner each of the six indicators of governance influences corruption levels across 44 countries of Asia over a 24-year period from 2000 to 2023 by possessing a data set of 1,056 observations. By cross-country analysis across data, the academic study identifies strong patterns that require that quality of governance be an underlying contributor towards corruption eradication. The findings report strong negative associations between levels of corruption with six dimensions of governance. That is, high levels of voice and accountability, political stability, effective governance, regulatory capacity, rule of law, corruption control associate with lower corruption. Such findings require strengthening of the structure of governance provides an effective solution towards minimisation of corruption while enhancing more credible development of public institution across Asia.

**Keywords:** Corruption, Political stability, Government effectiveness, Regulatory quality, Rule of law, Voice and Accountability, Control of Corruption

## ■ Introduction

Corruption is a global problem that affects developed as well as developing nations. It entails the use of practices of bribes, embezzlement, nepotism, and misuse of public office for personal gain (Waller et al., 2002). Corruption blocks economic progress, destroys social trust, and consolidates inequality, posing serious roadblocks for good governance (Del Monte & Pennacchio, 2020). According to The Transparency International (2024), corruption particularly affects the poor by draining public resources from essential services such as healthcare, education, and infrastructures. Therefore, addressing corruption not only becomes a matter of moral obligation but also a key component of building sustainable development as well as equitable governance. Defined by the World Bank (2024) as the quality of public services, the capacity of the civil service, and the independence of institutions from political pressures, government effectiveness plays a pivotal role in reducing opportunities for corrupt practices. When governments are effective, they implement transparency regulations, enforce accountability mechanisms, and foster trust between the state and its citizens. This particularly important in public procurement, a sector often susceptible to corruption. For instance, robust procurement policies and digital platforms that track expenditures can help deter corrupt practices and ensure that public funds are allocated efficiently (Rose-Ackerman & Palifka, 2016).

One of the mechanisms whereby effective government minimises corruption is by establishing effective institutional mechanisms. Efficient government integrate legally binding and holistic anti-corruption measures. Independent supervision mechanisms such as corruption commissions ensure that abuse of authority cases are noted and prosecuted. The digitalisation of government services has been shown to reduce corruption by minimising direct human interactions. According to research by Andersen (2009), countries with high levels of e-government tend to exhibit lower levels of corruption. In shaping transparency, governance attributes voice and accountability, political stability, government effectiveness, regulatory quality, rule of law, and control of corruption play a pivotal role. Transparency fosters openness and builds trust between governments and citizens, enabling more equitable and sustainable governance. Voice and accountability empower citizens by providing platforms for participation and ensuring that public officials are held responsible for their actions. Political stability ensures consistent governance, creating an environment where long-term transparent policies can thrive (Abdillah et al., 2020; Fjelde & Hegre, 2014; Shabbir et al., 2016). Government effectiveness enhances the quality of public services and reduces inefficiencies that might otherwise create opportunities for corruption (Ionescu, 2010; Montes & Paschoal, 2016). Furthermore, regulatory quality establishes clear and predictable rules, minimising ambiguities that foster corrupt practices (Handoyo & Fitriyah, 2018). The rule of law ensures that everyone, including those in power, is held accountable under an impartial legal system. Finally, control of corruption directly addresses the misuse of public resources, promoting an environment where transparent practices become the norm (Li et al., 2020). Collectively, these attributes create a system in which transparency flourishes, enabling governments to allocate resources efficiently, foster trust, and ensure equitable outcomes.

Despite this extensive literature, important gaps remain. Large-scale empirical studies focusing specifically on Asian countries are relatively limited, with many existing governance studies relying on global samples that may under-represent the institutional, political, and economic diversity of the Asian region. In addition, prior research often examines shorter or earlier time periods, which may not fully capture recent governance reforms and structural changes. Furthermore, existing studies frequently analyse individual governance indicators in isolation rather than examining the combined effects of multiple governance dimensions within a unified framework.

To address these gaps, the present study examines the relationship between governance attributes, voice and accountability, political stability, government effectiveness, regulatory quality, rule of law, and control of corruption and transparency across 44 Asian countries over an extended period from 2000 to 2023. By adopting a comprehensive, multi-indicator approach over a long time horizon, this study provides a more holistic and region-specific understanding of governance–transparency dynamics in Asia.

The following research questions are therefore proposed:

RQ1: To what extent does voice and accountability influence the corruption index of Asian countries?

RQ2: How does political stability impact the transparency level of Asian countries?

RQ3: What is the relationship between government effectiveness and corruption index in Asian countries?

RQ4: How does regulatory quality contribute to corruption index of Asian countries?

RQ5: What is the effect of the rule of law on corruption index of Asian countries?

RQ6: How does the control of corruption affect corruption index Asian countries?

## ■ Literature review and Hypothesis development

### Voice and accountability

Voice and accountability (VA) refer to the extent to which citizens can participate in governance, express their views freely, and hold public officials responsible for their actions. Strong VA mechanisms are fundamental to promoting good governance and combating corruption, as they enable civil society, the media, and oversight institutions to scrutinize government behaviour and expose misconduct. According to Kaufmann et al. (2011), countries with higher levels of voice and accountability often experience lower corruption rates due to the enhanced role of public scrutiny and democratic government. Corruption thrives in environments where public participation is restricted, and accountability measures are weak. Studies suggest that a lack of VA fosters unchecked authority, enabling corrupt behaviour to permeate public institutions (Treisman, 2007). In contrast, environments characterised by restricted participation and weak accountability often allow corrupt behaviour to flourish (Rose-Ackerman & Palifka, 2016). For instance, electoral competition and independent watchdogs encourage leaders to act transparently, fearing reputational damage or legal consequences. However, the relationship between VA and corruption is complex.

Nevertheless, the relationship between VA and corruption is not always straightforward. In some cases, even well-designed accountability frameworks fail to curb corruption due to deeper institutional weaknesses, such as compromised judicial systems or entrenched elite networks. Thus, while enhancing voice and accountability is vital, its success depends on broader institutional reform and political will. Based on this understanding, the following hypothesis is proposed:

**H1:** Increased voice and accountability are associated with lower levels of corruption.

### ■ Political stability

Political stability (PS) is a crucial force that defines the environment of governance of a country and is known broadly as one of the most influential factors of corruption prevalence (Fjelde & Hegre, 2014). Political stability creates a stable institutional climate in which the systems of governance follow a predictable routine while preventing any kind of immediate policy shifts or bureaucratic disruptions that tend to generate opportunities for rent-seeking and corruption. Political stability, as mentioned by Handoyo and Fitriyah (2018), strengthens the strength and persistence of institutional mechanisms that enables the governing bodies to follow medium- to long-run strategies of fighting against corruption while tackling wider goals such as environment sustainability.

Political instability, characterised by repeated leadership changes, civil unrest, or armed aggression, erodes institutional strength and leaves an open window for systemic corruption and patronage networks (Shleifer & Vishny, 1993). Other studies confirm that political stability fortifies public trust that creates strengthened active citizenship that places sustained demands upon governing entities for an end to corruption (Beju et al., 2024; Kaufmann et al., 2009). Political stability-conducive regimes are best set for guaranteeing strong legal backgrounds, supervision mechanisms, and independent entities, pillars of corruption minimisation (Asongu & Nwachukwu, 2015; Treisman, 2007).

Political stability alone is not a sufficient condition for corruption reduction. Political stability in the long term in certain authoritarian regimes could co-exist with pervasive corruption and lack of transparency. Political stability therefore forms a condition of necessity for corruption reduction, but its effectiveness depends on the aggregate climate of institutional quality as well as democratic government. That being the case the following hypothesis is propounded:

**H2:** Increased political stability is associated with lower levels of corruption.

## ■ Government effectiveness

Government effectiveness (GE) is a crucial governance indicator signifying the quality of public services delivery, policy development and implementation, as well as the credibility of government commitments (Garcia-Sanchez et al., 2013). Improved government effectiveness fortifies openness by enhancing government accountability, reducing bureaucratic redundancy, and establishing institutional credibility (Kaufmann, Kraay, & Mastruzzi, 2011). Effective governments adopt policies that drive openness, ensure public access to information, reduce opportunities for corrupt gains, thereby improving the quality of government. Weak government effectiveness forms obscure implementation processes that foment corruption that undermines public credibility (Rose-Ackerman & Palifka, 2016). Statistical evidence establishes a robust positive correlation between government effectiveness and openness. Empirical evidence highlights a strong positive relationship between government effectiveness and transparency. For instance, Holmberg and Rothstein (2012) demonstrate that effective governments are best placed to prevent corruption while maintaining openness, constructing higher public credibility as well as stimulating economic development.

Montes and Paschoal (2016) indicate that countries with lower levels of corruption tend to have higher-quality public services, more effective policy formulation and implementation, and greater credibility in the government's commitment to these policies. Additionally, their results reveal that the impact of corruption on government effectiveness is more pronounced in developed countries. Mongi and Saidi (2023) also find that government effectiveness increase economic growth for 48 middle-income countries. However, Quah (2015) finds that the effectiveness of anti-corruption agencies (ACAs) varies across countries due to differing political and policy contexts. Singapore's Corrupt Practices Investigation Bureau is successful due to strong political will and a supportive policy framework. In contrast, the Philippines and Taiwan struggle with ineffective ACAs that are underfunded, understaffed, and competing for limited resources. China's Central Commission for Discipline Inspection is hindered by its practice of disciplining rather than prosecuting corrupt party members, with corruption often used as a political tool against opponents. In Japan, weak political will limits efforts to address structural corruption. The study concludes with policy recommendations to improve ACA effectiveness in these five countries (Quah, 2015). Based on this evidence, the following hypothesis is proposed:

**H3:** Increased government effectiveness is associated with lower levels of corruption.

## ■ Regulatory quality

Regulatory quality (RQ) reflects the government's ability to formulate good policies and regulations that spur the growth of the private sector and apply laws consistently and impartially. Poor regulatory quality often feeds directly into greater corruption because such situations offer complex bureaucratic procedures, ambiguity regarding the structure of regulations, and discretion for officials (Kaufmann et al., 2011). For instance, countries with high RQ tend to experience lower corruption levels and improved public access to information (Handoyo & Fitriyah, 2018; Kaller et al., 2018). Jalilian et al. (2007) find that better regulatory quality significantly improved transparency and reduces corruption in developing economies, particularly where institutions are weak. Similarly, Breen and Gillanders (2012) and Kaufmann et al. (2011) demonstrated that regulatory reforms positively influence governance indicators, including transparency, by mitigating arbitrary decision-making by policy makers. Conversely, weak regulatory quality leads to inefficiencies and creates opportunities for corruption. Marshall (1998) showed that poor regulatory frameworks in South Asia correlate with higher levels of opacity and governance failures. This evidence supports the hypothesis:

*H4:* Increased regulatory quality is associated with lower levels of corruption.

## ■ Rule of law

A country's level of corruption is closely linked to the strength of its rule of law. Corruption flourishes in environments where legal systems are weak, laws are inconsistently enforced, and public officials act with impunity. The rule of law ensures that laws are clear, publicly accessible, and applied fairly, conditions that reduce opportunities for abuse of power and illegal enrichment. When legal institutions function independently and effectively, they create an environment of accountability, reducing the likelihood of corrupt behaviour among public servants and political elites. However, Frye et al. (2010) state that addressing corruption and upholding the rule of law involve both technical and political challenges. On the technical front, this requires establishing effective incentives for bureaucrats and legal officials to prioritise public interests over private ones. Typical strategies for legal reform include enhancing judicial training, allocating additional resources for judges and bailiffs, and using technology to streamline case management and boost efficiency. In this regard, Russia has shown relatively positive progress in recent years. Khosrowjerdi (2022) indicates that good governance, characterised by strong rule of law, significantly predicts information transparency across nations. A study analysing 117 countries found that governance indices, including the rule of law, were robust predictors of national information transparency, even when accounting for variables like GDP per capita and corruption rates. Therefore, this study hypothesises that:

*H5:* Increased rule of law is associated with lower levels of corruption.

## ■ Control of corruption

Control of corruption (CC) represents the extent to which public authorities actively prevent, detect, and sanction the misuse of public power for private gain. It reflects institutional capacity and policy action, including the effectiveness of anti-corruption agencies, enforcement of integrity regulations, judicial independence, and administrative oversight mechanisms (Kaufmann et al., 2009). Corruption, by contrast, reflects the observable or perceived outcome of these efforts, manifested through bribery, embezzlement, and abuse of public office. While closely related, control of corruption and corruption outcomes capture different stages of the governance process.

Importantly, CC should be interpreted as an ex-ante governance activity or institutional response, whereas the corruption index reflects the ex-post level of corruption experienced or perceived within a country. From this perspective, stronger corruption control mechanisms are expected to reduce corruption outcomes over time by increasing the probability of detection, punishment, and deterrence. Countries that invest in robust anti-corruption frameworks typically exhibit higher public trust, improved investment climates, and more sustainable economic performance (Kaufmann et al., 2009; Rose-Ackerman & Palifka, 2016)

Transparency initiatives, such as open data systems, transparent procurement processes, and whistleblower protection, further enhance the effectiveness of corruption control by increasing oversight and limiting opportunities for malfeasance. According to Transparency International, higher levels of transparency are associated with lower perceived corruption, as citizens and monitoring bodies are better able to observe and evaluate government performance. Nevertheless, in many developing economies, institutional weaknesses, limited enforcement capacity, and entrenched political norms may weaken the effectiveness of corruption control efforts, resulting in persistent corruption despite formal policies.

While acknowledging the close conceptual proximity between CC and corruption perceptions, examining this relationship remains analytically meaningful. Doing so allows an assessment of whether institutional anti-corruption efforts translate into measurable reductions in corruption outcomes, rather than assuming such effectiveness a priori. Treating CC as an explanatory variable therefore provides insight into the extent to which governance actions are reflected in observable corruption levels across countries and over time. Based on this reasoning, the following hypothesis is proposed:

**H6:** Increased control of corruption is associated with lower levels of corruption.

Although the six governance indicators are discussed separately for analytical clarity, they are not independent in practice. Rather, they operate as an interconnected system in which improvements in one dimension often reinforce others. For example, a strong rule of law underpins voice and accountability by protecting civil liberties and ensuring that participatory mechanisms are enforceable. Government effectiveness relies on regulatory quality, as effective policy implementation and service delivery depend on clear, predictable, and enforceable regulatory frameworks. Political stability further supports these relationships by providing institutional continuity that allows governance reforms to be implemented and sustained over time. Recognising these interdependencies provides a richer theoretical framework and helps explain why governance indicators are frequently highly correlated in empirical analyses. As such, any observed multicollinearity reflects structural institutional overlap rather than a methodological weakness.

## ■ Research Methodology

Data for the independent variables, voice and accountability (VA), political stability (SP), government effectiveness (GE), regulatory quality (RQ), rule of law (RL), and control of corruption (CC), are obtained from the Worldwide Governance Indicators database ([www. https://databank.worldbank.org/source/worldwide-governance-indicators](https://databank.worldbank.org/source/worldwide-governance-indicators)). Since higher transparency scores imply lower corruption, the index was reverse-coded (i.e., 100 minus transparency score) to obtain a corruption index where higher values indicate higher corruption. This transformation allows for more intuitive interpretation when examining the relationship between governance variables and corruption. The study covers 44 Asian countries over a 24-year period from 2000 to 2023. This period was selected because it captures the post-Asian Financial Crisis recovery phase, major governance and institutional reforms across the region, increased globalisation and regulatory harmonisation, as well as more recent structural shifts associated with digital transformation and the COVID-19 pandemic. Collectively, this timeframe provides sufficient longitudinal variation to examine long-term trends and policy impacts while ensuring data availability and comparability across countries. List of countries included in the sample is presented in Table 1.

**Table 1** Country sample used in this study

| Southeast Asia | South Asia  | East Asia   | Central Asia | West Asia<br>(Middle East) | Eurasia |
|----------------|-------------|-------------|--------------|----------------------------|---------|
| Brunei         | Afghanistan | China       | Kazakhstan   | Armenia                    | Russia  |
| Cambodia       | Bangladesh  | Japan       | Tajikistan   | Azerbaijan                 |         |
| Indonesia      | Bhutan      | South Korea | Uzbekistan   | Bahrain                    |         |
| Malaysia       | India       | North Korea |              | Cyprus                     |         |
| Myanmar        | Maldives    | Mongolia    |              | Georgia                    |         |
| Philippines    | Nepal       |             |              | Iran                       |         |
| Singapore      | Pakistan    |             |              | Iraq                       |         |
| Thailand       | Sri Lanka   |             |              | Israel                     |         |
| Timor-Leste    |             |             |              | Jordan                     |         |
| Vietnam        |             |             |              | Kuwait                     |         |
|                |             |             |              | Lebanon                    |         |
|                |             |             |              | Oman                       |         |
|                |             |             |              | Qatar                      |         |
|                |             |             |              | Saudi Arabia               |         |
|                |             |             |              | Syria                      |         |
|                |             |             |              | United Arab<br>Emirates    |         |
|                |             |             |              | Yemen                      |         |

## ■ Cross-Sectional Data analysis

Although the dataset covers 44 Asian countries over a span of 24 years (2000–2023), this study adopts a cross-sectional approach rather than a panel data design. The decision is driven by both methodological and practical considerations. First, data availability and completeness vary significantly across countries and years. Many governance and corruption-related indicators are either missing or inconsistent over time for certain countries, limiting the feasibility of constructing a balanced or even a reliable unbalanced panel dataset. To ensure robustness and comparability, the study selects the most recent or representative year of available data for each country, effectively creating a cross-sectional dataset with the maximum number of complete observations. Second, the research objective is to explore the structural relationship between governance indicators and corruption levels across countries, rather than analysing trends or changes over time within countries. Cross-sectional analysis is appropriate for this purpose, as it focuses on cross-country variation rather than within-country dynamics. Third, by avoiding panel data complications, such as unobserved heterogeneity, time-specific shocks, and serial correlation, the cross-sectional approach allows for a clearer interpretation of the direct impact of governance indicators on corruption without the need to control for time effects or country fixed effects, which may obscure the relationships of interest. Lastly, the use of cross-sectional data is consistent with previous influential studies on corruption and governance (Kaufmann et al., 2009, 2011; Treisman, 2007), which also rely on country-level cross-sectional analysis to draw generalized conclusions across regions.

## ■ Empirical regression models

To examine the relationship between governance attributes and the corruption index in this study, we employ the following regression models:

$$H1: \text{CORRUPT}_{i,t} = \beta_0 + \beta_{VA_{i,t}} + \gamma' \text{Control}_{i,t} + \epsilon \quad (1)$$

$$H2: \text{CORRUPT}_{i,t} = \beta_0 + \beta_{PS_{i,t}} + \gamma' \text{Control}_{i,t} + \epsilon \quad (2)$$

$$H3: \text{CORRUPT}_{i,t} = \beta_0 + \beta_{GE_{i,t}} + \gamma' \text{Control}_{i,t} + \epsilon \quad (3)$$

$$H4: \text{CORRUPT}_{i,t} = \beta_0 + \beta_{RQ_{i,t}} + \gamma' \text{Control}_{i,t} + \epsilon \quad (4)$$

$$H5: \text{CORRUPT}_{i,t} = \beta_0 + \beta_{RL_{i,t}} + \gamma' \text{Control}_{i,t} + \epsilon \quad (5)$$

$$H6: \text{CORRUPT}_{i,t} = \beta_0 + \beta_{CC_{i,t}} + \gamma' \text{Control}_{i,t} + \epsilon \quad (6)$$

Where:  $CORRUPT_{i,t}$  represents the corruption index of country  $i$  in year  $t$ .

$\beta_0$ : The intercept term, representing the baseline level of transparency when all predictors are zero.

$\beta_{VA_{i,t}}$  represents Voice and accountability of country  $i$  in year  $t$ .

$\beta_{PS_{i,t}}$  represents Political stability of country  $i$  in year  $t$ .

$\beta_{GE_{i,t}}$  represents Government effectiveness of country  $i$  in year  $t$ .

$\beta_{RQ_{i,t}}$  represents Regulatory Quality of country  $i$  in year  $t$ .

$\beta_{RL_{i,t}}$  represents Rule of Law of country  $i$  in year  $t$ .

$\beta_{CC_{i,t}}$  represents Control of Corruption of country  $i$  in year  $t$ .

$\epsilon$  is the error term capturing unobserved factors affecting transparency.

The decision to estimate governance indicators in separate regression models is driven by the presence of high multicollinearity among the WGI indicators, as reported in Table 2. Including all governance variables simultaneously in a single model would result in unstable coefficient estimates and inflated standard errors. Estimating separate models therefore represents a pragmatic strategy to isolate the association between each governance attribute and corruption. At the same time, this approach implies that the models are inherently underspecified, as each governance indicator is estimated without controlling for other highly correlated governance dimensions. Consequently, the estimated coefficients should be interpreted as isolated associations rather than fully conditional effects, and they may partially absorb the influence of omitted governance variables. This limitation reflects the interconnected nature of governance institutions, rather than a modelling flaw, and is explicitly acknowledged when interpreting the empirical results.

## ■ Results and discussion

Table 2 reveals high inter-correlations between the indicators of good governance (e.g.,  $GE-RQ = 0.917$ ,  $GE-RL = 0.904$ ,  $CC-GE = 0.907$ ). Therefore, simultaneously including the full set of indicators in a multiple regression model could result in multicollinearity. This statistical problem causes an inflation of variance of coefficient estimates that makes them unstable and unreliable (Gujarati, 2009). An appropriate solution adopted by the study is a bivariate regression strategy, running regression of  $CORRUPT$  ( $Y$ ) on each of the indicators of good governance ( $X$ ) individually, yielding six separate regression models as shown in Table 4 to Table 9 that isolate and precisely estimate each of the effects of the factors of good governance on corruption.

**Table 2** Pair-wise correlations

|         | CORRUPT | VA     | PS     | GE     | RQ     | RL     | CC     | GDP |
|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----|
| CORRUPT | 1       |        |        |        |        |        |        |     |
| VA      | -.512** | 1      |        |        |        |        |        |     |
| PS      | -.671** | .281** | 1      |        |        |        |        |     |
| GE      | -.888** | .558** | .659** | 1      |        |        |        |     |
| RQ      | -.837** | .603** | .581** | .917** | 1      |        |        |     |
| RL      | -.857** | .530** | .691** | .904** | .842** | 1      |        |     |
| CC      | -.948** | .544** | .694** | .907** | .842** | .897** | 1      |     |
| GDP     | -.170** | 0.050  | .080*  | .220** | .110** | .141** | .140** | 1   |

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

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

Table 3 summarises statistics of all variables used for analysis, including governance indicators, corruption index, as well as the use of GDP as a control variable. Dependent variable CORRUPT is at 6.163 with a standard deviation of 1.784, meaning moderate variation across observations. Of the governance indicators, Voice and Accountability (VA) as well as Political Stability (PS) have negative mean values of -0.687 and -0.447 respectively, meaning relatively lower mean scores for the two dimensions across the sample. Skewness of most of the governance indicators is close to zero, meaning approximate symmetry of distributions. GDP has high positive skewness of 6.401 as well as kurtosis of 49.262, meaning strongly skewed distribution due to large differences across countries in economic size. The large variation of GDP ensures that there exists widespread cross-country analysis of economic size that needs to be controlled. Generally, data appear appropriate for regression analysis despite the requirement of transformation of GDP for its non-normality.

**Table 3** Descriptive statistics

| Variables          | Minimum | Maximum       | Mean       | Std. Deviation | Skewness | Kurtosis |
|--------------------|---------|---------------|------------|----------------|----------|----------|
| CORRUPT            | 0.600   | 9.600         | 6.163      | 1.784          | -0.794   | 0.099    |
| VA                 | -2.313  | 1.117         | -0.687     | 0.806          | 0.294    | -0.574   |
| PS                 | -3.180  | 1.599         | -0.447     | 1.035          | -0.285   | -0.539   |
| GE                 | -2.362  | 2.470         | -0.113     | 0.916          | 0.230    | -0.198   |
| RQ                 | -2.527  | 2.309         | -0.216     | 0.928          | -0.009   | -0.187   |
| RL                 | -2.096  | 1.838         | -0.232     | 0.861          | 0.102    | -0.658   |
| CC                 | -1.798  | 2.301         | -0.302     | 0.887          | 0.697    | -0.119   |
| GDP<br>(\$Million) | 366.92  | 18,270,356.65 | 544,975.54 | 1,737,228.54   | 6.401    | 49.262   |

As expected in our hypothesis, Table 4 presents the results of the multiple linear regression model testing Hypothesis 1, which proposes that Voice and Accountability (VA) has a negative impact on corruption levels (CORRUPT) with a p-value < 0.001 level. This indicates a strong negative relationship between voice and accountability and corruption. In other words, as VA increases, corruption significantly decreases. This finding is consistent with the theoretical expectation that greater civic engagement and freedom of expression enable citizens, civil society, and the media to monitor government behaviour, hold officials accountable, and reduce the space for corrupt practices.

This aligns with prior studies (Kaufmann et al., 2011; Treisman, 2007), which emphasise the importance of participatory governance in curbing corruption. Therefore, the results provide empirical support for Hypothesis 1, reinforcing the argument that strengthening voice and accountability is a crucial strategy in the fight against corruption.

**Table 4** Regression model for hypothesis 1

| Unstandardised Coefficients |            |            | Standardised Coefficients |        |          |
|-----------------------------|------------|------------|---------------------------|--------|----------|
| Model 1                     | B          | Std. Error | Beta                      | t      | Sig.     |
| (Constant)                  | 5.511      | .068       |                           | 63.242 | <.001*** |
| VA                          | -1.073     | .064       | -.482                     | 15.856 | <.001*** |
| GDP                         | -1.419e-13 | .000       | -.146                     | 4.953  | <.001*** |

Dependent Variable: CORRUPT, R=.511, R Square =.261, Adjusted R Square =.259, \*, \*\*, \*\*\* indicates significance at the 90%, 95%, and 99% level, respectively.

Table 5 provides evidence supporting Hypothesis 2, which proposes that Political Stability (PS) has a negative impact on corruption. Our result suggests that countries with higher levels of political stability tend to experience lower levels of corruption. The result is highly statistically significant ( $p < .001$ ), indicating a strong negative relationship between political stability and corruption. In practical terms, politically stable countries are significantly less likely to exhibit high levels of corruption.

This finding is consistent with the rationale that political stability promotes consistent policy implementation, institutional continuity, and fewer opportunities for rent-seeking or abuse of power. Conversely, political instability, manifested through frequent leadership changes, civil unrest, or conflict, can erode institutional strength and create environments conducive to corruption. These results align with previous studies (Fjelde & Hegre, 2014; Shleifer & Vishny, 1993), which emphasise the role of stability in strengthening governance and reducing corruption risk. Therefore, the regression model provides strong empirical support for Hypothesis 2, highlighting political stability as a critical factor in curbing corruption across countries.

**Table 5** Regression model for hypothesis 2

| Unstandardised Coefficients |            |            | Standardised Coefficients |         |          |
|-----------------------------|------------|------------|---------------------------|---------|----------|
| Model 1                     | B          | Std. Error | Beta                      | t       | Sig.     |
| (Constant)                  | 5.638      | .050       |                           | 112.518 | <.001*** |
| PS                          | -1.153     | .042       | -.668                     | -27.225 | <.001*** |
| GDP                         | -1.051e-13 | .000       | -.108                     | -4.410  | <.001*** |

Dependent Variable: CORRUPT, R=.687, R Square =.472, Adjusted R Square =.470, \*, \*\*, \*\*\* indicates significance at the 90%, 95%, and 99% level, respectively.

Table 6 presents the results of the regression analysis for Hypothesis 3, which posits that Government Effectiveness (GE) has a negative effect on corruption levels. The findings provide strong empirical support for the hypothesis, with the result being highly statistically significant ( $p < .001$ ). This indicates a very strong negative relationship between government effectiveness and corruption, suggesting that as the quality and efficiency of government services, policy implementation, and public sector performance improve, corruption levels tend to decline significantly.

This outcome aligns with theoretical expectations and previous studies, which argue that effective governments deliver services more efficiently, enforce laws more equitably, and reduce opportunities for discretionary abuse and rent-seeking (Kaufmann et al., 2011). Well-functioning public institutions enhance administrative efficiency and restrict the channels through which corruption can occur (Quah, 2015). In conclusion, the regression results strongly support Hypothesis 3, affirming that government effectiveness is a critical determinant in reducing corruption across countries.

**Table 6** Regression model for hypothesis 3

| Unstandardised Coefficients |           |            | Standardised Coefficients |         |          |
|-----------------------------|-----------|------------|---------------------------|---------|----------|
| Model 1                     | B         | Std. Error | Beta                      | t       | Sig.     |
| (Constant)                  | 5.998     | .029       |                           | 205.389 | <.001*** |
| GE                          | -1.793    | .032       | -.893                     | -55.837 | <.001*** |
| GDP                         | 3.215e-14 | .000       | .033                      | 2.071   | .039**   |

Dependent Variable: CORRUPT, R=.886, R Square =.785, Adjusted R Square =.785, \*, \*\*, \*\*\* indicates significance at the 90%, 95%, and 99% level, respectively.

Table 7 presents the regression results for Hypothesis 4, which proposes that Regulatory Quality (RQ) has a negative effect on corruption levels. The findings provide strong empirical support for this hypothesis, with the results being highly statistically significant ( $p < .001$ ). The analysis reveals a very strong negative relationship between regulatory quality and corruption, suggesting that as the clarity, consistency, and effectiveness of regulatory policies improve, corruption levels tend to decline significantly.

This finding aligns with the theoretical expectation that high-quality regulation reduces bureaucratic discretion, limits opportunities for rent-seeking, and promotes rule-based governance (La Porta et al., 2000; Rose-Ackerman & Palifka, 2016). In contrast, weak or inconsistent regulatory systems often lead to inefficiencies, ambiguity, and environments where public officials exploit loopholes and discretionary power for personal gain (Cucciniello et al., 2015). Taken together, these results validate Hypothesis 4 and underscore regulatory quality as a critical institutional mechanism in curbing corruption. Strengthening regulatory frameworks should therefore be a central priority for countries aiming to improve governance and public sector integrity.

**Table 7** Regression model for hypothesis 4

| Unstandardised Coefficients |            |            | Standardised Coefficients |         |          |
|-----------------------------|------------|------------|---------------------------|---------|----------|
| Model 1                     | B          | Std. Error | Beta                      | t       | Sig.     |
| (Constant)                  | 5.909      | .035       |                           | 169.845 | <.001*** |
| RQ                          | -1.686     | .038       | -.826                     | -44.695 | <.001*** |
| GDP                         | -7.505e-14 | .000       | -.077                     | -4.186  | <.001*** |

Dependent Variable: CORRUPT, R=.838, R Square =.702, Adjusted R Square =.701, \*, \*\*, \*\*\* indicates significance at the 90%, 95%, and 99% level, respectively.

Table 8 presents the regression results for Hypothesis 5, which posits that Rule of Law (RL) negatively affects corruption levels. The results provide strong empirical support for the hypothesis. The standardized coefficient (Beta) for RL is -0.845, and the effect is highly statistically significant ( $p < .001$ ). This reflects a very strong negative relationship between the rule of law and corruption, suggesting that countries with stronger legal systems, where laws are fairly enforced, judicial independence is respected, and legal protections are upheld, tend to have significantly lower levels of corruption.

This finding aligns with theoretical expectations and previous research, which argue that the rule of law is a cornerstone of anti-corruption efforts. A well-functioning legal system not only deters corrupt behaviour by increasing the likelihood of detection and punishment but also promotes public trust and institutional accountability (Goltz et al., 2015; Levie & Autio, 2011; Rose-Ackerman & Palifka, 2016; Treisman, 2007). Taken together, our results confirm Hypothesis 5 and emphasise that strengthening the rule of law is a critical mechanism for combating corruption and enhancing governance quality.

**Table 8** Regression model for hypothesis 5

| Unstandardised Coefficients |            |            | Standardised Coefficients |         |          |
|-----------------------------|------------|------------|---------------------------|---------|----------|
| Model 1                     | B          | Std. Error | Beta                      | t       | Sig.     |
| (Constant)                  | 5.817      | .034       |                           | 173.162 | <.001*** |
| RL                          | -1.758     | .037       | -.845                     | -47.751 | <.001*** |
| GDP                         | -4.821e-14 | .000       | -.050                     | -2.806  | .005**   |

Dependent Variable: CORRUPT, R=.854, R Square =.728, Adjusted R Square =.728, \*, \*\*, \*\*\* indicates significance at the 90%, 95%, and 99% level, respectively.

Table 9 presents the regression results for Hypothesis 6, which posits that Control of Corruption (CC) has a negative effect on corruption levels. The findings provide very strong empirical support for the hypothesis. The standardised coefficient (Beta) for CC is -0.943, and the relationship is highly statistically significant ( $p < .001$ ). This represents the strongest negative association among all models tested, indicating that countries with greater institutional capacity to detect, prevent, and sanction corrupt practices tend to exhibit significantly lower levels of corruption.

This result aligns with theoretical expectations and previous research, which identify control of corruption as a central mechanism in mitigating unethical behaviour within public institutions. Robust anti-corruption frameworks, including independent enforcement agencies, legal protections for whistleblowers, and transparent oversight mechanisms, are effective in reducing opportunities for bribery, embezzlement, and abuse of power (Rose-Ackerman & Palifka, 2016). Our results also align with governance literature, which consistently emphasises the critical role of corruption control in fostering accountability and transparency (Handoyo & Fitriyah, 2018). Similarly, Mackey and Cuomo (2020) find that well-defined anti-corruption indicators can enhance transparency and accountability, thereby reducing opportunities for corrupt practices. Overall, these findings strongly validate Hypothesis 6 and underscore control of corruption as the most influential governance factor in reducing corruption across countries.

**Table 9** Regression model for hypothesis 6

| Unstandardised Coefficients |            |            | Standardised Coefficients |         |          |
|-----------------------------|------------|------------|---------------------------|---------|----------|
| Model 1                     | B          | Std. Error | Beta                      | t       | Sig.     |
| (Constant)                  | 5.614      | .021       |                           | 267.485 | <.001*** |
| CC                          | -1.882     | .022       | -.943                     | -87.416 | <.001*** |
| GDP                         | -3.064e-14 | .000       | -.032                     | -2.925  | .004***  |

Dependent Variable: CORRUPT, R=.948, R Square =.899, Adjusted R Square =.899, \*, \*\*, \*\*\* indicates significance at the 90%, 95%, and 99% level, respectively.

## ■ Conclusion

This study examines the relationship between key governance indicators and corruption levels across 44 Asian countries over the period 2000–2023. The findings provide consistent empirical evidence that governance quality plays a critical role in shaping corruption outcomes. Specifically, Voice and Accountability, Political Stability, Government Effectiveness, Regulatory Quality, Rule of Law, and Control of Corruption are each found to be negatively associated with corruption. These results highlight the importance of accountability mechanisms, institutional capacity, legal integrity, and citizen participation in limiting opportunities for corrupt practices and strengthening public trust. Among the governance dimensions examined, Control of Corruption, Government Effectiveness, and Rule of Law emerge as particularly influential, underscoring the central role of institutional enforcement and legal frameworks in anti-corruption efforts.

This study contributes to the literature by offering a comprehensive and region-specific analysis of governance and corruption in Asia, a region that remains underrepresented in large-scale governance research. By examining 44 Asian countries, the analysis provides comparative insights into how governance quality relates to corruption across diverse political and economic contexts. Empirically, the study identifies governance dimensions that appear most strongly associated with lower corruption, offering useful guidance for policy prioritisation. Practically, the findings suggest that sustained investment in institutional development, regulatory capacity, and legal enforcement can form the backbone of effective anti-corruption strategies across the region. At the same time, the findings should be interpreted in light of several important methodological limitations. First, although the data span multiple years, the study adopts a cross-sectional research design, which limits causal inference and precludes examination of within-country changes over time. Second, due to high multicollinearity among governance indicators, the empirical strategy relies on separate bivariate regression models. While this approach avoids unstable estimates, it results in models that are inherently underspecified. Consequently, the reported coefficients should be interpreted as isolated associations rather than fully conditional effects, and they may partially capture the influence of omitted, highly correlated governance dimensions. These limitations reflect the interconnected nature of governance institutions rather than weaknesses in data quality, but they nonetheless constrain the scope of inference.

These limitations also point to several avenues for future research. Subsequent studies could employ panel data techniques to explore dynamic relationships between governance reforms and corruption over time or use alternative modelling strategies to jointly estimate governance dimensions while addressing multicollinearity. Future work may also examine interaction effects among governance indicators to better capture their interdependence, or investigate how contextual factors such as political regimes, economic development, or cultural norms condition the effectiveness of governance in reducing corruption. In addition, qualitative case studies could complement cross-country analysis by providing deeper insight into how anti-corruption institutions operate in practice.



## ■ References

- Abdillah, K., Handoyo, R. D., & Wasiaturrahma, W. (2020). The Effect of Control Corruption, Political Stability, Macroeconomic Variables on Asian Economic Growth. *Ekulibrium: Jurnal Ilmiah Bidang Ilmu Ekonomi*, 15(2), 161-169.
- Andersen, T. B. (2009). E-Government as an anti-corruption strategy. *Information Economics and policy*, 21(3), 201-210.
- Asongu, S., & Nwachukwu, J. (2015). A good turn deserves another: Political stability, corruption and corruption-control. *Economics bulletin*, 35(4), 2037-2048.
- Beju, D.-G., Ciupac-Ulici, M.-L., & Bresfelean, V. P. (2024). Political stability and corruption nexus: an international perspective on European and Asian countries. *The Journal of Risk Finance*, 25(3), 422-442.
- Breen, M., & Gillanders, R. (2012). Corruption, institutions and regulation. *Economics of Governance*, 13, 263-285.
- Cucciniello, M., Belle, N., Nasi, G., & Valotti, G. (2015). Assessing public preferences and the level of transparency in government using an exploratory approach. *Social Science Computer Review*, 33(5), 571-586.
- Del Monte, A., & Pennacchio, L. (2020). Corruption, government expenditure and public debt in OECD countries. *Comparative economic studies*, 62, 739-771.
- Fjelde, H., & Hegre, H. (2014). Political corruption and institutional stability. *Studies in Comparative International Development*, 49, 267-299.
- Frye, T., Åslund, A., Guriev, S., & Kuchins, A. (2010). Corruption and the Rule of Law.
- Garcia-Sanchez, I. M., Cuadrado-Ballesteros, B., & Frias-Aceituno, J. (2013). Determinants of government effectiveness. *International Journal of Public Administration*, 36(8), 567-577.
- Goltz, S., Buche, M. W., & Pathak, S. (2015). Political empowerment, rule of law, and women's entry into entrepreneurship. *Journal of Small Business Management*, 53(3), 605-626.
- Gujarati, D. N. (2009). *Basic Econometrics 5th Edition*. McGraw-Hill.
- Handoyo, S., & Fitriyah, F. K. (2018). Control of corruption, regulatory quality, political stability and environmental sustainability: a cross-national analysis. *Journal of Accounting Auditing and Business-Vol*, 1(2).
- Ionescu, L. (2010). The relationship between government effectiveness and corruption. *Economics, Management, and Financial Markets*, 5(4), 226-231.

- Jalilian, H., Kirkpatrick, C., & Parker, D. (2007). The impact of regulation on economic growth in developing countries: A cross-country analysis. *World Development*, 35(1), 87-103.
- Kaller, A., Bielen, S., & Marneffe, W. (2018). The impact of regulatory quality and corruption on residential electricity prices in the context of electricity market reforms. *Energy Policy*, 123, 514-524.
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2009). Governance matters VIII: aggregate and individual governance indicators, 1996-2008. *World bank policy research working paper*(4978).
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2011). The worldwide governance indicators: Methodology and analytical issues<sup>1</sup>. *Hague journal on the rule of law*, 3(2), 220-246.
- Khosrowjerdi, M. (2022). Good governance and national information transparency: A comparative study of 117 countries. International Conference on Information,
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 3-27.
- Levie, J., & Autio, E. (2011). Regulatory burden, rule of law, and entry of strategic entrepreneurs: An international panel study. *Journal of Management Studies*, 48(6), 1392-1419.
- Li, W., Roland, G., & Xie, Y. (2020). Erosion of state power, corruption control, and political stability. *Bank of Finland, Helsinki*.
- Mackey, T. K., & Cuomo, R. E. (2020). An interdisciplinary review of digital technologies to facilitate anti-corruption, transparency and accountability in medicines procurement. *Global health action*, 13(sup1), 1695241.
- Marshall, D. (1998). Understanding the Asian crisis: Systemic risk as coordination failure. *Economic Perspectives-Federal Reserve Bank of Chicago*, 22, 13-28.
- Mongi, C., & Saidi, K. (2023). The Impact of Corruption, Government Effectiveness, FDI, and GFC on Economic Growth: New Evidence from Global Panel of 48 Middle-Income Countries. *Journal of the Knowledge Economy*, 1-26.
- Montes, G. C., & Paschoal, P. C. (2016). Corruption: what are the effects on government effectiveness? Empirical evidence considering developed and developing countries. *Applied Economics Letters*, 23(2), 146-150.
- Quah, J. S. (2015). Evaluating the effectiveness of anti-corruption agencies in five Asian countries: A comparative analysis. *Asian Education and Development Studies*, 4(1), 143-159.
- Rose-Ackerman, S., & Palifka, B. J. (2016). *Corruption and government: Causes, consequences, and reform*. Cambridge university press.

- Shabbir, G., Anwar, M., & Adil, S. (2016). Corruption, political stability and economic growth. *The Pakistan Development Review*, 689-702.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1993). Corruption. *The quarterly journal of economics*, 108(3), 599-617.
- The Transparency International, t. g. c. a. c. (2024). *What is corruption?*
- Treisman, D. (2007). What have we learned about the causes of corruption from ten years of cross-national empirical research? *Annu. Rev. Polit. Sci.*, 10(1), 211-244.
- Waller, C. J., Verdier, T., & Gardner, R. (2002). Corruption: top down or bottom up? *Economic Inquiry*, 40(4), 688-703.
- World Bank. (2024). *Worldwide Governance Indicators*  
(<https://doi.org/https://www.worldbank.org/en/publication/worldwide-governance-indicators>)



# ผลกระทบของการบังคับใช้มาตรฐาน การรายงานทางการเงินฉบับที่ 15 รายได้จากสัญญา ที่ทำกับลูกค้าต่อการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีหลักทรัพย์ SET100

Impact of The Implementation of Thailand Financial Standard 15  
Revenue from Contracts with Customers on Earnings Management  
of Listed Companies in The Stock Exchange of Thailand, SET100

## จารุวรรณ ไพรสุรินทร์

คณะศิลปศาสตร์และวิทยาศาสตร์  
มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตกำแพงแสน  
Email: jaruwan.proi@ku.th

## ภักคนรินทร์ เบญจปิยเศรษฐ์

คณะศิลปศาสตร์และวิทยาศาสตร์  
มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตกำแพงแสน  
Email: phaknarin.b@ku.th

## ปฐิม อาศน์สุวรรณ

คณะศิลปศาสตร์และวิทยาศาสตร์  
มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตกำแพงแสน  
Email: purim.a@ku.th

## สุพรรณษา นิเวศน์

คณะศิลปศาสตร์และวิทยาศาสตร์  
มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตกำแพงแสน  
Email: supannasa.n@ku.th

## นิชกร อุ่นไชย

คณะศิลปศาสตร์และวิทยาศาสตร์  
มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตกำแพงแสน  
Email: nichakorn.au@ku.th

## นิตธิพน อนสว่าง

คณะศิลปศาสตร์และวิทยาศาสตร์  
มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตกำแพงแสน  
Email: nithitpon.o@ku.th

## เกศิณี ศิริรุ่งวัฒนชัย

คณะศิลปศาสตร์และวิทยาศาสตร์  
มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตกำแพงแสน  
Email: ketsinee.t@ku.th

## Jaruwan Proisurin

Faculty of Liberal Arts and Science Kasetsart University,  
Kamphaengsean Campus  
Email: jaruwan.proi@ku.th

## Phaknarin Benjapiyaset

Faculty of Liberal Arts and Science Kasetsart University,  
Kamphaengsean Campus  
Email: phaknarin.b@ku.th

## Purim Assuwan

Faculty of Liberal Arts and Science Kasetsart University,  
Kamphaengsean Campus  
Email: purim.a@ku.th

## Supannasa Niwet

Faculty of Liberal Arts and Science Kasetsart University,  
Kamphaengsean Campus  
Email: supannasa.n@ku.th

## Nichakorn Aunchai

Faculty of Liberal Arts and Science Kasetsart University,  
Kamphaengsean Campus  
Email: nichakorn.au@ku.th

## Nithipon On-sawang

Faculty of Liberal Arts and Science Kasetsart University,  
Kamphaengsean Campus  
Email: nithitpon.o@ku.th

## Ketsinee Sirirungwattanachai

Faculty of Liberal Arts and Science Kasetsart University,  
Kamphaengsean Campus  
Email: ketsinee.t@ku.th

## ผลกระทบของการบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินฉบับที่ 15 รายได้จากสัญญาที่ทำกับลูกค้าต่อการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีหลักทรัพย์ SET100

### จารุวรรณ โปรยสุรินทร์

คณะศิลปศาสตร์และวิทยาศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตกำแพงแสน

Email: jaruwan.proi@ku.th

### ภักคนรินทร์ เบญจปิยเศรษฐ์

คณะศิลปศาสตร์และวิทยาศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตกำแพงแสน

Email: phaknarin.b@ku.th

### ปฐิม อาศน์สุวรรณ

คณะศิลปศาสตร์และวิทยาศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตกำแพงแสน

Email: purim.a@ku.th

### สุพรรณษา นิเวศน์

คณะศิลปศาสตร์และวิทยาศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตกำแพงแสน

Email: supannasa.n@ku.th

### นิชากร อุ่นไชย

คณะศิลปศาสตร์และวิทยาศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตกำแพงแสน

Email: nichakorn.au@ku.th

### นิธิศพน อ้นสว่าง

คณะศิลปศาสตร์และวิทยาศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตกำแพงแสน

Email: nithitpon.o@ku.th

### เกษศิณี ศิริรุ่งวัฒนชัย

คณะศิลปศาสตร์และวิทยาศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตกำแพงแสน

Email: ketsinee.t@ku.th

วันที่ได้รับบทความต้นฉบับ: 13 มกราคม 2569

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 26 มีนาคม 2569

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 7 เมษายน 2569

## บทคัดย่อ

การบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินฉบับที่ 15 (TFRS15) ได้เปลี่ยนหลักเกณฑ์การรับรู้รายได้ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อคุณภาพกำไรและพฤติกรรมกรรมการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียน เนื่องจากรายได้เป็นตัวชี้วัดสำคัญต่อการประเมินผล การดำเนินงานและการตัดสินใจของนักลงทุน การวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบก่อนและหลังการบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 15 รายได้จากสัญญาที่ทำกับลูกค้าต่อการจัดการกำไร กลุ่มอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีหลักทรัพย์ SET100 โดยศึกษาช่วงก่อนการบังคับใช้ 5 ปี และหลังการบังคับใช้ 5 ปี กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีหลักทรัพย์ SET100 ที่ผ่านเกณฑ์การคัดเลือกจำนวน 52 บริษัท ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วย ตัวแปรอิสระ คือ การเปลี่ยนแปลงของรายได้ในช่วงก่อนและหลังการบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 15 รายได้จากสัญญาที่ทำกับลูกค้า และกลุ่มอุตสาหกรรม ตัวแปรตาม คือ การจัดการกำไร ตามแนวคิดของ Dechow et al. (1995) ตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของกิจการ ค่าตอบแทนของผู้บริหาร ขนาดของสำนักงาน สอบบัญชี เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย วิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา ประกอบด้วย ค่าร้อยละ ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน ประกอบด้วย การวิเคราะห์สมมติฐานสหสัมพันธ์ การวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ และการทดสอบ Independent sample t-test

ผลการศึกษา พบว่า ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 หลังการบังคับใช้ TFRS15 กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้างมีระดับการจัดการกำไรสูงกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ นอกจากนี้ ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ค่าตอบแทนผู้บริหาร มีผลกระทบต่อจัดการกำไร

**คำสำคัญ:** มาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 15 การจัดการกำไร ดัชนีหลักทรัพย์ SET100

# Impact of The Implementation of Thailand Financial Standard 15 Revenue from Contracts with Customers on Earnings Management of Listed Companies in The Stock Exchange of Thailand, SET100

## **Jaruwan Proisurin**

Faculty of Liberal Arts and Science Kasetsart University, Kamphaengsean Campus

Email: jaruwan.proi@ku.th

## **Phaknarin Benjapiyaset**

Faculty of Liberal Arts and Science Kasetsart University, Kamphaengsean Campus

Email: phaknarin.b@ku.th

## **Purim Assuwan**

Faculty of Liberal Arts and Science Kasetsart University, Kamphaengsean Campus

Email: purim.a@ku.th

## **Supannasa Niwet**

Faculty of Liberal Arts and Science Kasetsart University, Kamphaengsean Campus

Email: supannasa.n@ku.th

## **Nichakorn Aunchai**

Faculty of Liberal Arts and Science Kasetsart University, Kamphaengsean Campus

Email: nichakorn.au@ku.th

## **Nithipon On-sawang**

Faculty of Liberal Arts and Science Kasetsart University, Kamphaengsean Campus

Email: nithitpon.o@ku.th

## **Ketsinee Sirirungwattanachai**

Faculty of Liberal Arts and Science Kasetsart University, Kamphaengsean Campus

Email: ketsinee.t@ku.th

Received: January 13, 2026

Revised: March 26, 2026

Accepted: April 7, 2026

## ABSTRACT

The implementation of Thai Financial Reporting Standard No. 15 (TFRS15) has changed revenue recognition principles, which may affect earnings quality and earnings management behavior of listed companies. Since revenue is a key indicator for evaluating firm performance and guiding investors' decisions, examining the impact of such changes is important for enhancing the reliability of financial reporting in the Thai capital market. This study aims to examine the impact of earnings management before and after the adoption of Thai Financial Reporting Standard No. 15 (TFRS 15), Revenue from Contracts with Customers, in companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET100). The study focuses on firms in the Real Estate and Construction industry group compared with firms in other industry groups. The study period covers five years before and five years after the implementation of TFRS 15. The sample consists of 52 companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET100) that met the selection criteria. The independent variables include changes in revenue before and after the enforcement of TFRS 15 and industry group classification. The dependent variable is earnings management, measured based on the accrual-based model proposed by Dechow et al. (1995). The control variables include firm size, executive compensation, and audit firm size. The research methods include descriptive and inferential statistical analyses. Descriptive statistics comprise percentages, means, maximum and minimum values, and standard deviations. Inferential statistical analyses include correlation analysis, multiple regression analysis, and independent sample t-tests.

The results indicate that, at the 0.05 level of statistical significance, after the adoption of TFRS 15, firms in the Real Estate and Construction industry group exhibit a higher level of earnings management than firms in other industry groups. In addition, executive compensation, as a control variable, is found to have a significant impact on earnings management.

**Key word:** TFRS15, Earnings management, SET100

รายงานทางการเงินเป็นส่วนสำคัญของกลไกที่ทำให้เกิดความโปร่งใส และเพิ่มความเชื่อมั่นแก่ผู้ใช้งบการเงินของกิจการ การปรับปรุงมาตรฐานการรายงานทางการเงินเพื่อให้มาตรฐานมีความทันสมัย เป็นสากล และสอดคล้องกับสถานการณ์ปัจจุบัน สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์ได้ปรับปรุงมาตรฐานการรายงานทางการเงินของไทย (Thai Financial Reporting Standards: TFRS) ให้เป็นไปตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (International Financial Reporting Standard: IFRS) โดยตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2562 เป็นต้นไป เป็นการเริ่มต้นที่ทำให้การรับรู้รายได้ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปลี่ยนแปลงไปจากเดิมจากการปรับปรุงมาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 15 เรื่อง รายได้จากสัญญาที่ทำกับลูกค้า (TFRS15) โดยวัตถุประสงค์ของการปรับปรุงมาตรฐานการรายงานทางการเงินฉบับนี้ คือ การกำหนดหลักการที่ต้องปฏิบัติเพื่อการรายงานข้อมูลที่มีประโยชน์ให้แก่ผู้ใช้งบการเงินเกี่ยวกับลักษณะ จำนวนเงิน จังหวะเวลา และความไม่แน่นอนของรายได้ และกระแสเงินสดที่เกิดขึ้นจากสัญญาที่ทำกับลูกค้า (Federation of Accounting Professions [TFAC], 2019) โดยหลักการสำคัญของ TFRS15 คือ การกำหนดให้กิจการรับรู้รายได้ที่แสดงการส่งมอบสินค้าหรือบริการที่สัญญาให้ลูกค้าในจำนวนเงินที่สะท้อนถึงสิ่งตอบแทนที่กิจการคาดว่าจะมีสิทธิได้รับจากการเปลี่ยนสินค้าหรือบริการนั้น ๆ โดยกิจการต้องรับรู้รายได้ตามหลักการสำคัญ 5 ขั้นตอน (Five-step Model Framework) ประกอบด้วย ขั้นตอนที่ 1 ระบุสัญญาที่ทำกับลูกค้า ขั้นตอนที่ 2 ระบุภาระที่ต้องปฏิบัติในสัญญา ขั้นตอนที่ 3 กำหนดราคาของรายการ ขั้นตอนที่ 4 ปันส่วนราคาของรายการให้กับภาระที่ต้องปฏิบัติ และขั้นตอนที่ 5 รับรู้รายได้ ดุลยพินิจของผู้บริหารในขั้นตอนการรับรู้รายได้ตามแบบจำลอง 5 ขั้นของ TFRS15 อาจส่งผลกระทบต่อรายงานทางการเงิน เนื่องจากการประมาณการบางส่วนเกิดจากข้อกำหนดของมาตรฐานใหม่ โดยเฉพาะการกำหนดราคาขายเอกเทศ (Stand-alone Selling Price) ซึ่งแตกต่างจากแนวคิดการวัดมูลค่ายุติธรรม และอาจมีผลต่อจำนวนและช่วงเวลาการรับรู้รายได้ จึงอาจส่งผลกระทบต่อคุณภาพกำไรและโอกาสในการจัดการกำไร นอกจากนี้ การบังคับใช้ TFRS15 ได้เปลี่ยนแนวคิดการรับรู้รายได้จากเกณฑ์ความเสี่ยงและผลตอบแทนเป็นเกณฑ์การโอนการควบคุม ซึ่งส่งผลกระทบต่อธุรกรรมที่มีลักษณะสัญญาระยะยาวและมีองค์ประกอบหลายส่วน โดยเฉพาะในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้างที่มีลักษณะรายได้ซับซ้อน ต้องอาศัยการประมาณการและดุลยพินิจในการกำหนดภาระผูกพันตามสัญญา การจัดสรรราคาธุรกรรม และการประเมินความคืบหน้าของงานก่อสร้าง ลักษณะดังกล่าวอาจทำให้ผู้บริหารในอุตสาหกรรมนี้มีโอกาสใช้ดุลยพินิจทางบัญชีมากกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ส่งผลให้ระดับการจัดการกำไรมีแนวโน้มสูงขึ้นภายหลังการบังคับใช้ TFRS15 ดังนั้น การศึกษาความแตกต่างของระดับการจัดการกำไรระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมจึงมีความสำคัญต่อการประเมินประสิทธิภาพของมาตรฐานใหม่

งานวิจัยในอดีต พบว่า การเปลี่ยนแปลงมาตรฐานการรายงานทางการเงินมีผลกระทบทั้งต่อคุณภาพกำไร (Chimtoun, 2015; Sereephanitchakan, 2024) และกำไรของกิจการ (Neerapattanakun, 2023) ซึ่งการเปลี่ยนแปลงกำไรดังกล่าวอาจเกิดจากหลายปัจจัย ประการแรก อาจเกิดจากผลกระทบจากรูปแบบการรับรู้รายได้ของมาตรฐานการรายงานทางการเงิน ประการที่สอง อาจเกิดจากผลการดำเนินงานของกิจการเอง ประการที่สาม อาจเกิดจากรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary accruals: DA) (Krassanairawiwong & Srijunpetch, 2020) เนื่องจากการบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินฉบับใหม่อาจเปิดช่องว่างให้ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการตีความ และประยุกต์ใช้มาตรฐานซึ่งอาจนำไปสู่การตกแต่งตัวเลขให้เป็นไปตามเป้าหมายที่ต้องการ โดยเฉพาะในกรณีที่ผู้บริหารมีแรงจูงใจจากผลตอบแทนที่เชื่อมโยงกับผลประกอบการของกิจการ จากการศึกษาของ Chavanwan and Srijunpetch (2020) พบว่าการปรับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 15 มีผลทำให้คุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วง พ.ศ. 2561-2562 สูงขึ้น การศึกษานี้จึงมุ่งเน้นการวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงของรายได้

ในช่วงก่อนและหลังการบังคับใช้ TFRS15 โดยแบ่งออกเป็น 2 ช่วง คือ ช่วงก่อนการบังคับใช้ TFRS15 (พ.ศ. 2557-2561) และช่วงหลังการบังคับใช้ TFRS15 (พ.ศ. 2562-2566) มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบก่อนและหลังการบังคับใช้ TFRS15 ต่อการจัดการกำไร และเปรียบเทียบระดับการจัดการกำไรระหว่างก่อนและหลังการบังคับใช้ TFRS15 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีหลักทรัพย์ SET100 เนื่องจากการศึกษาในอดีตยังขาดการศึกษาเฉพาะเจาะจงในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ของไทย ซึ่ง SET100 เป็นกลุ่มที่มีมูลค่าตลาดสูง และมีมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์มาก ทั้งยังเป็นกลุ่มที่นักลงทุนให้ความสนใจและติดตามผลการดำเนินงานอย่างใกล้ชิด อีกทั้ง การเลือกศึกษาในช่วงเวลาดังกล่าว มีความเหมาะสมเนื่องจากครอบคลุมระยะเวลาที่เพียงพอในการสังเกตการเปลี่ยนแปลงของรูปแบบการรับรู้รายได้ และการจัดการกำไร อีกทั้งยังเป็นช่วงที่ธุรกิจมีการปรับตัว และเรียนรู้การปรับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงิน ได้อย่างเต็มรูปแบบ การศึกษาในช่วงเวลานี้จึงสามารถสะท้อนผลกระทบได้ทั้งในระยะสั้นและระยะกลางของการเปลี่ยนแปลงมาตรฐานการรายงานทางการเงิน

## ■ การทบทวนวรรณกรรมและการพัฒนาสมมติฐาน

### แนวคิดเกี่ยวกับมาตรฐานการรายงานทางการเงินฉบับที่ 15 เรื่อง รายได้จากสัญญาที่ทำกับลูกค้า

ปัจจุบันมาตรฐานการรายงานทางการเงินของไทย (Thai Financial Reporting Standards: TFRS) นั้นจัดทำขึ้นตามเกณฑ์ที่กำหนดโดยมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (International Financial Reporting Standard: IFRS) ซึ่งมาตรฐานการรายงานทางการเงินของไทยนั้นจะมีผลบังคับใช้ภายใน 1 ปีนับจากวันที่ถือปฏิบัติของมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (TFAC, 2025)

ในปี พ.ศ. 2562 สภาวิชาชีพบัญชี ได้มีการกำหนดใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 15 เรื่อง รายได้จากสัญญาที่ทำกับลูกค้า (TFRS15) โดยมีผลบังคับใช้ในวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2562 เป็นต้นไป และมีผลทำให้มาตรฐานการบัญชีไทย การตีความมาตรฐานการรายงานทางการเงินบางฉบับได้ถูกยกเลิกไป การปรับปรุงการรับรู้รายได้ตาม TFRS15 ในครั้งนี้ สภาวิชาชีพบัญชี มีเป้าหมายเพื่อให้ผู้ใช้งบการเงินได้รับข้อมูลที่เป็นประโยชน์มากขึ้น เพราะ TFRS15 กำหนดให้กิจการรับรู้รายได้ที่แสดงการส่งมอบสินค้าหรือบริการที่สัญญาให้ลูกค้าในจำนวนเงินที่สะท้อนถึงสิ่งตอบแทนที่กิจการคาดว่าจะมีสิทธิได้รับจากการเปลี่ยนสินค้าหรือบริการนั้น ๆ เนื้อหาของ TFRS15 คือ กิจการจะรับรู้รายได้เมื่อได้โอนการควบคุม (Transfer of Control) ในสินค้าหรือบริการให้แก่ลูกค้าแล้ว หรือมองในมุมกลับกัน คือ ลูกค้าได้รับสินค้าหรือบริการจากผู้ขายแล้ว การรับรู้รายได้อาจมีวิธีการและช่วงเวลาที่แตกต่างกัน ดังนั้น การรับรู้รายได้จะเกิดขึ้นเมื่อกิจการได้ปฏิบัติตามภาระด้วยเงื่อนไขที่ทำกับลูกค้าหรือสถานการณ์ที่เกิดขึ้นในบางกรณี มาตรฐานได้กำหนดขั้นตอนสำคัญในการรับรู้รายได้ไว้ 5 ขั้นตอน (TFAC, 2019; Srijunpetch & Phakdee, 2019) ดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 การระบุสัญญาที่ทำกับลูกค้า (Identify the Contracts with a Customer) เป็นขั้นตอนที่บุคคลทั้งสองฝ่ายต้องทำสัญญากันเป็นข้อตกลงที่ทำให้เกิดสิทธิที่ใช้อย่างบังคับและภาระผูกพัน

ขั้นตอนที่ 2 ระบุภาระที่ต้องปฏิบัติ (Performance Obligation) ในสัญญา ภาระที่ต้องปฏิบัติ หมายถึง ข้อตกลงในสัญญาที่ทำกับลูกค้าเพื่อโอนสินค้าหรือบริการ หรือชุดของสินค้าหรือบริการที่แตกต่างกันแต่มีลักษณะเนื้อหาโดยส่วนใหญ่เหมือนกันและมีรูปแบบการโอนไปยังลูกค้าแบบเดียวกันไปให้กับลูกค้า กิจการอาจพิจารณาความแตกต่างกันได้จากลูกค้าได้รับประโยชน์จากสินค้าหรือบริการนั้นแยกต่างหาก หรือต้องใช้ควบคู่กับทรัพยากรอื่นที่มีพร้อมต่อลูกค้าและคำสัญญาของกิจการในการส่งมอบสินค้าและบริการนั้น สามารถระบุแยกได้จากข้อตกลงอื่น ๆ ในสัญญาได้หรือไม่

ขั้นตอนที่ 3 กำหนดราคาของรายการ (Transaction Price) เป็นการคำนวณและประมาณการสิ่งตอบแทนที่กิจการจะได้รับหรือมีสิทธิได้รับเพื่อเป็นการตอบแทนการโอนสินค้าหรือบริการตามที่ตกลงกันให้แก่ลูกค้า โดยทั่วไปแล้วราคาของรายการอาจเท่ากับจำนวนเงินที่ระบุในสัญญา แต่ในบางกรณี ราคาของรายการอาจไม่เท่ากับจำนวนเงินที่ระบุในสัญญาเนื่องจากสัญญาอาจจะระบุเงื่อนไขเพิ่มเติม เช่น สิ่งตอบแทนที่ไม่ใช่เงินสด สิ่งตอบแทนที่จะจ่ายให้กับลูกค้า

ขั้นตอนที่ 4 ปันส่วนราคาของรายการให้กับภาระที่ต้องปฏิบัติที่รวมอยู่ในสัญญา ขั้นตอนการปันส่วนราคาของรายการให้กับภาระที่ต้องปฏิบัตินั้นจะเกิดขึ้นกรณีที่มีภาระที่ต้องปฏิบัติตามสัญญามากกว่า 1 ภาระเท่านั้น โดยกิจการต้องปันส่วนราคาของรายการให้กับแต่ละภาระที่ต้องปฏิบัติ โดยอ้างอิงราคาขายแบบเอกเทศ (Stand-alone Selling Price) ของสินค้าหรือบริการให้กับลูกค้า ณ วันเริ่มต้นของสัญญา กรณีที่ไม่มีราคาขายแบบเอกเทศที่สามารถระบุได้โดยตรง กิจการจำเป็นต้องประมาณการราคาขายแบบเอกเทศขึ้นมา โดยใช้วิธีดังต่อไปนี้ 1. วิธีปรับปรุงจากการสำรวจตลาด (Adjusted Market Assessment Approach) 2. วิธีต้นทุนที่คาดไว้บวกด้วยอัตรากำไร (Expected Cost Plus A Margin Approach) 3. วิธีส่วนของราคาที่เหลือ (Residual Approach)

ขั้นตอนที่ 5 รับรู้รายได้เมื่อ (หรือในขณะที่) กิจการปฏิบัติตามภาระที่ต้องปฏิบัติเสร็จสิ้น กิจการรับรู้รายได้เมื่อกิจการได้ปฏิบัติตามภาระที่ต้องปฏิบัติตามสัญญาหรือในขณะที่ปฏิบัติตามภาระที่ต้องปฏิบัติตามสัญญา ซึ่งเป็นเวลาที่ลูกค้าได้ควบคุมสินค้าหรือบริการนั้น จำนวนเงินของรายได้ที่รับรู้ คือ จำนวนเงินที่ปันส่วนให้ภาระที่ต้องปฏิบัติเสร็จสิ้นสำหรับ TFRS15 มี 2 วิธี คือ 1. ในกรณีที่กิจการส่งมอบสินค้าทั่ว ๆ ไปให้ลูกค้าแล้วจะรับรู้รายได้ ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง (Point in time) และ 2. ในกรณีที่กิจการส่งมอบบริการทั่ว ๆ ไปให้ลูกค้าแล้วจะรับรู้รายได้ตลอดช่วงเวลา (Over time)

ซึ่งในปัจจุบันคณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (IASB) อยู่ระหว่างดำเนินการ Post-Implementation Review (PIR) ของ IFRS15 เพื่อประเมินว่ามาตรฐานสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ด้านความโปร่งใสและคุณภาพของข้อมูลรายได้ได้เพียงใด ผลการศึกษานี้จึงสามารถเป็นข้อมูลเชิงประจักษ์ที่เป็นประโยชน์ต่อผู้กำหนดมาตรฐาน หน่วยงานกำกับดูแล และผู้ใช้งบการเงิน ในการพัฒนาหรือปรับปรุงแนวทางการรายงานรายได้ในอนาคต

## ■ แนวคิดเกี่ยวกับคุณภาพกำไร

Dechow and Schrand (2004) ให้คำนิยามว่า กำไรที่มีคุณภาพจะสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทได้อย่างแม่นยำ ซึ่งกำไรดังกล่าว คือ กำไรที่คาดว่าจะได้รับอย่างต่อเนื่องและยั่งยืนในระยะยาว ซึ่งเป็นแนวคิดที่เกี่ยวข้องกับสมมติฐานรายได้ถาวร (Permanent income hypothesis) ในทางเศรษฐศาสตร์ Francis, Olsson and Schipper (2006) กล่าวว่า ไม่ควรมองคุณภาพกำไรเป็นเพียงผลลัพธ์หลัก หรือเป็นผลมาจากการตัดสินใจของฝ่ายบริหารในแต่ละช่วงเวลา แต่ควรมองว่าความน่าเชื่อถือของตัวเลขกำไรที่บริษัทรายงานในงบการเงินนั้นเกิดจากทั้งการตัดสินใจในการรายงาน และการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ระยะยาวเกี่ยวกับสิ่งที่ควรจะเป็น เช่น สายธุรกิจของบริษัท (Lines of Business) คุณภาพกำไรเป็นสิ่งที่ผู้มีส่วนร่วมในกระบวนการรายงานทางการเงินให้ความสนใจ ซึ่งรวมถึงผู้กำหนดมาตรฐาน ผู้จัดทำรายงาน ผู้ตรวจสอบบัญชี หน่วยงานกำกับดูแล นักวิเคราะห์ทางการเงิน

Komutputipong (2014) ได้สรุปตัววัดคุณสมบัติคุณภาพกำไรโดยใช้ข้อมูลจากฐานบัญชี (Accounting-based Earnings Attribute Measure) 4 ตัววัด ประกอบด้วย

1. คุณภาพของรายการคงค้าง (Accrual quality) กำไรที่มีความใกล้เคียงกับเงินสดมากที่สุดย่อมเป็นที่ต้องการของผู้มีส่วนได้เสียของกิจการ เนื่องจากกำไรประกอบด้วยเงินสดและผลของรายการคงค้าง การที่รายการคงค้างในปัจจุบันสามารถสะท้อนกระแสเงินสดในอดีต ปัจจุบัน และอนาคตได้ดีย่อมแสดงให้เห็นถึงคุณภาพของกำไร

2. ความยั่งยืนของกำไร (Earnings persistence) กำไรที่เกิดขึ้นในปัจจุบันควรเกิดขึ้นในอดีต ดังนั้น หากกำไรในปัจจุบันเป็นผลของรายการที่เกิดขึ้นไม่บ่อย เช่น การขายสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน กิจการอาจไม่สามารถทำกำไรได้ในระดับเดียวกันนี้ในอนาคต

3. ความสามารถในการพยากรณ์ของกำไร (Earnings predictability) หากผู้ลงทุนใช้ตัวเลขกำไรของงวดปัจจุบันพยากรณ์กำไรในอนาคตได้ใกล้เคียงกับความเป็นจริงหรือมีความผิดพลาดน้อย กำไรนั้นย่อมมีคุณภาพ

4. ความสม่ำเสมอของกำไร (Earnings smoothness) กำไรที่ไม่ผันผวนมาก แสดงถึงความสามารถของผู้บริหารในการจัดการกำไรให้มีคุณภาพเป็นที่น่าเชื่อถือในสายตาของนักลงทุน

## ■ แนวคิดเกี่ยวกับพฤติกรรมผู้บริหาร

พฤติกรรมของผู้บริหารมีบทบาทสำคัญต่อกระบวนการจัดทำและนำเสนอการเงิน เนื่องจากผู้บริหารเป็นผู้มีอำนาจในการเลือกนโยบายบัญชี การกำหนดสมมติฐานและการประมาณการ รวมถึงการใช้ดุลยพินิจในการรับรู้รายการทางบัญชีต่าง ๆ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อคุณภาพของกำไรและความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางการเงิน แนวคิดทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) อธิบายว่าความสัมพันธ์เชิงตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นในฐานะผู้ว่าจ้างและผู้บริหารในฐานะตัวแทนอาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ส่งผลให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการจัดการกำไรเพื่อเพิ่มผลตอบแทนส่วนบุคคล เช่น โบนัสตามผลการดำเนินงาน การรักษาตำแหน่ง หรือการสร้างภาพลักษณ์ที่ดีต่อผู้ลงทุน (Jensen & Meckling, 1976) นอกจากนี้ รายได้และกำไรยังเป็นตัวชี้วัดสำคัญที่ใช้ในการประเมินผลการดำเนินงานของกิจการ การจัดทำสัญญาทางการเงิน และการตัดสินใจลงทุนของผู้ใช้งบการเงิน ทำให้ผู้บริหารมีแรงกดดันในการรายงานผลการดำเนินงานให้เป็นไปตามความคาดหวังของตลาดทุน ดังนั้น พฤติกรรมการรายงานทางการเงินของผู้บริหารจึงไม่ได้สะท้อนเพียงข้อเท็จจริงทางเศรษฐกิจของกิจการเท่านั้น แต่ยังสะท้อนแรงจูงใจเชิงเศรษฐกิจ โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการ และบริบททางสถาบันที่กิจการดำเนินงานอยู่

ในขณะเดียวกันแนวคิดทฤษฎีเชิงบวก (Positive Accounting Theory) ชี้ให้เห็นว่าผู้บริหารมีแนวโน้มเลือกวิธีปฏิบัติทางบัญชีที่ช่วยเพิ่มประโยชน์ของตนภายใต้ข้อจำกัดของมาตรฐานบัญชีและเงื่อนไขทางสัญญา เช่น การหลีกเลี่ยงการละเมิดเงื่อนไขสัญญาหนี้ การลดแรงกดดันทางการเงิน หรือการรักษาความสามารถในการระดมทุน (Watts & Zimmerman, 1986) งานวิจัยเชิงประจักษ์จำนวนมากยืนยันว่าการจัดการกำไรสามารถเกิดขึ้นได้ทั้งผ่านการปรับแต่งรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหาร และผ่านการตัดสินใจเชิงปฏิบัติการที่มีผลต่อกระแสเงินสดจริง เช่น การเร่งยอดขาย การลดค่าใช้จ่ายด้านวิจัยและพัฒนา หรือการปรับระดับการผลิต (Dechow et al., 1995; Roychowdhury, 2006) อย่างไรก็ตาม การมีระบบกำกับดูแลกิจการที่เข้มแข็ง เช่น คณะกรรมการอิสระที่มีประสิทธิภาพ ระบบควบคุมภายในที่เหมาะสม และคุณภาพการสอบบัญชีที่สูง สามารถช่วยจำกัดการใช้ดุลยพินิจในทางที่ไม่เหมาะสม และเพิ่มความโปร่งใสของรายงานทางการเงินได้ (Healy & Wahlen, 1999) ดังนั้น การทำความเข้าใจพฤติกรรมของผู้บริหารจึงเป็นประเด็นสำคัญในการประเมินคุณภาพกำไร ผลกระทบของมาตรฐานบัญชีใหม่ และความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนในตลาดทุน

## ■ แนวคิดเกี่ยวกับการจัดการกำไร

Healy and Wahlen (1999) กล่าวว่า การจัดการกำไร (Earnings management) เกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการจัดทางการเงิน และจัดการโครงสร้างของรายงานทางการเงินเพื่อสื่อให้ผู้มีส่วนได้เสียของกิจการใช้ผลการดำเนินงานของกิจการผิดไปจากความจริง หรือเพื่อผลประโยชน์ตามสัญญาที่เกิดขึ้นกับตัวเลขทางบัญชี

การจัดการกำไรสามารถแบ่งได้เป็น 2 วิธี ได้แก่ การจัดการกำไรโดยการเปลี่ยนวิธีการดำเนินงานธุรกิจ หรือการจัดการกำไรผ่านกิจกรรมจริง (Real-activities based Earnings management: REM) และการจัดการกำไรโดยเปลี่ยนวิธีการทางบัญชี หรือการจัดการกำไรตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual-based Earnings management: AEM) โดยวิธีแรกนั้นเป็นวิธีการจัดการกำไรที่เปลี่ยนวิธีการดำเนินงานทางธุรกิจจริงที่กระทบต่อธุรกิจ และกระแสเงินสดของธุรกิจ สำหรับวิธีที่สอง เป็นการจัดการกำไรโดยการเปลี่ยนวิธีการทางบัญชี หรือใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารกับรายการคงค้างบางประเภทซึ่งไม่กระทบต่อกระแสเงินสดของบริษัท เป็นเพียงการเปลี่ยนแปลงประมาณการต่าง ๆ เท่านั้น (Wajakajornrit, 2016)

มาตรฐานการรายงานทางการเงินกำหนดให้กิจการบันทึกบัญชีโดยใช้เกณฑ์คงค้าง หมายถึงการรับรู้หรือการบันทึกรายได้และค่าใช้จ่ายให้สอดคล้องกับช่วงเวลาที่เกิดขึ้น โดยไม่คำนึงว่าจะได้รับหรือจ่ายเงินสดไปแล้วหรือไม่ รายการคงค้างสามารถแบ่งได้เป็น 2 ส่วน คือ 1. รายการคงค้างที่ไม่ได้เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร (Non-discretionary accruals) หมายถึง รายการคงค้างที่เกิดขึ้นตามปกติจากการดำเนินธุรกิจของกิจการซึ่งเปลี่ยนแปลงไปตามสถานะปกติทางเศรษฐกิจซึ่งฝ่ายบริหารไม่สามารถควบคุมได้ และ 2. รายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary accruals) หมายถึง รายการคงค้างที่เกิดจากการกำหนดตัวเลขหรือการเลือกใช้นโยบายบัญชีของฝ่ายบริหาร รายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของฝ่ายบริหารจึงมักถูกใช้เป็นช่องทางในการตกแต่งตัวเลขกำไรให้เป็นไปในทิศทางที่ผู้บริหารต้องการ ทำให้รายการคงค้างนั้นไม่มีคุณภาพ และส่งผลให้กำไรไม่มีคุณภาพด้วย เพราะทำให้กำไรนั้นไม่สะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการ (Sangkum, Sampet & Sittisombut, 2017) ดังนั้น ในการศึกษาครั้งนี้จึงวัดคุณภาพกำไรจากรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร หรือที่เรียกว่าการจัดการกำไรตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual-based Earnings management: AEM) ด้วย Modified Jones Model ตามแนวคิดของ Dechow et al. (1995) ซึ่งเป็นแบบจำลองที่ได้รับความนิยมอย่างกว้างขวาง มีประสิทธิภาพในการตรวจจับการใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร และได้รับการยอมรับในการประมาณค่ารายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

การวัดการจัดการกำไรตามเกณฑ์คงค้างใช้แบบจำลองการถดถอยประมาณค่ารายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหาร โดยการวัดค่าการจัดการกำไรตามเกณฑ์คงค้างประกอบด้วย 3 ขั้นตอน (Sirirungwattachai & Selaratana, 2024)

ขั้นตอนที่ 1 คำนวณรายการคงค้างรวม (Total accruals: TA)ในการศึกษานี้วัดค่ารายการคงค้างโดยใช้งบกระแสเงินสดคำนวณโดย

|     |            |         |                                     |
|-----|------------|---------|-------------------------------------|
|     |            |         | $TA_{it} = NI_{it} - CFO_{it}$      |
| โดย | $TA_{it}$  | หมายถึง | รายการคงค้างรวม                     |
|     | $NI_{it}$  | หมายถึง | กำไรสุทธิก่อนหักรายการพิเศษ         |
|     | $CFO_{it}$ | หมายถึง | กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน |

ขั้นตอนที่ 2 ประมาณยอดคงค้างที่ไม่ใช้ดุลยพินิจ (Non-discretionary accruals: NDA) คำนวณโดย

|     |                   |         |                                                 |
|-----|-------------------|---------|-------------------------------------------------|
| โดย | $NDA_{it}$        | หมายถึง | ยอดคงค้างที่ไม่ใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร         |
|     | $\Delta REV_{it}$ | หมายถึง | การเปลี่ยนแปลงของรายได้                         |
|     | $\Delta REC_{it}$ | หมายถึง | การเปลี่ยนแปลงของยอดลูกหนี้สุทธิ                |
|     | $PPE_{it}$        | หมายถึง | ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ก่อนหักค่าเสื่อมราคาสะสม |
|     | $A_{t-1}$         | หมายถึง | สินทรัพย์รวมของปีก่อน                           |
|     | $B_1, B_2, B_3$   | หมายถึง | ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย ซึ่งได้จากสมการถดถอย   |

ขั้นตอนที่ 3 ประมาณยอดคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary accruals: DA) คำนวณค่าจากผลต่างระหว่างยอดรวมของรายการคงค้าง (ขั้นตอนที่ 1) หารด้วยสินทรัพย์รวมของปีก่อน กับยอดคงค้างที่ไม่ใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (ขั้นตอนที่ 2) คำนวณโดย

|     |           |         |                                            |
|-----|-----------|---------|--------------------------------------------|
|     |           |         | $DA_{it} = (TA_{it} / A_{t-1}) - NDA_{it}$ |
| โดย | $DA_{it}$ | หมายถึง | ยอดคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหาร          |

จากผลการศึกษาในอดีตเกี่ยวกับการบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินฉบับที่ 15 เรื่อง รายได้จากสัญญาที่ทำกับลูกค้า พบว่า TFRS15 ส่งผลกระทบเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับการเปลี่ยนแปลงของรายได้รวม การเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ การเปลี่ยนแปลงกำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษีเงินได้และค่าเสื่อมราคา การเปลี่ยนแปลงกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีเงินได้ และรายการคงค้างรวม (Phakdee & Srijunpetch, 2020) ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Chavanwan and Srijunpetch (2020) ที่พบว่าการปรับใช้ TFRS15 ส่งผลให้ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างจากดุลยพินิจของผู้บริหารลดลง ซึ่งหมายถึงกิจการมีการปรับแต่งกำไรลดลง และทำให้กิจการมีคุณภาพกำไรที่สูงขึ้น และ Neerapattanakun (2023) พบว่า รายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารลดลงอย่างมีนัยสำคัญหลังจากการใช้ TFRS15 ซึ่งสะท้อนคุณภาพกำไรที่เพิ่มขึ้น ผลกระทบของ TFRS15 แตกต่างกันไปตามอุตสาหกรรม โดยอุตสาหกรรมที่ได้รับผลกระทบมากที่สุดได้แก่ อสังหาริมทรัพย์ เทคโนโลยี และสื่อสาร และบริษัทขนาดใหญ่ได้รับผลกระทบจาก TFRS15 น้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากมีระบบบัญชีและการจัดการที่เข้มแข็งกว่า ซึ่งสอดคล้องกับ Napier and Stadler (2020) ที่ศึกษาผลกระทบของการบังคับใช้ IFRS15 โดยใช้การเปลี่ยนแปลงของรายได้เป็นตัวแปรอิสระ ต่อบริษัทขนาดใหญ่ 50 แห่งในยุโรป

และ Kabir and Su (2022) ที่ศึกษากลุ่มตัวอย่างในประเทศออสเตรเลียและนิวซีแลนด์ พบว่า IFRS15 ส่งผลกระทบต่อการรับรู้รายได้ของบริษัทต่าง ๆ ในระดับที่แตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับประเภทอุตสาหกรรม ความซับซ้อนของสัญญาทางธุรกิจ และขนาดของบริษัท บริษัทในอุตสาหกรรมโทรคมนาคม เทคโนโลยี และอุตสาหกรรมการผลิตที่มีสัญญาซับซ้อน มีการเปลี่ยนแปลงการรับรู้รายได้มากที่สุด แสดงให้เห็นว่าการนำ IFRS15 มาใช้มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อแนวทางการบัญชีและการดำเนินงานขององค์กรในบางอุตสาหกรรม อย่างไรก็ตาม Krassanairawiwong and Srijunpetch (2020) กลับพบว่าการเปลี่ยนแปลงของรายได้มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับคุณภาพกำไรผ่านรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารที่วัดค่าด้วยการจัดการกำไรตามแนวคิด The Modified Jones Model เมื่อนำรายการคงค้างช่วงก่อนและหลังการปรับใช้ TFRS15 มาเปรียบเทียบกับโดยใช้ The modified jones model ตามแนวคิดของ Dechow et al. (1995) และแนวคิดของ Yoon et al. (2006) พบว่าไม่มีความแตกต่างกัน

นอกจากนี้ อาจมีปัจจัยอื่น ๆ ที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรตามเกณฑ์คงค้าง จากการทบทวนงานวิจัยในอดีต คณะผู้วิจัยได้สรุปตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการวิจัย ดังนี้ ขนาดของกิจการ (Firm size) วัดจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม บริษัทขนาดใหญ่อาจมีการจัดการกำไรมากกว่าบริษัทขนาดเล็กเนื่องจากความซับซ้อนในการดำเนินงาน ทำให้การตรวจจัดการกำไรทำได้ยาก จากการศึกษาของ Sirirungwattachai and Selaratana (2024) พบว่าขนาดของบริษัทส่งผลเชิงลบต่อการจัดการกำไร Hattakit and Tangan (2022) พบว่า ค่าตอบแทนของผู้บริหาร (Executive compensation) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจัดการกำไร Wongwaegnoi (2020) และ Uraived (2021) พบว่า ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี (Audit firm size) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง โดยอาจกล่าวได้ว่าหากบริษัทมีการใช้บริการสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่จะส่งผลต่อการจัดการกำไรที่ลดลง อย่างไรก็ตาม Krongboon and Dampitakse (2022) กลับพบว่า ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไร

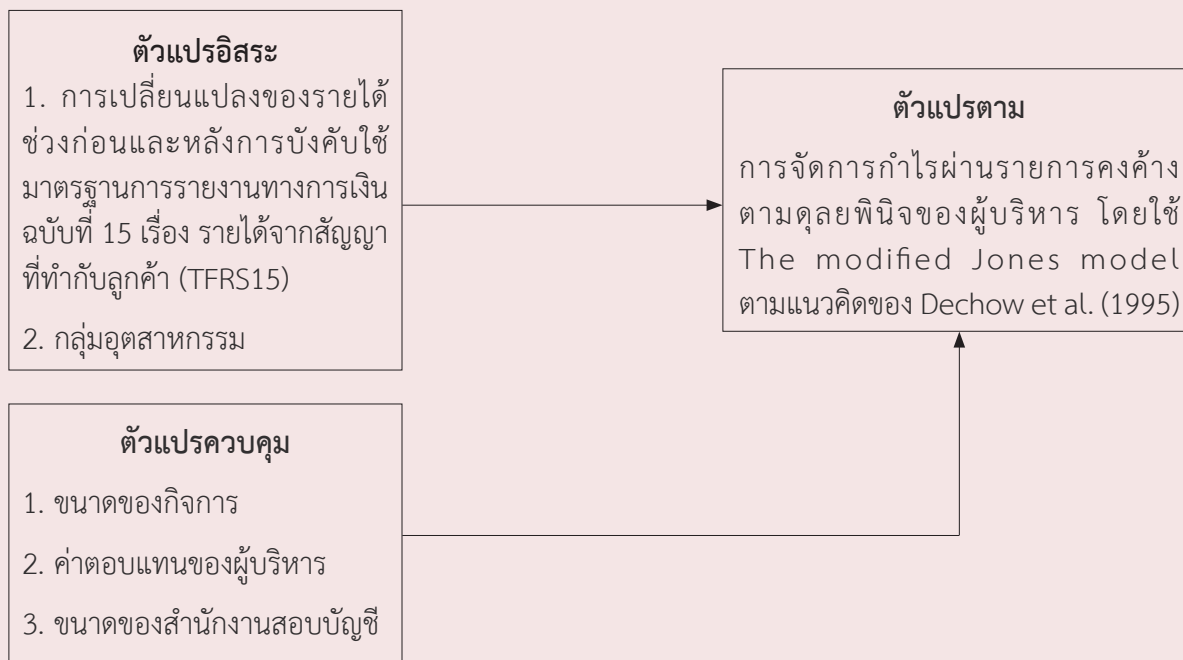
จากการทบทวนแนวคิดที่เกี่ยวข้อง และงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบของมาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 15 เรื่องรายได้จากสัญญาที่ทำกับลูกค้า และการจัดการกำไร คณะผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

H<sub>1</sub> การเปลี่ยนแปลงของรายได้ช่วงก่อนและหลังการบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 15 ส่งผลต่อการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหาร

H<sub>2</sub> ระดับการจัดการกำไรหลังการบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 15 ของกลุ่มอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างสูงกว่าอุตสาหกรรมอื่น ๆ

## ■ กรอบแนวคิดในการวิจัย

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง งานวิจัยนี้จึงมุ่งศึกษาศึกษาผลกระทบก่อนและหลังการบังคับใช้ TFRS15 ต่อการจัดการกำไร และเปรียบเทียบระดับการจัดการกำไรระหว่างก่อนและหลังการบังคับใช้ TFRS15 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีหลักทรัพย์ SET100 โดยให้ความสนใจกับแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของรายได้ช่วงก่อนและหลังการบังคับใช้ TFRS15 ว่าจะทำให้ระดับการจัดการกำไรเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร โดยงานวิจัยในอดีตยังพบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้รับผลกระทบมากที่สุด ได้แก่ อสังหาริมทรัพย์ นอกจากนี้ตัวแปรควบคุมที่นำมาศึกษาครั้งนี้ ได้แก่ ขนาดของกิจการ ค่าตอบแทนของผู้บริหาร ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี เนื่องจากงานวิจัยในอดีตพบว่าตัวแปรควบคุมดังกล่าวมีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไร โดยแสดงตามกรอบแนวคิดในการวิจัยแสดงดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

## ■ วิธีดำเนินการวิจัย

### การเก็บรวบรวมข้อมูล

คณะผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ (Secondary Data) ใช้ข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2557-2566 ระยะเวลารวม 10 ปี จากบทความ วิทยานิพนธ์ วิจัย และรายงานทางการเงินประจำปีของบริษัทจากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เว็บไซต์คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เว็บไซต์ SETSMART และเว็บไซต์บริษัท

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีหลักทรัพย์ SET100 จำนวน 100 บริษัท กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย คือ บริษัทที่ผ่านเกณฑ์การคัดเลือกโดยยกเว้นหลักทรัพย์ที่ถูกเพิกถอน บริษัทที่เปิดเผยข้อมูลไม่ครบถ้วน บริษัทที่มีวันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีไม่ตรงกับ 31 ธันวาคม บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน คงเหลือกลุ่มตัวอย่างจำนวน 52 บริษัท 520 ตัวอย่าง ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

| เกณฑ์การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง                         |                                                        | จำนวนบริษัท  |
|-------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|--------------|
| จำนวนบริษัทจดทะเบียนที่ใช้คำนวณดัชนีหลักทรัพย์ SET100 |                                                        | 100          |
| หัก                                                   | หลักทรัพย์ที่ถูกเพิกถอน                                | (1)          |
|                                                       | บริษัทที่เปิดเผยข้อมูลไม่ครบถ้วน                       | (24)         |
|                                                       | บริษัทที่มีวันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีไม่ตรงกับ 31 ธันวาคม | (3)          |
|                                                       | บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน            | (20)         |
| จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย                    |                                                        | 52           |
| จำนวนข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย                           |                                                        | 520 ตัวอย่าง |

■ การวัดค่าตัวแปรและแบบจำลอง

ตัวแปรอิสระ

- 1. การบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 15 (TFRS15) วัดค่าโดยใช้ลอการิทึมธรรมชาติ การเปลี่ยนแปลงของรายได้ในช่วงก่อนและหลังการบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 15 เรือง รายได้จากสัญญาที่ทำกับลูกค้า
- 2. กลุ่มอุตสาหกรรม วัดค่าโดยใช้ตัวแปรหุ่นโดยกำหนดให้ค่า 1 เมื่อเป็นบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง และให้ค่า 0 เมื่อเป็นบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ

ตัวแปรตาม

การจัดการกำไร (Earnings management) วัดค่าโดยใช้ Modified Jones Model ตามแนวคิดของ Dechow et al. (1995)

ตัวแปรควบคุม

- 1. ขนาดของกิจการ (Firm size) วัดค่าโดยใช้ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม
- 2. ค่าตอบแทนของผู้บริหาร (Executive compensation) วัดค่าโดยใช้ลอการิทึมธรรมชาติของค่าตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคน
- 3. ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี (Audit firm size) วัดค่าโดยใช้ตัวแปรหุ่น โดยกำหนดให้ค่า 1 เมื่อบริษัทใช้สำนักงานสอบบัญชีในกลุ่ม Big4 และให้ค่า 0 บริษัทใช้สำนักงานสอบบัญชีที่ไม่ใช่กลุ่ม Big4

ตารางที่ 2 แสดงสรุปตัวแปรและตัวย่อของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

| ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา                                      | ตัวย่อ |
|-------------------------------------------------------------|--------|
| ตัวแปรอิสระ                                                 |        |
| การเปลี่ยนแปลงของรายได้ในช่วงก่อนและหลังการบังคับใช้ TFRS15 | Rev    |
| กลุ่มอุตสาหกรรม                                             | Indust |
| ตัวแปรตาม                                                   |        |
| การจัดการกำไร                                               | DA     |
| ตัวแปรควบคุม                                                |        |
| ขนาดของกิจการ                                               | Size   |
| ค่าตอบแทนของผู้บริหาร                                       | Com    |
| ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี                                     | Big4   |

แบบจำลองในการศึกษาผลกระทบของการปรับใช้ TFRS15 ต่อการจัดการกำไร เขียนสมการได้ดังนี้

$$DA_{it} = B_0 + B_1 Rev_{it} + B_2 Indust_{it} + B_3 Size_{it} + B_4 Com_{it} + B_5 Big4_{it} + e_{it}$$

■ การวิเคราะห์ข้อมูล

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

1. ตัวแปรเชิงคุณภาพ ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรม (Indust) และขนาดของสำนักงานสอบบัญชี (Big4) แสดงได้ดังตารางที่ 3 และตารางที่ 4 ตามลำดับ

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาตัวแปรขนาดของกลุ่มอุตสาหกรรมก่อนและหลังการบังคับใช้ TFRS15

| กลุ่มอุตสาหกรรม            | ก่อนการบังคับใช้ TFRS15 |        | หลังการบังคับใช้ TFRS15 |        |
|----------------------------|-------------------------|--------|-------------------------|--------|
|                            | ความถี่                 | ร้อยละ | ความถี่                 | ร้อยละ |
| อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง | 12                      | 23.08  | 12                      | 23.08  |
| อื่น ๆ                     | 40                      | 76.92  | 40                      | 76.92  |
| รวม                        | 52                      | 100.00 | 52                      | 100.00 |

จากตารางที่ 3 พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีหลักทรัพย์ SET100 เป็นบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างจำนวน 12 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 23.08 ส่วนอีก 40 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 76.92 เป็นบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาตัวแปรขนาดของสำนักงานสอบบัญชีก่อนและหลังการบังคับใช้ TFRS15

| ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี | ก่อนการบังคับใช้ TFRS15 |        | หลังการบังคับใช้ TFRS15 |        |
|-------------------------|-------------------------|--------|-------------------------|--------|
|                         | ความถี่                 | ร้อยละ | ความถี่                 | ร้อยละ |
| Big4                    | 45                      | 86.54  | 49                      | 94.23  |
| Non-Big4                | 7                       | 13.46  | 3                       | 5.77   |
| รวม                     | 52                      | 100.00 | 52                      | 100.00 |

จากตารางที่ 4 พบว่า ทั้งก่อนและหลังการบังคับใช้ TFRS15 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีหลักทรัพย์ SET100 ส่วนใหญ่ใช้สำนักงานสอบบัญชีกลุ่ม Big4 โดยก่อนการบังคับใช้ TFRS15 ใช้สำนักงานสอบบัญชีกลุ่ม Big4 จำนวน 45 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 86.54 หลังการบังคับใช้ TFRS15 มีการใช้สำนักงานสอบบัญชีกลุ่ม Big4 เพิ่มขึ้นเป็นจำนวน 49 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 94.23

2. ตัวแปรเชิงปริมาณ ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงของรายได้ (Rev) รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (DA) ขนาดของกิจการ (Size) และค่าตอบแทนผู้บริหาร (Com) ก่อนและหลังการบังคับใช้ TFRS15 แสดงได้ดังตารางที่ 5

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาตัวแปรเชิงปริมาณก่อนและหลังการบังคับใช้ TFRS15 (n=52)

| ตัวแปร | ก่อนการบังคับใช้ TFRS15 |       |       |          | หลังการบังคับใช้ TFRS15 |       |       |          |
|--------|-------------------------|-------|-------|----------|-------------------------|-------|-------|----------|
|        | Min                     | Max   | Mean  | Std.Dev. | Min                     | Max   | Mean  | Std.Dev. |
| Rev    | 12.21                   | 23.81 | 23.81 | 1.69     | 13.41                   | 24.09 | 19.44 | 1.67     |
| DA     | -0.38                   | 1.16  | -0.02 | 0.12     | -0.96                   | 0.31  | -0.05 | 0.21     |
| Size   | 8.72                    | 12.37 | 10.71 | 0.65     | 8.97                    | 12.54 | 10.91 | 0.61     |
| Com    | 6.66                    | 8.64  | 7.88  | 0.36     | 6.13                    | 9.12  | 7.02  | 0.35     |

จากตารางที่ 5 พบว่าหลังการบังคับใช้ TFRS15 ค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของรายได้เพิ่มขึ้นจากเดิม 18.81 เพิ่มขึ้นเป็น 19.44 แสดงให้เห็นว่าหลังการบังคับใช้ TFRS15 บริษัทในดัชนีหลักทรัพย์ SET100 มีรายได้หลักเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ หลังการบังคับใช้ TFRS15 บริษัทในดัชนีหลักทรัพย์ SET100 มีการจัดการกำไรให้ลดลงเนื่องจากค่าต่ำสุดก่อนการบังคับใช้ เท่ากับ -0.38 ในขณะที่หลังการบังคับใช้มีค่าต่ำสุด -0.96 ในขณะที่ขนาดของกิจการ และค่าตอบแทนของผู้บริหาร ไม่ได้แตกต่างกันมาในช่วงก่อนและหลังการบังคับใช้ TFRS15

## ■ ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน

คณะผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression analysis) โดยวัดผลก่อนและหลังการใช้นาตราฐานผ่านการเปลี่ยนแปลงของรายได้ (Change in Revenue) สะท้อนผลของการเปลี่ยนแปลงหลักเกณฑ์การรับรู้รายได้ภายใต้มาตรฐานใหม่ต่อพฤติกรรมทางการเงินของกิจการ ทั้งนี้ มาตรฐาน IFRS 15 ได้เปลี่ยนแนวคิดการรับรู้รายได้เป็นแบบการโอนการควบคุม (Control-based approach) ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อจำนวนและช่วงเวลาการรับรู้รายได้ รวมถึงรายการทางการเงินอื่นที่เชื่อมโยงกัน (Napier & Stadler, 2020; Kabir & Su, 2022) แนวทางการใช้ Regression Analysis เพื่อศึกษาผลของการเปลี่ยนแปลงมาตรฐานบัญชีหรือสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจต่อคุณภาพกำไรและพฤติกรรมการจัดการกำไร ได้รับการยอมรับอย่างแพร่หลายในงานวิจัยด้านบัญชีและการเงิน เช่น Dechow et al. (1995) Roychowdhury (2006) Barth et al. (2008) และ Chen et al. (2010) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการวิเคราะห์ถดถอยสามารถอธิบายพฤติกรรมการรายงานทางการเงินของกิจการภายใต้บริบทที่เปลี่ยนแปลงได้อย่างมีนัยสำคัญ ในการวิเคราะห์ถดถอยมีข้อสมมติที่สำคัญ ประกอบด้วย (1) การแจกแจงแบบปกติ (Normal Distribution) คณะผู้วิจัยทดสอบข้อสมมติการแจกแจงแบบปกติด้วยค่า Kolmogorov-Smirnov และ Shapiro-Wilk test พบว่าทั้งก่อนและหลังการบังคับใช้ TFRS15 ตัวแปรที่มีค่า Sig > 0.05 กล่าวคือ ข้อมูลมีการแจกแจงแบบปกติ (2) ค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนของแบบจำลองเท่ากับศูนย์ คณะผู้วิจัยใช้ค่าคงเหลือ (Residual หรือ Error term) จากแบบจำลองในการวิเคราะห์ และพบว่าค่าเฉลี่ยของ Residual ทั้งก่อนและหลังการบังคับใช้ TFRS15 เท่ากับ 0.000 (3) ตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson's Correlation) พบว่า ทั้งก่อนและหลังการบังคับใช้ TFRS15 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันของตัวแปรอิสระการเปลี่ยนแปลงของรายได้ (Rev) และขนาดของกิจการ (Size) มีค่า 0.747 และ 0.750 ตามลำดับ หมายถึง ทั้ง 2 ตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเองสูงเกินไปซึ่งอาจทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity คณะผู้วิจัยจึงเลือกตัดตัวแปรขนาดของกิจการออกจากแบบจำลอง เนื่องจากงานวิจัยนี้ผู้วิจัยตั้งใจศึกษาผลกระทบของการบังคับใช้ TFRS15 ซึ่งเกี่ยวข้องกับรายได้โดยตรง (4) ความไม่คงที่ของตัวแปรสุ่มคลาดเคลื่อน (Heteroscedasticity) จากการทดสอบโดยใช้ The Breusch and Pagan test ผลทดสอบทั้งก่อนการบังคับใช้ TFRS15 พบค่า P-value เท่ากับ 0.27 หมายถึง แบบจำลองไม่มีปัญหา Heteroscedasticity ขณะที่หลังการบังคับใช้ TFRS15 พบค่า P-value เท่ากับ 0.00 หมายความว่าแบบจำลองหลังการบังคับใช้ TFRS15 มีปัญหา Heteroscedasticity คณะผู้วิจัยใช้วิธีคำสั่ง hcreg เพื่อแก้ปัญหาดังกล่าว และ (5) ความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรสุ่มคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) โดยพิจารณาค่าสถิติ Durbin-Watson พบว่าก่อนและหลังการบังคับใช้ TFRS15 มีค่าเท่ากับ 2.030 และ 2.371 ตามลำดับ เมื่อพิจารณาค่าสถิติ Durbin-Watson มีค่าอยู่ระหว่าง 1.50-2.50 แสดงว่าค่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระต่อกัน ไม่มีปัญหาความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรสุ่มคลาดเคลื่อน ผลการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression analysis) ช่วงก่อนและหลังการบังคับใช้ TFRS15 แสดงได้ดังตารางที่ 6 ดังนี้

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ก่อนและหลังการบังคับใช้ TFRS15

(n=52)

|                         | ก่อนการบังคับใช้ TFRS15     |        |         | หลังการบังคับใช้ TFRS15     |        |         |
|-------------------------|-----------------------------|--------|---------|-----------------------------|--------|---------|
|                         | Unstandardized<br>Coef. (B) | t      | Sig.    | Unstandardized<br>Coef. (B) | t      | Sig.    |
| (Constant)              | -0.225                      | -1.394 | 0.165   | 1.128                       | 3.160  | 0.002   |
| Rev                     | -0.012                      | -2.500 | 0.013** | 0.006                       | 0.673  | 0.502   |
| Indust                  | 0.011                       | 0.631  | 0.529   | 0.080                       | 3.589  | 0.000** |
| Com                     | 0.064                       | 2.379  | 0.018** | -0.182                      | -3.248 | 0.001** |
| Big4                    | -0.019                      | -0.833 | 0.405   | -0.028                      | -1.410 | 0.160   |
| Adjusted R <sup>2</sup> | 0.110                       |        |         | 0.106                       |        |         |
| Durbin-Watson           | 2.030                       |        |         | 2.371                       |        |         |
| F-test (Sig.)           | 6.338 (0.000**)             |        |         | 3.9232 (0.004**)            |        |         |

\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

จากตารางที่ 6 พบว่า ก่อนการบังคับใช้ TFRS15 กับการจัดการกำไร มีค่า Sig. = 0.013 และมีค่า Beta = -0.012 หมายถึง ก่อนการบังคับใช้ TFRS15 การเปลี่ยนแปลงของรายได้มีผลกระทบเชิงลบกับการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และผลกระทบของกลุ่มอุตสาหกรรมกับการจัดการกำไร มีค่า Sig. = 0.529 และมีค่า Beta = 0.011 หมายถึง การจัดการกำไรของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างไม่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ ในขณะที่ค่าตอบแทนผู้บริหารมีค่า Sig = 0.018 และค่า Beta = 0.064 หมายถึง ค่าตอบแทนผู้บริหารมีผลกระทบเชิงบวกกับการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

สำหรับหลังการบังคับใช้ TFRS15 พบว่า หลังการบังคับใช้ TFRS15 กับการจัดการกำไร มีค่า Sig. = 0.502 และมีค่า Beta = 0.006 หมายถึง การบังคับใช้ TFRS15 ไม่ส่งผลต่อการจัดการกำไร และผลกระทบของกลุ่มอุตสาหกรรมกับการจัดการกำไร มีค่า Sig. = 0.000 และมีค่า Beta = 0.080 หมายถึง การจัดการกำไรของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างสูงกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่ค่าตอบแทนผู้บริหารมีค่า Sig = 0.001 และค่า Beta = -0.182 หมายถึง ค่าตอบแทนผู้บริหารมีผลกระทบเชิงลบกับการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

เพื่อยืนยันผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2 ระดับการจัดการกำไรหลังการบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินฉบับที่ 15 ของกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างสูงกว่าอุตสาหกรรมอื่น ๆ โดยตัดปัจจัยอื่นที่อาจส่งผลกระทบต่อระดับการจัดการกำไร คณะผู้วิจัยจึงใช้การทดสอบ Independent sample t-test เพื่อทดสอบความแตกต่างระหว่างกลุ่มผลการวิจัยแสดงได้ดังตารางที่ 7

| การเปรียบเทียบ     | กลุ่มอุตสาหกรรม<br>อสังหาริมทรัพย์และ<br>ก่อสร้าง |          | กลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ |          | t     | Sig.    |
|--------------------|---------------------------------------------------|----------|-----------------------|----------|-------|---------|
|                    | Mean                                              | Std.Dev. | Mean                  | Std.Dev. |       |         |
| ระดับการจัดการกำไร | 0.0082                                            | 0.0927   | -0.0653               | 0.2367   | 3.575 | 0.000** |

หมายเหตุ : \*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

จากตารางที่ 7 การทดสอบ Independent sample t-test พบค่า Mean difference เท่ากับ 0.0735 และมีค่า Sig. = 0.000 หมายถึง หลังการบังคับใช้ TFRS15 กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีระดับการจัดการกำไรสูงกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

## ■ สรุปผลและอภิปรายผล

H<sub>1</sub> การเปลี่ยนแปลงของรายได้ช่วงก่อนและหลังการบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 15 ส่งผลต่อการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหาร

ผลการทดสอบสมมติฐานก่อนการบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 15 พบว่า การเปลี่ยนแปลงของรายได้มีผลกระทบเชิงลบกับการจัดการกำไร อาจเกิดจากก่อนการบังคับใช้ TFRS15 หลักการรับรู้รายได้ยังเปิดโอกาสให้ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการรับรู้รายได้ค่อนข้างมาก อย่างไรก็ตาม บริษัทที่มีการเติบโตหรือความผันผวนของรายได้มักอยู่ภายใต้การจับตามองจากนักลงทุน ผู้สอบบัญชี และหน่วยงานกำกับดูแลมากขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนในการจัดการกำไร (Cost of Earnings Management) สูงขึ้น ผู้บริหารจึงมีแรงจูงใจในการลดการใช้พฤติกรรมจัดการกำไรเพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงด้านชื่อเสียงและการตรวจสอบที่เข้มงวดมากขึ้น สอดคล้องกับแนวคิดของทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่ระบุว่า กลไกการติดตามตรวจสอบสามารถลดพฤติกรรมฉวยโอกาสของผู้บริหารได้ นอกจากนี้ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับงานวิจัยก่อนหน้านี้พบว่า บริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงของรายได้สูงมักมีคุณภาพกำไรที่ต่ำกว่า เนื่องจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากการดำเนินงานจริงช่วยลดแรงจูงใจในการปรับแต่งตัวเลขทางบัญชี (Dechow et al., 1995; Dechow & Dichev, 2002) กล่าวคือ เมื่อผลการดำเนินงานด้านรายได้อยู่ในระดับที่น่าพอใจ ผู้บริหารไม่จำเป็นต้องพึ่งพาการจัดการกำไรเพื่อบรรลุเป้าหมายทางการเงิน สำหรับประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมมีผลกระทบกับการจัดการกำไรไม่แตกต่างกัน ก่อนการบังคับใช้ TFRS15 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใช้มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 18 เรื่องรายได้ สำหรับการขายสินค้า กิจการต้องรับรู้รายได้เมื่อกิจการได้โอนความเสี่ยงและผลตอบแทนที่มีนัยสำคัญของความเป็นเจ้าของสินค้าให้กับผู้ซื้อแล้ว สำหรับการให้บริการ กิจการต้องรับรู้รายการที่เกี่ยวข้องกับการให้บริการนั้นเป็นรายได้จากการให้บริการตามขั้นความสำเร็จของรายการ ณ วันสิ้นรอบระยะเวลารายงาน ที่เรียกว่า วิธีอัตราส่วนของงานที่ทำเสร็จ (Percentage-of-Completion method) (TFAC, 2016) นอกจากนี้ผลการวิจัยยังสะท้อนให้เห็นว่าพฤติกรรมจัดการกำไรของบริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างไม่แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่นอย่างชัดเจน ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากการใช้หลักเกณฑ์การรับรู้รายได้ตามมาตรฐานเดิมที่เปิดโอกาสให้ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในระดับใกล้เคียงกันในทุกอุตสาหกรรม ส่งผลให้ลักษณะอุตสาหกรรมยังไม่ใช่งานวิจัยสำคัญที่อธิบายความแตกต่างของการจัดการกำไรก่อนการบังคับใช้ TFRS 15

ผลการทดสอบสมมติฐานหลังการบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 15 พบว่า การเปลี่ยนแปลงของรายได้ไม่มีผลกระทบกับการจัดการกำไร ในขณะที่บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีระดับการจัดการกำไรสูงกว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 มาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 15 กำหนดให้กิจการต้องรับรู้รายได้ตามหลักการสำคัญ 5 ขั้นตอน (Five-step Model Framework) แม้จากผลการศึกษาจะพบการเปลี่ยนแปลงของรายได้หลังบังคับใช้ TFRS15 จะสูงขึ้น แต่หากบริษัทปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ของ TFRS15 อย่างเคร่งครัด และจัดทำประมาณการอย่างรอบคอบ รวมถึงเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการประมาณการและข้อสมมติฐานที่ใช้ในการรับรู้รายได้อย่างโปร่งใส การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวก็อาจไม่ได้เกิดจากการจัดการกำไรของผู้บริหาร แต่เมื่อพิจารณาแยกกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีระดับการจัดการกำไรสูงกว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ ขัดแย้งกับการศึกษาของ Neerapattanakun (2023) ที่พบว่า TFRS15 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีความสัมพันธ์เชิงลบกับรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร และ Chavanwan and Srijunpetch (2020) ที่พบว่าหลังการปรับใช้ TFRS15 ส่งผลให้รายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารลดลง คุณภาพกำไรจึงสูงขึ้น สำหรับการรับรู้รายได้สำหรับสัญญาก่อสร้าง การจัดการกำไรของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างภายใต้ TFRS15 อาจเกิดจากการปรับเปลี่ยนประมาณการส่วนลด เช่น การปรับลดประมาณการส่วนลดที่ให้แก่ลูกค้า เพื่อให้รายได้ที่รับรู้ในรอบระยะเวลาบัญชีนั้นสูงขึ้น การปรับเปลี่ยนประมาณการผลตอบแทนผันแปร หรือการปรับเปลี่ยนประมาณการต้นทุน กิจการอาจปรับประมาณการต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับสัญญา เพื่อให้สามารถรับรู้รายได้ได้เร็วขึ้น หรือทำให้กำไรในรอบระยะเวลาบัญชีนั้นสูงขึ้น จากผลการวิจัยดังกล่าวสะท้อนให้เห็นถึงข้อดีของการบังคับใช้ TFRS15 ว่ามาตรฐานใหม่ช่วยปรับปรุงคุณภาพของการรับรู้รายได้ให้มีความชัดเจนและเป็นระบบมากขึ้น โดยเน้นหลักการโอนการควบคุมของสินค้าหรือบริการและการกำหนดภาระผูกพันตามสัญญา ส่งผลให้ความสามารถของผู้บริหารในการใช้การเปลี่ยนแปลงของรายได้เป็นเครื่องมือในการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างลดลง จึงอาจสะท้อนถึงการเพิ่มขึ้นของความโปร่งใสและความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางการเงิน ในขณะเดียวกัน ผลการศึกษานี้สามารถสะท้อนข้อจำกัดของการบังคับใช้มาตรฐานดังกล่าวคือ แม้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างรายได้กับการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างจะลดลง แต่ไม่ได้หมายความว่า การจัดการกำไรจะหายไปโดยสิ้นเชิง ผู้บริหารอาจปรับเปลี่ยนรูปแบบการจัดการกำไรไปใช้วิธีอื่น เช่น การจัดการกำไรผ่านกิจกรรมจริง หรือการใช้ดุลยพินิจในรายการบัญชีอื่นที่ไม่ได้เกี่ยวข้องกับรายได้โดยตรง ดังนั้น ประสิทธิภาพของ TFRS 15 ในการลดพฤติกรรมจัดการกำไรจึงขึ้นอยู่กับปัจจัยด้านธรรมาภิบาล และการกำกับดูแลกิจการควบคู่กันไป

H<sub>2</sub> ระดับการจัดการกำไรหลังการบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 15 ของกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างสูงกว่าอุตสาหกรรมอื่น ๆ

ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า จากการทดสอบ Multiple regression และ t-test ให้ผลการทดสอบที่สอดคล้องกัน กล่าวคือ หลังการบังคับใช้ TFRS15 กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีระดับการจัดการกำไรสูงกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงวิธีการรับรู้รายได้ตาม TFRS15 มีผลกระทบต่อการรับรู้รายได้และกำไรของกิจการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในอุตสาหกรรมที่มีลักษณะสัญญาซับซ้อน (Napier & Stadler, 2020; Kabir & Su, 2022) สาเหตุอาจเกิดจากกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีการปรับโครงสร้างสัญญา ปรับปรุงกระบวนการรับรู้รายได้หรือปรับเปลี่ยนรูปแบบธุรกิจ

## ■ ประโยชน์และข้อเสนอแนะการวิจัย

จากผลการศึกษาที่พบว่า การเปลี่ยนแปลงของรายได้มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง ในช่วงก่อนการบังคับใช้ TFRS 15 แต่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญภายหลังการบังคับใช้มาตรฐาน สะท้อนให้เห็นว่า มาตรฐานใหม่อาจช่วยลดบทบาทของรายได้ในฐานะเครื่องมือในการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างได้ในระดับหนึ่ง ดังนั้น หน่วยงานกำกับดูแลและผู้กำหนดมาตรฐานควรสนับสนุนการบังคับใช้มาตรฐานอย่างต่อเนื่อง รวมทั้งพัฒนาคำแนะนำในการตีความและการเปิดเผยข้อมูล เพื่อเพิ่มความโปร่งใสของการรับรู้รายได้ ลดความคลุมเครือในการใช้ดุลยพินิจทางบัญชี ป้องกันพฤติกรรมที่อาจส่งผลกระทบต่อความน่าเชื่อถือ และคุณภาพของงบการเงิน

ในด้านการกำกับดูแลกิจการ คณะกรรมการบริษัทและผู้สอบบัญชีควรให้ความสำคัญกับการติดตามการประมาณการทางบัญชีที่เกี่ยวข้องกับรายได้และรายการคงค้างอย่างใกล้ชิด แม้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างรายได้กับการจัดการกำไรจะลดลง แต่ผู้บริหารอาจปรับเปลี่ยนไปใช้วิธีการจัดการกำไรในรูปแบบอื่น เช่น การจัดการกำไรผ่านกิจกรรมจริง หรือการใช้ดุลยพินิจในรายการบัญชีอื่น ดังนั้น การเสริมสร้างระบบควบคุมภายในและคุณภาพของการสอบบัญชีจึงมีความสำคัญต่อการยกระดับคุณภาพรายงานทางการเงิน

สำหรับการวิจัยในอนาคตผู้วิจัยอาจขยายขอบเขตของกลุ่มตัวอย่างให้ครอบคลุมบริษัทที่อยู่ในดัชนีหลักทรัพย์อื่น ๆ หรือเจาะจงที่กลุ่มอุตสาหกรรมมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง เพื่อให้สามารถประเมินผลกระทบของ TFRS15 ต่อการจัดการกำไรได้ในมิติที่กว้างขึ้น นอกจากนี้ ผู้วิจัยอาจใช้วิธีการวัดค่าการจัดการกำไรด้วยแบบจำลองอื่น ๆ เช่น การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารด้วยแบบจำลองอื่น เช่น Yoon et al. (2006) หรือการจัดการกำไรผ่านกิจกรรมจริง เนื่องจากเมื่อมาตรฐานการรายงานทางการเงินมีความรัดกุมขึ้น รูปแบบการจัดการกำไรของผู้บริหารอาจเปลี่ยนไป หรืออาจทำการทดสอบว่า TFRS15 ทำหน้าที่เป็นตัวแปรกำกับในความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงรายได้ ต่อขนาดของการจัดการกำไรเปลี่ยนทิศทางหรือเปลี่ยนแปลงไปหรือไม่



## ■ References

- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467–498.
- Chavanwan, W., & Srijunpetch, S. (2020). The effect of applying TFRS15 Revenue from Contracts with Customers on earnings quality. *Journal of Accounting Profession*, 16(51), 5–22.
- Chen, H., Tang, Q., Jiang, Y., & Lin, Z. (2010). The role of international financial reporting standards in accounting quality: Evidence from the European Union. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 21(3), 220–278.
- Chimtoun, N. (2015). *The impact of IAS 19 (Employee Benefit) adoption on earnings quality* [Master's thesis, Thammasat University]. Thammasat University Digital Repository.  
[http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2015/TU\\_2015\\_5702030950\\_4016\\_2922.pdf](http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2015/TU_2015_5702030950_4016_2922.pdf)
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(s-1), 35–59.
- Dechow, P. M., & Schrand, C. M. (2004). *Earnings quality*. Research Foundation of CFA Institute.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225.
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., & Sloan, R. G. (1999). An empirical assessment of residual income valuation model. *Journal of Accounting and Economics*, 26(1-3), 1-34.
- Francis, J., Olsson, P., & Schipper, K. (2008). Earnings quality. *Foundations and Trends® in Accounting*, 1(4), 259–340.
- Hattakit, V., & Tangan, K. (2022). The factors that influence earnings management of listed companies on the Stock Exchange of Thailand, SET100 index group. *Journal of Liberal Arts and Service Industry*, 5(2), 46–64.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383.
- Komutputipong, N. (2014). Earnings quality measurement for security analysis. *Chulalongkorn Business Review*, 36(139), 1-18.
- Krassanairawiwong, K., & Srijunpetch, S. (2020). *The effect of the adoption of Thai Financial Reporting Standard 15: Revenue from contracts with customers on the earnings quality of companies in the property and construction sectors listed on the Stock Exchange of Thailand*. *Journal of Business Administration, The Association of Private Higher Education Institutions of Thailand*, 9(2), 117–128.

- Krongboon, W., & Dampitakse, K. (2022). Audit quality, debt ratios and cash flow from operating activities affecting on earnings management of listed companies on the Stock Exchange of Thailand. *Interdisciplinary Social Sciences and Communication Journal*, 5(3), 86–96.
- Napier, C. J., & Stadler, C. (2020). The real effects of a new accounting standard: The case of IFRS 15 Revenue from Contracts with Customers. *Accounting and Business Research*, 50(5), 474–503.
- Neerapattanakun, D. (2023). How does the implementation of TFRS15 Revenue from Contracts with Customers affect the change from the application? *Journal of Humanities and Social Sciences Nakhon Phanom University*, 13(2), 96–113.
- Phakdee, A., & Srijunpetch, S. (2020). The value relevance of accounting information in financial industry: 15-year perspective. *Journal of Business Administration the Association of Private Higher Education Institutions of Thailand*, 9(1), 196-214.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335–370.
- Sangkum, D., Sampet, J., & Sitthisombut, M. (2017). Accrual quality of companies listed on Market for Alternative Investment. *WMS Journal of Management Walailak University*, 6(1), 57–63.
- Sereephanitchakan, A. (2021). The impact of the TFRS 15 implementation on the earnings quality of companies listed on the Stock Exchange of Thailand [Master's thesis, Dhurakij Pundit University]. Dhurakij Pundit University Repository. <https://libdoc.dpu.ac.th/thesis/Araya.Ser.pdf>
- Sirirungwattanachai, K., & Selaratana, S. (2024). The comparison of earnings management level and study impact of corporate governance on earnings management in the United States & United Kingdom. *Journal of Humanities and Social Sciences Nakhon Phanom University*, 14(3), 213–226.
- Srijunpetch, S., & Phakdee, A. (2019). Revenue from contracts with customers: Revenue recognition principles. *Journal of Federation of Accounting Professions*, 1(1), 7–31.
- Federation of Accounting Professions. (2019). *TFRS 15 - Manual: Revenue from contracts with customers*. <https://www.tfac.or.th/upload/9414/jy4JCevINT.pdf>
- Federation of Accounting Professions. (2025). *Thai Financial Reporting Standards (TFRS)*. <https://acpro-std.tfac.or.th/standard/1/มาตรฐานการรายงานทางการเงิน>
- Wajakajornrit, K. (2016). *The model of influence of discretionary accrual to earnings management: Case study in Thai market* [Master's thesis, Thammasat University]. Thammasat University Digital Repository. [http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2016/TU\\_2016\\_5802031154\\_6380\\_4917.pdf](http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2016/TU_2016_5802031154_6380_4917.pdf)
- Wongwaengnoi, Y. (2020). The impact of cash flow and audit quality affecting profit management through accrual transaction of listed companies in the Stock Exchange of Thailand: A case study property & construction industry. *Journal of MCU Nakhondhat*, 7(7), 105–119.

# ผลกระทบของดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ ต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Business Sentiment and Abnormal Returns:  
Evidence from the Stock Exchange of Thailand

## ดร.วณนี ศิริทัตสวัสดิ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
Email: wattanee@tbs.tu.ac.th

## ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ

รองศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
Email: Teerachai@tbs.tu.ac.th

## หทัยรัตน์ เจียมเรืองจรัส

ผู้ช่วยผู้สอบบัญชี  
บริษัท ไพรซ์วอเตอร์เฮาส์คูเปอร์ส เอ็นเอเอส  
Email: hatairat-jia60@tbs.tu.ac.th

## Wattanee Siritatsawas, PhD.

Assistant Professor of Accounting,  
Thammasat Business School, Thammasat University  
Email: wattanee@tbs.tu.ac.th

## Teerachai Arunruangsirilert, PhD., CPA, FCMA

Associate Professor of Accounting,  
Thammasat Business School, Thammasat University  
Email: Teerachai@tbs.tu.ac.th

## Hatairat Jiamruangjarus

Core Assurance Associate,  
Pricewaterhousecoopers ABAS Ltd.  
Email: hatairat-jia60@tbs.tu.ac.th

## ผลกระทบของดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจต่อผลตอบแทน ที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**ดร.วณิ ศิริทตสวัสดิ์**

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

Email: wattanee@tbs.tu.ac.th

**ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ**

รองศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

Email: Teerachai@tbs.tu.ac.th

**หทัยรัตน์ เจียมเรืองจรัส**

ผู้ช่วยผู้สอบบัญชี บริษัท ไพร์ชวอเตอร์เฮาส์คูเปอร์ส เอพีเอส

Email: hatairat-jia60@tbs.tu.ac.th

วันที่ได้รับบทความต้นฉบับ: 9 กุมภาพันธ์ 2569

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 23 เมษายน 2569

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 24 เมษายน 2568

### บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อภาคธุรกิจ (Business Sentiment) ต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการศึกษาได้นำดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (Business Sentiment Index, BSI) ซึ่งพัฒนาโดยธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) และเป็นดัชนีชี้วัดที่สำคัญเพราะเป็นข้อมูลที่เป็นปัจจุบัน (Real-time) ที่สำรวจความเชื่อมั่นผู้ประกอบการโดยตรง (Qualitative Data) แปลงเป็นตัวเลขเชิงปริมาณทุกเดือน เพื่อให้ ธปท. ใช้ประกอบการดำเนินนโยบายการเงิน และมาตรการทางการเงินต่าง ๆ ดังนั้น จึงเป็นการนำข้อมูลเชิงคุณภาพซึ่งเป็นข้อมูลเชิงลึกที่ไม่ได้สะท้อนในงานวิจัยส่วนใหญ่ที่เน้นปัจจัยเชิงปริมาณ (Quantitative) เช่น อัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ มาทำการวิเคราะห์ในการศึกษานี้ โดยใช้การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณวิเคราะห์ข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่เดือนพฤษภาคม 2557 ถึงเดือนพฤษภาคม 2561 ทั้งสิ้น 30,544 ตัวอย่าง ผ่าน Belief – based model. ผลการศึกษาพบว่า ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (BSI) มีผลเชิงบวกต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติ บริษัทขนาดใหญ่ที่มีความมั่นคงกว่าและบริษัทที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำกว่ามีบทบาทเด่นกว่าในช่วงเวลาดังกล่าว ซึ่งบางครั้งมีความขัดแย้งกับแนวโน้มในอดีต (เช่น ปรากฏการณ์บริษัทขนาดเล็ก) นอกจากนี้ จากการศึกษาพบว่า

ค่าพรีเมียมความเสี่ยงของตลาดกลับติดลบ ซึ่งบ่งชี้ถึงความผันผวนของตลาดที่สูง โดยสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง บางครั้งให้ผลตอบแทนต่ำกว่าสินทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง (เช่น พันธบัตรรัฐบาล) ผลของการศึกษานี้เป็นประโยชน์ต่อนักวิเคราะห์ การลงทุนเพื่อการวางแผนการลงทุนเนื่องจากความเชื่อมั่นของผู้ประกอบการที่เปลี่ยนแปลงไปมีนัยสำคัญต่อการตัดสินใจ ลงทุนและส่งผลให้ราคาหุ้นเคลื่อนไหวแตกต่างจากระดับปกติ และผู้ออกนโยบายเพื่อให้สามารถดำเนินการออกนโยบาย ได้อย่างทันทั่วทั้งที่

**คำสำคัญ:** ผลตอบแทนที่ผิดปกติ ความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อภาคธุรกิจ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
Belief – based model

# Business Sentiment and Abnormal Returns: Evidence from the Stock Exchange of Thailand

**Wattanee Siritatsawas, PhD.**

Assistant Professor of Accounting, Thammasat Business School, Thammasat University

Email: wattanee@tbs.tu.ac.th

**Teerachai Arunruangsirilert, PhD., CPA, FCMA**

Associate Professor of Accounting, Thammasat Business School, Thammasat University

Email: Teerachai@tbs.tu.ac.th

**Hatairat Jiamruangjarus**

Core Assurance Associate, Pricewaterhousecoopers ABAS Ltd.

Email: hatairat-jia60@tbs.tu.ac.th

Received: February 9, 2026

Revised: April 23, 2026

Accepted: April 24, 2026

## ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze the effects of business sentiment on abnormal returns in the Stock Exchange of Thailand (SET). This study utilizes the BSI (BSI), developed by the Bank of Thailand (BOT). This index is a crucial measure because it provides real-time, qualitative data directly surveying business confidence. The data is converted into quantitative figures monthly for the BOT to use in formulating monetary policy and various financial measures. Therefore, this study employs qualitative data—in-depth information not typically reflected in quantitative research, which focuses factors such as interest rates and inflation. The study employs multiple regression analysis to examine data from firms listed on the SET between May 2014 and May 2018, comprising a total of 30,544 firms-level data, using a belief-based model. The results demonstrate that the Business Sentiment Index (BSI) positively affects abnormal returns. Also, the study found that larger, more stable firms and those with lower Book-to-Market ratios were more dominant during this specific period, which occasionally contradicted older historical trends (e.g., the Small-Firm Effect). In addition, the study found Market risk premium was negative, indicating high market volatility where risky assets sometimes yielded lower returns than risk-free assets (like treasury bills). The findings of this study are beneficial to investment analysts for investment planning, as changes in business confidence significantly impact investment decisions and cause stock prices to fluctuate from normal levels. It also helps policymakers to implement policies in a timely manner.

**Key word:** Abnormal return, BSI, The Stock Exchange of Thailand, Belief-based model

สมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) เป็นสมมติฐานทางการเงินเกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาด ภายใต้สมมติฐานที่ว่า นักลงทุนทุกคนมีเหตุผลในการตัดสินใจเหมือนกัน ทำให้การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์เป็นแบบสุ่ม (Random Walk) (Fama, 1970 และ Fama, 1998) แต่การอ้างอิงสมมติฐานนี้มีความขัดแย้งกับความเป็นจริงที่เกิดขึ้นในตลาดอยู่หลายประการ ทำให้การหาผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นคลาดเคลื่อนส่งผลให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) จากผลการศึกษาที่ผ่านมาพบว่า การคาดการณ์ผลตอบแทนจากการลงทุนจากเหตุผลและปัจจัยภายใต้สมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพทำได้น้อยลง เนื่องจากพฤติกรรมของนักลงทุนที่เปลี่ยนแปลงไปจากเดิม การค้นพบความผิดปกติของผลตอบแทนระยะยาวที่เคยมีผลตอบแทนเหนือตลาดกลายเป็นหุ้นที่มีผลตอบแทนต่ำกว่าตลาด ซึ่งเกิดจากการตอบสนองมากเกินไป (Overreaction) ของนักลงทุน (De Bondt & Thealer, 1985) หรือการตอบสนองที่ช้าเกินไป (Under-reaction) ของนักลงทุนต่อข่าวสารเกี่ยวกับกำไรของบริษัท (Ball & Brown, 1968; Bernard & Thomas, 1990) รวมไปถึงได้รับผลกระทบจากพฤติกรรมการลงทุนตามกระแส (Jegadeesh & Titman, 1993) สิ่งเหล่านี้แสดงให้เห็นว่าพฤติกรรมตอบสนองของนักลงทุนเป็นปัจจัยที่ทำให้เกิดสถานการณ์ที่ขัดแย้งกับสมมติฐานว่าตลาดมีประสิทธิภาพ ทำให้ทฤษฎีทางการเงินเริ่มขยายขอบเขตกว้างมากขึ้น

ทฤษฎีการเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral Finance) (Kahneman, 2011) จึงได้รับความนิยมเป็นอย่างมาก และในเวลาต่อมา Kahneman and Tversky (1979) ได้นำเสนอ ทฤษฎีความคาดหวัง (Prospect Theory) ซึ่งเป็นทฤษฎีที่อธิบายความรู้สึกของมนุษย์ที่มีต่อเรื่องดีและเรื่องไม่ดีว่ามีความไม่เท่าเทียมกัน โดยทฤษฎีนี้กระตุ้นให้มีการศึกษาเรื่องพฤติกรรมมนุษย์ในการลงทุนเพิ่มมากขึ้น ทั้งพฤติกรรมที่มีและไม่มีเหตุผลของนักลงทุนทั้งในประเทศที่พัฒนาแล้ว (Sellin, 1996) ประเทศที่กำลังพัฒนาซึ่งโดยส่วนใหญ่แล้วเป็นพฤติกรรมที่ไม่มีเหตุผลของนักลงทุน (Irrational) และไม่เป็นไปตามทฤษฎีการเงินแบบดั้งเดิม (Traditional Finance) นอกจากนี้ยังพบว่า ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงมีความผันผวนมากกว่าความผันผวนตามทฤษฎี

พฤติกรรมไร้เหตุผลของนักลงทุนอาจเกิดจากการที่นักลงทุนมีความเชื่อมั่นในข้อมูลส่วนตัวมากเกินไป (Overconfidence) ซึ่งแตกต่างกับมูลค่าพื้นฐานของสินทรัพย์ หรือการทำตามฝูงชนหรือคนส่วนใหญ่ (Herding Behavior) ส่งผลให้เกิดการตัดสินใจที่เบี่ยงเบนจากเหตุผลเชิงตรรกะ มีผลกระทบโดยตรงต่อการเบี่ยงเบนของราคาหลักทรัพย์ (Mispricing) ส่งผลให้ราคาตลาดมีความผันผวนและเบี่ยงเบนจากมูลค่าพื้นฐานอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น Statman (2008) จึงได้ทำการเสนอ Belief-based Model ซึ่งเป็นฟังก์ชันที่ใช้ในการหาผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ต่าง ๆ ที่มีปัจจัยเชิงพฤติกรรมอยู่ในฟังก์ชัน ทำให้สามารถหาผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ที่สะท้อนตัวแปรเชิงพฤติกรรมได้

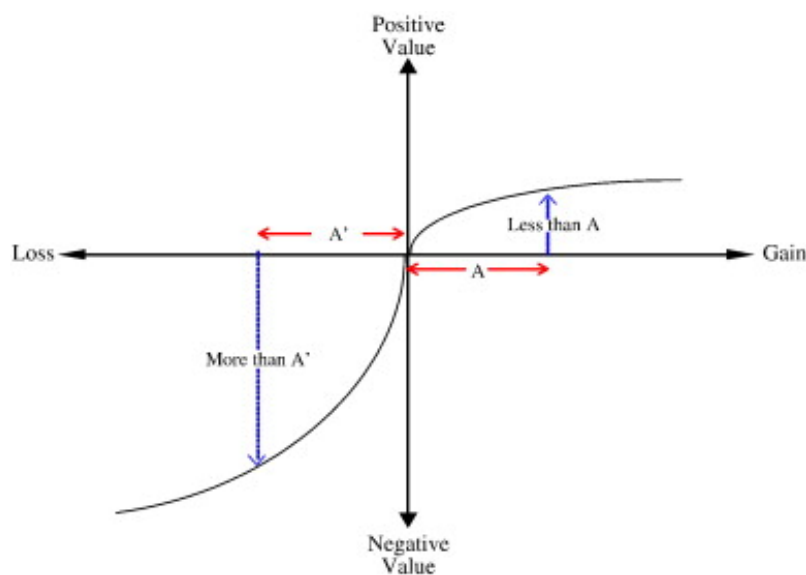
งานวิจัยที่ผ่านมาส่วนใหญ่ศึกษาตัวแปร Investor Sentiment ในบริบทของตลาดที่พัฒนาแล้ว เช่น สหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น และยุโรป (Baker & Wurgler, 2006; Schmeling, 2008; Karnizova & Khan, 2010) ในขณะที่งานวิจัยในตลาดเกิดใหม่โดยเฉพาะประเทศไทยยังมีจำนวนจำกัด ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีลักษณะเฉพาะที่สำคัญได้แก่ (1) ขนาดตลาดที่ค่อนข้างจำกัด ปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลอาจเด่นชัดมากขึ้น จึงเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพต่ำ (พรจิตรา และธนโชติ, 2556) (2) มีสัดส่วนนักลงทุนรายย่อยสูง ซึ่งมีแนวโน้มตัดสินใจตามอารมณ์และความรู้สึกมากกว่านักลงทุนสถาบัน และ (3) มีความอ่อนไหวต่อข่าวสารและปัจจัยมหภาค เช่น ระบบการกำกับดูแลและกลไกตลาดในตลาดกำลังพัฒนาอาจยังไม่มีประสิทธิภาพก่อให้เกิดความเสียหาย ดังนั้น จึงเกิดช่องว่างการวิจัย (Research Gap) เพื่อทดสอบว่าปัจจัยเชิงพฤติกรรมในระดับมหภาค (ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ, BSI) ที่จัดทำโดย ธปท. ภายใต้ Belief-based Model ตามทฤษฎีของ Statman (2008) สามารถอธิบายผลตอบแทนที่ผิดปกติในตลาดหลักทรัพย์ไทยได้หรือไม่ และศึกษาปัจจัยที่ก่อให้เกิดสภาวะที่ตลาดไม่มีประสิทธิภาพ (Market Inefficiency) ในตลาดที่กำลังพัฒนา

การเลือกดัชนี BSI มาใช้ในงานวิจัยเนื่องจากการจัดทำจากการสำรวจผู้ประกอบการทั้งภาคการผลิตและบริการจริงสะท้อนความเชื่อมั่นในมุมมองระดับ Micro ภายในระดับ Macro ซึ่งมีลักษณะต่างจากดัชนี FETCO (ดัชนีความเชื่อมั่นนักลงทุน) หรือดัชนีชี้วัดจากต่างประเทศที่เน้นกลุ่มทุนขนาดใหญ่หรือ มีวัตถุประสงค์เพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์เพียงอย่างเดียว ทั้งนี้ BSI มีความสามารถในการสะท้อนภาพเศรษฐกิจไทย ทั้งในเดือนปัจจุบันและการคาดการณ์อีก 3 เดือนข้างหน้า (ซึ่งมักเคลื่อนไหวล่วงหน้าก่อนที่ปัจจัยพื้นฐานจะแสดงผลในงบการเงิน)

งานวิจัยนี้ขยายกรอบแนวคิดที่ว่าปัจจัยทางจิตวิทยาไม่เป็นเพียงแค่ความเชื่อมั่นของนักลงทุนแต่มุ่งไปสู่ความเชื่อมั่นของผู้ประกอบการ (Business Sentiment) ซึ่งจะมีบทบาทสำคัญในการเบี่ยงเบนของราคาหลักทรัพย์ (Mispricing) ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่ก่อให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ (Abnormal return) และงานวิจัยนำเสนอว่าดัชนี BSI ทำหน้าที่เป็นดัชนีชี้นำ (Leading Indicator) ช่วยลดช่องว่างข้อมูลระหว่างผู้บริหารระดับสูงของกิจการและนักลงทุนทั่วไป ข้อมูลคุณภาพช่วยให้สามารถรับรู้สถานะความเสี่ยงและโอกาสได้เร็วขึ้น สนับสนุนแนวคิดเกี่ยวกับประสิทธิภาพข้อมูลแม้ในช่วงเวลาที่มีความผันผวนสูง

### ■ การทบทวนวรรณกรรมและการตั้งสมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis) เป็นสมมติฐานทางการเงินเกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาด กล่าวคือ ราคาของหลักทรัพย์ในปัจจุบันสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารอย่างถูกต้องและรวดเร็ว ทำให้ราคาหลักทรัพย์อยู่ในระดับราคาที่ควรจะเป็นอย่างสมเหตุสมผลตลอดเวลา ส่งผลให้นักลงทุนไม่สามารถทำผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) (Fama, 1970 และ Fama, 1998) อย่างไรก็ตามพบว่า แท้จริงแล้วนักลงทุนสามารถที่จะทำผลตอบแทนที่ผิดปกติได้ อันเนื่องมาจากพฤติกรรมต่าง ๆ ของนักลงทุนตามทฤษฎีความคาดหวัง (Prospect Theory) (Kahneman & Tversky, 1979) ซึ่งเป็นทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์เชิงพฤติกรรม (Behavioral Economics) โดยได้อธิบายแนวคิดที่ผู้คนใช้ในการประเมินค่า (Value) สำหรับทางเลือกต่าง ๆ โดยในการตัดสินใจภายใต้ความเสี่ยง ผู้ลงทุนมีความพึงพอใจต่อกำไรส่วนเพิ่มและขาดทุนส่วนเพิ่มเมื่อเทียบกับจุดอ้างอิง (Reference Point) ไม่เท่ากัน โดยผู้ลงทุนจะให้น้ำหนักกับการขาดทุนส่วนเพิ่มมากกว่าจากการศึกษาของ Kahneman and Tversky (1979) ดังภาพที่ 1 พบว่ารูปแบบของความรู้สึกนั้นอยู่ในรูปของ S-Shape ที่ไม่สมมาตรกัน ซึ่งแสดงให้เห็นว่าความรู้สึกของนักลงทุนที่มีต่อการสูญเสียนั้นรุนแรงกว่าความรู้สึกที่มีต่อการได้รับ อันส่งผลให้มีความไม่เป็นกลางเกิดขึ้น ซึ่งเรียกว่าความโน้มเอียงที่จะหลีกเลี่ยงการสูญเสีย (Loss Aversion bias)



ภาพที่ 1 Prospect Theory: Value Function (Kahneman & Tversky, 1979)

## ■ การตัดสินใจลงทุนอย่างไรเหตุผลของนักลงทุน

งานวิจัยทางด้านจิตวิทยาของ Lord et al. (1979) พบว่ามนุษย์ตัดสินใจเลือกด้วยความรู้สึกมากกว่าเหตุผล เหตุผลแรกเป็นเพราะมนุษย์จะไม่พยายามหาข้อมูลที่ขัดกับความเชื่อและความรู้สึกของตัวเอง เหตุผลที่สองคือมนุษย์จะใช้เวลาที่มากกว่าในการตัดสินใจพื้นฐานที่ขัดแย้งกับความเชื่อของตัวเอง นอกจากนี้ จากการศึกษาของ Zajonc (1980) พบว่าการที่มนุษย์ทำการวิเคราะห์หาข้อมูลนั้นไม่ใช่เพื่อประกอบการตัดสินใจ แต่เป็นการหาข้อมูลเพื่อสนับสนุนความเชื่อของตัวเอง เนื่องจากมนุษย์ตัดสินใจจากความรู้สึกชอบและพึงพอใจก่อนแล้วจึงหาเหตุผลมาสนับสนุนตัวเองนั้น ๆ

Shleifer (2000) ได้กล่าวว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มีการตัดสินใจลงทุนอย่างไรเหตุผลจากปัจจัย 2 ประการหลัก คือ ประการที่หนึ่ง ข้อจำกัดในการค้ากำไรโดยไร้ความเสี่ยง (Limit to Arbitrage) ในตลาดการเงินที่มีประสิทธิภาพ เมื่อราคาของหลักทรัพย์ชนิดเดียวกันในสองตลาดอาจจะแตกต่างกัน และก่อนที่ราคาจะกลับเข้าสู่จุดดุลยภาพ เมื่อมีนักลงทุนซื้อหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่าในตลาดหนึ่ง และนำไปขายในอีกตลาดหนึ่งที่มีราคาสูงกว่า ทำให้นักลงทุนสามารถทำกำไรได้โดยปราศจากความเสี่ยง แต่การค้ากำไรโดยไร้ความเสี่ยงไม่สามารถทำได้อย่างสมบูรณ์ เพราะราคาหลักทรัพย์ตอบสนองต่อข้อมูลอื่น ๆ ทำให้ราคาของหลักทรัพย์เบี่ยงเบนไปจากปัจจัยพื้นฐาน เช่น ความเสี่ยงจากปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Risk) ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากปัจจัยพื้นฐานของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ หรือการที่ราคามีความผิดปกติ (Mispricing) และมีความเป็นไปได้สูงที่ราคาหลักทรัพย์จะไม่ปรับตัวเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริง (Zhang, 2006), ความไม่แน่นอนของข้อมูลเกี่ยวกับการวิเคราะห์ที่นักลงทุนรับรู้ผ่านนักวิเคราะห์หลักทรัพย์หรือนักลงทุนผู้เชี่ยวชาญ (Jiang et al., 2005) ความเสี่ยงจากนักลงทุนที่ซื้อขายหลักทรัพย์อย่างไม่มีเหตุผล (Noise Trader Risk) ซึ่งการซื้อขายของนักลงทุนกลุ่มนี้มักส่งผลให้มูลค่าของหลักทรัพย์เบี่ยงเบนจากมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ (Black, 1986) โดย Noise Trader Risk จะทำให้เกิดความผันผวนทั้งในเรื่องของราคา ความเสี่ยง และปริมาณในการลงทุนค่อนข้างมาก ซึ่งเรียกว่าความผันผวนของราคาและปริมาณซื้อขาย (Copeland, 1976; Jennings et al. 1981; Jennings & Barry, 1983) ซึ่ง สมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ (Market Efficiency) และแบบจำลอง CAPM ไม่สะท้อนปัจจัยที่เกิดจาก Noise Traders ทำให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Statman, 2008) นอกจากนี้ ความเสี่ยงจากข้อกำหนัดในการทำการรายการ (Implementation Risk) เกิดจากค่าธรรมเนียมในการทำธุรกรรมที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยง (D'Avolio, 2002) จากค่าธรรมเนียมที่เกิดขึ้นจากการทำธุรกรรมนี้ ส่งผลให้มีโอกาสสูงมากขึ้นที่จะขาดทุนจากการลงทุน และในความเป็นจริงราคาของหลักทรัพย์ที่ผิดปกติจะมีผลคงอยู่ในตลาดเป็นระยะเวลานานกว่าในทฤษฎี ซึ่งส่งผลให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Barberis & Richard, 2003)

ประการที่สอง คือ สภาพอารมณ์ ความเชื่อมั่น และความรู้สึกของนักลงทุน (Investor Sentiment) ซึ่งผลกระทบที่เกิดจากความรู้สึกของนักลงทุนที่ตัดสินใจว่าดีหรือไม่ดีนั้นจะเกิดขึ้นทันทีโดยอัตโนมัติ และมักจะเกิดขึ้นโดยปราศจากการคิดไตร่ตรอง ทำให้ผลกระทบจากความรู้สึกของนักลงทุนสะท้อนออกมาทางราคาของหลักทรัพย์อย่างรวดเร็ว (Slovic et al., 2002) ถ้านักลงทุนตัดสินใจลงทุนตามความรู้สึก และอารมณ์ มากกว่าการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์เคลื่อนไหวตามความรู้สึกของนักลงทุนแทนที่จะเคลื่อนไหวตามปัจจัยอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน ทำให้ราคาของหลักทรัพย์มีความแตกต่างไปจากค่าเฉลี่ย (Baker & Wurgler, 2006; DeLong et al. 1990) นอกจากนี้ ยังทำให้ราคาไม่สามารถเคลื่อนกลับมาสู่ราคาที่แท้จริงได้ (Baker & Wurgler, 2006; DeLong et al. 1990) จากงานวิจัยของ Campbell (2000) พบว่า Investor Sentiment มาจากหลายปัจจัย เช่น ความรับผิดชอบต่อสังคม (Social Responsibility) ทำให้เกิดความรู้สึกด้านบวก หรือสินค้าที่ขัดกับศีลธรรม (Sin Stock) ได้แก่ ยาสูบ และเครื่องดื่มแอลกอฮอล์ ทำให้เกิดความรู้สึกด้านลบ หรือแม้กระทั่งชื่อเสียงขององค์กรหรือผู้บริหารสามารถส่งผลต่อความรู้สึกของผู้ลงทุนเช่นกัน ซึ่งพบว่านักลงทุนมักตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ทันทีจากชื่อของหลักทรัพย์ หรือชื่อบริษัทที่เป็นผู้ออก ก่อนพิจารณาถึงผลประโยชน์ประกอบการ การเติบโตก้าวหน้าของธุรกิจ (Statman, 2008) นอกจากนี้ ในผลการศึกษาของ

Hirshleifer and Tyler (2003) พบว่าความรู้สึกพึงพอใจที่เกิดจากสภาพอากาศที่ดีในวันหนึ่ง ๆ ส่งผลให้ผลตอบแทนหุ้นในวันนั้นสูง ซึ่งตัวแปรที่สื่อถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุน มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ (Baker & Wurgler, 2007)

## ■ แบบจำลองการประเมินราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model: CAPM)

ทฤษฎี CAPM ได้พัฒนามาจากทฤษฎีจัดสรรการลงทุน (Portfolio Theory) ของ Markowitz (1952) ซึ่งมีสมการคือ  $E(r_{i,t}) = R_f + (R_m - R_f) \beta_i$  โดยที่  $E(r_{i,t})$  แทนผลตอบแทนจาก Capital Asset Pricing Model และ  $R_f$  แทนอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง  $R_m$  แทน อัตราผลตอบแทนของตลาด  $\beta_i$  แทนค่าเบต้าที่แสดงความเสี่ยงที่เป็นระบบ สมมติฐานของแบบจำลอง CAPM มีดังนี้ คือ ตลาดการเงินเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ นักลงทุนทุกคนคาดการณ์เหมือนกัน (Homogeneous expectations), นักลงทุนทุกคนเป็นผู้รับราคา (Price takers) นักลงทุนสามารถให้กู้ยืมและกู้ยืมโดยปราศจากความเสี่ยง และนักลงทุนทุกคนมีลักษณะหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk averse) ซึ่งในความเป็นจริงนักลงทุนยังพิจารณาถึงปัจจัยอื่น ๆ อีกมากซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานของ CAPM ดังกล่าว

### Belief-based Model

Belief-based Model เป็นรูปแบบการกำหนดอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังตามแนวทางที่อิงกับความเชื่อ ความรู้สึกของผู้ลงทุน ซึ่งพัฒนาต่อมาจาก CAPM โดย Sharpe (1964) และ Lintner (1965) โดยปัจจัยที่ใส่เพิ่มลงไปเป็นปัจจัยที่สะท้อนถึงพฤติกรรมและความเชื่อมั่นของนักลงทุน เพื่อเป็นแบบจำลองที่สามารถสะท้อนปัจจัยทางด้านพฤติกรรม ทศนคติ และความเชื่อของนักลงทุน โดยงานวิจัยของ Statman (2008) ได้เสนอ Belief-Based Model ซึ่งเป็นรูปแบบการกำหนดราคาที่น่าสนใจถึงปัจจัยเชิงพฤติกรรมของนักลงทุนที่เรียกว่า Behavioral Asset Pricing Model (BAMP) ที่อธิบายผลตอบแทนที่ผิดปกติด้วยตัวแปรเชิงพฤติกรรม ที่มีความยืดหยุ่นในการใช้หาผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ต่าง ๆ ไว้ดังนี้

$$E(r_{i,t}) = \alpha_i + \beta_{1i}(R_m - R_f)_t + \beta_{2i}SMB_t + \beta_{3i}HML_t + \beta_{4i}WML_t + \beta_{5i}Belief - based\ effect_t + \dots + \varepsilon_{i,t}$$

โดยที่  $E(r_{i,t})$  แทน ผลตอบแทนของหลักทรัพย์จาก Four – Factor pricing Model;  $\alpha$  แทนผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนที่คาดหวัง;  $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$  แทน ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวชี้วัดความเสี่ยงแต่ละตัว;  $R_f$  แทนอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง;  $R_m$  แทน อัตราผลตอบแทนของตลาด;  $SMB_t$  แทน อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กลบกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ (Size premium);  $HML_t$  แทน อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตรา ส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูงลบกับกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ (Book-to-market premium);  $WML_t$  แทน อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าในอดีตสูงลบกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าในอดีตต่ำ (Momentum);  $Belief-based\ effect_t$  แทน ปัจจัยเชิงพฤติกรรมของนักลงทุน;  $\varepsilon_{it}$  แทน ค่าความคลาดเคลื่อนของกลุ่มหลักทรัพย์

จากผลการศึกษาของ Sharpe (1964) ที่พบว่าผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังจะเป็นไปตามส่วนชดเชยความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ซึ่งสะท้อนถึงส่วนต่างของความเสี่ยงตลาด (Market Risk Premium ( $R_m - R_f$ )) ขณะที่ Banz (1981) พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวังกับ ขนาดของหลักทรัพย์ โดยอิงตามทฤษฎีที่ระบุว่าหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงก็จะให้ผลตอบแทนสูงขึ้นเพื่อเป็นการชดเชยความเสี่ยง (High Risk, High Return) ซึ่งเกี่ยวข้องกับส่วนต่างขนาดของหลักทรัพย์ (Size Premium, SMB) นอกจากนี้ จากการศึกษาของ Fama & French (1992) และ Fama & French (1993) พบว่า Book-to-market premium (HML) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ และจากการศึกษาของ Jegadeesh and Titman (1993) พบว่านักลงทุนส่วนใหญ่มีแนวโน้มที่จะซื้อหุ้นที่ราคากำลังปรับตัวขึ้น (Winners) และเลือกขายหุ้นที่กำลังปรับตัวลง (Losers) ดังนั้น Winner minus Loser หรือ Momentum (WML) น่าจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ และจากการศึกษาในอดีตของ Slovic et al. (2002) แสดงให้เห็นว่าความเชื่อมั่นของนักลงทุน (BSI) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนที่เกิดขึ้นในตลาด ดังนั้น การศึกษานี้จึงแสดงกรอบแนวคิดการวิจัยดังภาพที่ 2 และตั้งสมมติฐานได้ดังนี้

**H1:** Market Risk Premium ( $R_m - R_f$ ) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์

ภายใต้กรอบแนวคิดของ Sharpe (1964) Market Risk Premium หมายถึงส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวังของตลาดโดยรวมกับอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk-Free Rate) ค่าสัมประสิทธิ์บวกของ Market Risk Premium สะท้อนถึงการที่นักลงทุนคาดหวังผลตอบแทนที่สูงขึ้นเมื่อยอมรับความเสี่ยงที่มากขึ้นในตลาดทุน

**H2:** Size Premium (SMB) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์

จากการศึกษาโดย Banz (1981) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวังกับขนาดของหลักทรัพย์ โดยหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กมักจะมีผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ สาเหตุเนื่องมาจากธุรกิจขนาดเล็กมักเผชิญความเสี่ยงมากกว่าธุรกิจขนาดใหญ่จากปัจจัยด้านความมั่นคง ปริมาณเงินทุนและมูลค่าตลาด เมื่อธุรกิจขนาดเล็กมีความเสี่ยงที่สูงกว่านั้น จึงส่งผลให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้นด้วย

**H3:** Book-to-Market Premium (HML) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์

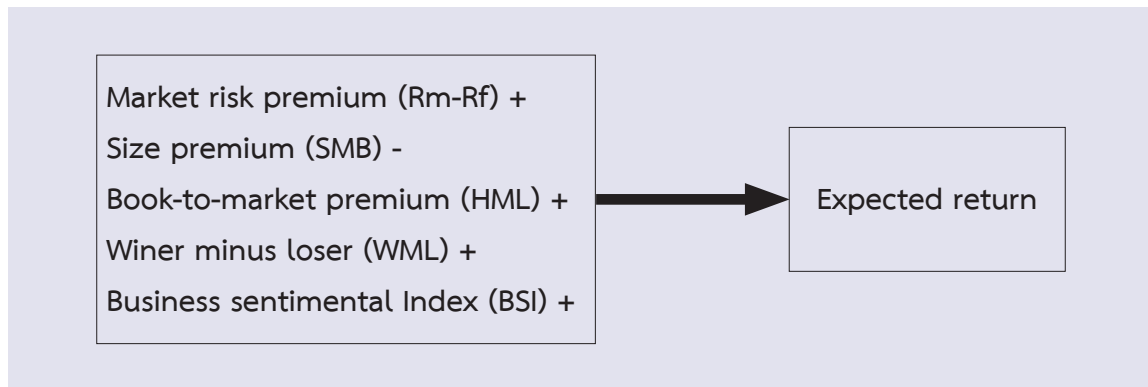
Fama and French (1995) พบว่า หลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วน Book-to-market สูงมักให้ผลตอบแทนสูงกว่าหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วน Book-to-market ต่ำ โดยทั่วไปแล้วบริษัทที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูงจะถูกจัดอยู่ในกลุ่ม “หุ้นคุณค่า” ในขณะที่บริษัทที่มีอัตราส่วนต่ำจะถูกจัดอยู่ในกลุ่ม “หุ้นเติบโต” ส่วนต่างราคาหุ้นคุณค่า (Value Premium) นั้นสังเกตได้จากการที่หุ้นคุณค่ามีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนดีกว่าหุ้นเติบโตในระยะยาว

**H4:** Winner minus Loser (WML) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์

การวิเคราะห์กลยุทธ์ Momentum Investing Strategy โดยใช้หลักการซื้อหุ้นที่ชนะ (Winners) และขายหุ้นที่แพ้ (Losers) และตามพฤติกรรมฝูงชนซึ่งนักลงทุนส่วนใหญ่มีแนวโน้มซื้อหุ้นที่ราคากำลังปรับตัวขึ้นตามกระแส ทำให้ราคาหุ้น Winner ปรับตัวสูงขึ้นอีก โดย Jegadeesh and Titman (1993) คาดว่าจะมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกเนื่องจากหลักฐานเชิงประจักษ์พบว่า หุ้นที่ปรับตัวขึ้นในช่วงก่อนหน้า (Winners) มีแนวโน้มที่จะปรับตัวขึ้นต่อเนื่อง และหุ้นที่ปรับตัวลง (Losers) มีแนวโน้มจะปรับตัวลงต่อเนื่อง

H5: ความเชื่อมั่นของนักลงทุน (BSI) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

ซึ่งอ้างอิงจากงานศึกษาใน ต่างประเทศของ Slovic, Finucane, Peter and MacGregor ในปี 2002 ที่พบว่า ความเชื่อมั่นของนักลงทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนที่เกิดขึ้นในตลาด



ภาพที่ 2 กรอบแนวคิดการวิจัย

## ■ วิธีการวิจัย

การศึกษานี้วิเคราะห์ข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเนื่องจากต้องการตัดปัจจัยทางด้านการเมืองที่อาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจออก จึงเลือกช่วงเวลาในการศึกษาที่มีปัจจัยทางด้านการเมืองใกล้เคียงกัน โดยเลือกศึกษาในช่วงที่มีการรัฐประหารในประเทศไทย คือระหว่างเดือนพฤษภาคม 2557 ถึงเดือนพฤษภาคม 2561 โดยไม่รวมหลักทรัพย์ที่ถูกถอดถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หลักทรัพย์ที่เป็น Exchange-Traded Fund (ETF) และ Non-Voting Depository Receipt (NVDR) และหลักทรัพย์ที่ไม่มีข้อมูลในการคำนวณตามสมมติฐานที่ได้กล่าวไว้ รวมจำนวนหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษาเท่ากับ 3,306 บริษัท และการศึกษานี้เก็บข้อมูลหลักทรัพย์เป็นรายเดือน จึงทำให้การศึกษานี้วิเคราะห์ข้อมูลทั้งสิ้น 30,544 ตัวอย่าง

วิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติโดยใช้สมการถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression) เพื่อทดสอบหาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทน กับดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (BSI) โดยสามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้ ของ Statman (2008) โดยใช้ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (BSI) เป็นตัวแปรเชิงพหุคูณ จึงแสดงได้ดังนี้

<sup>1</sup> วิธีการเก็บข้อมูล

งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ดังนี้ (1) ข้อมูลราคาหลักทรัพย์รายเดือน จาก SET Smart (SET Market Analysis and Reporting Tool) และ [www.sec.or.th](http://www.sec.or.th) (2) ข้อมูลทางการเงินของบริษัทจดทะเบียน เช่น ราคาหุ้น มูลค่าตลาด (Market Capitalization) และมูลค่าทางบัญชี (Book Value) ดึงมาจากรฐานข้อมูล Eikon (Thomson Reuters Datastream) และ SET Smart (3) อัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยง ใช้ข้อมูลตัวเงินคลังอายุ 1 เดือน จาก [www.bot.or.th](http://www.bot.or.th) (4) ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (Business Sentiment Index) จาก [www.bot.or.th](http://www.bot.or.th)

$$Return_{i,t} = \alpha_i + \beta_{1i}(R_m - R_f)_t + \beta_{2i}SMB_t + \beta_{3i}HML_t + \beta_{4i}WML_t + \beta_{5i}BSI_t + \varepsilon_{i,t}$$

โดยที่:

$Return_{i,t}$  = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

$R_f$  = อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง

$R_m$  = อัตราผลตอบแทนของตลาด

$SMB_t$  = Small minus Big หรือ Size Premium โดยเรียงลำดับหลักทรัพย์ตามมูลค่าตลาดของแต่ละหลักทรัพย์ โดยใช้เกณฑ์ในการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่และขนาดเล็กด้วย Percentile ที่ 50 กล่าวคือ หากหลักทรัพย์มีมูลค่าน้อยกว่าลำดับ Percentile ที่ 50 จะจัดอยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็ก แต่ถ้าหากหลักทรัพย์มีมูลค่ามากกว่าลำดับ Percentile ที่ 50 จะจัดอยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่

$HML_t$  = High minus Low หรือ Book-to-Market Premium โดยเรียงลำดับหลักทรัพย์ด้วยอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อราคาตลาดของแต่ละหลักทรัพย์ โดยใช้เกณฑ์ในการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์มูลค่าสูงและมูลค่าต่ำด้วย Percentile ที่ 30 และ Percentile ที่ 70 โดยหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าสูง (High) จะอยู่ในลำดับที่มากกว่า Percentile ที่ 70 และหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าต่ำ (Low) จะอยู่ในลำดับที่ต่ำกว่า Percentile ที่ 30

$WML_t$  = Winner minus Loser หรือ Momentum โดยเรียงลำดับหลักทรัพย์ด้วยผลตอบแทนของแต่ละหลักทรัพย์ในช่วงเวลา t และ t-1 โดยใช้เกณฑ์ในการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงและผลตอบแทนต่ำด้วย Percentile ที่ 40 และ Percentile ที่ 70 โดยหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูง (Winner) จะอยู่ในลำดับที่มากกว่า Percentile ที่ 70 ในช่วงเวลา t-1 และหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่ำ (Low) จะอยู่ในลำดับที่ต่ำกว่า Percentile ที่ 40 ในช่วงเวลา t-1

$BSI_t$  = ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (BSI) โดยเป็นดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นทางธุรกิจของนักลงทุนเป็นตัวแปรที่ใช้เป็นตัวแปรแทน (Proxy) ของความโน้มเอียงของการลงทุนที่เกิดจากความอ่อนไหวของนักลงทุน โดยใช้ข้อมูลจาก [www.bot.or.th](http://www.bot.or.th)

<sup>2</sup> การศึกษาในครั้งนี้ผู้วิจัยต้องการตัดปัจจัยทางการเมืองที่ส่งผลกระทบต่อภาค เศรษฐกิจออกไป จึงเลือกช่วงเวลาในการศึกษาในช่วงที่มีปัจจัยทางการเมืองใกล้เคียงกัน โดย เลือกศึกษาในช่วงที่มีการรัฐประหารในประเทศไทย โดยคณะรักษาความสงบแห่งชาติ หรือ คสช. จึงทำการศึกษาในช่วงระหว่าง เดือนพฤษภาคม 2557 ถึง เดือนพฤษภาคม 2561

<sup>3</sup> เนื่องจากการรวมหลักทรัพย์ที่ถูกถอดถอนจะทำให้เกิด Survivorship Bias

<sup>4</sup> เนื่องจาก ETF ไม่ใช่หลักทรัพย์ของบริษัทโดยตรงแต่เป็นกองทุนรวม

<sup>5</sup> เนื่องจาก NVDR เป็นเพียงใบรับฝากหลักทรัพย์ที่ไม่มีสิทธิออกเสียง

## ■ ผลการศึกษา

ผลการวิเคราะห์พบว่าตัวแปรตามมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระทุกตัวที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ตามตารางที่ 1 โดยผลตอบแทนจะมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์กับ Market Risk Premium, Size Premium และ Winner minus Loser เป็นค่าบวก ซึ่งหมายความว่า ตัวแปรดังกล่าวมีความสัมพันธ์ที่ไปในทิศทางเดียวกัน แต่ผลตอบแทนมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์กับ Book-to-Market Premium และ BSI เป็นค่าลบ ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างตัวแปร ทั้งนี้ ผลของระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระไม่พบปัญหา Multicollinearity ( $< 0.8$ ) (Hair et al., 2010) นอกจากนี้ ผลการศึกษาพบว่าค่า Variance inflation factor (VIF) และ Tolerance ไม่แสดงถึงปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

|        | Return    | Rm-Rf    | SMB       | HML      | WML       | BSI    |
|--------|-----------|----------|-----------|----------|-----------|--------|
| Return | 1.0000    |          |           |          |           |        |
| Rm-Rf  | 0.0249*   | 1.000    |           |          |           |        |
| SMB    | 0.2390**  | -0.0196* | 1.0000    |          |           |        |
| HML    | -0.1672** | 0.1566** | -0.2911** | 1.000    |           |        |
| WML    | 0.0389*   | 0.0164*  | 0.3584**  | 0.1214** | 1.000     |        |
| BSI    | -0.0073*  | 0.1022** | -0.1124** | 0.0901*  | -0.1338** | 1.000  |
| Min    | -4.05776  | -0.08214 | -0.05714  | -0.03038 | 0.1191801 | 45.2   |
| Max    | 5.03043   | 0.04779  | 0.08121   | 0.07959  | 0.29904   | 53.3   |
| Mean   | -0.00254  | -0.00793 | -0.00002  | 0.01476  | 0.17672   | 49.82  |
| S.D.   | 0.11636   | 0.02857  | 0.02689   | 0.02146  | 0.03320   | 1.6383 |

หมายเหตุ: \*, \*\* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 2 ค่า Variance Inflation Factor (VIF) และ Tolerance

|          | VIF  | Tolerance |
|----------|------|-----------|
| Rm-Rf    | 1.03 | 0.9663    |
| SMB      | 1.32 | 0.756     |
| HML      | 1.20 | 0.8311    |
| WML      | 1.24 | 0.804     |
| BSI      | 1.04 | 0.9614    |
| Mean VIF | 1.17 |           |

ตารางที่ 2 แสดงให้เห็นค่า VIF ของแต่ละตัวแปรที่มีค่าเข้าใกล้ 1 ทุกตัวแปร โดยมีค่า VIF เฉลี่ยอยู่ที่ 1.17 และทุกตัวแปรที่มีค่า Tolerance เข้าใกล้ 1 แสดงว่าไม่มีปัญหา Multicollinearity (Zikmund et al., 2013) ดังนั้น จึงสามารถใช้ตัวแปรทั้งหมดในการศึกษา

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ พบว่า Rm-Rf, SMB, และ BSI มีความผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในทิศทางบวก ขณะที่ HML และ WML มีผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในทิศทางลบ โดยตัวแปรทั้งหมดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ตามตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลลัพธ์จากการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติโดยใช้สมการถดถอยเชิงเส้น

| ตัวแปร        | ค่าสัมประสิทธิ์ | T-statistic         | P-value |
|---------------|-----------------|---------------------|---------|
| Constant      | -0.0454*        | (-2.23)             | 0.026   |
| Rm-Rf         | 0.1821**        | (>3.29)             | <0.000  |
| SMB           | 0.9478**        | (>5.00)             | <0.000  |
| HML           | -0.5921**       | (-4.50)             | <0.000  |
| WML           | -0.0857**       | (<-3.50)            | <0.000  |
| BSI           | 0.0013**        | (>-3.50)            | <0.000  |
| Adj. R-square |                 | 0.0706 <sup>6</sup> |         |

หมายเหตุ: \*, \*\* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

จากผลการศึกษานี้ แสดงให้เห็นว่าสามารถยอมรับสมมติฐาน H1 และ H5 (H1: Market risk premium (Rm-Rf) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ และ H5: ความเชื่อมั่นของนักลงทุน (BSI) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าความเชื่อมั่นของนักลงทุน มีผลต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ ผลนี้บ่งชี้ว่าเมื่อ BSI เพิ่มขึ้น 1 หน่วย ผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นประมาณ 0.0013 (0.13%) ซึ่งสะท้อนกลไกที่ว่า เมื่อความเชื่อมั่นทางธุรกิจสูงขึ้น นักลงทุน มีแนวโน้มซื้อหลักทรัพย์มากขึ้น ทำให้ราคาสูงกว่าปัจจัยพื้นฐาน และเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Slovic, Finucane, Peter, and MacGregor (2002) และพบว่า Market Risk Premium (Rm-Rf) เพียงตัวเดียวที่มีความสัมพันธ์สอดคล้องกับงานศึกษาในอดีต (Sharpe, 1964) กล่าวคือ Market Risk Premium มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนที่คาดหวัง ในขณะที่ผลการศึกษานี้ไม่สามารถยอมรับสมมติฐาน H2 H3 และ H4 ดังต่อไปนี้

สมมติฐาน H2 (SMB): ค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก 0.9478 ผลที่ไม่เป็นไปตามสมมติฐานนี้สะท้อนให้เห็นลักษณะเฉพาะของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากส่วนชดเชยความเสี่ยงด้านขนาดนั้นมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกแสดงว่าไม่มีส่วนชดเชยความเสี่ยงจากขนาด

<sup>6</sup> แม้ว่าค่า Adjusted R-square ของแบบจำลองจะอยู่ที่ 0.0706 ในบริบทของการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินที่มีความผันผวนสูง (High-Frequency Data) หรือการติดตามการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นรายเดือน ค่า R-square ในระดับนี้ถือเป็นมาตรฐานที่ยอมรับได้ในงานวิจัยเชิงประจักษ์ด้านการเงิน (Empirical Finance) โดยมุ่งเน้นไปที่การศึกษาความสัมพันธ์และความสำคัญของตัวแปรอิสระ แทนที่จะมุ่งหวังในการทำนายความเคลื่อนไหวของราคาอย่างครบถ้วน

<sup>7</sup> ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์และผลสมการถดถอย BSI มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเป็น “ค่าลบ” กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ แต่ในตารางผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ ค่าสัมประสิทธิ์ของ BSI กลับเป็น “บวก” (0.0013) ซึ่งในทางสถิติจะเกิดขึ้นได้เนื่องจากเมื่อนำตัวแปรอื่นเข้ามาร่วมในแบบจำลอง (Multiple Regression) ตัวแปรเหล่านั้นได้ทำการคัดกรองอิทธิพลของตัวแปรอิสระอื่นออกไปแล้ว ทำให้ทิศทางความสัมพันธ์ที่แท้จริง (Partial Effect) ปรากฏออกมา และ ค่า VIF (Variance Inflation Factor) ของ BSI ต่ำกว่า 5

สมมติฐาน H3 (HML): ค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ -0.5921 ซึ่งตรงข้ามกับ H3 ที่คาดว่าจะบวก แสดงว่าในบริบทของตลาดไทยช่วงนี้ หุ้นกลุ่ม Growth (Book-to-Market ต่ำ) ให้ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้นกลุ่ม Value (Book-to-Market สูง) ซึ่งสอดคล้องกับกระแส Risk-on ของนักลงทุนในตลาดเกิดใหม่ที่มีความเสี่ยงสูงและคาดหวังผลตอบแทนสูง

สมมติฐาน H4 (Winner minus Loser): ค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ -0.0857 ผลนี้บ่งชี้ว่าในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงนี้ กลยุทธ์ Momentum ไม่ได้ให้ผลเป็นบวก ซึ่งสอดคล้องกับข้อค้นพบในตลาดเกิดใหม่บางแห่งที่นักลงทุน Overreact ต่อข้อมูลในอดีต ทำให้หุ้น Winner ในอดีตมักย่อตัวลงในช่วงถัดไป (Mean Reversion)

## ■ อภิปรายและสรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาโดยใช้ข้อมูลรายเดือนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วง พฤษภาคม 2557 ถึง พฤษภาคม 2561 เพื่อศึกษาผลกระทบของดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้รูปแบบการกำหนดอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังตามแนวทางที่อิงกับความเชื่อและความรู้สึกของผู้ลงทุน ที่เรียกว่า Belief-based Model จากงานวิจัยของ Statman (2008) โดยการศึกษาในครั้งนี้ใช้ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (BSI) เป็นตัวแปรที่แทนเพื่อประเมินทิศทางความเชื่อมั่นในภาพรวมของภาคธุรกิจซึ่งสะท้อนสถานการณ์ได้อย่างรวดเร็วกว่าข้อมูลมหภาคทางสถิติ (เช่น GDP) มักมีความล่าช้า (Lagging Indicator) ดังนั้น จึงเป็นเครื่องชี้วัดสำคัญที่เชื่อมโยงมุมมองจากผู้ประกอบการเข้ากับทฤษฎีการเงินและตลาดทุนไทย นอกจากนี้ ผลการศึกษายังแสดงให้เห็นอีกว่าการใช้ Belief-based Model ที่ใช้ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (BSI) ซึ่งเป็นตัวแปรที่แทนปัจจัยทางด้านมุมมองความคิดเห็นจากผู้ประกอบการ เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพต่ำ (Inefficient Market) ดังนั้น การเพิ่มตัวแปรที่วัดพฤติกรรมของนักลงทุนตามทฤษฎีการเงินเชิงคุณภาพ (Qualitative Data) จึงมีความเหมาะสมกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากผลการศึกษาพบว่า ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (BSI) มีผลกระทบเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติ ยืนยัน H1 และ H5 ผลการศึกษานี้ช่วยให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจในการทำธุรกรรมเกี่ยวกับหลักทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ในขณะที่ H2 H3 และ H4 ไม่เป็นไปตามสมมติฐานซึ่งสะท้อนลักษณะเฉพาะของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลาที่ศึกษา ซึ่งทำให้พฤติกรรมของตัวแปรเหล่านี้แตกต่างจากทฤษฎีที่พัฒนาจากตลาดที่พัฒนาแล้ว ผลการศึกษาเหล่านี้ถือเป็นองค์ความรู้ที่มีคุณค่าในการทำความเข้าใจ Market Inefficiency ของตลาดเกิดใหม่อย่างประเทศไทย

## ■ ข้อเสนอแนะ

ผลการศึกษานำเสนอข้อเสนอแนะเชิงปฏิบัติ (Practical Implications) ดังนี้ (1) นักลงทุนและผู้จัดการกองทุนควรติดตามดัชนี BSI ของรพท. เป็นสัญญาณประกอบการตัดสินใจลงทุน เนื่องจากพบหลักฐานว่า BSI มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ (2) นักวิเคราะห์หลักทรัพย์สามารถรวม BSI เข้าในแบบจำลองการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์เพื่อปรับผลตอบแทนที่คาดหวังให้สะท้อนปัจจัยเชิงพฤติกรรม (3) ผลการศึกษานี้สนับสนุนประโยชน์ของการจัดทำดัชนี BSI ของธนาคารแห่งประเทศไทยว่ามีผลต่อตลาดทุนจริง ซึ่งอาจเป็นข้อมูลสนับสนุนการพัฒนาดัชนีและการสื่อสารข้อมูลต่อสาธารณะ

ทั้งนี้การศึกษานี้ที่น่าสนใจในอนาคต อาจศึกษาผลกระทบของดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจสำหรับบริษัทชั้นนำในเอเชีย (Thomson Reuters/INSEAD BSI) ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence Index) ดัชนีชี้วัดอารมณ์ตลาด (Fear and Greed Index) รวมถึงอาจพิจารณาตัวแปรเชิงพฤติกรรมของนักลงทุนอื่น ๆ เช่น ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence Index) ปริมาณการค้นหาข้อมูลในอินเทอร์เน็ต (Google Search Volume Index) หรือ Sentiment จากโซเชียลมีเดีย เพื่อเปรียบเทียบกับ BSI เพื่อให้การศึกษามีความลึกซึ้งมากขึ้น และทำให้เกิดประโยชน์ต่อนักลงทุนและผู้วิเคราะห์ข้อมูลต่อไป

## ■ References

- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance*, 61(4), 1645–1680.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 129–151.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(Supplement), 159–178.
- Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3–18.
- Barberis, N., & Thaler, R. H. (2003). A survey of behavioral finance. In G. M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the economics of finance* (Vol. 1, pp. 1053–1128). Elsevier.
- Bernard, V. L., & Thomas, J. K. (1990). Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 13(2), 305–340.
- Black, F. (1986). Noise trader risk. *Journal of Finance*, 41(3), 529–543.
- Boonvorachote, T., & Panyawattananon, S. (2012). Noise trading behavior analysis in the Stock Exchange of Thailand. *Kasetsart Journal: Social Sciences*, 33(1), 69–91.
- Campbell, J. Y. (2000). Asset pricing at the millennium. *Journal of Finance*, 55(4), 1515–1567.
- Copeland, T. E. (1976). A model of asset trading under the assumption of sequential information arrival. *Journal of Finance*, 31(4), 1149–1168.
- D’Avolio, G. (2002). The market for borrowing stock. *Journal of Financial Economics*, 66(2–3), 271–306.
- De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. H. (1985). Does the stock market overreact? *Journal of Finance*, 40(3), 793–805.
- De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. (1990). Noise trader risk in financial markets. *Journal of Political Economy*, 98(4), 703–738.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47(2), 427–466.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56.

- Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 283–306.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate data analysis* (7<sup>th</sup> ed.). Pearson.
- Hirshleifer, D., & Shumway, T. (2003). Good day sunshine: Stock returns and the weather. *Journal of Finance*, 58(3), 1009–1032.
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *Journal of Finance*, 48(1), 65–91.
- Jennings, R. H., & Barry, C. B. (1983). Information dissemination and portfolio choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 18(1), 1–19.
- Jennings, R. H., Starks, L. T., & Fellingham, J. C. (1981). An equilibrium model of asset trading with sequential information arrival. *Journal of Finance*, 36(1), 143–161.
- Jeoplerkyen, P., & Boonvorachote, T. (2013). Relationship between trading volumes of investor groups and stock index returns on the Stock Exchange of Thailand. *Kasetsart Journal: Social Sciences*, 34(1), 60–76.
- Jiang, G., Lee, C. M., & Zhang, Y. (2005). Information uncertainty and expected returns. *Review of Accounting Studies*, 10(2–3), 185–221.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263–291.
- Karnizova, L., & Khan, H. (2010). *The stock market and the consumer confidence channel in Canada* (Working Paper No. 1004E). University of Ottawa, Department of Economics.
- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37.
- Lord, C. G., Ross, L., & Lepper, M. R. (1979). Biased assimilation and attitude polarization: The effects of prior theories on subsequently considered evidence. *Journal of Personality and Social Psychology*, 37(11), 2098–2109.
- Markowitz, H. M. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
- Schmeling, M. (2008). *Investor sentiment and stock returns: Some international evidence* (Hannover Economic Papers No. XXX). Leibniz Universität Hannover, Faculty of Economics.
- Sellin, P. (1996). Inviting excess volatility? Opening up a small stock market to international investors. *Scandinavian Journal of Economics*, 98(4), 603–612.

- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
- Shleifer, A. (2000). *Inefficient markets: An introduction to behavioral finance*. Oxford University Press.
- Slovic, P., Peters, E., Finucane, M. L., & MacGregor, D. G. (2005). Affect, risk, and decision making. *Health Psychology*, 24(4, Suppl.), S35–S40.
- Statman, M. (2008). What is behavioral finance? In F. J. Fabozzi (Ed.), *Handbook of finance* (Vol. 2, pp. 79–84). Wiley.
- Zajonc, R. B. (1980). Feeling and thinking: Preferences need no inferences. *American Psychologist*, 35(2), 151–175.
- Zhang, Y. (2006). Information uncertainty and stock returns. *Journal of Finance*, 61(1), 105–136.
- Zikmund, W. G., Babin, B. J., Carr, J. C., & Griffin, M. (2013). *Business research methods*. Cengage Learning.



# อิทธิพลของอัตราส่วนทางการเงินต่อความน่าจะเป็น ในการล้มละลาย: การศึกษาเชิงประจักษ์ของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Impact of Financial Ratios on the Probability  
of Bankruptcy: An Empirical Study of Listed Companies  
in the Stock Exchange of Thailand

## ดร.อัทธวัฒน์ จันทสุธโร

อาจารย์ประจำคณะบัญชี มหาวิทยาลัยกรุงเทพ  
Email: attawan.j@bu.ac.th

## ดร.ปริษา จินดาลวง

อาจารย์ประจำคณะบัญชี มหาวิทยาลัยกรุงเทพ  
Email: parisaj@bu.ac.th \*Corresponding

## Attawan Juntasutho, Ph.D.

Instructor of Accounting  
School of Accounting Bangkok University  
Email: attawan.j@bu.ac.th

## Parisa Jindaluang, Ph.D.

School of Accounting Bangkok University  
Email: parisaj@bu.ac.th \*Corresponding

# อิทธิพลของอัตราส่วนทางการเงินต่อความน่าจะเป็น ในการล้มละลาย: การศึกษาเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**ดร.อัฐวณันท์ จันทสุทโธ**

อาจารย์ประจำคณะบัญชี มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

Email: attawan.j@bu.ac.th

**ดร.ปรีชา จินดาหลวง**

อาจารย์ประจำคณะบัญชี มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

Email: parisa.j@bu.ac.th \*Corresponding

วันที่ได้รับบทความต้นฉบับ: 14 พฤศจิกายน 2568

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 7 พฤษภาคม 2569

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 22 พฤษภาคม 2569

## บทคัดย่อ

บทความนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีต่อบริษัทที่มีแนวโน้มประสบโอกาสความน่าจะเป็นในการล้มละลาย การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยใช้การวิเคราะห์ข้อมูลใช้วิธีถดถอยโลจิสติก (Logistic Regression) วิเคราะห์ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินกับบริษัทที่มีแนวโน้มประสบความน่าจะเป็นในการล้มละลาย กลุ่มตัวอย่าง ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ระยะเวลาการศึกษาอยู่ในช่วง พ.ศ. 2565 - 2567 จำนวน 1,584 บริษัท สำหรับอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ประกอบด้วย อัตราส่วนหมุนเวียน อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวม และผลขาดทุนสุทธิติดต่อกันเป็นระยะเวลา 2 ปี ผลการวิจัยพบว่า อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวม และผลขาดทุนสุทธิติดต่อกันเป็นระยะเวลา 2 ปี มีนัยสำคัญต่อโอกาสการเกิดความน่าจะเป็นในการล้มละลาย และพบว่าแบบจำลองมีความถูกต้องในการพยากรณ์ก่อนเกิดความน่าจะเป็นในการล้มละลาย หนึ่งปี และสองปี ที่ 97.92% และ 96.59% ตามลำดับ

**คำสำคัญ:** การล้มละลาย อัตราส่วนทางการเงิน

# The Impact of Financial Ratios on the Probability of Bankruptcy: An Empirical Study of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand

**Attawan Juntasutho, Ph.D.**

Instructor of Accounting

School of Accounting Bangkok University

Email: attawan.j@bu.ac.th

**Parisa Jindaluang, Ph.D.**

School of Accounting Bangkok University

Email: parisa.j@bu.ac.th \*Corresponding

Received: November 14, 2025

Revised: May 7, 2026

Accepted: May 22, 2026

## ABSTRACT

This article aims to examine the effects of financial ratios on the probability of bankruptcy among companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET). This study employed a quantitative research approach using Logistic Regression Analysis to investigate the relationship between financial ratios and the probability of corporate bankruptcy. The sample consisted of 1,584 listed companies from all industry groups on the Stock Exchange of Thailand, excluding firms in the financial sector, during the period 2022–2024. The financial ratios examined in this study included the Current Ratio, Total Debt to Total Asset Ratio, Total Asset Turnover, Return on Total Assets, and consecutive net losses over a two-year period. The findings revealed that the Total Debt to Total Asset Ratio, Total Asset Turnover, Return on Total Assets, and consecutive net losses over a two-year period were statistically significant determinants of the probability of bankruptcy. In addition, the predictive model demonstrated high forecasting accuracy for bankruptcy probability one year and two years prior to the occurrence of bankruptcy, with accuracy rates of 97.92% and 96.59%, respectively.

**Key word:** Bankruptcy, Financial Ratios

วิกฤตการณ์ทางการเงินในอดีตได้สะท้อนให้เห็นถึงผลกระทบที่รุนแรงและแพร่หลายต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในหลายภาคส่วนไม่ว่าจะเป็นเจ้าของกิจการ นักลงทุน เจ้าหนี้ พนักงาน ผู้บริหาร รวมถึงประชาชนทั่วไป เนื่องจากบริษัทจำนวนมากต้องเผชิญกับภาวะการล้มละลายโดยไม่สามารถคาดเดาเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นได้ ส่งผลให้กลุ่มนักลงทุนและเจ้าหนี้ซึ่งเป็นผู้มีส่วนได้ส่วนเสียโดยตรงได้รับผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญ ด้วยเหตุนี้กลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียจึงให้ความสำคัญกับการพัฒนาเครื่องมือหรือตัวแบบที่สามารถใช้ในการพยากรณ์ภาวะล้มละลายของบริษัทในอนาคตเพื่อให้สามารถดำเนินการเชิงป้องกันหรือบริหารความเสี่ยงได้อย่างทันทั่วทั้ง (Zelenkov, 2020) อีกทั้งนักวิชาการหลายท่านได้ให้คำจำกัดความของภาวะล้มเหลวทางการเงินในลักษณะที่แตกต่างกันออกไป (Abdu, 2022) ตามแนวคิดของ Hendel (1996) ภาวะล้มเหลวทางการเงิน หมายถึง ความน่าจะเป็นที่กิจการจะเข้าสู่ภาวะล้มละลาย ซึ่งพิจารณาจากระดับสภาพคล่องของสินทรัพย์ที่มีอยู่และความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน ในขณะที่ Denis and Denis (1995) พบว่า ภาวะล้มเหลวทางการเงินเกิดขึ้นเมื่อกิจการประสบภาวะขาดทุนทางบัญชีอย่างต่อเนื่อง อย่างน้อยเป็นระยะเวลา 3 ปี ติดต่อกัน ซึ่งเป็นสัญญาณบ่งชี้ปัญหาด้านผลการดำเนินงาน

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีบทบาทสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศ เนื่องจากเป็นกลไกในการระดมทุนจากประชาชนเพื่อนำมาใช้ในการดำเนินธุรกิจ อย่างไรก็ตามผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ไม่ได้มีส่วนร่วมในการบริหารงานโดยตรง ในกระบวนการตัดสินใจลงทุนข้อมูลทางการเงินมีบทบาทสำคัญอย่างยิ่ง โดยเฉพาะงบการเงินซึ่งสะท้อนฐานะการเงินและผลการดำเนินงานในอดีตของบริษัท ซึ่งข้อมูลดังกล่าวสามารถนำมาวิเคราะห์ผ่านอัตราส่วนทางการเงิน เพื่อประเมินประสิทธิภาพความสามารถในการทำกำไร สภาพคล่อง และความมั่นคงทางการเงินของบริษัทถึงแม้ว่างบการเงินเป็นข้อมูลในอดีต แต่ยังคงมีสะท้อนแนวโน้มของธุรกิจในอนาคตโดยสามารถใช้เป็นพื้นฐานในการคาดการณ์ความสามารถในการทำกำไรและระดับความเสี่ยงของกิจการได้ ส่งผลให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีหลักเกณฑ์มีประสิทธิภาพ และลดความไม่แน่นอนในการลงทุนมากยิ่งขึ้น (Rakarnsin, Sawaengwarot, & Butsalee, 2022)

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง พบว่า ตัวแปรทางการเงินที่ได้จากงบการเงินของบริษัทถือเป็นองค์ประกอบพื้นฐานในการพัฒนาแบบจำลองที่ใช้วิเคราะห์ความน่าเชื่อถือทางธุรกิจ และการประเมินแนวโน้มอัตราการเติบโตของบริษัทในอนาคต ตลอดจนใช้ในการพยากรณ์ความเสี่ยงของการเข้าสู่การล้มละลาย โดยงบฐานะการเงินงบกำไรขาดทุน และงบกระแสเงินสด ถือเป็นแหล่งข้อมูลหลักที่ใช้ในการออกแบบและพัฒนาแบบจำลองการพยากรณ์การล้มละลายทางธุรกิจ (Singh & Singh, 2022) และข้อมูลทางบัญชีที่ได้จากงบการเงินมีบทบาทสำคัญในการเป็นเครื่องมือส่งสัญญาณเตือนล่วงหน้าเกี่ยวกับความเสี่ยงที่บริษัทอาจเผชิญในอนาคตโดยเฉพาะความเสี่ยงในการดำเนินงานและความล้มเหลวทางการเงิน (Saisuk, & Peeracheir, 2023) ทั้งนี้อัตราส่วนทางการเงินถือเป็นเครื่องมือหลักในการวิเคราะห์งบการเงินเนื่องจากสามารถแปลงข้อมูลทางบัญชีให้อยู่ในรูปแบบที่สะท้อนสถานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทได้อย่างชัดเจนทำให้นักลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียสามารถประเมินสุขภาพทางการเงินของบริษัทได้อย่างเป็นระบบ (Saechoo, Jamit, & Leekpai, 2024) ในบริบทปัจจุบัน อัตราส่วนทางการเงินที่ได้จากงบกำไรขาดทุนและงบฐานะการเงิน ซึ่งจัดทำภายใต้มาตรฐานการรายงานทางการเงินที่เป็นที่ยอมรับ เช่น มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (IFRS) หรือมาตรฐานการรายงานทางการเงินไทย (TFRS) ยังคงเป็นตัวแปรสำคัญในการพัฒนาแบบจำลองพยากรณ์ความล้มเหลวทางธุรกิจ ตลอดระยะเวลากว่า 40 ปีที่ผ่านมา มีการนำอัตราส่วนทางการเงินจำนวนมากกว่า 500 ตัวแปรมาใช้ในการสร้างแบบจำลองดังกล่าว โดยผลการศึกษาส่วนใหญ่ยืนยันว่าอัตราส่วนทางการเงินสามารถอธิบายความน่าจะเป็นของการล้มละลายได้อย่างมีนัยสำคัญ และยังคงเป็นตัวแปรหลักที่นักวิจัยนิยมใช้ในการพัฒนาแบบจำลองพยากรณ์ความล้มเหลวทางการเงินอย่างต่อเนื่อง (Chen, Chen, & Lien, 2020)

จากข้อมูลและแนวคิดที่กล่าวมา ผู้วิจัยจึงให้ความสนใจศึกษาอิทธิพลของอัตราส่วนทางการเงินต่อความน่าจะเป็นในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยมุ่งเน้นบทบาทของตัวชี้วัดทางการเงินในฐานะเครื่องมือเชิงป้องกัน สำหรับการประเมินความเสี่ยงทางการเงินของกิจการอย่างเป็นระบบ ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมีเป้าหมายในการเติมเต็มช่องว่างทางวิชาการดังกล่าว โดยประเมินอำนาจในการพยากรณ์ของอัตราส่วนทางการเงินหลักภายใต้กรอบแบบจำลองโลจิสติกที่เหมาะสมกับบริบทบริษัทจดทะเบียนไทย พร้อมทั้งวิเคราะห์ประสิทธิภาพของแบบจำลองในเชิงความแม่นยำและความเสี่ยงของการพยากรณ์ผิดพลาด โดยผลลัพธ์จากการวิจัยสามารถนำไปใช้เป็นฐานข้อมูลเชิงประจักษ์สำหรับการกำหนดนโยบายติดตามสถานะทางการเงิน การบริหารความเสี่ยง และการปรับกลยุทธ์ทางธุรกิจเพื่อป้องกันการเข้าสู่ภาวะล้มละลายได้อย่างมีประสิทธิภาพและยั่งยืนในระยะยาว

## ■ วัตถุประสงค์ของการวิจัย

วัตถุประสงค์ของการวิจัยนี้ คือ เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโอกาสความน่าจะเป็นในการล้มละลาย และสร้างแบบจำลองการพยากรณ์ความน่าจะเป็นในการล้มละลาย โดยมีอัตราส่วนทางการเงินเป็นปัจจัยพยากรณ์

## ■ การทบทวนวรรณกรรม

ตัวแปรทางการเงินที่ได้จากงบการเงินถือเป็นข้อมูลพื้นฐานสำคัญในการพัฒนาแบบจำลองเพื่อประเมินความน่าเชื่อถือทางธุรกิจของบริษัท รวมถึงการพยากรณ์แนวโน้มการเติบโตและความเสี่ยงในการเกิดความน่าจะเป็นในการล้มละลายในอนาคต โดยงบการเงินสะท้อนผลการดำเนินงานในอดีตของกิจการ ในขณะที่อัตราส่วนทางการเงินทำหน้าที่เป็นตัวชี้วัดเชิงปริมาณที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างรายการต่าง ๆ ในงบฐานะการเงินและงบกำไรขาดทุน จึงได้รับความนิยมอย่างแพร่หลายในการนำมาใช้เป็นตัวแปรอิสระในแบบจำลองการพยากรณ์ความน่าจะเป็นในการล้มละลาย เนื่องจากสามารถสะท้อนสถานะทางเศรษฐกิจและความสามารถในการดำเนินงานของกิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพ สอดคล้องกับแนวคิด Altman (1986) ได้พัฒนาแบบจำลองพยากรณ์การล้มละลายโดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์จำแนกประเภทหลายตัวแปร (Multivariate Discriminant Analysis: MDA) จากกลุ่มตัวอย่างบริษัทนอกภาคการเงินในประเทศสหรัฐอเมริกาจำนวน 66 บริษัท ในช่วงปี ค.ศ. 1946–1965 โดยคัดเลือกตัวอย่างให้มีลักษณะใกล้เคียงกันในด้านอุตสาหกรรมและขนาดสินทรัพย์ และใช้อัตราส่วนทางการเงินจำนวน 22 อัตราส่วน ครอบคลุม 5 กลุ่มหลัก ได้แก่ สภาพคล่องความสามารถในการทำกำไร โครงสร้างเงินทุน ภาระหนี้สินระยะยาว และประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ผลการศึกษาพบว่าแบบจำลองสามารถจำแนกบริษัทที่ล้มละลายและไม่ล้มละลายได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยมีความแม่นยำสูงถึงประมาณร้อยละ 95 ในการพยากรณ์ล่วงหน้า 1 ปี อย่างไรก็ตาม ความแม่นยำจะลดลงเมื่อระยะเวลาการพยากรณ์ยาวขึ้นในเวลาต่อมา Ohlson (1980) ได้พัฒนาแบบจำลองพยากรณ์ความล้มเหลวทางการเงินโดยใช้วิธีการวิเคราะห์แบบโลจิสติกซึ่งแตกต่างจากแนวคิด Z-Score ของ Altman (1986) โดยนำเสนอผลลัพธ์ในรูปของความน่าจะเป็นที่กิจการจะประสบภาวะล้มเหลว จากการศึกษาบริษัทที่ล้มละลาย 105 บริษัท และบริษัทที่ไม่ล้มละลาย 2,058 บริษัท ในช่วงปี ค.ศ. 1970–1976 ผลการศึกษาพบว่า ค่าความน่าจะเป็นที่ระดับ 0.038 สามารถใช้เป็นจุดตัดสินใจในการจำแนกสถานะของกิจการและแบบจำลองมีความแม่นยำในการพยากรณ์ประมาณร้อยละ 87.6

## อัตราส่วนหมุนเวียน

อัตราส่วนหมุนเวียนเป็นตัวชี้วัดทางการเงินที่สะท้อนถึงความสามารถของบริษัทในการจ่ายชำระหนี้สินระยะสั้น โดยคำนวณจากอัตราส่วนระหว่างสินทรัพย์หมุนเวียนกับหนี้สินหมุนเวียน ซึ่งสินทรัพย์หมุนเวียนประกอบด้วยรายการที่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดภายในระยะเวลาหนึ่งปี เช่น เงินสด ลูกหนี้การค้า และสินค้าคงเหลือ หากอัตราส่วนดังกล่าวมีค่ามากแสดงให้เห็นว่ากิจการมีสภาพคล่องสูง และมีความสามารถในการบริหารจัดการภาระหนี้สินระยะสั้นได้อย่างมีประสิทธิภาพ จากผลการศึกษาของ Zainol Abidin, Abdullah and Khaw (2021) พบว่า อัตราส่วนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาสในการล้มละลายของบริษัท กล่าวคือเมื่ออัตราส่วนหมุนเวียนเพิ่มขึ้น โอกาสที่มีแนวโน้มประสพภาวะล้มละลายลดลง เนื่องจากระดับสภาพคล่องที่สูงสามารถช่วยให้บริษัทรักษาความต่อเนื่องในการดำเนินงาน และลดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ ดังนั้น อัตราส่วนหมุนเวียนจึงสามารถใช้เป็นตัวแปรในการพยากรณ์ซึ่งมีประโยชน์ในการประเมินความเสี่ยงด้านความมั่นคงทางการเงินของบริษัท และสามารถนำไปประยุกต์ใช้ในแบบจำลองการพยากรณ์แนวโน้มประสพภาวะล้มละลายได้อย่างมีประสิทธิภาพ ในทางตรงกันข้าม Pipatnarapong and Kuenkaikaw (2024) พบว่า อัตราส่วนหมุนเวียนที่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการทุจริตในงบการเงิน และสามารถทำนายสัญญาณเตือนการทุจริตในงบการเงินได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ การวิจัยนี้ตั้งสมมติฐานว่า อัตราส่วนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความล้มเหลวทางการเงิน เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนดังกล่าวสะท้อนถึงสภาพคล่องที่ดีของกิจการในการชำระหนี้ระยะสั้น และความสามารถในการเปลี่ยนสินทรัพย์หมุนเวียนเป็นเงินสดเพื่อลดความเสี่ยงต่อการล้มละลาย

H1: อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการประสพความน่าจะเป็นในการล้มละลาย

## อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดทางการเงินที่แสดงระดับของหนี้สินเปรียบเทียบกับสินทรัพย์รวมทั้งหมดของบริษัท โดยแสดงโครงสร้างเงินทุนของบริษัทว่ามีการพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากเจ้าหนี้มากน้อยเพียงใด หากกิจการมีค่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมอยู่ในระดับต่ำสะท้อนถึงโครงสร้างทางการเงินที่มีเสถียรภาพ กล่าวคือ กิจการใช้แหล่งเงินทุนจากผู้ถือหุ้นเป็นหลัก ซึ่งส่งผลให้ภาระในการชำระหนี้อยู่ในระดับต่ำ และเพิ่มขีดความสามารถในการกู้ยืมในอนาคตได้มากขึ้นในทางตรงกันข้าม หากอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมอยู่ในระดับสูงบ่งชี้ว่ากิจการมีการใช้หนี้สินในสัดส่วนที่มากเมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวม ซึ่งอาจสร้างภาระดอกเบี้ยและการชำระหนี้คืนหนี้ในระดับสูง และในกรณีที่บริษัทขาดสภาพคล่องทางการเงินในระยะสั้นหรือเผชิญกับความผันผวนของรายได้ อาจนำไปสู่ปัญหาการผิดนัดชำระหนี้และเข้าสู่ภาวะล้มละลายได้ในที่สุด ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Zainol Abidin et al. (2021) และ Kosanlawit, Ugsornwong and Lewnanonchai (2021) ที่ระบุว่า โครงสร้างเงินทุนที่พึ่งพาหนี้สินมากเกินไปเป็นปัจจัยที่เพิ่มความเปราะบางทางการเงินของกิจการ และเป็นตัวบ่งชี้ถึงความเสี่ยงในการดำรงอยู่ของบริษัทในระยะยาว โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงเวลาที่กิจการเผชิญกับความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจหรือรายได้ที่ลดลง ซึ่งแสดงผลลัพธ์ที่ไม่แตกต่างจาก Kosanlawit et al. (2021) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดโครงสร้างเงินทุนที่สะท้อนสัดส่วนของสินทรัพย์ที่ได้รับการสนับสนุนจากหนี้สิน หากอัตราส่วนดังกล่าวมีค่าต่ำ แสดงว่าสินทรัพย์ของกิจการส่วนใหญ่มาจากเงินทุนของผู้ถือหุ้น ส่งผลให้ความเสี่ยงทางการเงินอยู่ในระดับต่ำ ในทางตรงกันข้าม หากอัตราส่วนนี้มีค่าสูงสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากหนี้สินเป็นหลัก ทำให้ต้องเผชิญกับภาระดอกเบี้ยและภาระผูกพันในการชำระหนี้ที่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ หากกิจการประสบปัญหาสภาพคล่องในอนาคต อาจส่งผลให้ไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามกำหนด และเพิ่มความเสี่ยงต่อการเผชิญภาวะล้มเหลวทางการเงินในที่สุด สมมติฐานของการวิจัยนี้ ตั้งอยู่บนพื้นฐานว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดระดับความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท หากอัตราส่วนนี้มีค่าต่ำแสดงว่าสินทรัพย์ส่วนใหญ่มาจากเงินทุนของผู้ถือหุ้น ซึ่งสะท้อนถึงความมั่นคงทางการเงิน

ในทางตรงกันข้าม หากอัตราส่วนนี้มีค่าสูงแสดงถึงการพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้เป็นหลัก ซึ่งเพิ่มภาระดอกเบี้ยและลดความสามารถในการกู้ยืมเพิ่มเติมในอนาคต โดยเฉพาะในภาวะขาดสภาพคล่องอันนำไปสู่ความเสี่ยงในการประสพภาวะล้มละลาย ดังนั้นจึงกำหนดสมมติฐานการวิจัยไว้ดังนี้

H2: อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อการประสพความน่าจะเป็นในการล้มละลาย

### อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม

อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดทางการเงินที่สะท้อนถึงประสิทธิภาพของกิจการในการใช้สินทรัพย์รวมเพื่อสร้างรายได้ ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความสามารถของฝ่ายบริหารในการใช้ทรัพยากรที่มีอยู่ให้เกิดผลตอบแทนสูงสุด หากอัตราส่วนนี้มีค่าสูงหมายความว่ากิจการสามารถใช้สินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ก่อให้เกิดรายได้และกระแสเงินสดในระดับที่เพียงพอต่อการดำเนินงาน ส่งผลให้สภาพคล่องทางการเงินอยู่ในระดับมั่นคง และลดความเสี่ยงในการเข้าสู่ภาวะล้มละลาย ในทางตรงกันข้าม หากอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมอยู่ในระดับต่ำ ย่อมสะท้อนถึงการที่ใช้สินทรัพย์ที่ไม่มีประสิทธิภาพ หรือการถือครองสินทรัพย์เกินความจำเป็นเมื่อเทียบกับระดับรายได้ที่มีอยู่ในปัจจุบัน ซึ่งอาจนำไปสู่การขาดสภาพคล่องส่งผลให้ความสามารถในการชำระหนี้ลดลง และเพิ่มความเสี่ยงต่อการประสพภาวะล้มละลายในระยะยาว สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Zainol Abidin et al. (2021) สนับสนุนข้อสังเกตนี้ โดยชี้ว่า อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับภาวะล้มละลาย กล่าวคือ เมื่อกิจการมีประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์มากขึ้น ความเสี่ยงในการเผชิญกับความน่าจะเป็นในการล้มละลายลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมสะท้อนถึงประสิทธิภาพของกิจการในการใช้สินทรัพย์เพื่อสร้างรายได้ ซึ่งหากมีค่าในระดับสูงแสดงว่ากิจการสามารถบริหารจัดการทรัพยากรที่มีอยู่ได้อย่างคุ้มค่าและเกิดประโยชน์สูงสุด และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Aroonrat et al. (2023) พบว่า อัตราส่วนดังกล่าวเป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพในการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์รวมของกิจการ โดยสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทสามารถนำทรัพยากรที่มีอยู่ไปสร้างรายได้ได้มากน้อยเพียงใด หากอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมมีค่าสูงแสดงว่าบริษัทสามารถใช้สินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ก่อให้เกิดรายได้ในระดับที่เหมาะสมและต่อเนื่อง ส่งผลให้กิจการมีสภาพคล่องที่ดีขึ้น และลดความเสี่ยงต่อการเผชิญภาวะล้มเหลวทางการเงินในระยะยาว ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงในการประสพภาวะล้มละลายทางการเงินได้ ดังนั้น สมมติฐานของงานวิจัยสามารถกำหนดได้ดังนี้:

H3: อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการประสพความน่าจะเป็นในการล้มละลาย

### อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวม

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดทางการเงินที่สำคัญซึ่งสะท้อนถึงความสามารถของกิจการในการสร้างผลกำไรจากการใช้สินทรัพย์ที่มีอยู่ โดยอัตราส่วนที่คำนวณมีค่าสูงบ่งชี้ถึงประสิทธิภาพของฝ่ายบริหารในการใช้ทรัพยากรของบริษัทให้เกิดมูลค่าและสร้างผลตอบแทนได้อย่างคุ้มค่า ในทางกลับกัน หากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมมีค่าต่ำย่อมแสดงให้เห็นถึงการที่ใช้สินทรัพย์อย่างไร้ประสิทธิภาพ ซึ่งอาจเป็นสัญญาณเตือนภัยของการบริหารที่ไร้ประสิทธิภาพของฝ่ายบริหาร ส่งผลให้กิจการเสี่ยงต่อปัญหาทางการเงินและอาจนำไปสู่ความน่าจะเป็นในการล้มละลายในที่สุด สอดคล้องกับแนวคิดของทฤษฎีผู้แทน (Agency Theory) และทฤษฎีการบริหารจัดการ (Stewardship Theory) ซึ่งเน้นบทบาทของผู้บริหารในฐานะตัวแทนของผู้ถือหุ้นที่มีหน้าที่บริหารทรัพยากรขององค์กรอย่างมีประสิทธิภาพ จากการศึกษาที่ผ่านมา เช่น Shetty, Musa and Brédart (2022) และ Hidayat and Bintara (2025) พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับภาวะล้มละลายทางการเงิน กล่าวคือเมื่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ลดลง ความเสี่ยงในการเข้าสู่ภาวะภาวะล้มละลายทางการเงินจะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Wongpunya and Thoraneenitiyan (2022) พบว่า อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรของกิจการ หากค่าที่คำนวณได้อยู่ในระดับสูง แสดงว่าบริษัทสามารถนำสินทรัพย์ที่มีอยู่ไปใช้ในการดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ก่อให้เกิดผลตอบแทนในระดับที่เหมาะสมและต่อเนื่อง ส่งผลให้ฐานะทางการเงินของกิจการมีความเข้มแข็ง

และช่วยลดความเสี่ยงต่อการเผชิญภาวะล้มเหลวทางการเงินในระยะยาว การวิจัยนี้ตั้งสมมติฐานว่า อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวมซึ่งเป็นอัตราส่วนระหว่างกำไรสุทธิกับสินทรัพย์รวม เป็นตัวชี้วัดความสามารถของกิจการในการใช้สินทรัพย์ที่มีอยู่ให้เกิดประสิทธิภาพในการสร้างผลตอบแทน หากอัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวมอยู่ในระดับสูง ย่อมสะท้อนถึงการบริหารสินทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพและความเสี่ยงต่อภาวะล้มละลายที่ลดลง ในทางกลับกันอัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวมที่ต่ำอาจบ่งชี้ถึงการใช้ทรัพยากรอย่างไม่มีประสิทธิภาพ ซึ่งเพิ่มความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ

H4: อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมดมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการประสพความน่าจะเป็นในการล้มละลาย

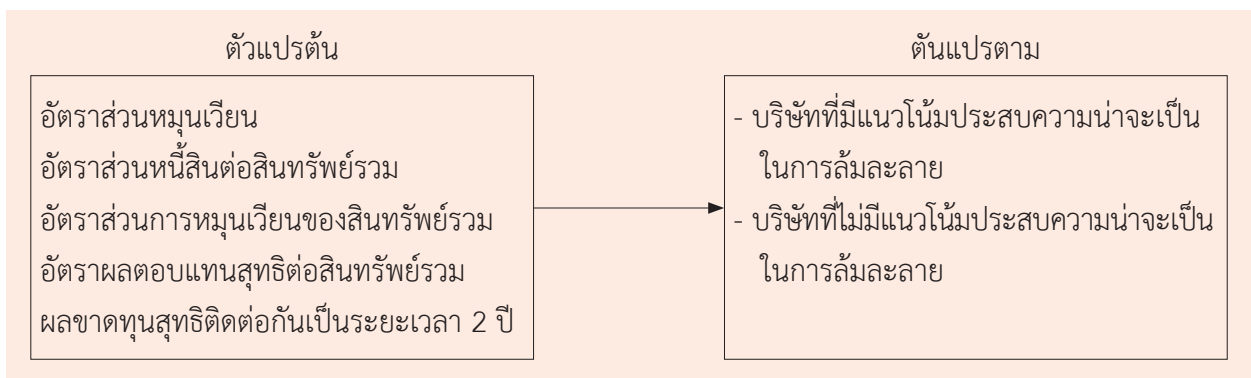
#### ผลขาดทุนสุทธิติดต่อกันเป็นระยะเวลา 2 ปี

ผลการดำเนินงานทางการเงินนับเป็นองค์ประกอบสำคัญที่สะท้อนถึงสถานะและศักยภาพในการดำเนินงานของบริษัทในแต่ละรอบระยะเวลาบัญชี โดยข้อมูลดังกล่าวปรากฏอยู่ในงบการเงินหลัก เช่น งบกำไรขาดทุนและงบฐานะการเงิน ซึ่งมีบทบาทในการช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถวิเคราะห์และตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพ ในระดับสากล พบงานวิจัยจำนวนมากให้ความสำคัญกับตัวชี้วัดด้านผลการดำเนินงานทางการเงินซึ่งสามารถใช้ในการประเมินโอกาสในการเกิดภาวะการล้มละลายของกิจการได้อย่างมีนัยสำคัญ เช่น รายได้สุทธิติดลบต่อเนื่องหลายปี กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย มีค่าต่ำกว่าค่าใช้จ่ายทางการเงินติดต่อกันเป็นระยะเวลา 2 ปี และการขาดทุนสะสมที่เกินร้อยละ 50 ของทุนจดทะเบียน ซึ่งล้วนสะท้อนถึงความเปราะบางของโครงสร้างทางการเงิน หรือแม้แต่การขาดทุนสุทธิสองปีติดต่อกันก็ถือเป็นสัญญาณล่วงหน้าของความล้มเหลวทางการเงิน (Ohlson, 1980) สอดคล้องกับงานวิจัยในประเทศไทย ของ Nopphaisit and Likitwongkajon (2018) พบว่า บริษัทที่มีผลขาดทุนสุทธิต่อเนื่องมีแนวโน้มสูงที่จะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงินในปีถัดไป สะท้อนให้เห็นถึงการขาดความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินธุรกิจหลัก และอาจต้องพึ่งพาการขายสินทรัพย์หรือลงทุนเพื่อความอยู่รอดในระยะสั้น และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Watcharanukul, Sakulvichayatada and Chaisomkun (2020) พบว่า ผลขาดทุน 2 ปี ติดต่อกันเป็นปัจจัยที่มีความสามารถในการนำมาใช้ในการพยากรณ์ความล้มเหลวทางการเงิน ดังนั้น ตัวชี้วัดด้านผลการดำเนินงานทางการเงินจึงมีความเกี่ยวข้องอย่างมีนัยสำคัญกับภาวะล้มเหลวทางการเงินของกิจการ และสามารถนำไปใช้เป็นองค์ประกอบสำคัญในการพัฒนาแบบจำลองการพยากรณ์ความล้มเหลวได้อย่างมีประสิทธิภาพในเชิงกลยุทธ์

H5: ผลขาดทุนสุทธิติดต่อกันเป็นเวลา 2 ปี มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการประสพความน่าจะเป็นในการล้มละลาย

### กรอบแนวคิดการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาถึงอิทธิพลของอัตราส่วนทางการเงินต่อความน่าจะเป็นในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผู้วิจัยได้ทำการพัฒนารอบแนวคิดการวิจัยจากแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องได้ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

## ■ ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษาครอบคลุมบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน เนื่องจาก เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีหน่วยงานที่กำกับดูแลโดยเฉพาะ ที่ต้องปฏิบัติตามข้อบังคับเฉพาะที่นอกเหนือจากกฎเกณฑ์การกำกับดูแลทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีแนวปฏิบัติแตกต่างจากกิจการอุตสาหกรรมอื่น ข้อมูลผลการดำเนินงานทาง ได้แก่ อัตราส่วนหมุนเวียน อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวม และผลขาดทุนสุทธิติดต่อกันเป็นระยะเวลา 2 ปี ข้อมูลในช่วงระยะเวลา 3 ปีก่อนที่บริษัทจะประสบความล้มเหลวทางการเงิน ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2565 ถึง พ.ศ. 2567

## ■ วิธีดำเนินการวิจัย

### การกำหนดรูปแบบการวิจัย

สำหรับการศึกษาหัวข้อ “อิทธิพลของอัตราส่วนทางการเงินต่อความน่าจะเป็นในการล้มละลาย: การศึกษาเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” ดำเนินการภายใต้กรอบการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยผู้วิจัยได้รวบรวมข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินจากแหล่งข้อมูลที่เกี่ยวข้อง จากนั้นดำเนินการประมวลผลและวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธีทางสถิติ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการล้มละลายกับอัตราส่วนทางการเงิน พร้อมทั้งจัดทำวิเคราะห์ข้อมูล สรุปผลการวิจัย อภิปรายผลและ ข้อเสนอแนะ

### ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการวิจัย ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ทั้งนี้ไม่รวมบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน เนื่องจากลักษณะโครงสร้างทางการเงินและแนวปฏิบัติทางบัญชีของธุรกิจกลุ่มดังกล่าวมีความแตกต่างจากธุรกิจในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น และกลุ่มตัวอย่าง (Sample) ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบ่งประเภทกลุ่มตัวอย่างเป็นสองกลุ่มคือ บริษัทที่มีแนวโน้มประสบความน่าจะเป็นในการล้มละลายคือ บริษัทที่อยู่ในประกาศรายชื่อหลักทรัพย์จดทะเบียนที่ถูกเพิกถอน (Delisted Securities) และบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน (Companies Under Rehabilitation) รวมถึงบริษัทจดทะเบียนที่มีสถานะ NC (Non-Compliance) หรือ C (Caution) หรือ NP (Notice Pending) ที่บ่งบอกว่าบริษัทจดทะเบียนนั้นมีความเสี่ยงในเรื่องฐานะการเงิน และบริษัทที่ไม่มีแนวโน้มประสบความน่าจะเป็นในการล้มละลายและยังคงดำเนินงานอยู่ ซึ่งจะเลือกจากกลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลงบการเงินครบถ้วน 2 ปี ระหว่างปี 2565-2567 รวมระยะเวลา 3 ปี จำนวน 528 บริษัท หากในปีใดปีหนึ่งมีข้อมูลไม่ครบถ้วนจะไม่นำมาเป็นตัวอย่างในการศึกษา โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ใน ในช่วงระยะเวลา 1 ปี และ 2 ปี ก่อนที่บริษัทจะประสบภาวะล้มละลายในปี พ.ศ. 2565 มีจำนวนทั้งหมด 1,056 และ 528 ตัวอย่าง ตามลำดับ

## การเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยใช้ข้อมูลในการศึกษาโดยได้จากการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิทั้งตัวแปรอิสระ (Independent Variable) และตัวแปรตาม (Dependent Variable) จากฐานข้อมูลการบริการระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์ (SET Market Analysis & Reporting Tool: SETSMART) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งอยู่ในรูปแบบรายงานข้อมูลประจำปี 56-1 และรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อรวบรวมตัวแปรอิสระ คือ ผลการดำเนินงานทางการเงิน ประกอบด้วย อัตราส่วนหมุนเวียน (Current ratio: CR) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Total Debt to Total Asset Ratio: DT) อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover: AT) อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (Return on Total Assets: ROA) ผลขาดทุนสุทธิติดต่อกันเป็นเวลา 2 ปี (LOSS) และตัวแปรตาม ประกอบด้วย บริษัทที่มีแนวโน้มประสบความสำเร็จจะเป็นในการล้มละลายและบริษัทที่ไม่มีแนวโน้มประสบความสำเร็จจะเป็นในการล้มละลาย

## การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) ผู้วิจัยได้วางแผนการวิเคราะห์ข้อมูลโดยนำตัวแปรทางการเงิน ได้แก่ อัตราส่วนหมุนเวียน อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวม และผลขาดทุนสุทธิติดต่อกันเป็นระยะเวลา 2 ปี เนื่องจากตัวแปรตามมีลักษณะเป็นตัวแปรทวิภาค (Binary Variable) ซึ่งมีค่าได้เพียง 2 ค่า คือ 0 เท่ากับ บริษัทที่ไม่มีแนวโน้มประสบความสำเร็จล้มละลาย และ 1 เท่ากับ บริษัทที่มีแนวโน้มประสบความสำเร็จล้มละลาย จึงวิเคราะห์ด้วยวิธีถดถอยโลจิสติก (Logistic Regression Analysis) โดยกำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติไว้ที่ 0.05 เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ตามวัตถุประสงค์ของการวิจัย

## ผลการวิจัย

### ตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

จากผลการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ทับซ้อนของตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ในตารางที่ 1 พบว่า ตัวแปรอิสระทั้งหมดมีค่า Tolerance อยู่ระหว่าง 0.88 – 0.97 ซึ่งมากกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่ 0.10 และมีค่า Variance Inflation Factor (VIF) อยู่ระหว่าง 1.03 – 1.17 ซึ่งต่ำกว่าเกณฑ์สูงสุดที่ 10 ตามข้อเสนอของ Hair, Anderson, Tatham and Black 1998) จึงไม่มีปัญหาการเกิดภาวะตัวแปรอิสระซ้ำซ้อนกันระหว่างตัวแปรอิสระภายในกลุ่มตัวแปรเดียวกันภายในแบบจำลอง

ตารางที่ 1 การวิเคราะห์ Multicollinearity โดยค่า Tolerance และค่า VIF

| 1 ปี ก่อนประสบความน่าจะเป็นในการล้มละลาย |       |           | 2 ปี ก่อนประสบความน่าจะเป็นในการล้มละลาย |       |           |       |
|------------------------------------------|-------|-----------|------------------------------------------|-------|-----------|-------|
|                                          | Sig.  | Tolerance | VIF                                      | Sig.  | Tolerance | VIF   |
| CR                                       | -     | -         | -                                        | -     | -         | -     |
| DT                                       | 0.006 | 0.935     | 1.070                                    | 0.00  | 0.943     | 1.025 |
| AT                                       | 0.005 | 0.924     | 1.108                                    | 0.001 | 0.973     | 1.160 |
| ROA                                      | 0.000 | 0.884     | 1.113                                    | 0.009 | 0.915     | 1.099 |
| LOSS                                     | 0.005 | 0.857     | 1.171                                    | 0.003 | 0.900     | 1.108 |

การทดสอบนัยสำคัญของสัมประสิทธิ์การถดถอยโลจิสติกของตัวแปรทำนายแต่ละตัว และสถิติทดสอบระดับความสัมพันธ์

จากตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์แบบจำลองถดถอยโลจิสติก โดยใช้ตัวแปรอิสระ จำนวน 5 ตัวแปร เพื่อทำนายความน่าจะเป็นในการเกิดการล้มละลาย พบว่าแบบจำลองมีค่าไคสแควร์ (Chi-square:  $\chi^2$ ) เท่ากับ 40.449 และ 42.926 (df = 5) และมีค่านัยสำคัญทางสถิติ (p-value = 0.000) ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดไว้ที่ 0.05 แสดงให้เห็นว่าแบบจำลองโดยรวมมีความเหมาะสมและตัวแปรอิสระรวมกันสามารถทำนายความเป็นไปได้ของการเกิดภาวะล้มเหลวทางการเงินได้อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ การประเมินความสอดคล้องของโมเดลโดยใช้สถิติ Hosmer and Lemeshow พบว่ามีค่าเท่ากับ 0.681 และ 0.772 ซึ่งมากกว่า 0.05 ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนว่าสมการถดถอยโลจิสติกมีความเหมาะสมต่อข้อมูลเชิงประจักษ์ และมีความสามารถในการอธิบายโอกาสที่บริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงินได้อย่างมีเสถียรภาพ

สำหรับความสามารถของตัวแปรอิสระในการอธิบายความผันแปรของตัวแปรตาม ผู้วิจัยพิจารณาค่า Cox & Snell R Square พบว่า มีค่าเท่ากับ 0.378 และ 0.240 ตามลำดับ โดยเฉพาะค่า Nagelkerke R Square ที่มีค่าสูงถึง 0.591 และ 0.648 สะท้อนว่าตัวแปรอิสระสามารถอธิบายความผันแปรของภาวะล้มเหลวทางการเงินได้ ร้อยละ 59.1 และ 64.8 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับปานกลางแต่เพียงพอในการสร้างแบบจำลองที่มีนัยสำคัญทางสถิติและเชื่อถือได้

ตารางที่ 2 ตรวจสอบเหมาะสมของแบบจำลองโลจิสติก

|                        | 1 ปี ก่อนประสบความน่าจะเป็นในการล้มละลาย | 2 ปี ก่อนประสบความน่าจะเป็นในการล้มละลาย |
|------------------------|------------------------------------------|------------------------------------------|
| Chi-square             | 40.449                                   | 42.926                                   |
| p-value                | 0.000                                    | 0.000                                    |
| Cox & Snell R Square   | 0.378                                    | 0.240                                    |
| Nagelkerke R Square    | 0.591                                    | 0.648                                    |
| Hosmer & Lemeshow Test | 0.681                                    | 0.772                                    |

## ผลการวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติก (Multiple Logistic Regression Analysis)

จากผลการศึกษา พบว่า ตัวแปรอิสระที่ใช้ทำนายโอกาสการความน่าจะเป็นในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 พบว่า ตัวแปร 3 ตัว ซึ่งมีความสัมพันธ์เป็นลบ (ค่า B) ได้แก่ อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (AT) อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และผลขาดทุนสุทธิติดต่อกันเป็นเวลา 2 ปี (LOSS) ต่อโอกาสการเกิดความน่าจะเป็นในการล้มละลาย ในทางตรงกันข้าม อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DT) มีความสัมพันธ์เป็นบวก (ค่า B) ต่อโอกาสการเกิดความน่าจะเป็นในการล้มละลาย แสดงว่าปัจจัยเหล่านี้ช่วยลดโอกาสการเกิดความน่าจะเป็นในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยรายละเอียดแสดงไว้ในตารางที่ 3

**ตารางที่ 3** ผลการทดสอบการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก โดยใช้ข้อมูลล่วงหน้า 1 และ 2 ปีก่อนบริษัทประสบความน่าจะเป็นในการล้มละลาย

|          | 1 ปี ก่อนประสบความน่าจะเป็นในการล้มละลาย |       |        |        | 2 ปี ก่อนประสบความน่าจะเป็นในการล้มละลาย |       |        |        |
|----------|------------------------------------------|-------|--------|--------|------------------------------------------|-------|--------|--------|
|          | $\beta$                                  | S.E.  | Wald   | Sig.   | $\beta$                                  | S.E.  | Wald   | Sig.   |
| Constant | -4.364                                   | -     | -      | 0.000  | -4.886                                   | -     | -      | 0.000  |
| CR       | -0.005                                   | 0.007 | -0.281 | 0.781  | -0.018                                   | 0.008 | -0.387 | 0.755  |
| DT       | 1.019                                    | 0.252 | 2.014  | 0.044* | 0.854                                    | 0.367 | 1.884  | 0.427  |
| AT       | -7.289                                   | 0.544 | -2.702 | 0.007* | -7.128                                   | 0.741 | -2.761 | 0.016* |
| ROA      | -1.059                                   | 0.932 | -2.333 | 0.020* | -0.128                                   | 0.847 | -0.395 | 0.010* |
| LOSS     | -2.790                                   | 0.211 | -0.527 | 0.003* | -1.980                                   | 0.219 | -0.551 | 0.023* |

\*p-value is significant at the 0.05 level

จากตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกสามารถนำค่าสัมประสิทธิ์มาสร้างและวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก ตามสมการดังต่อไปนี้

### 1 ปี ก่อนประสบความน่าจะเป็นในการล้มละลาย

$$P(Y_t=1) = -4.364 - 0.005CR_{t-1} + 1.019DT_{t-1} - 7.289AT_{t-1} - 1.059ROA_{t-1} - 2.790LOSSt-1$$

จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระในตารางที่ 3 พบว่า ตัวแปรอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (AT) มีค่า B เท่ากับ -7.289 อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่า B เท่ากับ -1.059 และตัวแปรผลขาดทุนสุทธิติดต่อกันเป็นเวลา 2 ปี (LOSS) มีค่า B เท่ากับ -2.790 ซึ่งมีความเป็นลบทั้งหมด แสดงให้เห็นว่า หากค่าของตัวแปรดังกล่าวเพิ่มขึ้น 1 หน่วย โอกาสที่บริษัทจะเข้าสู่ความน่าจะเป็นในการล้มละลายจะลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ ตัวแปร อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (AT) อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ผลขาดทุนสุทธิติดต่อกันเป็นเวลา 2 ปี (LOSS) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเป็นไปได้ในการเกิดความน่าจะเป็นในการล้มละลาย ในทางตรงกันข้าม ตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DT) มีค่า B เท่ากับ 1.019 ซึ่งเป็นค่าบวก แสดงให้เห็นว่า เมื่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DT) เพิ่มขึ้น 1 หน่วย โอกาสที่บริษัทจะประสบความน่าจะเป็นในการล้มละลายจะเพิ่มขึ้นตามไปด้วย สะท้อนถึงความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างระดับหนี้สินของบริษัทกับความน่าจะเป็นในการล้มละลาย

## 2 ปี ก่อนประสบการณ์น่าจะเป็นในการล้มละลาย

$$P(Y_t=1) = -4.886 - 0.018CR_t-2 + 0.854DT_t-2 - 7.128AT_t-2 - 0.128ROA_t-2 - 1.980LOSS_t-2$$

โดยที่

|      |     |                                                           |
|------|-----|-----------------------------------------------------------|
| P    | คือ | ความน่าจะเป็นที่มีแนวโน้มประสบการณ์น่าจะเป็นในการล้มละลาย |
| CR   | คือ | อัตราส่วนหมุนเวียน                                        |
| DT   | คือ | อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม                           |
| AT   | คือ | อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม                      |
| ROA  | คือ | อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวม                         |
| LOSS | คือ | ผลขาดทุนสุทธิติดต่อกันเป็นระยะเวลา 2 ปี (LOSS)            |

จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระในตารางที่ 3 พบว่า ตัวแปรอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (AT) มีค่า B เท่ากับ -7.128 อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่า B เท่ากับ -0.059 และตัวแปรผลขาดทุนสุทธิติดต่อกันเป็นเวลา 2 ปี (LOSS) มีค่า B เท่ากับ -1.980 ซึ่งมีค่าเป็นลบทั้งหมด แสดงให้เห็นว่า หากค่าของตัวแปรดังกล่าวเพิ่มขึ้น 1 หน่วย โอกาสที่บริษัทจะประสบการณ์น่าจะเป็นในการล้มละลายจะลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ ตัวแปร อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (AT) อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ผลขาดทุนสุทธิติดต่อกันเป็นเวลา 2 ปี (LOSS) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเป็นไปได้ในการเกิดประสบการณ์น่าจะเป็นในการล้มละลาย

การทดสอบความแม่นยำของแบบจำลองที่ถูกสร้างขึ้น ซึ่งข้อผิดพลาดประเภทที่ I (Type I Error) คือ การพยากรณ์บริษัทที่มีแนวโน้มประสบการณ์น่าจะเป็นในการล้มละลาย แต่แบบจำลองพยากรณ์เป็นบริษัทที่ไม่มีแนวโน้มประสบการณ์น่าจะเป็นในการล้มละลาย และความผิดพลาดแบบที่ 2 (Type II Error) คือ บริษัทที่ไม่มีแนวโน้มประสบการณ์น่าจะเป็นในการล้มละลาย แต่แบบจำลองพยากรณ์เป็นบริษัทที่มีแนวโน้มประสบการณ์น่าจะเป็นในการล้มละลาย กำหนดให้ 1 และ 2 ปี ก่อนบริษัทจะประสบการณ์น่าจะเป็นในการล้มละลายโดยที่อัตราความแม่นยำโดยรวมของแบบจำลองคือ 97.92% สำหรับข้อผิดพลาดประเภท I และประเภท II คือ 30.00% และ 1.08% ตามลำดับ และในช่วง 2 ปี ก่อนบริษัทจะประสบประสบการณ์น่าจะเป็นในการล้มละลาย อัตราความแม่นยำโดยรวมอยู่ที่ 96.59% โดยมีข้อผิดพลาดประเภท I อยู่ที่ 50% และข้อผิดพลาดประเภท II อยู่ที่ 1.58%

## สรุปและอภิปรายผล

### สรุป

สรุปผลการวิเคราะห์แบบจำลองการถดถอยโลจิสติกเพื่อพยากรณ์อิทธิพลของอัตราส่วนทางการเงินต่อความน่าจะเป็นในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ตัวแปรทางการเงินที่มีนัยสำคัญทางสถิติต่อความเป็นไปได้ในการเข้าสู่ภาวะล้มละลาย ได้แก่ อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (AT), อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และผลขาดทุนสุทธิติดต่อกันเป็นเวลา 2 ปี (LOSS) ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เชิงลบ แสดงให้เห็นว่าการเพิ่มขึ้นของตัวแปรดังกล่าวมีความสัมพันธ์กับบริษัทที่มีแนวโน้มประสบการณ์น่าจะเป็นในการล้มละลาย ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DT) แสดงค่าสัมประสิทธิ์เชิงบวก บ่งชี้ว่าการเพิ่มขึ้นของระดับหนี้สินมีความสัมพันธ์กับบริษัทที่มีแนวโน้มประสบการณ์น่าจะเป็นในการล้มละลายของกิจการที่สูงขึ้น แบบจำลองดังกล่าวใช้สถิติการถดถอยโลจิสติก (Logistic Regression) ในการวิเคราะห์ข้อมูล โดยสมการพยากรณ์ที่ได้จากแบบจำลองสำหรับช่วง 1 และ 2 ปี ก่อนเกิดภาวะล้มละลาย มีความแม่นยำโดยรวมอยู่ที่ 97.92% และ 96.59% ตามลำดับ ซึ่งบ่งชี้ว่าแบบจำลองมีความสามารถในการพยากรณ์ได้แม่นยำในภาพรวม สามารถสรุปดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ผลสรุปสมมติฐานและความถูกต้องในการใช้แบบจำลองการพยากรณ์ภาวะล้มเหลวทางการเงิน

| คำอธิบาย                                                                                           | สมการพยากรณ์  |        |               |        |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|--------|---------------|--------|
|                                                                                                    | ล่วงหน้า 1 ปี |        | ล่วงหน้า 2 ปี |        |
|                                                                                                    | ยอมรับ        | ปฏิเสธ | ยอมรับ        | ปฏิเสธ |
| H1: อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการประสพความน่าจะเป็นในการล้มละลาย             |               | /      |               | /      |
| H2: อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อการประสพความน่าจะเป็นในการล้มละลาย     | /             |        |               | /      |
| H3: อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการประสพความน่าจะเป็นในการล้มละลาย      | /             |        | /             |        |
| H4: อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมดมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการประสพความน่าจะเป็นในการล้มละลาย | /             |        | /             |        |
| H5: ผลขาดทุนสุทธิติดต่อกันเป็นเวลา 2 ปี มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการประสพความน่าจะเป็นในการล้มละลาย  | /             |        | /             |        |

อภิปรายผล

ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DT) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับความน่าจะเป็นในการล้มละลายของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Hidayat and Bintara (2025) และ Kosanlawit et al. (2021) ที่ชี้ให้เห็นว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในระดับที่สูงสะท้อนถึงการพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากภายนอกบริษัท กล่าวคือ หากบริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์สูง แสดงว่าสินทรัพย์ของบริษัทส่วนใหญ่มาจากการก่อหนี้สิน สถานการณ์ดังกล่าวนำไปสู่ภาระการจ่ายดอกเบี้ยที่เพิ่มมากขึ้น และเสี่ยงต่อการขาดสภาพคล่องทางการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในภาวะเศรษฐกิจในยุคปัจจุบันที่มีความผันผวนสูง หรือกรณีที่รายได้ของบริษัทไม่เป็นไปตามเป้าหมายที่กำหนด ซึ่งอาจนำไปสู่การไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามระยะเวลากำหนด และส่งผลให้กิจการเผชิญกับภาวะล้มละลายในที่สุด ในทางตรงกันข้าม หากบริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในระดับต่ำย่อมสะท้อนถึงการมีฐานะทางการเงินที่มั่นคงมากกว่า เนื่องจากสินทรัพย์ส่วนใหญ่ของบริษัทมาจากเงินทุนของเจ้าของ ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ และเพิ่มความสามารถในการบริหารสภาพคล่อง ดังนั้น อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม จึงถือเป็นตัวแปรทางการเงินที่มีความสำคัญในการประเมินความเสี่ยงต่อความน่าจะเป็นในการล้มละลายของบริษัท และสามารถนำไปใช้เป็นองค์ประกอบสำคัญในการพัฒนาแบบจำลองการพยากรณ์ความน่าจะเป็นในการล้มละลาย เพื่อใช้ในการวางแผนกลยุทธ์ทางการเงิน การจัดการความเสี่ยง และการติดตามความมั่นคงของบริษัทในระยะยาวได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (AT) เป็นตัวแปรทางการเงินที่มีนัยสำคัญในการพยากรณ์ความน่าจะเป็นในการล้มละลายของบริษัท ซึ่งมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับโอกาสที่บริษัทจะประสบความน่าจะเป็นในการล้มละลาย กล่าวคือ หากอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมดมีค่าสูงขึ้นย่อมสะท้อนถึงประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์เพื่อสร้างรายได้ที่สูงขึ้น ซึ่งบ่งชี้ถึงความสามารถในการบริหารจัดการภายในบริษัทที่ดี ส่งผลให้ลดความเสี่ยงต่อการเข้าสู่ความน่าจะเป็นในการล้มละลายของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยของ Saisuk and Peeracheir (2023) และ Vilalai (2021) ซึ่งชี้ให้เห็นว่า อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมสามารถใช้เป็นตัวชี้วัดในการพยากรณ์โอกาสที่จะประสบความน่าจะเป็นในการล้มละลายของบริษัทอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งเป็นตัวชี้วัดในการจัดสรรทรัพยากรของกิจการ โดยเฉพาะในบริบทของสภาวะแวดล้อมทางธุรกิจที่มีการแข่งขันสูง การที่บริษัทสามารถแปลงทรัพย์สินไปสู่กระบวนการสร้างรายได้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ย่อมเป็นสัญญาณที่ดีของความสามารถในการดำรงอยู่และหลีกเลี่ยงภาวะล้มละลายในอนาคต ด้วยเหตุนี้ อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมจึงไม่เพียงแต่เป็นตัวชี้วัดด้านผลการดำเนินงาน แต่ยังเป็นตัวบ่งชี้ที่มีศักยภาพในการพัฒนาแบบจำลองการพยากรณ์โอกาสที่บริษัทจะประสบความน่าจะเป็นในการล้มละลายที่ใช้เพื่อประเมินความเสี่ยงทางการเงินของกิจการได้อย่างแม่นยำยิ่งขึ้น โดยเฉพาะสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดทุนที่จำเป็นต้องรักษาเสถียรภาพทางการเงินเพื่อสร้างความเชื่อมั่นในหมู่นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย

ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (ROA) เป็นตัวแปรอิสระที่มีประสิทธิภาพสูงในการจำแนกกลุ่มบริษัทที่มีแนวโน้มประสบความน่าจะเป็นในการล้มละลายและบริษัทที่ไม่มีแนวโน้มประสบความน่าจะเป็นในการล้มละลายในบริบทของการวิเคราะห์ทางการเงิน โดยเฉพาะเมื่อถูกนำไปใช้ในระบบแบบจำลองสัญญาณเตือนภัยเพื่อประเมินความเสี่ยงด้านการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวมเป็นอัตราส่วนที่สะท้อนถึงความสามารถของกิจการในการใช้ทรัพย์สินที่มีอยู่ให้เกิดประโยชน์สูงสุดในการสร้างผลกำไรสุทธิ ซึ่งหากบริษัทมีอัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวมที่สูงขึ้น ย่อมบ่งชี้ถึงการบริหารสินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ และสามารถสร้างผลตอบแทนได้ดีต่อเนื่องจากสินทรัพย์ที่มีอยู่ ส่งผลให้บริษัทมีสถานะทางการเงินที่มั่นคง และลดโอกาสที่จะเผชิญความน่าจะเป็นในการล้มละลาย สอดคล้องกับงานวิจัยของ Saisuk and Peeracheir (2023) รวมถึง Wongpunya and Thoraneenitiyan (2022) ซึ่งชี้ว่า อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวบ่งชี้เชิงประสิทธิภาพที่สำคัญ ซึ่งสามารถนำไปใช้ในการพยากรณ์ความน่าจะเป็นในการล้มละลายได้อย่างแม่นยำ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มบริษัทที่มีโครงสร้างสินทรัพย์และรูปแบบธุรกิจที่ต้องการความสามารถในการสร้างผลกำไรจากทรัพยากรที่มีอยู่เป็นหลัก ดังนั้น ROA จึงถือเป็นปัจจัยทางการเงินที่สำคัญในการประเมินความสามารถในการดำเนินงานของกิจการ และสามารถนำไปใช้เป็นองค์ประกอบสำคัญในการพัฒนาแบบจำลองการคาดการณ์ความน่าจะเป็นในการล้มละลายในระดับองค์กรได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ผลการศึกษาพบว่า ผลขาดทุนสุทธิติดต่อกันเป็นระยะเวลา 2 ปี (LOSS) ถือเป็นตัวแปรทางบัญชีที่มีความสำคัญในเชิงสถิติและสามารถใช้เป็นดัชนีบ่งชี้ถึงความเสี่ยงในการเข้าสู่โอกาสการเกิดความน่าจะเป็นในการล้มละลายของบริษัทได้อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากสะท้อนถึงประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ถดถอยอย่างต่อเนื่องซึ่งอาจนำไปสู่ปัญหาด้านสภาพคล่องความสามารถในการจ่ายชำระหนี้ และความไม่มั่นคงทางการเงินในระยะยาว หากสถานการณ์ที่เกิดขึ้น ดังกล่าวไม่ได้รับการจัดการอย่างเหมาะสม อาจส่งผลให้บริษัทประสบความน่าจะเป็นในการล้มละลายในที่สุด ผลการศึกษานี้มีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ohlson (1980) ซึ่งเป็นหนึ่งในผู้บุกเบิกการพัฒนาแบบจำลองการพยากรณ์ภาวะล้มละลายที่ใช้ข้อมูลทางบัญชีเป็นปัจจัยหลัก รวมถึงการศึกษาของ Watcharanukul et al. (2020) ซึ่งชี้ให้เห็นว่า การมีผลขาดทุนสุทธิติดต่อกันเป็นระยะเวลาหลายปีเป็นสัญญาณเชิงลบที่มีนัยต่อความสามารถของกิจการในการดำรงอยู่ในระบบเศรษฐกิจ การวิเคราะห์ตัวแปรผลขาดทุนสุทธิติดต่อกันเป็นระยะเวลา 2 ปี จึงไม่เพียงแต่ช่วยสะท้อนถึงสภาวะทางการเงินในอดีตเท่านั้น แต่ยังสามารถใช้เป็นองค์ประกอบสำคัญในการพัฒนาแบบจำลองสัญญาณเตือนภัยล่วงหน้าที่มีประสิทธิภาพ

สำหรับการพยากรณ์ความน่าจะเป็นในการล้มละลายของบริษัท โดยเฉพาะในบริบทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ที่ต้องเผชิญกับความท้าทายทั้งในเชิงการแข่งขัน กลยุทธ์ และความคาดหวังจากผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ

## ■ ประโยชน์จากการวิจัย

ผลการศึกษาครั้งนี้ก่อให้เกิดประโยชน์ทั้งในเชิงวิชาการและเชิงปฏิบัติในการประเมินและพยากรณ์ความน่าจะเป็นในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยสามารถสรุปสาระสำคัญได้ดังนี้

### ในเชิงวิชาการ

1. งานวิจัยนี้ช่วยยืนยันความสำคัญของตัวแปรทางการเงิน ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DT) อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด (AT) อัตราผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (ROA) และผลขาดทุนสุทธิติดต่อกัน 2 ปี (LOSS) ว่าเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงต่อโอกาสการเกิดความน่าจะเป็นในการล้มละลายอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นการสนับสนุนและต่อยอดองค์ความรู้จากงานวิจัยทั้งในและต่างประเทศ อันนำไปสู่การพัฒนาแบบจำลองพยากรณ์การล้มละลายที่มีความเหมาะสมกับบริบทของตลาดทุนไทยมากยิ่งขึ้น

2. งานวิจัยนี้มีส่วนช่วยยกระดับความเข้าใจเกี่ยวกับกลไกเชิงเศรษฐศาสตร์ของการล้มละลาย โดยชี้ให้เห็นว่าความเสี่ยงทางการเงินมิได้เกิดจากปัจจัยเดียว หากแต่เป็นผลจากโครงสร้างเงินทุน ประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไร และความต่อเนื่องของผลการดำเนินงาน ซึ่งล้วนเป็นองค์ประกอบสำคัญของเสถียรภาพทางการเงินขององค์กร

### ในเชิงปฏิบัติ

1. ผลการวิจัยสามารถนำไปใช้เป็นเครื่องมือสนับสนุนการตัดสินใจของผู้บริหาร นักลงทุน และเจ้าหนี้ โดยเฉพาะการใช้ตัวชี้วัดดังกล่าวในการติดตามสถานะทางการเงินของกิจการอย่างต่อเนื่อง เพื่อประเมินสัญญาณเตือนภัยล่วงหน้า และกำหนดมาตรการบริหารความเสี่ยงได้อย่างทัน่วงที

2. ผลการศึกษาเอื้อประโยชน์ต่อการกำหนดนโยบายด้านการกำกับดูแลกิจการและการบริหารความเสี่ยงในระดับองค์กร และระดับตลาดทุน เนื่องจากสามารถใช้เป็นฐานข้อมูลเชิงประจักษ์ในการพัฒนาระบบคัดกรองบริษัทที่มีความเปราะบางทางการเงิน ซึ่งช่วยเสริมสร้างความมั่นคงและเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจโดยรวมในระยะยาว

## ■ ข้อเสนอแนะ

1. การบูรณาการตัวแปรด้านการกำกับดูแลกิจการเพื่อเพิ่มความครอบคลุมของแบบจำลองงานวิจัยในอนาคต ควรขยายขอบเขตของตัวแปรอิสระโดยผนวกตัวแปรด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น ขนาดของคณะกรรมการ ซึ่งมีบทบาทสำคัญต่อกระบวนการตัดสินใจและการบริหารความเสี่ยงขององค์กร ทั้งนี้ คณะกรรมการที่มีขนาดเหมาะสมสามารถเสริมประสิทธิภาพในการกำกับดูแล ลดความเสี่ยงเชิงกลยุทธ์ และลดความน่าจะเป็นในการเข้าสู่ภาวะล้มละลายของกิจการได้อย่างมีนัยสำคัญ

2. การขยายขอบเขตของการศึกษาและการบูรณาการปัจจัยเชิงบริบทงานวิจัยในอนาคตควรมุ่งขยายขอบเขตของข้อมูลให้ครอบคลุมมากยิ่งขึ้น ควบคู่กับการวิเคราะห์เชิงเปรียบเทียบระหว่างประเทศ เพื่อเพิ่มความสามารถในการอธิบายความแตกต่างเชิงโครงสร้างของแต่ละบริบท นอกจากนี้ ควรบูรณาการปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค เช่น อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) อัตราดอกเบี้ย และผลกระทบจากวิกฤตการณ์ต่าง ๆ อาทิ การแพร่ระบาดของ COVID-19

3. การบูรณาการมิติ ESG กับการวิเคราะห์ความเสี่ยงทางการเงินและการพัฒนาเครื่องมือเชิงกลยุทธ์งานวิจัยในอนาคตควรผนวกมิติด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) เข้ากับกรอบการวิเคราะห์ โดยมุ่งศึกษาบทบาทของ ESG ต่อความล้มละลายของบริษัทเพื่อใช้เป็นระบบเตือนภัยล่วงหน้า (ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ และยกระดับประสิทธิภาพการบริหารความเสี่ยงขององค์กรอย่างเป็นระบบ

## ■ ข้อจำกัดงานวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้มุ่งวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานทางการเงินกับการล้มเหลวทางการเงินของบริษัท โดยมีได้รวมตัวแปรควบคุมด้านขนาดกิจการและกลุ่มอุตสาหกรรมไว้ในแบบจำลองการวิเคราะห์ ซึ่งอาจส่งผลให้ไม่สามารถจำแนกอิทธิพลที่แท้จริงของผลการดำเนินงานทางการเงินออกจากความแตกต่างเชิงโครงสร้างของขนาดองค์กรและลักษณะเฉพาะของแต่ละอุตสาหกรรมได้อย่างชัดเจน เนื่องจากปัจจัยดังกล่าวอาจมีบทบาทต่อระดับความเสี่ยงและรูปแบบการเกิดการล้มเหลวทางการเงินที่แตกต่างกัน ดังนั้น การตีความผลการศึกษาและการประยุกต์ใช้ข้อค้นพบจึงควรกระทำด้วยความระมัดระวัง ภายใต้กรอบข้อจำกัดเชิงวิธีวิจัยดังกล่าว



## References

- Abdu, E. (2022). Financial distress situation of financial sectors in Ethiopia: A review paper. *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 1996020, DOI: 10.1080/23322039.2021.1996020
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance*, 23(4), 589–609. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x>
- Aroonrat, K., Somngam, W., Chantapet, C., Phoprachak, D., & Neungvanna, U. (2023). Forecasting bankruptcy affecting financial ratios of listed companies on The Stock Exchange of Thailand from the pandemic of Coronavirus-2019 (COVID-19). *Journal of Innovation in Business, Management, and Social Sciences*, 4(1), 60–72. <https://so03.tci-thaijo.org/index.php/jibim/article/view/267437>
- Chen, C. C., Chen, C. D., & Lien, D. (2020). Financial distress prediction model: The effects of corporate governance indicators. *Journal of Forecasting*, 39(8), 1238-1252. <https://doi.org/10.1002/for.2684>
- Denis, D. J., & Denis, D. K. (1995). Causes of financial distress following leveraged recapitalizations. *Journal of financial economics*, 37(2), 129-157. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00792-Y](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00792-Y)
- Hair, J. F., Anderson, R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. (1998). *Multivariate data analysis* (5<sup>th</sup> ed.). NJ: Prentice-Hall.
- Hendel, I. (1996). Competition under financial distress. *The Journal of Industrial Economics*, 44(3), 309-324. <https://doi.org/10.2307/2950499>
- Hidayat, A. J., & Bintara, R. (2025). The effect of debt to assets ratio, return on assets, and total assets turnover on financial distress. *Journal of Islamic Contemporary Accounting and Business*, 3(1), 62-70. DOI:10.30993/jicab.v3i1.445
- Kosanlawit, T., Ugsornwong, K., & Lewnanonchai, W. (2021). Predicting Financial Failure of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Management Science, Ubon Ratchathani University*, 10(2), 41–56. [https://so03.tci-thaijo.org/index.php/jms\\_ubu/article/view/243837](https://so03.tci-thaijo.org/index.php/jms_ubu/article/view/243837)
- Nopphaisit, N., & Likitwongkajon, N. (2018). Financial distress prediction through the combination of cash flow components of listed companies in the stock exchange of Thailand. *NIDA Business Journal*, 25, 26-50.
- Ohlson, J. A. (1980). Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18(1), 109–131. <https://doi.org/10.2307/2490395>
- Pipatnarapong, J., & Kuenkaikaew, S. (2024). Application of financial ratios to predict financial restatement enforcement: Financial statement fraud signal. *The Journal of the University of the Thai Chamber of Commerce, Humanities and Social Sciences*, 44(3), 92-121.

- Rakarnsin, S., Sawaengwarot, E., & Butsalee, P. (2022). The relationship between code of accounting professional ethics and work efficiency of accountants in the Northeastern Region. *Journal of Humanities & Social Sciences (JHUSOC)*, 20(1), 228-248.
- Saechoo, P., Jamit, P., & Leekpai, K. (2024). The impact of efficiency ratios on asset management on the leverage ratios and the profitability ratios of the industrial goods business groups listed on the market for alternative investment (Mai) of Thailand. *Journal of Roi Kaensarn Academi*, 9(7), 464–477. <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/JRKSA/article/view/270933>
- Saisuk, N., & Peeracheir, A. (2023). Early warning signal model for non - Life insurance business in Thailand. *Journal of Accountancy and Management*, 15(1), 165–182. <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/mbs/article/view/251948>
- Shetty, S., Musa, M., & Brédart, X. (2022). Bankruptcy prediction using machine learning techniques. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(1), 35, DOI: 10.3390/jrfm15010035
- Singh, S., & Singh, A. (2022). Financial distress prediction: A literature review approach. *International Journal for Research Trends and Innovation*, 7(10), 550-555.
- Vilalai, P. (2021). Bankruptcy risk: Case study delisted companies in The Stock Exchange of Thailand. *Journal of Management Science Nakhon Pathom Rajabhat University*, 8(1), 162–173. <https://doi.org/10.14456/jmsnpnu.2021.13>
- Watcharanukul, K., Sakulvichayatada, T., & Chaisomkun, B. (2020). The application of public information disclosures for prediction of bankruptcy: Evidence from the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Liberal Arts and Management Science Kasetsart University*, 7(2), 121-133. <https://kuojs.lib.ku.ac.th/index.php/jfam/article/view/4248>
- Wongpunya, S., & Thoraneenitiyan, N. (2022). A Financial failure prediction model of credit union cooperatives in Thailand. *KKBS Journal of Business Administration and Accountancy*, 6(2), 48-61.
- Zainol Abidin, J., Abdullah, N. A. H., & Khaw, K. L. H. (2021). Bankruptcy prediction: SMEs in the hospitality industry. *International Journal of Banking and Finance*, 16(2), 51-80.
- Zelenkov, Y. (2020). Bankruptcy prediction using survival analysis technique. In *2020 IEEE 22nd Conference on business informatics (CBI)* (Vol. 2, pp. 141-149), DOI: 10.1109/CBI49978.2020.10071



## สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์

Federation of Accounting Professions  
Under The Royal Patronage of His Majesty the King

เลขที่ 133 ถนนสุขุมวิท 21 (อโศกมนตรี) แขวงคลองเตยเหนือ  
เขตวัฒนา กรุงเทพฯ 10110  
โทรศัพท์ 02 685 2500 โทรสาร 02 685 2501

 <http://www.tfac.or.th>  [www.facebook.com/tfac.family](http://www.facebook.com/tfac.family)  
 [tfac@tfac.or.th](mailto:tfac@tfac.or.th)  LINE@ @TFAC.Family