

# คุณภาพของรายการคงค้างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

## Accrual Quality of Companies Listed on Market for Alternative Investment

ดาวเรือง แสงคำ จอมใจ แซมเพชร<sup>1\*</sup> และมาลีมาส สิริสมบัติ

Daorueang Sangkum Jomjai Sampet<sup>1\*</sup> and Maleemas Sittisombut

<sup>1</sup>คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

<sup>1</sup>Faculty of Business Administration, Chiang Mai University

239 ถ.ห้วยแก้ว ต.สุเทพ อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 50200

239 Huay Kaew Road, Suthep Sub District, Muang District, Chiang Mai 50200 Thailand

<sup>1</sup>Email: jomjai.s@cmu.ac.th

Received: February 2, 2017; Revised: October 1, 2017; Accepted: November 6, 2017

### บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาคุณภาพของรายการคงค้างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ การวิเคราะห์คุณภาพของรายการคงค้างใช้แบบจำลองที่พัฒนาโดย McNichols (2002) และถูกนำมาใช้ในการศึกษาของ Francis et al. (2005) ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์คือข้อมูลจากงบการเงินปี พ.ศ. 2552-2558 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 70 บริษัท รวมจำนวนทั้งสิ้น 296 ปี-บริษัท ผลการศึกษาพบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ส่วนใหญ่มีคุณภาพของรายการคงค้างสูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาด เมื่อวิเคราะห์เปรียบเทียบคุณภาพของรายการคงค้างของบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ด้วยสถิติ Independent t-Test พบว่า คุณภาพของรายการคงค้างของบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

**คำสำคัญ:** คุณภาพของรายการคงค้าง บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

### Abstract

The objective of this paper is to study accrual quality of companies listed on Market for Alternative Investment. The accrual quality was analyzed using the model developed by McNichols (2002) and used in Francis et al. (2005). The analysis was based on the data from 2009-2015 financial statements of 70 companies listed on Market for Alternative Investment, resulting in 296 firm-years. The results showed that most of the companies listed on the Market for Alternative Investment had the accrual quality above an average of the market. When comparing the accrual quality of small business with which of big business, using Independent t-Test statistic, the result showed no statistical difference at 95% confidence.

**Keywords:** Accrual quality, Market for Alternative Investment

**Paper type:** Research

### 1. บทนำ

ตัวชี้วัดที่สะท้อนความสำเร็จในการประกอบธุรกิจที่สำคัญตัวหนึ่งก็คือกำไร ทุกกิจการต่างมุ่งหวังที่จะดำเนินธุรกิจเพื่อให้ได้กำไรสูงสุด เนื่องจากกำไรนั้นถือเป็นสิ่งจูงใจอันดับต้นๆ ที่สามารถดึงดูดความสนใจของนักลงทุน เพราะนักลงทุนย่อมเลือก

ลงทุนกับกิจการที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดและคุ้มค่ากับเงินลงทุนที่เสียไป และนอกจากตัวเลขกำไรที่กิจการรายงานไว้

ในงบการเงินแล้ว นักลงทุนยังได้ให้ความสำคัญกับคุณภาพของกำไรด้วย นักลงทุนย่อมคาดหวังให้กิจการรายงานกำไรที่มีคุณภาพ เพราะสามารถช่วยให้นักลงทุนและนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ประเมินมูลค่ากิจการและให้ความเห็นเกี่ยวกับการ



WMS Journal of Management

Walailak University

Vol.8 No.1 (Jan-Mar 2019): หน้า 57 - 63

ลงทุนในหลักทรัพย์ได้อย่างเหมาะสมมากขึ้น (Komutputipong, 2014, p. 1).

มาตรฐานการรายงานทางการเงินได้กำหนดให้กิจการบันทึกบัญชีโดยใช้หลักเกณฑ์คงค้าง ซึ่งหมายถึงการรับรู้หรือการบันทึกรายได้และค่าใช้จ่ายให้สอดคล้องกับงวดเวลาที่เกิดขึ้น โดยไม่คำนึงว่าจะได้รับเงินสดหรือจ่ายเงินสดไปแล้วหรือไม่ รายการคงค้างสามารถแบ่งได้เป็น 2 ส่วน คือ 1) รายการคงค้างที่ไม่ได้เกิดจากดุลพินิจของฝ่ายบริหาร (Non-discretionary accruals) ซึ่งหมายถึงรายการคงค้างที่เกิดขึ้นตามปกติจากการดำเนินธุรกิจของกิจการซึ่งเปลี่ยนแปลงไปตามสภาวะปกติทางเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นรายการคงค้างที่ฝ่ายบริหารไม่สามารถควบคุมได้ และ 2) รายการคงค้างที่เกิดจากดุลพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary accruals) ซึ่งเป็นรายการคงค้างที่เกิดขึ้นจากการใช้ดุลพินิจของฝ่ายบริหารในการกำหนดตัวเลขหรือเลือกใช้นโยบายบัญชี (Chansan, 2015, p. 73) รายการคงค้างที่อาศัยดุลพินิจของฝ่ายบริหารจึงมักถูกใช้เป็นช่องทางในการตกแต่งตัวเลขกำไรให้เป็นไปในทิศทางที่ผู้บริหารต้องการ ซึ่งจะทำให้รายการคงค้างนั้นไม่มีคุณภาพและส่งผลกระทบต่อกำไรที่ไม่มีคุณภาพด้วย เพราะทำให้กำไรนั้นไม่สะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการ

ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment – mai) จัดตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เมื่อวันที่ 21 มิถุนายน พ.ศ. 2542 โดยเป็นตลาดทุนแห่งที่สองของประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นแหล่งระดมทุนระยะยาวของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมที่มีศักยภาพ โดยส่งเสริมให้มีการเติบโตอย่างยั่งยืนด้วยความโปร่งใส มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมและเสริมสร้างเครือข่ายเพื่อความพร้อมในการแข่งขัน ปัจจุบันบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจากข้อมูลบริษัทจดทะเบียนเข้าใหม่ตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบันพบว่าบริษัทจดทะเบียนเข้าใหม่ในปี พ.ศ. 2557 มากที่สุดถึง 20 บริษัท (The Stock Exchange of Thailand, 2017, Online) ข้อมูลนี้แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ กำลังได้รับความนิยมจากนักลงทุน และยังมีแนวโน้มที่จะเพิ่มมากขึ้นทุก ๆ ปี แม้ว่าตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จะเป็นตลาดที่กำลังเติบโตและได้รับความนิยมจากนักลงทุนสูง การศึกษาเรื่องคุณภาพกำไรจากคุณภาพของรายการคงค้างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ก็ยังมีจำนวนน้อยและยังไม่เป็นที่สนใจมากนัก นักลงทุนจึงอาจจะยังขาดข้อมูลที่สำคัญเพื่อช่วยในการวิเคราะห์ประเมินในการตัดสินใจลงทุน

ด้วยเหตุนี้ การศึกษาจึงได้ทำการศึกษาคูณภาพของรายการคงค้างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สำหรับปี พ.ศ. 2557 ซึ่งเป็นปีที่ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้รับความนิยมในการลงทุนอย่างมาก และเนื่องจากงานวิจัยในอดีตที่ทำการศึกษเกี่ยวกับคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้แสดงผลการศึกษาที่ขัดแย้งกัน

เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของกิจการกับคุณภาพกำไร โดยบางการศึกษาพบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับรายการคงค้างที่ผิดปกติ (Netrakat, 2011, p. 41) แต่บางการศึกษาไม่พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับรายการคงค้างที่เกิดจากดุลพินิจของฝ่ายบริหาร (Chansarn, 2015, p. 81) ซึ่งสาเหตุของผลการศึกษาที่แตกต่างกันนี้อาจมีสาเหตุมาจากการใช้แบบจำลองในการวัดคุณภาพของรายการคงค้างที่แตกต่างกัน การศึกษานี้จึงทำการเปรียบเทียบความแตกต่างในคุณภาพกำไรระหว่างกิจการขนาดเล็กและขนาดใหญ่ซึ่งวัดคุณภาพของรายการคงค้างด้วยแบบจำลองของ Francis et al. (2005) ด้วย ผลการศึกษาจะให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนและกลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น ๆ ที่ใช้ข้อมูลกำไรที่รายงานในงบการเงินประกอบการตัดสินใจทางเศรษฐกิจ

## 2. แนวคิดและทฤษฎีที่ใช้ในงานวิจัย

### 2.1 แนวคิดคุณภาพของรายการคงค้าง

คุณภาพของรายการคงค้าง หมายถึง ความสามารถของรายการคงค้างในการสะท้อนกระแสเงินสดในอดีต ปัจจุบัน และอนาคตได้ดี และไม่เกิดจากการตกแต่งกำไรของผู้บริหาร (Komutputipong, 2014, p. 6).

รายการคงค้างสามารถจัดประเภทได้เป็น 2 รูปแบบ คือ (Junhom, 2011, p. 11)

#### 1) แบ่งตามระยะเวลา

##### 1.1) รายการคงค้างระยะสั้น (Current Accruals)

เป็นรายการคงค้างที่เกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน เช่น การรับรู้รายได้รับล่วงหน้า เป็นต้น

##### 1.2) รายการคงค้างระยะยาว (Non-Current Accruals)

เป็นรายการคงค้างที่เกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์สุทธิไม่หมุนเวียน เช่น การชะลอตัดค่าเสื่อมราคา เป็นต้น

#### 2) แบ่งตามการควบคุมของฝ่ายบริหาร

##### 2.1) รายการคงค้างจากการดำเนินงานตามปกติ

(Non-discretionary Accruals) คือ รายการคงค้างที่เกิดขึ้นจากภาวะเศรษฐกิจและการดำเนินธุรกิจปกติ ซึ่งเป็นรายการคงค้างที่ผู้บริหารไม่สามารถควบคุมได้ เช่น ลูกหนี้การค้า ซึ่งเป็นไปตามภาวะเศรษฐกิจและธรรมเนียมของอุตสาหกรรมนั้น เป็นต้น

##### 2.2) รายการคงค้างที่เกิดจากดุลพินิจของ

ผู้บริหาร (Discretionary Accruals) คือรายการคงค้างที่ผู้บริหารใช้ดุลพินิจในการกำหนดตัวเลขหรือเลือกใช้นโยบายบัญชี เช่น การเลือกใช้วิธีคิดค่าเสื่อมราคา เป็นต้น

งานวิจัยส่วนใหญ่ที่ศึกษาเกี่ยวกับคุณภาพของรายการคงค้างมักศึกษาคุณภาพของรายการคงค้างที่จัดแบ่งประเภทตามการควบคุมของฝ่ายบริหาร โดยมองว่ารายการคงค้างจากการดำเนินงานตามปกติเป็นส่วนที่ทำให้งบการเงินสะท้อนผลการ

ดำเนินงานของกิจการได้ดียิ่งขึ้น แต่รายการคงค้างที่เกิดจากดุลพินิจของผู้บริหารนั้นเป็นส่วนที่แสดงถึงการบิดเบือนผลการดำเนินงานหรือเป็นการตกแต่งกำไรนั่นเอง (Junhom, 2011, p. 11)

## 2.2 การวัดคุณภาพของรายการคงค้าง

การวัดคุณภาพของรายการคงค้างที่ใช้ในงานวิจัยในอดีต เป็นการพยายามแยกรายการคงค้างที่เกิดจากดุลพินิจของผู้บริหารออกจากรายการคงค้างรวมด้วยการสร้างแบบจำลองที่พยายามประมาณค่ารายการคงค้างจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการ ซึ่งหากรายการคงค้างรวมแตกต่างจากประมาณการรายการคงค้างจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการ ส่วนแตกต่างคือรายการคงค้างที่เกิดจากดุลพินิจของผู้บริหาร

แบบจำลองที่พยายามประมาณค่ารายการคงค้างจากการดำเนินงานตามปกติมีการพัฒนาเรื่อยมาโดยงานวิจัยก่อนหน้านี้ แบบจำลองที่เป็นที่นิยมใช้กันอย่างแพร่หลายคือแบบจำลอง Modified Jones (1995) ที่พัฒนาจากแบบจำลองในการศึกษาของ Jones (1991) โดย Dechow, Sloan, and Sweeney (1995) ดังต่อไปนี้

$$\frac{NDA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 \left( \frac{\Delta Rev_{it} - \Delta Rec_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + e_i$$

แบบจำลองนี้มองว่ารายการคงค้างจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการ (NDA) เกิดจากการเปลี่ยนแปลงในยอดขายที่ไม่รวมการเปลี่ยนแปลงในยอดขายเชื่อ ( $\Delta Rev - \Delta Rec$ ) และมูลค่าที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ของกิจการ (PPE)

ต่อมา Dechow & Dichev (2002) ได้พัฒนาแบบจำลองดังต่อไปนี้

$$\Delta WWC_t = b_0 + (b_1 \times CFO_{t-1}) + (b_2 \times CFO_{t+1}) + e_i$$

แบบจำลองนี้สนใจเฉพาะรายการคงค้างที่เป็นการเปลี่ยนแปลงในเงินทุนหมุนเวียน ( $\Delta WWC$ ) เท่านั้นซึ่งประกอบด้วยการเปลี่ยนแปลงในลูกหนี้ สินค้าคงเหลือ เจ้าหนี้การค้า ค่าภาษีค้างจ่าย และสินทรัพย์อื่น โดยประมาณจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) ในอดีต ปัจจุบันและอนาคต เนื่องจากการบันทึกรายการคงค้างย่อมเกิดจากความคาดหวังว่ากิจการจะได้รับหรือจ่ายกระแสเงินสดในอนาคต หรือเกิดจากเมื่อกิจการได้รับหรือจ่ายเงินสดล่วงหน้า แบบจำลองนี้มีค่า  $R^2$  สูงกว่าแบบจำลอง Jones (1991); Modified Jones (1995) มาก

McNichols (2002) ได้พัฒนาแบบจำลองที่รวมเอาตัวแปรจากแบบจำลองของ Jones (1991) มาไว้ในแบบจำลองของ Dechow & Dichev (2002) ด้วย เพราะมองว่า นอกจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานแล้ว การเปลี่ยนแปลงในยอดขาย ( $\Delta Rev$ ) และที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ (PPE) ก็เป็นปัจจัยที่มีผลต่อรายการคงค้างหมุนเวียนด้วย (TCA) แบบจำลองที่พัฒนาโดย McNichols (2002) มีดังนี้

$$TCA_{jt} = \alpha_{0j} + \alpha_{1j} CFO_{jt-1} + \alpha_{2j} CFO_{jt} + \alpha_{3j} CFO_{jt+1} + \alpha_{4j} \Delta Rev_{jt} + \alpha_{5j} PPE_{jt} + e_{jt}$$

\* ทุกตัวแปรในแบบจำลองหารด้วยสินทรัพย์เฉลี่ยของกิจการ

Francis et al. (2005) ได้ใช้แบบจำลองนี้ในงานวิจัยโดยใช้ข้อมูล cross-sectional จำนวน 5 ปีในการประมาณการรายการหมุนเวียนคงค้างแต่ละปีตามแบบจำลอง การศึกษาของ Francis, LaFond, Olsson, & Schipper (2005) พบว่าการเพิ่มปัจจัยทั้งสองไว้ในแบบจำลองช่วยเพิ่มค่า  $R^2$  ของแบบจำลองจากร้อยละ 39 ให้กลายเป็นร้อยละ 50

คุณภาพของรายการคงค้างของปีที่  $t$  วิเคราะห์จากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่าความผิดพลาดในการประมาณการรายการหมุนเวียนคงค้างตามแบบจำลอง (e) จำนวน 5 ปี คือปีที่  $t-4$  ถึงปีที่  $t$  ของแต่ละบริษัท กล่าวคือค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่มีค่าสูงจะแสดงถึงคุณภาพของรายการคงค้างต่ำ ส่วนค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่มีค่าต่ำจะแสดงถึงคุณภาพของรายการคงค้างสูง

การศึกษาที่ใช้แบบจำลองของ Francis et al. (2005) ในการวัดคุณภาพของรายการคงค้างของบริษัทในประเทศไทย ได้แก่ การศึกษาของ Wattanaphun (2016) ที่ทำการศึกษาคูณภาพของรายการคงค้างของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงก่อนและหลังการบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับปรับปรุง 2552 (ถือปฏิบัติ 1 มกราคม 2554) ผลการศึกษาพบว่าคุณภาพของรายการคงค้างของบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่อยู่ในระดับสูง และเมื่อจำแนกบริษัทออกเป็นบริษัทขนาดใหญ่และบริษัทขนาดเล็ก พบว่าคุณภาพของรายการคงค้างของบริษัทขนาดใหญ่สูงกว่าของบริษัทขนาดเล็กในช่วงก่อนการบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินดังกล่าว แต่ในช่วงหลังการบังคับใช้มาตรฐานดังกล่าว คุณภาพของรายการคงค้างของบริษัทขนาดใหญ่และบริษัทขนาดเล็กไม่แตกต่างกัน

งานวิจัยในอดีตที่ศึกษาเกี่ยวกับคุณภาพของรายการคงค้างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้แก่ การศึกษาของ Netrakat (2011) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรที่วัดด้วยรายการคงค้างที่ควบคุมได้ กับโอกาสในการเติบโตและตัวแปรควบคุม 11 ตัวแปรซึ่งรวมถึงขนาดของกิจการด้วย โดยทำการศึกษา ในช่วงปี พ.ศ. 2545-2555 ผลการศึกษาพบว่า โดยเฉลี่ยแล้ว บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีคุณภาพกำไรสูง (รายการคงค้างที่ควบคุมได้ต่ำ) นอกจากนั้นยังพบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับรายการคงค้างที่ควบคุมได้ นอกจากนั้นการศึกษาของ Chansam (2015) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรที่วัดจากรายการคงค้างที่ควบคุมได้ และหนี้สิน โดยมีขนาดของกิจการเป็นตัวแปรควบคุม ทำการศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2544-2555 ผลการศึกษาพบว่า โดยเฉลี่ยแล้ว บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีคุณภาพกำไรอยู่ในระดับต่ำ (รายการคงค้างที่ควบคุมได้สูง) และไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของกิจการกับรายการคงค้างที่

ควบคุมได้ ผลการศึกษาที่แตกต่างกันนี้มีสาเหตุมาจากการใช้แบบจำลองในการวิเคราะห์ที่แตกต่างกัน (Chansarn, 2015, p. 82)

### 3. วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อศึกษาคุณภาพของรายการคงค้างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

### 4. ขอบเขตงานวิจัย

การศึกษานี้ทำการวิเคราะห์คุณภาพของรายการคงค้างของปี พ.ศ. 2557 ซึ่งเป็นปีที่มีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอมากที่สุด นอกจากนั้น ด้วยวิธีการวิเคราะห์คุณภาพของรายการคงค้างตามการศึกษาของ Francis et al. (2005) คุณภาพของรายการคงค้างในปีที่  $t$  วิเคราะห์ได้จากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่าความผิดพลาดของแบบจำลองวัดรายการหมุนเวียนคงค้างจำนวน 5 ปี (ปีที่  $t-4$  ถึง  $t$ ) และแบบจำลองวัดรายการหมุนเวียนคงค้างของปีที่  $t$  ต้องใช้ข้อมูลจำนวน 3 ปี (ปีที่  $t-1$  ถึง  $t$ ) การศึกษานี้จึงศึกษาคุณภาพของรายการคงค้างปี พ.ศ. 2557 ซึ่งเป็นปีล่าสุด ณ เวลาที่ทำการศึกษา ที่สามารถวิเคราะห์ด้วยแบบจำลองของ Francis

et al. (2005) ได้ กล่าวคือ คุณภาพของรายการคงค้างปี พ.ศ. 2557 ต้องอาศัยแบบจำลองวัดรายการหมุนเวียนคงค้างจำนวน 5 ปี คือปี พ.ศ. 2553-2557 ซึ่งต้องใช้ข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2552-2558

### 5. ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้วิเคราะห์เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ซึ่งเป็นข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปี พ.ศ. 2552-2558 จากฐานข้อมูล Bloomberg โดยไม่รวมข้อมูลของบริษัทดังต่อไปนี้

1) บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบด้วยกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากมีโครงสร้างทางการเงินและหลักเกณฑ์ข้อบังคับ รวมทั้งการนำเสนอรายงานในงบการเงินที่แตกต่างจากธุรกิจอื่น

2) บริษัทจดทะเบียนที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนตามข้อ 9(6) ของข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน และบริษัทจดทะเบียนที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนด้วยเหตุผลอื่น ๆ

3) บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน

จำนวนบริษัทที่ใช้เป็นข้อมูลในการศึกษาในปี 2553-2557 แสดงไว้ในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

|                                                 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|-------------------------------------------------|------|------|------|------|------|
| บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ      | 58   | 65   | 75   | 90   | 110  |
| หัก บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน | 3    | 3    | 3    | 4    | 6    |
| บริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน                  | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    |
| บริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน            | 10   | 9    | 12   | 16   | 35   |
| ข้อมูลที่ใช้ในการประมวลผลและวิเคราะห์           | 45   | 53   | 60   | 70   | 68   |

### 6. แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

การวิเคราะห์คุณภาพของรายการคงค้างใช้แบบจำลองการวิเคราะห์คุณภาพของรายการคงค้างที่พัฒนาโดย McNichols (2002) และใช้ในงานวิจัยของ Francis et al. (2005) ดังนี้

$$\frac{TCA_{j,t}}{A_{j,t}} = \alpha_{0,j} + \alpha_{1,j} \frac{CFO_{j,t-1}}{A_{j,t}} + \alpha_{2,j} \frac{CFO_{j,t}}{A_{j,t}} + \alpha_{3,j} \frac{CFO_{j,t+1}}{A_{j,t}} + \alpha_{4,j} \frac{\Delta Rev_{j,t}}{A_{j,t}} + \alpha_{5,j} \frac{PPE_{j,t}}{A_{j,t}} + e_{j,t}$$

กำหนดให้

$TCA_{j,t}$  คือ รายการหมุนเวียนคงค้าง (Total Current Accrual) ของบริษัท  $j$  ในปีที่  $t$

$A_{j,t}$  คือ สินทรัพย์รวมเฉลี่ย (Average Total Assets) ของบริษัท  $j$  ในปีที่  $t$  โดยเฉลี่ยระหว่างปีที่  $t$  และปีที่  $t-1$

$CFO_{j,t}$  คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash Flow

from Operations) ของบริษัท  $j$  ในปีที่  $t$

$\Delta Rev_{j,t}$  คือ การเปลี่ยนแปลงในรายได้หลัก (Revenues) ของบริษัท  $j$  ในปีที่  $t$  กล่าวคือ ผลต่างรายได้หลักของบริษัท  $j$  ในปีที่  $t$  กับรายได้หลักของบริษัท  $j$  ในปีที่  $t-1$

$PPE_{j,t}$  คือ ราคาทุนของที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ก่อนหักค่าเสื่อมราคาสะสมของบริษัทในปีที่  $t$

ขั้นตอนในการวิเคราะห์มีดังนี้

1) วิเคราะห์หาค่าสัมประสิทธิ์ ( $\alpha$ ) ของแบบจำลองสำหรับปี 2553-2557 จากข้อมูลของทุกบริษัทในแต่ละปี

$TCA_{j,t}$  ในแบบจำลองคำนวณได้จากสมการดังต่อไปนี้

$$TCA_{j,t} = \Delta CA_{j,t} - \Delta CL_{j,t} - \Delta Cash_{j,t} + \Delta STDEBT_{j,t}$$

กำหนดให้

- $\Delta CA_{j,t}$  คือ การเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์หมุนเวียนของบริษัท  $j$  ระหว่างปีที่  $t-1$  และปีที่  $t$
- $\Delta CL_{j,t}$  คือ การเปลี่ยนแปลงในหนี้สินหมุนเวียนของบริษัท  $j$  ระหว่างปีที่  $t-1$  และปีที่  $t$
- $\Delta Cash_{j,t}$  คือ การเปลี่ยนแปลงในเงินสดของบริษัท  $j$  ระหว่างปีที่  $t-1$  และปีที่  $t$
- $\Delta STDEBT_{j,t}$  คือ การเปลี่ยนแปลงในเงินกู้หมุนเวียน (Debt in Current Liabilities) ของบริษัท ระหว่างปีที่  $t-1$  และปีที่  $t$

ส่วน  $CFO_{j,t}$  ในแบบจำลองคำนวณได้จากสมการดังต่อไปนี้

$$CFO_{j,t} = NIAT_{j,t} - TA_{j,t}$$

กำหนดให้

$NIAT_{j,t}$  คือ กำไรสุทธิหลังหักภาษีเงินได้ (Net Income After Tax) (ในแบบจำลองดั้งเดิม ของ Francis et al. (2005) ตัวแปรนี้ใช้กำไรก่อนรายการพิเศษ แต่เนื่องจากในประเทศไทย มาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 1 เรื่องการนำเสนองบการเงิน ไม่ให้กิจการแสดงรายการพิเศษเป็นรายการแยกต่างหาก จึงปรับตัวแปรนี้เป็นกำไรสุทธิหลังหักภาษีเงินได้)

$TA_{j,t}$  คือ รายการคงค้างทั้งหมด (Total Accrual) ของบริษัท  $j$  ในปี  $t$

$TA_{j,t}$  คำนวณได้จากสมการดังต่อไปนี้

$$TA_{j,t} = \Delta CA_{j,t} - \Delta CL_{j,t} - \Delta Cash_{j,t} + \Delta STDEBT_{j,t} - DEPN_{j,t}$$

กำหนดให้

$DEPN_{j,t}$  คือ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายของบริษัท  $j$  ในปี  $t$

2) จำนวนค่ารายการหมุนเวียนคงค้าง ( $TCA_{j,t}$ ) ประมาณการของแต่ละบริษัทสำหรับปี 2553-2557 โดยใช้สมการที่ได้ในขั้นตอนที่ 1)

3) จำนวนค่าความผิดพลาดจากการประมาณการรายการหมุนเวียนคงค้าง ( $e$ ) สำหรับปี 2553-2557 ของแต่ละบริษัท ซึ่งเท่ากับความแตกต่างระหว่างรายการหมุนเวียนคงค้างประมาณการกับค่าจริง

4) จำนวนค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ( $\sigma$ ) ของค่าความผิดพลาดจากการประมาณการรายการหมุนเวียนคงค้างจำนวน 5 ปี ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานนี้แสดงถึงคุณภาพของรายการคงค้าง ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานต่ำ หมายถึงคุณภาพของรายการคงค้างสูง เพราะมีความผิดพลาดหรือคลาดเคลื่อนน้อย แต่หากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าสูง หมายถึงคุณภาพของรายการคงค้างต่ำ เพราะมีความผิดพลาดหรือคลาดเคลื่อนมาก

## 7. การวิเคราะห์ข้อมูล

1) การวิเคราะห์คุณภาพของรายการคงค้างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จะพิจารณาจากค่า

เบี่ยงเบนมาตรฐานของค่าความผิดพลาดของการประมาณการรายการหมุนเวียนคงค้างตามแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาของ Francis et al. (2005) จำนวน 5 ปีของแต่ละบริษัทเทียบกับค่าเฉลี่ยของทุกบริษัท เพื่อทำการแบ่งบริษัททั้งหมดเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มบริษัทที่มีคุณภาพของรายการคงค้างสูง คือกลุ่มบริษัทที่มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่าความผิดพลาดของการประมาณการต่ำกว่าค่าเฉลี่ย และกลุ่มบริษัทที่มีคุณภาพของรายการคงค้างต่ำ คือกลุ่มบริษัทที่มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่าความผิดพลาดของการประมาณการสูงกว่าค่าเฉลี่ย

2) การวิเคราะห์เปรียบเทียบคุณภาพของรายการคงค้างของบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ การแบ่งกลุ่มบริษัทออกเป็นบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ ใช้ค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์รวมของทุกบริษัทเป็นเกณฑ์ในการแบ่ง บริษัทที่มีสินทรัพย์รวมสูงกว่าค่าเฉลี่ย จัดเป็นบริษัทขนาดใหญ่ ส่วนบริษัทที่มีสินทรัพย์ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย จัดเป็นบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากสำหรับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ยังไม่มีงานวิจัยในอดีตที่กำหนดมูลค่าสินทรัพย์รวมมูลค่าใดมูลค่าหนึ่งไว้เป็นเกณฑ์ในการแบ่งขนาดบริษัท การศึกษานี้จึงใช้หลักเกณฑ์การจัดแบ่งกลุ่มที่นิยมใช้ในงานวิจัยที่ต้องการทดสอบผลกระทบของตัวแปรแทรก (Moderating effect) ในระดับที่แตกต่างกัน คือ ระดับสูงและต่ำ วิธีการดังกล่าวจะแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็น 2 กลุ่ม ด้วยค่ากลางของตัวแปรแทรกนั้น เช่น ในงานวิจัยของ Hui, Wan Mohamed Radzi, Salarzadeh Jenatabadi, Abu Kasim, & Radu (2013) ได้ทำการแบ่งกลุ่มตัวอย่างบริษัทออกเป็น 2 กลุ่มด้วยค่ามัธยฐานของจำนวนพนักงานของบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง คือกลุ่มบริษัทขนาดเล็กซึ่งเป็นบริษัทที่มีจำนวนพนักงานต่ำกว่าค่ามัธยฐาน และกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ซึ่งเป็นบริษัทที่มีจำนวนพนักงานสูงกว่าค่ามัธยฐาน เป็นต้น การจัดแบ่งกลุ่มขนาดด้วยวิธีนี้จึงเป็นการจัดแบ่งขนาดของบริษัทเชิงเปรียบเทียบกันเองในกลุ่มตัวอย่าง

การเปรียบเทียบคุณภาพของรายการคงค้างของกลุ่มบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ใช้การทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Mean difference test) ของคุณภาพของรายการคงค้างของบริษัททั้ง 2 กลุ่มด้วยสถิติ Independent t-Test

## 8. ผลการศึกษา

ผลการวิเคราะห์คุณภาพของรายการคงค้างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในภาพรวมและจำแนกตามขนาดของบริษัท แสดงไว้ในตารางที่ 2

จากตารางที่ 2 แสดงให้เห็นว่าในภาพรวมบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ส่วนใหญ่มีคุณภาพของรายการคงค้างสูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาด ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 60 และเมื่อจำแนกบริษัททั้งหมดออกเป็น 2 กลุ่ม คือกลุ่มบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ พบว่าบริษัทโดยส่วนใหญ่ของทั้งกลุ่มบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่มีคุณภาพของรายการคงค้างสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม คิดเป็นร้อยละ 55.36 และ 78.57 ตามลำดับ



เมื่อทำการทดสอบความแตกต่างในคุณภาพของรายการคงค้างของกลุ่มบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่พบว่าบริษัททั้ง 2 กลุ่มมีคุณภาพของรายการคงค้างไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่

ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ( $t$  value = 0.1234, Sig. = 0.8982) ผลการทดสอบแสดงไว้ในตารางที่ 3

ตารางที่ 2 คุณภาพของรายการคงค้างจำแนกตามขนาดกิจการ

|                            | คุณภาพของรายการคงค้าง |                |          |
|----------------------------|-----------------------|----------------|----------|
|                            | บริษัทขนาดเล็ก        | บริษัทขนาดใหญ่ | รวม      |
| จำนวนบริษัท (บริษัท)       | 56                    | 14             | 70       |
| จำนวนข้อมูล (ข้อมูล)       | 235                   | 61             | 296      |
| ค่าต่ำสุด (Minimum)        | 0.0042                | 0.0082         | 0.0042   |
| ค่าสูงสุด (Maximum)        | 0.1709                | 0.0922         | 0.1709   |
| ค่าเฉลี่ย (Mean)           | 0.0475                | 0.0461         | 0.0472   |
| คุณภาพของรายการคงค้าง      |                       |                |          |
| สูง (จำนวนบริษัท / ร้อยละ) | 31 / 55.36            | 11 / 78.57     | 42 / 60  |
| ต่ำ (จำนวนบริษัท / ร้อยละ) | 25 / 44.64            | 3 / 21.43      | 28 / 40  |
| รวม                        | 56 / 100              | 14 / 100       | 70 / 100 |

ตารางที่ 3 ค่าสถิติ Independent t-Test ทดสอบความแตกต่างคุณภาพของรายการคงค้างระหว่างบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่

|                                          | คุณภาพของรายการคงค้าง |                |
|------------------------------------------|-----------------------|----------------|
|                                          | บริษัทขนาดเล็ก        | บริษัทขนาดใหญ่ |
| จำนวนบริษัท (บริษัท)                     | 56                    | 14             |
| จำนวนข้อมูล (ข้อมูล)                     | 235                   | 61             |
| ค่าเฉลี่ย (Mean)                         | 0.0475                | 0.0461         |
| ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) | 0.0377                | 0.0231         |
| t-value                                  | 0.1284                |                |
| Sig.                                     | 0.8982                |                |

(2011) ที่พบว่า โดยเฉลี่ยแล้วบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ส่วนใหญ่มีรายการคงค้างที่ควบคุมได้อยู่ใน

## 9. การสรุปและอภิปรายผลการศึกษา

การศึกษาคูณภาพของรายการคงค้างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เป็นการศึกษาคุณภาพของรายการคงค้างสำหรับปี พ.ศ. 2557 การวิเคราะห์ใช้แบบจำลองวิเคราะห์คุณภาพของรายการคงค้างที่พัฒนาโดย McNichols (2002) และถูกนำมาใช้ในงานวิจัยของ Francis et al. (2005) ซึ่งวัดคุณภาพของรายการคงค้างจากค่าที่ผิดปกติไปจากรายการคงค้างหมุนเวียนที่เกิดขึ้นตามปกติของการดำเนินงานของกิจการ ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลมีจำนวนทั้งสิ้น 296 ข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปี พ.ศ. 2553 – 2557

ผลการศึกษาพบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ส่วนใหญ่มีคุณภาพของรายการคงค้างสูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาด ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับการศึกษาของ Netrakat

ระดับต่ำ ซึ่งหมายถึงคุณภาพการกำกับดูแล แต่ผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Chansarn (2015) ที่พบว่ารายการคงค้างที่ควบคุมได้ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ส่วนใหญ่อยู่ในระดับสูง ซึ่งหมายถึงคุณภาพการกำกับดูแล

เมื่อทำการแบ่งบริษัทออกเป็น 2 กลุ่ม คือกลุ่มบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ พบว่าบริษัทส่วนใหญ่ทั้งในกลุ่มบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่มีคุณภาพของรายการคงค้างสูง นอกจากนั้นยังพบว่าคุณภาพของรายการคงค้างของบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับการศึกษาของ Chansarn (2015) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของกิจการกับรายการคงค้างที่ควบคุมได้ แต่ขัดแย้งกับการศึกษาของ Netrakat (2011) ที่พบว่า

ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับรายการคงค้างที่ควบคุมได้

สาเหตุของผลการศึกษาที่ไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกันนี้อาจเนื่องมาจากการใช้แบบจำลองในการวัดรายการคงค้างที่ควบคุมได้ และวิธีการทางสถิติที่แตกต่างกัน

แต่อย่างไรก็ดี ผลการศึกษาได้แสดงให้เห็นว่าคุณภาพของงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีความน่าเชื่อถือ และมีการตกแต่งกำไรผ่านการใช้ดุลพินิจของผู้บริหารน้อย ไม่ว่าจะเป็นงบการเงินของบริษัทขนาดเล็กหรือขนาดใหญ่ ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จึงยังเป็นตลาดการลงทุนที่น่าสนใจสำหรับนักลงทุน

## 10. ข้อเสนอแนะ

### 10.1 ข้อเสนอแนะในการนำผลวิจัยไปใช้

จากการวิเคราะห์คุณภาพของรายการคงค้างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่าบริษัทส่วนใหญ่มีคุณภาพของรายการคงค้างสูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาด และยังพบว่าคุณภาพของรายการคงค้างระหว่างบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ไม่แตกต่างกัน ผลการศึกษานี้จึงเป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์สำหรับนักลงทุน กล่าวคือนักลงทุนจึงสามารถเชื่อมั่นในงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้ว่าแสดงถึงคุณภาพกำไรที่ดี ซึ่งหมายถึงว่ากำไรนั้นสะท้อนกระแสเงินสดที่กิจการได้รับ ดังนั้นหากนักลงทุนทำการตัดสินใจลงทุนโดยประเมินจากความสามารถของกิจการในการสร้างกำไรที่จะเปลี่ยนเป็นกระแสเงินสด บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ก็ถือเป็นกิจการที่น่าลงทุน

### 10.2 ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาต่อไป

การศึกษานในอนาคตอาจทำการวิเคราะห์คุณภาพของรายการคงค้างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในแต่ละช่วงเวลา หรือช่วงที่มีสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ เช่น สภาพเศรษฐกิจแตกต่างกัน เพื่อช่วยให้ได้ข้อมูลเกี่ยวกับคุณภาพของรายการคงค้างของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ละเอียดและเป็นข้อมูลเชิงลึกที่มีประโยชน์มากยิ่งขึ้น

## 11. References

- Chansarn, T. (2015). The relationship between debt and earnings quality of listed companies in Market for Alternative Investment (MAI). *BU Academic Review*, 14(1), 71-87.
- Dechow, P., & Dichev, I. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(Supplement), 35-59.
- Dechow, P., Sloan, R., & Sweeney, A. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70, 193-225.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The Market Pricing of Accruals Quality. *Journal of Accounting Economics*, 39(4), 295-327.
- Hui, H., Wan Mohamed Radzi, C. W. J., Salarzadeh Jenatabadi, H., Abu Kasim, F., & Radu, S. (2013). The impact of firm age and size on the relationship among organizational innovation, learning, and performance: A moderation analysis in Asian food manufacturing companies. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 5(4), 166-174.
- Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29, 193-228.
- Junhom, S. (2011). *Earnings quality of family-owned and managed firms. Independent Study*. (Master's Thesis, Thammasat University, Thailand).
- Komutputipong, N. (2014). Earnings quality measurement for security analysis. *Chulalongkorn Business Review*, 36(139), 1-18.
- McNichols, M. (2002). Discussion of the quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(Supplement), 61-69.
- Netrakat, S. (2011). *The relationship between earnings management and growth opportunity of listed companies in Market for Alternative Investment (MAI)*. (Master's Thesis, Thammasat University, Thailand).
- The Stock Exchange of Thailand. (2017). *New Listed Companies/Securities*. Retrieved from <https://www.set.or.th/set/ipo.do?view=summary&format=html&type=security>.
- Wattanaphun, P. (2016). Accrual quality of companies listed in Services Industry in The Stock Exchange of Thailand. In O. Maneesong (ed.), *BMRC The 9<sup>th</sup> Business Management Research Conference*. Paper presented at the Proceedings of the 9<sup>th</sup> Business Management Research Conference, Chiang Mai, 72-91.