

การจัดการกำไรของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก
(Initial Public Offering: IPO)



ญาดา กิริติพงษ์ภักดี

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต (เศรษฐศาสตร์การเงิน)
คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ
สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

2560

การจัดการกำไรของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก

(Initial Public Offering: IPO)

ญาดา กิริติพงษ์ภักดิ์

คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ

..... อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก
(รองศาสตราจารย์ ดร. สรศาสตร์ สุขเจริญสิน)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ได้พิจารณาแล้วเห็นสมควรอนุมัติให้เป็นส่วนหนึ่งของ
การศึกษาตามหลักสูตรเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต (เศรษฐศาสตร์การเงิน)

..... ประธานกรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สุนทรี เหล่าพัตจัน)

..... กรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ปรีดา สุขเจริญสิน)

..... กรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ดร. สรศาสตร์ สุขเจริญสิน)

..... คณบดี
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ฝน จันทน์สม)

/ /

บทคัดย่อ

ชื่อวิทยานิพนธ์	การจัดการกำไรของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก(Initial Public Offering: IPO)
ชื่อผู้เขียน	นางสาวณัฐดา กิรติพงษ์ภักดี
ชื่อปริญญา	เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต (เศรษฐศาสตร์การเงิน)
ปีการศึกษา	2560

จากปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลข่าวสาร (Information Asymmetry) ที่บุคคลภายในบริษัทมีข้อมูลมากกว่านักลงทุนนั้นส่งผลให้ผู้บริหารบริษัทสามารถจัดการกำไรของตนให้เป็นไปตามเป้าหมายได้ และจากมาตรฐานการบัญชีที่อนุญาตให้ผู้บริหารสามารถใช้ดุลยพินิจ ในการประมาณการตัวเลขทางบัญชีโดยใช้เกณฑ์คงค้างจึงอาจเป็นเหมือนการเปิดช่องโหว่ให้ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจเป็นโอกาสในการบิดเบือนข้อเท็จจริงของข้อมูลทางการบัญชี ให้ตอบสนองผลประโยชน์ส่วนตัวของผู้บริหารเอง ทั้งกำไรตามเป้าหมายที่ต้องการ การหลีกเลี่ยงการขาดทุน และการเกลี้ยกำไรให้เสมอกัน เพื่อให้ได้รับความสนใจจากนักลงทุนมากขึ้นและได้รับการประเมินราคาเสนอขายที่สูงขึ้น ดังนั้น จึงก่อให้เกิดความเสียหายเปรียบของนักลงทุนที่ไม่อาจเข้าถึงข้อมูลภายในบริษัท และไม่ได้พิจารณางบการเงินของบริษัทอย่างรอบคอบได้

ดังนั้น รายงานการศึกษานี้จึงมุ่งศึกษาหาปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก (IPO) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) และช่วงเวลา que ผู้บริหารของบริษัทเลือกใช้ในการจัดการกำไร โดยใช้ข้อมูลจำนวน 79 บริษัท ตั้งแต่ พ.ศ. 2551 - พ.ศ. 2559 มีรูปแบบข้อมูลเป็น Panel Data และใช้รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals) เป็นตัวแทนของการจัดการกำไร และใช้แบบจำลอง Cross-section Modified Jones Model ในการประเมินระดับการจัดการกำไร หลังจากนั้น จะศึกษาผลการดำเนินงานในระยะยาวภายหลังการเป็นบริษัทจดทะเบียน และปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดผลการดำเนินงานในระยะยาวนั้น ส่วนสุดท้าย จะศึกษาถึงผลกระทบการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานในระยะยาว ซึ่งพิจารณาผลการดำเนินงานจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเมื่อเทียบกับตลาด อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเมื่อเทียบกับตลาด และอัตรากระแสเงินสดจากดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม โดยใช้ข้อมูลจำนวน 84 บริษัท ตั้งแต่ พ.ศ. 2551 - พ.ศ. 2559 มีรูปแบบข้อมูลเป็น Panel Data

ผลการศึกษาในการศึกษาแรก คือ ปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไร พบว่าบริษัทที่จดทะเบียนใน

ประเทศไทยมีการจัดการกำไรตั้งแต่ปีก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ ปีก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ และยืดเวลาไปยังปีภายหลังเป็นบริษัทจดทะเบียน ซึ่งแตกต่างจากการศึกษาของต่างประเทศที่พบว่ามีการจัดการกำไรเพียงปีก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์และปีก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์เท่านั้น โดยความแตกต่างนี้คาดว่าเกิดจาก 1. บริษัทในประเทศไทยมีการเติบโตของการดำเนินงานหลังออกจำหน่าย ทำให้รายการคงค้างเกินปกติเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ระดับการจัดการกำไรสูงขึ้นตามไปด้วย และ 2. ผู้บริหารของบริษัทในประเทศไทยต้องการจัดการกำไรเพื่อให้กำไรของบริษัทภายหลังการเป็นบริษัทจดทะเบียนมีเสถียรภาพมากขึ้น ส่วนปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการจัดการกำไรนั้นสอดคล้องกับรายงานการศึกษาที่ผ่านมา ได้แก่ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ขนาดบริษัท และสัดส่วนการใช้ปัจจัยทุน นอกจากนี้ ผู้วิจัยได้เพิ่มปัจจัยเฉพาะของประเทศไทยลงไปแบบจำลอง โดยตัวแปรที่มีนัยสำคัญทางสถิติ คือ 1. สัดส่วนของผู้มีอุปการคุณ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการจัดการกำไร บ่งชี้ว่ายิ่งบริษัทมีสัดส่วนของการถือหุ้นโดยผู้มีอุปการคุณมาก จะมีโอกาสที่ผู้มีอุปการคุณเข้ามามีบทบาทในการกำกับให้บริษัทมีการจัดการกำไรที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม หากบริษัทใช้ผู้สอบบัญชีจากกลุ่ม BIG4 แล้วผู้มีอุปการคุณจะไม่สามารถเข้ามามีบทบาทในการจัดการกำไรก่อนออกจำหน่ายได้ บ่งชี้ถึงคุณภาพของผู้สอบบัญชีที่มาจากกลุ่ม BIG4 แต่ทั้งนี้ ภายหลังเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน บทบาทของผู้สอบบัญชีกลุ่มนี้ได้หายไป ซึ่งอาจจะเกิดจากกลไกในการตรวจสอบที่บริษัทมหาชนจะต้องรายงานทางการเงินที่ระมัดระวังมากขึ้น รวมถึงผู้มีอุปการคุณไม่มีแรงจูงใจในการจัดการกำไรอีกแล้ว เพราะได้จำหน่ายหลักทรัพย์ไปหมดแล้ว 2. การระดมทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด mai พบว่า บริษัทที่เลือกระดมทุนในตลาด mai จะมีระดับการจัดการกำไรมากกว่าบริษัทที่ระดมทุนจากตลาด SET

ผลการศึกษาถัดมา คือ การจัดการกำไรส่งผลต่อผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัท จากผลการศึกษา สามารถสรุปได้ว่า บริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) มีผลการดำเนินงานของบริษัทแย่ลง ขณะที่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีผลการดำเนินงานไม่เปลี่ยนแปลงมากนัก ซึ่งจากแบบจำลองบ่งชี้ว่าการจัดการกำไร รวมถึงปัจจัยที่เป็นข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์มีนัยสำคัญทางสถิติและส่งผลในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัท และจากผลของงานวิจัยยังชี้ให้เห็นว่ารายการคงค้างเกินปกติที่เพิ่มขึ้นเป็นผลมาจากการเติบโตตามปกติของบริษัทซึ่งวัดด้วยอัตราการเติบโตของรายได้จากการขายที่ส่งผลให้บริษัทต้องบันทึกรายการคงค้างเกินปกติเพิ่มขึ้นตามไปด้วย

จากผลของงานวิจัยฉบับนี้สะท้อนให้เห็นถึงความแตกต่างระหว่างผู้บริหารของบริษัทในประเทศไทยกับ ผู้บริหารในต่างประเทศ ผู้บริหารในประเทศไทยยังคงจัดการกำไรอย่างต่อเนื่องภายหลังจากเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้ว ขณะที่ผู้บริหารของบริษัทในต่างประเทศโดยส่วนใหญ่จะลดการจัดการกำไรลงภายหลังจากเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน หรือหลังจากการพ้นระยะเวลาห้ามขาย

ABSTRACT

Title of Thesis	Earnings management in Thailand: The case of IPOs
Author	Yada Keeratipongpakdee
Degree	Master of Economics (Financial Economics)
Year	2017

Asymmetric information occurs when insiders have more information than investors. Managers can manipulate the company's earnings using accounting standards that allows discretionary decisions for accrual basis and makes judgments following these principles. Managers can use the discretion for earnings management to reach target income, avoid debt covenant violation and smooth income for attracting investors and receiving higher offer price. Obviously, investors are disadvantaged by the asymmetry.

This paper explored factors related to earnings management strategy of IPO firms in Thailand. The sample contained 79 companies listing on Stock Exchange of Thailand (SET) and Market for Alternative Investment (mai) during 2008 to 2013 using panel data. The cross-sectional modified Jones model was employed to measure discretionary accruals as a proxy for earnings management. Then, this research measured long-run performance after becoming listed company and investigated the factors affecting firm performance. Market-adjust return on assets, market-adjust return on equity and cash flow from operating activities per total assets were used for assessing companies long-

run performance. The sample contained 84 IPO companies' data between 2008 and 2013 in panel data.

Prior studies suggested that companies managed earnings in the year before and the year listed. However, in Thailand, the paper found that Thai listed companies not only controlled their earnings in the pre-IPO and IPO year, but also in the year after they are listed. The results were supported by many reasons. First, Thai listed companies usually grow after listed, then the growth affects actual accruals to exceed expected accruals and becomes earnings management. Second, the management of Thai listed company have plans to smooth earnings of the growing company even though the company is listed. Earnings management is one of tools for smoothing earnings.

The results from the second essay suggested that performance of "mai" listed companies had deteriorated after IPO in contrast to companies listed on the main board. The model indicated that earnings management had a positive relationship with firm performance. The results also pointed out that the changes in earnings management activities, either measured by sales growth rate or abnormal accruals, stemmed from normal operations. In addition, the evidence showed that Thai listed companies continued to manage earnings for a few years after IPO, while earnings management was significantly lower for listed firms in other countries.

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี ด้วยความกรุณาและความช่วยเหลือจากบุคคล
หลายๆ ท่าน ดังนี้

ขอบคุณ รองศาสตราจารย์ ดร. สรศาสตร์ สุขเจริญสิน ในฐานะอาจารย์ที่ปรึกษา ที่ให้ความรู้
คำปรึกษาและคำแนะนำ เสนอความคิดเห็น รวมถึงแก้ไขข้อบกพร่องและพัฒนางานวิทยานิพนธ์นี้จน
สำเร็จ และผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ปริญญา สุขเจริญสิน ที่ได้ชี้แนะและให้คำปรึกษาในการแก้ปัญหา อัน
ก่อให้เกิดประโยชน์แก่วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ให้สมบูรณ์และถูกต้องมากขึ้น รวมถึงผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.
สุนทรี เหล่าพัตจัน ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ที่ช่วยสละเวลาให้คำแนะนำเพิ่มเติมเพื่อให้งาน
สมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ ขอขอบคุณบิดาและมารดาที่ให้การสนับสนุน ให้โอกาสมาเรียนในระดับปริญญาโท
และให้ความห่วงใย และให้กำลังใจในการจัดทำวิทยานิพนธ์

ขอบคุณพี่ๆ เพื่อนๆ ที่คอยให้กำลังใจ ความห่วงใย และความช่วยเหลือ รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้อง
ทุกฝ่าย ที่คอยอำนวยความสะดวกงานวิทยานิพนธ์นี้สำเร็จลุล่วง

ญาดา กิรติพงศ์ภักดี

กรกฎาคม 2561

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อ	ก
ABSTRACT	ค
กิตติกรรมประกาศ.....	จ
สารบัญ.....	ฉ
สารบัญตาราง.....	ฅ
สารบัญภาพ	ฉ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
บทที่ 2 ปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ ต่อประชาชนในครั้งแรก. 5	5
2.1 บทนำ.....	5
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	7
2.2.1 การจัดการกำไร (Earnings Management).....	7
2.2.2 ปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไร.....	10
2.3 ระเบียบวิธีวิจัย	14
2.3.1 ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัย	14
2.3.2 วิธีที่ใช้ในการวิจัย.....	15
2.4 ผลการศึกษา.....	19
2.4.1 ภาพรวมของข้อมูล	19
2.4.2 ระดับของการจัดการกำไรของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ใน SET และ mai25	25
2.4.3 ความแตกต่างของระดับของการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนใน SET และ mai	26
2.4.4 การทดสอบค่าเฉลี่ยของระดับของการจัดการกำไร	27

2.4.5 ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของระดับของการจัดการกำไรหลังเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนเมื่อเทียบกับก่อนการออกจำหน่ายหลักทรัพย์	28
2.4.6 ความต่อเนื่องของการจัดการกำไร	29
2.4.7 ระดับของการจัดการกำไรแยกรายอุตสาหกรรม	30
2.4.8 จำนวนบริษัทที่หลังเข้าจดทะเบียนแล้วมีการจัดการกำไรมากขึ้น	32
2.4.9 ปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่	33
2.5 สรุปผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ	36
2.5.1 สรุปผลการศึกษา	36
2.5.2 ข้อเสนอแนะ	37
บทที่ 3 การจัดการกำไรที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก	39
3.1 บทนำ	39
3.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	41
3.3 ระเบียบวิธีวิจัย	46
3.3.1 ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัย	46
3.3.2 วิธีที่ใช้ในการวิจัย	47
3.4 ผลการศึกษา	51
3.4.1 ภาพรวมของข้อมูล	51
3.4.2 ผลการดำเนินงานในระยะยาวภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์	56
3.4.3 ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดผลการดำเนินงานในระยะยาว (IPO Long-run Performance) ของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก	65
3.5 สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ	68
3.5.1 สรุปผลการศึกษา	68
3.5.2 อภิปรายผลการวิจัย	68
3.5.2 ข้อเสนอแนะ	70

บทที่ 4 สรุปลงการศึกษา.....	71
บรรณานุกรม.....	75
ประวัติผู้เขียน.....	78



สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1 จำนวนของบริษัทที่จดทะเบียนแยกตามตลาดและกลุ่มอุตสาหกรรม.....	20
2.2 ระดับของการจัดการกำไรในแต่ละปีของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่.....	21
2.3 การเลือกใช้บริการผู้สอบบัญชีในการตรวจสอบรายงานทางการเงิน	22
2.4 จำนวนบริษัทจดทะเบียนที่มีการเปลี่ยนแปลงผู้สอบบัญชี	23
2.5 จำนวนบริษัทที่ใช้ผู้สอบบัญชีจากกลุ่ม Big 4 และ Non-Big 4 ในแต่ละปี	23
2.6 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของการสนับสนุนด้านการเงิน และสัดส่วนเกี่ยวกับกฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์	24
2.7 การทดสอบนัยสำคัญทางสถิติของระดับของการจัดการกำไร	25
2.8 ความแตกต่างของระดับของการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนใน SET และ mai	27
2.9 การทดสอบค่าเฉลี่ยของระดับของการจัดการกำไร	28
2.10 การทดสอบสมมติฐานว่าค่าเฉลี่ยของระดับของการจัดการกำไร ภายหลังจากเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนมีค่าแตกต่างจากก่อนเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน	29
2.11 การทดสอบสมมติฐานของระดับของการจัดการกำไรในแต่ละปี	30
2.12 ระดับของการจัดการกำไรแยกรายอุตสาหกรรม.....	31
2.13 การทดสอบสมมติฐานของการจัดการกำไรแยกรายอุตสาหกรรม	31
2.14 จำนวนและสัดส่วนบริษัทที่หลังจดทะเบียนมีระดับของการจัดการกำไรสูงขึ้น.....	32
2.15 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไร	33
2.16 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรเมื่อเปลี่ยนบริษัทผู้สอบบัญชี.....	35
3.1 จำนวนและสัดส่วนตามปีที่บริษัทเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก	52

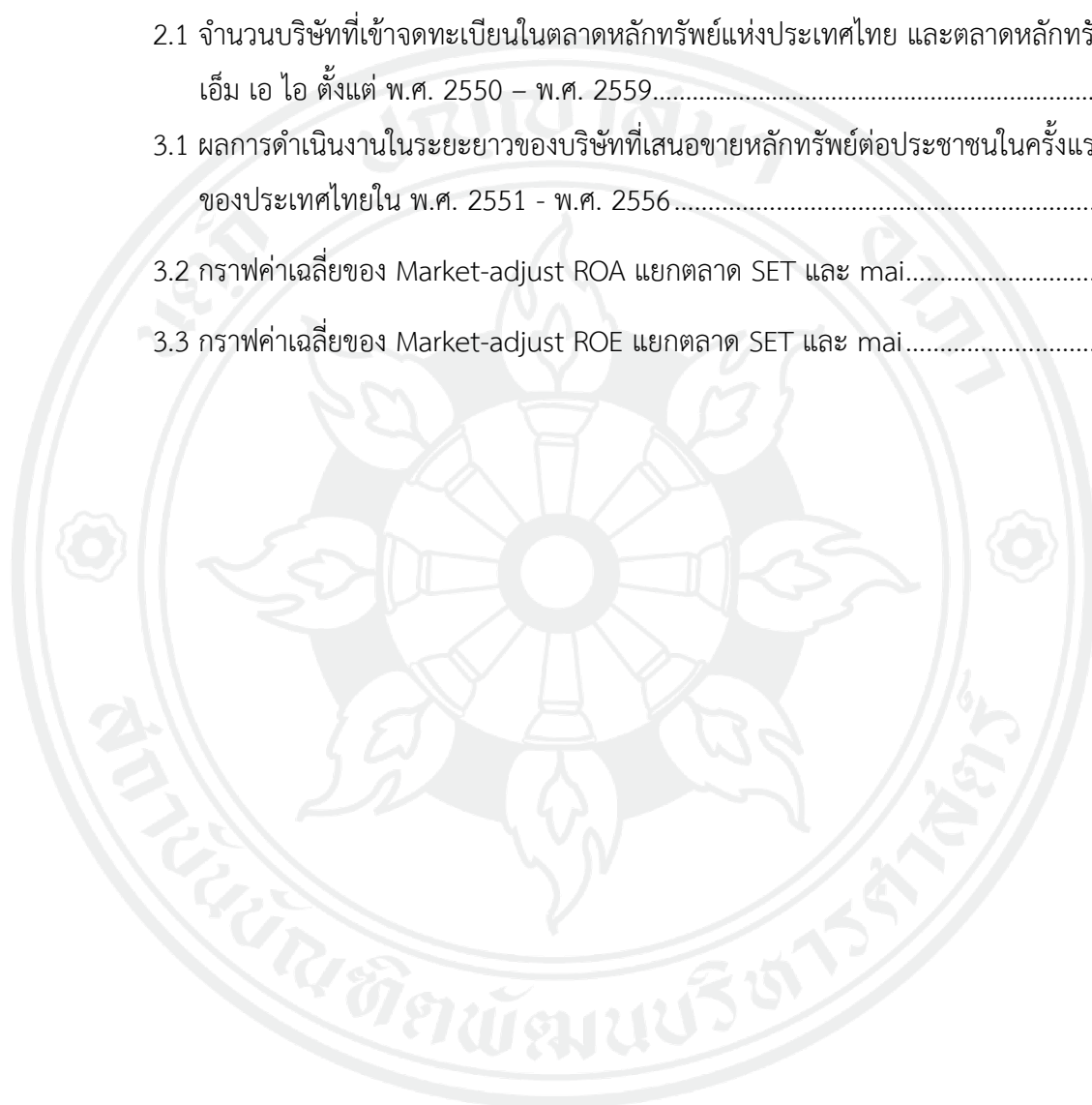
3.2 จำนวนและสัดส่วนของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์แยกตามตลาดที่จดทะเบียนและ กลุ่มอุตสาหกรรม.....	52
3.3 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของปัจจัยที่กำหนดผลการดำเนินงานในระยะยาว.....	54
3.4 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของปัจจัยที่กำหนดผลการดำเนินงานในระยะยาว (ต่อ).....	54
3.5 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของระดับของการจัดการกำไร.....	55
3.6 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ของเทียบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของตลาด (Market-adjust ROA).....	57
3.7 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือ- หุ้นเทียบกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของตลาด (Market-adjust ROE)..	58
3.8 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของผลการดำเนินงานที่วัดด้วยกระแสเงินสดจากดำเนินงานต่อ สินทรัพย์รวม (CFO/TA).....	60
3.9 จำนวนและสัดส่วนของบริษัทที่มี Market-adjust ROA ชนะและแพ้ตลาดเมื่อเทียบกับ บริษัทจดทะเบียนในตลาด แยกตามปีที่จดทะเบียน.....	60
3.10 จำนวนและสัดส่วนของบริษัทที่มี Market-adjust ROE ชนะและแพ้ตลาดเมื่อเทียบกับ บริษัทจดทะเบียนในตลาด แยกตามปีที่จดทะเบียน.....	62
3.11 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเมื่อเทียบกับตลาดภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์ แยกรายอุตสาหกรรม.....	63
3.12 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเมื่อเทียบกับตลาดภายหลังการเสนอขาย หลักทรัพย์แยกรายอุตสาหกรรม.....	64
3.13 ผลการทดสอบหาปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทหลัง ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก.....	65
3.14 ผลการทดสอบหาความสัมพันธ์ของการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างที่มีต่อผลการ ดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทหลังออกจำหน่ายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก	66
3.15 อัตราการเติบโตของรายได้จากการขาย (Sales Growth Rate) ของบริษัทที่อยู่ใน ควอร์ไทล์ ที่ 1 และควอร์ไทล์ที่ 4.....	67

สารบัญภาพ

ภาพที่

หน้า

2.1 จำนวนบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ตั้งแต่ พ.ศ. 2550 – พ.ศ. 2559.....	5
3.1 ผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรกของประเทศไทยใน พ.ศ. 2551 - พ.ศ. 2556.....	40
3.2 กราฟค่าเฉลี่ยของ Market-adjust ROA แยกตลาด SET และ mai.....	58
3.3 กราฟค่าเฉลี่ยของ Market-adjust ROE แยกตลาด SET และ mai.....	59



บทที่ 1

บทนำ

เมื่อบริษัทต้องการระดมเงินทุน เพื่อนำเงินไปลงทุนในการดำเนินธุรกิจและเพื่อใช้ขยายธุรกิจ และกระจายหุ้นให้นักลงทุนทั่วไป วิธีที่ได้รับความนิยมในปัจจุบัน คือ การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่ ต่อประชาชนในครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) ซึ่งการเข้ามาจดทะเบียนและเสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นการเพิ่มแหล่งเงินทุนให้แก่บริษัท โดยเป็นการเพิ่มความยืดหยุ่นในการบริหาร ต้นทุนทางการเงินให้แก่บริษัทมากขึ้น และรองรับความไม่แน่นอนของภาวะเศรษฐกิจและอัตรา ดอกเบี้ยที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต จากการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินที่ทำให้บริษัทมีภาระที่จะต้องจ่าย ดอกเบี้ยแม้ว่าจะมีผลขาดทุนจากการดำเนินงานก็ตาม การเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นการ เปิดโอกาสให้บริษัทสามารถระดมทุนจากประชาชนได้โดยตรง และบริษัทจะจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ ถือหุ้นนั้นในรูปของเงินปันผล เมื่อบริษัทมีผลกำไรจากการดำเนินงานและเมื่อบริษัทมีความต้องการ เงินทุนเพิ่มเติมในการขยายกิจการในอนาคต บริษัทก็สามารถขายหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ประชาชนเพิ่มเติม อีกได้

นอกจากนี้ ยังมีข้อดีอีกหลายประการ เช่น บริษัทสามารถระดมทุนจากประชาชนเพื่อนำไปใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนได้โดยง่ายและรวดเร็ว ก่อให้เกิดความได้เปรียบในการแข่งขัน ทำให้มีโครงสร้างทางการเงินที่เหมาะสมต่อการดำเนินกิจการ และมีโอกาสในการเลือกระดมทุนผ่านการออกหลักทรัพย์ประเภทอื่นๆ ได้ง่ายขึ้นภายหลังการเข้าจดทะเบียน เช่น หุ้นกู้ หุ้นกู้แปลงสภาพ เป็นต้น และช่วยเสริมสร้างภาพลักษณ์ที่ดีในฐานะที่บริษัทได้ผ่านการพิจารณาจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งถือได้ว่าเป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานที่ดี และมีฐานะมั่นคงในระดับหนึ่ง รวมทั้งมีการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส

แต่ก่อนจะนำหลักทรัพย์เข้ามาจดทะเบียน บริษัทเหล่านี้จะต้องมีโครงสร้างการถือหุ้นที่ชัดเจนและเป็นธรรม มีโครงสร้างการจัดการและโครงสร้างธุรกิจที่ดี เพื่อลดโอกาสที่อาจจะเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ รวมถึงการมีระบบการควบคุมภายในที่ดี โดยบริษัทที่ระดมทุนนั้นต้องมีพื้นฐานธุรกิจที่แข็งแกร่งภายใต้แผนการระดมทุนที่มุ่งต่อยอดการเติบโตในระยะกลางถึงยาว ซึ่งจะสะท้อนออกมาจากบทพิสูจน์ของผลประกอบการระยะต่อไปว่าเป็นตามเป้าหมายที่แต่ละบริษัทได้ตั้ง

ไว้มากน้อยแค่ไหน โดยราคาขายที่ได้จะขึ้นอยู่กับผลประกอบการ และศักยภาพทางธุรกิจของบริษัท ซึ่งส่วนใหญ่แล้ว ราคาที่เสนอขายหุ้นต่อประชาชนครั้งแรกมักจะมีราคาที่สูงกว่าราคาพาร์ของหุ้นของบริษัท และภายหลังจากจดทะเบียนแล้ว บริษัทมีหน้าที่ที่จะต้องรักษาคุณสมบัติที่ดีของการเป็นบริษัทจดทะเบียนสืบเนื่องไป เช่น การมีระบบบัญชีที่ดี มีระบบการควบคุมภายในที่ดีและมีประสิทธิภาพ ที่สำคัญที่สุดคือการเปิดเผยข้อมูลตามข้อกำหนดให้ครบถ้วน ถูกต้อง และทันเวลา

จากเป้าหมายในการบริหารงานที่สำคัญของบริษัท คือ การสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น แต่เนื่องจากบริษัทหนึ่งๆ ประกอบไปด้วยกลุ่มบุคคลต่างๆ ที่มีผลประโยชน์เกี่ยวข้องหลายกลุ่ม เช่น ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ เป็นต้น ผู้บริหารอาจมีแรงจูงใจในการสร้างความมั่งคั่งให้กับตนเองมากกว่า การสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นหรือบุคคลที่เกี่ยวข้องทั้งหมด ซึ่งมีผู้บริหารของหลายบริษัทที่นำหลักทรัพย์ของบริษัทมาออกจำหน่าย เพื่อแสวงหากำไรจากส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์ (Capital Gain) โดยเมื่อนำบริษัทเข้ามาจดทะเบียน แล้วดำเนินงานผ่านไประยะหนึ่งก็จะละลาย ไม่บริหารบริษัทอย่างเต็มศักยภาพ และไม่รักษาคุณสมบัติของการเป็นบริษัทจดทะเบียนที่ดี โดยที่ผู้บริหารมักจะทำการจัดการกำไร (Earnings Management) ก่อนนำบริษัทเข้าจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์และออกจำหน่ายหุ้นต่อประชาชนในครั้งแรก

อย่างไรก็ตาม การจัดการกำไรของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี และได้รับความสนใจจากนักลงทุนหรือผู้ใช้งบการเงิน เนื่องจากนักลงทุนจะพิจารณาความน่าสนใจของบริษัท โดยพิจารณาถึงความสามารถในการทำกำไรและแนวโน้มการเติบโตของบริษัทในอนาคต นอกจากนั้น กำไรที่สูงขึ้นจากการจัดการกำไรของผู้บริหารยังส่งผลให้บริษัทมีแนวโน้มที่จะได้รับการประเมินราคาเสนอขาย (Offer Price) ที่สูงขึ้นด้วย สาเหตุที่ผู้บริหารสามารถทำได้ เนื่องจากความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างบริษัทและนักลงทุน (Information Asymmetry) ผู้บริหารและกรรมการบริษัทมักจะมีข้อมูลมากกว่าผู้ถือหุ้นรายย่อย เนื่องจากเป็นบริษัทที่เข้าจดทะเบียนทำให้นักลงทุนไม่มีข้อมูลย้อนหลังที่มากพอ การคาดการณ์หรือการวิเคราะห์งบการเงินจึงทำได้ลำบาก ทำให้ผู้บริหารจึงมีแรงจูงใจในการจัดการกำไร

โดยเฉพาะอย่างยิ่ง มาตรฐานการบัญชี (Accounting Standards) หรือหลักการบัญชีและวิธีปฏิบัติทางการบัญชีที่รับรองทั่วไป อนุญาตให้ผู้บริหารสามารถใช้ดุลยพินิจในการประมาณการตัวเลขทางบัญชีโดยใช้เกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) ซึ่งเป็นหลักเกณฑ์ทางบัญชีที่รับรู้รายการและเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นตามทีควรจะเป็น มิใช่รับรู้เมื่อมีการรับหรือจ่ายเงินสด หรือรายการเทียบเท่าเงินสด จึงอาจเป็นเหมือนการเปิดช่องโหว่ให้ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจเป็นโอกาสในการบิดเบือนข้อเท็จจริง

ของข้อมูลทางการเงินบัญชี ให้ตอบสนองผลประโยชน์ส่วนตัวของผู้บริหารเอง ทั้งกำไรตามเป้าหมายที่ผู้บริหารต้องการ (Target Income) หรือการหลีกเลี่ยงการขาดทุน (Loss Avoidance) และการเกลี้ยกำไรให้เสมอกัน (Income smoothing) โดยกลยุทธ์ที่ผู้บริหารนิยมเลือกใช้ในการจัดการกำไร คือ การประมาณการตัวเลขทางบัญชีผ่านรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals) อาทิ การรับรู้รายได้ที่เร็วกว่าปกติ การชะลอการบันทึกค่าใช้จ่าย การหลีกเลี่ยงการบันทึกผลขาดทุน หรือการเปลี่ยนแปลงนโยบายการบัญชีที่นำไปสู่กำไรที่เพิ่มขึ้น เป็นต้น การที่มาตรฐานการบัญชีกำหนดให้มีรายการบัญชีที่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร มีจุดประสงค์เพื่อให้เกิดความยืดหยุ่นในการปรับเข้ากับการดำเนินงานของบริษัท มิใช่เพื่อให้ผู้บริหารแสวงหาผลประโยชน์ให้กับตนเอง

นอกจากนี้ จากการศึกษางานวิจัยก่อนหน้าพบว่า การจัดการกำไรไม่ได้แค่เฉพาะในปีก่อนออกจำหน่ายเท่านั้น แม้จะมีหลายการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับการจัดการกำไร และพบว่าบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์โดยส่วนใหญ่มักจะทำการจัดการกำไรในงบการเงินประจำปีก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ (Teoh, Welch and Wong, 1998; DuCharme, Malatesta and Sefcik, 2004) แต่มีหลายการศึกษาที่พบว่า ผู้บริหารยังคงมีแรงจูงใจในการจัดการกำไรในไตรมาสหลังจากที่ประกาศออกจำหน่าย เนื่องจากข้อกำหนดด้านการห้ามขายหุ้น (Silent Agreement) เพราะผู้บริหารหรือบุคคลที่เป็น Strategic Shareholders ของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรกต้องนำหุ้นเข้าสู่ข้อกำหนดด้านการห้ามขายหุ้นนี้กับผู้ออกและจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) โดยจากการศึกษาของ Field and Hanka (2001) พบว่าบุคคลภายในซึ่งเป็นบุคคลที่ตั้งใจจะขายหุ้นของพวกเขาเมื่อพ้นช่วงห้ามขายหุ้นดังกล่าว มีแรงจูงใจที่ชัดเจนในการเพิ่มราคาหุ้นของพวกเขา ดังนั้น พวกเขาจึงมีแนวโน้มที่จะจัดการกำไรจนกระทั่งถึงวันพ้นช่วงเวลาห้ามขายหุ้น

และจากผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรกของประเทศไทยในอดีต มีผลการดำเนินงานทั้งเติบโตขึ้นและลดลง รวมถึงจากการศึกษางานวิจัยก่อนหน้าที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทหลังออกจำหน่ายหลักทรัพย์ มีผลการศึกษาที่หลากหลาย อาทิ การศึกษาของ Jo and Kim (2007) พบว่าผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทสามารถเพิ่มขึ้นได้ เมื่อบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลอย่างครบถ้วน เพราะจะช่วยลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลและลดปัญหาการจัดการกำไรได้ อย่างไรก็ตาม ยังคงมีบางบริษัทที่ใช้ช่องทางในการจัดการกำไรเนื่องจากคิดว่าการจัดการกำไรจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี แต่ความจริงแล้วมีการศึกษาที่พบว่าการจัดการกำไรจะส่งผลต่อผลการดำเนินงานในระยะยาว เช่น การศึกษาของ Teoh, Welch and Wong (1998) และ Ertimur et al. (2017) พบว่าผลการดำเนินงานภายใน

หลังจากที่บริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ลดลงในระยะเวลา 3 ปี ซึ่งมีสาเหตุสำคัญมาจากการที่ผู้บริหารใช้กลยุทธ์ในการจัดการกำไรก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์

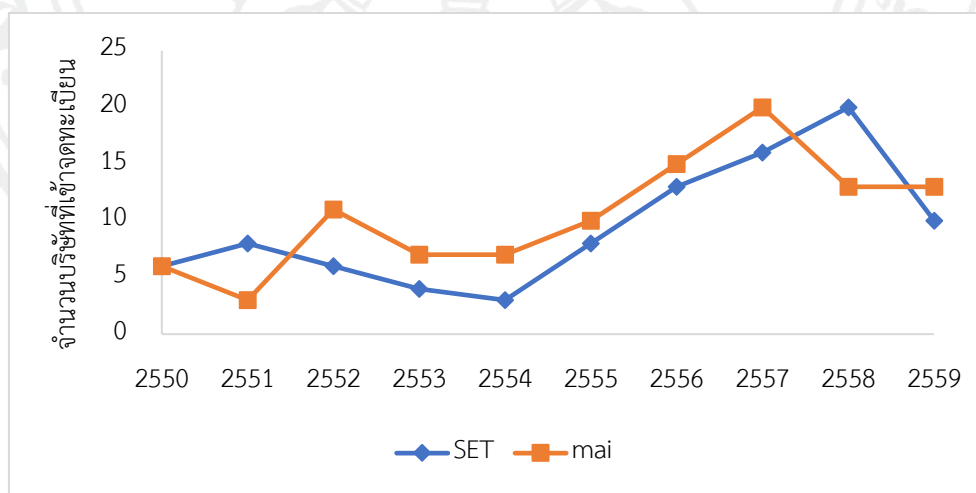
ดังนั้น จึงเป็นที่มาของงานวิจัยฉบับนี้ว่า ในบริบทของประเทศไทย บริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก ทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) เพื่อครอบคลุมบริษัททุกขนาด ทั้งขนาดใหญ่ กลาง และเล็ก มีการจัดการกำไรหรือไม่ ปัจจัยใดบ้างที่เป็นตัวกำหนดระดับของการจัดการกำไร และผู้บริหารของบริษัทเหล่านั้นเลือกใช้ช่วงเวลาใดบ้างในการจัดการกำไร รวมถึงเมื่อบริษัทเหล่านั้นจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ไปแล้วจะมีผลการดำเนินงานในระยะยาว (Long-run performance) เป็นอย่างไร มีปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานตัวใดบ้าง หากบริษัทที่ออกจำหน่ายหุ้นต่อประชาชนในครั้งแรกมีความโปร่งใสในการรายงานทางการเงิน โดยการสร้างระบบบัญชีที่ดี มีการจัดการกำไรในระดับที่ดี มีการเปิดเผยข้อมูลที่ครบถ้วน มีโครงสร้างคณะกรรมการที่เหมาะสม ซึ่งสอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี เป็นไปได้ว่าจะทำให้ผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทนั้นเติบโตอย่างต่อเนื่องนำไปสู่เสถียรภาพของกำไร และช่วยสร้างความยั่งยืนให้กับบริษัทได้ อีกทั้งยังเป็นการปกป้องผลประโยชน์ของนักลงทุนทั่วไปด้วย สุดท้ายแล้วการจัดการกำไรส่งผลต่อผลการดำเนินงานอย่างไร เพื่อให้ผู้ลงทุนได้ทราบว่าก่อนการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนในครั้งแรกนั้นควรที่จะพิจารณาจากปัจจัยใดบ้างและสามารถพิจารณาผลการดำเนินงานและฐานะการเงินของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างครบถ้วน ถูกต้อง

บทที่ 2

ปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ ต่อประชาชนในครั้งแรก

2.1 บทนำ

ในการระดมทุนเพื่อการดำเนินงานและขยายธุรกิจในปัจจุบัน มีรูปแบบของการระดมทุนได้ในหลากหลายรูปแบบ ทั้งการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน การนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือการระดมทุนโดยการออกทั้งตราสารทุนและตราสารหนี้ควบคู่กัน เพื่อให้ได้เงินทุนตามเป้าหมายที่กำหนด โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นับเป็นทางเลือกหนึ่งที่สำคัญของการระดมทุนที่ได้รับความนิยมในปัจจุบัน โดยจะเห็นได้จากจำนวนบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีเพิ่มมากขึ้น ดังภาพที่ 2.1 แสดงถึง จำนวนบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่ พ.ศ. 2550 - 2559 ทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดเอ็ม เอ ไอ (mai) ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า จำนวนบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งสองประเภทมีจำนวนเพิ่มขึ้นในตลอดระยะเวลา 10 ปีที่ผ่านมา



ภาพที่ 2.1 จำนวนบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ตั้งแต่ พ.ศ. 2550 - พ.ศ. 2559

เนื่องจากการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ มีข้อดีทั้งต่อบริษัทและผู้ถือหุ้นหลายประการ สำหรับข้อดีต่อบริษัท คือ การจดทะเบียนสามารถทำให้บริษัทสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนระยะยาว และเพิ่มความยืดหยุ่นในการบริหารการเงินจากการมีช่องทางการระดมทุนที่หลากหลายตลอดจนช่วยเสริมสร้างภาพลักษณ์และความน่าเชื่อถือ และข้อดีที่สำคัญสำหรับผู้ถือหุ้น ประการแรกคือ ช่วยเพิ่มสภาพคล่องและสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้น ประการที่สอง คือ เพิ่มอำนาจการต่อรองในการลดภาระค่าประกัน และประการสุดท้าย คือ ทำให้ผู้ถือหุ้นสามารถที่จะนำหุ้นนั้นไปวางเป็นหลักประกันในการกู้ยืมเงินส่วนตัวจากสถาบันการเงิน ซึ่งจะช่วยเพิ่มสภาพคล่องทางการเงินให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัท

ดังนั้น จึงมีบริษัทจำนวนมากที่ดำเนินงานจนมีผลประกอบการที่เติบโตขึ้น ก็มักจะนำบริษัทจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์เพื่อระดมทุนให้บริษัทได้เติบโตขึ้นต่อไป ด้วยการสร้างระบบบัญชีที่ดี การมีระบบการควบคุมภายในที่มีประสิทธิภาพ รวมถึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ และสิ่งสำคัญที่สุด คือ การเปิดเผยข้อมูลตามข้อกำหนดให้ครบถ้วน ถูกต้อง และทันต่อเวลา แต่ทั้งนี้ มีผู้บริหารของหลายบริษัทที่นำหลักทรัพย์ของบริษัทมาออกจำหน่าย เพื่อแสวงหากำไรจากส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์ โดยเมื่อนำบริษัทเข้ามาจดทะเบียน แล้วดำเนินงานผ่านไประยะหนึ่งก็จะละเลยไม่บริหารบริษัทอย่างเต็มศักยภาพ และไม่รักษาคุณสมบัติของการเป็นบริษัทจดทะเบียนที่ดี โดยที่ผู้บริหารมักจะทำการจัดการกำไร (Earnings Management) ก่อนนำบริษัทเข้าจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ และออกจำหน่ายหุ้นต่อประชาชนในครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO)

อย่างไรก็ตาม การจัดการกำไรของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี และได้รับความสนใจจากนักลงทุนหรือผู้ใช้งบการเงิน เนื่องจากนักลงทุนจะพิจารณาความน่าสนใจของบริษัท โดยพิจารณาถึงความสามารถในการทำกำไรและแนวโน้มการเติบโตของบริษัทในอนาคต นอกจากนั้น กำไรที่สูงขึ้นจากการจัดการกำไรของผู้บริหารยังส่งผลให้บริษัทมีแนวโน้มที่จะได้รับการประเมินราคาเสนอขาย (Offer Price) ที่สูงขึ้นด้วย สาเหตุที่ผู้บริหารสามารถทำได้ เนื่องจากความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างบริษัทและนักลงทุน (Information Asymmetry) ผู้บริหารและกรรมการบริษัทมักจะมีข้อมูลที่มากกว่าผู้ถือหุ้นรายย่อย ทำให้บริษัทมีแรงจูงใจในการจัดการกำไร โดยผู้บริหารของบริษัทสามารถใช้วิธีจัดการกับรายการทางบัญชีให้เป็นไปในทิศทางที่ผู้บริหารต้องการ อาทิ การรับรู้รายได้ที่เร็วกว่าปกติ การชะลอการบันทึกค่าใช้จ่าย การหลีกเลี่ยงการบันทึกผลขาดทุน หรือการเปลี่ยนแปลงนโยบายการบัญชีที่นำไปสู่กำไรที่เพิ่มขึ้น เป็นต้น ซึ่งโดยส่วนใหญ่แล้วผู้บริหารมักจะใช้ช่องทางรายการบัญชีที่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร การที่มาตรฐานการบัญชีกำหนดให้มีรายการบัญชีที่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร มีจุดประสงค์เพื่อให้เกิดความยืดหยุ่นในการปรับเข้ากับการดำเนินงานของบริษัท มิใช่เพื่อให้ผู้บริหารแสวงหาผลประโยชน์ให้กับตนเอง

จากที่กล่าวมาในข้างต้น การจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ส่งผลกระทบต่อภาพลักษณ์ของบริษัท และการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากความไม่สมมาตรของข้อมูล จึงทำให้นักลงทุนเสียผลประโยชน์จากการลงทุนและสูญเสียความเชื่อมั่นในบริษัทที่มีการจัดการกำไร ดังนั้น การศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยต่างๆ ที่ส่งผลกระทบต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ ทั้งปัจจัยที่เป็นปัจจัยของตัวเลขทางบัญชี คุณภาพของผู้ตรวจสอบบัญชี การจัดสรรหลักทรัพย์ให้แก่ผู้มีอุปการคุณ รวมถึงปัจจัยด้านข้อกำหนดการห้ามขายหุ้นเป็นสิ่งสำคัญ ซึ่งวัตถุประสงค์หลักของการศึกษาในครั้งนี้ เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ (IPO) และเพื่อศึกษาถึงช่วงเวลาที่บริษัทเลือกใช้ในการจัดการกำไรให้เป็นไปตามเป้าหมาย อันเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนที่สนใจลงทุนในหลักทรัพย์ใหม่ให้ได้ทราบว่า ปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรมีปัจจัยใดบ้าง ทั้งนี้ เพื่อให้นักลงทุนได้พิจารณาประกอบการตัดสินใจลงทุน และเพื่อให้หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ทั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ทราบถึงปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรของหลักทรัพย์ใหม่ เพื่อจะได้กำหนดกฎเกณฑ์หรือนโยบาย ในการตรวจสอบและการคัดกรองของบริษัทที่จะเข้าจดทะเบียนในอนาคต

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 การจัดการกำไร (Earnings Management)

การจัดการกำไร (Earnings Management) ตามคำนิยามของ Healy and Wahlen (1999) กล่าวว่า การจัดการกำไรเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการจัดทางบการเงินและจัดโครงสร้างรายการทางการเงินเพื่อให้รายการทางการเงินนั้น สื่อให้ผู้มีส่วนได้เสียของกิจการเข้าใจผลการดำเนินงานของกิจการผิดไปจากความเป็นจริง หรือเพื่อผลประโยชน์ตามสัญญาที่ขึ้นกับตัวเลขทางบัญชี และผู้วิจัยกลุ่มนี้ยังพบว่า ผู้บริหารเลือกใช้รายการคงค้างเป็นตัวสะท้อนตัวเลขที่รายงานในงบการเงิน เนื่องจากตัวเลขทางการเงินเป็นเหมือนสิ่งที่แสดงถึงมูลค่าของกิจการ

โดยจากข้อสมมติฐานในการจัดทำและนำเสนองบการเงินตามแม่บทการบัญชี ซึ่งระบุไว้ว่า งบการเงินจะต้องจัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) เพื่อให้รายการบัญชีที่เกิดขึ้นบันทึกและแสดงในงบการเงินตามงวดที่เกี่ยวข้องตามหลักการจับคู่รายได้และค่าใช้จ่าย ดังนั้น จึงทำให้อาจเกิดความแตกต่างระหว่างรายการกำไรที่แสดงให้เห็นในงบกำไรขาดทุน กับกระแสเงินสดที่เกิดขึ้นจริงได้ เนื่องจากอาจมีการรับหรือจ่ายกระแสเงินสดไม่ตรงกับที่บันทึกตามหลักการรับรู้แบบเกณฑ์คงค้าง ความแตกต่างที่เกิดขึ้นดังกล่าวนี้ เรียกว่า รายการคงค้าง (Accruals) ซึ่งรายการคงค้างแบ่งได้ตามความสามารถในการควบคุมของผู้บริหาร

(1) รายการคงค้างจากการดำเนินธุรกิจ (Non-discretionary Accruals) คือ รายการคงค้างที่เกิดตามภาวะเศรษฐกิจ ซึ่งไม่สามารถควบคุมได้ เช่น รายได้จากการขายที่เป็นไปตามภาวะเศรษฐกิจ เป็นต้น

(2) รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals) คือ รายการคงค้างที่ถูกควบคุมโดยฝ่ายบริหารของบริษัท เช่น การเลือกใช้นโยบายค่าเสื่อมราคา การตั้งประมาณการค่าเพื่อหนี้สงสัยจะสูญ การตั้งประมาณการหนี้สิน การประมาณอายุการใช้งานและอายุซากของสินทรัพย์ เป็นต้น ซึ่งอาจเรียกรายการเหล่านี้ชื่อหนึ่งว่า รายการคงค้างเกินปกติ (Abnormal Accruals)

โดย Dechow and Skinner (2000) ได้ให้นิยามการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง (Accruals Management) ว่าเป็นการจัดการที่เกี่ยวข้องกับทางเลือกของวิธีการบันทึกบัญชี โดยยังคงอยู่ภายในขอบเขตของหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป (Generally Accepted Accounting Principles: GAAP) ในการศึกษาจะปิดบังผลการดำเนินงานที่แท้จริง

นอกจากนี้ การจัดการกำไรยังสามารถจัดการผ่านการสร้างรายการทางธุรกิจ (Real activities manipulation) ซึ่งเป็นวิธีที่กระทบต่อกระแสเงินสดของบริษัท โดยจากการศึกษาของ Cohen and Zarowin (2010) ชี้ให้เห็นถึงเหตุผล 2 ประการสำหรับผู้บริหารที่เลือกใช้การจัดการกำไรผ่านการสร้างรายการทางธุรกิจมากกว่าผ่านรายการคงค้างเกินปกติ เหตุผลแรก คือ การสร้างรายการทางธุรกิจมีแนวโน้มในการดึงความสนใจในการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชีหรือจากหน่วยงานกำกับดูแลน้อยกว่าการจัดการผ่านรายการคงค้าง เหตุผลที่สอง คือ การจัดการผ่านรายการคงค้างเพียงอย่างเดียวมีความเสี่ยงมากเกินไป หรือในกรณีที่ผู้บริหารใช้กลยุทธ์ผ่านรายการคงค้างแล้วกำไรยังคงต่ำกว่าที่ผู้บริหารต้องการ ผู้บริหารก็ไม่มีทางเลือกอื่นนอกจากการจัดการกำไรผ่านการสร้างรายการทางธุรกิจ

โดยการจัดการกำไรผ่านการสร้างรายการทางธุรกิจนี้ สามารถทำได้หลายวิธี ดังนี้

- 1) การลดค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา (Reduction of R&D Expenses)
- 2) การลดค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (Reduction in Selling, General and Administrative Expenditure)
- 3) การเลื่อนช่วงเวลาของการจำหน่ายสินทรัพย์เพื่อรับรู้กำไรจากการขาย (The Timing of Asset Sales)
- 4) การพยายามเพิ่มยอดขายโดยการให้ส่วนลดการค้าพิเศษ หรือการผ่อนผันเครดิตทางการค้า (Boost Sales by Offering Deep Discount or More Lenient Credit)
- 5) การผลิตสินค้าเกินความจำเป็นเพื่อลดต้นทุนขาย (Overproduction to Decrease COGS)

ทั้งนี้ ในการศึกษาจะใช้รายการคงค้างเกินปกติ (Abnormal Accruals) มาใช้เป็นตัวแทนของการจัดการกำไรเพื่อให้ได้กำไรเป็นไปตามเป้าหมายที่ผู้บริหารต้องการ หรือเพื่อหลีกเลี่ยงการผิดเงื่อนไขในสัญญาเงินกู้ (Debt Covenant Violation) เนื่องจากการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างเกินปกติเป็นวิธีที่ทำได้ง่ายกว่าเพราะไม่กระทบต่อกระแสเงินสดของบริษัทโดยตรงเหมือนกับการจัดการผ่านการสร้างรายการทางธุรกิจ และเป็นวิธีที่สามารถหลีกเลี่ยงการตรวจพบจากบุคคลภายนอกได้ อีกทั้งรายการคงค้างไม่ได้สะท้อนแค่ทางเลือกของวิธีการทางบัญชี แต่ยังสะท้อนถึงผลของการเลือกช่วงเวลาในการรับรู้รายได้และค่าใช้จ่าย นโยบายการตัดค่าเสื่อมราคา และการเปลี่ยนนโยบายการบันทึกบัญชีต่างๆ

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการจัดการกำไรก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก (IPO) มีจำนวนมาก เช่น การศึกษารายการคงค้างของบริษัทที่เพิ่มขึ้นในปีที่ออกจำหน่ายหุ้นของ Teoh, Welch and Wong (1998) โดยศึกษาบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ใหม่ในสหรัฐอเมริกา จากการคัดเลือกบริษัทที่มีราคาเสนอขายสูงกว่า 1 ดอลลาร์สหรัฐ และใช้เฉพาะบริษัทที่ออกจำหน่ายเฉพาะหุ้นสามัญ ได้ทั้งสิ้นจำนวน 1,649 บริษัท เพื่อหาหลักฐานรายการคงค้างที่เพิ่มขึ้นในปีที่ออกจำหน่ายหุ้น โดยใช้การประมาณรายการคงค้างเกินปกติจาก Jones Model และใช้การวัดรายการคงค้างเกินปกติจากรายการคงค้างระยะสั้นที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Current Accruals: DCA) หรือวัดจากรายการคงค้างที่เกี่ยวกับเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Accruals) ซึ่งจากการศึกษาแสดงให้เห็นว่า บริษัทมักจะมีการรายงานผลการดำเนินงานที่สูงกว่าปกติ นอกจากนี้ ยังพบความสัมพันธ์ของเกณฑ์คงค้างกับผลตอบแทนระยะยาว กล่าวคือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วง 3 ปีหลังจากที่มีการจัดการกำไรลดลงถึง 20% เช่นเดียวกับการศึกษาของอรรพรรณ เภาแสงธรรม (2559) ที่เลือกใช้รายการคงค้างระยะสั้นที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร หรือ DCA เป็นตัวบ่งชี้ถึงการจัดการกำไรของบริษัท ด้วยการใช้แบบจำลอง Modified Jones Model โดยทำการศึกษารายการคงค้างกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ในช่วง พ.ศ. 2556 – 2558 ของทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้น กลุ่มบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน ได้กลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 65 บริษัท ซึ่งจากผลการศึกษาพบการจัดการกำไรในทุกช่วงเวลาที่ทำการศึกษาของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และอุตสาหกรรมบริการในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ รวมถึงอุตสาหกรรมทรัพยากรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ผลการศึกษาทางสถิติไม่พบว่ามีความแตกต่างกันอย่างมีสาระสำคัญ จึงไม่สามารถสรุปผลการวิจัยได้

แต่จากการศึกษาของ Ball and Shivakumar (2008) ทำการศึกษาหุ้น IPO ของประเทศอังกฤษ โดยใช้แบบจำลอง Cross-sectional Regression เพื่อศึกษาการจัดการกำไรของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ในช่วง IPO และพยายามหาหลักฐานที่แนะนำว่า การตรวจสอบที่เข้มงวดในหนังสือชี้ชวนของบริษัท ส่งผลให้บริษัทมีการรายงานเชิงรุกที่ลดลง หรือไม่มีอีกเลยในปีก่อนออก IPO เพราะบริษัทมีการรายงานอย่างระมัดระวังมากขึ้น และจากคุณภาพของการรายงานที่สูงขึ้นนี้จะช่วยแก้ไขความสมมาตรของข้อมูล นอกจากนี้ ในการศึกษานี้ได้แย้งวิธีการศึกษาของ Teoh, Welch and Wong (1998) ว่าการใช้รายการคงค้างระยะสั้นที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (DCA) เป็นระดับของการจัดการกำไรนั้นเป็นค่าที่สูงเกินไปเกิดที่จะเชื่อถือได้

ยิ่งกว่านั้น ในการศึกษาของ Armstrong, Foster and Taylor (2016) พบว่า บริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่มีแนวโน้มที่จะแสดงรายการคงค้างเกินปกติเพิ่มสูงขึ้นในปีที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ (IPO Year) ซึ่งจากหลายการศึกษาพบว่ารายการคงค้างที่เกิดขึ้นเกิดจากการใช้โอกาสของผู้บริหารในการรายงานทางการเงินที่ผิดไปจากความเป็นจริง แต่ในการศึกษานี้ไม่พบว่าผู้บริหารใช้ช่องโหว่ของรายการคงค้างเพื่อสร้างประโยชน์ส่วนตัว เนื่องจากไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างนี้กับราคาเสนอขาย แรงจูงใจในการขายของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหาร หรือกำไรที่เพิ่มขึ้นกับการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายใน และผู้วิจัยกลุ่มนี้มีมุมมองว่า รายการคงค้างที่เกินปกติเป็นผลมาจากการเติบโตของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ จึงมีการบันทึกรายการคงค้างที่เพิ่มขึ้นจากช่วงก่อนหน้า หรือพูดอีกนัยหนึ่ง คือ การเติบโตถูกสะท้อนในการวัดรายการคงค้างที่ผิดปกติ การศึกษานี้จึงเปลี่ยนแปลงการตีความรายการคงค้างที่เพิ่มขึ้นในปีที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ ที่จากเดิมถูกมองว่าเกิดขึ้นจากการจัดการกำไรไปสู่กิจกรรมทางเศรษฐกิจตามปกติของกิจการ (Normal Economic Activity)

2.2.2 ปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไร

ผู้ทำวิจัยแบ่งงานวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรของออกจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ (IPO) ตามปัจจัยที่งานวรรณกรรมนั้นมุ่งศึกษา โดยแบ่งปัจจัยออกเป็นข้อมูลทางบัญชี การสนับสนุนทางการเงินจากธุรกิจเงินร่วมลงทุน (Venture Capital-Backed) คุณภาพของผู้สอบบัญชี (Auditor Quality) ข้อกำหนดการห้ามขายหุ้น (Silent Agreement) รวมถึงสัดส่วนการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณ (Benefactor Ratio)

2.2.2.1 การสนับสนุนด้านการเงินจากธุรกิจเงินร่วมลงทุน

การสนับสนุนด้านการเงินจากธุรกิจเงินร่วมลงทุน จากการศึกษาก่อนหน้านี้มีหลักฐานที่ยืนยันว่าบุคคลภายใน โดยเฉพาะบุคคลภายในที่เป็นธุรกิจเงินร่วมลงทุน (Venture Capitalists) ใช้โอกาสของการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนเพื่อถอนหุ้นของพวกเขาออก ตัวอย่างเช่น การศึกษาของ Field

and Henka (2001) ที่แสดงให้เห็นว่าภายหลังจากวันช่วงพ้นข้อกำหนดห้ามขายหุ้น (IPO Unlock Date) หลักทรัพย์เหล่านั้นจะมีผลตอบแทนที่ผิดปกติลดลงอย่างมีนัยสำคัญ และมีปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ (Abnormal Trading Volume) เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยในช่วงแรกหลังพ้นระยะเวลาห้ามขายหุ้นนี้จะมีปริมาณการซื้อขายเพิ่มขึ้นถึง 185% ของปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยในช่วงก่อนหน้า การศึกษานี้จึงสรุปว่า ราคาตลาดที่ลดลงเป็นผลมาจากการขายของบุคคลภายในที่มีนัยสำคัญ จึงเป็นที่น่าสนใจว่าบุคคลภายในที่เป็นธุรกิจเงินร่วมลงทุนทำการจัดการกำไรในช่วงก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ หรือช่วงการเป็นบริษัทจดทะเบียน เพื่อให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้นหลังออกจำหน่ายหลักทรัพย์ หรือเมื่อพ้นช่วงข้อกำหนดด้านการห้ามขายหุ้นหรือไม่

แต่ทั้งนี้ Wongsunwai (2013) ได้ศึกษาผลกระทบของคุณภาพของธุรกิจเงินร่วมลงทุนที่มีต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ IPO โดยใช้พิจารณาการจัดการกำไร จากทั้งการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง และการจัดการผ่านการสร้างรายการทางธุรกิจ ผลการศึกษาพบว่า หลังจากเป็นบริษัทจดทะเบียน บริษัทที่มีธุรกิจเงินร่วมลงทุนสนับสนุนด้านการเงินที่มีคุณภาพสูงจะมีระดับของการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างเกินปกติและการจัดการผ่านการสร้างรายการทางธุรกิจที่ต่ำกว่า รวมถึงพบโอกาสการปรับงบการเงินย้อนหลัง (Financial Restatement) ที่ต่ำกว่า เช่นเดียวกัน เขาจึงสรุปสิ่งที่พบว่าบริษัทที่ได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจเงินร่วมลงทุนที่มีคุณภาพสูงจะควบคุมหรือจำกัดไม่ให้บริษัทใช้โอกาสในการบิดเบือนรายงานทางการเงินช่วงออกจำหน่ายหลักทรัพย์

2.2.2.2 คุณภาพของผู้สอบบัญชี

สำหรับตัวแปรถัดมา คือ คุณภาพของผู้สอบบัญชี โดย Chen, Lin and Zhou (2005) ได้ศึกษาบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ IPO ในไต้หวัน ในช่วง ค.ศ. 1999 - 2002 จำนวน 367 หลักทรัพย์ เพื่อตรวจสอบว่าคุณภาพของผู้สอบบัญชี (Audit Quality) ส่งผลต่อการจัดการกำไรที่ลดลง โดยใช้วิธีการคำนวณรายการคงค้างที่ไม่ได้คาดหวัง (Unexpected Accruals) ซึ่งใช้เป็นตัวแทนของการจัดการกำไรจาก Modified Jones Model และคำนวณคุณภาพของผู้สอบบัญชีจากความเชี่ยวชาญของผู้ตรวจสอบบัญชีในอุตสาหกรรมนั้น รวมถึงพิจารณาว่าผู้ตรวจสอบบัญชีอยู่ในบริษัท Big5 หรือไม่ (รวมบริษัท Andersen ที่ได้ควบรวมเข้ากับบริษัท Deloitte and Touche ใน ค.ศ. 2003) ซึ่งได้ผลการศึกษาว่า เมื่อบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ในไต้หวันที่ใช้ผู้สอบบัญชีที่มีคุณภาพสูงจะมีการจัดการกำไรของปีที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ (IPO year) ลดลง เพราะบริษัทจะถูกตรวจสอบอย่างเข้มงวดมากขึ้น และทำให้รายการคงค้างเกินปกติลดลงด้วย สะท้อนถึงควมมีคุณภาพของผู้สอบบัญชี สอดคล้องกับการศึกษาของ Alzoubi (2016) ที่มีข้อสรุปเช่นเดียวกัน จากการศึกษาบริษัทในประเทศจอร์แดน ด้วย Cross-sectional Jones Model ในการวัดรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจผู้บริหาร ที่เป็นตัวแทนของการจัดการกำไร แล้วใช้การวิเคราะห์ด้วย General Least

Square regression (GLS) เพื่อพิจารณาคุณภาพของผู้ตรวจสอบบัญชีที่มีผลต่อการจัดการกำไร ซึ่งผลที่ได้แสดงให้เห็นว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม กล่าวคือ บริษัทที่ใช้ผู้สอบบัญชีที่มีคุณภาพสูงจะมีการจัดการกำไรต่ำกว่าบริษัทที่ไม่ได้ใช้ผู้สอบบัญชีที่มีคุณภาพสูง ดังนั้น คุณภาพของผู้สอบบัญชีจึงมีความสำคัญว่าเป็นเหมือนเครื่องมือที่ช่วยตรวจจับและป้องกันการจัดการกำไรของบริษัท

และจากการศึกษาของ Becker, Defond, Jiambalvo and Subramanyam (1998) ก็ได้ผลการศึกษาเช่นเดียวกัน โดยใช้ผู้สอบบัญชีจาก BIG6 เป็นตัวแทนของคุณภาพของผู้สอบบัญชี ซึ่งกลุ่มตัวอย่างแบ่งเป็นบริษัทที่ใช้ผู้สอบบัญชีจาก BIG6 จำนวน 10,379 บริษัท และบริษัทที่ไม่ได้ใช้ผู้สอบบัญชีจาก BIG6 จำนวน 2,179 บริษัท และใช้การวัดรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหารจาก Jones 1991 model ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพของผู้สอบบัญชีและการจัดการกำไร กล่าวคือ บริษัทที่ไม่ได้ใช้ผู้สอบบัญชีจาก BIG6 มีการรายงานรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหารโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 1.5 - 2.1% ของสินทรัพย์รวมซึ่งสูงกว่ารายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหารที่รายงานโดยบริษัทที่ใช้ผู้สอบบัญชีจาก BIG6 และชี้ให้เห็นว่าคุณภาพของผู้สอบบัญชีในระดับต่ำกว่ามีความเกี่ยวข้องกับความยืดหยุ่นของการรายงานทางบัญชี (Accounting Flexibility) ที่สูงกว่า

2.2.2.3 ข้อกำหนดด้านการห้ามขายหุ้น

ในขณะที่การศึกษาในช่วงหลัง เป็นการศึกษาที่ต่างออกจากการศึกษาอื่นๆ เพราะการศึกษาก่อนหน้านั้นมุ่งเน้นไปที่การคำนวณรายการคงค้างเกินปกติจากงบการเงินรายปี หรือคำนวณจากงบการเงินมากกว่า 3 ไตรมาสขึ้นไป แต่มีหลายการศึกษาที่พิจารณารายการคงค้างเกินปกติจากงบการเงินรายไตรมาส เพราะถือเป็นส่วนสำคัญที่แสดงให้เห็นชัดเจนว่า เหตุการณ์ 2 เหตุการณ์ คือ ตอนออกจำหน่ายหุ้นต่อประชาชนครั้งแรก (IPO) และตอนพ้นระยะเวลาห้ามขายหุ้น (The end of Lockup Period) มีความแตกต่างกัน ซึ่งการศึกษาของ Hao (2013) ที่ทำการศึกษาการจัดการกำไรของบริษัทในช่วงก่อนออกจำหน่าย IPO และก่อนพ้นช่วงห้ามขายหุ้น เนื่องจากเขาพบว่าในการศึกษาก่อนหน้า มีปริมาณการขายหุ้นออกมามากในช่วงพ้นการห้ามขายหุ้น เขาจึงตั้งสมมติฐานของการศึกษาว่า บริษัทที่ออกจำหน่ายหุ้นใหม่มีการจัดการกำไรในช่วงก่อนพ้นการห้ามขายหุ้นหรือไม่ รวมถึงพิจารณาว่าหากมีผู้ตรวจสอบบัญชีที่มีคุณภาพสูงจะมีการจัดการกำไรที่ลดลงในช่วงก่อนพ้นการห้ามขายหุ้น เช่นเดียวกับ Liao, Huang and Liu (2015) ที่ทำการศึกษาการจัดการกำไรในระหว่างช่วงห้ามขายหุ้น กับผลการดำเนินงานของบริษัทในสหรัฐอเมริกา พบว่ารายการคงค้างเกินปกติในช่วงที่มีข้อกำหนดด้านการห้ามขายหุ้นมีสูงกว่าหลังจากพ้นช่วงห้ามขายหุ้น และพบความสัมพันธ์เป็นลบระหว่างรายการคงค้างในช่วงก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO กับผลการ

ดำเนินงานหลังพ้นช่วงห้ามขายหุ้น โดยพิจารณาจากอัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคา และภาษีต่อสินทรัพย์รวม (OPROA) ที่ลดลง

การศึกษาของ Ertimur, Sletten, Sunder and Weber (2017) ได้แสดงให้เห็นเพิ่มเติมว่า บริษัทที่มีการจัดการกำไรในช่วงก่อนพ้นระยะเวลาห้ามขายหุ้น (Lockup Expiration) มากกว่าช่วงก่อนออกจำหน่ายหุ้น IPO เพื่อให้ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นก่อนออกจำหน่ายหุ้น IPO สามารถขายหุ้นได้ในราคาที่สูง ด้วยการเปรียบเทียบรายการคงค้างเกินปกติในช่วงก่อนพ้นระยะเวลาห้ามขายหุ้นและรายการคงค้างเกินปกติในไตรมาสอื่นๆ ของบริษัทที่ออกจำหน่ายหุ้น IPO จำนวน 3,417 บริษัท จากฐานข้อมูล SDC และใช้รายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals: DA) เป็นตัวแทนของการจัดการกำไร โดยควบคุมความแตกต่างของลักษณะบริษัทที่อาจส่งผลกระทบต่อรายการคงค้างก่อนการออกจำหน่ายหุ้น IPO โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็น 2 กลุ่มตาม 1) ขนาดบริษัท 2) จำนวนนักวิเคราะห์ที่ติดตามบริษัทนั้นๆ นอกจากนี้ การศึกษานี้ยังตรวจสอบรายการคงค้างเกินปกติของบริษัทที่ออก IPO ที่อาจมีความสัมพันธ์กับแรงจูงใจในการขายของผู้ถือหุ้นก่อนออก IPO ซึ่งผลที่ได้แสดงให้เห็นว่า เมื่อพ้นช่วงระยะเวลาห้ามขายหุ้นจะมีปริมาณในการขายหุ้นสูงกว่าปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยในช่วงก่อนพ้นช่วงระยะเวลาห้ามขายหุ้น เพราะผู้บริหารหรือผู้ที่เกี่ยวข้องไม่สามารถขายหุ้นที่พวกเขาถืออยู่ได้จนกระทั่ง 2 เดือนหลังจากออกจำหน่ายหุ้น IPO ตามคำอธิบายของ Teoh, Welch and Wong (1998) รวมถึง ผู้วิจัยกลุ่มนี้ยังศึกษาเกี่ยวกับการจัดการกำไรต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในระยะยาว พบว่า รายการคงค้างเกินปกติส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทในระยะยาวลดลง (Long-run IPO underperformance)

2.2.2.4 การจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณ

สิ่งที่น่าสนใจนี้แตกต่างออกไปจากงานวิจัยอื่นๆ คือ จากที่บททวนงานวิจัยก่อนหน้านี้ ผู้ทำวิจัยพบว่ายังไม่มีการศึกษาใดที่ศึกษาผลของการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ มีเพียงแค่การศึกษาผลของการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณที่มีต่อราคาหุ้น หรือผลตอบแทนในช่วงออกจำหน่ายหลักทรัพย์ โดยผู้มีอุปการคุณ หมายถึง บุคคลที่มีลักษณะของการอุปการคุณที่สร้างประโยชน์ให้กับบริษัทอย่างต่อเนื่องและชัดเจน ตามหลักเกณฑ์เงื่อนไขที่คณะกรรมการบริษัทอนุมัติ จึงเป็นที่น่าสนใจเกี่ยวกับ ความสัมพันธ์ของปัจจัยของการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณจะและระดับของการจัดการกำไร เนื่องจากจากข้อมูลสถิติของ กลต. พบว่า ในการเสนอขายหุ้น IPO ใน พ.ศ. 2557 – สิงหาคม พ.ศ. 2558 มีบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) จำนวน 54 บริษัท และมีหุ้น 19 บริษัทที่มีราคาปิดในวันแรกที่ซื้อขายหุ้นสูงกว่า 100% ของราคาเสนอขายหุ้น IPO ซึ่งจากข้อมูลสถิติดังกล่าว การจัดสรรหุ้น IPO ของ 19 บริษัทที่มีราคาปิดในวันแรกที่ซื้อขายหุ้นสูงกว่า

100% ของราคาเสนอขายหุ้น IPO ส่วนใหญ่เป็นการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณและบุคคลที่มีความสัมพันธ์ (Related Persons: RP) ของบริษัทในสัดส่วนที่สูง (สัดส่วนเฉลี่ย 30% -37% ของจำนวนหุ้นที่เสนอขาย IPO) นอกจากนี้ ยังพบว่ารายชื่อผู้ที่ได้รับจัดสรรหุ้น IPO ในฐานะผู้มีอุปการคุณมีซ้ำรายกันในหลายบริษัทซึ่งอยู่คนละประเภทอุตสาหกรรม และบริษัทมีการเปิดเผยความสัมพันธ์หรือลักษณะของการมีอุปการคุณหรือสร้างประโยชน์ให้กับบริษัทที่ไม่ชัดเจน เช่น ผู้ให้คำแนะนำ/ที่ปรึกษา ผู้ที่มีความสัมพันธ์อันดีต่อบริษัท เป็นต้น ผู้วิจัยจึงตั้งข้อสงสัยว่าการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณและบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในสัดส่วนที่สูงนี้ มีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรหรือไม่

จากการทบทวนงานวรรณกรรมทั้งหมดนำมาสู่สิ่งสำคัญที่ผู้วิจัยต้องการศึกษา คือ ช่วงเวลาที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรโดยแบ่งช่วงเวลาตามรายปี เพื่อพิจารณาว่าบริษัทมีการจัดการกำไรก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO หรือไม่ แล้วยืดเวลาไประยะเวลาของการจัดการกำไรไปถึงเมื่อบริษัทมีฐานะเป็นบริษัทมหาชนในตลาดหลักทรัพย์ จนถึงก่อนพ้นช่วงระยะเวลาห้ามขายหุ้น และอาจจัดการกำไรไปจนถึงช่วงเวลาหลังเป็นบริษัทมหาชน 3 ปีด้วยหรือไม่ โดยเลือกใช้รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นตัวแทนของระดับของการจัดการกำไรที่คำนวณจากงบการเงินรายปี รวมถึงศึกษาปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดระดับของการจัดการกำไรนั้นตามตัวแปรของงานวิจัยก่อนหน้า

2.3 ระเบียบวิธีวิจัย

2.3.1 ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัย

งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เพื่อให้ครอบคลุมทุกขนาดของบริษัทจดทะเบียน ทั้งบริษัทขนาดใหญ่ กลาง และเล็ก ที่ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก (IPO) ในช่วง พ.ศ. 2551 - พ.ศ. 2556 ทั้งนี้ ไม่รวมการเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และหน่วยลงทุนของกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน ซึ่งจะศึกษาเฉพาะบริษัทที่ทำการเสนอขายหุ้นสามัญ ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน (Fincial) ซึ่งประกอบด้วย บริษัทที่ประกอบธุรกิจธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากรูปแบบการดำเนินธุรกิจและโครงสร้างทางการเงินของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้ มีความแตกต่างจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ อย่างมีสาระสำคัญ ซึ่งทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างจำนวนทั้งสิ้น 79 บริษัท โดยรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ตั้งแต่ พ.ศ. 2551 - พ.ศ. 2559 อันได้แก่ ข้อมูลทางการเงินรายปีของบริษัทก่อนและหลังจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ ทั้งงบการเงินประจำปีและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รวมถึงข้อมูลเชิงคุณภาพจากหนังสือชี้ชวนของบริษัท จากฐานข้อมูล Thomson

Reuters Eikon, ฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และฐานข้อมูลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

2.3.2 วิธีที่ใช้ในการวิจัย

ในการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไร จะแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ส่วนหลัก โดยใน ส่วนแรกจะศึกษาการวัดระดับของการจัดการกำไรของบริษัทที่ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อ ประชาชนในครั้งแรก โดยใช้รายการคงค้างเกินปกติเป็นตัวแทนของการจัดการกำไร และในส่วนที่สอง ศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

2.3.2.1 การวัดระดับของการจัดการกำไร

ในการประมาณค่ารายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals: DA) ที่ใช้เป็นตัวแทนของรายการคงค้างเกินปกติ (Abnormal Accruals) หรือระดับของการจัดการ กำไรนี้ จะคำนวณจากตัวแบบ Modified Jones (1991) Model ที่เป็นวิธีที่พัฒนามาจากแบบจำลอง ของ Jones (1991) จึงเรียกว่า Modified Jones Model ซึ่งถูกพัฒนาขึ้นจากการศึกษาของ Dechow, Sloan and Sweeney (1995) เนื่องจากต้องการขจัดความคลาดเคลื่อนในการคำนวณ รายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารจากแบบจำลองต้นแบบ ซึ่งวิธีที่ถูกพัฒนาขึ้นนี้ได้เพิ่มเติม รายการการเปลี่ยนแปลงของยอดลูกหนี้การค้า (Change in Receivables) เข้ามาในสมการ แบบจำลอง เพราะจากข้อสมมติฐานที่ว่า การจัดการกำไรอาจทำผ่านรายการขายเชื่อ (Credit Sales) ที่ต้องใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารในการกำหนดนโยบายการให้สินเชื่อแก่ลูกค้า ดังนั้น การขายเชื่อจึง ส่งผลกระทบต่อรายได้ของบริษัท ซึ่งจากการศึกษาก่อนหน้านี้ของต่างประเทศจะศึกษาด้วยการจัดกลุ่ม บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน แล้วนำมาทำการวิเคราะห์ทางสถิติภาคตัดขวาง (Cross-Section Analysis) โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Ordinary Least Square Regression: OLS)

แต่ในการศึกษานี้ เนื่องจากมีกลุ่มตัวอย่างเพียงแค่ 79 บริษัท ซึ่งเมื่อแบ่งเป็นแต่ละกลุ่ม อุตสาหกรรมแล้วทำให้ในบางอุตสาหกรรมมีจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่เล็กเกินไปที่จะนำมาวิเคราะห์ ภาคตัดขวาง ซึ่งจากการศึกษาในประเทศไทยที่เกี่ยวข้องกับการจัดการกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้น เป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนของ อรวรรณ เงามแสงธรรม (2559) ได้ใช้วิธีเปรียบเทียบการจัดการกำไร ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นกับบริษัทคู่เหมือน (Matched Firms) ที่ไม่ได้เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่ สาธารณชน โดยใช้วิธีการคัดเลือกจากมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) แต่ผู้วิจัยเห็น ว่าการคัดเลือกหาบริษัทคู่เหมือนกับบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกให้เหมาะสมนั้นทำได้ยาก

ผู้วิจัยจึงแก้ปัญหานี้โดยนำบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ อยู่แล้วมาศึกษารวมด้วย ตัวอย่างเช่น บริษัทที่จดทะเบียนเข้าใหม่ พ.ศ.

2551 ผู้วิจัยจะนำบริษัทที่จดทะเบียนเข้าใหม่เข้ามาแบ่งตามอุตสาหกรรม แล้ววิเคราะห์ภาคตัดขวาง แยกรายอุตสาหกรรมรวมกับบริษัทที่จดทะเบียนอยู่แล้วในปี 2551 ตามอุตสาหกรรมนั้นๆ โดยตัดบริษัทจดทะเบียนที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนออกจากกลุ่มที่นำมาศึกษา ซึ่งมีแบบจำลองที่ใช้ศึกษาตั้งสมการที่ 2.1

$$\frac{Accrual_{i,t}}{Average TA_{i,t}} = \beta_0 \frac{1}{Average TA_{i,t}} + \beta_1 \frac{\Delta REV_{i,t}}{Average TA_{i,t}} + \beta_2 \frac{PPE_{i,t}}{Average TA_{i,t}} + \varepsilon_{i,t} \quad (2.1)$$

โดย $Accrual_{i,t}$ แทนรายการคงค้างทั้งหมดของบริษัท i ในปีงบประมาณ t โดยคำนวณจากวิธีกระแสเงินสด (Cash Flow Method) ตามการศึกษาของ Hribar and Collins (2002) ซึ่งก็คือ กำไรก่อนรายการพิเศษ ลบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

$\Delta REV_{i,t}$ แทนการเปลี่ยนแปลงของรายได้รวมของบริษัท i ในปีงบประมาณ t และ $t-1$

$PPE_{i,t}$ แทนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ก่อนหักค่าเสื่อมราคาของบริษัท i ในปีงบประมาณ t

$Average TA_{i,t}$ แทนสินทรัพย์รวมเฉลี่ยของบริษัท i ในปีงบประมาณ t และ $t-1$

$\beta_0 - \beta_2$ แทนค่าสัมประสิทธิ์

$\varepsilon_{i,t}$ แทนค่าความคลาดเคลื่อน (Error Term)

เมื่อวิเคราะห์ภาคตัดขวางแล้ว จะนำค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากสมการที่ 2.1 ($\beta_0 - \beta_2$) เพื่อคำนวณรายการคงค้างที่คาดหวังของบริษัท i ในปีที่ t ($Expected Accrual_{i,t}$) ตั้งสมการที่ 2.2 หลังจากนั้น จะนำค่าที่ได้มาหักออกจากรายการคงค้างทั้งหมด เพื่อให้ได้รายการคงค้างเกินปกติของบริษัท i ในปีที่ t ($Abnormal Accrual_{i,t}$) ตั้งสมการที่ 2.3

$$Expected Accrual_{i,t} = \hat{\beta}_0 \frac{1}{Average TA} + \hat{\beta}_1 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{Average_{i,t}} + \hat{\beta}_2 \frac{PPE_{i,t}}{Average TA_{i,t}} \quad (2.2)$$

$$Abnormal Accrual_{i,t} = \frac{Accrual_{i,t}}{Average TA} - Expected Accrual_{i,t} \quad (2.3)$$

โดย $\Delta REC_{i,t}$ แทนการเปลี่ยนแปลงลูกหนี้ทั้งหมดของปีงบประมาณ t และ $t-1$

หากบริษัทมีรายการคงค้างเกินปกติ (Abnormal Accruals) เป็นค่าบวก บ่งบอกว่า บริษัทมีการจัดการกำไรให้กำไรสูงขึ้น และในทางกลับกัน หากรายการคงค้างเกินปกติของบริษัทที่มีค่าติดลบ บ่งบอกว่า บริษัทไม่ได้ใช้กลยุทธ์ในการจัดการกำไร

2.3.2.2 การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อรายการคงค้างเกินปกติ

ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อรายการคงค้างเกินปกติ ผู้วิจัยใช้วิธีการประมาณค่าแบบ Panel Model ซึ่งได้เลือกใช้วิธีการประมาณค่าแบบผลกระทบคงที่ (Fixed Effect Regression Model) แสดงได้ดังสมการที่ 2.4

$$\begin{aligned} \text{Abnormal Accruals}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 VC_i + \beta_2 \text{SilentRatio}_i + \beta_3 \text{BenefactorRatio}_i + \beta_4 \text{BIG4}_i + \\ & \beta_5 \text{Big4*Benefactor}_i + \beta_6 \text{SalesGrowth}_{i,t} + \beta_7 \text{CFO}_{i,t} + \beta_8 \text{SIZE}_{i,t} \\ & + \beta_9 \text{CapInt}_{i,t} + \beta_{10} \text{mai}_i \end{aligned} \quad (2.4)$$

โดยที่	Abnormal Accruals _{i,t}	คือ	รายการคงค้างเกินปกติของบริษัท i ในปีงบประมาณ t
	VC _i	คือ	การสนับสนุนด้านการเงินจากธุรกิจเงินร่วมลงทุน
	Silent Ratio _i	คือ	สัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถูกกำหนดห้ามขายเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว
	Benefactor Ratio _i	คือ	สัดส่วนการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่าย
	BIG4 _i	คือ	ผู้สอบบัญชีในกลุ่ม BIG4
	BIG4*Benefactor Ratio _i	คือ	เทอมปฏิสัมพันธ์ระหว่างผู้สอบบัญชีในกลุ่ม BIG4 และสัดส่วนการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่าย
	SaleGrowth _{i,t}	คือ	อัตราการเติบโตของรายได้จากการขาย
	CFO _{i,t}	คือ	กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน
	Size _{i,t}	คือ	ขนาดของบริษัท หรือ ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม
	CapInt _{i,t}	คือ	สัดส่วนการใช้จ่ายเงินทุน หรืออัตราส่วนของที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ก่อนหักค่าเสื่อมราคาต่อสินทรัพย์รวม
	mai _i	คือ	บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai)

จากแบบจำลองดังกล่าว ได้มีรายละเอียดและให้สมมติฐานของตัวแปรอิสระแต่ละตัวแปรไว้ดังนี้

การสนับสนุนด้านการเงินจากธุรกิจเงินร่วมลงทุน (Venture Capital-Backed: VC) เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ที่มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทที่จดทะเบียนเข้าใหม่มีธุรกิจเงินร่วมลงทุนสนับสนุนด้านการเงินก่อนเข้าจดทะเบียน และมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อบริษัทที่จดทะเบียนเข้าใหม่ไม่ได้มี

ธุรกิจเงินร่วมลงทุนสนับสนุนด้านการเงินก่อนเข้าจดทะเบียน โดยผู้วิจัยให้สมมติฐานของตัวแปรว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับรายการคงค้างเกินปกติ (Positive) เนื่องจากธุรกิจเงินร่วมลงทุน (Venture Capital) มักมีเป้าหมายเรื่องระยะเวลาการถือครองหุ้นที่ชัดเจน ซึ่งวิธีในการออกจากการถือครองหุ้นที่ง่ายที่สุดของธุรกิจเงินร่วมลงทุน ซึ่งเป็นวิธีที่นิยมที่สุด คือ การนำหุ้นของกิจการเข้าจดทะเบียน และซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรก (IPO) เพราะเป็นวิธีที่ทำให้ ธุรกิจเงินร่วมลงทุนสามารถขายหุ้นและได้เงินสดกลับคืนมาอย่างสะดวก สภาพคล่องสูง ดังนั้น ธุรกิจเงินร่วมลงทุนนี้จึงอาจมีบทบาทต่อการจัดการกำไรที่สูงขึ้น เพื่อให้มูลค่าของหุ้นราคาตลาดที่ซื้อขายกันนั้นสูงขึ้น เพื่อให้เกิดผลตอบแทนจากการร่วมลงทุนเป็นตัวเงิน

สัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถูกกำหนดห้ามขายเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว (Silent Ratio) ซึ่งจากที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีข้อกำหนดการห้ามขายหุ้น จะทำให้ผู้ถือหุ้นบางกลุ่มขายได้เพียงแค่วันที่พ้นช่วงการห้ามขายหุ้นเท่านั้น ส่งผลให้บริษัทจะจัดการกำไรให้เพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่องไปยังปีก่อนหมดช่วงการห้ามขายหุ้น เพื่อให้กำไรของบริษัทจะเพิ่มขึ้น เพื่อทำให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้น ณ วันที่พ้นช่วงห้ามขายหุ้น ทำให้สมมติฐานของสัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถูกกำหนดห้ามขายมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับรายการคงค้างเกินปกติ (Positive) ซึ่งจะกำหนดให้สัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถูกกำหนดห้ามขายเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นที่ชำระแล้วนี้เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) โดยมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อผู้ถือหุ้นเข้าขาย Strategic Shareholders นำหุ้นของตนมารวมกันให้อยู่ในข้อกำหนด สูงกว่าที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด คือ สูงกว่า 55% ของทุนชำระแล้ว และมีค่าเท่ากับ 0 หากนำหุ้นมารวมกันให้อยู่ในข้อกำหนดเท่ากับที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด หรือ เท่ากับ 55% ของทุนชำระแล้ว

สัดส่วนการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่าย (Benefactor Ratio) เป็นตัวแปรที่ยังไม่เคยมีการศึกษามาก่อน ซึ่งผู้วิจัยให้สมมติฐานที่คาดว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับรายการคงค้างเกินปกติ (Positive) เนื่องจากผู้มีอุปการคุณ คือ บุคคลที่มีความสัมพันธ์อันดีกับบริษัทในลักษณะของการช่วยเหลือเกื้อกูลกับบริษัทที่ออกหุ้น เช่น ผู้ที่มีความสัมพันธ์ทางการค้า ลูกค้า ผู้จำหน่ายวัตถุดิบ พนักงานของบริษัทในเครือ หรือกิจการที่จะเข้ามาร่วมธุรกิจ เป็นต้น จึงอาจมีส่วนในการสนับสนุนให้บริษัทมีการจัดการกำไรที่สูงขึ้น และทำให้รายการคงค้างเกินปกติเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากภายหลังการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนแล้ว บุคคลกลุ่มนี้อาจจะต้องการจำหน่ายหุ้นของบริษัทออกไป จึงมีแรงจูงใจในการจัดการกำไรให้แสดงผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่ดี

ผู้สอบบัญชีในกลุ่ม BIG4 (BIG4) เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ที่มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทใช้ผู้สอบบัญชีในกลุ่ม BIG4 ซึ่งประกอบด้วยผู้สอบบัญชีจากบริษัท ดีลอยท์ ทัช ไร้มัทสึ ชัยยศ จำกัด (Deloitte), บริษัท สำนักงาน อีวาย จำกัด (EY), บริษัท เคพีเอ็มจี ภูมิภาคไทย สอบบัญชี จำกัด (KPMG) และ บริษัท ไพรซ์วอเตอร์เฮาส์คูเปอร์ส เอบีเอเอส จำกัด (PWC) และมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อ

บริษัทไม่ได้ใช้ผู้สอบบัญชีในกลุ่ม BIG4 ซึ่งผู้สอบบัญชีในกลุ่ม BIG4 เป็นตัวสะท้อนถึงคุณภาพของผู้สอบบัญชี (Audit Quality) โดยผู้สอบบัญชี (Auditor) มีบทบาทสำคัญในการตรวจสอบและรับรองการรายงานข้อมูลทางการเงินของบริษัทให้ถูกต้องและเป็นไปตามมาตรฐานบัญชี และคุณภาพของผู้สอบบัญชื่อนั้นถือเป็นเครื่องมือสำคัญอย่างหนึ่งซึ่งช่วยตรวจจับและป้องกันการจัดการกำไรได้ จึงตั้งสมมติฐานของความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพของผู้สอบบัญชีกับรายการคงค้างเกินปกติในทิศทางตรงข้าม (Negative) เพราะหากบริษัทมีการใช้ผู้สอบบัญชีที่มีคุณภาพสูง จะส่งผลให้บริษัทจะถูกตรวจสอบอย่างเข้มงวดมากขึ้น และทำให้รายการคงค้างเกินปกติลดลง

เทอมปฏิสัมพันธ์ระหว่างผู้สอบบัญชีในกลุ่ม BIG4 และสัดส่วนจำนวนหุ้นของผู้มีอุปการคุณ (BIG4*Benefactor Ratio) ผู้วิจัยคาดว่าผู้สอบบัญชีในกลุ่ม BIG4 จะช่วยลดแรงจูงใจของกลุ่มบุคคลที่เป็นผู้มีอุปการคุณในการจัดการกำไรลง จึงตั้งสมมติฐานของความสัมพันธ์กับรายการคงค้างเกินปกติในทิศทางตรงข้าม (Negative)

สำหรับตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตราการเติบโตของรายได้จากการขาย (SaleGrowth) มีสมมติฐานว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับรายการคงค้างเกินปกติ เช่นเดียวกับสัดส่วนการใช้ปัจจัยทุน หรืออัตราส่วนของที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ก่อนหักค่าเสื่อมราคาต่อสินทรัพย์รวม (Capital Intensity), ขนาดของบริษัท (Size) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Cash Flow from Operation: CFO)

2.4 ผลการศึกษา

2.4.1 ภาพรวมของข้อมูล

2.4.1.1 จำนวนและสัดส่วนของกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา

บริษัทที่ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก (IPO) ในช่วง พ.ศ. 2551 - 2556 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน (Fincial) มีรายละเอียดของจำนวนบริษัทที่เข้าเสนอขาย แยกรายอุตสาหกรรม ดังตารางที่ 2.1

ตารางที่ 2.1 จำนวนของบริษัทที่จดทะเบียนแยกตามตลาดและกลุ่มอุตสาหกรรม

ตลาดหลักทรัพย์		กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนหลักทรัพย์
SET	AGRO	กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	3
	CONSUMP	กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	1
	INDUS	กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	3
	PROPCON	กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	5
	RESOURC	กลุ่มทรัพยากร	5
	SERVICE	กลุ่มบริการ	10
	TECH	กลุ่มเทคโนโลยี	4
		รวม	31
mai	AGRO	กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	2
	CONSUMP	กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	5
	INDUS	กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	13
	PROPCON	กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	8
	RESOURC	กลุ่มทรัพยากร	5
	SERVICE	กลุ่มบริการ	13
	TECH	กลุ่มเทคโนโลยี	2
		รวม	48
รวมทั้งหมด			79

จากตารางที่ 2.1 แสดงถึงข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการศึกษา หลังจากตัดกลุ่มบริษัทที่อยู่อุตสาหกรรมการเงิน (Fincial) และข้อมูลของบริษัทที่มีค่าผิดปกติ (Outlier) ทำให้ได้จำนวนของกลุ่มตัวอย่างมาศึกษาทั้งสิ้น 79 บริษัท โดยแบ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวน 31 บริษัท คิดเป็นสัดส่วน 39.24% โดยที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) 3 บริษัท กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) 1 บริษัท กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) 3 บริษัท กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) 5 บริษัท กลุ่มทรัพยากร (RESOURC) 5 บริษัท กลุ่มบริการ (SERVICE) 10 บริษัท และกลุ่มเทคโนโลยี (TECH) 4 บริษัท

สำหรับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) มีจำนวน 48 บริษัท คิดเป็นสัดส่วน 60.76% ประกอบด้วยกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) 2 บริษัท กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) 5 บริษัท กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) 13 บริษัท กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) 8 บริษัท กลุ่มทรัพยากร (RESOURC) 5 บริษัท กลุ่มบริการ (SERVICE) 13 บริษัท และกลุ่มเทคโนโลยี (TECH) 2 บริษัท

2.4.1.2 ผลการวิเคราะห์ระดับของการจัดการกำไร

การวิเคราะห์ระดับของการจัดการกำไรของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ด้วยการใช้รายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals: DA) เป็นตัวแทนของการจัดการกำไร มีรายละเอียดของตัวแปรที่ใช้ในการคำนวณดังตารางที่ 2.2

ตารางที่ 2.2 ระดับของการจัดการกำไรในแต่ละปีของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่

ตลาด หลักทรัพย์	ค่าสถิติ	ระดับของการจัดการกำไร				
		ปี IPO-1	ปี IPO	ปี IPO+1	ปี IPO+2	ปี IPO+3
SET	ค่าเฉลี่ย	-0.0021	0.0453	0.0221	-0.0403	0.0191
	ค่ามัธยฐาน	-0.0094	0.0289	-0.0014	-0.0386	-0.0003
	ส่วนเบี่ยงเบน	0.1207	0.1163	0.1198	0.1068	0.1131
	ค่าต่ำสุด	-0.2463	-0.2163	-0.2238	-0.3349	-0.1898
	ค่าสูงสุด	0.2856	0.2978	0.3907	0.1861	0.3553
mai	ค่าเฉลี่ย	0.0230	0.0129	0.0351	0.0276	0.0124
	ค่ามัธยฐาน	0.0226	0.0183	0.0292	0.0183	0.0128
	ส่วนเบี่ยงเบน	0.1426	0.1203	0.1114	0.1154	0.1089
	ค่าต่ำสุด	-0.3298	-0.2887	-0.2507	-0.1878	-0.1673
	ค่าสูงสุด	0.3732	0.2400	0.2648	0.4617	0.3308

จากการเก็บข้อมูลเพื่อคำนวณระดับของการจัดการกำไรของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ ดังตารางที่ 2.2 จะเห็นได้ว่า บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีค่าเฉลี่ยระดับของการจัดการกำไรในปีก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ (ปี IPO-1) เป็นค่าติดลบ ซึ่งเท่ากับ -0.0021 หมายความว่า โดยเฉลี่ยแล้ว บริษัทเหล่านี้มีระดับรายการคงค้างในปีก่อน

ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ในระดับที่ต่ำกว่ารายการคงค้างที่คาดหวัง หรือว่าไม่มีรายการคงค้างเกินปกติ แต่ในปีถัดมาภายหลังการเป็นบริษัทจดทะเบียน คือ ปีที่ออกจำหน่าย (ปี IPO) และปีหลังออกจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นเวลา 1 ปี, และ 3 ปี มีค่าเฉลี่ยระดับของการจัดการกำไรเป็นค่าบวก เท่ากับ 0.0453, 0.0221 และ 0.0191 ตามลำดับ รวมถึง บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) มีค่าเฉลี่ยระดับของการจัดการกำไรในปีก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ (ปี IPO-1) มีค่าเป็นบวก ซึ่งเท่ากับ 0.0230 หมายความว่า บริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เหล่านี้มีระดับรายการคงค้างในปีก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ในระดับที่สูงกว่ารายการคงค้างที่คาดหวัง หรือว่ามีรายการคงค้างเกินปกตินั่นเอง เช่นเดียวกับค่าเฉลี่ยของระดับของการจัดการกำไรในปีที่ออกจำหน่าย (ปี IPO) และปีหลังออกจำหน่าย เป็นเวลา 1 ปี, 2 ปี และ 3 ปี ยังคงมีค่าเป็นบวก คือ มีค่าเท่ากับ 0.0129, 0.0351, 0.0276 และ 0.0124 ตามลำดับ

2.4.1.3 จำนวนและสัดส่วนของบริษัทที่ใช้ผู้สอบบัญชีกลุ่ม BIG4

บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ได้ใช้ผู้สอบบัญชีในการตรวจสอบและรับรองรายงานทางการเงินก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ (Pre-IPO Statements) แยกเป็นผู้สอบบัญชีจากกลุ่ม Big 4 (BIG4) และผู้สอบบัญชีจากบริษัทสอบบัญชีอื่นๆ (Non-Big 4) ดังตารางที่ 2.3

ตารางที่ 2.3 การเลือกใช้บริษัทผู้สอบบัญชีในการตรวจสอบรายงานทางการเงินก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์	บริษัทผู้สอบบัญชี	จำนวนบริษัท
SET	Big 4	19
	Non-Big 4	12
mai	Big 4	11
	Non-Big 4	37
รวม		79

จากตารางที่ 2.3 จะเห็นได้ว่า ก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ มีบริษัทที่ใช้ผู้สอบบัญชีจากกลุ่ม Big 4 (Big 4) จำนวนทั้งหมด 30 บริษัท คิดเป็น 37.97% ของจำนวนบริษัททั้งหมด โดยแบ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แล้วใช้ผู้สอบบัญชีจากกลุ่ม Big 4 จำนวน 19

บริษัท และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ แล้วใช้ผู้สอบบัญชีจากกลุ่ม Big 4 จำนวน 11 บริษัท สำหรับที่ใช้ผู้สอบบัญชีจาก Non-Big 4 จำนวนทั้งหมด 49 บริษัท คิดเป็น 62.03% ของจำนวนบริษัททั้งหมด โดยแบ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แล้วใช้ผู้สอบบัญชีจาก Non-Big 4 จำนวน 12 บริษัท และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ แล้วใช้ผู้สอบบัญชีจาก Non-Big 4 จำนวน 37 บริษัท อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยพบว่าบริษัทที่เมื่อจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ไปแล้วมีการเปลี่ยนแปลงบริษัทผู้สอบบัญชี โดยแสดงจำนวนบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงผู้สอบบัญชีในแต่ละปีดังตารางที่ 2.4

ตารางที่ 2.4 จำนวนบริษัทจดทะเบียนที่มีการเปลี่ยนแปลงผู้สอบบัญชี

	จำนวนบริษัทที่เปลี่ยนผู้สอบบัญชีในแต่ละปี				รวม	สัดส่วนทั้งหมด
	ปี IPO	ปี IPO+1	ปี IPO+2	ปี IPO+3		
บริษัทที่เปลี่ยนมาใช้ผู้สอบบัญชีจาก BIG4	4	2	3	6	15	30.61%
บริษัทที่เปลี่ยนมาใช้ผู้สอบบัญชีจาก Non-BIG4	0	0	1	0	0	3.33%

จากตารางที่ 2.4 จะเห็นว่าบริษัทที่เมื่อจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์แล้วเปลี่ยนมาใช้ผู้สอบบัญชีจากกลุ่ม BIG4 จำนวนทั้งสิ้น 15 บริษัท คิดเป็น 30.61% ของจำนวนบริษัทที่ใช้ผู้สอบบัญชีจากกลุ่มบริษัทสอบบัญชีอื่นๆ ในปีก่อนออกจำหน่าย และมีบริษัทที่เดิมใช้ผู้สอบบัญชีจากกลุ่ม BIG4 แล้วเปลี่ยนมาเป็นผู้สอบบัญชีจากกลุ่มบริษัทสอบบัญชีอื่นๆ จำนวน 1 บริษัท คิดเป็น 3.33% ของจำนวนบริษัทที่ใช้ผู้สอบบัญชีจากกลุ่ม BIG4 ในปีก่อนออกจำหน่าย ซึ่งสามารถสรุปจำนวนบริษัทที่ใช้ผู้สอบบัญชีจากกลุ่ม Big 4 และ Non-Big 4 ในแต่ละปีได้ดังตารางที่ 2.5

ตารางที่ 2.5 จำนวนบริษัทที่ใช้ผู้สอบบัญชีจากกลุ่ม Big 4 และ Non-Big 4 ในแต่ละปี

บริษัทผู้สอบบัญชี	ปี IPO-1	ปี IPO	ปี IPO+1	ปี IPO+2	ปี IPO+3
Big 4	30	34	35	38	44
Non-Big 4	49	45	44	41	35

จำนวนบริษัทที่ใช้ผู้สอบบัญชีจากกลุ่ม Big 4 มีจำนวนที่เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ โดยในปีหลังออกจำหน่ายหลักทรัพย์ 3 ปี (ปี IPO+3) มีบริษัทที่ใช้ผู้สอบบัญชีจากกลุ่ม BIG4 เพิ่มขึ้นเป็น 44 บริษัท และบริษัทที่ใช้ผู้สอบบัญชีจากกลุ่มบริษัทสอบบัญชีอื่นๆ ลดลงเหลือ 35 บริษัท

2.4.1.4 การสนับสนุนด้านการเงินและสัดส่วนที่เกี่ยวข้องกับกฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์ การสนับสนุนด้านการเงินจากธุรกิจเงินร่วมลงทุน (VC-Backed) และสัดส่วนที่เกี่ยวข้องกับกฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ ข้อกำหนดด้านการห้ามซื้อขายหุ้น (Silent Ratio) และสัดส่วนการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณ (Benefactor Ratio) มีรายละเอียดของค่าสถิติเชิงพรรณนาดังตารางที่ 2.6

ตารางที่ 2.6 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของการสนับสนุนด้านการเงินและสัดส่วนเกี่ยวกับกฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์

ค่าสถิติ	VC-Backed	Silent Ratio	Benefactor Ratio
ค่าเฉลี่ย	0.1013	0.2405	0.2236
ค่ามัธยฐาน	0	0	0.2000
ค่าสูงสุด	1	1	0.6619
ค่าต่ำสุด	0	0	0

จากตารางที่ 2.6 การสนับสนุนด้านการเงินจากธุรกิจเงินร่วมลงทุน (VC-Backed) ที่เป็นตัวแปรหุ่น มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.1013 ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยจากบริษัทในกลุ่มตัวอย่างจำนวน 8 บริษัทที่มีธุรกิจเงินร่วมลงทุนสนับสนุนด้านการเงินก่อนที่บริษัทเหล่านี้จะเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และ 71 บริษัทที่ไม่มีธุรกิจเงินร่วมลงทุนสนับสนุนด้านการเงิน สำหรับข้อกำหนดด้านการห้ามซื้อขายหุ้น (Silent Ratio) ที่เป็นตัวแปรหุ่นเช่นเดียวกัน มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2405 ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยของบริษัทจำนวน 19 บริษัทที่ผู้บริหารหรือผู้เข้าข่าย Strategic Shareholders ได้สมัครใจยินยอมนำหุ้นส่วนที่ไม่ถูกสั่งห้ามขายเข้ามาอยู่ในข้อกำหนดการห้ามขายหุ้นเพิ่มเติม ซึ่งสูงกว่าเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดที่ 55% ของทุนชำระแล้วหลังออกจำหน่ายหลักทรัพย์ และมีจำนวน 70 บริษัทที่นำหุ้นเข้ามาอยู่ในข้อกำหนดตามเกณฑ์ และสัดส่วนการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณ (Benefactor Ratio) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 22.36% ของการเสนอขาย และมีบริษัทที่การจัดสรรให้กับผู้มีอุปการคุณสูงสุดถึง 66.19% ของการเสนอขาย

2.4.2 ระดับของการจัดการกำไรของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ใน SET และ mai

จากระดับของการจัดการกำไรในแต่ละปีของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ ทั้งบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ผู้วิจัยได้นำมาทดสอบนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีการตั้งสมมติฐานดังนี้

H_0 : บริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ไม่มีการจัดการกำไร ($\overline{EM}_i \leq 0$)

H_1 : บริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่มีการจัดการกำไร ($\overline{EM}_i > 0$)

$$\text{โดยที่ } t\text{-stat} = \frac{\overline{EM}_i}{SD_{EM_i}/\sqrt{N}}$$

N = จำนวนตัวอย่าง

ได้ผลการศึกษาดังตารางที่ 2.7

ตารางที่ 2.7 การทดสอบนัยสำคัญทางสถิติของระดับของการจัดการกำไร

ตลาด หลักทรัพย์	ค่าสถิติ	ระดับของการจัดการกำไร				
		ปี IPO-1	ปี IPO	ปี IPO+1	ปี IPO+2	ปี IPO+3
SET (N=38)	Mean	-0.0021	0.0453	0.0221	-0.0403	0.0191
	t-stat	-0.0984	2.1659	1.0263	-2.1008	0.9409
	P-Value 1 tail	0.5389	0.0192**	0.1565	0.9779	0.1771
mai (N=41)	Mean	0.0230	0.0129	0.0351	0.0276	0.0124
	t-stat	1.1179	0.7418	2.1840	1.6580	0.7922
	P-Value 1 tail	0.1346	0.2309	0.0170**	0.0520*	0.2161

หมายเหตุ: *** คือ นัยสำคัญที่ 0.01

** คือ นัยสำคัญที่ 0.05

* คือ นัยสำคัญที่ 0.10

จากการศึกษาตามตารางที่ 2.7 พบว่า ระดับของการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ นั้น ก่อนเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนไม่มีการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญ แต่เมื่อภายหลังการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนแล้ว บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 1 จาก 4 ปี

คือ ปีที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ (ปี IPO) ขณะที่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ มีการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 2 จาก 4 ปี คือ ปีหลังออกจำหน่ายหลักทรัพย์ 1 ปี และ 2 ปี (ปี IPO+1 และ ปี IPO+2)

2.4.3 ความแตกต่างของระดับของการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนใน SET และ mai

เพื่อทดสอบว่าระดับของการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ มีค่าแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ ผู้วิจัยได้ทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของระดับของการจัดการกำไร (Mean Difference) ระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนใน SET และ mai โดยใช้วิธีการเปรียบเทียบข้อมูล 2 ชุด หรือ Unpaired unequal variances (Two Sample) t-test โดยมีการตั้งสมมติฐานดังนี้

H_0 : ระดับของการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนใน SET และ mai ไม่แตกต่างกัน

$$(\bar{EM}_{SET} - \bar{EM}_{mai} = 0)$$

H_1 : ระดับของการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนใน SET และ mai แตกต่างกัน

$$\bar{EM}_{SET} - \bar{EM}_{mai} \neq 0$$

$$\text{โดยที่ } t\text{-stat} = \frac{\bar{EM}_{SET} - \bar{EM}_{mai}}{\sqrt{\frac{SD_{SET}^2}{N_{SET}} + \frac{SD_{mai}^2}{N_{mai}}}}$$

$$df = \frac{\left[\frac{SD_{SET}^2}{N_{SET}} + \frac{SD_{mai}^2}{N_{mai}} \right]^2}{\frac{(SD_{SET}^2/N_{SET})^2}{N_{SET}-1} + \frac{(SD_{mai}^2/N_{mai})^2}{N_{mai}-1}}$$

N = จำนวนตัวอย่าง

ได้ผลการทดสอบดังตารางที่ 2.8

ตารางที่ 2.8 ความแตกต่างของระดับของการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนใน SET และ mai

ค่าสถิติ	ระดับของการจัดการกำไร				
	ปี IPO-1	ปี IPO	ปี IPO+1	ปี IPO+2	ปี IPO+3
Mean difference	-0.0251	0.0324	-0.0130	-0.0679	0.0067
t-stat	-1.1377	1.5275	-0.5989	-3.4895	0.3244
P-value 2 tail	0.2680	0.1397	0.5544	0.0020***	0.7483

หมายเหตุ: *** คือ นัยสำคัญที่ 0.01

** คือ นัยสำคัญที่ 0.05

* คือ นัยสำคัญที่ 0.10

จากตารางที่ 2.8 พบว่าระดับของการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) มีค่าไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ยกเว้นในปีหลังออกจำหน่ายหลักทรัพย์ 2 ปี (ปี IPO+2) ที่ระดับของการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

2.4.4 การทดสอบค่าเฉลี่ยของระดับของการจัดการกำไร

ผู้วิจัยได้ทดสอบค่าทางสถิติว่าค่าเฉลี่ยของระดับของการจัดการกำไรในแต่ละปีของทุกบริษัท มีค่ามากกว่า 0 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ โดยมีการตั้งสมมติฐานดังนี้

H_0 : ค่าเฉลี่ยของระดับของการกำไรมีค่าน้อยกว่าหรือเท่ากับศูนย์ ($\overline{EM}_i \leq 0$)

H_1 : ค่าเฉลี่ยของระดับของการกำไรมีมากกว่าศูนย์ ($\overline{EM}_i > 0$)

$$\text{โดยที่ } t\text{-stat} = \frac{\overline{EM}_i}{SD_{EM_i} / \sqrt{N}}$$

N = จำนวนตัวอย่าง

ได้ผลการทดสอบดังตารางที่ 2.9

ตารางที่ 2.9 การทดสอบค่าเฉลี่ยของระดับของการจัดการกำไร

ค่าสถิติ	ระดับของการจัดการกำไร (EM _i)				
	ปี IPO-1	ปี IPO	ปี IPO+1	ปี IPO+2	ปี IPO+3
t-stat	0.8705	1.9098	2.3354	0.0734	1.2186
P-Value 1-tail	0.1933	0.0299**	0.0110**	0.4709	0.1133

หมายเหตุ: *** คือ นัยสำคัญที่ 0.01

** คือ นัยสำคัญที่ 0.05

* คือ นัยสำคัญที่ 0.10

จากตารางที่ 2.9 พบว่า มีเพียงปีที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ (ปี IPO) และปีที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ 1 ปี (ปี IPO+1) เท่านั้น ที่ระดับของการจัดการกำไรมีค่ามากกว่า 0 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% ในขณะที่ปีก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ (ปี IPO-1), ปีหลังออกจำหน่ายหลักทรัพย์ 2 ปี (ปี IPO+2) และปีหลังออกจำหน่ายหลักทรัพย์ 3 ปี (ปี IPO+3) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก หรือค่าเฉลี่ยของระดับของการจัดการกำไรมีค่าน้อยกว่าหรือเท่ากับ 0

2.4.5 ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของระดับของการจัดการกำไรหลังเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนเมื่อเทียบกับก่อนการออกจำหน่ายหลักทรัพย์

ผู้วิจัยได้เปรียบเทียบว่าหลังจากที่บริษัทได้เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้ว ค่าเฉลี่ยของระดับของการจัดการกำไรระหว่างก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนมีความแตกต่างกันหรือไม่ โดยให้ปี IPO-1 เป็นตัวแทนของระดับของการจัดการกำไรก่อนเข้าจดทะเบียน โดยมีสมมติฐานดังนี้

H₀: ค่าเฉลี่ยของระดับของการจัดการกำไรภายหลังเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนไม่แตกต่างจากก่อนเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน ($\overline{EM}_i - \overline{EM}_{ipo-1} = 0$)

H₁: ค่าเฉลี่ยของระดับของการจัดการกำไรภายหลังเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนแตกต่างจากก่อนเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน ($\overline{EM}_i - \overline{EM}_{ipo-1} \neq 0$)

$$\text{โดยที่ } t\text{-stat} = \frac{\overline{EM}_i - \overline{EM}_{ipo-1}}{(SD_{EM_i - EM_{ipo-1}}) / \sqrt{N}}$$

N = จำนวนตัวอย่าง

ได้ผลการทดสอบดังตารางที่ 2.10

ตารางที่ 2.10 การทดสอบสมมติฐานว่าค่าเฉลี่ยของระดับของการจัดการกำไรภายหลังเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนมีค่าแตกต่างจากก่อนเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน

ค่าสถิติ	ปี IPO	ปี IPO+1	ปี IPO+2	ปี IPO+3
t-stat	0.6278	0.8777	-0.6938	0.1155
P-Value 2-tail	0.5320	0.3828	0.4899	0.9083

จากตารางที่ 2.10 พบว่าไม่มีปีใดเลยที่ค่า P-Value มีค่าน้อยกว่า 0.1 ดังนั้น จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้ กล่าวคือ ระดับของการจัดการกำไรของบริษัทก่อนและหลังการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

2.4.6 ความต่อเนื่องของการจัดการกำไร

ในการพิจารณาว่าหากบริษัทที่ก่อนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีการจัดการกำไร เมื่อเข้าจดทะเบียนแล้วจะยังคงมีการจัดการกำไรต่อไปหรือไม่ ผู้วิจัยได้แบ่งกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่จดทะเบียนออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่

1. กลุ่มบริษัทที่ก่อนเข้าตลาดไม่มีการจัดการกำไร ($EM_{ipo-1} < 0$)
2. กลุ่มบริษัทที่ก่อนเข้าตลาดมีการจัดการกำไร ($EM_{ipo-1} > 0$)

โดยมีสมมติฐานดังนี้

H_0 : บริษัทที่มีการจัดการกำไร ($\overline{EM}_i \leq 0$)

H_1 : บริษัทไม่มีการจัดการกำไร ($\overline{EM}_i > 0$)

$$\text{โดยที่ } t\text{-stat} = \frac{\overline{EM}_i}{SD_{EM_i}/\sqrt{N}}$$

N = จำนวนตัวอย่าง

ได้ผลการทดสอบดังตารางที่ 2.11

ตารางที่ 2.11 การทดสอบสมมติฐานของระดับของการจัดการกำไรในแต่ละปี

	ค่าสถิติ	ระดับของการจัดการกำไร				
		ปี IPO-1	ปี IPO	ปี IPO+1	ปี IPO+2	ปี IPO+3
ก่อน IPO ไม่มีการ	MEAN	-0.0922	0.0180	0.0191	-0.0331	-0.0057
จัดการกำไร (EM<0)	t-stat	-6.9992	1.0514	1.2231	-1.8490	-0.3708
(N=38)	P-Value 1 tail	1.0000	0.1500	0.1145	0.9638	0.6436
ก่อน IPO มีการ	MEAN	0.1108	0.0326	0.0401	0.0325	0.0343
จัดการกำไร (EM>0)	t-stat	7.6036	1.5904	1.9910	1.8295	1.8186
(N=41)	P-Value 1 tail	0.0000***	0.0598*	0.0267**	0.0374**	0.0382**

หมายเหตุ: *** คือ นัยสำคัญที่ 0.01

** คือ นัยสำคัญที่ 0.05

* คือ นัยสำคัญที่ 0.10

จากตารางที่ 2.11 พบว่า บริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ใดที่ “ไม่มีการจัดการกำไร” ก่อนเข้าจดทะเบียน ($EM_{ipo-1} < 0$) เมื่อเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนแล้ว โดยเฉลี่ยจะยังคง “ไม่มีการจัดการกำไร” เช่นเดิม ส่วนบริษัทใดที่ “มีการจัดการกำไร” ก่อนเข้าจดทะเบียน ($EM_{ipo-1} > 0$) เมื่อเป็นบริษัทจดทะเบียนแล้ว โดยเฉลี่ยจะยังคง “มีการจัดการกำไร” เช่นเดิม

2.4.7 ระดับของการจัดการกำไรแยกรายอุตสาหกรรม

เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยนี้ประกอบด้วยบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรกจากหลายอุตสาหกรรม ซึ่งในแต่ละอุตสาหกรรมอาจมีค่าเฉลี่ยของระดับของการจัดการกำไร ที่แตกต่างกัน ผู้วิจัยจึงต้องการทราบว่าแต่ละอุตสาหกรรมมีระดับของการจัดการกำไรเป็นอย่างไร และมีการจัดการกำไรสม่ำเสมอหรือไม่ ซึ่งแสดงค่าเฉลี่ยระดับของการจัดการกำไรแยกรายอุตสาหกรรมดังตารางที่ 2.12

ตารางที่ 2.12 ระดับของการจัดการกำไรแยกรายอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	ระดับของการจัดการกำไร				
		ปี IPO-1	ปี IPO	ปี IPO+1	ปี IPO+2	ปี IPO+3
AGRO	5	-0.0544	0.0468	-0.0211	-0.0489	0.0575
CONSUMP	6	0.0795	0.0074	0.0212	0.0094	0.0201
INDUS	16	0.0089	0.0086	-0.0090	-0.0031	-0.0258
PROPCON	13	-0.0140	0.0137	0.1260	0.0197	-0.0052
RESOURC	10	0.0060	0.0124	0.0500	-0.0204	0.0554
SERVICE	23	0.0194	0.0390	0.0264	0.0302	-0.0030
TECH	6	0.0611	0.0679	-0.0422	-0.0719	0.1297

จากนั้นจึงทดสอบสมมติฐานว่าแต่ละอุตสาหกรรมมีการจัดการกำไรสม่ำเสมอหรือไม่ โดยมีสมมติฐานดังนี้

H_0 : บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมนั้นๆ ไม่มีการจัดการกำไร ($\overline{EM}_i \leq 0$)

H_1 : บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมนั้นๆ มีการจัดการกำไร ($\overline{EM}_i > 0$)

$$\text{โดยที่ } t\text{-stat} = \frac{\overline{EM}_i}{SD_{EM_i}/\sqrt{N}}$$

N = จำนวนตัวอย่าง ซึ่งได้ผลการทดสอบดังตารางที่ 2.13

ตารางที่ 2.13 การทดสอบสมมติฐานของการจัดการกำไรแยกรายอุตสาหกรรม

P-Value	EM	EM	EM	EM	EM
1 tail	IPO-1	IPO	IPO+1	IPO+2	IPO+3
AGRO	0.7057	0.2665	0.6733	0.8388	0.2717
CONSUMP	0.0740*	0.4486	0.2448	0.3629	0.3354
INDUS	0.3846	0.3787	0.6129	0.5552	0.8433
PROPCON	0.6376	0.3650	0.0072***	0.3668	0.6250
RESOURC	0.4596	0.3741	0.0863*	0.7073	0.0397**
SERVICE	0.2099	0.0568 *	0.0391**	0.0287**	0.5698
TECH	0.1154	0.1135	0.9063	0.8971	0.0801*

หมายเหตุ: *** คือ นัยสำคัญที่ 0.01

** คือ นัยสำคัญที่ 0.05

* คือ นัยสำคัญที่ 0.10

จากการทดสอบดังตารางที่ 2.13 ผู้วิจัยพบว่าในช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (IPO-1) มีเพียงอุตสาหกรรมเดียวที่มีการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญ คือ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) โดยมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 90% ส่วนในช่วงหลังเข้าจดทะเบียนแล้วมี 4 อุตสาหกรรมที่มีการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญอย่างน้อย 1 ปี คือ 1. กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) 2. กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURC) 3. กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) และ 4. กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH) โดยเฉพาะอย่างยิ่งอุตสาหกรรมบริการที่มีการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญถึง 3 จาก 4 ปี ส่วนกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) และกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) นั้นไม่มีนัยสำคัญทางสถิติทั้งก่อนและหลังการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO

2.4.8 จำนวนบริษัทที่หลังเข้าจดทะเบียนแล้วมีการจัดการกำไรมากขึ้น

ผู้วิจัยได้นำค่าเฉลี่ยการจัดการกำไรหลังจดทะเบียน ตั้งแต่ปีที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ถึงปีหลังออกจำหน่ายหลักทรัพย์ 3 ปี (ปี IPO ถึง ปี IPO+3) เปรียบเทียบกับการจัดการกำไรก่อนเข้าจดทะเบียน (IPO-1) โดยได้ผลการศึกษาดังตารางที่ 2.14

ตารางที่ 2.14 จำนวนและสัดส่วนบริษัทที่หลังจดทะเบียนมีระดับของการจัดการกำไรสูงขึ้น

ตลาดหลักทรัพย์	จำนวนบริษัทที่หลังจดทะเบียนแล้วมีการจัดการกำไรสูงขึ้น	จำนวนบริษัททั้งหมด	สัดส่วน
SET	19	31	61.29%
mai	25	48	52.08%

จากตารางที่ 2.14 พบว่า บริษัทเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรกทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีจำนวนมากกว่าครึ่งหนึ่งที่หลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้วมีระดับของการจัดการกำไรที่เพิ่มสูงขึ้น โดยบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เมื่อภายหลังจดทะเบียนแล้วมีการจัดการกำไรสูงขึ้น มีจำนวน 19 บริษัท คิดเป็น 61.29% สำหรับบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์

เอ็ม เอ ไอ แล้วภายหลังจดทะเบียนมีการจัดการกำไรสูงขึ้น มีจำนวน 25 บริษัท คิดเป็น 52.08% บ่งชี้ว่าบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่ในประเทศไทยหลังเข้าจดทะเบียนแล้ว ได้ทำการเพิ่มระดับของการจัดการกำไรจากสาเหตุบางประการ อาทิ บริษัทมีการเติบโตที่สูงขึ้นตามสภาวะเศรษฐกิจ หรือผู้บริหารต้องการสร้างเสถียรภาพให้ผลประกอบการของบริษัท เป็นต้น

2.4.9 ปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่

ในการศึกษาหาปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ ซึ่งเป็นวัตถุประสงค์สำคัญของงานวิจัยนี้ ได้ผลการศึกษาดังตารางที่ 2.15 – 2.16

ตารางที่ 2.15 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไร

Independent Variables	Dependent Variable: EM		
	Coefficient	t-Statistic	Prob.
VC	-0.0038	-0.1852	0.8532
SILENTRATIO	0.0064	0.4477	0.6546
BENEFACOR	0.0801 *	1.7101	0.0880
BIG4	0.0224	0.9655	0.3349
BIG4*BENEFACOR	-0.0911	-1.0335	0.3020
SALESGROWTH	-0.0146	-0.9944	0.3207
CFO	0.0000 ***	-5.0453	0.0000
SIZE	0.0198 ***	2.9296	0.0036
CAPINT	-0.0655 ***	-4.0957	0.0001
mai	0.0269 *	1.6664	0.0965
Adjusted R-squared		9.4009%	

หมายเหตุ: *** คือ นัยสำคัญที่ 0.01

** คือ นัยสำคัญที่ 0.05

* คือ นัยสำคัญที่ 0.10

จากตารางที่ 2.15 แสดงถึงปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรพบว่าปัจจัยด้านบัญชีเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการจัดการกำไร โดยปัจจัยด้านบัญชีที่มีผลต่อการจัดการกำไร ได้แก่ กระแสเงินสด

จากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) ขนาดของบริษัท (Size) ซึ่งคำนวณจากลอการิทึมของสินทรัพย์รวมของบริษัท และสัดส่วนการใช้ปัจจัยทุน (Capital Intensity) คำนวณจากที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ ก่อนหักค่าเสื่อมราคา หาดด้วยสินทรัพย์รวม ซึ่งจากการศึกษาพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและขนาดของบริษัทนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับระดับของการจัดการกำไร เนื่องจากหากบริษัทมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมาก หรือเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ บริษัทนั้นมักจะมีรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร เช่น รายได้จากการขาย หรือลูกหนี้การค้า สำหรับจัดการกำไรได้สูงขึ้นตามไปด้วย ในขณะที่สัดส่วนการใช้ปัจจัยทุน (Capital Intensity) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับการจัดการกำไร เพราะที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ก่อนหักค่าเสื่อมราคาเป็นปัจจัยกำหนดรายการคงค้างที่คาดหวัง (Expected Accruals) ของบริษัท ซึ่งอยู่ในตัวแปรตามการจัดการกำไร เพราะการจัดการกำไรคำนวณจากรายการคงค้างที่เกิดขึ้นจริงลบด้วยรายการคงค้างที่คาดหวัง)

สำหรับตัวแปรที่สำคัญในการศึกษา คือ สัดส่วนการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณ (Benefactor Ratio) มีนัยสำคัญทางสถิติในทิศทางเดียวกับการจัดการกำไรในระดับความเชื่อมั่น 90% ตรงตามสมมติฐานว่าผู้มีอุปการคุณมีความต้องการจัดการกำไรของบริษัทให้สูงขึ้น เพื่อราคาหุ้นที่ตนเองถืออยู่สูงขึ้นภายหลังออกจำหน่ายหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม หากบริษัทนั้นใช้ผู้สอบบัญชีจากกลุ่มบริษัทที่มีคุณภาพหรือผู้สอบบัญชีจากกลุ่ม BIG4 (BIG4) จะพบว่า นัยสำคัญทางสถิติของสัดส่วนของผู้มีอุปการคุณนั้นเปลี่ยนแปลงไป โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ ค่าสัมประสิทธิ์ของ BIG4 รวมกับค่าสัมประสิทธิ์ของเทอมปฏิสัมพันธ์ระหว่างผู้สอบบัญชีในกลุ่ม BIG4 และสัดส่วนการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่าย ($BIG4 * ENEFACTOR$) ซึ่งมีค่าเท่ากับ $0.0801 + (-0.0911) = -0.0110$ และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.1198 ดังนั้น เมื่อนำมาคำนวณ t-test จะได้ค่า t-stat เท่ากับ -0.0918 บ่งชี้ว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น จึงสรุปได้ว่าผู้มีอุปการคุณมีบทบาทต่อการจัดการกำไรที่สูงขึ้น แต่หากบริษัทนั้นใช้ผู้สอบบัญชีจากกลุ่ม BIG4 จะส่งผลให้ผู้มีอุปการคุณมีบทบาทลดลง บ่งชี้ว่าผู้สอบบัญชีจากกลุ่ม BIG4 นั้นมีคุณภาพในการตรวจสอบบัญชีและสามารถลดบทบาทของผู้มีอุปการคุณออกไปจากการจัดการกำไรของบริษัท

และสุดท้ายพบว่า หากบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) จะมีการจัดการกำไรที่สูงกว่าบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ซึ่งอาจเกิดจากนักลงทุนโดยส่วนใหญ่ให้ความสนใจกับการลงทุนในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มากกว่าในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ส่งผลให้ผู้บริหารของบริษัทที่เข้าระดมทุนในตลาด mai ต้องจัดการกำไรเพื่อให้กำไรของบริษัทสูงขึ้น ส่งผลให้บริษัทของตนเองมีความน่าสนใจมากขึ้นและสามารถดึงเงินลงทุนจากนักลงทุนได้มากขึ้นตามลำดับ

จากผลการศึกษาข้างต้น เป็นการศึกษาผลของการใช้จากที่ผู้วิจัยได้ใช้ตัวแปรหุ่นของผู้สอบบัญชีที่ยึดตามผู้สอบบัญชีที่สอบบัญชีในรายงานทางการเงินปีก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ (ปี IPO-1) แต่ทั้งนี้ เนื่องจากผู้วิจัยพบว่าบริษัทจดทะเบียนมีการเปลี่ยนบริษัทผู้สอบบัญชีภายหลังจากที่เข้าจดทะเบียนไปแล้ว เพื่อตรวจสอบบทบาทของการควบคุมระดับของการจัดการกำไรดังกล่าว ผู้วิจัยจึงได้เปลี่ยนชุดข้อมูลของผู้สอบบัญชี โดยใช้ตัวแปรหุ่นที่เปลี่ยนแปลงตามการเปลี่ยนผู้สอบบัญชีในแต่ละปี ได้ผลการศึกษาดังตารางที่ 2.16

ตารางที่ 2.16 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรเมื่อเปลี่ยนบริษัทผู้สอบบัญชี

Independent Variables	Dependent Variable: EM		
	Coefficient	t-Statistic	Prob.
VC	-0.0098	-0.4731	0.6364
SILENRATIO	0.0069	0.4916	0.6233
BENEFACOR	0.0387	0.7458	0.4563
BIG4	-0.0200	-0.9102	0.3633
BIG4*BENEFACOR	0.0344	0.4338	0.6647
SALESGROWTH	-0.0159	-1.0785	0.2815
CFO	0.0000	*** -4.8730	0.0000
SIZE	0.0215	*** 3.1751	0.0016
CAPINT	-0.0630	*** -3.9485	0.0001
mai	0.0220	1.3811	0.1680
Adjusted R-squared	9.4022%		

หมายเหตุ: *** คือ นัยสำคัญที่ 0.01

** คือ นัยสำคัญที่ 0.05

* คือ นัยสำคัญที่ 0.10

จากตารางที่ 2.16 จะเห็นได้ว่า ภายหลังจากที่บริษัทเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน ตัวแปรที่เป็นเทอมปฏิสัมพันธ์ระหว่างผู้สอบบัญชีในกลุ่ม BIG4 และสัดส่วนการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่าย (BIG4*BENEFACOR) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนว่าบทบาทของผู้สอบบัญชีจากกลุ่ม BIG4 ได้หายไป บทบาทของคุณภาพของกลุ่มผู้สอบบัญชีในการควบคุม

ระดับของการจัดการกำไรมีเฉพาะแค่ก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ โดยอาจจะเกิดจากกลไกในการตรวจสอบ ที่บริษัทมหาชนจะต้องรายงานทางการเงินที่ระมัดระวังมากขึ้น รวมถึงผู้มีอุปการคุณไม่มีแรงจูงใจในการตกแต่งกำไรอีกแล้วเพราะได้จำหน่ายหุ้นหมดไปแล้ว ซึ่งตัวแปรที่ยังคงเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไร ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ขนาดของบริษัท และสัดส่วนการใช้ปัจจัยทุน

2.5 สรุปผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ

2.5.1 สรุปผลการศึกษา

การจัดการกำไรนั้นเป็นเครื่องมือหนึ่งที่เป็นที่นิยมของบริษัทที่ต้องการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้กำไรของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้ภาพลักษณ์ของบริษัทดีขึ้น สามารถระดมทุนได้มากขึ้นตามลำดับ จากการศึกษาการจัดการกำไรของบริษัทในช่วงปีก่อนออกจำหน่าย ปีจำหน่ายหลักทรัพย์ และยาวไปถึงปีภายหลังการเป็นบริษัทจดทะเบียนนั้น ผลการศึกษาของต่างประเทศโดยส่วนใหญ่ จะพบหลักฐานของการจัดการกำไรของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ในระดับสูงในงบการเงินของปีก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ และปีที่จำหน่ายหลักทรัพย์ ในขณะที่ปีภายหลังการเป็นบริษัทจดทะเบียนจะมีการจัดการกำไรของบริษัทที่ลดลง บ่งชี้ว่าผู้บริหารมีการแต่งตัวให้บริษัทก่อนการเข้าจดทะเบียนและออกจำหน่ายหลักทรัพย์

อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาในงานวิจัยฉบับนี้พบว่า บริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทย ทั้งการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) นอกจากจะมีการจัดการในปีก่อนออกจำหน่ายและปีที่จำหน่ายหลักทรัพย์แล้ว ยังพบว่าหลัง IPO หรือ ภายหลังการเป็นบริษัทจดทะเบียนนั้นยังคงมีการจัดการกำไรอยู่เช่นเดิม สาเหตุนี้คาดว่าเกิดจาก 1. การที่บริษัทในประเทศไทยมีการเติบโตหลังออกจำหน่ายหลักทรัพย์ ซึ่งช่วยให้กิจการมีการเติบโตสูงขึ้น ส่งผลให้รายการคงค้างที่เกิดขึ้นจริง (Actual Accruals) ออกมาสูงกว่าค่ารายการคงค้างที่คาดหวัง (Expected Accruals) มาก และนำไปสู่ค่าการจัดการกำไรที่เพิ่มสูงขึ้นตามลำดับ 2. การที่ผู้บริหารของไทยต้องการจัดการกำไรเพื่อให้กำไรของบริษัทมีเสถียรภาพมากขึ้น เนื่องจากทราบว่าอย่างไรเสียบริษัทจะเติบโตมากขึ้นในอนาคต ดังนั้น จึงดำเนินการรับรู้การเติบโตเสียตั้งแต่วันนี้ เพื่อให้ควบคุมให้การเติบโตของบริษัทมีความนิ่งมากขึ้น

ส่วนในการศึกษาว่าปัจจัยใดบ้างที่ส่งผลกระทบต่อการจัดการกำไร รายงานการศึกษานี้ได้ผลสอดคล้องกับการวิจัยที่ผ่านมา โดยปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไร ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ขนาดของบริษัท และสัดส่วนการใช้ปัจจัยทุน

อย่างไรก็ตาม เพื่อให้สามารถพิจารณาได้รอบด้านมากยิ่งขึ้น ผู้วิจัยได้เพิ่มตัวแปรเฉพาะของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย ได้แก่ 1. สัดส่วนการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณ ซึ่งเป็นผู้มีส่วนได้

ส่วนเสียสำคัญและสามารถส่งผลต่อการดำเนินงานบริษัท ลงไปในแบบจำลอง ผลการศึกษาพบว่า หากสัดส่วนผู้มีอุปการคุณส่งผลให้บริษัทมีการจัดการกำไรมากขึ้น ยกเว้นว่าบริษัทนั้นจะถูกตรวจสอบบัญชีโดย BIG4 ซึ่งบ่งชี้ว่าการตรวจสอบบัญชีโดยกลุ่ม BIG4 นั้นมีคุณภาพและเป็นมีความกลาง และทำให้กำไรของบริษัทไม่ถูกจัดการโดยผู้มีอุปการคุณ แต่ทั้งนี้ ภายหลังจากเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน บทบาทของผู้สอบบัญชีจากกลุ่ม BIG4 ได้หายไป ซึ่งอาจจะเกิดจากกลไกในการตรวจสอบที่บริษัทมหาชนจะต้องรายงานทางการเงินที่ระมัดระวังมากขึ้น รวมถึงผู้มีอุปการคุณไม่มีแรงจูงใจในการจัดการกำไรอีกแล้ว เพราะได้จำหน่ายหลักทรัพย์ไปหมดแล้ว และ 2. การระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) พบว่า บริษัทที่เลือกระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จะมีการจัดการกำไรมากกว่าบริษัทที่ระดมทุนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ซึ่งคาดว่าเกิดจากการที่นักลงทุนมักให้ความสนใจกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมากกว่า เพราะมีขนาดของทุนจดทะเบียนที่ใหญ่กว่า หรือความมั่นคงของบริษัทที่สูงกว่า ดังนั้น ผู้บริหารของบริษัทที่ระดมทุนในตลาด เอ็ม เอ ไอ จึงต้องใช้การจัดการกำไรให้มากขึ้น เพื่อดึงดูดนักลงทุนให้เข้ามาลงทุน

สุดท้ายนี้จึงสรุปได้ว่า หากนักลงทุนต้องการเลือกลงทุนในบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก ต้องพิจารณาว่าบริษัทนั้นมีการจัดการกำไรมากหรือไม่ โดยพิจารณาจาก 1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน 2. ขนาดของบริษัท 3. ปริมาณการใช้ปัจจัยทุน 4. สัดส่วนของผู้มีอุปการคุณ และ 5. การเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET หรือ mai

2.5.2 ข้อเสนอแนะ

ในรายงานการศึกษานี้ยังคงมีข้อจำกัดด้านการศึกษาหลายประการที่สามารถนำไปพัฒนาต่อยอดได้ อาทิ

1. การเปลี่ยนวิธีในการคำนวณระดับของการจัดการกำไร โดยงานวิจัยฉบับนี้คำนวณระดับของการจัดการกำไร เพียงแค่จากมุมมองเดียวและจากแบบจำลองเพียงแบบจำลองเดียว คือ มุมมองรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร ที่คำนวณจากแบบจำลอง Cross-section Modified Jones Model ซึ่งจากการศึกษาอื่นๆ ผู้วิจัยเห็นว่า มีแบบจำลองที่หลากหลายที่ใช้ในการคำนวณระดับของการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร อีกทั้ง ยังมีมุมมองอื่นที่ใช้ในการวัดการจัดการกำไรด้วย เช่น การจัดการกำไรผ่านการสร้างรายการทางธุรกิจ เป็นต้น

2. กลุ่มตัวอย่างของรายงานฉบับนี้มีจำนวน 79 บริษัท แต่ละบริษัทเก็บข้อมูล 5 ปี ดังนั้น จึงมีข้อจำกัดเรื่องกลุ่มตัวอย่างที่มีขนาดเล็ก หากสามารถเพิ่มจำนวนบริษัทให้มากขึ้นแล้วผลที่ได้ยังคงเหมือนเดิม ก็จะเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่ช่วยยืนยันผลการศึกษาของรายงานฉบับนี้

บทที่ 3

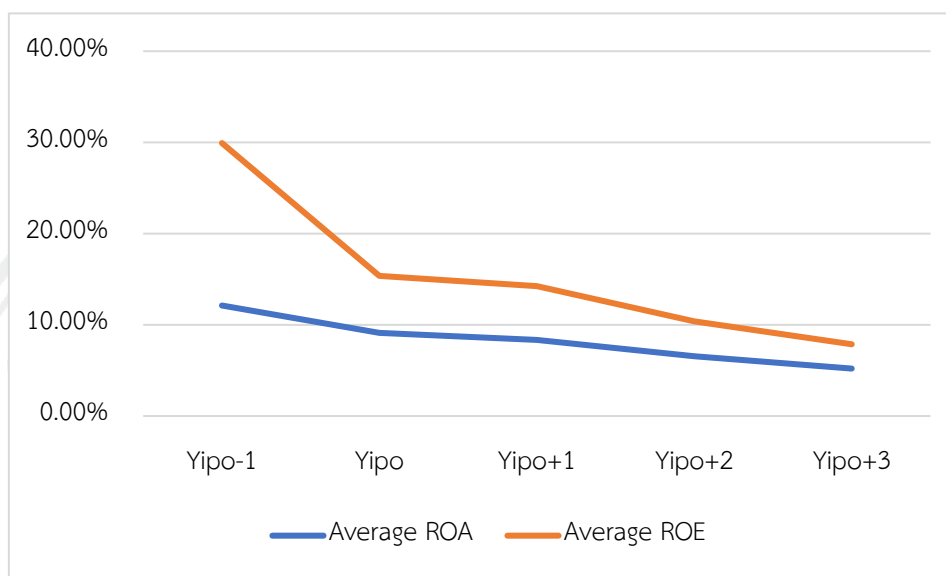
การจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทที่เสนอขาย หลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก

3.1 บทนำ

จากผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) ของประเทศไทยในอดีต มีผลการดำเนินงานที่เติบโตขึ้นและลดลง รวมถึงจากการศึกษางานวิจัยก่อนหน้านี้ที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทหลังออกจำหน่ายหลักทรัพย์ มีผลการศึกษาที่หลากหลาย อาทิ การศึกษาของ Jo and Kim (2007) พบว่าผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทสามารถเพิ่มขึ้นได้ เมื่อบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลอย่างครบถ้วน เพราะจะช่วยลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลและลดปัญหาการจัดการกำไรได้ อย่างไรก็ตามยังคงมีบางบริษัทที่ใช้ช่องทางในการจัดการกำไร (Earnings Management) เนื่องจากคิดว่าการจัดการกำไรจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี แต่ความจริงแล้วมีการศึกษาที่พบว่าการจัดการกำไรจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในระยะยาว เช่น การศึกษาของ Teoh, Welch and Wong (1998) และ Ertimur, Sletten, Sunder and Weber (2017) พบว่าผลการดำเนินงานภายหลังจากที่บริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ลดลงในระยะเวลา 3 ปี ซึ่งมีสาเหตุสำคัญมาจากการที่ผู้บริหารใช้กลยุทธ์ในการจัดการกำไรก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ เพราะการละเว้นรายการหรือกระทำผิดพลาดที่มีสาระสำคัญ หากการละเว้นหรือการกระทำผิดดังกล่าวต่อรายการใดรายการหนึ่งหรือหลายรายการรวมกันมีผลต่อการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของผู้ใช้ที่เกิดจากการใช้งบการเงิน บริษัทจะต้องแก้ไขข้อผิดพลาดที่สำคัญในงวดก่อนๆ ย้อนหลังไปยังงบการเงินแรกสุดที่มีการอนุญาตให้มีการเผยแพร่หลังจากที่มีการพบข้อผิดพลาดนั้น และ Teoh, Welch and Wong (1998) ได้แสดงให้เห็นว่า มีผู้บริหารของบางบริษัทที่มีความเชื่อว่าจะต้องแต่งตัวก่อนเข้าตลาดด้วยการทำให้กำไรของบริษัทนั้นสูงขึ้น โดยที่ยังอยู่ในภายใต้หลักการทางบัญชี แต่การแต่งตัวก่อนเข้าตลาดนี้อาจส่งผลดีต่อบริษัทและผลเสียต่อบริษัทก็ได้ และอีกหนึ่งความเป็นจริง คือ วันที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก (IPO Date) เป็นวันที่เป็นจุดเริ่มต้นของการดำเนินงานในสถานะบริษัทจดทะเบียน ที่มีภาระหน้าที่ในการที่จะต้องสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นในวงกว้างขึ้น

เมื่อพิจารณาจากผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรกของประเทศไทยในช่วง พ.ศ. 2551 - พ.ศ. 2556 ดังภาพที่ 3.1 จะเห็นได้ว่า ค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงานในระยะยาวภายหลังจากการเป็นบริษัทจดทะเบียน ทั้งอัตราผลตอบแทน

ต่อสินทรัพย์รวม (Average Return On Assets: Average ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Average Return On Equity: Average ROE) มีแนวโน้มที่ลดลง เมื่อเทียบกับผลการดำเนินงานก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์



ภาพที่ 3.1 ผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรกของประเทศไทยใน พ.ศ. 2551 - พ.ศ. 2556

ดังนั้น จึงเป็นที่น่าจะสนใจว่า หากบริษัทที่ออกจำหน่ายหุ้นต่อประชาชนในครั้งแรกมีความโปร่งใสในการรายงานทางการเงิน โดยการสร้างระบบบัญชีที่ดี ไม่มีการจัดการกำไร มีการเปิดเผยข้อมูลที่ครบถ้วน มีโครงสร้างคณะกรรมการที่เหมาะสม ซึ่งสอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี เป็นไปได้ว่าจะทำให้ผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทนั้นเติบโตอย่างต่อเนื่อง นำไปสู่เสถียรภาพของกำไร และช่วยสร้างความยั่งยืนให้กับบริษัทได้ อีกทั้งยังเป็นการปกป้องผลประโยชน์ของนักลงทุนทั่วไปด้วย โดยมีวัตถุประสงค์การศึกษา คือ เพื่อศึกษาถึงผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ และเพื่อศึกษาถึงปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดผลการดำเนินงานภายหลังการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน และศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานในระยะยาวภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์ โดยคาดว่าจะได้รับประโยชน์จากการศึกษา คือ เพื่อให้ได้ทราบผลการดำเนินงานของของบริษัทจดทะเบียนภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์ และเพื่ออธิบายได้ถึงปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดผลการดำเนินงานภายหลังการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน สุดท้ายเพื่อให้ทราบถึงความสัมพันธ์ของการจัดการกำไรและการดำเนินงานในระยะยาว

3.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในการศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานที่ผ่านมา โดยส่วนใหญ่พบว่าผลการดำเนินงานของบริษัทภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์จะลดลงในอนาคตโดยมีสาเหตุหลักมาจากการจัดการกำไร แต่ยังมีการศึกษาที่พบว่าผลการดำเนินงานของบริษัทนั้นเพิ่มขึ้น โดยมีหลายปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดแตกต่างกันไป โดยผู้ทำวิจัยแบ่งงานวิจัยที่เกี่ยวข้องตามปัจจัยที่งานวิจัยนั้นมุ่งศึกษา ได้แก่ การจัดการกำไร การสนับสนุนด้านการเงินจากกิจการร่วมลงทุน การกำกับดูแลกิจการ ความโปร่งใสในการรายงานข้อมูลทางการเงิน คุณภาพของกำไร

การจัดการกำไร

การจัดการกำไร (Earnings Management) ตามคำนิยามของ Healy and Wahlen (1999) กล่าวว่า การจัดการกำไรเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการจัดท่างบการเงินและจัดโครงสร้างรายการทางการเงินเพื่อให้รายการทางการเงินนั้น สื่อให้ผู้มีส่วนได้เสียของกิจการเข้าใจผลการดำเนินงานของกิจการผิดไปจากความเป็นจริง หรือเพื่อผลประโยชน์ตามสัญญาที่ขึ้นกับตัวเลขทางบัญชี โดยวิธีการที่ใช้ในการบันทึกบัญชีและแสดงรายการทางธุรกิจที่เกิดขึ้นในงบการเงินอาจมีผลกระทบต่อเป้าหมายของนักลงทุนต่อฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัท

การจัดการกำไรสามารถจัดประเภทได้เป็น 2 ประเภทหลัก คือ การจัดการผ่านรายการคงค้าง (Accruals management) และการสร้างรายการทางธุรกิจ (Real Earning Management Activities) โดย Dechow and Skinner (2000) ได้ให้นิยามการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง (Accruals Management) ว่าเป็นการจัดการที่เกี่ยวข้องกับทางเลือกของวิธีการบันทึกบัญชี โดยยังคงอยู่ภายในขอบเขตของหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป (Generally Accepted Accounting Principles: GAAP) ในการที่พยายามจะบิดบังผลการดำเนินงานที่แท้จริง

จากการศึกษาที่พบว่าปัจจัยสำคัญที่กำหนดผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์ คือ ระดับของการจัดการกำไรก่อนออกจำหน่าย IPO ได้แก่ การศึกษาของ Liao et al. (2015) ที่ศึกษาการจัดการกำไรในระหว่างช่วงห้ามขายหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ IPO ในสหรัฐอเมริกา พบว่าความสัมพันธ์ของรายการคงค้างเกินปกติ (Abnormal Accruals) ที่ใช้เป็นตัวแทนในการจัดการกำไร กับผลการดำเนินงานหลังพ้นช่วงห้ามขายหุ้นมี

ความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม โดยพิจารณาจากอัตรากำไรก่อนค่าเสื่อมราคาและภาษีเงินได้ต่อสินทรัพย์ (OPROA) ที่ลดลง และผลที่ได้แสดงให้เห็นว่าขนาดของบริษัท (Size) และการสนับสนุนด้านการเงินของธุรกิจเงินร่วมลงทุน (Venture Capital-Backed) มีระดับนัยสำคัญที่สูง สอดคล้องกับการศึกษาของ Ertimur, Sletten, Sunder and Weber (2017) ศึกษาเกี่ยวกับการจัดการกำไรต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในระยะยาว ซึ่งพบว่ารายการคงค้างเกินปกติส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทในระยะยาวลดลงในระยะเวลา 3 ปีหลังจากเข้าจดทะเบียน

และจากการศึกษาของ DuCharme, Malatesta and Sefcik (2001) ได้ตรวจสอบบทบาทของการจัดการกำไรของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ก่อนจะเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 171 บริษัท โดยใช้รายการคงค้างเกินปกติด้วยการคำนวณจากทั้ง 2 วิธี คือ รายการคงค้างหมุนเวียนเกินปกติ (Working Capital Accruals) และรายการคงค้างเกินปกติรวม (Total Accruals) เป็นตัวแทนของการจัดการกำไร และคำนวณผลการดำเนินงานของบริษัทจาก 2 มิติ คือ ผลตอบแทนของหุ้นแบบซื้อและถือ (Buy-and-hold Stock Returns) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับด้วยค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของอุตสาหกรรม (Industry-adjust Return on Equity) ซึ่งจากผลการศึกษาพบว่ารายการคงค้างเกินปกติมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าเริ่มต้นของบริษัท โดยเจ้าของบริษัทอาจจะต้องการเพิ่มมูลค่าของการเสนอขายของพวกเขา ด้วยการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างเพื่อบิดเบือนงบการเงินกับนักลงทุน และพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามระหว่างรายการคงค้างเกินปกติในช่วงของการเสนอขายหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานที่ตามมาของบริษัท เพื่อยืนยันผลดังกล่าวผู้วิจัยกลุ่มนี้ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของรายการคงค้างเกินปกติในปีก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ ซึ่งก็ได้ผลการศึกษาเช่นเดียวกัน คือ พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม

แต่ผลการศึกษาเหล่านี้ขัดแย้งกับการศึกษาของ Gunny (2010) ที่ได้ศึกษาผลของการจัดการกำไรที่มีต่อผลการดำเนินงานในระยะยาวหลังออกจำหน่ายหลักทรัพย์ โดยใช้การจัดการกำไรผ่านการสร้างรายการทางธุรกิจ (Real Earning Management Activities) ที่เกี่ยวข้องกับการการเพิ่มกำไร และลดค่าใช้จ่ายที่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร ทั้ง 4 วิธีมาพิจารณา ได้แก่ การลดค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา การลดค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร การเลื่อนช่วงเวลาของการจำหน่ายสินทรัพย์เพื่อรับรู้กำไรจากการขาย และการเพิ่มยอดขายโดยการให้ส่วนลดการค้าพิเศษ หรือการผ่อนผันเครดิตทางการค้าและการผลิตสินค้าเกินความจำเป็นเพื่อลดต้นทุนขาย ซึ่งผลการศึกษา

พบว่าบริษัทที่ใช้การจัดการกำไรผ่านการสร้างรายการทางธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการลดค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา และการลดค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร จะทำให้ผลการดำเนินงานในอนาคต ซึ่งวัดด้วยอัตรากำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวมปรับด้วยค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม (Industry-adjusted ROA) เพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากการตัดค่าใช้จ่ายที่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร ทำให้กำไรของบริษัทเพิ่มสูงกว่าบริษัทที่ไม่ได้ใช้การจัดการกำไรด้วยวิธีนี้

และมีหลายการศึกษาที่ได้แสดงให้เห็นเพิ่มเติมถึงปัจจัยที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท คือ คุณภาพของกำไร (Earnings Quality: EQ) เช่น ในการศึกษาของ Mahmud, Ibrahim and Pok (2009) ได้ศึกษาคุณภาพของกำไรที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศมาเลเซีย โดยวัดผลการดำเนินงานจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และ Tobin's Q ผลการศึกษาพบว่าเมื่อใส่ปัจจัยควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Size) ระดับการก่อหนี้ (Leverage) และอัตราการเติบโตของบริษัท (Growth) แล้ว คุณภาพของกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัท เช่นเดียวกับการศึกษาของ Machdar, D.R.M. and Murwaningsari (2017) ที่พบว่าคุณภาพของกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานจากกลุ่มตัวอย่างของบริษัทในกลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในประเทศอินโดนีเซียและสิงคโปร์ แต่อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้ยังพบว่าผลการดำเนินงานในระยะยาวของกลุ่มตัวอย่างนั้นลดลง ซึ่งปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดที่สำคัญคือ การจัดการกำไรผ่านการสร้างรายการทางธุรกิจ (Real Earnings Management)

ข้อกำหนดด้านการห้ามขายหุ้น

Silent Ratio หรือ สัดส่วนการห้ามขายหุ้น จากที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีข้อกำหนดว่า ผู้เข้าขาย Strategic Shareholders จะถูกห้ามนำหุ้นของตนซึ่งมีจำนวนรวมกัน 55% ของทุนชำระแล้วหลัง IPO ออกขายภายในกำหนดระยะเวลา 3 ปี นับแต่วันที่หุ้นเริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม หลังจากหุ้นซื้อขายครบ 1 ปี สามารถทยอยขายหุ้นได้ในอัตราส่วนไม่เกิน 20% ของหุ้นที่ถูกห้ามขาย และเมื่อครบกำหนดระยะเวลาทุก 6 เดือน สามารถทยอยขายหุ้นได้อีก 20% ของหุ้นที่ถูกห้ามขาย ซึ่งจากการศึกษาของ (Liao et al., 2015) พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามระหว่างบริษัทที่ตั้งใจจะนำหุ้นมาอยู่ในข้อกำหนดที่นานขึ้นกับผลการดำเนินงานหลังออกจำหน่าย

การสนับสนุนด้านการเงินจากธุรกิจเงินร่วมลงทุน

ธุรกิจเงินร่วมลงทุน (Venture Capital) หมายถึง กิจการที่ลงทุนในหุ้น (Equity) ของธุรกิจที่ยังไม่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยที่ธุรกิจที่เป็นเป้าหมายของการลงทุนดังกล่าว มักเป็นบริษัทที่เริ่มก่อตั้ง และมีศักยภาพในการเติบโต จากการศึกษาของ (Liao et al., 2015) พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามของบริษัทที่มีการสนับสนุนด้านการเงินจากธุรกิจเงินร่วมลงทุนกับผลการดำเนินงานโดยพิจารณาจากอัตรากำไรก่อนค่าเสื่อมราคาและภาษีเงินได้ต่อสินทรัพย์ (OPROA) ที่ลดลง ทั้งในบริษัทขนาดใหญ่และบริษัทขนาดเล็ก

ในขณะที่จากการศึกษาของ Megginson and Weiss (1991) ที่ได้ตรวจสอบบทบาทของธุรกิจเงินร่วมลงทุน จากผลการศึกษาพบความสัมพันธ์ในทิศทางระหว่างบริษัทที่มีการสนับสนุนด้านการเงินจากธุรกิจเงินร่วมลงทุนกับผลการดำเนินงาน เนื่องจากธุรกิจเงินร่วมลงทุนจะช่วยนำบริษัทเข้าจดทะเบียนด้วยต้นทุนการจดทะเบียนและเสนอขายหลักทรัพย์ที่ถูกลงกว่า และช่วยทำให้บริษัทสามารถระดมเงินทุนจากการเสนอขายหลักทรัพย์ได้สูงกว่า

การกำกับดูแลกิจการ

การศึกษาของ Chang, Lin, Tam and Wong (2010) ศึกษาปัจจัยที่กำหนดผลตอบแทนของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ IPO ในประเทศจีน ด้วยการศึกษากลับไปหาต้นตอของราคาหลักทรัพย์ (Stock Performance) พบว่าปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดที่แข็งแกร่งที่สุด คือ อัตราส่วนราคาปิดในวันแรก ต่อกำไรหลังหักภาษีต่อหุ้น (Aftermarket P/E ratio) และพบว่าขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับผลตอบแทนหลังออกจำหน่ายอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากขนาดของคณะกรรมการที่ใหญ่เกินไป (Over-sized Boards) ไปลดความมีประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ นอกจากนี้ ยังพบว่าขนาดของบริษัท (Firm Size) และอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด (B/M ratio) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทน

สอดคล้องกับการศึกษาของ Darmadi and Gunawan (2013) ที่ศึกษาบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ IPO ของประเทศอินโดนีเซีย ที่เสนอขายในช่วงปี 2003 - 2011 ผลการศึกษาพบว่าขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในขณะที่สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (Board

Independence) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ

ความโปร่งใสในการรายงานข้อมูลทางการเงิน

ในการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างความโปร่งใสในการรายงานข้อมูลทางการเงินกับผลตอบแทนของบริษัท ได้แก่ การศึกษาของ Jo and Kim (2007) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความถี่ของการเปิดเผยข้อมูลและการจัดการกำไร รวมถึงศึกษาผลกระทบของความสัมพันธ์ดังกล่าวต่อผลตอบแทนหลังออกจำหน่าย จากการใช้กลุ่มตัวอย่างของการเสนอขายหลักทรัพย์เพิ่มทุน (Seasoned Equity Offering: SEO) จำนวน 1,431 บริษัทในสหรัฐอเมริกา ผลที่ได้แสดงให้เห็นว่า เมื่อบริษัทมีความโปร่งใสจากความถี่ในการเปิดเผยข้อมูล (Disclosure Frequency: DL) สูง จะทำให้ลดปัญหาด้านข้อมูล (Information Problems) ลง เช่น ปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน นำไปสู่การจัดการกำไรที่ลดลงที่วัดจาก Performance-adjusted Discretionary Total Accruals และส่งผลให้ผลการดำเนินงานหลังออกจำหน่ายที่สูงกว่าโดยเปรียบเทียบ นอกจากนี้ มีการศึกษาที่แสดงหลักฐานให้เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูลจะไปเพิ่มความโปร่งใส และลดปัญหาของข้อมูล (Healy and Palepu, 2001) อย่างไรก็ตาม ก็มีความเป็นไปได้ว่าผู้บริหารของบริษัทอาจจะใช้กลยุทธ์ของการเปิดเผยข้อมูลในการลดความโปร่งใสและเพื่อทำให้ราคาหุ้นของบริษัทพวกเขาเพิ่มสูงขึ้น (Lang and Lundholm, 2000) แต่หากตัวกลางด้านข้อมูล (Information Intermediaries) อาทิ นักวิเคราะห์ทางการเงิน ผู้ออกและจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ผู้สอบบัญชี เป็นต้น มีประสิทธิภาพแล้ว การเปิดเผยข้อมูลจะมีแนวโน้มทำให้ความโปร่งใสเพิ่มขึ้น

และการศึกษาของ Chen, Lin, Chang and Lin (2013) ได้ศึกษาความไม่แน่นอนของข้อมูล (Information Uncertainty) ในช่วงออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO โดยวัดผลการดำเนินงานระยะยาวจากอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีความไม่แน่นอนของข้อมูลในระดับสูงจะทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงในอนาคต แต่ทั้งนี้ ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีความไม่แน่นอนของข้อมูลในระดับต่ำกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

นอกจากนี้ ยังมีตัวแปรที่น่าสนใจที่มีลักษณะเฉพาะสำหรับประเทศไทย คือ ตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับกฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตัวแปรแรก คือ

การจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณ Benefactor หรือ ผู้มีอุปการคุณ หมายถึง บุคคลที่มีความสัมพันธ์ในลักษณะของการช่วยเหลือเกื้อกูลกับบริษัทที่ออกหุ้น เช่น ลูกค้า ผู้จำหน่ายวัตถุดิบ พนักงานของบริษัทในเครือ หรือ กิจกรรมที่จะเข้ามาร่วมธุรกิจ เป็นต้น โดยผู้มีอุปการคุณสามารถแบ่งกลุ่มได้เป็น 2 กลุ่มหลัก ได้แก่ กลุ่มที่เป็นผู้สนับสนุนทางธุรกิจการจัดสรรให้กับกลุ่มนี้จะช่วยจุนเจือบริษัทในทางการค้า และการจัดสรรให้กับ Underwriter ซึ่งการจัดสรรหุ้นให้กับกลุ่มนี้อาจจะไม่มีผลโดยตรงต่อผลการดำเนินงาน และตัวแปรที่สอง คือ สัดส่วนการห้ามขายหุ้นเมื่อเทียบกับหุ้นที่ชำระแล้วของผู้เข้าข่าย Strategic Shareholders

เนื่องจากผลการศึกษาที่หลากหลายข้างต้น จึงเป็นที่น่าสนใจว่าผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์ว่าเป็นอย่างไรในระยะยาว และปัจจัยใดบ้างที่เป็นตัวกำหนดผลประกอบการภายหลังการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน ซึ่งจากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องนำมาสู่ตัวแปรสำคัญที่จะศึกษา คือ การกำกับดูแลกิจการ ระดับของการจัดการกำไร การสนับสนุนด้านการเงินจากธุรกิจเงินร่วมลงทุน และกฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์

3.3 ระเบียบวิธีวิจัย

3.3.1 ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัย

ในการศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลบริษัทที่ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก (IPO) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ เพื่อให้ครอบคลุมทุกขนาดของบริษัทจดทะเบียน ทั้งบริษัทขนาดใหญ่ กลางและเล็ก โดยเป็นบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ในช่วง พ.ศ. 2551 - พ.ศ. 2556 ทั้งนี้ ไม่รวมการเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และหน่วยลงทุนของกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน ซึ่งจะศึกษาเฉพาะบริษัทที่ทำการเสนอขายหุ้นสามัญในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน (Fincial) ซึ่งประกอบด้วย บริษัทที่ประกอบธุรกิจธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากรูปแบบการดำเนินธุรกิจและโครงสร้างทางการเงินของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีความแตกต่างจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ อย่างมีสาระสำคัญ ซึ่งทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างจำนวนทั้งสิ้น 84 บริษัท โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ประเภทข้อมูลแบบ Panel Data ตั้งแต่ พ.ศ. 2551 - พ.ศ. 2559 อันได้แก่ ข้อมูลงบการเงินรายปี ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงิน รวมถึงข้อมูลเชิงคุณภาพในหนังสือชี้ชวนของบริษัท และรายงานผลการขายหลักทรัพย์ ซึ่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานำมาจากแหล่งต่างๆ ดังนี้

- 1) ข้อมูลงบการเงินรายปีจากแบบฟอร์ม 56-1 ข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ และรายงานผลการงานขายหลักทรัพย์ (แบบ 81-1-IPO) จากเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
- 2) ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินจากฐานข้อมูลจากโปรแกรม THOMSON REUTERS Datastream และโปรแกรม SETSMART
- 3) ข้อมูลรายละเอียดของบริษัทต่างๆ เช่น รายงานประจำปี จากเว็บไซต์ของบริษัท

3.3.2 วิธีที่ใช้ในการวิจัย

ในการวัดผลการดำเนินงานระยะยาว (Lond-run Performance) ของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก โดยเริ่มตั้งแต่ปีที่บริษัทเสนอขายหลักทรัพย์ และภายหลังการเป็นบริษัทจดทะเบียน เป็นเวลา 1 ปี, 2 ปี และ 3 ปี ซึ่งจากการรายงานการศึกษาที่ผ่านมา พบว่า งานวิจัยโดยส่วนใหญ่เน้นใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset: ROA) ในการวัดความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทในระยะยาว อย่างไรก็ตาม เพื่อให้ผลการศึกษามีความน่าเชื่อถือมากขึ้น ทางผู้วิจัยจึงใช้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) กระแสเงินสดจากดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Cash Flow from Operation Activities to Total Assets: CFO/TA) ในการวัดผลการดำเนินงานระยะยาวควบคู่กันไปด้วย เพื่อดูผลกระทบของการจัดการกำไรผ่านมุมมองอื่นๆ เพิ่มเติม

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงพิจารณาวัดผลการดำเนินงานของบริษัทจาก 3 มุมมอง ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัทเมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของตลาด (Market-adjust ROA), อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของตลาด (Market-adjust ROE) และกระแสเงินสดจากดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TA) แล้วนำมาศึกษาหาปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดผลการดำเนินงานดังกล่าว โดยใช้วิธีการประมาณค่าแบบ Panel Model ซึ่งจะได้เลือกใช้วิธีการประมาณค่าแบบผลกระทบคงที่ (Fixed Effect Regression Model) แสดงได้ดังสมการที่ 3.1

$$Performance_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Earnings\ Management_{i,t} + \beta_2 Regulation_i + \beta_3 VCBacked_i + \beta_4 Corporate\ Governance_{i,t} + \beta_5 Proceed_i + \beta_6 Control\ Variable_{i,t} \quad (3.1)$$

โดยที่ Performance _{i,t}	คือ ผลการดำเนินงานของบริษัท
Earnings Management _{i,t}	คือ ระดับของการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง เกินปกติ (Discretionary Accruals)
Regulation _i	คือ กฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์ ประกอบด้วย
- Silent Ratio _i	คือ สัดส่วนหุ้นที่ถูกกำหนดห้ามขายเมื่อเทียบกับ หุ้นที่ชำระแล้ว
- Benefactor Ratio _i	คือ สัดส่วนการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณ
VC-Backed _i	คือ การสนับสนุนทางการเงินของธุรกิจเงินร่วม ลงทุน
Corporate Governance _{i,t}	คือ การกำกับดูแลกิจการ ประกอบด้วย
- Board Composite _{i,t}	คือ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท
- Board Independence _{i,t}	คือ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ
- Disclosure _{i,t}	คือ ความถี่ของการเปิดเผยข้อมูล
Control Variable _{i,t}	คือ ตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย
- Proceed _i	คือ ลอการิทึมของมูลค่าการระดมทุนจากการ ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO
- Age _{i,t}	คือ อายุของบริษัท
- Price to Book _{i,t}	คือ การเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์
- Year _i	คือ ปีที่เสนอขายหลักทรัพย์
- Industry _i	คือ อุตสาหกรรม

จากแบบจำลองดังกล่าว ได้มีรายละเอียดและให้สมมติฐานของตัวแปรอิสระแต่ละตัวไว้ดังนี้ การจัดการกำไร (Earnings Management: EM) ในการวัดระดับของการจัดการกำไรจะพิจารณาการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างเกินปกติ โดยจากการศึกษาของ Liao and Huang (2015) พบว่ารายการคงค้างเกินปกติกับผลการดำเนินงานหลังพ้นช่วงห้ามขายหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม เพราะหากบริษัททำการจัดการกำไรก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ เช่น การเลื่อนการรับรู้ค่าใช้จ่ายสุดท้ายแล้วบริษัทก็ต้องบันทึกรายการค่าใช้จ่ายนั้นภายหลัง ทำให้กำไรที่เพิ่มขึ้นในตอนต้นนั้นลดลง แต่จากการศึกษาของ Gunny (2010) พบว่าเมื่อผู้บริหารที่ใช้การจัดการกำไรผ่านการสร้างรายการทางธุรกิจทำให้ผลการดำเนินงานในอนาคต ซึ่งวัดด้วยอัตรากำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวมปรับ

ด้วยค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม (Industry-adjusted ROA) เพิ่มสูงขึ้น ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานของการจัดการกำไรมีความสัมพันธ์ในทั้งสองทิศทางกับผลการดำเนินงานในระยะยาว

โดยในการประมาณค่ารายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals: DA) ที่ใช้เป็นตัวแทนของรายการคงค้างเกินปกติ (Abnormal Accruals) หรือระดับของการจัดการกำไรนี้ จะคำนวณจากตัวแบบ Modified Jones (1991) Model ที่เป็นวิธีที่พัฒนามาจากแบบจำลองของ Jones (1991) จึงเรียกว่า Modified Jones Model ซึ่งถูกพัฒนาขึ้นจากการศึกษาของ Dechow, Sloan and Sweeney (1995) เนื่องจากต้องการขจัดความคลาดเคลื่อนในการคำนวณรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารจากแบบจำลองต้นแบบ ซึ่งวิธีที่ถูกพัฒนาขึ้นนี้ได้เพิ่มเติมรายการการเปลี่ยนแปลงของยอดลูกหนี้การค้า (Change in Receivables) เข้ามาในสมการแบบจำลอง เพราะจากข้อสมมติฐานที่ว่าจัดการกำไรอาจทำผ่านรายการการขายเชื่อ (Credit Sales) ที่ต้องใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารในการกำหนดนโยบายการให้สินเชื่อแก่ลูกค้า ดังนั้น การขายเชื่อจึงส่งผลกระทบต่อรายได้ของบริษัท ซึ่งจากการศึกษาก่อนหน้านี้ของต่างประเทศจะศึกษาด้วยการจัดกลุ่มบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน แล้วนำมาทำการวิเคราะห์ทางสถิติภาคตัดขวาง (Cross-Section Analysis) โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Ordinary Least Square Regression: OLS)

แต่ในการศึกษานี้ เนื่องจากมีกลุ่มตัวอย่างเพียงแค่ 84 บริษัท ซึ่งเมื่อแบ่งเป็นแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมแล้วทำให้ในบางอุตสาหกรรมมีจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่เล็กเกินไปที่จะนำมาวิเคราะห์ภาคตัดขวาง ผู้วิจัยจึงแก้ปัญหานี้โดยนำบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ อยู่แล้วมาศึกษารวม ซึ่งมีแบบจำลองที่ใช้ศึกษาดังสมการที่ 3.2

$$\frac{Accrual_{i,t}}{Average TA_{i,t}} = \beta_0 \frac{1}{Average TA_{i,t}} + \beta_1 \frac{\Delta REV_{i,t}}{Average TA_{i,t}} + \beta_2 \frac{PPE_{i,t}}{Average TA_{i,t}} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.2)$$

โดย $Accrual_{i,t}$ แทนรายการคงค้างทั้งหมดของบริษัท i ในปีงบประมาณ t โดยคำนวณจากวิธีกระแสเงินสด (Cash Flow Method) ตามการศึกษาของ Hribar and Collins (2002) ซึ่งก็คือ กำไรก่อนรายการพิเศษ ลบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

$\Delta REV_{i,t}$ แทนการเปลี่ยนแปลงของรายได้รวมของบริษัท i ในปีงบประมาณ t และ $t-1$

$PPE_{i,t}$ แทนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ก่อนหักค่าเสื่อมราคาของบริษัท i ในปีงบประมาณ t

$Average TA_{i,t}$ แทนสินทรัพย์รวมเฉลี่ยของบริษัท i ในปีงบประมาณ t และ $t-1$

$\beta_0 - \beta_2$ แทนค่าสัมประสิทธิ์

$\varepsilon_{i,t}$ แทนค่าความคลาดเคลื่อน (Error Term)

เมื่อวิเคราะห์ภาคตัดขวางแล้ว จะนำค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากสมการที่ 1 ($\beta_0 - \beta_2$) เพื่อคำนวณรายการคงค้างที่คาดหวังของบริษัท i ในปีที่ t (*Expected Accrual_{i,t}*) ดังสมการที่ 3.3 หลังจากนั้น จะนำค่าที่ได้มา หักออกจากรายการคงค้างทั้งหมด เพื่อให้ได้รายการคงค้างเกินปกติของบริษัท i ในปีที่ t (*Abnormal Accrual_{i,t}*) ดังสมการที่ 3.4

$$Expected\ Accrual_{i,t} = \hat{\beta}_0 \frac{1}{Average\ TA_{i,t}} + \hat{\beta}_1 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{Average\ TA_{i,t}} + \hat{\beta}_2 \frac{PPE_{i,t}}{Average\ TA_{i,t}} \quad (3.3)$$

$$Abnormal\ Accrual_{i,t} = \frac{Accrual_{i,t}}{Average\ TA_{i,t}} - Expected\ Accrual_{i,t} \quad (3.4)$$

โดยที่ $\Delta REC_{i,t}$ แทนการเปลี่ยนแปลงลูกหนี้ทั้งหมดของปีที่ t และ $t-1$

สัดส่วนหุ้นที่ถูกกำหนดห้ามขายเมื่อเทียบกับหุ้นที่ชำระแล้ว (Silent Ratio) มีสมมติฐานที่คาดว่าจะเป็นไปได้ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงาน ตามการศึกษาของ Arthurs et al. (2009) เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้มีข้อกำหนดห้ามขายหุ้นไว้นั้น ก็เพื่อป้องกันผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นภายในที่เป็น Strategic Shareholders ขายหุ้นทิ้งออกหลักจากเข้า IPO เพราะจะส่งผลเสียต่อนักลงทุนและพนักงานของบริษัท ซึ่งหากบริษัทมีสัดส่วนหุ้นที่ถูกกำหนดห้ามขายเมื่อเทียบกับหุ้นที่ชำระแล้วในสัดส่วนที่สูงนี้ก็หมายถึงผู้บริหารไม่สามารถขายหุ้นออกได้หลังออกจำหน่ายในช่วงเวลาหนึ่ง เป็นเหมือนแรงจูงใจให้ผู้บริหารจะยังคงตั้งใจรักษาผลการดำเนินงานต่อไปในอนาคต ผู้วิจัยจึงมองความสัมพันธ์เป็นบวกต่อผลการดำเนินงานในระยะยาว

สัดส่วนการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณ (Benefactor Ratio) เป็นตัวแปรที่ยังไม่เคยมีการศึกษามาก่อน ซึ่งผู้วิจัยให้สมมติฐานที่คาดว่าจะเป็นไปได้ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในระยะยาว เพราะถ้าบริษัทมีการจัดสรรให้กับผู้มีอุปการคุณ ในกลุ่มที่เป็นผู้สนับสนุนทางธุรกิจ เช่น ผู้จัดหาวัตถุดิบ เจ้าหนี้ ลูกหนี้การค้า เป็นต้น บุคคลกลุ่มนี้จึงน่าจะมีส่วนช่วยจุนเจือบริษัทในทางการค้า ส่งผลให้ผลการดำเนินงานดีขึ้นในอนาคต

ในขณะที่การสนับสนุนทางการเงินของธุรกิจเงินร่วมลงทุน (Venture Capital-Backed) มีสมมติฐานที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในระยะยาวในทิศทางตรงข้าม ตามการศึกษาของ Liao and Huang (2015)

ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size), สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (Board Independence) ซึ่งเป็นปัจจัยที่เป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการ มีสมมติฐานว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในระยะยาว เพราะหากบริษัทมีโครงสร้างกรรมการที่ดี ไม่มี

ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ รวมถึงมีสัดส่วนของกรรมการอิสระที่สูง ก็น่าจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานในระยะยาวที่ดี เพราะกรรมการอิสระ มีหน้าที่คล้ายกับเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นรายย่อย ในการตรวจสอบนโยบาย การดำเนินงานของบริษัทให้เป็นไปตามหลักการดำเนินงานที่ถูกต้อง และดูแลรวมถึงให้ความเห็นกับคณะกรรมการบริษัท รวมถึงผู้บริหารของบริษัท โดยคำนึงถึงประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้องกับบริษัททุกฝ่าย

ความถี่ของการเปิดเผยข้อมูล (Disclosure Frequency: DL) เป็นปัจจัยอีกหนึ่งตัวที่เป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการ ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในระยะยาว โดยความถี่ของการเปิดเผยข้อมูล ผู้วิจัยได้ทำการเก็บข้อมูลจำนวนของเอกสารและข้อมูลที่บริษัทเปิดเผยทั้งหมดในปีนั้นๆ เช่น ข้อมูลการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างกรรมการลงทุนในโครงการใหม่ หรือข้อมูลที่บริษัทไม่สามารถจ่ายชำระหนี้ได้ เป็นต้น จากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th)

นอกจากนี้ อายุของบริษัท (AGE) มีสมมติฐานว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในระยะยาว เนื่องจากอายุของบริษัทสามารถบ่งบอกถึงประสบการณ์ในการดำเนินงานที่ดี และความมั่นคงของบริษัทได้ ในส่วนของอัตราการเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์ (Price to Book) มีสมมติฐานว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในระยะยาว เนื่องจากอัตราการเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์เป็นตัวแทนการเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์ เนื่องจากยิ่งบริษัทมีสัดส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีสูงบ่งชี้ว่านักลงทุนคาดการณ์ว่าบริษัทจะสามารถเติบโตได้อีกมาก

3.4 ผลการศึกษา

ในการวิเคราะห์ข้อมูล ผู้วิจัยได้นำข้อมูลที่เก็บรวบรวมมาวิเคราะห์ด้วยวิธีการทางสถิติตามวัตถุประสงค์ของการศึกษา ซึ่งแสดงได้ดังต่อไปนี้

3.4.1 ภาพรวมของข้อมูล

3.4.1.1 จำนวนและสัดส่วนของกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้ ประกอบด้วย กลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก (IPO) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ตั้งแต่ พ.ศ. 2551 - พ.ศ. 2556 โดยมีรายละเอียดของข้อมูลดังตารางที่ 3.1 และ 3.2

ตารางที่ 3.1 จำนวนและสัดส่วนตามปีที่บริษัทเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก

ปีที่เสนอขาย หลักทรัพย์	จำนวนบริษัท ที่เสนอขายหลักทรัพย์	จำนวนหลักทรัพย์ ทั้งหมด	สัดส่วน (%)
2551	11	525	2.10%
2552	16	535	2.99%
2553	10	541	1.85%
2554	9	545	1.65%
2555	17	558	3.05%
2556	26	584	4.45%

จากตารางที่ 3.1 แสดงจำนวนบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรกเฉพาะบริษัทที่ทำการเสนอขายหุ้นสามัญ จะเห็นว่า ใน พ.ศ. 2556 มีบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรกมากที่สุด จำนวน 26 บริษัท คิดเป็นสัดส่วน 4.45% ของจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด รองลงมา คือ พ.ศ. 2555 มีจำนวนบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ 17 บริษัท คิดเป็นสัดส่วน 3.05% ของจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด และปีที่มีหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนในครั้งแรกน้อยที่สุด คือ ปี 2553 มีจำนวน 9 บริษัท คิดเป็นสัดส่วน 1.65% ของจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด

ตารางที่ 3.2 จำนวนและสัดส่วนของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์แยกตามตลาดที่จดทะเบียนและกลุ่มอุตสาหกรรม

ตลาดหลักทรัพย์	กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนหลักทรัพย์
	AGRO กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	3
	CONSUMP กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	1
	INDUS กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	3
SET	PROPCON กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	8
	RESOURC กลุ่มทรัพยากร	6
	SERVICE กลุ่มบริการ	12
	TECH กลุ่มเทคโนโลยี	4
	รวม	37

ตลาดหลักทรัพย์	กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนหลักทรัพย์	
	AGRO	กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	2
	CONSUMP	กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	5
	INDUS	กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	14
mai	PROPCON	กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	9
	RESOURC	กลุ่มทรัพยากร	5
	SERVICE	กลุ่มบริการ	15
	TECH	กลุ่มเทคโนโลยี	2
	รวม		52
	รวมทั้งหมด		89

จากตารางที่ 3.2 พบว่า ข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษา แบ่งเป็นบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวน 37 บริษัท คิดเป็นสัดส่วน 41.57% โดยที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 3 บริษัท กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค 1 บริษัท กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม 3 บริษัท กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 8 บริษัท กลุ่มทรัพยากร 6 บริษัท กลุ่มบริการ 12 บริษัท และกลุ่มเทคโนโลยี 4 บริษัท สำหรับบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) มีจำนวน 52 บริษัท คิดเป็นสัดส่วน 58.43% ประกอบด้วยกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 2 บริษัท กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค 5 บริษัท กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม 14 บริษัท กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 9 บริษัท กลุ่มทรัพยากร 5 บริษัท กลุ่มบริการ 15 บริษัท และกลุ่มเทคโนโลยี 2 บริษัท มาศึกษา โดยหลังจากตัดข้อมูลของบริษัทที่มีค่าผิดปกติ (Outlier) ออกไปจำนวน 5 บริษัท จึงเหลือกลุ่มตัวอย่างจำนวน 84 บริษัท

3.4.1.2 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของปัจจัยที่กำหนดผลการดำเนินงานในระยะยาว

ปัจจัยที่กำหนดผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ มีรายละเอียดจองค่าสถิติเชิงพรรณนาดังตารางที่ 3.3 – 3.4

ตารางที่ 3.3 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของปัจจัยที่กำหนดผลการดำเนินงานในระยะยาว

ค่าสถิติ	Silent	VC-Backed	Benefactor	Proceed	Age
ค่าเฉลี่ย	0.2381	0.0952	0.2215	982,498,766	18.8800
ค่ามัธยฐาน	0	0	0.2000	266,750,000	18.1667
ส่วนเบี่ยงเบน	0.4285	0.2953	0.1488	1,821,731,966	9.7297
ค่าสูงสุด	1	1	0.6619	10,995,833,000	46.4167
ค่าต่ำสุด	0	0	0	40,000,000	2.0833

จากตารางที่ 3.3 ปัจจัยที่กำหนดผลการดำเนินงานในระยะยาว ได้แก่ ข้อกำหนดด้านการห้ามขายหุ้น (Silent) ซึ่งเป็นตัวแปรหุ่น มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2381 ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยของบริษัทจำนวน 20 บริษัทที่ผู้บริหารหรือผู้เข้าขาย Strategic Shareholders ได้สมัครใจยินยอมนำหุ้นส่วนที่ไม่ถูกสั่งห้ามขายเข้ามาอยู่ในข้อกำหนดการห้ามขายหุ้นเพิ่มเติม และมีจำนวน 64 บริษัทที่นำหุ้นเข้ามาอยู่ในข้อกำหนดตามเกณฑ์, การสนับสนุนด้านการเงินจากธุรกิจเงินร่วมลงทุน (VC-Backed) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0952 ซึ่งเป็นตัวแปรหุ่นเช่นเดียวกัน ประกอบด้วย บริษัทที่ได้รับการสนับสนุนด้านการเงินจากธุรกิจเงินร่วมลงทุนจำนวน 8 บริษัท และบริษัทไม่ได้รับการสนับสนุนจำนวน 76 บริษัท, สัดส่วนการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณ (Benefactor Ratio) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 22.15% ของการเสนอขาย และมีบริษัทที่การจัดสรรให้กับผู้มีอุปการคุณสูงสุดถึง 66.19% ของการเสนอขาย และมีบางบริษัทที่ไม่มีการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณ, มูลค่าการระดมทุนจากการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (Proceed) (หน่วย: ล้านบาท) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 982,498,766 ล้านบาท และอายุของบริษัท (Age) ตั้งแต่ก่อตั้งบริษัทจนถึงวันที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 18.88 ปี

ตารางที่ 3.4 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของปัจจัยที่กำหนดผลการดำเนินงานในระยะยาว (ต่อ)

ตัวแปร	ปี IPO		ปี IPO+1		ปี IPO+2		ปี IPO+3	
	Mean	S.D.	Mean	S.D.	Mean	S.D.	Mean	S.D.
Board Size	9.0241	1.5615	9.0595	1.5473	9.1786	1.6730	9.0952	1.6400
Board Ind.	0.3908	0.0755	0.4006	0.0695	0.3987	0.0832	0.4154	0.0877
Disclosure	17.3690	10.1159	31.1548	12.1759	34.0595	12.8432	36.6190	14.8729
Price to Book	2.5373	1.8146	3.4664	3.1640	4.6527	8.1968	3.6587	3.4186

จากตารางที่ 3.4 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size) ที่มีค่าเฉลี่ยใกล้เคียงกันในแต่ละปี คือ 9 คน, สัดส่วนของกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมด (Board Independence) โดยเฉลี่ยเท่ากับ 40%, ความถี่ของการเปิดเผยข้อมูลในปีที่เสนอขายหลักทรัพย์ บริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลโดยเฉลี่ยเท่ากับ 17.3790 ครั้งต่อปี หลังจากนั้นจึงเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ จนหลังออกจำหน่ายเป็นเวลา 3 ปี บริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลเท่ากับ โดยเฉลี่ยเท่ากับ 36.6190 ครั้งต่อปี สำหรับการเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์ (Price to Book) มีค่าเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้นหลังจากออกจำหน่าย โดยในปีที่ 3 ภายหลังจากการเป็นบริษัทจดทะเบียนมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.6587 เท่า

ในส่วนของการจัดการกำไรซึ่งเป็นตัวแปรสำคัญในการศึกษาครั้งนี้ จากตารางที่ 3.5 จะเห็นได้ว่าโดยส่วนใหญ่ค่าเฉลี่ยของระดับของการจัดการกำไร (Earnings Management) ที่วัดจากรายการคงค้างเกินปกติยังคงมีค่าเป็นบวก แม้บริษัทจะทำการเสนอขายหลักทรัพย์แล้ว โดยในปีก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ (ปี IPO-1) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.01341, ปีที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ (ปี IPO) มีค่าเฉลี่ยที่สูงขึ้น คือ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.03159 และในปีถัดมา คือ ปีหลังออกจำหน่ายเป็นเวลา 1 ปี, 2 ปี และ 3 ปี มีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.03505, -0.00150 และ 0.01048 ตามลำดับ แสดงว่า บริษัทเหล่านี้ไม่ได้การจัดการกำไรเพียงแค่ปีก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ แต่ยังมีระยะเวลาไปจนถึงภายหลังจากการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนด้วย

ตารางที่ 3.5 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของระดับของการจัดการกำไร

ค่าสถิติ	ระดับของการจัดการกำไร				
	ปี IPO-1	ปี IPO	ปี IPO+1	ปี IPO+2	ปี IPO+3
ค่าเฉลี่ย	0.01341	0.03159	0.03505	-0.00150	0.01048
ค่ามัธยฐาน	0.01569	0.02844	0.01645	-0.01491	0.00074
ส่วนเบี่ยงเบน	0.13976	0.12522	0.11750	0.11635	0.11081
ค่าต่ำสุด	-0.35520	-0.28874	-0.25067	-0.33495	-0.18980
ค่าสูงสุด	0.37324	0.44908	0.39072	0.46171	0.35532

จากหลายการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานในระยะยาว มักจะศึกษาการจัดการกำไรในช่วงออกจำหน่ายหลักทรัพย์ (Teoh, Welch and Wong, 1998; DuCharme, Malatesta and Sefcik, 2004) แต่มีหลายการศึกษาที่พบว่า ผู้บริหารยังคงมีแรงจูงใจในการจัดการกำไรในไตรมาสหลังจากที่ประกาศออกจำหน่าย เนื่องจากข้อกำหนดด้านการห้ามขายหุ้น (Silent Agreement) เพราะผู้บริหารหรือบุคคลที่เป็น Strategic Shareholders ของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก ต้องนำหุ้นเข้าสู่ข้อกำหนดด้านการห้ามขายหุ้นนี้กับผู้ออกและจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) เพื่อป้องกันไม่ให้บุคคลภายใน (Insiders) ขายหุ้นของพวกเขาในช่วงระหว่าง 90-180 วันหลังจากวันเสนอขาย โดยจากการศึกษาของ Field and Hanka (2001) พบว่าบุคคลภายในซึ่งเป็นบุคคลที่ตั้งใจจะขายหุ้นของพวกเขาเมื่อพ้นช่วงห้ามขายหุ้นดังกล่าว มีแรงจูงใจที่ชัดเจนในการเพิ่มราคาหุ้นของพวกเขา ดังนั้น พวกเขาจึงมีแนวโน้มที่จะจัดการกำไรจนกระทั่งถึงวันพ้นช่วงเวลาห้ามขายหุ้น รวมถึง Rangan (1998) พบว่าการจัดการกำไรเพิ่มขึ้นสูงสุด (peak) ในไตรมาสหลังออกจำหน่ายหลักทรัพย์

นอกจากนี้ จากการศึกษาของ Roosenboom, Goot and Mertens (2003) พบว่าผู้บริหารใช้การจัดการกำไรในปีแรกของการเป็นบริษัทจดทะเบียน ไม่ใช่แค่เพียงปีก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ และพบความสัมพันธ์ของระดับของการจัดการกำไรในปีแรกของการเป็นบริษัทจดทะเบียน กับราคาหลักทรัพย์ 3 ปีหลังจากเป็นบริษัทจดทะเบียนในทิศทางตรงข้าม จากเหตุผลดังกล่าว การศึกษานี้จึงตรวจสอบระดับของการจัดการกำไรทั้งก่อนและหลังการเป็นบริษัทจดทะเบียน ว่าส่งผลต่อผลการดำเนินงานในระยะยาวในระยะอย่างไร

3.4.2 ผลการดำเนินงานในระยะยาวภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์

3.4.2.1 ผลการดำเนินงานในระยะยาวภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์แยกตามตลาดที่เข้าจดทะเบียน

ผู้วิจัยได้เลือกใช้ผลการดำเนินงานในระยะยาวภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์จาก 3 มุมมอง ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัทเทียบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของตลาด (Market-adjust ROA), อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเทียบกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของตลาด (Market-adjust ROE) และกระแสเงินสดจากดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TA) สาเหตุที่ใช้ค่าส่วนเกินเมื่อเทียบกับตลาด หรือ Market-adjust Return นั้น ก็เพื่อลดปัญหาของบริษัทที่มาจากทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์และเสนอขายไม่พร้อมกัน ส่งผลให้ภาวะเศรษฐกิจในแต่ละปีจึงแตกต่างกัน จึงเป็นที่มาของการนำค่าเฉลี่ยของ ROA และ ROE ของทุกบริษัทจดทะเบียนทั้งตลาด โดยแยกเป็นค่าเฉลี่ยของ ROA และ ROE ของบริษัททั้งหมดที่จดทะเบียน

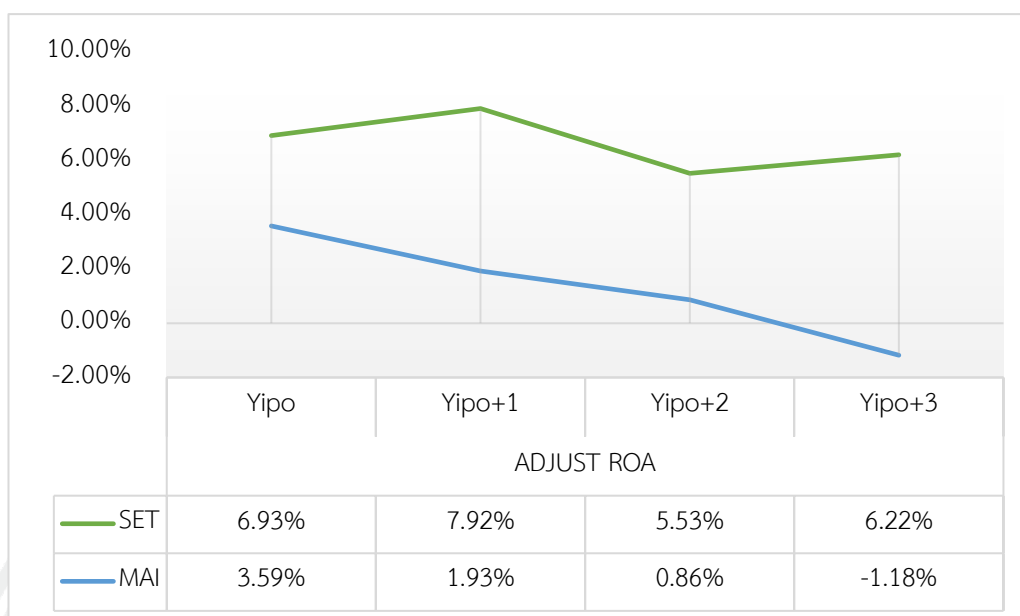
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และค่าเฉลี่ยของ ROA และ ROE ของบริษัททั้งหมดที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) มาลบออกจากแต่ละบริษัท โดยมีค่าสถิติเชิงพรรณนาของผลการดำเนินงานในแต่ละมุมมองดังนี้

ตารางที่ 3.6 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัทเทียบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของตลาด (Market-adjust ROA)

ค่าสถิติ	Market-adjust ROA			
	ปี IPO	ปี IPO+1	ปี IPO+2	ปี IPO+3
ค่าเฉลี่ย	0.04941	0.04355	0.02752	0.01815
ค่ามัธยฐาน	0.03619	0.04218	0.03611	0.01794
ส่วนเบี่ยงเบน	0.07949	0.10763	0.13333	0.10687
ค่าต่ำสุด	-0.14611	-0.64980	-0.75946	-0.41364
ค่าสูงสุด	0.37733	0.32156	0.39189	0.24542

จากตารางที่ 3.6 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเมื่อเทียบกับตลาด (Market-adjust ROA) ในปีที่ออกจำหน่าย และภายหลังการเป็นบริษัทจดทะเบียนเป็นระยะเวลา 1 ปี, 2 ปี และ 3 ปี ซึ่งจากตารางจะเห็นได้ว่า ค่า Market-adjust ROA มีค่าเฉลี่ยที่ลดลงเรื่อยๆ โดยในปีที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ (IPO) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.04941 และในปีถัดมา คือ ปีที่ 1, 2 และ 3 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.04355, 0.02752 และ 0.01815 ตามลำดับ

แต่หากพิจารณาแยกตามตลาดหลักทรัพย์ที่บริษัทเข้าจดทะเบียน 2 ตลาด คือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ดังภาพที่ 3.2 ที่แสดงค่าเฉลี่ยของ Market-adjust ROA ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ จะเห็นว่า บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีผลการดำเนินงานในระยะยาวที่ดีกว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ซึ่งกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ นี้เองที่ทำให้ค่าเฉลี่ยของ Market-adjust ROA ในภาพรวมนี้ลดลง



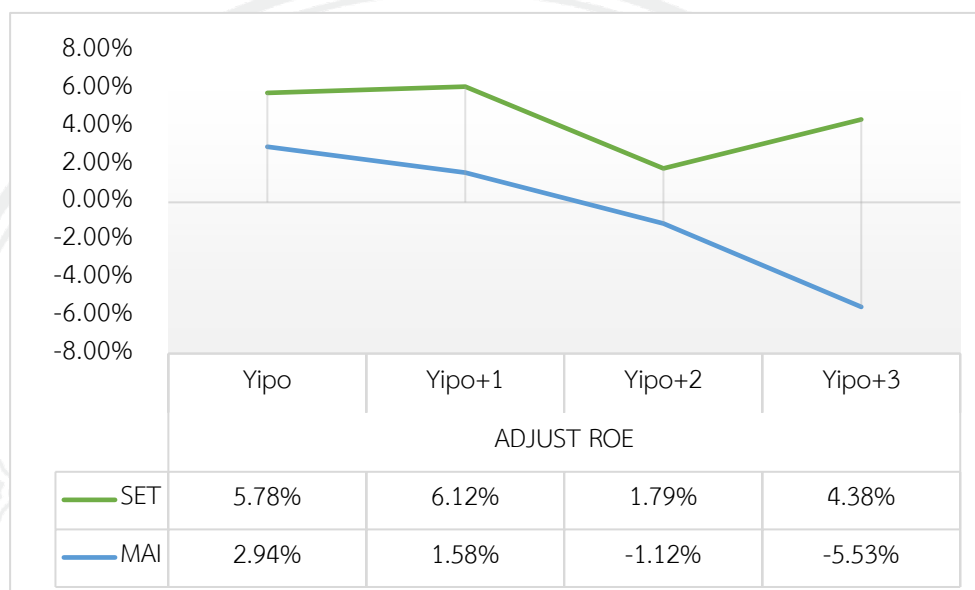
ภาพที่ 3.2 กราฟค่าเฉลี่ยของ Market-adjust ROA แยกตลาด SET และ mai

และเมื่อพิจารณาผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเมื่อเทียบกับตลาด (Market-adjust ROE) ดังตารางที่ 3.7 ก็ได้ผลที่สอดคล้องกันกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเมื่อเทียบกับตลาด หรือ Market-adjust ROA กล่าวคือ ค่าเฉลี่ยของ Market-adjust ROE นั้นมีแนวโน้มที่ลดลงเรื่อยๆ

ตารางที่ 3.7 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเทียบกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของตลาด (Market-adjust ROE)

ค่าสถิติ	Market-adjust ROE			
	ปี IPO	ปี IPO+1	ปี IPO+2	ปี IPO+3
ค่าเฉลี่ย	0.04091	0.03417	0.00057	-0.01518
ค่ามัธยฐาน	0.03295	0.04051	0.03540	0.01072
ส่วนเบี่ยงเบน	0.14053	0.15453	0.24130	0.18665
ค่าต่ำสุด	-0.42275	-0.97030	-1.61462	-0.74201
ค่าสูงสุด	0.80993	0.37567	0.48071	0.36160

โดยในปีที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ (IPO) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.04091 และในปีถัดมา คือ ปีหลังออกจำหน่ายเป็นเวลา 1 ปี, 2 ปี และ 3 ปี มีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.03417, 0.00057 และ -0.01518 ตามลำดับ ซึ่งมีสาเหตุหลักมาจากค่า Market-adjust ROE ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ที่ลดลง จึงส่งผลให้ค่าเฉลี่ยในภาพรวมนั้นลดลง แสดงดังภาพที่ 3.3



ภาพที่ 3.3 กราฟค่าเฉลี่ยของ Market-adjust ROE แยกตลาด SET และ mai

ผลการดำเนินงานในระยะยาวภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์อีกตัวที่นำมาศึกษา คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย (CFO/TA) มีค่าสถิติเชิงพรรณนาดังตารางที่ 3.8 เมื่อพิจารณาจากค่าเฉลี่ยก็จะเห็นว่า ภายหลังจากการเป็นบริษัทจดทะเบียนนั้น ค่าเฉลี่ยของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย มีการเปลี่ยนแปลงไม่มากนัก โดยในปีที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ (IPO) มีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.08951 และในปีถัดมา คือ ปีหลังออกจำหน่ายเป็นเวลา 1 ปี, 2 ปี และ 3 ปี มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.07933, 0.10816 และ 0.06186 ตามลำดับ

ตารางที่ 3.8 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของผลการดำเนินงานที่วัดด้วยกระแสเงินสดจากดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TA)

ค่าสถิติ	CFO/TA			
	ปี IPO	ปี IPO+1	ปี IPO+2	ปี IPO+3
ค่าเฉลี่ย	0.08951	0.07933	0.10816	0.06186
ค่ามัธยฐาน	0.08387	0.08601	0.11543	0.07232
ส่วนเบี่ยงเบน	0.14313	0.12045	0.15057	0.15746
ค่าต่ำสุด	-0.27609	-0.25442	-0.47241	-0.76239
ค่าสูงสุด	0.51626	0.32183	0.50498	0.40169

3.4.2.3 ผลการดำเนินงานในระยะยาวภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์แยกตามปีที่จดทะเบียน

จำนวนบริษัทและสัดส่วนของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานในระยะยาวภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์แยกตามปีที่บริษัทเข้าจดทะเบียนที่ชนะตลาด (Over) และแพ้ตลาด (Under) เมื่อเทียบกับบริษัทจดทะเบียนเดิมในตลาด โดยแบ่งเป็นการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนจาก ROA และ ROE แสดงดังตารางที่ 3.9 – 3.10

ตารางที่ 3.9 จำนวนและสัดส่วนของบริษัทที่มี Market-adjust ROA ชนะและแพ้ตลาดเมื่อเทียบกับบริษัทจดทะเบียนในตลาด แยกตามปีที่จดทะเบียน

ปีที่จดทะเบียน	ตลาดหลักทรัพย์	ผลตอบแทนเทียบกับตลาด	จำนวนบริษัทและสัดส่วน			
			ปี IPO	ปี IPO+1	ปี IPO+2	ปี IPO+3
IPO 2551	SET	Over SET	7 (87.50%)	7 (87.50%)	6 (75.00%)	6 (75.00%)
		Under SET	1 (12.50%)	1 (12.50%)	2 (25.00%)	2 (25.00%)
	mai	Over mai	0 (0.00%)	1 (33.33%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
		Under mai	3 (100.00%)	2 (66.67%)	3 (100.00%)	3 (100.00%)
IPO 2552	SET	Over SET	5 (100.00%)	5 (100.00%)	4 (80.00%)	5 (100.00%)
		Under SET	0 (0.00%)	0 (0.00%)	1 (20.00%)	0 (0.00%)
	mai	Over mai	8 (80.00%)	9 (90.00%)	8 (80.00%)	6 (60.00%)
		Under mai	2 (20.00%)	1 (10.00%)	2 (20.00%)	4 (40.00%)

ปีที่จัด ทะเบียน	ตลาด หลักทรัพย์	ผลตอบแทน เทียบกับตลาด	จำนวนบริษัทและสัดส่วน			
			ปี IPO	ปี IPO+1	ปี IPO+2	ปี IPO+3
IPO 2553	SET	Over SET	3 (100.00%)	2 (66.67%)	2 (66.67%)	2 (66.67%)
		Under SET	0 (0.00%)	1 (33.33%)	1 (33.33%)	1 (33.33%)
	mai	Over mai	6 (85.71%)	5 (71.43%)	5 (71.43%)	4 (57.14%)
		Under mai	1 (14.29%)	2 (28.57%)	2 (28.57%)	3 (42.86%)
IPO 2554	SET	Over SET	1 (50.00%)	2 (100.00%)	1 (50.00%)	1 (50.00%)
		Under SET	1 (50.00%)	0 (0.00%)	1 (50.00%)	1 (50.00%)
	mai	Over mai	5 (83.33%)	4 (66.67%)	3 (50.00%)	3 (50.00%)
		Under mai	1 (16.67%)	2 (33.33%)	3 (50.00%)	3 (50.00%)
IPO 2555	SET	Over SET	3 (50.00%)	6 (100.00%)	6 (100.00%)	6 (100.00%)
		Under SET	3 (50.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
	mai	Over mai	6 (60.00%)	7 (70.00%)	4 (40.00%)	4 (40.00%)
		Under mai	4 (40.00%)	3 (30.00%)	6 (60.00%)	6 (60.00%)
IPO 2556	SET	Over SET	9 (90.00%)	9 (90.00%)	9 (90.00%)	8 (80.00%)
		Under SET	1 (10.00%)	1 (10.00%)	1 (10.00%)	2 (20.00%)
	mai	Over mai	9 (64.29%)	11 (78.57%)	7 (50.00%)	7 (50.00%)
		Under mai	5 (35.71%)	3 (21.43%)	7 (50.00%)	7 (50.00%)

จากตารางที่ 3.9 จะเห็นได้ว่าบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเมื่อเทียบกับตลาด (Market-adjust ROA) นั้นชนะตลาด หรือ Over SET ในขณะที่บริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) โดยส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเมื่อเทียบกับตลาดที่แพ้ตลาด หรือ Under mai ซึ่งได้ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับตารางที่ 3.10 ที่คิดจำนวนและสัดส่วนการชนะหรือแพ้ตลาดจากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเมื่อเทียบกับตลาด (Market-adjust ROE) ที่บริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยมีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเมื่อเทียบกับตลาด (Market-adjust ROE) ชนะตลาด ยกเว้นบริษัทที่เข้าจดทะเบียนใน พ.ศ. 2554 ที่มีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเมื่อเทียบกับตลาดแพ้ตลาด (Under SET)

ตารางที่ 3.10 จำนวนและสัดส่วนของบริษัทที่มี Market-adjust ROE ชนะและแพ้ตลาดเมื่อเทียบกับบริษัทจดทะเบียนในตลาด แยกตามปีที่จดทะเบียน

ปีที่เข้าจดทะเบียน	ตลาดหลักทรัพย์	ผลตอบแทนเทียบกับตลาด	จำนวนบริษัทและสัดส่วน			
			ปี IPO	ปี IPO+1	ปี IPO+2	ปี IPO+3
IPO 2551	SET	Over SET	7 (87.50%)	6 (75.00%)	5 (62.50%)	6 (75.00%)
		Under SET	1 (12.50%)	2 (25.00%)	3 (37.50%)	2 (25.00%)
	MAI	Over MAI	0 (0.00%)	1 (33.33%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
		Under MAI	3 (100.00%)	2 (66.67%)	3 (100.00%)	3 (100.00%)
IPO 2552	SET	Over SET	5 (100.00%)	4 (80.00%)	3 (60.00%)	3 (60.00%)
		Under SET	0 (0.00%)	1 (20.00%)	2 (40.00%)	2 (40.00%)
	MAI	Over MAI	8 (80.00%)	8 (80.00%)	7 (70.00%)	6 (60.00%)
		Under MAI	2 (20.00%)	2 (20.00%)	3 (30.00%)	4 (40.00%)
IPO 2553	SET	Over SET	2 (66.67%)	2 (66.67%)	2 (66.67%)	2 (66.67%)
		Under SET	1 (33.33%)	1 (33.33%)	1 (33.33%)	1 (33.33%)
	MAI	Over MAI	6 (85.71%)	2 (28.57%)	5 (71.43%)	4 (57.14%)
		Under MAI	1 (14.29%)	5 (71.43%)	2 (28.57%)	3 (42.86%)
IPO 2554	SET	Over SET	1 (50.00%)	1 (50.00%)	1 (50.00%)	0 (0.00%)
		Under SET	1 (50.00%)	1 (50.00%)	1 (50.00%)	2 (100.00%)
	MAI	Over MAI	5 (83.33%)	4 (66.67%)	4 (66.67%)	3 (50.00%)
		Under MAI	1 (16.67%)	2 (33.33%)	2 (33.33%)	3 (50.00%)
IPO 2555	SET	Over SET	3 (50.00%)	5 (83.33%)	6 (100.00%)	6 (100.00%)
		Under SET	3 (50.00%)	1 (16.67%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
	MAI	Over MAI	6 (60.00%)	7 (70.00%)	4 (40.00%)	4 (40.00%)
		Under MAI	4 (40.00%)	3 (30.00%)	6 (60.00%)	6 (60.00%)
IPO 2556	SET	Over SET	6 (60.00%)	9 (90.00%)	9 (90.00%)	6 (60.00%)
		Under SET	4 (40.00%)	1 (10.00%)	1 (10.00%)	4 (40.00%)
	MAI	Over MAI	9 (64.29%)	9 (64.29%)	6 (42.86%)	6 (42.86%)
		Under MAI	5 (35.71%)	5 (35.71%)	8 (57.14%)	8 (57.14%)

3.4.2.4 ผลการดำเนินงานในระยะยาวภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์แยกขาย อุตสาหกรรม

เมื่อพิจารณาผลการดำเนินงานในระยะยาวภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์
แยกขายอุตสาหกรรมและแยกตามตลาดหลักทรัพย์ที่บริษัทเข้าจดทะเบียน ได้ผลของ
ค่าเฉลี่ยแยกขายอุตสาหกรรม ดังตารางที่ 3.11 – 3.12

ตารางที่ 3.11 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเมื่อเทียบกับตลาดภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์
แยกขายอุตสาหกรรม

ตลาด หลักทรัพย์	กลุ่มอุตสาหกรรม	Average Market-adjust ROA			
		ปี IPO	ปี IPO+1	ปี IPO+2	ปี IPO+3
SET	AGRO	12.54%	13.84%	8.36%	8.29%
	CONSUMP	7.87%	0.09%	-0.87%	-0.29%
	INDUS	5.41%	1.10%	-0.38%	-1.59%
	PROPCON	9.91%	10.56%	10.16%	3.95%
	RESOURC	0.84%	3.48%	4.16%	4.08%
	SERVICE	8.01%	10.28%	12.24%	10.39%
	TECH	4.82%	6.74%	-13.36%	8.87%
	ค่าเฉลี่ย	6.93%	7.92%	5.53%	6.22%
MAI	AGRO	-0.36%	1.30%	-3.80%	-7.16%
	CONSUMP	4.01%	5.30%	5.80%	6.89%
	INDUS	3.51%	-0.25%	-0.99%	-2.97%
	PROPCON	0.70%	4.65%	0.23%	-5.72%
	RESOURC	2.17%	1.62%	2.18%	-0.38%
	SERVICE	7.04%	6.42%	4.74%	1.72%
	TECH	-1.92%	-32.24%	-21.79%	-6.97%
	ค่าเฉลี่ย	3.59%	1.93%	0.86%	-1.18%

จากตารางที่ 3.11 จะเห็นได้ว่าบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเมื่อเทียบกับตลาดภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยในทุกปีที่ดีที่สุด คือ บริษัทที่อยู่ในกลุ่มบริการ (SERVICE) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) สำหรับบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเมื่อเทียบกับตลาดภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยในทุกปีที่ดีที่สุด คือ กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP)

ตารางที่ 3.12 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเมื่อเทียบกับตลาดภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์แยกรายอุตสาหกรรม

ตลาด หลักทรัพย์	กลุ่มอุตสาหกรรม	Average Market-adjust ROE			
		ปี IPO	ปี IPO+1	ปี IPO+2	ปี IPO+3
SET	AGRO	20.26%	12.15%	3.76%	4.63%
	CONSUMP	5.47%	-6.89%	-10.60%	-8.92%
	INDUS	5.48%	-3.44%	-7.53%	-9.30%
	PROPCON	6.76%	11.57%	11.61%	3.18%
	RESOURC	-5.85%	3.18%	6.78%	2.66%
	SERVICE	8.90%	6.83%	10.09%	8.30%
	TECH	3.19%	5.12%	-34.98%	12.66%
	ค่าเฉลี่ย	5.78%	6.12%	1.79%	4.38%
MAI	AGRO	-1.85%	3.13%	-10.04%	-21.10%
	CONSUMP	4.10%	6.59%	7.12%	7.93%
	INDUS	3.97%	-2.44%	-3.14%	-5.92%
	PROPCON	-1.96%	5.32%	-3.87%	-19.60%
	RESOURC	0.16%	6.04%	7.53%	0.63%
	SERVICE	7.22%	7.07%	3.89%	-1.25%
	TECH	-5.79%	-48.95%	-44.48%	-10.01%
	ค่าเฉลี่ย	2.94%	1.58%	-1.12%	-5.53%

จากตารางที่ 3.12 พบว่าบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเมื่อเทียบกับตลาดภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยในทุกปีที่ดีที่สุด คือ บริษัทที่อยู่ในกลุ่มบริการ (SERVICE) สำหรับบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเมื่อเทียบกับตลาดภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยในทุกปีที่ดีที่สุด คือ กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP)

3.4.3 ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดผลการดำเนินงานในระยะยาว (IPO Long-run Performance) ของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก

ในการวิจัยหาปัจจัยที่มีผลต่อผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก ภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้ผลดังตารางที่ 3.13

ตารางที่ 3.13 ผลการทดสอบหาปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก

Independent Variable	Dependent Variable					
	Market-adjust ROA		Market-adjust ROE		CFO/TA	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
EM_PREIPO	0.0746 *	0.0765	0.1111 *	0.1357	0.1444	0.1146
EM_LISTED	0.1926 ***	0.0001	0.3690 ***	0.0000	0.0000 **	0.0463
SILENRATIO	0.0392 ***	0.0080	0.0248	0.3414	0.0000	0.6461
VC	-0.0708 ***	0.0006	-0.1322 ***	0.0003	0.0120	0.5977
BENEFACOR	0.0017 *	0.0996	0.0036 **	0.0453	0.0110 ***	0.002
BOARDSIZE	-0.0059	0.1141	-0.0045	0.4971	0.1713 ***	0.0007
BOARDIND	0.0436	0.5576	-0.0091	0.9449	0.8077	0.2593
DISCLOSURE	-0.0019 ***	0.0000	-0.0030 **	0.0001	0.0000	0.4121
PROCEED	0.0090	0.2241	0.0096	0.4666	0.0261	0.2239
AGE	-0.0005	0.3886	-0.0013	0.2269	0.3566 ***	0.0056
PBV_RATIO	0.0035 ***	0.0032	0.0059	0.0044	0.0019 ***	0.0053
Year and Industry Fixed Effect	Include					
Adjusted R-squared	0.2940		0.2116		0.3800	

ผลการศึกษาจากตารางที่ 3.13 บ่งชี้ว่าระดับของการจัดการกำไรก่อนออกจำหน่าย หลักทรัพย์ (EM_PREIPO) และระดับของการจัดการกำไรภายหลังการเป็นบริษัทจดทะเบียน (EM_LISTED) ส่งผลต่อผลการดำเนินงานระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทิศทางเดียวกัน และเพื่อยืนยันผลดังกล่าว ผู้วิจัยจึงดำเนินการเปลี่ยนตัวแปรการจัดการกำไรก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ (EM_PREIPO) และการจัดการกำไรภายหลังการเป็นบริษัทจดทะเบียน (EM_LISTED) ให้อยู่ในรูปของตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) โดยกำหนดให้ มีค่าเท่ากับ 1 หากบริษัทมีการจัดการกำไร หรือ มีระดับรายการคงค้างเกินปกติมากกว่า 0 (EM_PREIPO และ EM_LISTED มีค่ามากกว่า 0) และให้ค่าเท่ากับ 0 หากไม่มีการจัดการกำไร หรือ มีระดับรายการคงค้างเกินปกติต่ำกว่า 0 (EM_PREIPO และ EM_LISTED มีค่าน้อยกว่า 0) โดยมีผลการศึกษาอยู่ในส่วนต่อมา

3.4.5 ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างและผลการดำเนินงานในระยะยาวภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์

ตารางที่ 3.14 ผลการทดสอบหาความสัมพันธ์ของการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างที่มีต่อผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทหลังออกจำหน่ายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก

Independent Variable	Dependent Variable						
	Market-adjust ROA		Market-adjust ROE		CFO/TA		
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	
D_EMPREIPO	0.0278 **	0.0244	0.0455 **	0.0373	0.0035	0.8145	
D_EMLISTED	0.0368 ***	0.0013	0.0726 ***	0.0004	-0.1302 ***	0.0000	
SILENTRATIO	0.0353 **	0.0179	0.0170	0.5171	0.0931 ***	0.0000	
VC	-0.0743 ***	0.0003	-0.1385 ***	0.0002	-0.0375	0.1301	
BENEFACOR	0.0017 *	0.0993	0.0037 **	0.0470	0.0031 **	0.0141	
BOARDSIZE	-0.0052	0.1662	-0.0033	0.6193	-0.0063	0.1682	
BOARDIND	0.0484	0.5183	0.0012	0.9929	-0.0503	0.5789	
DISCLOSURE	-0.0020 ***	0.0000	-0.0032 **	0.0000	-0.0016 ***	0.0022	
PROCEED	0.0085	0.2579	0.0083	0.5298	0.0196 **	0.0307	
AGE	-0.0005	0.4192	-0.0013	0.2382	-0.0007	0.3888	
PBV_RATIO	0.0037 ***	0.0018	0.0064 ***	0.0023	0.0027 ***	0.0581	
Year and Industry Fixed Effect				Include			
Adjusted R-squared	0.2838		0.2005		0.3710		

หมายเหตุ: D_EMPREIPO และ D_EMLISTED คือ ตัวแปรหุ่นของการจัดการกำไรก่อนออกจำหน่าย หลักทรัพย์ และตัวแปรหุ่นของการจัดการกำไรภายหลังการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน หากบริษัทมี รายการคงค้างเกินปกติ จะกำหนดให้เป็น 1 และในทางตรงข้ามหากบริษัทไม่มีรายการคงค้างเกินปกติ จะกำหนดให้เป็น 0

จากผลการศึกษาทั้งตารางที่ 3.13 และ 3.14 บ่งชี้ว่าการจัดการกำไรส่งผลต่อผลการดำเนินงานระยะยาวในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยผู้วิจัยคาดว่าระดับของการจัดการกำไรในระดับที่สูงนี้เป็นผลมาจากการเติบโตทางธุรกิจตามปกติที่ทำให้บริษัทต้องบันทึก รายการคงค้างเพิ่มขึ้นตามไปด้วย รวมถึงจากการศึกษาของ Kaplan (1985) ที่ระบุว่ารายการคงค้าง ขึ้นกับสถานะเศรษฐกิจ (Economic Conditions) ที่บริษัทเผชิญอยู่ เพื่อศึกษาถึงเหตุผลข้างต้น จึงได้ ทำการแบ่งการจัดการกำไรก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ออกเป็นค วอร์ไทล์ (Quartile) โดยกลุ่มควอร์ไทล์ที่ 1 (Q1) เป็นบริษัทที่มีการจัดการกำไรต่ำที่สุด และกลุ่ม ควอร์ไทล์ที่ 4 (Q4) เป็นบริษัทที่มีระดับของการจัดการกำไรในระดับสูงที่สุด แล้วพิจารณาค่าเฉลี่ย ของอัตราการเติบโตของรายได้จากการขาย (Sales Growth Rate) ของบริษัทใน 2 ควอร์ไทล์ ดังกล่าว ได้ผลดังตารางที่ 3.15

ตารางที่ 3.15 อัตราการเติบโตของรายได้จากการขาย (Sales Growth Rate) ของบริษัทที่อยู่ใน ควอร์ไทล์ ที่ 1 และควอร์ไทล์ที่ 4

Quartile	อัตราการเติบโตของรายได้จากการขาย				
	ปี IPO-1	ปี IPO	ปี IPO+1	ปี IPO+2	ปี IPO+3
Q1	25.94%	18.80%	17.62%	7.65%	6.63%
Q4	57.58%	59.72%	16.96%	11.17%	11.77%

จากตารางที่ 3.15 จะเห็นได้ว่าอัตราการเติบโตของรายได้จากการขายของบริษัทที่อยู่ในควอร์ไทล์ที่ 1 (Q1) ในปีก่อนออกจำหน่าย ปีที่ออกจำหน่าย และปีหลังออกจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นเวลา 1 ปี, 2 ปี และ 3 ปี มีค่าเท่ากับ 25.94%, 18.80%, 17.62%, 7.65% และ 6.63% ตามลำดับ สำหรับอัตราการเติบโตของรายได้จากการขายของบริษัทที่อยู่ในควอร์ไทล์ที่ 4 (Q4) ในปีก่อนออกจำหน่าย ปีที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ และปีหลังออกจำหน่ายเป็นเวลา 1 ปี, 2 ปี และ 3 ปี มีค่าเท่ากับ 57.58%, 59.72%, 16.96%, 11.17% และ 11.77% ตามลำดับ จึงสรุปได้ว่าบริษัทจด

ทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มควอร์ไทล์ที่ 4 (Q4) มีอัตราการเติบโตของรายได้จากการขายในระดับที่สูงและสูงกว่าบริษัทในกลุ่ม Q1 ในทุกปี ยกเว้นเพียงแค่ปีหลังออกจำหน่ายหลักทรัพย์ 1 ปี (Yipo+1) ที่มีค่าต่ำกว่าเพียงเล็กน้อย

3.5 สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

3.5.1 สรุปผลการศึกษา

จากผลการศึกษาข้างต้นจึงสามารถสรุปได้ว่า

- 1) ผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ภายหลังการเป็นบริษัทจดทะเบียน สำหรับบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีผลการดำเนินงานในระยะยาวที่ไม่เปลี่ยนแปลงมากนัก ในขณะที่บริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) โดยเฉลี่ยแล้ว มีผลการดำเนินงานในระยะยาวที่ลดลง
- 2) การจัดการกำไรของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ในประเทศไทยไม่ได้จัดการแค่เฉพาะก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ แต่บริษัทยังยึดระยะเวลาของการจัดการกำไรยาวมาถึงช่วงของการเป็นบริษัทจดทะเบียน แต่อย่างไรก็ตาม สำหรับตลาดในประเทศไทย การจัดการกำไรไม่ใช่สิ่งที่ไม่ดี เพราะหากผู้บริหารของบริษัทจัดการกำไรหากใช้ในทางที่ดี ก็จะทำให้ผลการดำเนินงานในระยะยาวดีขึ้น และการจัดการกำไรในระดับที่สูงนี้เกิดจากการเติบโตทางธุรกิจตามปกติของบริษัท ที่ส่งผลให้บริษัทต้องบันทึกรายการคงค้างในระดับที่สูง ทำให้เมื่อวัดระดับของรายการคงค้างเกินปกติจึงสูงตามไปด้วย
- 3) กฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์ ทั้งสัดส่วนหุ้นที่ถูกกำหนดห้ามขายเมื่อเทียบกับหุ้นที่ชำระแล้ว และสัดส่วนการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณ มีส่วนช่วยทำให้ผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทจดทะเบียนดีขึ้น

3.5.2 อภิปรายผลการวิจัย

จากผลการศึกษาเรื่องการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานในระยะยาวของหุ้น IPO สามารถอภิปรายผลได้ดังนี้

- 1) การจัดการกำไรก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ จากการวัดค่าด้วยรายการคงค้างเกินปกติ (Discretionary Accruals) นั้นมีค่าสัมประสิทธิ์ที่เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งให้ผลที่แตกต่างจากหลายการศึกษา แต่สอดคล้องกับการสรุปความของ Armstrong et al. (2005) ที่สรุปว่า รายการคงค้างที่เกินปกติในงบการเงินนั้นเป็นผลมาจากการเติบโตที่แข็งแกร่งของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์

2) การจัดการกำไรในช่วงการเป็นบริษัทจดทะเบียน จากการประเมิน 6 ครั้ง (ในตารางที่ 3.13 – 3.14) พบว่า 5 ใน 6 ครั้ง มีค่าสัมประสิทธิ์ที่เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท

3) สัดส่วนหุ้นที่ถูกกำหนดห้ามขายเมื่อเทียบกับหุ้นที่ชำระแล้ว มีค่าสัมประสิทธิ์ที่เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับสมมติฐานการส่งสัญญาณ (Signaling Hypothesis) ที่ระบุว่าคุณภาพของบริษัทเป็นสิ่งที่นักลงทุนภายนอกไม่สามารถสังเกตได้โดยตรง ดังนั้น บริษัทที่มีคุณภาพสูงจึงใช้สัญญาณนี้เพื่อสื่อถึงคุณภาพที่สูงของบริษัท อีกทั้งการที่ผู้บริหารเต็มใจที่จะนำหุ้นของตัวเองเข้าไปอยู่ในข้อกำหนดห้ามขายสูงเกินกว่า 55% สื่อให้เห็นว่าผู้บริหารจะเต็มใจและตั้งใจในการบริหารบริษัทให้เติบโตต่อไป

4) สัดส่วนการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณ มีค่าสัมประสิทธิ์ที่เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณนั้นเกิดเป็นคุณต่อบริษัท เพราะการจัดสรรนี้ส่งผลให้ผู้มีอุปการคุณช่วยเหลือสนับสนุนแก่บริษัท เช่น การสนับสนุนด้านการค้า ทำให้มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงาน

5) การสนับสนุนทางการเงินของธุรกิจเงินร่วมลงทุน มีค่าสัมประสิทธิ์ที่เป็นลบและมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับสมมติฐาน เนื่องจากธุรกิจเงินร่วมลงทุนมักมีเป้าหมายเรื่องระยะเวลาการถือครองหุ้นที่ชัดเจน เช่น ไม่เกิน 5 ปี หรือจนกว่าจะสิ้นสุดอายุกองทุน เป็นต้น ซึ่งวิธีในการออกจากการถือครองหุ้นที่ง่ายที่สุดของธุรกิจเงินร่วมลงทุนซึ่งเป็นวิธีที่นิยมที่สุด คือ การนำหุ้นของกิจการเข้าจดทะเบียน ดังนั้น เมื่อบริษัทเข้าจดทะเบียนไปแล้ว และไม่มีธุรกิจเงินร่วมลงทุนสนับสนุนด้านการลงทุนเหมือนก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ก็เป็นไปได้ว่า ผลการดำเนินงานในระยะยาวนั้นลดลง

6) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท และสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ บ่งชี้ว่า ขนาดและสัดส่วนของกรรมการอิสระไม่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัท

7) ความถี่ของการเปิดเผยข้อมูล มีค่าสัมประสิทธิ์ที่เป็นลบและมีนัยสำคัญทางสถิติ ขัดแย้งกับสมมติฐานที่ว่า หากบริษัทมีความถี่ของการเปิดเผยข้อมูลที่สูง จะช่วยลดปัญหาด้านข้อมูล (Information Problems) และสะท้อนถึงความโปร่งใส ส่งผลต่อการดำเนินงานที่ดีในระยะยาว แต่จากผลการวิจัย สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทอาจใช้ช่องทางการเปิดเผยข้อมูลที่บ่อยครั้ง ในการให้ข้อมูลที่อาจจะเกินจริง หรือการให้ข้อมูลบ่อยครั้งเพราะบริษัทมีปัญหา เช่น การที่บริษัทไม่สามารถจ่ายชำระหนี้ได้ เป็นต้น

8) อายุของบริษัท จากการประเมิน 6 ครั้ง (ในตารางที่ 3.13 – 3.14) พบว่า 5 ใน 6 ครั้ง อายุของบริษัทไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นทางผู้วิจัยจึงเลือกที่จะสรุปว่าอายุของบริษัทนั้นไม่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในระยะยาว

9) การเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์ ค่าสัมประสิทธิ์ที่เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติต่อผลการดำเนินงานในระยะยาวทั้งจาก 3 มุมมอง ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

3.5.2 ข้อเสนอแนะ

1) การศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณะเป็นครั้งแรก เพียงแค่ใน พ.ศ. 2551 - พ.ศ. 2556 ดังนั้น ควรขยายผลการศึกษาโดยเพิ่มกลุ่มตัวอย่างมากขึ้น

2) การวัดระดับของการจัดการกำไรแค่มุมมองเดียว คือ การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างเกินปกติ ดังนั้น ในการศึกษาครั้งต่อไป ควรวัดระดับของการจัดการกำไรจากมุมมองด้านอื่น เช่น การจัดการกำไรผ่านการสร้างรายการทางธุรกิจ ซึ่งเป็นอีกหนึ่งวิธีที่การศึกษาอื่นๆ นิยมเลือกใช้วัดการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงาน เป็นต้น เพื่อเปรียบเทียบการศึกษาว່าสอดคล้องหรือแตกต่างกับการศึกษาในครั้งนี้

3) การวัดผลการดำเนินงานในระยะยาว ผู้วิจัยใช้เพียงแค่ผลการดำเนินงานในระยะยาวที่เป็นผลการดำเนินงานทางการเงิน (Operating Performance) รวมถึงในการศึกษานี้วัดผลการดำเนินงานในระยะยาวถึงเพียงแค่หลังจากที่บริษัทจดทะเบียนเป็นระยะเวลา 3 ปีเท่านั้น การศึกษาครั้งต่อไป อาจจะใช้ผลการดำเนินงานทางตลาด (Market Performance) เช่น ราคาหลักทรัพย์ หรือผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ เป็นต้น และขยายขอบเขตของระยะเวลาที่ใช้วัดผลการดำเนินงานระยะยาว

บทที่ 4

สรุปผลการศึกษา

รายงานการศึกษานี้จึงมุ่งเน้นการศึกษาว่า ปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก (IPO) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) มีปัจจัยใดบ้าง และช่วงเวลาใดที่ผู้บริหารของบริษัทเลือกใช้ในการจัดการกำไรให้เป็นไปตามเป้าหมายที่ผู้บริหารต้องการ โดยศึกษาระดับของการจัดการกำไรทั้งในปีก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ ปีที่เข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน และปีหลังเป็นบริษัทจดทะเบียน โดยใช้ข้อมูลกลุ่มตัวอย่างจำนวน 79 บริษัท ตั้งแต่ พ.ศ. 2551 - พ.ศ. 2559 มีรูปแบบข้อมูลเป็นแบบ Panel Data ด้วยการใช้รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals) เป็นตัวแทนของระดับของการจัดการกำไร (Earnings Management) และใช้แบบจำลอง Cross-section Modified Jones Model ในการประเมินระดับของการจัดการกำไร หลังจากนั้น จะเป็นการศึกษาว่าผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทภายหลังการเป็นบริษัทจดทะเบียนเป็นอย่างไร ปัจจัยใดบ้างที่เป็นตัวกำหนดผลการดำเนินงานในระยะยาว และส่วนสุดท้ายจะศึกษาถึงผลกระทบการจัดการกำไรนั้นส่งผลต่อผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรกอย่างไร ซึ่งพิจารณาผลการดำเนินงานในระยะยาวจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเมื่อเทียบกับตลาด (Market-adjust ROA) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเมื่อเทียบกับตลาด (Market-adjust ROE) และกระแสเงินสดจากดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO/TA) โดยใช้ข้อมูลจำนวน 84 บริษัท ตั้งแต่ พ.ศ. 2551 - พ.ศ. 2559 มีรูปแบบข้อมูลเป็นแบบ Panel Data

ผลการศึกษาในการศึกษาแรก คือ ช่วงเวลาที่บริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรกเลือกใช้ในการจัดการกำไร พบว่าบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทยนั้นมีการจัดการกำไรตั้งแต่ปีก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ ปีก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ และยืดระยะเวลาไปยังปีหลังออกจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นเวลา 3 ปี ซึ่งแตกต่างจากรายงานการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับการจัดการกำไรของต่างประเทศโดยส่วนใหญ่ ที่พบว่าผู้บริหารของบริษัทเลือกจัดการกำไรเพียงปีก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์ และภายในปีก่อนออกจำหน่ายหลักทรัพย์เท่านั้น โดยความแตกต่างนี้คาดว่าเกิดจาก 1. บริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ในประเทศไทยมีการเติบโตของการดำเนินงานหลังออกจำหน่ายส่งผลให้รายการคงค้างที่เกิดขึ้นจริง (Actual Accruals) สูงกว่ารายการคงค้างที่คาดหวัง (Expected Accruals) ทำให้เมื่อวัดระดับของการจัดการกำไรจึงได้ค่าที่สูง และ 2. ผู้บริหารของบริษัทในประเทศไทยต้องการจัดการกำไรเพื่อให้กำไรของบริษัทภายหลังการเป็นบริษัทจดทะเบียนมีเสถียรภาพมากขึ้น

เนื่องจากทราบว่าภายในอนาคตบริษัทก็สามารถเติบโตได้สูงขึ้นได้ ดังนั้น จึงดำเนินการรับรู้การเติบโตของผลการดำเนินงานตั้งแต่ววันนี้ ซึ่งจะช่วยให้การเติบโตของบริษัทมีเสถียรภาพนั่นเอง

สำหรับปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการจัดการกำไรนั้นสอดคล้องกับรายงานการศึกษาที่ผ่านมา ได้แก่ 1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Cash Flow From Operating: CFO) มีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันกับการจัดการกำไร 2. ขนาดของบริษัท (Size) มีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันกับการจัดการกำไร และ 3. สัดส่วนการใช้ปัจจัยทุน (Capital Intensity) มีนัยสำคัญในทิศทางตรงข้ามกับการจัดการกำไร สอดคล้องกับงานวิจัยก่อนหน้า ในขณะที่ปัจจัย 1. การสนับสนุนด้านการเงินจากธุรกิจเงินร่วมลงทุน (VC) 2. สัดส่วนหุ้นที่ถูกกำหนดห้ามขายเมื่อเทียบกับหุ้นที่ชำระแล้ว (Silent Ratio) 3. คุณภาพของผู้สอบบัญชีหรือผู้สอบบัญชีจากกลุ่ม BIG4 (BIG4) และ 4. อัตราการเติบโตของรายได้จากการขาย (Sales Growth) จากการศึกษาฉบับนี้พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไร

ส่วนปัจจัยที่มีลักษณะเฉพาะสำหรับตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย ได้แก่ 1. สัดส่วนการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่าย (Benefactor Ratio) มีนัยสำคัญทางสถิติและมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการจัดการกำไร บ่งชี้ว่ายิ่งบริษัทมีสัดส่วนของการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณมากเท่าใด จะยังมีโอกาสที่บริษัทจะถูกผู้มีอุปการคุณเข้ามามีบทบาทในการกำกับให้บริษัทมีการจัดการกำไรที่สูงขึ้นมากเท่านั้น อย่างไรก็ตาม หากบริษัทใช้ผู้สอบบัญชีจากกลุ่ม BIG4 ผู้มีอุปการคุณจะไม่สามารถเข้ามามีบทบาทในการจัดการกำไรได้ บ่งชี้ถึงความเป็นกลางและคุณภาพของกลุ่มผู้สอบบัญชีที่มาจากบริษัท BIG4 2. การระดมทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดเอ็ม เอ ไอ (mai) พบว่า บริษัทที่เลือกระดมทุนในตลาดตลาดเอ็ม เอ ไอ จะมีระดับของการจัดการกำไรมากกว่าบริษัทที่ระดมทุนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ซึ่งคาดว่าเกิดจากการที่นักลงทุนมักให้ความสนใจกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มากกว่า อาจจะช่วยเรื่องขนาดของขนาดของบริษัทที่มีทุนจดทะเบียนขนาดใหญ่กว่า หรือมีโครงการลงทุน โครงสร้างทางการเงินที่นักลงทุนคาดว่าจะแข็งแกร่งกว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ดังนั้น ผู้บริหารของบริษัทที่ระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ จึงจำเป็นต้องใช้กลยุทธ์ในการจัดการกำไรที่มากขึ้น เพื่อดึงความสนใจของนักลงทุนให้เข้ามาลงทุน

จากผลการศึกษาในหัวข้อแรกนี้ บ่งชี้ว่าหากนักลงทุนต้องการเลือกลงทุนในบริษัทที่กำลังจะออกเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่ (IPO) นักลงทุนจะต้องพิจารณาว่าบริษัทนั้นมีการจัดการกำไรมากน้อยเพียงใด โดยพิจารณาจาก 1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน 2. ขนาดของบริษัท 3. ปริมาณการใช้ปัจจัยทุน 4. สัดส่วนผู้มีอุปการคุณและบริษัทที่เป็นผู้สอบบัญชี และ 5. การเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) หรือตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai)

ผลการศึกษาถัดมา คือ การจัดการกำไรที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานในระยะยาว สามารถสรุปได้ว่า บริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) นั้นมีผลการดำเนินงานของ

บริษัทแย่ง ในขณะที่ยังมีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีผลการดำเนินงานภายหลังเป็นบริษัทจดทะเบียนไม่เปลี่ยนแปลงมากนัก ซึ่งจากผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าการจัดการกำไรมีนัยสำคัญทางสถิติและส่งผลในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งรายการคงค้างเกินปกติ หรือรายการคงค้างที่เกิดขึ้นจริงที่สูงกว่ารายการคงค้างที่คาดหวังนั้นเกิดมาจากการเติบโตตามปกติของบริษัทที่ส่งผลให้รายการคงค้างเกินปกติเพิ่มขึ้นได้อีกด้วย ซึ่งสอดคล้องกับรายงานการศึกษาของ Armstrong et al. (2005)

ในส่วนของปัจจัยอื่นๆ ได้แก่ 1. สัดส่วนหุ้นที่ถูกกำหนดห้ามขายเมื่อเทียบกับหุ้นที่ชำระแล้ว (Silent Ratio) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับสมมติฐานการส่งสัญญาณ (Signaling Hypothesis) โดยผู้บริหารเต็มใจที่จะจำกัดการซื้อขายหุ้นของตนเพื่อให้นักลงทุนมั่นใจว่าผู้บริหารจะเต็มใจและตั้งใจบริหารบริษัทให้เติบโตต่อไป 2. สัดส่วนการจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณ (Benefactor Ratio) มีค่าสัมประสิทธิ์ที่เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่า การจัดสรรหุ้นให้กับผู้มีอุปการคุณนั้น ส่งผลดีต่อบริษัท เพราะผู้มีอุปการคุณจะคอยช่วยเหลือและสนับสนุนบริษัทในระยะยาว 3. การสนับสนุนทางการเงินของธุรกิจเงินร่วมลงทุน มีค่าสัมประสิทธิ์ที่เป็นลบและมีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องกับสมมติฐาน เนื่องจากธุรกิจเงินร่วมลงทุนมักมีเป้าหมายเรื่องระยะเวลาการถือครองหุ้นที่ชัดเจน เช่น ไม่เกิน 5 ปี หรือจนกว่าจะสิ้นสุดอายุกองทุน เป็นต้น ซึ่งวิธีในการออกจากการถือครองหุ้นที่เป็นที่นิยมที่สุด คือ การนำหุ้นของกิจการเข้าจดทะเบียน ดังนั้นเมื่อบริษัทเข้าจดทะเบียนไปแล้ว และไม่มี VC สนับสนุนด้านการลงทุนเหมือนก่อน IPO ก็เป็นไปได้ว่าผลการดำเนินงานในระยะยาวนั้นลดลง 4. ขนาดของคณะกรรมการบริษัท และสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ บ่งชี้ว่าขนาดและสัดส่วนของกรรมการอิสระไม่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัท 5. ความถี่ของการเปิดเผยข้อมูล มีค่าสัมประสิทธิ์ที่เป็นลบและมีนัยสำคัญทางสถิติ ขัดแย้งกับสมมติฐานที่ว่า หากบริษัทมีความถี่ของการเปิดเผยข้อมูลที่สูง จะช่วยลดปัญหาด้านข้อมูล (Information Problem) และช่วยสะท้อนถึงความโปร่งใสของบริษัท ซึ่งส่งผลต่อการดำเนินงานที่ดีในระยะยาว แต่จากผลการวิจัย สะท้อนให้เห็นว่า บริษัทอาจใช้ช่องทางการเปิดเผยข้อมูลที่บ่อยครั้ง ในการให้ข้อมูลที่อาจจะเกินจริง หรือการให้ข้อมูลบ่อยครั้งเพราะบริษัทกำลังประสบปัญหาบางอย่าง เช่น การที่บริษัทขาดสามารถในการชำระหนี้ เป็นต้น 6. อายุของบริษัท พบว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และ 7. การเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์ ค่าสัมประสิทธิ์ที่เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับสมมติฐาน บ่งชี้ว่าบริษัทใดที่มีสัดส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีสูงแสดงให้เห็นว่านักลงทุนคาดการณ์ว่ากิจการนั้นจะมีอัตราการเติบโตที่สูงตามไปด้วย และสะท้อนออกมาในรูปของผลการดำเนินงานระยะยาวของบริษัท

จากผลของงานวิจัยฉบับนี้สะท้อนให้เห็นถึงความแตกต่างระหว่างผู้บริหารของบริษัทในประเทศไทยกับผู้บริหารในต่างประเทศ ผู้บริหารในประเทศไทยยังคงจัดการกำไรอย่างต่อเนื่อง แม้จะ

เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้วก็ตาม ขณะที่ผู้บริหารของบริษัทในต่างประเทศจะลดการจัดการกำไรลงภายหลังจากเข้าจดทะเบียน บ่งชี้ว่าบริษัทในไทยมีการเติบโตหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และผู้บริหารของบริษัทเหล่านั้นต้องการสร้างเสถียรภาพและลดความผันผวนให้กับกำไรของบริษัท ด้วยลักษณะเฉพาะของประเทศไทยนี้เองที่ส่งผลให้การจัดการกำไรและผลการดำเนินงานของกิจการปรับตัวไปในทิศทางเดียวกัน แตกต่างจากรายงานการศึกษาของต่างประเทศ

ขณะที่ปัจจัยอื่นๆ ซึ่งเป็นปัจจัยควบคุมตามรายงานการศึกษาก่อนหน้า พบว่าโดยส่วนใหญ่มีความสอดคล้องกัน มีเพียงบางปัจจัยที่ไม่มีนัยสำคัญ หรือขัดแย้งกับสมมติฐานเดิม อาทิ ความถี่ของการเปิดเผยข้อมูล เป็นต้น

สำหรับข้อจำกัดของรายงานการศึกษาชิ้นนี้ คือ การวัดระดับของการจัดการกำไรโดยใช้รายการคงค้างเกินปกติ (Abnormal Accruals) ที่คำนวณจากรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหารเพียงอย่างเดียว และใช้กลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทที่ออกเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก ในการศึกษาแรกจำนวน 79 และในการศึกษาที่สองจำนวน 84 บริษัท ดังนั้น ในรายงานการศึกษาในอนาคต อาจใช้วิธีการวัดระดับของการจัดการกำไรให้หลากหลายมากยิ่งขึ้น เช่น การวัดการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างเกินปกติจากแบบจำลองอื่นๆ หรือการจัดการกำไรผ่านการสร้างรายการทางธุรกิจ (Real Earning Management Activities) เป็นต้น และเพิ่มจำนวนของกลุ่มตัวอย่างให้มากขึ้นเพื่อยืนยันผลการศึกษานี้

บรรณานุกรม

- Alzoubi, E. S. S. (2016). Audit quality and earnings management: evidence from Jordan. *Journal of Applied Accounting Research*, 17(2), 170–189.
- Armstrong, C., Foster, G., & Taylor, D. (2016). Abnormal Accruals in Newly Public Companies: Opportunistic Misreporting or Economic Activity? *Management Science*, 62(5), 1316–1338.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2008). Earnings quality at initial public offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2–3), 324–349.
- Becker, C., Defond, M., Jiambalvo, J., & Subramanyam, K. (1998). The Effect of Audit Quality on Earnings Management*. *Contemporary Accounting Research*.
- Chang, X., Lin, S. H., Tam, L. H. K., & Wong, G. (2010). Cross-sectional determinants of post-IPO stock performance: evidence from China. *Accounting & Finance*, 50(3), 581–603.
- Chen, K. Y., Lin, K., & Zhou, J. (2005). Audit quality and earnings management for Taiwan IPO firms. *Managerial Auditing Journal*, 20(1), 86–104.
- Chen, S.-S., Lin, W.-C., Chang, S.-C., & Lin, C.-Y. (2013). Information Uncertainty, Earnings Management, and Long-run Stock Performance Following Initial Public Offerings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 40(9–10), 1126–1154.
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 2–19.
- Darmadi, S., & Gunawan, R. (2013). Underpricing, board structure, and ownership. *Managerial Finance*, 39(2), 181–200. <https://doi.org/10.1108/03074351311294016>
- Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. *SSRN Electronic Journal*.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*. American Accounting Association.
- DuCharme, L. L., Malatesta, P. H., & Sefcik, S. E. (2001). Earnings Management: IPO Valuation and Subsequent Performance. *Journal of Accounting, Auditing &*

Finance, 16(4), 369–396.

- DuCharme, L. L., Malatesta, P. H., & Sefcik, S. E. (2004). Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits. *Journal of Financial Economics*, 71(1), 27–49.
- Ertimur, Y., Sletten, E., Sunder, J., & Weber, J. (2015). When and Why Do IPO Firms Manage Earnings? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2704621>
- Field, L. C., & Hanka, G. (2001). The Expiration of IPO Share Lockups. *The Journal of Finance*, 56(2), 471–500.
- GUNNY, K. A. (2010). The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks*. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855–888.
- Hao, L. (2013). Earnings Management Around Ipo Lockup Expiration And The Role Of Auditors. Retrieved from https://fau.digital.flvc.org/islandora/object/fau%3A4184/datastream/OBJ/view/Earnings_management_around_IPO_lockup_expiration_and_the_role_of_auditors.pdf
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. *SSRN Electronic Journal*.
- Jo, H., & Kim, Y. (2007). Disclosure frequency and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 84(2), 561–590.
- Lang, M. H., & Lundholm, R. J. (2000). Voluntary disclosure and equity offerings: Reducing information asymmetry or. *Contemporary Accounting Research Winter*, 17(4).
- Liao, T.-L., Huang, C.-J., & Liu, H.-C. (2015). Earnings Management During Lockup in Explaining IPO Operating Underperformance. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 18(01), 1550002.
- Machdar, N. M., D.R.M., A. H. M., & Murwaningsari, E. (2017). *International journal of economics and financial issues*. *International Journal of Economics and Financial Issues* (Vol. 7). EconJournals.
- Mahmud, R., Ibrahim, M. K., & Pok, W. C. (2009). Earnings Quality Attributes and

- Performance of Malaysian Public Listed Firms. *SSRN Electronic Journal*.
- Meggison, W. L., & Weiss, K. A. (1991). Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 46(3), 879.
- Rangan, S. (1998). Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(1), 101–122.
- Roosenboom, P., van der Goot, T., & Mertens, G. (2003). Earnings management and initial public offerings: Evidence from the Netherlands. *The International Journal of Accounting*, 38(3), 243–266.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1935–1974.
- Wongsunwai, W. (2013, December 7). The Effect of External Monitoring on Accrual-Based and Real Earnings Management: Evidence from Venture-Backed Initial Public Offerings* The Effect of External Monitoring on Accrual-Based and Real Earnings Management: Evidence from Venture-Backed. *Contemporary Accounting Research*.
- อรรชรณ เสงแสงธรรม. (2559). การจัดการกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ (MAI). Retrieved from http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2016/TU_2016_5802020296_5528_4733.pdf

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ-นามสกุล ญาดา กীরติพงศ์ภักดี
ประวัติการศึกษา คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ภาคการบัญชี
ประสบการณ์การทำงาน -

