



การตอบสนองของตลาดต่อการเปิดเผยคำอธิบายและบทวิเคราะห์
ผลการดำเนินงาน (MD&A) สำหรับบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวมนธิชา ศุภโสภาสพันธุ์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บัญชีมหาบัณฑิต
ภาควิชาบัญชี สาขาการบัญชี
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

การตอบสนองของตลาดต่อการเปิดเผยคำอธิบายและบทวิเคราะห์

ผลการดำเนินงาน (MD&A) สำหรับบริษัทจดทะเบียน

ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวมนิชา ศุภโสภาพันธุ์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

ภาควิชาบัญชี สาขาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



How stock market responses to Management Discussion
and Analysis (MD&A)

BY

MISS MONTICHA SUPAOPASPUN



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF ACCOUNTING

FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY

THAMMASAT UNIVERSITY

ACADEMIC YEAR 2015

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวมนธิชา ศุภโสภาสพันธ์

เรื่อง

การตอบสนองของตลาดต่อการเปิดเผยคำอธิบายและบทวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน (MD&A)
สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บัญชีมหาบัณฑิต

เมื่อวันที่ 15 มิ.ย. 2559

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทธกุล)

คณบดี



(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โจรนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	การตอบสนองของตลาดต่อการเปิดเผยคำอธิบายและบทวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน (MD&A) สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นางสาวมนธิชา ศุภโสภาสพันธุ์
ชื่อปริญญา	บัญชีมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล
ปีการศึกษา	2558

บทคัดย่อ

การเปิดเผยข้อมูลคำอธิบายและบทวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับผลการดำเนินงานในแต่ละไตรมาสได้ถูกปรับเปลี่ยนข้อบังคับการเปิดเผยโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ฯและคณะกรรมการกำกับและดูแลตลาดหลักทรัพย์ฯในหลายประเทศทั่วโลกมองว่าข้อมูลส่วนนี้เป็นข้อมูลส่วนนี้ให้ประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้เสีย รวมไปถึงนักลงทุน ต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งเป็นคำอธิบายที่เปิดเผยจากฝ่ายบริหารของบริษัท

อย่างไรก็ดี จากการทดสอบข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการเปิดเผยคำอธิบายและบทวิเคราะห์ผลการดำเนินงานไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนผิดปกติ แสดงให้เห็นว่านักลงทุนไม่มีการตอบสนองต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลคำอธิบายและบทวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน ในช่วงเวลาประกาศผลการดำเนินงานรายไตรมาส

คำสำคัญ : คำอธิบายและบทวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน, ผลตอบแทนผิดปกติ, การเปิดเผยข้อมูล, ผลการดำเนินงาน

Independent Study Title	How stock market responses to Management Discussion and Analysis (MD&A)
Author	Miss Monticha Supaopaspun
Degree	Master Degree of Accounting
Department/Faculty/University	Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Asst.Prof.Dr.Somchai Supattarakul
Academic Years	2015

ABSTRACT

Management's discussion and analysis (MD&A) for Quarterly earnings announcement was changed by Stock Exchange Thailand (SET) because there are signs around the world that MD&A provides important information for stake holder including investor about the company's performance.

The result shows that there is no relationship between earning announcement with MD&A information and cumulative abnormal return.

Keywords : Management's Discussion and Analysis, MD&A, Abnormal Return, Return, Disclosure

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยความกรุณาของผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สมชาย สุภัทธกุล ท่านอาจารย์ที่ปรึกษาที่กรุณาสละเวลามาให้ความรู้และคำแนะนำต่างๆ อันเป็นประโยชน์อย่างยิ่งตลอดระยะเวลาที่ได้ทำการศึกษาอิสระนี้ อีกทั้งยังช่วยกรุณาให้คำชี้แนะในการแก้ไขรายงานการศึกษาอิสระนี้จนเสร็จสมบูรณ์ และต้องขอขอบพระคุณรองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์ ที่สละเวลาร่วมเป็นกรรมการสอบประมวลวิชา สำหรับรายงานการศึกษาอิสระนี้ด้วย

นอกจากนี้ ข้าพเจ้าขอขอบคุณเพื่อนๆ ในรุ่น MAP 11 ทุกคนที่ให้คำปรึกษา แลกเปลี่ยนความคิดเห็น ให้กำลังใจ และให้ความช่วยเหลือด้วยดี ตลอดจนเจ้าหน้าที่โครงการปริญญาโททางการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ทุกท่านที่ให้ความช่วยเหลือ ทั้งเรื่องการประสานงาน และช่วยดำเนินการต่างๆ ในการจัดทำการศึกษาอิสระนี้จนเสร็จสมบูรณ์

ท้ายที่สุด ขอขอบคุณบิดา มารดา ญาติพี่น้องและเพื่อนๆ สำหรับกำลังใจที่ดีเสมอมา หากไม่ได้ความช่วยเหลือจากบุคคลทั้งหลายเหล่านี้แล้ว ข้าพเจ้าเชื่อว่างานต่าง ๆ นั้นจะไม่สามารถลุล่วงไปได้ด้วยดี ตามที่ควรจะเป็น จึงขอขอบคุณทุกท่านมา ณ ที่นี้ด้วย

นางสาวมนธิชา ศุภโสภาสพันธุ์

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

พ.ศ.2558

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(7)
สารบัญภาพ	(8)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญ	1
1.2 วัตถุประสงค์การวิจัย	2
1.3 ขอบเขตงานวิจัย	2
1.4 ประโยชน์ที่ได้รับ	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผยคำอธิบายและบทวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน (MD&A)	4
2.1.1 งานวิจัยเกี่ยวกับ MD&A ในเชิงคุณภาพ	5
2.1.2 งานวิจัยที่ใช้ข้อมูลที่เปิดเผยใน MD&A มาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ	6
2.1.3 งานวิจัยที่ใช้ข้อมูลการคาดการณ์ที่เปิดเผยใน MD&A	6

2.2 แนวความคิดเรื่องผลตอบแทนการลงทุนและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	7
2.2.1 ผลตอบแทนจากการลงทุน	7
2.2.2 ผลตอบแทนผิดปกติ	7
2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผยข้อมูลและผลตอบแทนการลงทุน	8
2.3.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผยข้อมูลในช่วงที่การประกาศผลการดำเนินงาน	8
2.3.2 งานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับการสมัครใจเปิดเผยข้อมูล	9
2.3.3 งานวิจัยอื่นที่ศึกษาเรื่องผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลต่อราคาหลักทรัพย์ หรือผลตอบแทน	9
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	11
3.1 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล	11
3.2 ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัยและการวัดค่าตัวแปร	12
3.2.1 การวัดค่าผลตอบแทนผิดปกติ	12
3.2.2 ตัวแปรหุ่น	14
3.2.3 ตัวแปรควบคุม	14
3.3 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัยและสมมติฐานงานวิจัย	16
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	18
4.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)	18
4.2 One Sample T-Test และ Independent Sample T-Test	22
4.3 Pearson Correlation	23
4.4 การวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้นแบบพหุแบบ Fixed Effect Model	24
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	26
5.1 ประโยชน์ที่ได้รับ	26

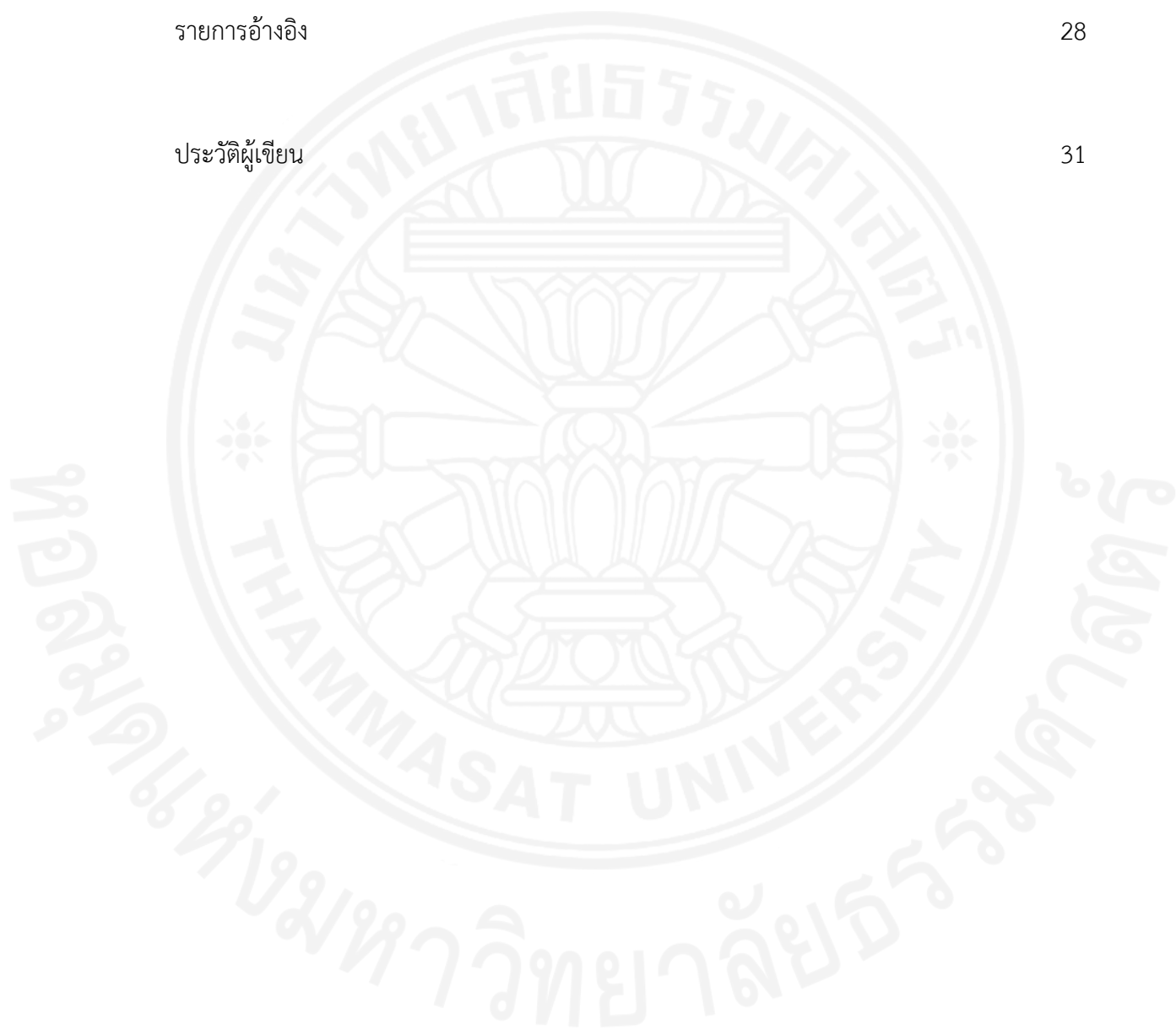
(6)

5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย 27

5.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัย 27

รายการอ้างอิง 28

ประวัติผู้เขียน 31



สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.1 แสดงจำนวนข้อมูลที่อยู่ในขอบเขตงานวิจัย	11
3.2 แสดงจำนวนข้อมูลภายหลังการคัดเลือกบริษัทที่นักลงทุนไม่สนใจ	12
4.1 แสดงการเปิดเผยข้อมูล MD&A ตามผลการดำเนินงาน 19	19
4.2 แสดงการเปิดเผย MD&A ตามข้อบังคับตลาดฯ ในปี 2557	20
4.3 แสดงจำนวนบริษัทที่เปิดเผย MD&A แบ่งตามประเภทอุตสาหกรรม	21
4.4 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)	21
4.5 แสดงค่าผลสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงประกาศผลการดำเนินงานเวลา 3 วัน 5 วัน และ 11 วัน สำหรับข้อมูลแบ่งเป็น 2 ส่วน เปิดเผย MD&A และไม่เปิดเผย MD&A	22
4.6 แสดงค่าสหสัมพันธ์ (Pearson Correlation)	23
4.7 แสดงค่าการวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้นแบบพหุ (Multiple Linear Regression Analysis) จากสมการ Lee (2012)	24

สารบัญภาพ

ภาพที่

หน้า

3.1 แสดงช่วงเวลาของข้อมูลที่นำมาใช้ในงานวิจัย

14



บทที่ 1 บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญ

คำอธิบายและบทวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน (MD&A) คือ ความเห็นของฝ่ายบริหารเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทในช่วงเวลาหนึ่ง มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้ผู้ลงทุนเข้าใจสาเหตุและปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัท อีกทั้งข้อมูลใน MD&A ยังเป็นการเปิดเผยข้อมูลในส่วนที่ไม่ใช่ตัวเลขทางการเงิน ซึ่งจะช่วยส่งเสริมภาพลักษณ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดีด้วย โดย (Cole & Jones, 2004) พบว่า ข้อมูลที่ได้รับจาก MD&A มีความสัมพันธ์ต่อการเปลี่ยนแปลงของรายได้และผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต ซึ่งสนับสนุนความคิดของ U.S. SEC, FASB และ AICPA ที่ว่าการเปิดเผย MD&A จะมีประโยชน์ต่อผู้ลงทุนและผู้เกี่ยวข้องอื่น สามารถให้ข้อมูลที่ชัดเจนและคำอธิบายงบการเงินได้ดียิ่งขึ้น จึงควรที่จะได้รับการสนับสนุนให้มีการเปิดเผย

ในหลายประเทศทั่วโลกต่างให้ความสนใจกับการเปิดเผย MD&A ในขณะที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ก.ล.ต.) ได้มีประกาศให้คำอธิบายและบทวิเคราะห์ผลการดำเนินงานเป็นส่วนหนึ่งที่ต้องเปิดเผยข้อมูลในแบบ 56-1 หรือ แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี แต่จากผลการสำรวจความเห็นของผู้ลงทุนสถาบันต่างประเทศใน CG Watch 2012 ที่จัดทำโดย Asian Corporate Governance Association ได้ระบุว่า การเปิดเผยข้อมูลที่ไม่เป็นตัวแทนเงินของประเทศไทยยังไม่ดีเพียงพอโดยตัวแปรที่สำคัญ คือ การเปิดเผยคำอธิบายและบทวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน (MD&A) ทำให้ในปี 2556 คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้พยายามส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูลในส่วนคำอธิบายและบทวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน (MD&A) เพื่อใช้เป็นแนวทางในการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวให้กับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้เปิดเผย MD&A ที่มีประโยชน์ต่อนักลงทุน โดยมีการเปิดสัมมนาแนวทางการจัดทำ MD&A การจัดทำแบบสอบถามข้อมูลที่เปิดเผยใน MD&A สำหรับแบบ 56-1 ตลอดจนการปรับปรุงข้อบังคับเรื่องการจัดทำและส่งงบการเงินและรายงานเกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน

การเปิดเผยข้อมูล MD&A เป็นส่วนหนึ่งของการเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งข้อมูลดังกล่าวจะเปิดเผยพร้อมกับงบการเงินของบริษัท ข้อมูลนี้จะช่วยอธิบายงบการเงินให้ชัดเจนยิ่งขึ้น และยังใช้เป็นช่องทางสื่อสารระหว่างผู้บริหารบริษัทกับนัก

ลงทุนและผู้ใช้งบการเงินอีกด้วย แต่เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ไม่ได้บังคับให้เปิดเผย MD&A สำหรับงบการเงินรายไตรมาสทุกบริษัท ทำให้การเปิดเผย MD&A พร้อมกับผลการดำเนินงานของบริษัทในแต่ละไตรมาสในปี 2556 เป็นความสมัครใจที่จะเปิดเผยข้อมูลของบริษัทเอง และมีข้อบังคับ¹ สำหรับการเปิดเผย MD&A ในแต่ละไตรมาสซึ่งมีผลบังคับใช้ในปี 2557 ซึ่งงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับ MD&A จะทำในแนวทางวิจัยเชิงคุณภาพ เช่น ความสำคัญ ปัญหาและอุปสรรคของการจัดทำ MD&A (สันสกฤต วิจิตรเลขการ, 2558) และคุณลักษณะของบริษัทต่อระดับการเปิดเผยข้อมูลใน MD&A (นวพร พงษ์ดิณชกุล, 2546; โชติธัญญ์ หิตะพงศ์, 2550) ในขณะที่งานวิจัยในอดีตค้นพบความสัมพันธ์ของข้อมูลผลการดำเนินงาน (Unexpected earning) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนผิดปกติของบริษัทในช่วงการประกาศผลการดำเนินงาน (Easton and Zmijewski, 1989; Collins and Kothari, 1989) ทำให้ผู้วิจัยเกิดข้อสงสัยเกี่ยวกับการเปิดเผย MD&A ซึ่งเป็นบทวิเคราะห์จากผู้บริหารที่ยื่นพร้อมกับงบการเงินของบริษัท จะส่งผลต่อการตอบสนองของนักลงทุนต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ งานวิจัยฉบับนี้จึงเกิดแนวคิดเรื่องการวิเคราะห์การเปิดเผยข้อมูล MD&A พร้อมงบการเงินรายไตรมาสส่งผลต่อการตอบสนองของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.2 วัตถุประสงค์การวิจัย

1.2.1 เพื่อศึกษาการตอบสนองของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อการเปิดเผยคำอธิบายและบทวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน (MD&A) พร้อมกับการประกาศผลการดำเนินงานของบริษัทฯในรายไตรมาส

1.3 ขอบเขตงานวิจัย

การศึกษาคือการตอบสนองของนักลงทุนต่อการเปิดเผย MD&A พร้อมกับผลการดำเนินงานรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์และงบการเงินระหว่างกาลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง

¹ จากข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การจัดทำและส่งงบการเงินและรายงานเกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2556 ว่าบริษัทต้องเปิดเผย MD&A เมื่อบริษัทมีผลการดำเนินงานที่เปลี่ยนแปลงไปจากงวดบัญชีเดียวกันในปีก่อน เกินกว่าร้อยละ 20

ประเทศไทย 3 ไตรมาส ในปี 2556 และ 3 ไตรมาส ในปี 2557 ซึ่งเป็นช่วงเวลาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้ความสำคัญต่อการเปิดเผย MD&A มากขึ้น โดยไม่รวมกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และบริษัทที่อยู่ในช่วงฟื้นฟู โดยบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างต้องจดทะเบียนตั้งแต่ปี 2555 เพื่อให้มีข้อมูลผลการดำเนินงาน และต้องเป็นบริษัทที่ได้รับความสนใจจากนักลงทุนในการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นปกติ

1.4 ประโยชน์ที่ได้รับ

1.4.1 เพื่อเป็นข้อมูลให้แก่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใช้เป็นแนวทางในการพิจารณาจัดทำ MD&A รายไตรมาส

1.4.2. เพื่อใช้เป็นข้อมูลให้แก่นักลงทุนในการเพิ่มประสิทธิภาพการลงทุนต่อไป

1.4.3. เพื่อใช้เป็นข้อมูลให้แก่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการสนับสนุนให้มีการจัดทำ MD&A รายไตรมาสต่อไป

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาการตอบสนองของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อการเปิดเผยคำอธิบายและบทวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน (MD&A) พร้อมกับผลการดำเนินงานของบริษัทในรายไตรมาส มีแนวคิดและทฤษฎีรวมถึงการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง โดยแบ่งออกเป็น 3 ส่วน ดังต่อไปนี้

2.1 แนวคิดและงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผยคำอธิบายและบทวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน (MD&A)

2.2 แนวความคิดเรื่อง ผลตอบแทนการลงทุน และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลและผลตอบแทนการลงทุน

2.1 แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผยคำอธิบายและบทวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน (MD&A)

MD&A หรือ คำอธิบายและบทวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน คือ รายงานที่จัดทำขึ้นโดยผู้บริหารบริษัทให้แก่ผู้ถือหุ้นและผู้ใช้งบการเงินทั่วไป ซึ่งอธิบายผลการดำเนินงานของบริษัทจากมุมมองของผู้บริหาร เปิดเผยไว้เป็นส่วนหนึ่งของแบบแสดงรายการประจำปี (Form 56-1) ตามข้อบังคับของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ให้วัตถุประสงค์ในการเปิดเผยข้อมูล MD&A ไว้ 2 ด้าน คือ ความสามารถรู้และเข้าใจสาเหตุและปัจจัยที่มีผลกระทบต่อฐานะการเงินของผู้ลงทุน และ MD&A เป็นส่วนหนึ่งของการเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส แสดงว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี เป็นไปตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย หรือ Stakeholder Theory (Freeman, 1984)

โดยข้อมูลที่ กสท. แนะนำให้เปิดเผยในคำอธิบายและบทวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน² แบ่งเป็น 5 ส่วน ได้แก่ 1. ภาพรวม มีการอธิบายผลการดำเนินงาน ฐานะการเงิน และการเปลี่ยนแปลงที่มีนัยสำคัญ รวมไปถึงปัจจัยที่เป็นสาเหตุของการเปลี่ยนแปลง 2. ความสามารถในการทำกำไร 3. ความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ 4. ความเพียงพอของเงินทุน 5. ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคต

² สำนักงานคณะกรรมการกำกับดูแลหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2557). แบบสอบถามข้อมูลที่

จากข้อบังคับเรื่องการจัดทำและส่งงบการเงินและรายงานเกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน ปี 2544 ไม่มีการบังคับให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต้องเปิดเผย MD&A สำหรับการประกาศงบการเงินรายไตรมาส การเปิดเผย MD&A รายไตรมาสจึงเป็นการเปิดเผยโดยสมัครใจจากบริษัท จากการเก็บข้อมูลการเปิดเผย MD&A รายไตรมาส 3 ไตรมาส ในปี 2556 รวม 1,371 บริษัท พบว่า มีเพียง 19% ที่เปิดเผยข้อมูลดังกล่าว ในขณะที่ปี 2557 เป็นปีที่มีผลบังคับใช้เป็นเกณฑ์ในการพิจารณาเปิดเผย MD&A ให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องจัดทำ คำอธิบายและบทวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน (MD&A) รายไตรมาสเมื่อปรากฏว่ารายได้หรือกำไรสุทธิตามงบการเงินในงวดใดมีความแตกต่างจากงบการเงินในงวดเดียวกันของปีก่อนเกินกว่าร้อยละ 20 โดยอย่างน้อยให้แสดงถึงสาเหตุและปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดความแตกต่าง รวมทั้งผลกระทบที่เกิดจากปัจจัยดังกล่าว และต้องนำเสนอพร้อมกับการจัดส่งงบการเงิน แต่อย่างไรก็ตาม คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ให้การสนับสนุนให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เปิดเผยข้อมูลดังกล่าวเป็นประจำทุกไตรมาสเพื่อประโยชน์ของนักลงทุนและผู้ใช้งบการเงิน ภายหลังจากการบังคับใช้เกณฑ์ดังกล่าวทำให้อัตราการเปิดเผย MD&A รายไตรมาส 3 ไตรมาส รวม 1,371 บริษัท ในปี 2557 เพิ่มขึ้นเป็น 86% หากบริษัทที่อยู่ในเกณฑ์ต้องเปิดเผย MD&A แต่ไม่ได้เปิดเผย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) อาจพิจารณาเทียบปรับเป็นกรณีการส่งรายงานตามรอบบัญชีล่าช้า หรือจัดทำข้อมูลไม่ครบถ้วน หรือไม่ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่กำหนด ต้องระวางโทษปรับไม่เกิน 100,000 บาท และปรับอีกไม่เกินวันละ 3,000 บาท จนกว่าจะปฏิบัติให้ถูกต้อง

2.1.1 งานวิจัยเกี่ยวกับ MD&A ในเชิงคุณภาพ งานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับ MD&A ของประเทศไทยจะเน้นเป็นเชิงคุณภาพ จะเห็นได้จากในปี 2546 มีงานวิจัยที่สำรวจบริษัทที่มีแนวโน้มที่จะเปิดเผย MD&A เนื่องจากในขณะนั้นการเปิดเผย MD&A ถือเป็นเรื่องใหม่สำหรับประเทศไทย โดยผลที่ได้พบว่าการถือหุ้นของสถาบันส่งผลต่อการเปิดเผย MD&A เพราะผู้ลงทุนสถาบันจะเป็นกลไกที่ช่วยสนับสนุนให้ระบบข้อมูลและบัญชีของบริษัทมีความโปร่งใสมยิ่งขึ้น (นวพร พงษ์ตันสกุล, 2546) แต่ถ้าบริษัทมีการถือหุ้นแบบกระจุกตัวโดยกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งจะไม่ค่อยเปิดเผย MD&A (นวพร พงษ์ตันสกุล, 2546; โชติญาณ หิตะพงศ์, 2550)

ภายหลังจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูล MD&A ในปี 2556 สันสกฤต วิจิตรเลขการ (2558) ได้จัดทำงานวิจัยเรื่อง ความสำคัญ ปัญหาและอุปสรรคของการจัดทำ “การวิเคราะห์และคำอธิบายของฝ่ายจัดการ (MD&A) พบว่า บริษัทส่วนใหญ่เห็นด้วยว่า MD&A สามารถใช้เป็นช่องทางการสื่อสารกับผู้มีส่วนได้เสียกับบริษัทและยังให้ข้อมูลที่มี

ประโยชน์ต่อนักลงทุน แต่มีปัญหาในการจัดทำเนื่องจากเนื้อหาของข้อมูล และการมีแนวทางการจัดทำ MD&A จะช่วยลดปัญหาดังกล่าวลงได้

เมื่อเปรียบเทียบกับ การเปิดเผย MD&A ในประเทศอเมริกาที่มีการบังคับโดย US. SEC มาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1980 (หรือ ปีพ.ศ. 2523) ทำให้มีงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับ MD&A ในหลายมิติมากขึ้นโดยงานวิจัยเชิงคุณภาพ ในช่วงการเปิดเผย MD&A ยังไม่เป็นที่รู้จักในฐานะการเป็นส่วนหนึ่งของการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทเพราะผู้ถือหุ้นหรือผู้ลงทุน จะใช้ข้อมูลจากงบการเงินและหมายเหตุประกอบงบการเงิน ซึ่งได้รับการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีแล้ว Clarkson, Kao, & Richardson (1999) จึงได้ทำการสอบถามนักวิเคราะห์เกี่ยวกับข้อมูลใน MD&A จาก 100 บริษัทที่มีขนาดใหญ่ที่สุดใน TSE300 โดยกระจายกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อให้คะแนนในหัวข้อเกี่ยวกับประโยชน์ของการจัดทำ MD&A จากงานผลงานวิจัยสนับสนุนว่า การเปิดเผย MD&A เป็นแหล่งข้อมูลใหม่ที่ให้ข้อมูลที่มีประโยชน์กับกลุ่มผู้ใช้มากกว่า 1 กลุ่ม

2.1.2 งานวิจัยที่ใช้ข้อมูลที่เปิดเผยใน MD&A มาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ โดย Bryan (1997) ได้ทดสอบการเปิดเผยข้อมูล MD&A โดยให้ระดับการเปิดเผยแบ่งเป็น 3 แบบคือ เปิดเผยข้อมูลแง่ดี, เปิดเผยข้อมูลเป็นกลาง และเปิดเผยข้อมูลแง่ลบ สำหรับข้อมูลแต่ละหัวข้อใน MD&A มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อการเปลี่ยนแปลงรายได้, การลงทุน และกำไรต่อหุ้น ในระยะสั้น แต่ไม่มีความสัมพันธ์ต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และการทดสอบเพิ่มเติมต่อผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์พบว่ามีการเปิดเผยข้อมูลส่วนการวางแผนการลงทุนเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ และไม่มีความสัมพันธ์ต่อตัวแปรทั้งหมดในระยะยาว ทำให้ Bryan สรุปผลการวิจัยของเค้าว่าการเปิดเผย MD&A มีส่วนช่วยวิเคราะห์ผลการดำเนินของกิจการในระยะสั้น

ในขณะที่ Cole & Jones (2004) มองว่างานวิจัยของ Bryan ทำการวิเคราะห์หลายอุตสาหกรรมรวมกัน จึงเน้นที่ประโยชน์ของการเปิดเผย MD&A สำหรับธุรกิจซื้อขายไป และเน้นเรื่อง การเปลี่ยนแปลงรายได้และผลตอบแทนจากราคาหุ้นชั่วคราว ซึ่งผลการวิจัยพบว่าข้อมูลที่เปิดเผยใน MD&A มีความสัมพันธ์เชิงบวกทั้งการเปลี่ยนแปลงรายได้ในอนาคตและผลตอบแทนจากราคาหุ้นชั่วคราวในปัจจุบัน Cole & Jones ให้ข้อสรุปว่า การเปิดเผย MD&A ให้ข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อนักลงทุนและผู้เกี่ยวข้อง

2.1.3 งานวิจัยที่ใช้ข้อมูลการคาดการณ์ที่เปิดเผยใน MD&A ในอีกมุมหนึ่ง MD&A เป็นการเปิดเผยข้อมูลที่จัดทำโดยผู้บริหารของบริษัทข้อมูลที่เปิดเผยจึงสามารถสะท้อนออกมาในมุมมองที่ดีหรือไม่ดีก็ได้แล้วแต่ความตั้งใจของผู้บริหาร Clarkson, Kao, & Richardson (1994) จึงได้ทำวิจัยเกี่ยวกับทิศทางของการสมัครใจเปิดเผยการคาดการณ์ผลการดำเนินงานของ

บริษัทใน ส่วน MD&A พบว่าบริษัทที่ต้องการให้ภาพลักษณ์ผลการดำเนินงานออกมาดี จะเน้นเปิดเผย ส่วนมูลค่าทางการเงินของกิจการและลดการเปิดเผยด้านผลิตภัณฑ์และคู่แข่ง และยังสะท้อนให้เห็น ความสำคัญของ MD&A สามารถเป็นช่องทางในการสื่อสารข้อมูลสำหรับการคาดการณ์ผลการดำเนินงานได้

2.2 แนวความคิดเรื่องผลตอบแทนการลงทุนและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 ผลตอบแทนจากการลงทุน มีองค์ประกอบ 2 ส่วนคือ Capital Gain (Loss) เกิดขึ้นเมื่อผู้ลงทุนขายหลักทรัพย์ที่ถือไว้เพื่อการลงทุนในราคาที่สูงขึ้น (ต่ำลง) จากราคาที่ซื้อหรือราคาทุน ทำให้เกิด กำไร (ขาดทุน) จากผลต่างของราคาหลักทรัพย์เอง และอีกส่วนคือ Yield เกิดขึ้นจากการได้รับกระแสเงินสดในระหว่างการถือหลักทรัพย์ดังกล่าวในรูปของเงินปันผลหรือดอกเบี้ย

2.2.2 ผลตอบแทนผิดปกติ หรือ Abnormal Return คือ การอธิบายผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในช่วงเวลาใดช่วงเวลาหนึ่ง (Windows) ที่เกินกว่าผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้ ผลตอบแทนผิดปกติจะเป็นบวกหรือลบก็ได้ เช่น การได้ผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุน 30% ที่มีการคาดการณ์ผลตอบแทนปกติไว้ที่ 10% ต่อปีทำให้เกิดผลตอบแทนผิดปกติที่เป็นบวก 20% ในทางกลับกันถ้าผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนคือ 5% จะเกิดผลตอบแทนผิดปกติที่ติดลบ 5%

Brown and Warner (1980) มีวิธีการวัดผลตอบแทนผิดปกติ 3 แบบ Mean Adjusted Return, Market Adjusted Return and Market and Risk Adjusted Return ซึ่งวิธีที่ได้รับความนิยมในการใช้วัดผลตอบแทนผิดปกติคือ Market Adjusted Return โดยแนวคิดเรื่อง Abnormal Return ได้รับการตอบรับเป็นอย่างดีจากกลุ่มนักลงทุนเนื่องจาก นักลงทุนจะสามารถสร้างกำไรได้ถ้าพวกเขาสามารถคาดการณ์ทิศทางของผลตอบแทนผิดปกติได้อย่างแน่นอน

ต่อมาในงานวิจัยหลายงานที่ระบุความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลผลการดำเนินงาน หรือ Unexpected Earning (UE) กับผลตอบแทนผิดปกติเชิงบวกหรือมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน (Easton and Zmijewski, 1989; Collins and Kothari, 1989) และได้เพิ่มตัวแปรในการทดสอบต่อไปในอีกหลายงานวิจัย เช่น ขนาดของกิจการ หรือ Firm Size (Shevlin and Shores, 1993), Financial Leverage (Dhaliwal, Lee and Fargher, 1991)

2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผยข้อมูลและผลตอบแทนการลงทุน

จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผย MD&A งานวิจัยของ Bryan (1997) ที่ได้ทดสอบข้อมูลใน MD&A ส่วนการลงทุนมีผลต่อผลตอบแทนในราคาหลักทรัพย์ของบริษัท จึงได้ศึกษาวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผยข้อมูลกระทบต่อราคาหุ้นและผลตอบแทนการลงทุน ในหลายมิติดังนี้

2.3.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผยข้อมูลในช่วงที่การประกาศผลการดำเนินงาน

Berkman, Dimitrov, Jain, Koch and Tice (2009) ได้ทดสอบแนวคิดของ Miller ที่ว่าหากมีนักลงทุนต้องการ Short Sales³ แต่ถ้านักลงทุนแต่ละคนมีความคิดเห็นที่แตกต่างกันเกี่ยวกับมูลค่าของหุ้นจะส่งผลให้ราคาหุ้นสูงขึ้น (Overvaluation) แทนที่จะลดลงตามที่คาดการณ์ (Miller, 1977) พบว่าถ้ามีข่าวหรือข้อมูลที่มาลดความคิดเห็นที่แตกต่างกันของนักลงทุนจะช่วยลดราคาหุ้นที่สูงเกินจริงได้ (Overpricing) โดย Berkman et al. ทดสอบผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงการประกาศผลการดำเนินงานของบริษัท (Earnings Announcements) โดยใช้สถานการณ์การประกาศผลการดำเนินงานของบริษัทเป็นการเปิดเผยข้อมูลให้นักลงทุนทราบเพื่อลดความคิดเห็นที่แตกต่างกันของนักลงทุน Berkman et al. สรุปว่า การเปิดเผยข้อมูลส่งผลต่อความผันผวนของราคาหุ้น

ในขณะที่งานวิจัยอื่นมองผลกระทบของผลตอบแทนผิดปกติในระยะสั้นเฉพาะช่วงที่มีการเปิดเผยผลการดำเนินงาน Lee (2012) ได้ทดสอบความซับซ้อนของการเปิดเผยข้อมูลส่งผลต่อการตอบสนองต่อราคาหุ้นที่นานขึ้น ผ่านแนวคิดเรื่อง Post – Earning Announcement Drift (PEAD) ซึ่งผลการวิจัย ชัดแย้งต่อทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดที่ว่า การเปิดเผยข้อมูลจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพให้กับตลาด เนื่องจากผลการวิจัย พบว่าการเปิดเผยข้อมูลโดยใช้คำที่ซับซ้อนส่งผลให้การตอบสนองต่อข้อมูลที่เปิดเผยช้าขึ้นและทำให้ตลาดไม่สามารถสร้างประสิทธิภาพจากข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะชนได้

ส่วนราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงที่ผิดปกติเกิดจากการเปิดเผยข้อมูลบริษัทต่อสาธารณะชนหรือไม่เป็นเรื่องที่ยังไม่ทราบแน่ชัด Lu, Wang and Wang (2014) เชื่อว่าสาเหตุของการเกิด Price Shock ยังไม่สามารถระบุได้ จึงทำการทดสอบเลือกช่วงเวลาที่เกิด Price Shock⁴ 6

³ Short Sales คือ สถานการณ์ที่นักลงทุนคาดการณ์ว่าราคาหุ้นจะตกลง แต่ไม่มีหุ้นในมือ จึงเลือกที่จะขายหุ้น ณ วันนั้น โดยคาดการณ์ว่าจะซื้อหุ้นมาคืนเมื่อราคาหุ้นลดลงในวันพรุ่งนี้ ทำให้เกิด กำไรจากการซื้อถูกขายแพง

⁴ Price shock จากงานวิจัยของ Lu, Wang and Wang (2014) คือผลตอบแทนผิดปกติสูงสุดและต่ำสุด

วันในแต่ละเดือน ถ้าในช่วงเวลาก่อน 3 วันและหลัง 3 วัน นับวันที่เกิด Price shock เป็นวันที่ 0 มีการประกาศข่าวจะถือว่า เป็น Price Shock ที่เกิดจากการประกาศข่าว ซึ่งผลการวิจัยพบว่า Price Shock ที่เกิดจากข่าวจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูล ยังไม่สามารถช่วยลด Overpricing ได้

Levi and Zhang (2015) ตั้งสมมติฐานที่ว่า ถ้าการลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลก่อนเปิดเผยผลการดำเนินงานจะส่งผลให้ผลตอบแทนที่เกิดจากการประกาศผลสูงขึ้น โดยค่าผลตอบแทนที่ Levi and Zhang ใช้ในการวัดผลตอบแทน ผลต่างของราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขาย ซึ่งผลที่ได้พบว่าผู้ลงทุนส่วนใหญ่จะซื้อหุ้นมากกว่าขายในช่วงก่อนการประกาศผลการดำเนินงาน และเมื่อประกาศผลการดำเนินงานจะขายหุ้นมากกว่าซื้อ เหตุการณ์ดังกล่าวทำให้เกิด Earning Announcement premium

สำหรับตลาดทุนของเอเชีย Wei, Lu and Lin (2015) ได้มีงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการประกาศข่าวก่อนการประกาศผลการดำเนินงานกับผลตอบแทนผิดปกติ พบว่าหากมีการประกาศข่าวก่อนที่จะประกาศผลการดำเนินงานจะส่งผลให้ผลตอบแทนผิดปกติสะสมน้อยกว่าบริษัทที่ไม่มีการเปิดเผย อีกทั้งยังพบความสัมพันธ์เชิงบวกของการให้ข้อมูลข่าวสารต่อผลตอบแทนผิดปกติ 1 เดือนหลังการประกาศผลการดำเนินงาน

2.3.2 งานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับการสมัครใจเปิดเผยข้อมูล Bravo (2015) มีแนวคิดที่ว่า การเพิ่มปริมาณการเปิดเผยข้อมูลจะลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetries of information) ในตลาดทุนได้ จึงศึกษาการเปิดเผยข้อมูลประมาณการณ์ล่วงหน้า (Financial Forward-looking information) ในรายงานประจำปีของบริษัทขนาดใหญ่ 73 บริษัทในสหรัฐอเมริกา กระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูลมากขึ้นของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางลบกับความผันผวนของราคาหุ้น แสดงให้เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูลที่เพิ่มมากขึ้นจะสามารถช่วยลดความผันผวนของราคาหุ้นได้

2.3.3 งานวิจัยอื่นที่ศึกษาเรื่องผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลต่อราคาหลักทรัพย์หรือผลตอบแทน Klerk, Villiers, & Staden (2015) ได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับระดับการเปิดเผย CSR สำหรับบริษัทขนาดใหญ่ 100 บริษัทในประเทศอังกฤษ พบว่าการเปิดเผย CSR ทำให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น

ดังนั้นจากงานวิจัยในอดีต ข้อมูลที่ผู้ลงทุนได้รับคืองบการเงินที่ผ่านเพียงแค่กระบวนการสอบทานจากผู้สอบบัญชีเท่านั้น หากมีการเปิดเผย MD&A พร้อมกับการประกาศผลการดำเนินงานของกิจการจะช่วยลดความไม่แน่นอนของข้อมูลส่งผลให้ผลตอบแทนผิดปกติต่ำ

สมมติฐานที่ 1: บริษัทที่เปิดเผย MD&A ในช่วงไตรมาสพร้อมงบแสดงฐานะการเงินของกิจการจะมีผลสะสมของผลตอบแทนผิดปกติเท่ากับ 0

สมมติฐานที่ 2: บริษัทที่เปิดเผย MD&A ในช่วงไตรมาสพร้อมงบแสดงฐานะการเงินของกิจการจะมีผลสะสมของผลตอบแทนผิดปกติต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เปิดเผย MD&A

อีกทั้งผู้วิจัยมองว่า MD&A เป็นข้อมูลที่เปิดเผยโดยผู้บริหารของบริษัทเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัทเอง จะสามารถสร้างความเข้าใจของผู้ลงทุนต่อผลการดำเนินงานของกิจการ และจะส่งผลในทิศทางบวกต่อผลตอบแทนผิดปกติเช่นเดียวกับ ทิศทางของ Unexpected Earning เมื่อข้อมูลที่นักลงทุนได้รับเพิ่มมากขึ้น แต่เนื่องจากผลตอบแทนผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ไม่ได้ถูกกระทบด้วย การเปิดเผย MD&A เพียงอย่างเดียว ผู้วิจัยจึงประยุกต์ Model ที่ Lee (2012) ใช้ในการวิเคราะห์ความซับซ้อนของข้อมูลที่เปิดเผยในแต่ละไตรมาสต่อผลตอบแทนผิดปกติของราคาหุ้นซึ่งจะกล่าวถึงในบทที่ 3 เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของการเปิดเผย MD&A กับผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 3: การเปิดเผย MD&A รายไตรมาสมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนผิดปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

บทที่ 3 วิธีการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้ มุ่งศึกษาความสัมพันธ์ของการเปิดเผยข้อมูลใน คำอธิบายและการวิเคราะห์ฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน (MD&A) มีผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการนำข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เปิดเผยข้อมูล คำอธิบายและการวิเคราะห์ฐานะการเงินและผลการดำเนินงานระหว่างกาลในแต่ละไตรมาสตั้งแต่ ไตรมาสที่ 1 ของปี 2556 ถึงไตรมาสที่ 3 ของปี 2557 มาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนผิดปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีวิธีดำเนินการวิจัยดังนี้

3.1 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยได้ใช้ข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) โดยเก็บข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนแบ่งเป็น 8 กลุ่มอุตสาหกรรม ทั้งนี้ไม่รวมบริษัทที่เป็นกองทุนรวม และบริษัทในกลุ่มกิจการฟื้นฟูและตลาดหลักทรัพย์ใหม่ จากสื่ออิเล็กทรอนิกส์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Set Smart) โดยข้อมูลที่ใช้คือ คำอธิบายและวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการรายไตรมาส เพื่อเก็บข้อมูลว่าบริษัทใดที่เปิดเผย MD&A ในแต่ละไตรมาสในปี 2556 และ 2557

ตารางที่ 3.1

แสดงจำนวนข้อมูลที่อยู่ในขอบเขตงานวิจัย

	จำนวนบริษัท (ต่อ 1 ไตรมาส)
จำนวนบริษัทจดทะเบียนใน SET ก่อน ปี 2556	531
หัก กองทุนฯ และ กิจการฟื้นฟู	(74)
คงเหลือข้อมูลตัวอย่าง (ต่อ ไตรมาส)	<u>457</u>

ต่อมาเก็บข้อมูลวันที่บริษัทยื่นงบการเงินเพื่อกำหนดหน้าต่างในการจัดเก็บราคาปิดของหลักทรัพย์ โดยตัดบริษัทที่ไม่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ เกินกว่า 3 วันออก เนื่องจากไม่ถือว่าเป็นบริษัทที่อยู่ในความสนใจของนักลงทุน

ตารางที่ 3.2

แสดงจำนวนข้อมูลภายหลังการคัดเลือกบริษัทที่นักลงทุนไม่สนใจ

	Q1 2013	Q2 2013	Q3 2013	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014	จำนวน รวม
จำนวนบริษัทคงเหลือ	457	457	457	457	457	457	2,742
หัก ข้อมูลราคาหุ้นไม่เคลื่อนไหว และมีปัญหาการยื่นงบการเงิน	(106)	(137)	(158)	(154)	(157)	(160)	(872)
จำนวนบริษัทที่กลุ่มตัวอย่าง	351	320	299	303	300	297	1,870
จำนวนบริษัทที่เปิดเผยMDA	76	69	81	258	268	256	1,008

3.2 ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัยและการวัดค่าตัวแปร

งานวิจัยฉบับนี้ศึกษาการตอบสนองของตลาดหลักทรัพย์ต่อการเปิดเผย คำอธิบาย และการวิเคราะห์ฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน (MD&A) พร้อมผลการดำเนินงานของบริษัท โดยวิเคราะห์ข้อมูลจากผลตอบแทนผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีวิธีการวัดค่าของตัวแปรดังต่อไปนี้

3.2.1 การวัดค่าผลตอบแทนผิดปกติ ใช้วิธีการวัดผลตอบแทนผิดปกติของตลาด (Market Abnormal Return) โดย Brown and Warner (1980)

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

$AR_{i,t}$ = ผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ i ณ t

$R_{i,t}$ = คือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ณ t

$R_{m,t}$ = คือผลตอบแทนของตลาด ณ t

โดยผลตอบแทนของหลักทรัพย์คำนวณจาก

$$R_{it} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

$P_{i,t}$ คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ i ณ t

$P_{i,t-1}$ คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ i ณ t-1

และผลตอบแทนของตลาดคำนวณจาก

$$R_{mt} = \frac{SI_t - SI_{t-1}}{SI_{t-1}}$$

SI_t คือ ราคาปิดของ Set Index ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ t

SI_{t-1} คือ ราคาปิดของ Set Index ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ t-1

ผลตอบแทนผิดปกติ หรือ Abnormal Return (AR) ที่ได้จะเป็น ณ วันใดวันหนึ่ง ซึ่งผลกระทบของผลตอบแทนผิดปกติจากข่าว จะเกิดเป็นช่วงเวลา (Windows) ที่ใกล้เคียงเหตุการณ์นั้น ทั้งก่อนและหลัง โดยเก็บข้อมูลผลตอบแทนผิดปกติ 3 ช่วงเวลา คือ (-1,+1), (-2,+2), (-5,+5) (Kolari and Pynnonen, 2010) ให้วันที่บริษัทประกาศงบการเงินและMD&A เป็นวันที่ 0 ดังนั้นช่วงเวลา (-5,+5) คือช่วงเวลาก่อนประกาศงบการเงิน 5 วันและหลังประกาศ 5 วันรวมวันที่ประกาศเป็นจำนวน 11 วัน ซึ่งจะทดสอบการเก็บข้อมูลผลตอบแทนผิดปกติสะสมนี้ 3 ช่วงเวลาคือ 3 วัน 5 วัน และ 11 วัน ตามลำดับ

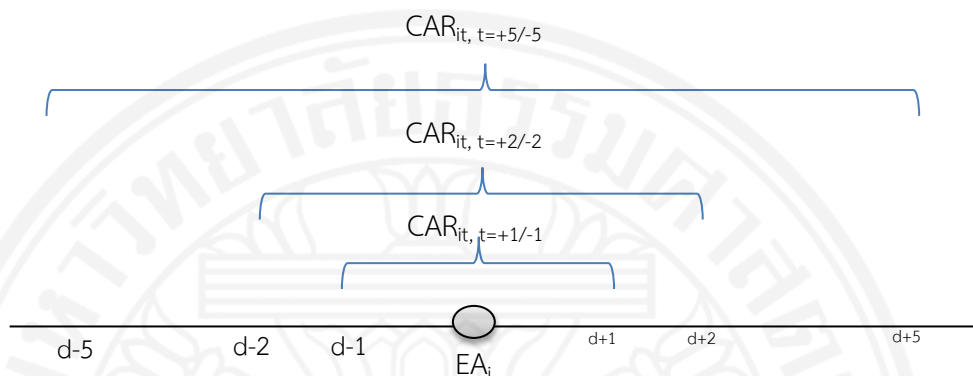
ผลสะสมของผลตอบแทนผิดปกติคำนวณจาก

$$CAR_{i,t=-5,+5} = \sum_{t=11} AR_{it}$$

$CAR_{i,t=-5,+5}$ คือ ผลตอบแทนผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ i สำหรับช่วงเวลาก่อนประกาศงบ 5 วัน จนถึง หลังประกาศงบ 5 วัน รวม 11 วัน

ภาพประกอบที่ 3.1

แสดงช่วงเวลาของข้อมูลที่จะนำมาใช้ในงานวิจัย



3.2.2 ตัวแปรหุ่น หรือ Dummy Variable คือ ตัวแปรที่ใช้แสดงค่าว่าบริษัท i มีการเปิดเผยข้อมูล MD&A คู่กับงบการเงินรายไตรมาสหรือไม่ ค่าเท่ากับ 1 ถ้าบริษัท i มีการเปิดเผย MD&A และค่าเท่ากับ 0 ถ้าไม่มี

3.2.3 ตัวแปรควบคุม คือ ตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Lee, 2012; Levi & Zhang, 2015) ได้แก่

3.2.3.1 Unexpected Earning or UE คือ ตัวแปรที่บ่งชี้ผลการดำเนินงานเป็นข่าวดี (Good news) หรือข่าวร้าย (Bad news) ถ้า UE มีค่า (+) แสดงให้เห็นว่าผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น ในขณะที่ UE มีค่า (-) แสดงให้เห็นว่าผลการดำเนินงานของบริษัทแย่ลง ซึ่งมีหลักฐานจากหลายงานวิจัยสนับสนุนว่า Unexpected Earning ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนผิดปกติในทิศทางเดียวกัน (Easton and Zmijewski, 1989; Collins and Kothari, 1989; Board & Walker, 1990; DHALIWAL, LEE, & FARGHER, 1991) คำนวณได้จาก

$$UE_i = \frac{EPS_{i,t} - EPS_{i,t-1}}{P_{-6}}$$

UE_i คือ Unexpected Earning ของบริษัท i

$EPS_{i,t}$ คือ Earnings Per Share ของบริษัท i ณ ไตรมาสนั้น

$EPS_{i,t-1}$ คือ Earnings Per Share ของบริษัท i ณ ไตรมาสเดียวกันของปีก่อน

P_{-6} คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่ก่อนวันที่จะเริ่มคำนวณผลสะสมผลตอบแทนผิดปกติ เช่น กรณีคำนวณ $CAR_{i,t=-5,+5}$ จะใช้ราคาปิดของหลักทรัพย์ก่อนวันประกาศงบการเงิน 6 วัน

3.2.3.2 ขนาดของกิจการ (Size) คือ ล็อกการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ i (Market Capitalization)

$$Size_i = \ln(MC_i)$$

MC_i = มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ i ณ วันเริ่มไตรมาส

3.2.3.3 Book to Market ration (BM) คือ ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ต่อผลรวมของราคาตามบัญชีของหนี้สินบวกกับราคาตลาดของส่วนของเจ้าของ ใช้ข้อมูล ณ วันที่เริ่มไตรมาสของบริษัท i

$$BM_i = \frac{\text{Total Asset}_i}{\text{Total Liabilities}_i + \text{Market cap}_i}$$

3.2.3.4 เบต้า (Beta) คือ ค่าความเสี่ยงที่กำจัดไม่ได้ (Systematic Risk) ที่เกิดจากการเปรียบเทียบความเคลื่อนไหวระหว่าง อัตราผลตอบแทนของหุ้นกับอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ โดยใช้เบต้า ณ วันเริ่มไตรมาสของบริษัท i ซึ่งได้ข้อมูลจาก Set Smart โดยการศึกษาความค่าเบต้าตาม Set Smart Manual Guides

เบต้าของหลักทรัพย์ i มีค่าเท่ากับ 1 แสดงว่า ราคาของหุ้นจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ

เบต้าของหลักทรัพย์ i มีค่ามากกว่า 1 แสดงว่า ราคาของหุ้นจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ แต่จะเคลื่อนไหวขึ้นลงแรงกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไป

เบต้าของหลักทรัพย์ i มีค่าน้อยกว่า 1 แสดงว่า ราคาของหุ้นจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ แต่จะเคลื่อนไหวขึ้นลงเบากว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลง

เบต้าของหลักทรัพย์ i มีค่าติดลบ แสดงว่า ราคาของหุ้นจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ คือ ถ้าดัชนีตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ราคาหุ้นก็จะลดลง

3.2.3.5 ผลขาดทุน (Loss) คือ ตัวแปรที่ระบุค่าของงบการเงินทั้งส่วนของ งบกำไรขาดทุน งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ งบแสดงการเปลี่ยนแปลงของส่วนของผู้ถือหุ้นโดยระบุค่าเท่ากับ 1 หากบริษัท i มีค่า EPS ติดลบ และระบุค่าเท่ากับ 0 หากบริษัท i มีค่า EPS เป็นบวก

3.3 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัยและสมมติฐานงานวิจัย

หลังจากรวบรวมข้อมูลในส่วนราคาหุ้น การเปิดเผยคำอธิบายและการวิเคราะห์ฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทในแต่ละไตรมาส นำมาวิเคราะห์ทางสถิติดังนี้

3.3.1 สรุปข้อมูลเชิงพรรณนาของตัวแปร

3.3.2 ทดสอบ One Sample T-Test ทาค่า Mean ของผลสะสมของผลตอบแทนผิดปกติต่างจาก 0 หรือไม่

$$H1 : \mu_{CAR} \neq 0$$

3.3.3 ทดสอบ Independent Sample T-Test ทดสอบค่า Mean ของผลสะสมของผลตอบแทนผิดปกติระหว่างบริษัทที่เปิดเผย MD&A น้อยกว่าบริษัทที่ไม่เปิดเผย MD&A

$$H2 : \mu_{CAR_MDA} < \mu_{CAR_NOMDA}$$

3.3.4 ทดสอบ Correlation and Fixed effect model โดยสมการ Regression อ้างอิงจากงานวิจัยของ Lee (2012)

$$CAR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 UE_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 BM_{i,t} + \alpha_4 \beta_i + \alpha_5 Loss_{i,t} + \alpha_6 UE_{i,t} \times MDA_{i,t} + \varepsilon$$

$CAR_{i,t}$ = ผลรวมสะสมของอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ณ ช่วงเวลา t โดยเก็บข้อมูล 3 ช่วง ได้แก่ ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานและ MD&A 1 วัน, 2 วัน และ

5 วัน รวมระยะเวลาเก็บข้อมูลแต่ละช่วงคือ 3 วัน, 5 วันและ 11 วัน ตามลำดับ (Kolari and Pynnonen, 2010)

$UE_{i,t}$ = Unexpected Earning ของบริษัท i ณ เวลา t

$Size_{i,t}$ = Natural logarithm (ln) ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดต้นงวดของบริษัท i ณ เวลา t

$BM_{i,t}$ = Book-to-Market Ratio ต้นงวดของบริษัท i ณ เวลา t

$\beta_{i,t}$ = ดัชนีค่าความเสี่ยงที่บอกการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในอดีตเปรียบเทียบกับ การเคลื่อนไหวของดัชนีอ้างอิงต้นงวดของบริษัท i ณ เวลา t

$loss_{i,t}$ = เป็นตัวแปรที่แสดงค่า 1 หากบริษัท i มี Earning Per Shares (EPS) ณ t มากกว่า 0 และเป็น 0 เมื่อมี EPS น้อยกว่า 0

$MDA_{i,t}$ = เป็นตัวแปรหุ่นที่แสดงค่า 1 หากบริษัท i มีการเปิดเผย MD&A ณ เวลา t และค่า 0 หากไม่มีการเปิดเผย MD&A

$UE_{i,t} \times MDA_{i,t}$ = ผลคูณระหว่าง $UE_{i,t}$ และ $MDA_{i,t}$

i = หลักทรัพย์แต่ละบริษัท

t = ไตรมาส เช่น ไตรมาสที่ 1

H3 : การเปิดเผย MD&A รายไตรมาสมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทน ผิดปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

งานวิจัยบทนี้จะกล่าวถึงผลที่ได้จากการวิเคราะห์ข้อมูลการเปิดเผยคำอธิบายและบทวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน (MD&A) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเลือกศึกษาทั้งหมด 8 กลุ่มอุตสาหกรรมซึ่งนี้ไม่รวมกองทุนรวมและบริษัทที่อยู่ในช่วงฟื้นฟู อีกทั้งบริษัทต้องจดทะเบียนตั้งแต่ปี 2555 ซึ่งจะเก็บข้อมูล 3 ไตรมาสในปี 2556 และ 2557 และเลือกเฉพาะบริษัทที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นประจำ โดยการแสดงผลการวิจัยมีดังนี้

- 4.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)
- 4.2 One Sample T-Test และ Independent Sample T-Test
- 4.3 สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation)
- 4.4 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุแบบ Fixed effect Model

4.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

จากการเก็บข้อมูลการเปิดเผย MD&A เบื้องต้นไตรมาสละ 457 ข้อมูลรวม 3 ไตรมาส เป็นข้อมูลทั้งสิ้น 1,371 ข้อมูลเป็นเวลา 2 ปี คือ 2556 และ 2557 เพื่อศึกษาลักษณะผลการดำเนินของบริษัทที่เปิดเผย MD&A ผลจากตารางที่ 4.1 พบว่าแนวโน้มบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มที่เปิดเผย MD&A ในปี 2556 จะเป็นบริษัทที่มีกำไรมากกว่าบริษัทที่ขาดทุน และจะเปิดเผย MD&A มากกว่าสำหรับบริษัทที่มีผลการดำเนินงานดีขึ้นจากงวดเดียวกันในปีก่อน ส่วนในปี 2557 ตลาดหลักทรัพย์ได้บังคับใช้ข้อบังคับใหม่ ตามตารางที่ 4.2 พบว่า ในกลุ่มบริษัทที่เปิดเผย MD&A โดยสมัครใจส่วนใหญ่คือบริษัทที่มีกำไร 228 บริษัทจาก 245 บริษัทคิดเป็น 16.70% ของข้อมูล แต่ยังมีบริษัทอีก 28 บริษัทคิดเป็น 2% ของข้อมูลทั้งหมด ที่ยังไม่เปิดเผย MD&A ถึงแม้ว่าตลาดหลักทรัพย์จะมีข้อบังคับฯ ให้เปิดเผย ส่วนบริษัทอีก 163 บริษัทคิดเป็น 11.95% ของข้อมูลทั้งหมด ที่ไม่เปิดเผย MD&A โดยมีได้ผิดข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์

ตารางที่ 4.1

แสดงการเปิดเผยข้อมูล MD&A 3 ไตรมาสรวมปีละ 1,371 ข้อมูล ตามผลการดำเนินงาน

การเปลี่ยนแปลงผล การดำเนินงานจาก งวดก่อน	ผลการ ดำเนินงาน ในงวด บัญชี	ปี 2556		ปี 2557	
		ไม่เปิด MD&A	เปิด MD&A	ไม่เปิด MD&A	เปิด MD&A
ผลการดำเนินงานดีขึ้น	กำไร	421 31.21%	124 9.19%	83 6.08%	472 34.58%
	ขาดทุน	176 13.05%	26 1.93%	13 0.95%	55 4.03%
ผลการดำเนินงานแย ลง	กำไร	432 32.02%	95 7.04%	85 6.23%	435 31.87%
	ขาดทุน	65 4.82%	10 0.74%	10 0.73%	212 15.53%
รวม		1,094 81.10%	255 18.90%	191 13.99%	1,174 86.01%
รวมทั้งสิ้น		1,349*		1,365**	

* ในปี 2556 ไม่มีข้อมูลผลการดำเนินงานจาก SET SMART 22 บริษัท

** ในปี 2557 ไม่มีข้อมูลผลการดำเนินงานจาก SET SMART 6 บริษัท

ตารางที่ 4.2

แสดงการเปิดเผย MD&A ตามข้อบังคับตลาดฯ ในปี 2557 3 ไตรมาส รวม 1,371 ข้อมูล

การเปิดเผย MD&A		ผลการดำเนินงานปี 2014		รวม
		กำไร	ขาดทุน	
No MD&A	ผิดข้อบังคับฯ	19	9	28
		1.39%	0.65%	2.04%
	ไม่ผิดข้อบังคับฯ	149	14	163
		10.92%	1.03%	11.95%
MD&A	เป็นไปตามข้อบังคับฯ	679	250	929
		49.74%	18.32%	68.06%
	สมัครใจเปิด	228	17	245
		16.70%	1.25%	17.95%
รวม		1,075	290	1,365**

** ในปี 2557 ไม่มีข้อมูลผลการดำเนินงานจาก SET SMART 6 บริษัท

จากตาราง 4.3 พบว่า กลุ่มบริษัทในอุตสาหกรรมที่มีการเปิดเผย MD&A มากที่สุดคือ กลุ่มทรัพยากร อันดับต่อมาจะเป็นกลุ่มเทคโนโลยีและบริการตามลำดับ

ตารางที่ 4.3

แสดงจำนวนบริษัทที่เปิดเผย MD&A 3 ไตรมาสรวม 2 ปี แบ่งตามประเภทอุตสาหกรรม

ประเภทอุตสาหกรรม	เปิดเผย MD&A		ไม่เปิดเผย MD&A		รวม
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	118	50.43%	116	49.57%	234
ทรัพยากร	127	68.28%	59	31.72%	186
เทคโนโลยี	143	61.11%	91	38.89%	234
ธุรกิจการเงิน	169	52.16%	155	47.84%	324
บริการ	288	54.55%	240	45.45%	528
สินค้าอุตสาหกรรม	232	48.33%	248	51.67%	480
สินค้าอุปโภคบริโภค	98	41.88%	136	58.12%	234
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	248	47.51%	274	52.49%	522
รวม	1,423		1,319		2,742

ตารางที่ 4.4

แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

ตัวแปร	N	Mean	Standard Deviation	Minimum	Maximum
CAR_11	1,870	-0.0053035*	0.1151232	-0.9544600	0.9354000
CAR_5	1,870	-0.0059759*	0.0910678	-0.9449200	0.9381000
CAR_3	1,870	-0.0046964*	0.0757351	-0.9214200	0.9221000
UE	1,870	-0.0049603	0.1193437	-3.7535890	0.9650000
Size	1,870	22.4723888	1.7237674	17.7961264	27.5928757
Beta	1,817	0.8010127	0.4750767	-0.6300000	5.1100000
BM	1,869	0.7863164	0.3701758	0.0700000	6.5400000

* กรณีที่ค่าเฉลี่ยแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05

จากตารางที่ 4.4 พบว่า ผลสะสมของผลตอบแทนผิดปกติของราคาหลักทรัพย์เฉลี่ย 11 วัน (CAR_11) คือ -0.0053035 ในขณะที่ 5 วัน (CAR_5) เท่ากับ -0.0059759 และ 3 วัน

(CAR_3) เท่ากับ -0.0046964 ซึ่งค่าเฉลี่ยที่ได้ติดลบทั้ง 3 ช่วงเวลา โดยค่าเฉลี่ยของ Unexpected Earning (UE) คือ -0.0049603

4.2 One Sample T-Test และ Independent Sample T-Test

ผลการทดสอบ One Sample T-Test เพื่อทดสอบว่าผลสะสมของผลตอบแทนผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ (CAR) จากตารางที่ 4.4 ค่า CAR แตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญทั้ง 3 ช่วงเวลา แสดงให้เห็นว่าในช่วงการประกาศผลการดำเนินงานส่งผลให้เกิดผลตอบแทนผิดปกติ จึงทดสอบต่อโดยการแบ่งข้อมูลเป็นส่วนที่เปิดเผย MD&A และไม่เปิดเผย MD&A ตามผลของตารางที่ 4.5 พบว่าค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดปกติสำหรับบริษัทที่เปิดเผย MD&A มีค่าน้อยกว่าบริษัทที่ไม่เปิดเผย MD&A แต่เมื่อนำค่าเฉลี่ยไปทดสอบ one sample t-test พบว่าค่าเฉลี่ยที่แตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 อยู่ในกลุ่มที่ข้อมูลการเปิดเผย MD&A ใน 2 ช่วงเวลา คือ เวลาสะสม 5 วัน และ 3 วัน ส่วนการทดสอบค่าเฉลี่ยของข้อมูลที่เปิดเผย MD&A และไม่เปิดเผย MD&A ไม่พบความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญว่าค่าเฉลี่ย CAR ที่เปิดเผย MD&A ไม่น้อยกว่าค่าเฉลี่ย CAR ที่ไม่เปิดเผย MD&A ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

ตารางที่ 4.5

แสดงค่าผลสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงประกาศผลการดำเนินงานเวลา 3 วัน 5 วัน และ 11 วัน สำหรับข้อมูลแบ่งเป็น 2 ส่วน เปิดเผย MD&A และไม่เปิดเผย MD&A

ช่วงเวลาผล สะสม ผลตอบแทน ผิดปกติ	(1) Mean เปิด MD&A N=1,008	(2) Mean ไม่เปิด MD&A N=862	(1)-(2)	(1)-(2) Std. Error Difference	(1)-(2) t-test
CAR_11	-0.00318	-0.00779	0.004614	0.005341	0.863777
CAR_5	-0.00533*	-0.00674	0.001409	0.004226	0.333474
CAR_3	-0.00427*	-0.00519	0.000919	0.003514	0.261379

*กรณีค่าเฉลี่ยต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

**กรณีค่าเฉลี่ย CAR_MDA น้อยกว่า CAR_NO MDA ที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

4.3 Pearson Correlation

ตารางที่ 4.6

แสดงค่าสหสัมพันธ์ (Pearson Correlation)

	CAR_11	CAR_5	CAR_3	LOSS	UE	UE_MDA	BtoM	Size	Beta
CAR_11	1								
CAR_5	0.798**	1							
CAR_3	0.653**	0.825**	1						
LOSS	-0.121**	-0.124**	-0.133**	1					
UE	0.096**	0.085**	0.082**	-0.047*	1				
UE_MDA	0.035	0.028	0.035	-0.026	0.481**	1			
BtoM	0.033	0.006	0.001	0.112**	0.007	-0.006	1		
Size	0.006	0.042	0.041	-0.272**	0.002	-0.037	-0.337**	1	
Beta	0.011	0.032	0.039	-0.025	0.018	0.008	-0.113**	0.281**	1

*มีความสัมพันธ์กันที่ระดับนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 (2-tailed)

**มีความสัมพันธ์กันที่ระดับนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 (2-tailed)

จากตาราง Pearson Correlation พบว่าตัวแปรที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อผลสะสมผลตอบแทนผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ (CAR) คือ Unexpected Earning (UE) และผลการดำเนินงานของบริษัท (Loss) แต่ UE_MDA หรือ ผลคูณระหว่าง Unexpected Earning (UE) กับ Dummy Variable ของบริษัทที่เปิดเผย MDA ไม่แสดงความสัมพันธ์ต่อผลสะสมผลตอบแทนผิดปกติที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

4.4 การวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้นแบบพหุแบบ Fixed Effect Model

ตารางที่ 4.7

แสดงค่าการวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้นแบบพหุ (Multiple Linear Regression Analysis)

จากสมการ Lee (2012)

ตัวแปร	ช่วงเวลา		
	CAR_11	CAR_5	CAR_3
Constant	-0.0286 (-0.68663)	-0.03955 (-1.2000)	-0.0225 (-0.83657)
UE	0.08948* (3.64931)	0.06343* (3.27267)	0.04777* (3.01796)
UE_MDA	0.05308 (0.94869)	0.05049 (1.14168)	0.05939 (1.64422)
Size	0.00036 (0.20893)	0.00112 (0.81335)	0.00059 (0.52198)
Beta	0.00288 (0.50455)	0.00474 (1.05079)	0.00502 (1.36181)
BtoM	0.02374* (2.69468)	0.01203 (1.72738)	0.00614 (1.07915)
LOSS	-0.03542* (-5.03480)	-0.02843* (-5.11155)	-0.02548* (-5.61067)

ตารางที่ 4.7

แสดงค่าการวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้นแบบพหุ (Multiple Linear Regression Analysis)

จากสมการ Lee (2012) (ต่อ)

ตัวแปร	ช่วงเวลา		
	CAR_11	CAR_5	CAR_3
F Statistic	9.488*	9.179*	10.206*
Adj. R2	0.027	0.026	0.030
N	1,816	1,816	1,816

*มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.7 ผลการทดสอบ Multiple Regression จากสมการประยุกต์ของ Lee (2012) พบว่า Unexpected Earning (UE) ส่งผลต่อผลตอบแทนผิดปกติในเชิงบวก (Easton and Zmijewski, 1989; Collins and Kothari, 1989; Lee, 2012; Wei, Lu and Lin, 2015) ทั้ง 3 ช่วงเวลาแสดงให้เห็นว่านักลงทุนตอบสนองต่อผลการดำเนินงานที่เกินความคาดหมายของกิจการ สะท้อนผ่านผลตอบแทนผิดปกติ ในขณะที่ผลการดำเนินงานที่เกิดความคาดหมายที่มีคำอธิบายและ บวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน (UE_MDA) ไม่ส่งผลกระทบต่อผลสะสมผลตอบแทนที่ผิดปกติ (CAR) ในช่วงเวลาใดๆ แสดงให้เห็นว่า การเปิดเผย MD&A ควบคู่ไปกับผลการดำเนินงาน ไม่มีผลต่อการตอบสนองของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

งานวิจัยฉบับนี้ได้ศึกษาเรื่องการตอบสนองของตลาดต่อการเปิดเผยคำอธิบายและบทวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน หรือ MD&A ควบคู่กับงบการเงินรายไตรมาสของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่านักลงทุนตอบสนองต่อผลการดำเนินงานของบริษัท โดยผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนผิดปกติ (Easton and Zmijewski, 1989; Collins and Kothari, 1989; Lee, 2012; Wei, Lu and Lin, 2015) แต่การที่บริษัทประกาศผลการดำเนินงานของบริษัทพร้อมกับข้อมูลที่เปิดเผยจากฝ่ายบริหารเกี่ยวกับคำอธิบายและบทวิเคราะห์เกี่ยวกับผลการดำเนินงาน (MD&A) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อผลตอบแทนผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ กล่าวคือ การเปิดเผยข้อมูล MD&A ไม่มีผลต่อการตอบสนองของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ถึงแม้งานวิจัยฉบับนี้ยังไม่สามารถชี้ชัดว่าการเปิดเผยข้อมูล MD&A สามารถลดผลตอบแทนผิดปกติหรือมีความสัมพันธ์ต่อกันสำหรับราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ แต่อย่างไรก็ตาม ยังมีอีกหลายงานวิจัยที่สนับสนุนให้มีการเปิดเผยข้อมูลเพื่อเสริมสร้างภาพลักษณ์ที่ดีของบริษัทให้แก่ผู้มีส่วนได้เสีย โดยที่ MD&A ซึ่งการเปิดเผยข้อมูลที่เน้นเรื่องผลการดำเนินงาน สาเหตุและผลกระทบต่อผลการดำเนินงานเป็นหลัก จะช่วยเพิ่มความเข้าใจของนักลงทุนและยังสามารถใช้เป็นช่องทางในการสื่อสารเกี่ยวกับผลการดำเนินงานต่อผู้มีส่วนเกี่ยวข้องต่อไป

5.1 ประโยชน์ที่ได้รับ

การเปิดเผยคำอธิบายและบทวิเคราะห์ผลการดำเนินงานหรือ MD&A กำลังมีแนวโน้มที่จะเปิดเผยมากขึ้นจากข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีผลบังคับใช้ตั้งแต่ 1 มกราคม 2557 แต่อย่างไรก็ตามยังมีบางบริษัทฯ ที่ไม่เข้าเกณฑ์ในการเปิดเผยและเลือกที่จะยังไม่เปิดเผย อาจจะมาจกหลายสาเหตุ เช่น เนื้อหาบางส่วนยากต่อการจัดทำ และการให้ความสำคัญกับการเปิดเผย MD&A ของผู้บริหาร (สันสกฤต วิจิตรเลขการ, 2558) แต่จากผลการวิจัยฉบับนี้ แสดงให้เห็นว่า การเปิดเผย MD&A พร้อมงบการเงินรายไตรมาส ยังไม่ส่งผลต่อผลตอบแทนผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

อย่างไรก็ตามบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็ควรให้ความสำคัญกับการจัดทำ MD&A มากขึ้น เพื่อใช้เป็นข้อมูลให้กับนักลงทุนต่อไป

5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย

เนื่องจากงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่ศึกษาเกี่ยวกับผลตอบแทนผิดปกติกับการเปิดเผยข้อมูล จัดทำในประเทศที่มีตลาดทุนขนาดใหญ่และมีประสิทธิภาพที่สูงกว่า มีกลุ่มนักลงทุนที่ให้ความสนใจและตอบสนองต่อข้อมูลมากกว่า ในขณะที่งานวิจัยฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงอาจมีข้อจำกัดทางด้านขนาดของตลาดทุน ทำให้ข้อมูลประชากรที่ใช้ในการวิจัยมีจำนวนจำกัด เมื่อเปรียบเทียบกับ ขนาดของตลาดทุนในงานวิจัยที่ผ่านมา

อีกทั้งงานฉบับนี้มองประโยชน์ในการจัดทำ MD&A จากมุมมองของบริษัทเลือกที่จะจัดทำหรือไม่ ผ่านทางมูลค่าหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงจนเกิดเป็นผลตอบแทนที่ผิดปกติ ซึ่งผลตอบแทนที่ผิดปกติหรือไม่เกิดขึ้นได้จากหลายสาเหตุ ตัวแปรที่ใช้ในการควบคุมอาจไม่ครอบคลุมกับผลกระทบที่เกิดขึ้น

5.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัย

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับ MD&A ยังเป็นเรื่องใหม่สำหรับประเทศไทยผู้วิจัยท่านอื่นสามารถนำไปต่อยอดทดสอบในด้านอื่นต่อไป หรืออาจใช้ปัจจัยอื่นที่มีผลกระทบระหว่างการเปิดเผย MD&A กับผลตอบแทนผิดปกติ เช่น คุณภาพของการเปิดเผย MD&A เป็นต้น

รายการอ้างอิง

- โชติธณัฏ์ หิตะพงค์. (2550). คุณลักษณะของบริษัทที่มีผลต่อระดับการเปิดเผยข้อมูลใน “คำอธิบายและวิเคราะห์ฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน” ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. เข้าถึงเมื่อวันที่ 11 กันยายน 2558, จาก http://www.ecba.tsu.ac.th/web/th/admin/journal_file/journaly2book1/5-Chotiya.pdf
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2544). ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การจัดทำและส่งงบการเงินและรายงานเกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน พ.ศ. 2544. เข้าถึงเมื่อวันที่ 20 กันยายน 2558 จาก <https://www.set.or.th/dat/content/rule/th/fsmaking.pdf>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558). การเปิดเผยข้อมูลตามระยะเวลา. เข้าถึงเมื่อวันที่ 11 สิงหาคม 2558. จาก http://www.set.or.th/th/regulations/simplified_regulations/disclosure_bytime_p1.html
- นวพร พงษ์ตันสกุล. (2546). โครงสร้างการเป็นเจ้าของและคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. เข้าถึงเมื่อวันที่ 11 พฤศจิกายน 2558. จาก <http://www.researchgate.net/publication/27805396>
- สันสกฤต วิจิตรเลขการ. (2558). ความสำคัญ ปัญหาและอุปสรรคของการจัดทำ "การวิเคราะห์และคำอธิบายของฝ่ายจัดการ (MD&A)". *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 6-25.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2556). หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการรายงานการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ (ประกาศ ทจ.44/2556). เข้าถึงเมื่อวันที่ 1 พฤศจิกายน 2558. จาก <http://capital.sec.or.th/webapp/nrs/data/6125p.doc>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2558) แบบสอบถามข้อมูลที่เปิดเผยใน MD&A. เข้าถึงเมื่อวันที่ 15 ตุลาคม 2558 จาก <http://capital.sec.or.th/webapp/nrs/data/5959s.pdf>
- Berkman, H., Dimitrov, V., Koch, P. D., Tice, S., & Tice, S. (2009). Sell on the news: Differences of opinion, short-sales constraints, and returns around earning announcements. *Journal of Financial Economics*, 376-399.

- Board, J., & Walker, M. (1990). Intertemporal and Cross-Sectional Variation in the Association Between Unexpected Accounting Rates of Return and Abnormal Returns. *Journal of Accounting Research*, 182-192.
- Bravo, F. (2015). Forward-looking disclosure and corporate reputation as mechanisms to reduce stock return volatility. *Spanish Accounting Review*, 1-10.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring Security Price Performance. *Journal of Financial Economics* 8:205, 58.
- Bryan, S. H. (1997). Incremental Information Content of Required Disclosures Contained in Management Discussion and Analysis. *The Accounting Review*, 285-301.
- Clarkson, P. M., Kao, J. L., & Richardson, G. D. (1994). The Voluntary Inclusion of Forecasts in the MD&A Section of Annual Reports. *Contemporary Accounting Research*, 423-450.
- Clarkson, P. M., Kao, J. L., & Richardson, G. D. (1999). Evidence that Management Discussion and Analysis (MD&A) is a Part of a Firm's Overall Disclosure Package. *Contemporary Accounting Research*, 111-134.
- CLSA Asia-Pacific Markets. (2012). CG WATCH 2012 Corporate governance in Asia. เข้าถึงเมื่อวันที่ 10 สิงหาคม 2558. จาก http://www.acga-asia.org/loadfile.cfm?SITE_FILE_ID=658
- Cole, C. J., & Jones, C. L. (2004). The Usefulness of MD&A Disclosures in the Retail Industry. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 361-388.
- Collins, D., & Kothari, S. (1989). An Analysis of Intertemporal and Cross-sectional Determinants of Earning Response Coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, pp. 143-181.
- DHALIWAL, D. S., LEE, K. J., & FARGHER, N. L. (1991). The association between unexpected earnings and abnormal security returns in the presence of financial leverage. *Contemporary Accounting Research*, 20-41.
- Easton, P., & Zmijewski, M. (1989). Cross-sectional Variation in the Stock Market Response to Accounting Earnings Announcements. *Journal of Accounting and Economics*, pp.117-141.

- Freeman, E. R. (1984). *A Stakeholder Approach to Strategic Management*. Boston.Pitman.
- Klerk, M. D., Villiers, C. d., & Staden, C. v. (2015). The influence of corporate social responsibility disclosure on share prices. *Pacific Accounting Review*, 208-228.
- Kolari, J. W., & Pynnonen, S. (2010). Event Study Testing with Cross-sectional Correlation of Abnormal Returns. *The Review of Financial Studies*, 3998-4025.
- Lee, Y.-J. (2012). The Effect of Quarterly Report Readability on Information Efficiency of Stock Price. *Contemporary Accounting Research*, 1137-1170.
- Levi, S., & Zhang, X.-J. (2015). Asymmetric decrease in liquidity trading before earnings announcements and the announcement return premium. *Journal of Financial Economics*, 383-398.
- Lu, H., Wang, K. Q., & Wang, X. (2014). Price Shocks, News Disclosures, and Asymmetric Drifts. *The Accounting Review*, 1805-1834.
- Miller, E. M. (1977). Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion. *The Journal of Finance*, pp.1151-1168.
- SHEVLIN, T., & SHORES, D. (1993). Firm Size, Security Returns, and Unexpected Earnings: The Anomalous Signed-Size Effect. *Contemporary Accounting Research Vol.10 No.1*, pp.1-30.
- Wei, Y.-C., Lu, Y.-C., & Lin, I.-C. (2015). The Impact of Financial News And Press Freedom On Abnormal Returns Around Earnings Announcement Periods In The Shanghai, Shenzhen and Taiwan Stock Markets. *Romanian Journal of Economic Forecasting-XVIII (3)*, pp.39-59.

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาวมนธิชา ศุภโสภาสพันธุ์
วันเดือนปีเกิด	30 สิงหาคม 2530
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2552: บัญชีบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ตำแหน่ง	ผู้จัดการฝ่ายบัญชี บริษัท ทีเคซี ซัพพลาย จำกัด
ประสบการณ์ทำงาน	พ.ศ.2558: ผู้จัดการฝ่ายบัญชี บริษัท ทีเคซี ซัพพลาย จำกัด พ.ศ.2552: ผู้ช่วยผู้สอบบัญชี บริษัท เอ็นส์ท แอนด์ ยัง จำกัด