



การตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก กรณีศึกษา  
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)  
และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

โดย

นางสาวอรรวรรณ เงามแสงธรรม

การศึกษาอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
บัญชีมหาบัณฑิต  
สาขาบัญชี  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2559  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

การตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก กรณีศึกษา  
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)  
และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

โดย

นางสาวอรวรรณ เสงแสงธรรม



การศึกษาอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
บัญชีมหาบัณฑิต  
สาขาบัญชี  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2559  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

EARNINGS MANAGEMENT AND INITIAL PUBLIC OFFERINGS:  
THE EVIDENCE ON SET AND MAI OF THAILAND

BY

MISS ORAWAN NGAOSAENGTHAM



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 2016  
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
คณะพาณิชย์ศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวอรรวรรณ เกาแสงธรรม

เรื่อง

การตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนใน  
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

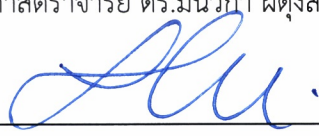
ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
บัญชีมหาบัณฑิต

เมื่อ วันที่ 02 ส.ค. 2560

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ

  
(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ

  
(รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

คณบดี

  
(รองศาสตราจารย์ ดร.พิภพ อุดร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	การตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI)
ชื่อผู้เขียน	นางสาวอรรวรรณ เงามแสงธรรม
ชื่อปริญญา	บัญชีมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	บัญชี พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล
ปีการศึกษา	2559

### บทคัดย่อ

งานวิจัยเชิงประจักษ์นี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ในช่วงปี พ.ศ. 2556 – 2558 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ โดยใช้ Modified Jones Model ในการทดสอบการตกแต่งกำไร โดยใช้กลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้นจำนวน 65 บริษัท จาก 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน เปรียบเทียบกับบริษัทคู่เหมือนที่มีมูลค่าตามราคาตลาดใกล้เคียงกันจำนวน 130 บริษัท

จากผลการทดสอบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารพบการตกแต่งกำไรในทุกช่วงเวลาที่ทำกรทดสอบของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และอุตสาหกรรมบริการในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ รวมถึงอุตสาหกรรมทรัพยากรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ยังคงไม่สามารถสรุปผลการวิจัยดังกล่าวได้ เนื่องจากผลการศึกษาทางสถิติไม่พบความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น จึงไม่สามารถสรุปได้ว่าแต่ละอุตสาหกรรมมีการตกแต่งกำไรที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99%

**คำสำคัญ:** การตกแต่งกำไร, บริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรก, Modified Jones Model, รายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหาร

Independent Study Title	EARNINGS MANAGEMENT AND INITIAL PUBLIC OFFERINGS: THE EVIDENCE ON SET AND MAI OF THAILAND
Author	Miss Orawan Ngaosaengtham
Degree	Master of Accounting
Department/Faculty/University	Accounting Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Dr. Somchai Supattarakul
Academic Years	2016

### ABSTRACT

The objective of this empirical research is to study the earnings management of the Initial Public Offering (IPO) firms in the Stock Exchange of Thailand (SET) and the Market for Alternative Investment (MAI) during 2013 to 2015. The research applied the Modified Jones Model to test the earnings management by taking samples of 65 IPO firms from 7 industries, except the financial industry, then compare with the 130 matched firms, which are currently exist in the stock market and have similar market capitalization.

According to the result of Discretionary Current Accruals mean test, the earnings management has been found in every period of the research in the following industries: Consumer Products [COMSUMP], Property & Construction [PROPCON] and Services [SERVICE] in MAI and Resources [RESOURC] in SET. However, the conclusion of earnings management could not be made because the result of statistic test at the level of confidence interval 90%, 95% and 99% do not show the significant difference.

**Keywords:** Earnings Management, Initial Public Offerings, Modified Jones Model, Discretionary Current Accruals

## กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้จะสำเร็จลุล่วงไม่ได้ หากไม่ได้รับการสนับสนุน ความช่วยเหลือ รวมถึงกำลังใจจากบุคคลหลาย ๆ ท่าน ซึ่งไม่อาจจะนำมากล่าวถึงได้ทั้งหมด ซึ่งทางผู้วิจัยขออนุญาตในการกล่าวถึงและขอบพระคุณบุคคลหลัก ๆ ซึ่งมีส่วนสำคัญยิ่ง ที่ทำให้การศึกษาครั้งนี้ของผู้วิจัยสามารถผ่านพ้นไปได้ด้วยความราบรื่นและประสบความสำเร็จอย่างที่ตั้งใจไว้

- รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล ในฐานะอาจารย์ที่ปรึกษา ซึ่งท่านได้กรุณาเสียสละเวลาอันมีค่าในการให้ความรู้ คำปรึกษา ข้อเสนอแนะ รวมถึงข้อคิดเห็น อันก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อการศึกษาอิสระในครั้งนี้

- รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์ ซึ่งได้กรุณาเสียสละเวลาอันมีค่าของท่าน มาเป็นประธานกรรมการสอบการศึกษาอิสระนี้ ตลอดจนคำแนะนำเพิ่มเติมที่ทำให้การศึกษาอิสระฉบับนี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

- คุณพ่อคุณแม่และน้องสาว สำหรับความรัก ความเข้าใจ คำแนะนำและคำปรึกษา รวมทั้งกำลังใจที่ดีมาก ๆ ตลอดจน ขอบขอบคุณที่อยู่ในทุกเบื้องหลังของความสำเร็จในชีวิตของผู้วิจัย

- นางสาวสุภรัตน์ ดันท์พรชัย สำหรับความช่วยเหลือ คำปรึกษา กำลังใจที่ดี ตลอดจนการร่วมทุกข์ร่วมสุข ตลอดระยะเวลาของการศึกษาในโครงการปริญญาโททางการบัญชี

- นายอิศรชัย จิระนนทิพร สำหรับกำลังใจ ความช่วยเหลือ ความเข้าใจ ตลอดจนการสนับสนุนในทุก ๆ ด้าน

- เพื่อน MAP12 และเจ้าหน้าที่ทุกคนของโครงการปริญญาโททางการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ สำหรับความช่วยเหลือในการเป็นธุระติดต่อประสานงานตลอดระยะเวลาของการศึกษา

นอกจากนี้ ขอขอบพระคุณทุกบุคคลที่อาจไม่ได้นำมากล่าวถึง แต่ร่วมเป็นกำลังใจ ให้ความช่วยเหลือ และอยู่เบื้องหลังความสำเร็จของผู้วิจัย อนึ่ง หากมีส่วนดีหรือประโยชน์ใดที่ผู้อ่านได้รับจากการศึกษาอิสระฉบับนี้ ผู้วิจัยขอมอบความดีนี้แก่ทุกบุคคลที่มีส่วนช่วยเหลือผู้วิจัย ตลอดจนสถาบันการศึกษา แต่หากมีข้อบกพร่องประการใดผู้วิจัยขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

นางสาวอรรรณ เงามแสงธรรม

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

พ.ศ. 2559

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(7)
สารบัญภาพ	(9)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ในการศึกษา	5
1.3 ขอบเขตของการศึกษา	5
1.4 ประโยชน์ที่ได้รับจากการศึกษา	5
1.5 นิยามศัพท์ที่ใช้ในการศึกษา	6
1.6 ลำดับขั้นตอนในการนำเสนอผลการศึกษา	7
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	8
2.1 ทฤษฎีคาดหวัง	8
2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการตกแต่งกำไร	9
2.3 การตกแต่งกำไรในบริษัทที่มีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก	11
2.4 ผลกระทบของการตกแต่งกำไรต่อผลการดำเนินงานภายหลังการเสนอขายหุ้น แก่สาธารณชนครั้งแรก	13
2.5 วิธีการทดสอบการตกแต่งกำไร	13



2.6 สมมุติฐานงานวิจัย	16
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	18
3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	18
3.2 แหล่งที่มาของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	24
3.3 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย	25
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	28
4.1 ผลการทดสอบการตกแต่งกำไรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI)	28
4.1.1 ปีก่อนหน้าที่จะมีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชน (t-1)	28
4.1.2 ปีที่มีการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนครั้งแรก (t)	30
4.1.3 ปีหลังจากการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนครั้งแรก (t+1)	31
4.2 ผลการทดสอบการตกแต่งกำไรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)	32
4.2.1 ปีก่อนหน้าที่จะมีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชน (t-1)	32
4.2.2 ปีที่มีการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนครั้งแรก (t)	33
4.2.3 ปีหลังจากการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนครั้งแรก (t+1)	34
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	35
5.1 สรุปผลการศึกษา	36
5.1.1 สรุปผลการทดสอบการตกแต่งกำไรด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยแบบเชิงซ้อนหรือแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)	36
5.1.1.1 สรุปผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI)	36
5.1.1.2 สรุปผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)	37
5.1.2 สรุปผลการทดสอบการตกแต่งกำไรด้วยวิธีการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Independent Sample T-Test) ที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99%	38

5.1.2.1 สรุปผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI)	38
5.1.2.2 สรุปผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)	39
5.2 ข้อจำกัดในงานวิจัย	39
5.3 ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย	40
รายการอ้างอิง	41
ประวัติผู้เขียน	46



## สารบัญญัตราสาร

ตารางที่	หน้า
3.1 จำนวนบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในช่วงปี พ.ศ. 2556 - 2558	18
3.2 จำนวนตัวอย่างของบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญแก่สาธารณชนครั้งแรกที่นำมาใช้ในการวิจัย	20
3.3 บริษัทคู่เหมือน (Matched Firms) ที่นำมาใช้ในการวิจัย	21
4.1 ผลการทดสอบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในปีก่อนหน้าที่จะมีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรก (t-1)	29
4.2 ผลการทดสอบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในปีที่มีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรก (t)	30
4.3 ผลการทดสอบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในปีหลังจากการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรก (t+1)	31
4.4 ผลการทดสอบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปีก่อนหน้าที่จะมีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรก (t-1)	32
4.5 ผลการทดสอบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปีที่มีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรก (t)	33
4.6 ผลการทดสอบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปีหลังจากการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรก (t+1)	34
5.1 สรุปผลการทดสอบการตกแต่งกำไรด้วยวิธี Multiple Regression Analysis ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI)	36
5.2 สรุปผลการทดสอบการตกแต่งกำไรด้วยวิธี Multiple Regression Analysis ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)	37

5.3 สรุปผลการทดสอบการตกแต่งกำไรด้วยวิธี Independent Sample T-Test ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI)	38
5.4 สรุปผลการทดสอบการตกแต่งกำไรด้วยวิธี Independent Sample T-Test ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)	39



## สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1 กราฟแสดงคุณค่าจากการมี Gains/Losses เมื่อเปรียบเทียบกับจุดอ้างอิง จากทฤษฎีคาดหวัง (Prospect Theory)	8
2.2 การคาดการณ์เครื่องหมายของ DCA ในแต่ละปี	17



## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

เงินทุนถือเป็นปัจจัยสำคัญในการดำเนินธุรกิจ เพราะเสมือนเป็นจุดเริ่มต้นของกิจการ เนื่องจากเงินทุนเป็นสิ่งที่ช่วยให้การดำเนินกิจกรรมต่าง ๆ ของธุรกิจสามารถดำเนินต่อไปได้ นับตั้งแต่การเริ่มก่อตั้งบริษัท การสร้างโอกาสทางการแข่งขัน การสร้างโอกาสในการขยายและต่อยอดทางธุรกิจ นอกจากนี้ยังช่วยในการเสริมสภาพคล่องให้กับกิจการอีกด้วย ยิ่งกิจการมีเงินทุนที่มากขึ้น กิจการก็จะสามารถนำเงินทุนดังกล่าวไปต่อยอด ทำให้มีโอกาสมากมายที่มากยิ่งขึ้นไปอีก ดังนั้นการระดมทุน (Fund Raising) เพื่อให้กิจการมีเงินทุนมากขึ้นจึงเป็นสิ่งที่สำคัญยิ่งสำหรับการดำเนินธุรกิจในปัจจุบัน

สำหรับเงินทุนของแต่ละกิจการ จะมาจากแหล่งที่มาของเงินทุน 2 ส่วนด้วยกัน คือ ส่วนของเจ้าของ และส่วนของเจ้าหนี้ โดยแหล่งที่มาของเงินทุนนี้จะแบ่งตามลักษณะของการระดมทุนสำหรับประเทศไทยในปัจจุบันนั้น สามารถระดมทุนได้ 3 ลักษณะ คือ

1. การระดมทุนโดยตรง ทั้งในส่วนของการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายในตัวกิจการ การระดมทุนจากเจ้าของธุรกิจ รวมถึงผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจโดยตรง ซึ่งจะเรียกแหล่งเงินทุนประเภทนี้ว่า ส่วนของเจ้าของ ซึ่งการระดมทุนลักษณะนี้ เป็นการระดมทุนที่ไม่ผ่านตัวกลางทางการเงินใด ๆ ทั้งสิ้น จึงถือว่าเป็นการระดมทุนทางตรง

2. การระดมทุนผ่านสถาบันการเงิน ที่มีลักษณะในการให้บริการเป็นตัวกลางทางการเงิน (Financial Intermediaries) หรือเรียกอีกอย่างหนึ่งว่าการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินหรือธนาคารพาณิชย์ ซึ่งแหล่งเงินทุนประเภทนี้จะเรียกว่า ส่วนของเจ้าหนี้ โดยสถาบันการเงนดังกล่าวจะเป็นตัวกลางในการระดมเงินทุนจากผู้ที่มีเงินทุนส่วนเกิน เพื่อให้ผู้ที่ต้องการระดมทุนหรือขาดแคลนเงินทุนกู้ยืมมาใช้ในการดำเนินธุรกิจ ซึ่งการระดมทุนด้วยวิธีนี้จะทำให้กิจการสามารถระดมทุนได้มากกว่าวิธีการระดมทุนโดยตรง

3. การระดมทุนผ่านตลาดการเงิน นับเป็นแหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าหนี้อีกประเภทหนึ่งที่มีความนิยมเป็นอย่างมาก เสมือนเป็นตัวกลางทางการเงินตัวหนึ่งของการระดมทุนและการออมในระยะยาว เนื่องจากการระดมทุนประเภทนี้มีต้นทุนในระยะยาวที่ต่ำกว่า อีกทั้งยังสามารถระดมทุนได้ในปริมาณมากจากแหล่งเงินทุนที่กว้างขวาง เมื่อเทียบกับการระดมทุนที่กล่าวมาใน 2 วิธีแรก โดยวิธีนี้กิจการจะทำการเสนอขายสินทรัพย์ทางการเงิน (Financial Assets) ให้กับผู้มีเงินทุน

หรือสนใจที่จะลงทุน ผ่านทางหน่วยงานที่มีส่วนเกี่ยวข้องในการกำกับดูแลและควบคุม เพื่อให้การดำเนินการเป็นไปด้วยความเป็นธรรมและโปร่งใสสำหรับทุกฝ่าย โดยตลาดการเงินนี้สามารถแบ่งประเภทของตลาดได้หลากหลายวิธี ซึ่งวิธีหนึ่งที่ได้รับคามนิยม คือ วิธีแบ่งตามอายุของสินทรัพย์ทางการเงิน โดยสามารถแบ่งประเภทได้ ดังนี้ 1. ตลาดเงิน (Money Market) คือ ตลาดที่มีการซื้อขายตราสารทางการเงินที่มีอายุไม่เกิน 1 ปี โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะระดมทุนเพื่อการหมุนเวียนภายในกิจการหรือการระดมทุนในระยะเวลาสั้นๆ เช่น ตั๋วแลกเงิน ตั๋วเงินคลัง ตั๋วสัญญาใช้เงิน เป็นต้น และ 2. ตลาดทุน (Capital Market) คือ ตลาดที่มีการซื้อขายตราสารทางการเงินที่มีอายุเกิน 1 ปีขึ้นไป โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะระดมทุนเพื่อนำเงินที่ได้ไปใช้ในการลงทุนหรือในโครงการระยะยาว เช่น พันธบัตรรัฐบาล หุ้นกู้ หุ้นสามัญ เป็นต้น

จากที่กล่าวมาข้างต้นจะเห็นได้ว่า การระดมทุนในแต่ละประเภทนั้นมีทั้งข้อดีและข้อเสียแตกต่างกันออกไป ซึ่งทางเลือกในการระดมทุนขึ้นอยู่กับปัจจัยและข้อจำกัดของแต่ละกิจการ เช่น ความสามารถในการรับภาระผูกพันของกิจการทั้งในระยะสั้นและระยะยาว ปริมาณของเงินที่ต้องการระดมทุน เป็นต้น

สำหรับตลาดทุนถือเป็นอีกทางเลือกหนึ่งของการระดมทุนและการออมในระยะยาวที่ได้รับความนิยมเป็นอย่างมาก การนำบริษัทเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และนำหุ้นสามัญของบริษัทเข้ามาเสนอขายแก่สาธารณชนครั้งแรก หรือที่เรียกว่า การทำ IPO (Initial Public Offering) นับเป็นอีกช่องทางหนึ่งในการเพิ่มแหล่งเงินทุน และเพิ่มความยืดหยุ่นในการบริหารต้นทุนทางการเงินให้แก่กิจการมากยิ่งขึ้น เนื่องจากวิธีการระดมทุนดังกล่าว มีต้นทุนการระดมทุนในระยะยาวที่ต่ำกว่าการกู้ยืมจากสถาบันการเงิน ที่อาจทำให้บริษัทมีภาระผูกพันในการจ่ายชำระค่าดอกเบี้ย แม้ว่าจะมีผลขาดทุนจากการดำเนินงานก็ตาม นอกจากนี้ ยังเป็นการเปิดโอกาสให้คนทั่วไปมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของบริษัท โดยบริษัทจะจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นเมื่อบริษัทมีผลกำไรจากการดำเนินงานในรูปแบบของเงินปันผล ซึ่งในประเทศไทยการระดมทุนผ่านทางตลาดทุนนี้ จะต้องทำการซื้อขายผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น โดยกิจการที่ต้องการระดมทุนจะทำการออกตราสารทางการเงิน เช่น หุ้นสามัญ หุ้นกู้ หุ้นบุริมสิทธิ เป็นต้น ออกขายให้กับบุคคลภายนอก โดยอยู่ภายใต้การควบคุมและดูแลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)

ในปัจจุบันตลาดทุนที่สามารถทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของประเทศไทย แบ่งออกเป็น 2 ตลาดหลัก ๆ คือ

1. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand, SET) จัดตั้งขึ้นโดยพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เปิดทำการซื้อขายเป็น

ทางการครั้งแรกวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 โดยทำหน้าที่หลักเป็นตลาดรองที่สำคัญของตลาดทุนไทย เพื่อแลกเปลี่ยนซื้อขายตราสารทุนของบริษัทที่ขึ้นทะเบียนไว้ เพื่อให้สามารถระดมเงินทุนจากสาธารณะได้โดยสะดวก ปัจจุบันการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อยู่ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

2. ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment, MAI) เป็นตลาดหลักทรัพย์แห่งที่สองของประเทศไทย ก่อตั้งเมื่อวันที่ 21 มิถุนายน พ.ศ. 2542 และเปิดทำการซื้อขายครั้งแรกเมื่อวันที่ 17 กันยายน พ.ศ. 2544 ทำหน้าที่เป็นตลาดทุนเพื่อให้กิจการต่าง ๆ สามารถระดมเงินทุนเพิ่มเติมจากสาธารณะเหมือนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ตลาดนี้จะเน้นกิจการขนาดกลางและขนาดย่อม (SME) และกิจการที่เกี่ยวกับนวัตกรรม โดยมีหลักเกณฑ์ในการเข้าจดทะเบียนที่ผ่อนผันลง เพื่อเปิดโอกาสให้กิจการขนาดเล็กที่ไม่สามารถเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้มีหนทางในการระดมทุน เช่น ทุนชำระแล้วขั้นต่ำของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ 200 ล้านบาท ในขณะที่ทุนชำระแล้วขั้นต่ำของตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ คือ 40 ล้านบาท เป็นต้น รวมทั้งสนับสนุนอุตสาหกรรมร่วมลงทุน (Venture Capital) เพื่อเพิ่มจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ในมุมมองด้านธุรกิจ การเสนอขายหุ้นให้กับสาธารณชนเป็นครั้งแรกหรือการทำ IPO นั้น จะทำให้กิจการสามารถระดมทุนได้เป็นจำนวนมาก ด้วยต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่าการระดมทุนด้วยวิธีอื่น ๆ ซึ่งจะช่วยให้กิจการมีความสามารถในการแข่งขันและโอกาสเติบโตทางธุรกิจในอนาคตที่มากขึ้น ด้วยเหตุนี้จึงเป็นเหตุจูงใจที่จะทำให้ธุรกิจมีการจัดการกำไร (Earnings Management) เพื่อทำให้นักลงทุนหันมาสนใจและลงทุนในหลักทรัพย์ที่กิจการเสนอขาย อีกทั้งยังเป็นการสร้างภาพลักษณ์และมุมมองที่ดีของกิจการให้นักลงทุนอีกด้วย ซึ่งจากผลการวิจัยของ Aharony et al. (1993) และ Friedlan (1994) ที่ศึกษาเกี่ยวกับการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรกในประเทศสหรัฐอเมริกา ได้ให้เหตุผลสนับสนุนเกี่ยวกับการจัดการกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกว่า บริษัทเหล่านี้จะมีแรงจูงใจในการเลือกนโยบายทางการเงินที่สนับสนุนการจัดการกำไรของบริษัท เพื่อทำให้นักลงทุนของบริษัทแสดงผลกำไรที่สูงกว่าความเป็นจริงในช่วงก่อนจนถึงช่วงแรกของการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก เพื่อทำให้ผลการดำเนินงานเป็นไปในทิศทางที่ดี เพื่อดึงดูดการลงทุนจากนักลงทุนในอนาคต ซึ่งสอดคล้องกับ Narktabtee (2000) ที่ศึกษาเกี่ยวกับประเด็นดังกล่าวของบริษัทที่มีการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2534 ถึง 2538

สำหรับมุมมองของนักลงทุน การลงทุนในหุ้น IPO หรือหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ถือเป็นโอกาสที่ดียิ่งในการสร้างผลตอบแทนให้กับนักลงทุน เนื่องจาก



ข้อมูลของหุ้น IPO ในอดีตส่วนใหญ่มักจะมีผลตอบแทนโดยเฉลี่ยในระยะสั้นเป็นบวกเสมอ (Ibbotson, Sindelar and Ritter, 1988) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยจำนวนมากที่ได้ศึกษาเกี่ยวกับผลตอบแทนแรกเริ่มของหุ้น IPO และพบว่าเมื่อนักลงทุนซื้อหุ้น IPO ได้ในราคาจองซื้อและขายได้ในราคาปิด ณ วันแรกที่หุ้น IPO นั้นออกจำหน่ายแก่สาธารณชน นักลงทุนมักจะได้รับผลตอบแทนที่เป็นบวกเสมอ (Loughran and Ritter, 2002) เนื่องด้วยผลตอบแทนเช่นนี้ จึงทำให้นักลงทุนมีความสนใจที่จะลงทุนในหุ้น IPO เป็นจำนวนมาก แต่ในอีกมุมหนึ่ง การลงทุนในหุ้น IPO นั้น ถือว่ามีความเสี่ยงอย่างมาก เนื่องจากสินทรัพย์ทางการเงินดังกล่าวไม่เคยมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มาก่อน ทำให้นักลงทุนมีข้อมูลที่น้อยเกินไปในการประเมินมูลค่า หรือการคาดการณ์ทิศทางของหุ้นดังกล่าวในอนาคต ดังนั้น งบการเงินจึงถือเป็นข้อมูลที่มีความสำคัญยิ่ง โดยเฉพาะข้อมูลด้านผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งตามกรอบแนวคิดสำหรับการรายงานทางการเงิน (ฉบับปรับปรุง 2557) ในเรื่องวัตถุประสงค์และประโยชน์ของการรายงานทางการเงิน ได้กล่าวถึงความสำคัญของข้อมูลในงบการเงิน โดยเฉพาะในเรื่องของความสามารถในการทำกำไร หรือความสามารถในการบริหารจัดการของผู้บริหาร ซึ่งจะเป็ประโยชน์ต่อการตัดสินใจในอนาคตของนักลงทุน รวมถึงผู้มีส่วนได้เสียของกิจการ ในส่วนของการซื้อ ถือ หรือขายหน่วยลงทุนนั้น ดังนั้น การตกแต่งกำไรหรือการเจตนาแสดงข้อมูลที่เป็เท็จในงบการเงินจะส่งผลเสียหายและมีผลกระทบอย่างร้ายแรงต่อการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของผู้ใช้งบการเงินเป็นอย่างมาก อาทิเช่น การล้มละลายอย่างกะทันหันของบริษัท Enron บริษัทยักษ์ใหญ่ในวงการพลังงานของประเทศสหรัฐอเมริกา สาเหตุเนื่องจากการปกปิดข้อมูลทางบัญชี ทั้ง ๆที่มีผู้สอบบัญชีที่มีมาตรฐานการทำงานในระดับโลกอย่าง บริษัท อาร์เธอร์แอนด์เดอส์สัน เป็นผู้ตรวจสอบบัญชี ทำให้เกิดคำถามว่า งบการเงินของบริษัททั่ว ๆ ไปนั้น แสดงถึงฐานะทางการเงินที่แท้จริงของกิจการหรือไม่

จากที่มาและความสำคัญดังกล่าว ผู้วิจัยจึงมีความสนใจในการศึกษาว่าบริษัทในประเทศไทยที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกนั้น มีการตกแต่งกำไรในช่วงก่อนจนถึงช่วงแรกของการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกหรือไม่ อย่างไร เพื่อให้เกิดความชัดเจนในเรื่องดังกล่าว อันจะเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจในอนาคตต่อนักลงทุน ผู้มีส่วนได้เสีย รวมถึงผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในการใช้งบการเงินดังกล่าว

## 1.2 วัตถุประสงค์ในการศึกษา

งานวิจัยเชิงประจักษ์นี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่าบริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) มีการตกแต่งกำไรในช่วงก่อนจนถึงช่วงแรกของการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนหรือไม่ อย่างไร

## 1.3 ขอบเขตของการศึกษา

งานวิจัยเชิงประจักษ์นี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในช่วงปี พ.ศ. 2556 – 2558 ของทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ซึ่งประกอบด้วย ธนาคาร เงินทุน และประกันภัย รวมทั้งกลุ่มธุรกิจกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากโครงสร้างทางการเงินของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเหล่านี้ มีความแตกต่างจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ อย่างมีสาระสำคัญ โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงินที่ดาวน์โหลดมาจากระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์ ([www.setsmart.com](http://www.setsmart.com)) และจากฐานข้อมูลเว็บไซต์ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก จำนวนทั้งสิ้น 65 บริษัท เปรียบเทียบกับบริษัทคู่เหมือน (Matched Firms) ที่ไม่ได้เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน โดยใช้วิธีการคัดเลือกจากมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) จำนวนทั้งสิ้น 130 บริษัท

## 1.4 ประโยชน์ที่ได้รับจากการศึกษา

1.4.1 สำหรับนักลงทุน สามารถใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจเพื่อลดความเสี่ยงของการลงทุนในอนาคต รวมถึงเป็นแนวทางในการวิเคราะห์หุ้น IPOที่กำลังจะเข้าตลาดหลักทรัพย์ในอนาคต

1.4.2 สำหรับหน่วยงานที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการจัดทางการเงิน โดยเฉพาะคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) สามารถใช้ข้อมูลจากงานวิจัยประกอบในการควบคุม ดูแล และจัดการทางการเงินของกิจการที่มีการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นไปได้ด้วยความถูกต้อง ครบถ้วน ตลอดจนสามารถสะท้อนถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการ

## 1.5 นิยามศัพท์ที่ใช้ในการศึกษา

**การเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering : IPO)** หมายถึง การเปิดขายหุ้นครั้งแรกของบริษัทเอกชนสู่สาธารณชน โดยมีจุดมุ่งหมายในการระดมทุนเพื่อขยายกิจการ หรือเพื่อกระจายการถือครองหุ้นให้ประชาชนทั่วไป โดยนำไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**การตกแต่งกำไร (Earnings Management)** หมายถึง การปรับแต่งผลการดำเนินงานในงบการเงินด้วยความจงใจภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร ไม่ให้รายงานผลการดำเนินงานตามสภาพความเป็นจริงของกิจการ เพื่อสร้างภาพลักษณ์ของผลการดำเนินงานให้แปรเปลี่ยนไปในทิศทางที่ต้องการ

**บริษัทคู่เหมือน (Matched Firms)** หมายถึง บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ไม่ได้มีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ในช่วงปี พ.ศ. 2556 – 2558 และเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันกับกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่เข้าเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ในช่วงปี พ.ศ. 2556 – 2558 โดยใช้วิธีการคัดเลือกจากมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ของบริษัทนั้น ๆ

**นิยามของชื่อกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI)**

- Agro & Food Industry [AGRO] หมายถึง อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
- Consumer Products [CONSUMP] หมายถึง อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค
- Financials [FINCIAL] หมายถึง อุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน
- Industrials [INDUS] หมายถึง อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม
- Property & Construction [PROPCON] หมายถึง อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
- Resources [RESOURC] หมายถึง อุตสาหกรรมทรัพยากร
- Services [SERVICE] หมายถึง อุตสาหกรรมบริการ
- Technology [TECH] หมายถึง อุตสาหกรรมเทคโนโลยี

## 1.6 ลำดับขั้นตอนในการนำเสนอผลการศึกษา

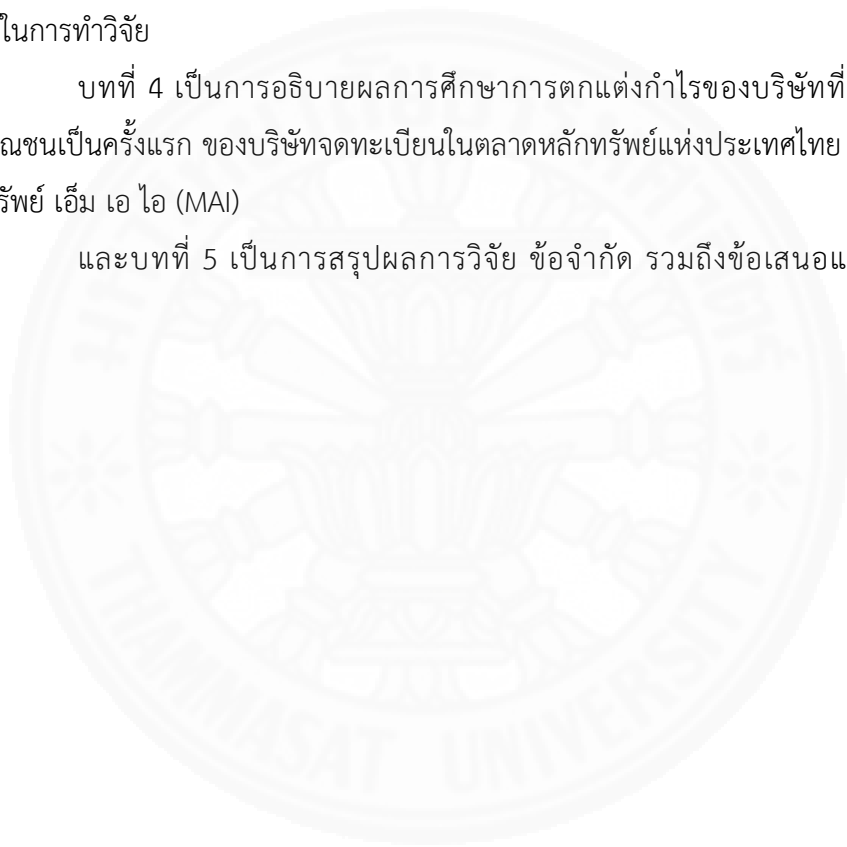
งานวิจัยฉบับนี้จัดทำขึ้น โดยมีขั้นตอนในการนำเสนอ ดังนี้

บทที่ 2 เป็นการทบทวนวรรณกรรม ซึ่งแสดงทฤษฎี หลักเกณฑ์ แนววิธีการคิด บทความ รวมถึงงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในประเทศต่าง ๆ

บทที่ 3 กล่าวถึงแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการดำเนินงานวิจัย กรอบแนวคิด สมมุติฐาน รวมถึงวิธีที่ใช้ในการทำวิจัย

บทที่ 4 เป็นการอธิบายผลการศึกษากการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

และบทที่ 5 เป็นการสรุปผลการวิจัย ข้อจำกัด รวมถึงข้อเสนอแนะในงานวิจัยนี้



## บทที่ 2

### วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

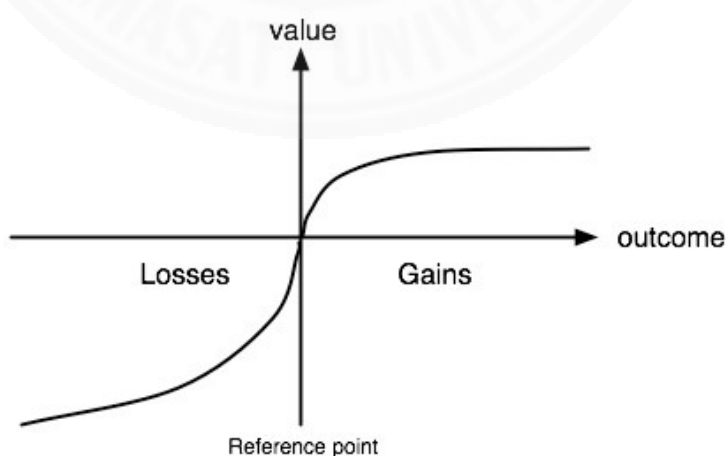
การศึกษาในเรื่องการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ผู้วิจัยได้ค้นคว้าและรวบรวมทฤษฎี แนวคิด รวมทั้งผลการศึกษาที่เกี่ยวข้องตามหัวข้อดังต่อไปนี้

#### 2.1 ทฤษฎีคาดหวัง

ทฤษฎีคาดหวัง (Prospect Theory) จากงานวิจัยของ Kahneman and Tversky (1979) เป็นทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์เชิงพฤติกรรม (Behavioral Economics) ซึ่งอธิบายการตัดสินใจของมนุษย์ภายใต้ความไม่แน่นอนผ่านฟังก์ชันของคุณค่า (Value Function) โดยมนุษย์จะให้คุณค่าของการสูญเสีย (Loss) มากกว่าคุณค่าของการได้รับ (Gain) ลักษณะดังกล่าวเรียกว่า ความเกลียดการสูญเสีย (Loss Aversion)

ภาพที่ 2.1

กราฟแสดงคุณค่าจากการมี Gains/Losses เมื่อเปรียบเทียบกับจุดอ้างอิงจากทฤษฎีคาดหวัง (Prospect Theory)



ที่มา : Kahneman and Tversky (1979)

โดยมนุษย์จะใช้การตัดสินใจจากวิธีเปรียบเทียบกับจุดอ้างอิง (Reference Point) ไม่ใช่จากระดับความมั่งคั่งโดยรวม ตัวอย่างเช่น ระดับความเสียหายจากการสูญเสียเงินจำนวนหนึ่งจะมากกว่าระดับความพึงพอใจในการได้รับเงินในจำนวนที่เท่ากันนั้น ดังเช่นนักลงทุน มักจะวัดมูลค่าของสินทรัพย์ทางการเงินว่ามีกำไรหรือขาดทุน โดยเปรียบเทียบกับจุดอ้างอิง ซึ่งหากมีผลขาดทุนเกิดขึ้นและผลขาดทุนนั้นมากกว่าจุดอ้างอิง ปริมาณความรู้สึกทางการสูญเสียจะมากกว่าในกรณีที่ได้รับกำไรมากกว่าจุดอ้างอิงที่ระดับเดียวกัน ดังเช่นแผนภาพที่ 1 ที่กราฟแสดงความสัมพันธ์เป็นรูปตัว S (S-Shape) โดยที่แกน Y คือ มูลค่าทางด้านจิตใจต่อคนๆหนึ่ง และแกน X คือ มูลค่าของเงิน โดยคุณค่าของสิ่งที่ได้รับจะมากที่สุด เมื่อเปลี่ยนจากผลขาดทุนมาเป็นกำไร ถึงแม้ผลกำไรดังกล่าวอาจจะเป็นผลกำไรที่เป็นศูนย์ หรือเป็นการเปลี่ยนแปลงที่เท่ากับศูนย์หรือการไม่มีผลขาดทุนนั่นเอง

จากปัจจัยเหล่านี้เป็นเหตุให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการตกแต่งกำไร เพื่อการรายงานผลการดำเนินงานที่เป็นบวก เพื่อหลีกเลี่ยงการรายงานผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่าจุดอ้างอิงหรือผลการดำเนินงานที่ขาดทุน (Burgstahler and Dichev, 1997; Degeorge, Patel and Zeckhauser, 1999; Shen and Chih, 2005) เนื่องจากจะทำให้ให้นักลงทุนเกิดความรู้สึกขาดความเชื่อมั่นที่จะลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินของกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Graham, Harvey and Rajgopal (2005) ที่พบว่ากว่า 78% ของผู้บริหาร เชื่อว่าการรายงานผลการดำเนินงานที่มากกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมหรือมากกว่าจุดอ้างอิงจะช่วยสร้างความน่าเชื่อถือให้กับตลาดทุนได้

## 2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการตกแต่งกำไร

การตกแต่งกำไร (Earnings Management) เป็นการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารในการปรับแต่งงบการเงินไม่ให้รายงานผลการดำเนินงานตามสภาพความเป็นจริงของกิจการ เพื่อสร้างภาพลักษณ์ของผลการดำเนินงานให้เป็นไปในทิศทางที่ต้องการ โดยเชื่อว่าผลกำไรของกิจการมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของนักลงทุน ซึ่งการตกแต่งกำไรหรือการเปลี่ยนแปลงข้อมูลในงบการเงินนั้นสามารถทำได้ในหลายลักษณะ โดยวิธีหลัก ๆ ที่บริษัทส่วนใหญ่ใช้ในการตกแต่งกำไรมี 2 วิธี คือ

1. การตกแต่งกำไรโดยใช้ดุลยพินิจในการเลือกใช้นโยบายบัญชีและการสร้างรายการคงค้าง (Accrual-based Earnings Managements) เช่น การเปลี่ยนแปลงประมาณการหนี้สิน การนำมาตรฐานการบัญชีที่ยังไม่มีผลบังคับใช้ มาใช้ในการรับรู้รายการทางบัญชีของบริษัท เพื่อให้ผลการดำเนินงานของกิจการดีขึ้น การบันทึกค่าใช้จ่ายของกิจการให้สูงกว่าปกติ เพื่อประโยชน์ทางด้านภาษี หรือการชะลอการรับรู้รายได้ในงวดบัญชีปัจจุบันเมื่อรายได้ถึงเป้าหมายที่ตั้งไว้ เป็นต้น ซึ่งการตกแต่งกำไรด้วยวิธีนี้ จะทำให้ตัวเลขทางบัญชีมีการเปลี่ยนแปลง โดยไม่ส่งผลกระทบต่อรายการบัญชีอื่น ๆ

แต่วิธีการตกแต่งกำไรด้วยวิธีนี้อาจจะถูกตรวจสอบและจำกัดโดยผู้สอบบัญชีหรือหน่วยงานของรัฐที่มีหน้าที่ในการตรวจสอบการดำเนินงานของธุรกิจ เพื่อควบคุมให้บริษัทดำเนินกิจการตามมาตรฐานการบัญชีและกฎเกณฑ์ที่มีการกำหนดไว้ (Graham et al., 2005)

2. การตกแต่งกำไรโดยใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (Real Activity Earnings Management) กล่าวคือ มีการเปลี่ยนแปลงช่วงเวลาในการดำเนินงาน การลงทุน หรือการทำรายการทางการเงิน จากเดิมที่ได้มีการวางแผนไว้ เช่น การขยายเวลาการรับชำระหนี้ เพื่อเร่งอัตราดอกเบี้ยของยอดขาย การลดค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา รวมถึงค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหารต่าง ๆ เพื่อเพิ่มผลกำไรสำหรับงวดการเงินปีปัจจุบัน ซึ่งการตกแต่งกำไรด้วยวิธีนี้ จะสามารถทำได้ง่ายและสะดวกกว่าวิธีนี้ เนื่องจากสามารถดำเนินการเปลี่ยนแปลงได้ทันที โดยไม่ต้องรอการสิ้นสุดของรอบระยะเวลาบัญชีเหมือนกับการตกแต่งกำไรในวิธีแรก ทำให้บริษัทมีแนวโน้มที่จะใช้วิธีการสร้างรายการทางธุรกิจมากกว่าเลือกใช้นโยบายบัญชีและการสร้างรายการคงค้าง (Roychowdhury, 2006; Zang, 2012; Cohen et al., 2008; Gunny, 2010)

นอกจากนี้ ผลงานวิจัยของ Schipper (1989) ที่ให้คำนิยามของการตกแต่งกำไรว่า เป็นการเข้ามาแทรกแซงกระบวนการจัดการทางการเงินที่จะนำเสนอต่อผู้ใช้งบการเงินภายนอกของผู้บริหาร เพื่อเอื้อประโยชน์ในการสร้างผลประโยชน์ส่วนตน หรือตามความหมายในงานวิจัยของ Healy and Wahlen (1999) ที่กล่าวถึงความหมายของการตกแต่งกำไรว่า การตกแต่งกำไรจะเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการปรับรายการที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างทางธุรกิจ เพื่อให้ผู้มีส่วนได้เสียเกิดความเข้าใจผิดเกี่ยวกับผลการดำเนินงานเชิงเศรษฐกิจของบริษัท หรือเพื่อประโยชน์ทางธุรกิจตามสัญญาในส่วนที่เกี่ยวข้องกับตัวเลขทางบัญชี

งานวิจัยในอดีตของ Mulford and Comiskey (1996) ได้กล่าวถึงแนวคิดของการตกแต่งกำไรว่า เป็นการปรับแต่งผลการดำเนินงานด้วยความจงใจ เพื่อสร้างภาพลักษณ์ของผลการดำเนินงานให้เป็นไปในทิศทางที่ต้องการ ซึ่งเป็นไปได้ทั้งการจัดการกำไรให้เพิ่มขึ้นและการจัดการกำไรให้ลดลง โดยสามารถจำแนกประเภทของการตกแต่งกำไรได้ 5 ประเภท คือ

1. การเพิ่มกำไรของงวดปัจจุบันให้สูงขึ้น (Boosting Current-Year Performance) เช่น การเร่งการรับรู้รายได้ เปลี่ยนแปลงการรับรู้รายการค่าใช้จ่ายมาเป็นสินทรัพย์ทยอยการตัดจ่ายผ่านบัญชีค่าเสื่อมราคา เป็นต้น

2. การลดกำไรของงวดปัจจุบันลง (Reducing Current Year Performance) เช่น เร่งตัดจำหน่ายสินทรัพย์ที่เสื่อมมูลค่ามาเป็นค่าใช้จ่ายของบริษัท เป็นต้น

3. การเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการบัญชีให้เป็นไปตามดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accounting Changes) เช่น การเปลี่ยนแปลงประมาณการทางบัญชีให้เป็นไปตามความต้องการของผู้บริหาร แต่ไม่เป็นไปตามข้อกำหนดของมาตรฐานการบัญชี เป็นต้น

4. การกำหนดช่วงเวลาที่จะทำการตัดสินใจเกี่ยวกับการดำเนินงาน (Timed Management Actions) เช่น ลดค่าใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนาสินค้าในปีที่จะทำการเสนอขายหุ้น เป็นต้น

5. การล้างบาง (Big Bath) เช่น สิ่งที่เกิดการส่วนใหญ่นิยมทำกันคือ การเร่งรายงานผลขาดทุนทั้งหมดในงวดบัญชีปัจจุบัน เพื่อการรายงานผลดำเนินการที่เป็นบวกในอนาคต เป็นต้น

## 2.3 การตกแต่งกำไรในบริษัทที่มีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก

จุดมุ่งหมายสำคัญของการทำ IPO (Initial Public Offerings) หรือการเสนอขายหุ้นใหม่แก่สาธารณชนทั่วไปเป็นครั้งแรก คือ การระดมทุนเพิ่มเติมนอกเหนือจากการกู้ยืมเงิน ซึ่งบริษัทที่มีการออกหุ้นใหม่เป็นครั้งแรกจะไม่มีข้อมูลของบริษัทในช่วงปีก่อนที่จะเข้าสู่ตลาด รวมถึงไม่มีการเปิดเผยข้อมูลอื่นใดในอดีตแก่สาธารณชน นอกเหนือจากข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหุ้นในร่างหนังสือชี้ชวนที่ยื่นไว้ต่อสำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น นักลงทุนจึงมีข้อมูลของบริษัทที่เสนอขายหุ้นใหม่ครั้งแรกน้อยกว่าข้อมูลของหุ้นที่มีการซื้อขายกันในตลาด เป็นผลทำให้เกิดสถานะความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) ระหว่างนักลงทุนกับบริษัทผู้ออกหุ้นใหม่ (Chemmanur and Yan, 2008) ผู้บริหารจึงมีแรงจูงใจในการตกแต่งกำไรในงบการเงินด้วยวิธีการต่าง ๆ เพื่อดึงดูดความสนใจจากนักลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต ที่พบว่าบริษัทที่เสนอขายหุ้นใหม่แก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก มีการตกแต่งกำไรในงบการเงินด้วยวิธีการเลือกใช้นโยบายการบัญชีและวิธีการสร้างรายการทางธุรกิจ (Friedlan, 1994; Teoh, Welch and Wong, 1998; DuCharme, Malatesta and Sefcik, 2004; Gramlich and Sørensen, 2004; Morsfield and Tan, 2006; Fan 2007; Chang, Chung and Lin, 2010; Alhadab, 2012)

จากทฤษฎีคาดหวัง (Prospect Theory) ซึ่งกล่าวไว้เมื่อตอนต้น ที่ระบุว่านักลงทุนจะประเมินและกำหนดจุดอ้างอิงของผลการดำเนินงานของกิจการ โดยอาศัยข้อมูลจากแหล่งภายนอก รวมถึงข้อมูลจากนักวิเคราะห์ต่าง ๆ ซึ่งเป็นเหตุให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการตกแต่งกำไรไม่ให้เกิดผลการดำเนินงานต่ำกว่าจุดอ้างอิงนั้น เนื่องจากผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่าจุดอ้างอิง จะทำให้นักลงทุนขาดความเชื่อมั่นและส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในครั้งแรกได้



สำหรับการศึกษาและวิจัยเกี่ยวกับการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนนั้น มีการศึกษากันอย่างแพร่หลายในหลายประเทศ ทั้ง สหรัฐอเมริกา แคนาดา ไปจนถึงประเทศที่อยู่ในทวีปยุโรป รวมทั้งในประเทศไทยก็ได้มีการศึกษาเรื่องนี้กันอย่างกว้างขวาง ผลการศึกษาและวิจัยในต่างประเทศเกี่ยวกับการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนนั้น พบว่า บริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนในประเทศสหรัฐอเมริกา มีระดับของ DCA ที่เพิ่มขึ้นในปีที่มีการเสนอขายหุ้นครั้งแรก (Friedlan, 1994) ซึ่งแสดงถึงการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในปีที่มีการเสนอขายหุ้นนั่นเอง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Roosenboom et al. (2003) ที่พบว่ามีการตกแต่งกำไรในปีที่เข้าเสนอขายหุ้น ของบริษัทที่เข้าเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนในประเทศเนเธอร์แลนด์ แต่ไม่พบหลักฐานที่บ่งบอกถึงการตกแต่งกำไรในช่วงก่อนการเสนอขายหุ้น ในขณะที่ Aharony et al. (1993) พบว่าบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในช่วงก่อนเข้าเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน นอกจากนี้ งานวิจัยในประเทศแคนาดา (Magnan and Cormier, 1997) ยังพบการตกแต่งกำไรให้เป็นไปตามการพยากรณ์ในช่วงแรกของการเสนอขายหุ้น โดยการเลื่อนการรับรู้ผลกำไรอีกด้วย

งานวิจัยของ Alhadab et al. (2013) พบว่าบริษัทที่มีการเสนอขายหุ้นใหม่เป็นครั้งแรกในสหราชอาณาจักร มีการตกแต่งกำไรโดยใช้ทั้งวิธีการเลือกใช้นโยบายบัญชีและวิธีการสร้างรายการทางธุรกิจ สำหรับในประเทศไทยได้มีการศึกษาเกี่ยวกับบริษัทที่มีการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกในช่วงปี พ.ศ. 2544 - 2546 พบว่าบริษัทที่มีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกมีการตกแต่งกำไรในช่วงปีที่มีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชน โดยใช้วิธีการเลือกใช้นโยบายบัญชี (อิทธิพล พิริยะนิตติ, 2549) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Darrough and Rangan (2005) ที่พบว่าบริษัทที่มีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกจะมีการตกแต่งกำไรโดยใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ โดยการลดค่าใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนาลง เพื่อเพิ่มผลกำไรในรายงานทางการเงิน

แต่ในทางกลับกัน ก็มีงานวิจัยที่ตั้งข้อสงสัยเกี่ยวกับบริษัทที่เสนอขายหุ้นครั้งแรกแก่สาธารณชนว่า มีการตกแต่งกำไรด้วยวิธีการเลือกใช้นโยบายบัญชีจริงหรือไม่ ซึ่งงานวิจัยของ Ball and Shivakumar (2008) และ Venkataraman (2008) ระบุว่าในช่วงที่มีการเสนอขายหุ้นนั้น บริษัทจะรายงานผลการดำเนินงานอย่างระมัดระวังมากขึ้น เนื่องจากมีกฎเกณฑ์และข้อกำหนดของบริษัทที่เข้าเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชน รวมถึงบทลงโทษที่อาจเกิดขึ้นจากการรายงานผลประกอบการที่ผิดพลาด ซึ่งจากการพิสูจน์ของ Armstrong (2009) พบว่าบริษัทไม่ได้มีรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Current Accruals) อย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงที่มีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรก ซึ่งอาจกล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่าบริษัทที่มีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรก อาจไม่ได้เลือกใช้วิธีการตกแต่งกำไรโดยใช้ดุลยพินิจในการเลือกใช้นโยบายบัญชี

## 2.4 ผลกระทบของการตกแต่งกำไรต่อผลการดำเนินงานภายหลังการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรก

เนื่องจากการตกแต่งกำไร เป็นเสมือนการเร่งการรับรู้รายได้ของงวดอนาคตมารับรู้ในงวดบัญชีปัจจุบัน และชะลอการรับรู้รายจ่ายในงวดปัจจุบันให้ช้าลง ดังนั้น การตกแต่งกำไรด้วยวิธีการสร้างรายการทางธุรกิจ ไม่ว่าจะเป็นการตกแต่งกำไรผ่านรายการค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร การผลิตสินค้าเกินความจำเป็น หรือการเปลี่ยนแปลงช่วงเวลาในการขายสินทรัพย์ ในช่วงระหว่างปีที่มีการเสนอขายหุ้นครั้งแรก จึงส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัท หลังจากที่มีการตกแต่งกำไร ทั้งในส่วนของผลกำไรและกระแสเงินสดที่มีแนวโน้มลดลงในอนาคต เนื่องจากขนาดของรายการคงค้างที่เพิ่มขึ้น (อิทธิพล พิริยะนิตี, 2549; Cohen and Zarowin, 2010; Kothari, Leone and Wasley, 2012; Gunny, 2005) โดยงานวิจัยในอดีตพบว่าบริษัทที่มีการตกแต่งกำไร จะมีผลการดำเนินงานหลังจากการเสนอขายหุ้นครั้งแรกที่ลดต่ำลง เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทคู่เหมือน (Matched Firms) ที่ไม่ได้มีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก (Friedlan, 1994; Teoh et al., 1998; Gramlich and Sørensen, 2004; Morsfield and Tan, 2006 and Fan, 2007)

ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Toeh et al. (1998) ที่ระบุว่าบริษัทที่ตกแต่งกำไรด้วยวิธีการเลือกใช้นโยบายบัญชีจะมีผลตอบแทนในหุ้นลดลงหลังจากปีที่มีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรก โดยบริษัทที่ยังมีการตกแต่งกำไรมากก็จะมีผลตอบแทนที่ลดลงมากขึ้นด้วย (Alhadab et al., 2013) นอกจากนี้ งานวิจัยในประเทศเนเธอร์แลนด์ของ Roosenboom, Goot and Mertens (2003) ซึ่งระบุถึงผลการวิจัยว่า ขนาดของรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารในปีที่มีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนจากราคาหุ้นในช่วงระยะเวลา 3 ปีหลังจากการเสนอขายหุ้น

## 2.5 วิธีการทดสอบการตกแต่งกำไร

วิธีที่ใช้ในการทดสอบการตกแต่งกำไรมีอยู่มากมายหลากหลายวิธี ซึ่งวิธีที่ได้รับความนิยมและเป็นที่ยอมรับโดยทั่วไป คือ วิธีที่มีการพัฒนามาจากโมเดลของ Jones (1991) ที่เรียกว่า Modified Jones Model ซึ่งถูกพัฒนาขึ้นจากงานวิจัยของ Dechow, Sloan and Sweeney (1995) ที่ต้องการขจัดความคลาดเคลื่อนในการคำนวณรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารจากโมเดลต้นแบบ ซึ่งวิธีที่ถูกพัฒนาขึ้นนี้ได้เพิ่มเติมรายการการเปลี่ยนแปลงของยอดลูกหนี้การค้าเข้ามา

ในสมการ เนื่องจากข้อสมมติฐานที่ว่าการตกแต่งกำไรอาจทำผ่านรายการการขายเชื่อ (Credit Sales) ที่ต้องใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารในการกำหนดนโยบายการให้สินเชื่อแก่ลูกค้า ดังนั้น การขายเชื่อจึงส่งผลกระทบต่อรายได้ของกิจการ

วิธีทดสอบการตกแต่งกำไรของ Jones (1991) จะพิจารณาความแตกต่างระหว่างกำไรตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Earnings) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash Flows from Operations) ซึ่งแนวคิดของ Jones (1991) นั้นมองว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงาน สามารถแสดงให้เห็นถึงผลการดำเนินงานเชิงเศรษฐกิจได้ดีกว่ากำไรตามเกณฑ์คงค้าง ซึ่งเป็นส่วนที่ผู้บริหารของบริษัทสามารถใช้วิจารณญาณทางการบัญชีในการตกแต่งรายการ เพื่อให้แสดงผลการดำเนินงานตามที่ต้องการได้ ตามปกติกำไรตามเกณฑ์คงค้างของแต่ละบริษัทจะแตกต่างจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน แต่ไม่ได้หมายความว่าทุกบริษัทจะต้องมีการตกแต่งกำไร

ความแตกต่างระหว่างกำไรตามเกณฑ์คงค้างและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในระดับปกติ (Non-Discretionary Current Accruals : NDCA) ไม่สามารถบอกลถึงการตกแต่งกำไรของบริษัทได้ ในขณะที่ ความแตกต่างระหว่างกำไรตามเกณฑ์คงค้างและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในระดับที่ต่ำกว่าหรือเกินกว่าปกติ (Discretionary Current Accruals : DCA) ซึ่งเป็นความแตกต่างที่ผู้บริหารอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือเกิดจากการใช้วิจารณญาณทางการบัญชีในการตกแต่งกำไร กล่าวคือ บริษัทที่มีค่า DCA เป็นค่าบวก เป็นการบ่งบอกว่าบริษัทมีการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้น และในทางกลับกัน DCA ของบริษัทที่มีค่าเป็นลบนั้น บ่งบอกถึงการตกแต่งกำไรของบริษัทให้ต่ำลงนั่นเอง

ตามแนวทางการทดสอบการตกแต่งกำไรของ Modified Jones Model ระดับการตกแต่งกำไรจะวัดจากรายการคงค้างที่เกี่ยวข้องกับเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Accruals) หรือรายการคงค้างระยะสั้น (Current Accruals : CACC) ดังนี้

$$\text{Current Accruals (CACC)} = (\Delta CA - \Delta \text{Cash}) - (\Delta CL - \Delta \text{CPLD}) \quad (1)$$

โดย	$\Delta CA$	= การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียน
	$\Delta \text{Cash}$	= การเปลี่ยนแปลงของเงินสด
	$\Delta CL$	= การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียน
	$\Delta \text{CPLD}$	= การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินระยะยาวที่ถึงกำหนดชำระภายในหนึ่งปี

รายการคงค้างระยะสั้น (Current Accruals : CACC) จะแบ่งเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนที่เป็นผลจากการใช้ดุลยพินิจทางบัญชีของผู้บริหารของบริษัท (Discretionary Current Accruals : DCA) และส่วนที่เป็นอิสระจากการใช้ดุลยพินิจทางบัญชีของผู้บริหารของบริษัท (Non-Discretionary Current Accruals : NDCA) ดังนี้

$$\text{Current Accruals (CACC)} = \text{DCA} + \text{NDCA} \quad (2)$$

Discretionary Current Accruals หรือ DCA เป็นตัวบ่งชี้ถึงการตกแต่งกำไรของบริษัท ซึ่งถ้าหากมีค่าเป็นบวก จะแสดงถึงการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้น และหากมีค่าเป็นลบ จะแสดงถึงการตกแต่งกำไรให้ต่ำลง ทั้งนี้ NDCA ของแต่ละบริษัทในกลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยนี้ จะประมาณการจากสมการที่ (3) ดังต่อไปนี้

$$\frac{\text{CACC}_{i,t}}{\text{TA}_{i,t}} = \alpha_0 \left( \frac{1}{\text{TA}_{i,t-1}} \right) + \alpha_1 \left( \frac{\Delta \text{REV}_{i,t}}{\text{TA}_{i,t-1}} \right) + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

โดย  $\text{CACC}_{i,t}$  = รายการคงค้างระยะสั้นของบริษัท  $i$  ในปี  $t$   
 $\text{TA}_{i,t}$  = สินทรัพย์รวมของบริษัท  $i$  ในปี  $t$   
 $\text{TA}_{i,t-1}$  = สินทรัพย์รวมของบริษัท  $i$  ในปี  $t-1$   
 $\Delta \text{REV}_{i,t}$  = การเปลี่ยนแปลงของรายได้ของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

ค่าสัมประสิทธิ์ที่ประมาณการจากสมการที่ (3) ( $\alpha_0$  และ  $\alpha_1$ ) จะใช้ในการประมาณการ NDCA ของแต่ละบริษัท และจากแนวคิดที่ว่า การตกแต่งกำไรให้สูงขึ้น สามารถทำผ่านรายการการขายเชื่อ (Credit Sales) ดังนั้น จึงนำยอดลูกหนี้การค้า (Accounts Receivable) มาลบออกจากการเปลี่ยนแปลงของรายได้ (Dechow et al., 1995)

$$\text{NDCA}_{i,t} = \alpha_0 \left( \frac{1}{\text{TA}_{i,t-1}} \right) + \alpha_1 \left( \frac{\Delta \text{REV}_{i,t} - \Delta \text{AR}_{i,t}}{\text{TA}_{i,t-1}} \right) \quad (4)$$

โดย  $\text{NDCA}_{i,t}$  = รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$TA_{i,t-1}$	=	สินทรัพย์รวมของบริษัท $i$ ในปีที่ $t-1$
$\Delta REV_{i,t}$	=	การเปลี่ยนแปลงของรายได้ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
$\Delta AR_{i,t}$	=	การเปลี่ยนแปลงของยอดลูกหนี้การค้าของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$

เมื่อได้ค่าจากทุกสมการตอนต้น การคำนวณระดับ DCA ของบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง จะสามารถคำนวณได้จากสมการต่อไปนี้

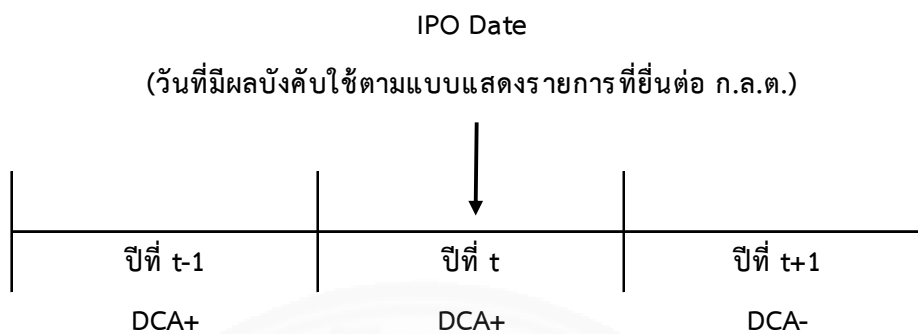
$$DCA_{i,t} = \frac{CACC_{i,t}}{TA_{i,t}} - NDCA_{i,t} \quad (5)$$

โดย	$DCA_{i,t}$	=	รายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
	$CACC_{i,t}$	=	รายการคงค้างระยะสั้นของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
	$TA_{i,t}$	=	สินทรัพย์รวมของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
	$NDCA_{i,t}$	=	รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$

## 2.6 สมมุติฐานงานวิจัย

จากทฤษฎี แนวคิด รวมทั้งผลการศึกษาในอดีตที่เกี่ยวข้อง โดยคาดว่าผลการศึกษาที่จะได้ในครั้งนี้ คือ บริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกน่าจะมีการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในช่วงก่อนจนถึงช่วงแรกของการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรก และอาจมีการตกแต่งกำไรให้ลดลงภายหลังจากการเสนอขายหุ้นแล้ว อันเป็นผลมาจากการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในช่วงก่อนที่จะมีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรก กล่าวคือ ค่าของ DCA ในช่วงก่อน ( $t-1$ ) และช่วงแรก ( $t$ ) ของการเสนอขายหุ้นน่าจะเป็นบวก (DCA+) และมีค่าสูงกว่าบริษัทคู่เหมือน ซึ่งหมายความว่า บริษัทมีการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้น และ DCA ในช่วงหลัง ( $t-1$ ) ของการเสนอขายหุ้นน่าจะเป็นลบ (DCA-) และมีค่าต่ำกว่าบริษัทคู่เหมือน ซึ่งหมายถึง บริษัทมีการตกแต่งกำไรให้ต่ำลงนั่นเอง

ภาพที่ 2.2  
การคาดการณ์เครื่องหมายของ DCA ในแต่ละปี



หากมีการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในปีก่อนหน้าที่จะมีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชน จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานภายหลังการเสนอขายหุ้นลดต่ำลงและต่ำกว่าบริษัทคู่เหมือน ซึ่งขนาดของผลการดำเนินงานที่ลดต่ำลงนี้ น่าจะมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับระดับของ DCA ในปีก่อนหน้าหรือปีที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชน กล่าวโดยสรุปคือ บริษัทที่มี DCA ในปีที่ t-1 และปีที่ t อยู่ในระดับที่สูงกว่า น่าจะมีผลการดำเนินงานในปีที่ t+1 ลดต่ำลงมากกว่าบริษัทที่มี DCA ในปีที่ t-1 และปีที่ t อยู่ในระดับที่ต่ำกว่า

### บทที่ 3 วิธีการวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาเรื่องการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในช่วงปี พ.ศ. 2556 – 2558 โดยมีแนววิธีการศึกษาจากผลงานวิจัยของ Aharony et al. (1993) และ Friedlan (1994) ที่ศึกษาเกี่ยวกับการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรกในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยให้เหตุผลสนับสนุนเกี่ยวกับการจัดการกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกว่า บริษัทเหล่านี้จะมีแรงจูงใจในการเลือกนโยบายทางการเงินที่สนับสนุนการจัดการกำไรของบริษัท เพื่อทำให้งบการเงินของบริษัทแสดงผลกำไรที่สูงกว่าความเป็นจริงในช่วงก่อนจนถึงช่วงแรกของการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรก เพื่อให้ผลการดำเนินงานเป็นไปในทิศทางที่ดี เพื่อดึงดูดการลงทุนจากนักลงทุนในอนาคต

#### 3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

บริษัทที่เข้าเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในช่วงปี พ.ศ. 2556 – 2558 มีจำนวนทั้งสิ้น 124 บริษัท ซึ่งสามารถจำแนกได้ตามกลุ่มอุตสาหกรรม ดังรายละเอียดตามตารางที่ 3.1

ตารางที่ 3.1

จำนวนบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ในช่วงปี พ.ศ. 2556 - 2558

ประเภทอุตสาหกรรม	ปี พ.ศ.			รวม
	2556	2557	2558	
<b>ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)</b>				
1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	1	6	3	10
2. สินค้าอุปโภคบริโภค	0	2	0	2
3. ธุรกิจการเงิน	1	2	1	4
4. วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม	0	2	3	5
5. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	10	11	10	31
6. ทรัพยากร	3	1	5	9
7. บริการ	7	1	5	13

## ตารางที่ 3.1

จำนวนบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ในช่วงปี พ.ศ. 2556 – 2558 (ต่อ)

ประเภทอุตสาหกรรม	ปี พ.ศ.			รวม
	2556	2557	2558	
<b>ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) (ต่อ)</b>	<b>2556</b>	<b>2557</b>	<b>2558</b>	<b>รวม</b>
8. เทคโนโลยี	1	0	1	2
<b>รวม SET</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>28</b>	<b>76</b>
<b>ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI)</b>	<b>2556</b>	<b>2557</b>	<b>2558</b>	<b>รวม</b>
1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0	1	1	2
2. สินค้าอุปโภคบริโภค	2	0	1	3
3. ธุรกิจการเงิน	1	2	0	3
4. วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม	3	3	2	8
5. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	1	2	2	5
6. ทริพยากร	2	4	2	8
7. บริการ	5	6	5	16
8. เทคโนโลยี	1	2	0	3
<b>รวม MAI</b>	<b>5</b>	<b>20</b>	<b>13</b>	<b>48</b>
<b>รวมทั้งสิ้น</b>	<b>38</b>	<b>45</b>	<b>41</b>	<b>124</b>

สำหรับกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือบริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในช่วงปี พ.ศ. 2556 – 2558 ของทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ซึ่งประกอบด้วยบริษัทที่ประกอบธุรกิจธนาคาร เงินทุน และประกันภัย รวมทั้งกลุ่มธุรกิจกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากโครงสร้างทางการเงินของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเหล่านี้ มีความแตกต่างจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ อย่างมีสาระสำคัญ

หลังจากคัดเลือกข้อมูลที่มีความแตกต่างทางด้านโครงสร้างทางการเงิน และข้อมูลบริษัทที่มีข้อมูลงบการเงินย้อนหลังไม่เพียงพอต่อการศึกษาออกไป ทำให้เหลือกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่เข้าเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ที่จะใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างหลักในการศึกษาครั้งนี้ จำนวนทั้งสิ้น 65 บริษัท ดังรายละเอียดตามตารางที่ 3.2



## ตารางที่ 3.2

จำนวนตัวอย่างของบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญแก่สาธารณชนครั้งแรกที่นำมาใช้ในการวิจัย

อุตสาหกรรม	ปี พ.ศ.			รวม
	2556	2557	2558	
<b>ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)</b>	<b>2556</b>	<b>2557</b>	<b>2558</b>	<b>รวม</b>
1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	1	5	2	8
2. สินค้าอุปโภคบริโภค	0	2	0	2
3. ธุรกิจการเงิน	0	0	0	0
4. วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม	0	1	2	3
5. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	3	1	4	8
6. ทรัพยากร	2	1	4	7
7. บริการ	3	1	5	9
8. เทคโนโลยี	0	0	0	0
<b>รวม SET</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>17</b>	<b>37</b>
<b>ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI)</b>	<b>2556</b>	<b>2557</b>	<b>2558</b>	<b>รวม</b>
1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0	1	1	2
2. สินค้าอุปโภคบริโภค	1	0	1	2
3. ธุรกิจการเงิน	0	0	0	0
4. วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม	2	2	1	5
5. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0	1	1	2
6. ทรัพยากร	2	1	2	5
7. บริการ	4	5	2	11
8. เทคโนโลยี	0	1	0	1
<b>รวม MAI</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>8</b>	<b>28</b>
<b>รวมจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>25</b>	<b>65</b>

จากการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างหลักของบริษัทที่เข้าเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในช่วงปี พ.ศ. 2556 – 2558 นั้น พบว่ามีจำนวนตัวอย่างที่สามารถใช้ในการศึกษาครั้งนี้ได้จำนวน 65 บริษัท จากนั้นพิจารณาคัดเลือกบริษัทที่จะใช้ในการเปรียบเทียบ หรือที่เรียกว่า บริษัทคู่เหมือน (Matched Firms) ซึ่งไม่ได้เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน ในช่วงปี พ.ศ. 2556 – 2558 และเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันกับกลุ่มตัวอย่าง โดยผู้วิจัยใช้ข้อมูลมูลค่าตาม

ราคาตลาด (Market Capitalization) ของบริษัทที่เข้าเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในช่วงปี พ.ศ. 2556 – 2558 ซึ่งเป็นกลุ่มตัวอย่างหลัก เป็นเกณฑ์ในการหาข้อมูลของบริษัทคู่เหมือน โดยได้บริษัทคู่เหมือนจำนวนทั้งสิ้น 130 บริษัท รวมบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้จำนวนทั้งสิ้น 195 บริษัท โดยสามารถจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมได้ ดังรายละเอียดในตารางที่ 3.3

### ตารางที่ 3.3

บริษัทคู่เหมือน (Matched Firms) ที่นำมาใช้ในการวิจัย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)			
ปีที่ IPO	บริษัท IPO	บริษัทคู่เหมือน	บริษัทคู่เหมือน
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร</b>			
2556	M	TU	CPF
2557	VPO	TRUBB	UPOIC
2557	SAPPE	SFP	PM
2557	BRR	TIPCO	SAUCE
2557	ICHI	SNP	KSL
2557	KTIS	PB	TF
2558	TFG	PRG	PR
2558	TKN	OISHI	SSC
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค</b>			
2557	TSR	L&E	SIAM
2557	AJA	MODERN	KYE
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม</b>			
2557	SUTHA	GC	TPA
2558	PMTA	PATO	WG
2558	ASEFA	CRANE	CTW
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง</b>			
2556	BJCHI	PYLON	TTCL
2556	PACE	RML	A
2556	PPP	DCON	Q-CON
2557	RICHY	PRECHA	POLAR

## ตารางที่ 3.3

บริษัทคู่เหมือน (Matched Firms) ที่นำมาใช้ในการวิจัย (ต่อ)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)			
ปีที่ IPO	บริษัท IPO	บริษัทคู่เหมือน	บริษัทคู่เหมือน
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (ต่อ)</b>			
2558	J	PRIN	CI
2558	ORI	PF	CGD
2558	AMATAV	GOLD	ROJNA
2558	PLAT	ANAN	AP
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร</b>			
2556	CKP	ESSO	EARTH
2556	PTG	EASTW	BAFS
2557	TAE	SUSCO	LANNA
2558	SCI	SCG	DEMCO
2558	SCN	SOLAR	SGP
2558	GPSC	GUNKUL	SUPER
2558	SPRC	BANPU	TTW
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ</b>			
2556	NYT	RCL	PSL
2556	CSS	KAMART	LOXLEY
2556	MEGA	COL	BEAUTY
2557	BA	BMCL	BTS
2558	LPH	VIH	AHC
2558	WICE	BTC	TSTE
2558	JWD	THAI	AAV
2558	COM7	BIG	SPI
2558	PLANB	WORK	VGI

## ตารางที่ 3.3

บริษัทคู่เหมือน (Matched Firms) ที่นำมาใช้ในการวิจัย (ต่อ)

ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI)			
ปีที่ IPO	บริษัท IPO	บริษัทคู่เหมือน	บริษัทคู่เหมือน
กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร			
2557	XO	CM	ABICO
2558	TACC	TLUXE	LST
กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค			
2556	OCEAN	BTNC	MOONG
2558	HPT	TTTM	PG
กลุ่มอุตสาหกรรมวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม			
2556	SANKO	TMC	AMC
2556	CHO	RICH	GJS
2557	PDG	CITY	TWP
2558	NDR	GIFT	TOPP
กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง			
2557	JSP	NOBLE	TRC
2558	K	STAR	RCI
กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร			
2556	SEAOIL	TRT	TCC
2556	EA	EGCO	IRPC
2557	TAKUNI	RPC	AKR
2557	AIE	PDI	AI
2558	SR	MDX	UWC
2558	TPCH	SPCG	BCP
กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ			
2556	FVC	PICO	TVD
2556	AKP	GENCO	BWG
2556	WINNER	MPG	QLT
2556	MONO	RS	MAJOR

## ตารางที่ 3.3

บริษัทคู่เหมือน (Matched Firms) ที่นำมาใช้ในการวิจัย (ต่อ)

ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI)			
ปีที่ IPO	บริษัท IPO	บริษัทคู่เหมือน	บริษัทคู่เหมือน
กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (ต่อ)			
2557	NCL	ASIMAR	KWC
2557	LDC	NEW	KDH
2557	SPA	M-CHAI	NTV
2557	FSMART	NMG	GRAMMY
2558	KOOL	NINE	PHOL
2558	TNP	TNDT	TSF
กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี			
2557	CCN	SPPT	JTS
2557	PCA	INET	SVOA

## 3.2 แหล่งที่มาของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ผู้วิจัยใช้แหล่งข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) ในการศึกษาและวิจัยครั้งนี้ ซึ่งรวบรวมมาจากงานวิจัย บทความ เอกสารทางวิชาการ สื่อสิ่งพิมพ์ต่าง ๆ ที่มีเนื้อหาเกี่ยวข้องกับการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เข้าเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ทั้งในประเทศและต่างประเทศ โดยสามารถสรุปดังนี้

3.2.1 ข้อมูลบริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ทั้งที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในช่วงปี พ.ศ. 2556 – 2558 รวมถึงข้อมูลของบริษัทที่เป็นคู่เปรียบเทียบหรือบริษัทคู่เหมือน (Matched Firms) ทั้งที่เป็นข้อมูลตัวเลขงบการเงินย้อนหลัง หลักการจัดประเภทของอุตสาหกรรมในตลาด รวมถึงรายละเอียดของบริษัทต่าง ๆ เช่น เว็บไซต์ของบริษัท ข้อมูลการเข้าเสนอขายหุ้น เป็นต้น ผู้วิจัยใช้ฐานข้อมูลจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ([www.set.or.th](http://www.set.or.th)) และระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์ ([www.setsmart.com](http://www.setsmart.com))

3.2.2 สำหรับข้อมูลงบการเงินย้อนหลังที่มีระยะเวลามากกว่า 5 ปี ผู้วิจัยใช้ฐานข้อมูลจากการเข้าเว็บไซต์ของบริษัทนั้น ๆ โดยสามารถดูรายละเอียดชื่อเว็บไซต์ของบริษัทต่าง ๆ ได้จากข้อมูลในเว็บไซต์ของระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์ ([www.setsmart.com](http://www.setsmart.com))

3.2.3 สำหรับข้อมูลทฤษฎี แนวคิด รวมถึงงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เข้าเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกทั้งในประเทศและต่างประเทศ ผู้วิจัยใช้การเข้าถึงแหล่งข้อมูลต่าง ๆ ผ่านทางเว็บไซต์ Google Scholar ([www.scholar.google.co.th/](http://www.scholar.google.co.th/))

### 3.3 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

จากการศึกษาและทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับการตกแต่งกำไร รวมถึงวิธีการทดสอบการตกแต่งกำไร ที่กล่าวถึงไว้ในบทที่ 2 ข้อ 2.5 นั้น การศึกษาถึงความสัมพันธ์ของการตกแต่งกำไรในบริษัทที่เข้าเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนในครั้งนี้ จะเลือกใช้วิธี Modified Jones Model ซึ่งถูกพัฒนามาจากโมเดลของ Jones (1991) ในการคำนวณ ดังนี้

Modified Jones Model ถูกพัฒนาขึ้นจากงานวิจัยของ Dechow, Sloan and Sweeney (1995) ที่ต้องการวัดความคลาดเคลื่อนในการคำนวณรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารจากโมเดลต้นแบบ ซึ่งวิธีที่ถูกพัฒนาขึ้นนี้ได้เพิ่มเติมรายการการเปลี่ยนแปลงของยอดลูกหนี้การค้าเข้ามาในสมการ เนื่องจากข้อสมมติฐานที่ว่า การตกแต่งกำไรอาจทำผ่านรายการการขายเชื่อ (Credit Sales) ที่ต้องใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารในการกำหนดนโยบายการให้สินเชื่อแก่ลูกค้า ซึ่งจะพิจารณาความแตกต่างระหว่างกำไรตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Earnings) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash Flows from Operations)

ความแตกต่างระหว่างกำไรตามเกณฑ์คงค้างและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในระดับปกติ (Non-Discretionary Current Accruals : NDCA) ไม่สามารถบ่งชี้ถึงการตกแต่งกำไรได้ ในขณะที่ความแตกต่างระหว่างกำไรตามเกณฑ์คงค้างและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในระดับที่ต่ำกว่าหรือสูงกว่าปกติ (Discretionary Current Accruals : DCA) สามารถเป็นตัวบ่งชี้การตกแต่งกำไรของบริษัทได้ ซึ่งความแตกต่างดังกล่าวอาจเกิดขึ้นจากการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องหรือเกิดจากการใช้วิจารณญาณทางบัญชีของผู้บริหารในการตกแต่งกำไร กล่าวคือ บริษัทที่มีค่า DCA เป็นค่าบวกสามารถบ่งชี้ว่าบริษัทดังกล่าวมีแนวโน้มการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้น และในทางกลับกันหาก DCA ของบริษัทเป็นค่าลบ อาจบ่งชี้ถึงการตกแต่งกำไรของบริษัทให้ต่ำลงนั่นเอง

ตามแนวทางการทดสอบการตกแต่งกำไรของ Modified Jones Model ระดับการตกแต่งกำไรจะวัดจากรายการคงค้างที่เกี่ยวกับเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Accruals) หรือรายการคงค้างระยะสั้น (Current Accruals : CACC) ดังนี้

$$\text{Current Accruals (CACC)} = (\Delta CA - \Delta \text{Cash}) - (\Delta CL - \Delta \text{CPLD}) \quad (1)$$

โดย	$\Delta CA$	= การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียน
	$\Delta \text{Cash}$	= การเปลี่ยนแปลงของเงินสด
	$\Delta CL$	= การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียน
	$\Delta \text{CPLD}$	= การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินระยะยาวที่ถึงกำหนดชำระภายในหนึ่งปี

รายการคงค้างระยะสั้น (Current Accruals : CACC) จะแบ่งเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนที่เป็นผลจากการใช้ดุลยพินิจทางบัญชีของผู้บริหารของบริษัท (Discretionary Current Accruals : DCA) และส่วนที่เป็นอิสระจากการใช้ดุลยพินิจทางบัญชีของผู้บริหารของบริษัท (Non-Discretionary Current Accruals : NDCA) ดังนี้

$$\text{Current Accruals (CACC)} = \text{DCA} + \text{NDCA} \quad (2)$$

Discretionary Current Accruals หรือ DCA เป็นตัวบ่งชี้ถึงการตกแต่งกำไรของบริษัท ซึ่งถ้าหากมีค่าเป็นบวก จะแสดงถึงการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้น และหากมีค่าเป็นลบ จะแสดงถึงการตกแต่งกำไรให้ต่ำลง ทั้งนี้ NDCA ของแต่ละบริษัทในกลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยนี้ จะประมาณการจากสมการที่ (3) ดังต่อไปนี้

$$\frac{\text{CACC}_{i,t}}{\text{TA}_{i,t}} = \alpha_0 \left( \frac{1}{\text{TA}_{i,t-1}} \right) + \alpha_1 \left( \frac{\Delta \text{REV}_{i,t}}{\text{TA}_{i,t-1}} \right) + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

โดย	$\text{CACC}_{i,t}$	= รายการคงค้างระยะสั้นของบริษัท i ในปี t
	$\text{TA}_{i,t}$	= สินทรัพย์รวมของบริษัท i ในปี t

$$\begin{aligned}
 TA_{i,t-1} &= \text{สินทรัพย์รวมของบริษัท } i \text{ ในปีที่ } t-1 \\
 \Delta REV_{i,t} &= \text{การเปลี่ยนแปลงของรายได้ของบริษัท } i \text{ ในปีที่ } t
 \end{aligned}$$

ค่าสัมประสิทธิ์ที่ประมาณการจากสมการที่ (3) ( $\alpha_0$  และ  $\alpha_1$ ) จะใช้ในการประมาณการ NDCA ของแต่ละบริษัท และจากแนวคิดที่ว่า การตกแต่งกำไรให้สูงขึ้น สามารถทำผ่านรายการการขายเชื่อ (Credit Sales) ดังนั้น จึงนำยอดลูกหนี้การค้า (Accounts Receivable) มาลบออกจากการเปลี่ยนแปลงของรายได้ (Dechow et al., 1995)

$$NDCA_{i,t} = \alpha_0 \left( \frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \alpha_1 \left( \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) \quad (4)$$

โดย

$$\begin{aligned}
 NDCA_{i,t} &= \text{รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัท } i \text{ ในปีที่ } t \\
 TA_{i,t-1} &= \text{สินทรัพย์รวมของบริษัท } i \text{ ในปีที่ } t-1 \\
 \Delta REV_{i,t} &= \text{การเปลี่ยนแปลงของรายได้ของบริษัท } i \text{ ในปีที่ } t \\
 \Delta AR_{i,t} &= \text{การเปลี่ยนแปลงของยอดลูกหนี้การค้าของบริษัท } i \text{ ในปีที่ } t
 \end{aligned}$$

เมื่อได้ค่าจากทุกสมการตอนต้น การคำนวณระดับ DCA ของบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง จะสามารถคำนวณได้จากสมการต่อไปนี้

$$DCA_{i,t} = \frac{CACC_{i,t}}{TA_{i,t}} - NDCA_{i,t} \quad (5)$$

โดย

$$\begin{aligned}
 DCA_{i,t} &= \text{รายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัท } i \text{ ในปีที่ } t \\
 CACC_{i,t} &= \text{รายการคงค้างระยะสั้นของบริษัท } i \text{ ในปีที่ } t \\
 TA_{i,t} &= \text{สินทรัพย์รวมของบริษัท } i \text{ ในปีที่ } t \\
 NDCA_{i,t} &= \text{รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัท } i \text{ ในปีที่ } t
 \end{aligned}$$



## บทที่ 4

### ผลการวิจัยและอภิปรายผล

งานวิจัยเชิงประจักษ์นี้ มีจุดมุ่งหมายในการศึกษาการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เข้าเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปี พ.ศ. 2556 – 2558 ด้วยวิธีการทดสอบการตกแต่งกำไรของ Modified Jones Model โดยนำวิธีการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณหรือเชิงซ้อน (Multiple Regression) มาวิเคราะห์ข้อมูลในงบการเงินของบริษัทที่เข้าเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ในช่วงปี พ.ศ. 2556 – 2558 ว่ามีค่า DCA ไปในทิศทางบวกหรือลบ และนำวิธีการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่มตัวอย่าง 2 กลุ่มที่เป็นอิสระต่อกัน (Independent Sample T-Test) มาใช้ในการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยระหว่างบริษัทที่มีการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนครั้งแรกกับบริษัทคู่เหมือน ที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% โดยคาดว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างดังกล่าว มีแนวโน้มจัดการกำไรหรือตกแต่งกำไรให้สูงขึ้น ในช่วงก่อนจนถึงช่วงแรกของการเสนอขายหุ้น และอาจมีการตกแต่งกำไรให้ลดลงภายหลังจากการเสนอขายหุ้นแล้ว อันเป็นผลมาจากการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในช่วงก่อนที่จะมีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชน กล่าวคือ ค่าของ DCA ในช่วงก่อน (t-1) และช่วงแรก (t) ของการเสนอขายหุ้นน่าจะมีค่าเป็นบวก (DCA+) และมีค่าสูงกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทคู่เหมือน ซึ่งหมายความว่า บริษัทมีการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้น และค่า DCA ในช่วงหลัง (t-1) ของการเสนอขายหุ้นน่าจะเป็นลบ (DCA-) และมีค่าต่ำกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทคู่เหมือน ซึ่งหมายถึง บริษัทมีการตกแต่งกำไรให้ต่ำลง

#### 4.1 ผลการทดสอบการตกแต่งกำไรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

##### 4.1.1 ปีก่อนหน้าที่จะมีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชน (t-1)

ผลการทดสอบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหาร ในปีก่อนหน้าที่จะมีการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชน โดยวิธี Multiple Regression พบว่า บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง อุตสาหกรรมบริการ และอุตสาหกรรมเทคโนโลยี มีค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารสูงกว่าบริษัทคู่เหมือน ที่นำมาเปรียบเทียบ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเหล่านี้ มีแนวโน้มในการตกแต่งผลกำไรให้สูงกว่าปกติ เพื่อดึงดูดการลงทุนจากนักลงทุนในอนาคต ส่วนอุตสาหกรรมเกษตรและ

อุตสาหกรรมอาหาร อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม และอุตสาหกรรมทรัพยากร ไม่พบว่ามีการ  
 ค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารสูงกว่าบริษัทคู่เหมือน

อย่างไรก็ตาม เมื่อทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยรายการค้างตามดุลยพินิจ  
 ของผู้บริหารระหว่างบริษัทที่จะมีการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนกับบริษัทคู่เหมือนโดยวิธี  
 Independent Sample T-Test ที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% กลับพบว่า มีความ  
 ต่างของค่าเฉลี่ยรายการค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม  
 เท่านั้น โดยค่านัยสำคัญที่ได้คือ 0.020

ดังนั้น จากการทดสอบ T-Test จึงสามารถสรุปได้ว่า บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรม  
 สินค้าอุตสาหกรรม มีการตกแต่งกำไรที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ในปีก่อนหน้าที่จะมีการเสนอขายหุ้น  
 แก่สาธารณชน สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นนั้นยังไม่สามารถสรุปได้ว่าไม่มีการตกแต่งกำไรในช่วงเวลา  
 นี้ ดังตารางแสดงผลการทดสอบที่ 4.1

#### ตารางที่ 4.1

ผลการทดสอบค่าเฉลี่ยรายการค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์  
 เอ็ม เอ ไอ ในปีก่อนหน้าที่จะมีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรก (t-1)

MAI	IPO Firms	Matched Firms	Regression Analysis		Independent Sample T-Test*			
			การเปลี่ยนแปลง	ผลการวิจัย	Sig.	การเปลี่ยนแปลง	ผลการวิจัย	
T-1	AGRO	0.018	0.051	ต่ำกว่าคู่เหมือน	ไม่มีการตกแต่งกำไร	0.840	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	CONSUMP	0.007	0.004	สูงกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.931	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	INDUS	- 0.249	0.001	ต่ำกว่าคู่เหมือน	ไม่มีการตกแต่งกำไร	0.020	แตกต่างกัน **	มีการตกแต่งกำไร
	PROPCON	0.020	- 0.025	สูงกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.719	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	RESOURC	0.017	0.092	ต่ำกว่าคู่เหมือน	ไม่มีการตกแต่งกำไร	0.437	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	SERVICE	0.021	- 0.034	สูงกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.445	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	TECH	0.650	- 0.661	สูงกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.182	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้

\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

\*\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

\*\*\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

#### 4.1.2 ปีที่มีการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนครั้งแรก (t)

ผลการทดสอบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหาร ในปีที่มีการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนครั้งแรก โดยวิธี Multiple Regression พบว่า ค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทที่เข้าเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชน มีค่าสูงกว่าบริษัทคู่เหมือนที่นำมาเปรียบเทียบ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า มีแนวโน้มในการตกแต่งผลกำไรให้สูงกว่าปกติในปีที่มีการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

อย่างไรก็ตาม เมื่อทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารระหว่างบริษัทที่จะมีการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนกับบริษัทคู่เหมือนโดยวิธี Independent Sample T-Test ที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% พบว่า มีความแตกต่างของค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และอุตสาหกรรมเทคโนโลยี โดยค่านัยสำคัญที่ได้คือ 0.064, 0.010 และ 0.043 ตามลำดับ

ดังนั้น จากผลการทดสอบ T-Test จึงสามารถสรุปได้ว่า บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค มีแนวโน้มการตกแต่งกำไรในปีที่มีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรกที่ระดับความเชื่อมั่น 90% และบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และอุตสาหกรรมเทคโนโลยี มีแนวโน้มการตกแต่งกำไรในปีที่มีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรกที่ระดับความเชื่อมั่น 95% สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ นั้น ยังไม่สามารถสรุปได้ว่าไม่มีการตกแต่งกำไรในช่วงเวลานี้ ดังตารางแสดงผลการทดสอบที่ 4.2

ตารางที่ 4.2

ผลการทดสอบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในปีที่มีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรก (t)

MAI	IPO Firms	Matched Firms	Regression Analysis		Independent Sample T-Test*			
			การเปลี่ยนแปลง	ผลการวิจัย	Sig.	การเปลี่ยนแปลง	ผลการวิจัย	
T	AGRO	0.062	0.044	สูงกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.841	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	CONSUMP	0.027	0.085	สูงกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.064	แตกต่างกัน *	มีการตกแต่งกำไร
	INDUS	0.102	0.004	สูงกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.286	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	PROPCON	0.144	0.055	สูงกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.010	แตกต่างกัน **	มีการตกแต่งกำไร
	RESOURC	0.090	0.018	สูงกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.263	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	SERVICE	0.028	0.003	สูงกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.816	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	TECH	0.249	0.135	สูงกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.043	แตกต่างกัน **	มีการตกแต่งกำไร

\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

\*\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

\*\*\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

#### 4.1.3 ปีหลังจากการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนครั้งแรก (t+1)

ผลการทดสอบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหาร ในปีหลังจากการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนครั้งแรก โดยวิธี Multiple Regression พบว่า ค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารในเกือบทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นอุตสาหกรรมเทคโนโลยี มีค่าต่ำกว่าบริษัทคู่เหมือนที่นำมาเปรียบเทียบ ซึ่งแสดงให้เห็นว่ามีแนวโน้มการตกแต่งผลกำไรให้ต่ำกว่าปกติ ในเกือบทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ในปีหลังจากการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนครั้งแรก

อย่างไรก็ตาม เมื่อทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารระหว่างบริษัทที่มีการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนกับบริษัทคู่เหมือนโดยวิธี Independent Sample T-Test ที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% กลับไม่พบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารของกลุ่มอุตสาหกรรมใดที่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น จึงไม่สามารถสรุปได้ว่าการตกแต่งกำไรในช่วงเวลานี้ ดังตารางแสดงผลการทดสอบที่ 4.3

ตารางที่ 4.3

ผลการทดสอบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในปีหลังจากการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรก (t+1)

MAI	IPO Firms	Matched Firms	Regression Analysis		Independent Sample T-Test*			
			การเปลี่ยนแปลง	ผลการวิจัย	Sig.	การเปลี่ยนแปลง	ผลการวิจัย	
T+1	AGRO	- 0.015	0.050	ต่ำกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.696	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	CONSUMP	- 0.002	0.022	ต่ำกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.810	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	INDUS	0.013	0.015	ต่ำกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.973	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	PROPCON	- 0.045	0.070	ต่ำกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.684	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	RESOURC	- 0.030	0.004	ต่ำกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.680	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	SERVICE	0.008	0.056	ต่ำกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.824	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	TECH	0.014	- 0.007	สูงกว่าคู่เหมือน	ไม่มีการตกแต่งกำไร	0.388	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้

\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

\*\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

\*\*\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

## 4.2 ผลการทดสอบการตกแต่งกำไรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

### 4.2.1 ปีก่อนหน้าที่จะมีการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชน (t-1)

ผลการทดสอบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหาร ในปีก่อนหน้าที่จะมีการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชน โดยวิธี Multiple Regression พบว่า บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และอุตสาหกรรมทรัพยากร มีค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารสูงกว่าบริษัทคู่เหมือนที่นำมาเปรียบเทียบ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้ มีแนวโน้มการตกแต่งผลกำไรให้สูงกว่าปกติ เพื่อดึงดูดการลงทุนจากนักลงทุนในอนาคต ส่วนอุตสาหกรรมอื่น ๆ ไม่พบว่ามียรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารสูงกว่าบริษัทคู่เหมือน

อย่างไรก็ตาม เมื่อทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารระหว่างบริษัทที่จะมีการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนกับบริษัทคู่เหมือนโดยวิธี Independent Sample T-Test ที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% กลับไม่พบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารของกลุ่มอุตสาหกรรมใดที่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น จึงไม่สามารถสรุปได้ว่าการตกแต่งกำไรในช่วงเวลานี้ ดังตารางแสดงผลการทดสอบที่ 4.4

ตารางที่ 4.4

ผลการทดสอบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปีก่อนหน้าที่จะมีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรก (t-1)

SET	IPO Firms	Matched Firms	Regression Analysis		Independent Sample T-Test*			
			การเปลี่ยนแปลง	ผลการวิจัย	Sig.	การเปลี่ยนแปลง	ผลการวิจัย	
T-1	AGRO	- 0.012	- 0.019	สูงกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.892	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	CONSUMP	0.002	0.058	ต่ำกว่าคู่เหมือน	ไม่มีการตกแต่งกำไร	0.514	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	INDUS	- 0.075	0.037	ต่ำกว่าคู่เหมือน	ไม่มีการตกแต่งกำไร	0.167	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	PROPCON	- 0.024	0.030	ต่ำกว่าคู่เหมือน	ไม่มีการตกแต่งกำไร	0.430	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	RESOURC	- 0.023	- 0.029	สูงกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.936	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	SERVICE	- 0.026	0.050	ต่ำกว่าคู่เหมือน	ไม่มีการตกแต่งกำไร	0.160	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้

\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

\*\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

\*\*\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

#### 4.2.2 ปีที่มีการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนครั้งแรก (t)

ผลการทดสอบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหาร ในปีที่มีการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนครั้งแรก โดยวิธี Multiple Regression พบว่า ค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทที่เข้าเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชน มีค่าสูงกว่าบริษัทคู่เหมือนที่นำมาเปรียบเทียบ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า มีแนวโน้มในการตกแต่งผลกำไรให้สูงกว่าปกติในปีที่มีการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

อย่างไรก็ตาม เมื่อทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารระหว่างบริษัทที่มีการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนกับบริษัทคู่เหมือนโดยวิธี Independent Sample T-Test ที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% พบว่า มีความแตกต่างของค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมและอุตสาหกรรมบริการ โดยค่านัยสำคัญที่ได้คือ 0.017 และ 0.000 ตามลำดับ

ดังนั้น จากผลการทดสอบ T-Test จึงสามารถสรุปได้ว่า บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม มีแนวโน้มการตกแต่งกำไรในปีที่มีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรกที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ มีแนวโน้มการตกแต่งกำไรในปีที่มีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรกที่ระดับความเชื่อมั่น 99% สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ ยังไม่สามารถสรุปได้ว่าไม่มีการตกแต่งกำไรในช่วงเวลานี้ ดังตารางแสดงผลการทดสอบที่ 4.5

ตารางที่ 4.5

ผลการทดสอบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปีที่มีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรก (t)

SET	IPO Firms	Matched Firms	Regression Analysis		Independent Sample T-Test*			
			การเปลี่ยนแปลง	ผลการวิจัย	Sig.	การเปลี่ยนแปลง	ผลการวิจัย	
T	AGRO	0.090	0.023	สูงกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.227	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	CONSUMP	0.047	0.015	สูงกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.404	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	INDUS	0.149	0.060	สูงกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.017	แตกต่างกัน **	มีการตกแต่งกำไร
	PROPCON	0.122	0.012	สูงกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.269	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	RESOURC	0.045	0.036	สูงกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.307	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	SERVICE	0.160	0.044	สูงกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.000	แตกต่างกัน ***	มีการตกแต่งกำไร

\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

\*\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

\*\*\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

#### 4.2.3 ปีหลังจากการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนครั้งแรก (t+1)

ผลการทดสอบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหาร ในปีหลังจากการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนครั้งแรก โดยวิธี Multiple Regression พบว่า มีเพียงบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร ที่มีค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารต่ำกว่าบริษัทคู่เหมือนที่นำมาเปรียบเทียบ และมีแนวโน้มการตกแต่งผลกำไรให้ต่ำกว่าปกติ ในปีหลังจากการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนครั้งแรก

อย่างไรก็ตาม เมื่อทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารระหว่างบริษัทที่มีการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนกับบริษัทคู่เหมือนโดยวิธี Independent Sample T-Test ที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% กลับไม่พบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารของกลุ่มอุตสาหกรรมใดที่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น จึงไม่สามารถสรุปได้ว่าการตกแต่งกำไรในช่วงเวลานี้ ดังตารางแสดงผลการทดสอบที่ 4.6

ตารางที่ 4.6

ผลการทดสอบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปีหลังจากการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรก (t+1)

SET	IPO Firms	Matched Firms	Regression Analysis		Independent Sample T-Test*			
			การเปลี่ยนแปลง	ผลการวิจัย	Sig.	การเปลี่ยนแปลง	ผลการวิจัย	
T+1	AGRO	0.099	0.017	สูงกว่าคู่เหมือน	ไม่มีการตกแต่งกำไร	0.160	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	CONSUMP	0.128	0.021	สูงกว่าคู่เหมือน	ไม่มีการตกแต่งกำไร	0.098	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	INDUS	0.021	0.006	สูงกว่าคู่เหมือน	ไม่มีการตกแต่งกำไร	0.422	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	PROPCON	0.107	0.043	สูงกว่าคู่เหมือน	ไม่มีการตกแต่งกำไร	0.457	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	RESOURC	-0.006	0.010	ต่ำกว่าคู่เหมือน	มีการตกแต่งกำไร	0.758	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้
	SERVICE	0.046	0.007	สูงกว่าคู่เหมือน	ไม่มีการตกแต่งกำไร	0.383	ไม่แตกต่างกัน	ไม่สามารถสรุปได้

\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

\*\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

\*\*\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

จากผลงานวิจัยของ Aharony et al. (1993) และ Friedlan (1994) ที่ศึกษาเกี่ยวกับการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรกในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยพบว่ามีการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในช่วงก่อนจนถึงช่วงแรกของการเสนอขายหุ้น ซึ่งได้ผลการศึกษาในทิศทางเดียวกันกับงานวิจัยของ Narktabtee (2000) ที่ใช้กลุ่มตัวอย่างการศึกษาจากบริษัทในประเทศไทย ที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรก ในช่วงปี พ.ศ. 2534 – 2538 และงานวิจัยของ อธิธิพล พิริยะนิติ (2549) ที่ผลการศึกษานับสนุนเรื่องการตกแต่งกำไรในช่วงแรกของการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรกของบริษัทในประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2544 – 2546

งานวิจัยนี้ใช้วิธีการทดสอบการตกแต่งกำไรของ Modified Jones Model โดยนำวิธีการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณหรือเชิงซ้อน (Multiple Regression) มาวิเคราะห์ข้อมูลในงบการเงินแยกตามประเภทหมวดอุตสาหกรรมของบริษัทที่เข้าเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรก ในช่วงปี พ.ศ. 2556 – 2558 ว่ามีค่า DCA ไปในทิศทางบวกหรือลบ และนำวิธีการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่มตัวอย่าง 2 กลุ่มที่เป็นอิสระต่อกัน (Independent Sample T-Test) มาใช้ในการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยระหว่างบริษัทที่มีการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนครั้งแรกกับบริษัทคู่เหมือน ที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99%

จากแนวคิดและวิธีการทดสอบการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เข้าเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก โดยนำรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารมาพิจารณานั้น จำนวนรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรจะสูงกว่าปกติ ทั้งในช่วงเวลาก่อนการเสนอขายหุ้น และในช่วงเวลาที่มีการเสนอขายหุ้น และจะต่ำกว่าปกติในช่วงหลังการเสนอขายหุ้นนั่นเอง



## 5.1 สรุปผลการศึกษา

### 5.1.1 สรุปผลการทดสอบการตกแต่งกำไรด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยแบบเชิงซ้อนหรือแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

#### 5.1.1.1 สรุปผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI)

จากผลการทดสอบการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เข้าเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) พบว่า อุตสาหกรรมที่มีแนวโน้มการตกแต่งกำไรมากที่สุด คือ อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และอุตสาหกรรมบริการ เนื่องจากพบว่าค่า DCA เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ในทุกช่วงเวลาที่ทำการศึกษา นั่นคือ มีค่า DCA ที่เป็นบวกทั้งช่วงปีก่อนหน้าที่จะมีการเสนอขายหุ้น (t-1) และช่วงที่มีการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนครั้งแรก (t) และมีค่า DCA ที่เป็นลบในช่วงภายหลังการเสนอขายหุ้น

สำหรับอุตสาหกรรมอื่น ๆ พบว่ามีการตกแต่งกำไรในบางช่วงเวลา ทำให้ไม่สามารถสรุปได้ว่าการตกแต่งกำไรในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาสำหรับอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม อุตสาหกรรมทรัพยากร และอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ดังตารางที่ 5.1

ตารางที่ 5.1

สรุปผลการทดสอบการตกแต่งกำไรด้วยวิธี Multiple Regression Analysis  
ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI)

MAI	Regression Analysis		
	T-1	T	T+1
AGRO	ไม่มีการตกแต่งกำไร	มีการตกแต่งกำไร	มีการตกแต่งกำไร
CONSUMP	มีการตกแต่งกำไร	มีการตกแต่งกำไร	มีการตกแต่งกำไร
INDUS	ไม่มีการตกแต่งกำไร	มีการตกแต่งกำไร	มีการตกแต่งกำไร
PROPCON	มีการตกแต่งกำไร	มีการตกแต่งกำไร	มีการตกแต่งกำไร
RESOURC	ไม่มีการตกแต่งกำไร	มีการตกแต่งกำไร	มีการตกแต่งกำไร
SERVICE	มีการตกแต่งกำไร	มีการตกแต่งกำไร	มีการตกแต่งกำไร
TECH	มีการตกแต่งกำไร	มีการตกแต่งกำไร	ไม่มีการตกแต่งกำไร

### 5.1.1.2 สรุปผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

จากผลการทดสอบการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เข้าเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) พบว่า มีการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในช่วงที่มีการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนครั้งแรกในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม แต่อุตสาหกรรมที่มีแนวโน้มการตกแต่งกำไรมากที่สุด คือ อุตสาหกรรมทรัพยากร เนื่องจากพบว่าค่า DCA เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้ในทุกช่วงเวลาที่ทำการทดสอบ นั่นคือ มีค่า DCA ที่เป็นบวกทั้งช่วงปีก่อนหน้าที่จะมีการเสนอขายหุ้น (t-1) และช่วงที่มีการเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนครั้งแรก (t) และมีค่า DCA ที่เป็นลบในช่วงภายหลังการเสนอขายหุ้น

สำหรับอุตสาหกรรมอื่น ๆ พบว่ามีการตกแต่งกำไรในบางช่วงเวลา ทำให้ไม่สามารถสรุปได้ว่ามีการตกแต่งกำไรในช่วงเวลาที่ทำการทดสอบสำหรับอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ดังตารางที่ 5.2

ตารางที่ 5.2

สรุปผลการทดสอบการตกแต่งกำไรด้วยวิธี Multiple Regression Analysis  
ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

SET	Regression Analysis		
	T-1	T	T+1
AGRO	มีการตกแต่งกำไร	มีการตกแต่งกำไร	ไม่มีการตกแต่งกำไร
CONSUMP	ไม่มีการตกแต่งกำไร	มีการตกแต่งกำไร	ไม่มีการตกแต่งกำไร
INDUS	ไม่มีการตกแต่งกำไร	มีการตกแต่งกำไร	ไม่มีการตกแต่งกำไร
PROPCON	ไม่มีการตกแต่งกำไร	มีการตกแต่งกำไร	ไม่มีการตกแต่งกำไร
RESOURC	มีการตกแต่งกำไร	มีการตกแต่งกำไร	มีการตกแต่งกำไร
SERVICE	ไม่มีการตกแต่งกำไร	มีการตกแต่งกำไร	ไม่มีการตกแต่งกำไร

## 5.1.2 สรุปผลการทดสอบการตกแต่งกำไรด้วยวิธีการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Independent Sample T-Test) ที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99%

### 5.1.2.1 สรุปผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI)

จากการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยระหว่างบริษัทที่เสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนกับบริษัทคู่เหมือนที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% พบว่า มีการตกแต่งกำไรในช่วงก่อนจนถึงช่วงแรกของการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชน แต่ไม่พบการตกแต่งกำไรในอุตสาหกรรมใดในช่วงปีหลังการเสนอขายหุ้น ดังนี้ ในช่วงก่อนที่จะมีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชน อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม มีการตกแต่งกำไรที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และในช่วงแรกของการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชน อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค มีการตกแต่งกำไรที่ระดับความเชื่อมั่น 90% อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และอุตสาหกรรมเทคโนโลยี มีการตกแต่งกำไรที่ระดับความเชื่อมั่น 95% จึงทำให้ไม่สามารถสรุปได้ว่าการตกแต่งกำไรในอุตสาหกรรมใด ๆ ในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ดังตารางที่ 5.3

ตารางที่ 5.3

สรุปผลการทดสอบการตกแต่งกำไรด้วยวิธี Independent Sample T-Test  
ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI)

MAI	Independent Sample T-Test		
	T-1	T	T+1
AGRO	ไม่สามารถสรุปได้	ไม่สามารถสรุปได้	ไม่สามารถสรุปได้
CONSUMP	ไม่สามารถสรุปได้	มีการตกแต่งกำไร *	ไม่สามารถสรุปได้
INDUS	มีการตกแต่งกำไร **	ไม่สามารถสรุปได้	ไม่สามารถสรุปได้
PROPCON	ไม่สามารถสรุปได้	มีการตกแต่งกำไร **	ไม่สามารถสรุปได้
RESOURC	ไม่สามารถสรุปได้	ไม่สามารถสรุปได้	ไม่สามารถสรุปได้
SERVICE	ไม่สามารถสรุปได้	ไม่สามารถสรุปได้	ไม่สามารถสรุปได้
TECH	ไม่สามารถสรุปได้	มีการตกแต่งกำไร **	ไม่สามารถสรุปได้

\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

\*\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

\*\*\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

### 5.1.2.2 สรุปผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

จากการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยระหว่างบริษัทที่เสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชนกับบริษัทคู่แข่งที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% พบเพียงการตกแต่งกำไรในช่วงที่มีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนในอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และอุตสาหกรรมบริการที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ทำให้ไม่สามารถสรุปได้ว่าการตกแต่งกำไรในอุตสาหกรรมใด ๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ดังตารางที่ 5.4

ตารางที่ 5.4

สรุปผลการทดสอบการตกแต่งกำไรด้วยวิธี Independent Sample T-Test  
ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

SET	Independent Sample T-Test		
	T-1	T	T+1
AGRO	ไม่สามารถสรุปได้	ไม่สามารถสรุปได้	ไม่สามารถสรุปได้
CONSUMP	ไม่สามารถสรุปได้	ไม่สามารถสรุปได้	ไม่สามารถสรุปได้
INDUS	ไม่สามารถสรุปได้	มีการตกแต่งกำไร **	ไม่สามารถสรุปได้
PROPCON	ไม่สามารถสรุปได้	ไม่สามารถสรุปได้	ไม่สามารถสรุปได้
RESOURC	ไม่สามารถสรุปได้	ไม่สามารถสรุปได้	ไม่สามารถสรุปได้
SERVICE	ไม่สามารถสรุปได้	มีการตกแต่งกำไร ***	ไม่สามารถสรุปได้

\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

\*\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

\*\*\* ทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

## 5.2 ข้อจำกัดในงานวิจัย

5.2.1 จากการปรับปรุงข้อมูลการจัดหมวดหมู่โครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรม ของบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เมื่อวันที่ 19 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2558 ที่ผ่านมา ทำให้ข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์ทั้งสองแห่ง คือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) สามารถนำมาเปรียบเทียบกันได้ง่ายขึ้น แต่เนื่องจากงานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลของบริษัทที่มีการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก รวมถึงข้อมูลของบริษัทที่เป็นบริษัทคู่แข่งเปรียบเทียบ ในช่วงระหว่างปี

พ.ศ. 2554 – 2559 ซึ่งเป็นช่วงคาบเกี่ยวของการจัดหมวดหมู่โครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรมใหม่ ทำให้มีความยากลำบากต่อการจัดหมวดหมู่ของบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ก่อนหน้าที่จะมีการปรับปรุงโครงสร้าง

5.2.2 เนื่องจากการซื้อบริการระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์ (www.setsmart.com) สามารถเข้าถึงข้อมูลย้อนหลังของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ได้เพียง 5 ปี ดังนั้น หากต้องการข้อมูลที่ย้อนหลังไปมากกว่า 5 ปี จะต้องเข้าใช้ฐานข้อมูลจากเว็บไซต์ของบริษัทต่าง ๆ โดยตรง ซึ่งในบางบริษัทก็ไม่มีบริการฐานข้อมูลในส่วนนี้ ทำให้ไม่สามารถนำข้อมูลของบริษัทดังกล่าวมาเป็นกลุ่มตัวอย่างในการวิจัย

### 5.3 ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย

การศึกษาวิจัยในครั้งนี้ ใช้แบบจำลอง Modified Jones Model มาเป็นเครื่องมือในการทดสอบการตกแต่งกำไรของบริษัทในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม เนื่องจากเป็นแบบจำลองที่เป็นที่ยอมรับและมีการใช้แบบจำลองนี้ในงานวิจัยมากมายทั้งในประเทศและต่างประเทศ แต่จากผลการทดสอบ พบว่าไม่สามารถทดสอบการตกแต่งกำไรได้ตามสมมุติฐานที่คาดไว้ ซึ่งหากมีผู้สนใจที่จะทำการศึกษาวิจัยในเรื่องการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เข้าเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรกในอนาคต อาจทดลองใช้แบบจำลองในการวัดการตกแต่งกำไรอื่น ๆ เพื่อนำผลการวิจัยมาพิจารณาเปรียบเทียบกับงานวิจัยนี้ว่ามีความแตกต่างกันเพียงไร

## รายการอ้างอิง

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2557). โครงสร้างการจัดกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai). สืบค้นจาก [https://www.set.or.th/mai/th/company/industry\\_group\\_p1.html](https://www.set.or.th/mai/th/company/industry_group_p1.html)
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. โครงสร้างการจัดกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจของตลาดหลักทรัพย์ฯ. สืบค้นจาก [https://www.set.or.th/th/products/index/files/2015-2-12\\_SET-Industry-Group-Sector-Classification-Final-version\\_V1.pdf](https://www.set.or.th/th/products/index/files/2015-2-12_SET-Industry-Group-Sector-Classification-Final-version_V1.pdf)
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2557). ทำความรู้จัก 8 กลุ่มอุตสาหกรรม mai. สืบค้นจาก [https://www.set.or.th/mai/th/company/industry\\_group\\_p2.html](https://www.set.or.th/mai/th/company/industry_group_p2.html)
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ประวัติความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์ฯ. สืบค้นจาก [https://www.set.or.th/th/about/overview/history\\_p1.html](https://www.set.or.th/th/about/overview/history_p1.html)
- พิมพ์ชนก ต้นตะนา, ศศิวิมล มีอำพล, และสันสกฤต วิจิตรเลขการ. (2554). *การจัดการกำไรผ่านรายการพึงรับพึงจ่ายของบริษัทที่เสนอขายหุ้นใหม่แก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. โครงการศึกษาระดับมหาบัณฑิต. กรุงเทพมหานคร: คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
- วิกิพีเดีย สารานุกรมเสรี. (2560). ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. สืบค้นจาก [https://th.wikipedia.org/wiki/ตลาดหลักทรัพย์\\_เอ็ม\\_เอ\\_ไอ](https://th.wikipedia.org/wiki/ตลาดหลักทรัพย์_เอ็ม_เอ_ไอ)
- วิกิพีเดีย สารานุกรมเสรี. (2560). ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สืบค้นจาก <https://th.wikipedia.org/wiki/ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย>
- สมชาย สุภัทรกุล. (2548). เป้าหมายกำไร การตกแต่งกำไร และการโน้มน้าวความคาดหวัง. กอบแก้ว รัตนอุบลและวิภาดา ตันติประภา (บรรณาธิการ). *TBS on Accounting Paradigm for Business Management - กระบวนทัศน์ วิชาซีพบัญชีเพื่อการบริหารธุรกิจ*. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์เวลาคี.
- สมชาย สุภัทรกุล. (2548). แรงจูงใจในการตกแต่งกำไรเพื่อบรรลุเป้าหมายกำไร. *TBS on Corporate Governance - การกำกับดูแลกิจการที่ดี*. กรุงเทพมหานคร: คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

- อิทธิพล พิริยะนิตติ และสมชาย สุภัทรกุล. (2549). หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, ปีที่2เล่มที่2(ฉบับที่ 4), 15-27, สืบค้นจาก <http://www.jap.tbs.tu.ac.th/files/Article/Jap04/JAP04Somchai.pdf>
- เอมอร บุญกอบกิจไพศาล. (2555). *การศึกษามลตอบแทนเริ่มแรกและลักษณะของผลตอบแทนระยะยาวของหุ้นไอพีโอที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ*. โครงการศึกษาระดับมหาบัณฑิต. กรุงเทพมหานคร: คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- Aharony, J., Lin, C. J., & Loeb, M. P. (1993). Initial public offerings, accounting choices, and earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 10(1), 61-81. DOI: 10.1111/j.1911-3846.1993.tb00382.x
- Alhadab, M. (2012). *Real and accrual earnings management, regulatory environments, audit quality and IPO failure risk*. (Doctoral dissertation). University of Leeds. Retrieved from <https://core.ac.uk/download/pdf/18590897.pdf>
- Armstrong, C. S., Foster, G. & Taylor, D. J. (2009). *Earnings management around initial public offerings: A re-examination*. Philadelphia, PA: Wharton School, University of Pennsylvania. DOI: 10.2139/ssrn.1147328
- Ball, R. & Shivakumar, L. (2008). Earnings quality at initial public offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 45( 2-3) , 324-349. Retrieved from <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.12.001>
- Burgstahler, D., & Dichev, L. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99-126. Retrieved from [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00017-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00017-7)
- Chang, S.-C., Chung, T.-Y. & Lin, W.-C. (2010). Underwriter reputation, earnings management and the long-run performance of initial public offerings. *Accounting & Finance*, 50, 53-78. DOI: 10.1111/j.1467-629X.2009.00329.x
- Chemmanur, T. & Yan, A. (2009). Product market advertising and new equity issues. *Journal of Financial Economics*, 92(1), 40-65. Retrieved from <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.02.009>

- 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. DOI: 10.1016/j.jacceco.2010.01.002
- Cormier, D. & Magnan, M. (1997). Investors' assessment of implicit environmental liabilities: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 16, 215-241. DOI: 10.1016/S0278-4254(97)00002-1
- Darrough, M. N. & Rangan, S. (2005). Do insiders manipulate earnings when they sell their shares in an initial public offering?. *Journal of Accounting Research*, 43(1), 1-33. DOI: 10.1111/j.1475-679x.2004.00161.x
- Dechow, P. M., Sloan, R. G. & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/248303>
- DeGeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999). Earnings management to exceed thresholds. *The Journal of Business*, 72(1), 1-33. DOI: 10.1086/209601
- 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. Retrieved from [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00182-X](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00182-X)
- Fan, Q. (2007). Earnings management and ownership retention for initial public offering firms: Theory and evidence. *The Accounting Review*, 82(1), 27-64. Retrieved from <https://doi.org/10.2308/accr.2007.82.1.27>
- Friedlan, J. M. (1994). Accounting choices of issuers of initial public offerings. *Contemporary Accounting Research*, 11(1), 1-31, DOI: 10.1111/j.19113846.1994.tb00434.x
- Graham, J. R., Harvey, C. R. & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3), 3-73. DOI: 10.3386/w10550
- Gramlich, J. & Sørensen, O. V. (2004). Voluntary management earnings forecasts and discretionary accruals: Evidence from Danish IPOs. *European Accounting Review*, 13(2), 235-259. DOI: 10.1080/0963818042000203338



- Gunny, K. A. (2005). *What are the consequences of real earnings management?*. (Doctoral dissertation). University of California Berkeley. Retrieved from [http://w4.stern.nyu.edu/accounting/docs/speaker\\_papers/spring2005/Gunny\\_paper.pdf](http://w4.stern.nyu.edu/accounting/docs/speaker_papers/spring2005/Gunny_paper.pdf)
- 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. DOI: 10.1111/j.1911-3846.2010.01029.x
- Healy, P. M. & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383. DOI: 10.2308/acch.1999.13.4.365
- Ibbotson, R. G., Sindelar, J. L. & Ritter, J. R. (1988). Initial public offerings. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1, 37-45. DOI: 10.1111/j.1745-6622.1988.tb00164.x
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-292. DOI: 10.2307/1914185
- Kothari, S. P., Leone, A. J. & Wasley, C. E. (2002). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39( 1), 163-197. Retrieved from <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- Loughran, T & Ritter, J. R. (2002, December). *Why has IPO underpricing changed over time?*. Paper presented at the meeting of AFA 2003 Washington, DC Meetings, Washington, DC, USA. DOI: 10.2139/ssrn.331780
- Morsfield, S. G. & Tan, C. E.L. (2006). Do venture capitalists influence the decision to manage earnings in initial public offerings?. *The Accounting Review*, 81(5), 1119-1150. Retrieved from <https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.5.1119>
- Mulford, C. W. & Comiskey, E. E. (1996). *Financial warnings: Detecting earning surprises, avoiding business troubles, implementing corrective strategies*. USA: John Wiley & Sons Inc.
- Narktabtee, K. (2000), *The implications of accounting information in the Thai capital market*. (Doctoral dissertation). University of Arkansas, Faculty of Business Administration.

- Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, 46(1), 3-27. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x
- Ritter, J. R., Logue, D. & Seward, J. (1998). Initial public offerings: Reprinted (with modifications). *Contemporary Finance Digest*, 2(1), 5-30. DOI: 10.1111/j.1745-6622.1988.tb00164.x
- Roosenboom, P., Goot, T. V. D. & Mertens, G. (2003). Earnings management and initial public offerings: Evidence from the Netherlands. *International Journal of Accounting*, 38(3), 243-266. DOI:10.1016/S0020-7063(03)00048-7
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370. DOI: 10.1016/j.jacceco.2006.01.002
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3, 91-102. Retrieved from [https://fisher.osu.edu/~young.53/Schipper% 20Earn% 20Mgmt](https://fisher.osu.edu/~young.53/Schipper%20Earn%20Mgmt)
- Shen, C-H. & Chih, H-L. (2007). Earnings management and corporate governance in Asia's emerging markets. *Corporate Governance*, 15( 5) , 999-1021. DOI: 10.1111/j.1467-8683.2007.00624.x
- 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. DOI: 10.1111/0022-1082.00079
- Tiniç, S. M. (1988). Anatomy of initial public offerings of common stock. *The Journal of Finance*, 43(4), 789-822. DOI: 10.2307/2328137
- Venkataraman, S. (2008). *The joint impact of commitment to disclosure and prior forecast accuracy on managers' forecasting credibility*. (Doctoral dissertation). Georgia Institute of Technology. DOI: 10.2139/ssrn.1267510
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675-703. DOI: 10.2308/accr-10196

## ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาวอรรวรรณ เงามแสงธรรม
วันเดือนปีเกิด	19 ตุลาคม 2530
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2552: บัญชีบัณฑิต มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
ตำแหน่ง	Accounting Manager บริษัท อัลตราฟลักซ์ เอเชีย จำกัด
ประสบการณ์ทำงาน	2558 - ปัจจุบัน: Accounting Manager บริษัท อัลตราฟลักซ์ เอเชีย จำกัด 2556 – 2557: Senior Accountant บริษัท ไดกิน เทรดติ้ง (ประเทศไทย) จำกัด 2552 – 2556: Semi-Senior Accounting Consultant บริษัท สำนักงานที่ปรึกษาทางธุรกิจและการบัญชี จำกัด