

หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการตกแต่งกำไร ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน

อิทธิพล พิริยะนิติ

บัณฑิตมหาบัณฑิต โครงการปริญญาโททางการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุกัทรกุล

ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

บทคัดย่อ: งานวิจัยเชิงประจักษ์นี้เป็นงานวิจัยที่ศึกษาว่าบริษัทในประเทศไทยที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน (Initial Public Offering Firms หรือ IPO Firms) มีการตกแต่งกำไรในช่วงก่อนจนถึงช่วงแรกของการเสนอขายหุ้นหรือไม่ อย่างไร สำหรับช่วงปี พ.ศ. 2541 ถึง ปี พ.ศ. 2546 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่รัฐบาลไทยส่งเสริมให้ภาคเอกชนเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และเป็นช่วงเวลาภายหลังจากวิกฤติเศรษฐกิจในปี 2540 ซึ่งส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ออกกฎระเบียบต่างๆ เพื่อให้ควบคุมครองแก่นักลงทุน รวมถึงการเริ่มบังคับใช้แม่บทการบัญชีและมาตรฐานการบัญชีใหม่ๆ เพื่อให้ข้อมูลบัญชีมีความน่าเชื่อถือมากขึ้น โดยงานวิจัยนี้ใช้วิธีการทดสอบการตกแต่งกำไรตามวิธีที่พัฒนามาจากวิธีของ Jones (1991) หรือวิธีที่เรียกว่า Modified Jones Model กล่าวคือ การพิจารณา Discretionary Current Accruals ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน จำนวน 48 บริษัท เปรียบเทียบกับบริษัทคู่เหมือน (Matched Firms) ที่ไม่ได้เสนอขายหุ้น และพบว่า Discretionary Current Accruals ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นในปีที่เสนอขายหุ้นนั้นมีค่าเป็นลบและสูงกว่าบริษัทคู่เหมือน ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่เสนอขายหุ้นดังกล่าวตกแต่งกำไรในปีที่เสนอขายหุ้นให้สูงขึ้น อย่างไรก็ตามงานวิจัยนี้ไม่พบหลักฐานเชิงประจักษ์ที่บ่งชี้ว่าบริษัทเหล่านี้ตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในปีก่อนที่จะเสนอขายหุ้น หรือตกแต่งกำไรให้ต่ำลงในปีหลังจากที่เสนอขายหุ้น นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ยังพบว่าบริษัทที่เสนอขายหุ้นมีผลการดำเนินงานภายหลังการเสนอขายหุ้นลดต่ำลงและต่ำกว่าบริษัทคู่เหมือนและขนาดของผลการดำเนินงานที่ลดต่ำลงนี้มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับระดับของ Discretionary Current Accruals ในปีที่เสนอขายหุ้น ซึ่งสรุปได้ว่าบริษัทที่มี Discretionary Current Accruals ในปีที่เสนอขายหุ้นอยู่ในระดับที่สูงจะมีผลการดำเนินงานที่ลดต่ำลงมากกว่าบริษัทที่มี Discretionary Current Accruals ในปีที่เสนอขายหุ้นอยู่ในระดับที่ต่ำ

■ บทความวิจัย

หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน

1. บทนำ

ตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2544 เป็นต้นมา รัฐบาลไทยส่งเสริมให้ภาคเอกชนเข้ามาระดมทุนในตลาดหุ้นมากขึ้น เพื่อการขยายตัวของตลาดทุนของประเทศไทย ซึ่งส่งผลต่อการลงทุนในประเทศ รวมทั้งดึงดูดเงินลงทุนต่างชาติ โดยรัฐบาลไทยใช้มาตรการต่างๆ ในการจูงใจภาคเอกชนให้เข้ามาระดมทุน อาทิ การลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลจาก 30% เป็น 25% สำหรับบริษัทที่นำหลักทรัพย์มาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภายใน 3 ปี นับตั้งแต่วันที่ 6 กันยายน 2544 เป็นต้นไป เป็นต้น ส่งผลให้ภาคเอกชนเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นจำนวนมาก ดังจะเห็นได้จากจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand หรือ SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment หรือ MAI) ที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนที่มีเป็นจำนวนมากถึง 62 บริษัท ในช่วง ปี พ.ศ. 2544 ถึง ปี พ.ศ. 2546 โดยในปี พ.ศ. 2544 มีจำนวนบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน (Initial Public Offering

Firms หรือ IPO Firms) เท่ากับ 9 บริษัท และเพิ่มขึ้นเป็นจำนวนมากถึง 24 บริษัท และ 29 บริษัท ในปี พ.ศ. 2545 และ พ.ศ. 2546 ตามลำดับ โดยรายละเอียดของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนนั้น มักตกแต่งกำไรเพื่อแสดงผลกำไรที่สูงขึ้นในช่วงก่อนจนถึงช่วงแรกของการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรก นอกจากนี้ Nantabtee et al. (2000) ศึกษาประเด็นดังกล่าวในการเงินของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนในประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2534 ถึง ปี พ.ศ. 2538 ซึ่งเป็นช่วงก่อนที่ประเทศไทยจะประสบกับวิกฤตเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ที่สร้างความเสียหายต่อเศรษฐกิจและตลาดทุนของประเทศไทยเป็นอย่างมาก และได้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกับ Aharony et al. (1993) และ Friedlan (1994)

ตารางที่ 1 จำนวนบริษัทที่ขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน

อุตสาหกรรม	2544	2545	2546	รวม
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)				
1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	-	1	1	2
2. สินค้าอุปโภคบริโภค	-	1	-	1
3. ธุรกิจการเงิน	3	6	2	11
4. วัสดุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม	-	1	2	3
5. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	-	6	5	11
6. ทรัพยากร	1	1	2	4
7. บริการ	1	4	4	9
8. เทคโนโลยี	2	1	7	10
ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)	2	3	6	11
รวม	9	24	29	62

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์สำคัญเพื่อศึกษาว่าบริษัทในประเทศไทยที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนมีการตกแต่งกำไรในช่วงก่อนจนถึงช่วงแรกของการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนหรือไม่ อย่างไร โดยเลือกศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2544 ถึง พ.ศ. 2546 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่รัฐบาลไทยส่งเสริมให้ภาคเอกชนเข้ามาระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ และเป็นช่วงเวลาหลังจากวิกฤติเศรษฐกิจในปี 2540 ซึ่งส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ออกกฎระเบียบต่างๆ เพื่อให้ความคุ้มครองแก่นักลงทุนโดยทั่วไป นอกจากนี้ช่วงเวลาดังกล่าวยังเป็นช่วงเวลาที่เริ่มบังคับใช้แม่บทการบัญชีและมาตรฐานการบัญชีใหม่ๆ เพื่อเพิ่มคุณภาพและความน่าเชื่อถือให้กับข้อมูลบัญชีที่รายงานหรือเปิดเผยในงบการเงิน อีกทั้งยังเป็นช่วงเวลาที่นักลงทุนตระหนักถึงผลกระทบของการตกแต่งตัวเลขในงบการเงินมากขึ้น อันเป็นผลสืบเนื่องมาจากการฉ้อโกงของบริษัท Enron ในสหรัฐอเมริกา ดังนั้นสภาพแวดล้อมของตลาดทุนโดยรวมของประเทศไทยในช่วงเวลาดังกล่าวจึงมีความแตกต่างอย่างชัดเจนจากช่วงเวลาที่ศึกษาของ Narktabtee et al. (2000) ที่ศึกษากลุ่มตัวอย่างในช่วงปี พ.ศ. 2534 ถึง พ.ศ. 2538

การทดสอบการตกแต่งกำไรในงานวิจัยนี้ใช้วิธีการทดสอบการตกแต่งกำไรตามวิธีที่พัฒนาจากวิธีของ Jones (1991) หรือ Modified Jones Model กล่าวคือ จะพิจารณาความแตกต่างระหว่างกำไรตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Earnings) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash Flows From Operations) ที่เป็นส่วนที่ผู้บริหารของบริษัทใช้ประโยชน์ทางบัญชี หรือที่เรียกว่า Discretionary Current Accruals (DCA) ของบริษัทในประเทศไทยที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนจำนวนทั้งสิ้น 1 บริษัท เปรียบเทียบกับบริษัทคู่เหมือน (Matched Firms) ที่ไม่ได้เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน และพบว่า DCA ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนในปีแรกที่เสนอขายหุ้นมีค่าเป็น

บวกและสูงกว่าบริษัทคู่เหมือนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสามารถสรุปได้ว่าบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนตกแต่งกำไรในปีแรกที่เสนอขายหุ้นให้สูงขึ้น อย่างไรก็ตามไม่พบหลักฐานที่แสดงว่าบริษัทเหล่านี้ตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในช่วงก่อนที่จะเสนอขายหุ้นหรือตกแต่งกำไรให้ลดลงภายหลังการเสนอขายหุ้น

นอกจากนี้งานวิจัยยังพบว่าผลการดำเนินงานภายหลังการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนลดต่ำลง และต่ำกว่าบริษัทคู่เหมือนอย่างมีนัยสำคัญ และผลการดำเนินงานที่ลดต่ำลงนี้มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับระดับของ DCA ในปีแรกที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชน กล่าวคือ บริษัทที่ DCA ในปีแรกที่เสนอขายหุ้นอยู่ในระดับที่สูงกว่า จะมีผลการดำเนินงานที่ลดต่ำลงมากกว่าบริษัทที่ DCA ในปีแรกที่เสนอขายหุ้นอยู่ในระดับที่ต่ำกว่า ผลงานวิจัยในส่วนนี้สอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Loughran และ Ritter (1997) และ Balatbat และ Lim (2002)

ส่วนที่ 2 ของงานวิจัยนี้กล่าวถึงผลงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน ส่วนที่ 3 อธิบายระเบียบวิธีวิจัย โดยกล่าวถึงกลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนและวิธีการทดสอบการตกแต่งกำไรตาม Modified Jones Model สำหรับส่วนที่ 4 เป็นการรายงานหลักฐานเชิงประจักษ์ต่างๆ และส่วนที่ 5 สรุปผลการวิจัย

2. ผลงานวิจัยในอดีต

การตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนนั้นมีการศึกษากันอย่างกว้างขวางทั้งในประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศแคนาดา บางประเทศในทวีปยุโรป รวมทั้งประเทศไทย โดยวิธีการทดสอบการตกแต่งกำไรที่ได้รับความนิยมและเป็นที่ยอมรับกันโดยทั่วไปได้แก่ วิธีการของ Jones (1991) และวิธีการที่พัฒนามาจากวิธีการของ Jones (1991) ซึ่งอาจเรียกว่า Modified Jones Model

วิธีการทดสอบการตกแต่งกำไรของ Jones (1991) และวิธี Modified Jones Model นั้นจะพิจารณาจากความแตกต่างระหว่างกำไรตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Earnings) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash Flows from Operations) โดย Jones (1991) มีแนวคิดว่าการเปลี่ยนแปลงเงินสดจากการดำเนินงานแสดงให้เห็นถึงผลการดำเนินงานเชิงเศรษฐกิจได้ดีกว่ากำไรตามเกณฑ์คงค้างที่ผู้บริหารตกแต่งเพื่อให้แสดงผลการดำเนินงานตามที่ตนต้องการ โดยปกติกำไรตามเกณฑ์คงค้างของทุกบริษัทย่อมแตกต่างจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ซึ่งไม่ได้หมายความว่าทุกบริษัทตกแต่งกำไร ความแตกต่างระหว่างกำไรตามเกณฑ์คงค้างและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในระดับปกติ (Non-discretionary Accruals) ไม่ได้บ่งบอกถึงการตกแต่งกำไรของบริษัท ในขณะที่ความแตกต่างระหว่างกำไรตามเกณฑ์คงค้างและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในระดับที่เกินกว่าหรือต่ำกว่าระดับปกติ ซึ่งอาจถือเป็นความแตกต่างที่ผู้บริหารมีส่วนเกี่ยวข้องหรือเป็นผลมาจากการใช้วิจารณญาณทางบัญชีของผู้บริหารในการตกแต่งกำไร ซึ่งหลายคนเรียกความแตกต่างในส่วนนี้ว่า “Discretionary Accruals” จะบ่งชี้ถึงการตกแต่งกำไรของบริษัท กล่าวคือความแตกต่างระหว่างกำไรตามเกณฑ์คงค้างและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในระดับที่เกินกว่าระดับปกติ หรือ Discretionary Accruals ที่มีค่าเป็นบวกบ่งบอกถึงการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้น และในทางกลับกันความแตกต่างระหว่างกำไรตามเกณฑ์คงค้างและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในระดับที่ต่ำกว่าระดับปกติ หรือ Discretionary Accruals ที่มีค่าเป็นลบ บ่งบอกถึงการตกแต่งกำไรให้ต่ำลง

สำหรับผลการศึกษารายเกี่ยวกับการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนนั้น Friedlan (1994) พบว่าบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนในประเทศสหรัฐอเมริกา มีระดับของ Discretionary Accruals ที่เพิ่มขึ้นในปีที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรก ซึ่งแสดงว่าบริษัทดังกล่าวตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในปีที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรก ในขณะที่ Aharony

et al. (1993) พบว่าบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในช่วงก่อนการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรก นอกจากนี้ Magnan และ Cormier (1997) พบว่าบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนในประเทศแคนาดาจะตกแต่งกำไรโดยการเลื่อนรับรู้ผลกำไรเพื่อแสดงผลกำไรในช่วงแรกของการเสนอขายหุ้นให้เป็นไปตามการพยากรณ์ของระบบไว้ในช่วงที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน และ Roosenboom et al. (2003) ศึกษาการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนในประเทศเนเธอร์แลนด์ และพบว่าบริษัทตกแต่งกำไรในปีที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน แต่ไม่พบหลักฐานที่บ่งบอกถึงการตกแต่งกำไรในช่วงก่อนการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน

สำหรับการศึกษาเกี่ยวกับการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนในประเทศไทยนั้น Narktabtee et al. (2000) ศึกษาโดยใช้กลุ่มตัวอย่างของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2534 ถึง ปี พ.ศ. 2538 และพบว่าบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนนั้นมักตกแต่งกำไรเพื่อแสดงผลกำไรที่สูงขึ้นในช่วงก่อนจนถึงช่วงแรกของการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรก แต่ไม่พบหลักฐานที่บ่งบอกถึงการตกแต่งกำไรที่ลดลงในช่วงหลังการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรก อันเป็นผลมาจากการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในช่วงก่อนหน้าการเสนอขายหุ้น

งานวิจัยนี้เป็นงานวิจัยที่ศึกษาการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนในประเทศไทยในทำนองเดียวกันกับ Narktabtee et al. (2000) แต่ศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2544 ถึง ปี พ.ศ. 2546 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่รัฐบาลไทยส่งเสริมให้ภาคเอกชนเข้ามาระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ และเป็นช่วงเวลาภายหลังจากวิกฤติเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ซึ่งส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรวมทั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ออกกฎระเบียบต่างๆ มาบังคับใช้มากขึ้นเพื่อให้ความคุ้มครองแก่

นักลงทุนโดยทั่วไป รวมถึงการนำแบบทการบัญชีและมาตรฐานการบัญชีใหม่ๆ มาใช้ในประเทศไทย เพื่อเพิ่มคุณภาพของข้อมูลบัญชีและสร้างความน่าเชื่อถือหรือความมั่นใจของนักลงทุนในข้อมูลบัญชีที่รายงานหรือเปิดเผยในงบการเงิน นอกจากนี้ในช่วงเวลาดังกล่าวนักลงทุนยังตระหนักถึงผลเสียของการตกแต่งตัวเลขในงบการเงินมากขึ้น อันเป็นผลสืบเนื่องมาจากการฉ้อโกงการล่มสลายของบริษัทยักษ์ใหญ่ออย่างบริษัท Enron ในประเทศสหรัฐอเมริกา ดังนั้นสภาพแวดล้อมของตลาดทุนในประเทศไทยโดยรวมในช่วงเวลาดังกล่าวจึงมีความแตกต่างอย่างเห็นเป็นสาระสำคัญจากช่วงปี พ.ศ. 2534-2538 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ศึกษาของ Narktabtee et al. (2000)

ผลการวิจัยที่คาดว่าจะได้สำหรับการศึกษาในส่วนนี้ได้แก่บริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนจะตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในช่วงก่อนจนถึงช่วงแรกของการเสนอขายหุ้น และอาจจำเป็นต้องตกแต่งกำไรให้ลดลงในภายหลังอันเป็นผลจากการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในช่วงก่อนหน้าโดยการรับรู้ผลกำไรในอนาคตเร็วขึ้น โดยงานวิจัยนี้ใช้วิธีการทดสอบการตกแต่งกำไรที่พัฒนามาจากวิธีการของ Jones (1991) หรือ Modified Jones Model โดยคาดว่า Discretionary Current Accrual (DCA) ในช่วงก่อนและช่วงแรกของการเสนอขายหุ้นจะอยู่ในระดับสูงและน่าจะลดต่ำลงภายหลังการเสนอขายหุ้น

นอกจากนี้ Teoh et al. (1998) ได้ศึกษาเกี่ยวกับการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยพยายามที่จะอธิบายปรากฏการณ์ที่บริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนมักมีผลตอบแทนการลงทุนในหุ้นที่ต่ำลงภายหลังการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรก และพบว่าบริษัทที่มี Discretionary Accruals ในระดับสูงจะมีผลตอบแทนการลงทุนในหุ้นในระดับต่ำลงในช่วง 3 ปีแรกภายหลังการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน นอกจากนี้บริษัทที่มี Discretionary Accruals ในระดับสูงจะมีผลตอบแทนการลงทุนในหุ้นในช่วง 3 ปีแรก

ภายหลังการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกที่ต่ำกว่าบริษัทที่มี Discretionary Accruals ในระดับต่ำ นอกจากนี้ Loughran และ Ritter (1997) และ Balabhat และ Lim (2002) พบว่าบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนที่ตกแต่งกำไรในช่วงก่อนการเสนอขายหุ้นจะมีผลดำเนินงานที่ต่ำลงภายหลังการเสนอขายหุ้น กล่าวคือบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรเป็นปริมาณที่มากหรือมี Discretionary Accruals ในระดับสูงจะมีผลประกอบการภายหลังการเสนอขายหุ้นที่ลดต่ำลงมากกว่าบริษัทที่มีขนาดของการตกแต่งกำไรในปริมาณที่น้อยหรือมี Discretionary Accruals ในระดับต่ำ

หากมีการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในปีก่อนการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชน ผลการดำเนินงานภายหลังการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนน่าจะลดต่ำลงและต่ำกว่าบริษัทคู่เหมือน ดังนั้นผลการดำเนินงานที่ต่ำลงนี้น่าจะมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับระดับของ Discretionary Current Accruals (DCA) ในปีที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชน กล่าวคือบริษัทที่มี DCA ในปีที่เสนอขายหุ้นอยู่ในระดับที่สูงกว่า น่าจะมีผลการดำเนินงานที่ลดต่ำลงมากกว่าบริษัทที่มี DCA ในปีที่เสนอขายหุ้นอยู่ในระดับที่ต่ำกว่า

3. กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาและวิธีการทดสอบการตกแต่งกำไร

3.1. กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

กลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนสำหรับงานวิจัยนี้ ได้แก่บริษัทที่ยื่นแบบขออนุญาตจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand หรือ SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment หรือ MAI) ระหว่างปี พ.ศ. 2544 ถึง พ.ศ. 2546 โดยในเบื้องต้นมีจำนวน 62 บริษัท (ดูตารางที่ 1)

■ บทความวิจัย

หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน

อย่างไรก็ตามกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษานี้ไม่รวมบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบธุรกิจธนาคาร เงินทุน และประกันภัย เนื่องจากโครงสร้างของบริษัทเหล่านี้แตกต่างจากธุรกิจอื่นอย่างมีสาระสำคัญและผลการดำเนินงานของบริษัทเหล่านี้ก็ไม่สามารถเปรียบเทียบกับบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นได้นัก นอกจากนี้กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษายังไม่รวมบริษัทที่มีลักษณะเป็น Holding Company เพราะในการทดสอบการตกแต่งกำไรจำเป็นต้องใช้ข้อมูลจากงบการเงินเฉพาะบริษัท โดยไม่สามารถใช้งบการเงินรวมได้เนื่องจากการยกเว้นการใช้มาตรฐานการบัญชีจำนวน 7 ฉบับสำหรับบริษัทจำกัด ซึ่งมาตรฐานการบัญชีดังกล่าวรวมถึงเรื่องการจัดทำงบการเงินรวมไว้ด้วย

สำหรับบริษัทคู่เหมือน (Matched Firms) ที่ใช้ในการศึกษานี้ ได้แก่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันกับบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกและมีขนาดใกล้เคียงกันในแต่ละบริษัท

ข้อมูลงบการเงินของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนในช่วงก่อนการเสนอขายหุ้นได้มาจากแบบแสดงรายการที่บริษัทดังกล่าวยื่นต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ส่วนข้อมูลภายหลังการเสนอขายหุ้นได้มาจาก www.setsmart.com ในขณะที่ข้อมูลงบการเงินของบริษัทคู่เหมือน ในช่วงปี พ.ศ. 2544 ถึง พ.ศ. 2547 มาจาก www.setsmart.com ส่วนข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2542 ถึง พ.ศ. 2543 ได้มาจาก www.sec.or.th โดยกลุ่มตัวอย่างสุดท้ายของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนสำหรับงานวิจัยนี้ทั้งสิ้น 48 บริษัท และมีบริษัทคู่เหมือนทั้งสิ้น 46 บริษัท

3.2. วิธีการทดสอบการตกแต่งกำไร

วิธีการทดสอบการตกแต่งกำไรที่ใช้ในงานวิจัยนี้ ได้เป็น Modified Jones Model ซึ่งเป็นวิธีที่พัฒนามาจากวิธีของ Jones (1991) ดังนี้

Jones (1991) พิจารณาความแตกต่างระหว่างกำไรตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Earnings) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash Flows from Operations) โดยมีแนวคิดว่าการแสดงเงินสดจากการดำเนินงานแสดงให้เห็นถึงผลการดำเนินงานเชิงเศรษฐกิจของบริษัทได้ดีกว่ากำไรตามเกณฑ์คงค้างที่ผู้บริหารสามารถตกแต่งกำไรเพื่อให้เห็นผลการดำเนินงานเชิงการเงินที่ตนต้องการ โดยปกติกำไรตามเกณฑ์คงค้างย่อมแตกต่างจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ซึ่งไม่ได้หมายความว่ามีการตกแต่งกำไร ความแตกต่างระหว่างกำไรตามเกณฑ์คงค้างและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในระดับปกติ (Non-discretionary Accruals) ไม่ได้บ่งบอกถึงการตกแต่งกำไรของบริษัท อย่างไรก็ตามความแตกต่างระหว่างกำไรตามเกณฑ์คงค้างและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในระดับที่เกินกว่าหรือต่ำกว่าระดับปกติ ซึ่งอาจถือเป็นความแตกต่างที่ผู้บริหารมีส่วนเกี่ยวข้องหรือเป็นผลมาจากการใช้วิจารณญาณทางบัญชีของผู้บริหารในการตกแต่งกำไรนั้นอาจเป็นตัวบ่งชี้ถึงการตกแต่งกำไรของบริษัท โดยความแตกต่างดังกล่าวอาจเรียกว่า “Discretionary Accruals”

ตามแนวทางของ Modified Jones Model นั้น ระดับการตกแต่งกำไรจะวัดจาก Working Capital Accruals หรือ Current Accruals (CACC) ซึ่งประกอบด้วยการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียน (Current Assets หรือ CA) และหนี้สินหมุนเวียน (Current Liabilities หรือ CL) ที่ปรับปรุงด้วยการเปลี่ยนแปลงของหนี้สินระยะยาวที่ถึงกำหนดชำระภายในหนึ่งปี (Current Portion of Long-term Debts หรือ CPLD) ดังนี้

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

โดย ΔCA = การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียน

ΔCash = การเปลี่ยนแปลงของเงินสด

ΔCL = การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียน

ΔCPLD = การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินระยะยาวที่ถึงกำหนดชำระภายในหนึ่งปี

Current Accruals (CACC) แบ่งเป็น 2 ส่วนได้แก่ และส่วนที่เป็นอิสระจากการใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ส่วนที่เป็นผลจากการใช้ดุลยพินิจทางบัญชีของฝ่ายบริหารของบริษัท (Non-discretionary Current Accruals ของบริษัท (Discretionary Current Accruals หรือ DCA) หรือ NDCA) ดังนี้

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

Discretionary Current Accruals หรือ DCA เป็น ตัวบ่งชี้ถึงการตกแต่งกำไรของบริษัท ซึ่ง DCA ที่มี ค่าเป็นบวกแสดงถึงการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้น ในทาง ตรงกันข้าม NDCA ที่มีค่าเป็นลบแสดงถึงการตกแต่งกำไรให้ต่ำลง ทั้งนี้ NDCA ของแต่ละบริษัทในกลุ่มตัวอย่างนี้ ประเมินการเดี่ยเริ่มจากการประมาณการสมการที่ (3) ดังนี้

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

โดย $\text{CACC}_{i,t}$ = Current Accruals ของบริษัท i ในปี t

$\text{TA}_{i,t}$ = สินทรัพย์รวม (Total Assets) ของบริษัท i ในปี t

$\Delta \text{REV}_{i,t}$ = การเปลี่ยนแปลงของยอดขาย (Revenue) ของบริษัท i ในปี t

ค่าสัมประสิทธิ์ที่ประมาณการจากสมการที่ (3) ($\hat{\alpha}_0$ และ $\hat{\alpha}_1$) จะใช้ในการประมาณการ NDCA ของแต่ละบริษัท และจากแนวคิดที่ว่า การตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นนั้นจะทำโดย ผ่านทางยอดขายเชื่อ ดังนั้นจึงนำลูกหนี้การค้า (Accounts Receivable) หักออกจากการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย [Dechow et. al. (1995)]

$$\frac{\text{NDCA}_{i,t}}{\text{TA}_{i,t}} = \hat{\alpha}_0 \left[\frac{1}{\text{TA}_{i,t-1}} \right] + \hat{\alpha}_1 \left[\frac{\Delta \text{REV}_{i,t} + \Delta \text{AR}_{i,t}}{\text{TA}_{i,t-1}} \right] + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

โดย $\Delta \text{AR}_{i,t}$ = การเปลี่ยนแปลงของยอดลูกหนี้การค้าของบริษัท i ในปี t

■ บทความวิจัย

หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน

สุดท้ายการคำนวณระดับของ DCA ของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างนั้นทำได้ดังนี้

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

จากที่กล่าวมาแล้วข้างต้นเกี่ยวกับผลการศึกษาที่คาดว่าจะได้ บริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนน่าจะตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในช่วงก่อนจนถึงช่วงแรกของการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรก และอาจจำเป็นต้องตกแต่งกำไรให้ลดลงภายหลังการเสนอขายหุ้น อันเป็นผลจากการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในช่วงก่อนหน้าการเสนอขายหุ้น กล่าวคือ DCA ในช่วงก่อนและช่วงแรกของการเสนอขายหุ้นน่าจะเป็นบวก (DCA+) และอยู่ในระดับสูงกว่าบริษัทคู่เหมือน และ DCA ภายหลังการเสนอขายหุ้นน่าจะมีค่าเป็นลบ (DCA-) และอยู่ในระดับต่ำกว่าบริษัทคู่เหมือน ดังภาพที่ 1

โดยที่ปีที่ t คือปีที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน ซึ่งใช้วันที่มีผลบังคับใช้ตามแบบแสดงรายการที่ยื่นต่อ ก.ล.ต. และปีที่ $t-1$ คือหนึ่งปีก่อนปีที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน ในขณะที่ปีที่ $t+1$ คือหนึ่งปีภายหลังปีที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน

หากการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในปีก่อนหน้าการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชน ส่งผลให้ผลการดำเนินงานภายหลังการเสนอขายหุ้นลดต่ำลงและต่ำกว่าบริษัทคู่เหมือน ขนาดของผลการดำเนินงานที่ลดต่ำลงนี้ก็น่าจะมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับระดับของ DCA ในปีก่อนหน้าหรือปีที่เสนอ



ภาพที่ 1 การคาดหมายเครื่องหมายของ DCA ในแต่ละปี

ขายหุ้นแก่สาธารณชน กล่าวคือบริษัทที่มี DCA ในปีก่อนหน้าหรือปีที่เสนอขายหุ้นอยู่ในระดับที่สูงกว่า น่าจะมีผลการดำเนินงานภายหลังการเสนอขายหุ้นที่ลดต่ำลงมากกว่าบริษัทที่มี DCA ในปีก่อนหน้าหรือปีที่เสนอขายหุ้นอยู่ในระดับที่ต่ำกว่า

ดังนั้นเพื่อทดสอบประเด็นดังกล่าว งานวิจัยนี้ใช้การเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (Change in Return on Assets)¹ เป็นตัวแทนของการเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานของบริษัท และประมาณการสมการที่ (6) ข้างล่างนี้

$$\Delta ROA_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 DCA_{i,t} + \nu_{i,t} \quad (6)$$

โดย $\Delta ROA_{i,t+1}$ = การเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม ($ROA_{i,t+1} - ROA_{i,t}$)

1 Return on Assets (ROA) เท่ากับ กำไรสุทธิหลังดอกเบี้ยและภาษีหารด้วยสินทรัพย์รวมของปีที่ผ่านมา การที่นำสินทรัพย์รวมของปีที่ผ่านมา มาใช้ในการคำนวณ ROA เพื่อให้ตัวหารเป็นลักษณะเช่นเดียวกันกับ DCA

จากที่กล่าวมาข้างต้น ΔROA ในปีที่ $t+1$ (หนึ่งปี
 ภายหลังการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน)
 ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นน่าจะมีค่าเป็นลบและต่ำกว่าบริษัท
 คู่เหมือน และ β_1 ในสมการที่ (6) น่าจะมีค่าเป็นลบ
 กล่าวคือบริษัทที่มี DCA ในปีที่ t (ปีที่เสนอขายหุ้น
 เป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน) เป็นบวกและมีค่ามาก น่าจะ
 มี ΔROA ในปีที่ $t+1$ ที่มีค่าเป็นลบมาก (ผลการ
 ดำเนินงานลดลงมาก) ในทางตรงกันข้าม บริษัทที่มี DCA
 ในปีที่ t เป็นบวกแต่มีค่าน้อย น่าจะมี ΔROA ในปีที่
 $t+1$ ที่มีค่าเป็นลบน้อย (ผลการดำเนินงานลดลงน้อย)

4. หลักฐานเชิงประจักษ์

4.1. การทดสอบการตกแต่งกำไรของบริษัทเสนอขาย

หุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน

การศึกษานี้ทดสอบการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอ
 ขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนในช่วงก่อนที่จะเสนอ
 ขายหุ้น (หนึ่งปีก่อนการเสนอขายหุ้นหรือปีที่ $t-1$) ใน
 ช่วงแรกของการเสนอขายหุ้น (ปีที่มีการเสนอขายหุ้นหรือ
 ปีที่ t) และในช่วงหลังการเสนอขายหุ้น (หนึ่งปีหลังการ
 เสนอขายหุ้นหรือปีที่ $t+1$) โดยพิจารณาจาก Discretionary
 Current Accruals หรือ DCA ตามแนวคิดของ Modified
 Jones Model โดยคาดว่าบริษัทจะตกแต่งกำไรให้สูงขึ้น
 ในช่วงก่อนและในช่วงแรกของการเสนอขายหุ้น และส่งผล
 ให้บริษัทอาจต้องตกแต่งกำไรให้ต่ำลงในช่วงหลังการเสนอ
 ขายหุ้น กล่าวคือ DCA ในปีที่ $t-1$ และ DCA ในปีที่ t
 ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นน่าจะมีค่าเป็นบวกและมีค่าสูงกว่า
 บริษัทคู่เหมือน ในขณะที่ DCA ในปีที่ $t+1$ ของบริษัท
 ที่เสนอขายหุ้นน่าจะมีค่าเป็นลบและมีค่าต่ำกว่าบริษัท
 คู่เหมือน

การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ $\hat{\alpha}_0$ และ $\hat{\alpha}_1$ ในสมการที่
 (3) ข้างต้น เพื่อใช้ในการประมาณการ DCA ของบริษัท
 ต่างๆ นั้น ใช้ข้อมูลงบการเงินของบริษัทที่อยู่ในกลุ่ม
 อุตสาหกรรมเดียวกันกับกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่เสนอขาย
 หุ้นเป็นครั้งแรกทั้งหมดจำนวน 7 กลุ่มอุตสาหกรรม
 (ไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน) ในกรณีที่กลุ่มตัวอย่างบริษัท

ที่เสนอขายหุ้นอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จะทำ
 การเทียบเคียงลักษณะการประกอบธุรกิจของบริษัทดังกล่าว
 ว่าควรอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมใดในตลาดหลักทรัพย์
 แห่งประเทศไทย

ตารางที่ 2 แสดงค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของ ROA
 และ DCA ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกและ
 บริษัทคู่เหมือน ในช่วงก่อน ในช่วงแรก และในช่วงหลัง
 การเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรก ซึ่งพบว่าค่าเฉลี่ยของ ROA
 เพิ่มขึ้นจาก 9.51% ในปีที่ $t-1$ เป็น 13.71% ในปีที่มี
 การเสนอขายหุ้น (ปีที่ t) และลดลงเป็น 6.36% ในปีที่มี
 $t+1$ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการดำเนินงานของกลุ่มบริษัท
 ที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกลดต่ำลงภายหลังการเสนอขาย
 หุ้น ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาในอดีตของ Loughran
 และ Ritter (1997) และ Balatbat และ Lim (2003)
 โดยผลการดำเนินงานภายหลังการเสนอขายหุ้นที่ลดต่ำลงนี้
 อาจเกิดจากการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในช่วงก่อนหรือช่วงแรก
 ที่มีการเสนอขายหุ้น โดยการนำกำไรในอนาคตมารับรู้เร็ว
 ขึ้นในช่วงก่อนหรือช่วงแรกของการเสนอขายหุ้น จึงส่งผล
 ให้ผลกำไรในช่วงหลังการเสนอขายหุ้นลดต่ำลง อย่างไร
 ก็ตามเมื่อเปรียบเทียบ ROA ของบริษัทที่เสนอขายหุ้น
 เป็นครั้งแรกกับบริษัทคู่เหมือน พบว่าแนวโน้มของ ROA
 อยู่ในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือในช่วงก่อนการเสนอขายหุ้น
 ค่าเฉลี่ยของ ROA ของบริษัทคู่เหมือนเพิ่มขึ้นจาก 3.39%
 ในปีที่ $t-1$ เป็น 7.30% ในปีที่มีการเสนอขายหุ้น (ปีที่ t)
 และลดลงเป็น 4.79% ในปีที่ $t+1$ ซึ่งอาจเป็นผลมาจาก
 ภาวะเศรษฐกิจในช่วงเวลาดังกล่าว

ค่าเฉลี่ยของ DCA ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็น
 ครั้งแรกมีค่ามากกว่าศูนย์อย่างมีนัยสำคัญในปีที่เสนอ
 ขายหุ้น (DCA ปีที่ t มีค่าเป็นบวก) ส่วนค่าเฉลี่ยของ
 DCA ในช่วงก่อน (ปีที่ $t-1$) และช่วงหลัง (ปีที่ t)
 การเสนอขายหุ้นนั้น มีค่าไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมี
 นัยสำคัญ นอกจากนี้การพิจารณาแยกกันสำหรับบริษัท
 จัดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาด
 หลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ นั้น ได้ผลในทำนองเดียวกันกับ
 ผลการศึกษาข้างต้น สำหรับ DCA ของบริษัทคู่เหมือนนั้น

■ บทความวิจัย

หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน

ตารางที่ 2 แสดง ROA และ DCA ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกและบริษัทคู่เหมือน

รายละเอียด	ปีที่ t-1	ปีที่ t	ปีที่ t+1
Return on Assets: ROA (%)			
บริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรก (n = 48)			
ค่าเฉลี่ย	9.51	13.71	6.55
ค่ามัธยฐาน	7.33	11.66	9.57
บริษัทคู่เหมือน (n = 96)			
ค่าเฉลี่ย	3.39	7.30	4.79
ค่ามัธยฐาน	4.13	6.43	6.95
Discretionary Current Accruals: DCA			
บริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรก (n = 48)			
ค่าเฉลี่ย	-2.35	16.84***	-3.62
ค่ามัธยฐาน	-2.39	11.93	-3.73
บริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรก - SET (n = 38)			
ค่าเฉลี่ย	1.18	17.63***	-1.75
ค่ามัธยฐาน	0.23	14.1	-7.63
บริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรก - MAI (n = 10)			
ค่าเฉลี่ย	-15.78	12.87**	10.76
ค่ามัธยฐาน	-0.36	8.95	-2.78
บริษัทคู่เหมือน (n = 96)			
ค่าเฉลี่ย	-10.00	-2.24	-0.13
ค่ามัธยฐาน	2.44	2.93	-0.74

* แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

** แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

*** แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

มีค่าไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทั้งในช่วงก่อนช่วงแรก และช่วงหลังการเสนอขายหุ้น ดังนั้นจากผลการศึกษาที่ได้สามารถสรุปได้ว่าบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในปีที่เสนอขายหุ้น อย่างไรก็ตามไม่สามารถสรุปได้ว่าบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในช่วงก่อนการเสนอขายหุ้นหรือตกแต่งกำไรให้ต่ำลงในช่วงหลังการเสนอขายหุ้น

นอกจากนี้จากการทดสอบว่า DCA ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกและบริษัทคู่เหมือนมีความแตกต่างกันหรือไม่นั้น พบว่า DCA ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกและบริษัทคู่เหมือนไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญในปีก่อนและปีหลังการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรก แต่ที่น่าสนใจคือ DCA ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกมีค่าสูงกว่าบริษัทคู่เหมือนในปีที่มีการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% ผลการศึกษาดังกล่าวสนับสนุนผลการศึกษางานต้นที่ว่าบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในปีที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรก แต่ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่าบริษัทตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในปีก่อนการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกหรือบริษัทตกแต่งกำไรให้ต่ำลงในปีหลังการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรก

4.2. ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน

ภายหลังการเสนอขายหุ้นกับ DCA

จากผลการศึกษาในส่วนก่อนหน้าพบว่าบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในปีที่เสนอขายหุ้น แต่ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่าบริษัทตกแต่งกำไรในปีก่อนหรือหลังการเสนอขายหุ้น นอกจากนี้ยังพบว่าผลการดำเนินงานภายหลังการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกนั้นลดลง ดังนั้นงานวิจัยในส่วนนี้จึงรายงานการทดสอบว่าผลการดำเนินงานภายหลังการเสนอขายหุ้นที่ลดลงนั้นมีความสัมพันธ์กับระดับของ DCA ในปีที่เสนอขายหุ้นหรือไม่ อย่างไร

หากบริษัทตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในปีที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแล้วแต่โดยการรับรู้กำไรในอนาคตทันทีในปีที่เสนอ

ขายหุ้น ผลการดำเนินงานภายหลังการเสนอขายหุ้นจึงน่าจะลดต่ำลงและน่าจะต่ำกว่าบริษัทคู่เหมือน ดังนั้นผลการดำเนินงานภายหลังการเสนอขายหุ้นที่ลดต่ำลงน่าจะมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับระดับของ DCA ในปีที่เสนอขายหุ้น กล่าวคือบริษัทที่มี DCA ในปีที่เสนอขายหุ้นอยู่ในระดับที่สูงกว่า น่าจะมีผลการดำเนินงานที่ลดต่ำลงมากกว่าบริษัทที่มี DCA ในปีที่เสนอขายหุ้นอยู่ในระดับที่ต่ำกว่า

ตารางที่ 3 ส่วน ก แสดงผลเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงาน (ΔROA) ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนและบริษัทคู่เหมือน และพบว่า ΔROA ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกมีค่าต่ำกว่าศูนย์และต่ำกว่าบริษัทคู่เหมือนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งผลการศึกษานี้เป็นไปตามที่คาดหมายไว้

นอกจากนี้ ตารางที่ 3 ส่วน ข แสดงผลการประมาณการสมการที่ (6) ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานภายหลังการเสนอขายหุ้น (ΔROA ในปีที่ $t+1$) ที่ลดต่ำลง และระดับของ DCA ในปีที่เสนอขายหุ้น (ปีที่ t) และพบว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นความสัมพันธ์ในเชิงลบ (β_1 มีค่าเป็นน้อยกว่าศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ) กล่าวคือบริษัทที่มี DCA ในปีที่ t เป็นบวกและมีค่าสูงจะมี ΔROA ในปีที่ $t+1$ ที่ติดลบมาก (ผลการดำเนินงานลดลงมาก) ในทางตรงกันข้าม บริษัทที่มี DCA ในปีที่ t เป็นบวกแต่มีค่าต่ำจะมี ΔROA ในปีที่ $t+1$ ที่ติดลบน้อย (ผลการดำเนินงานลดลงน้อย) ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวเป็นไปตามที่คาดหมายไว้และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Loughran และ Ritter (1997) และ Balatbat และ Lim (2003) อย่างไรก็ตามความสัมพันธ์ดังกล่าวของบริษัทคู่เหมือนนั้นเป็นความสัมพันธ์ในเชิงบวก (β_1 มีค่าเป็นมากกว่าศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ) ผลการศึกษาในส่วนนี้สามารถสรุปได้ว่าผลการดำเนินงานภายหลังการเสนอขายหุ้นที่ลดต่ำลงนั้นน่าจะเกิดจากการที่บริษัทรับรู้ผลกำไรในอนาคตเร็วขึ้นในปีที่เสนอขายหุ้น เพื่อตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในปีที่เสนอขายหุ้น

■ บทความวิจัย

หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน

ตารางที่ 3 ผลการดำเนินงานภายหลังการเสนอขายหุ้นและการตกแต่งกำไร

ส่วน ก. การเปลี่ยนแปลงของ ROA ณ ปีที่ $t+1$

	บริษัทที่เสนอขายหุ้น	บริษัทคู่เหมือน
ค่าเฉลี่ย (%)	-7.35***	-2.51*
n	48	96

ส่วน ข. ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของ ROA ณ ปีที่ $t+1$ กับ DCA ณ ปีที่ t

Independent variable	ΔROA ปีที่ $t+1$	
	บริษัทที่เสนอขายหุ้น	บริษัทคู่เหมือน
Constant	-0.04*	-0.02*
DCA ปีที่ t	-0.19***	0.13***
Adjusted R^2	11.70%	20.90%

* มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 90%

** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95%

*** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99%

5. บทสรุป

Aharony et al. (1993) และ Friedlan (1994) ศึกษาเกี่ยวกับการตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนในประเทศสหรัฐอเมริกา และพบว่าบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนตกแต่งกำไรให้สูงขึ้น ในช่วงก่อนจนถึงช่วงแรกของการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน นอกจากนี้ Narktabtee et al. (2000) ศึกษาประเด็นดังกล่าวสำหรับบริษัทในประเทศไทยที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชน ในช่วงปี พ.ศ. 2534 ถึง พ.ศ. 2538 ซึ่งเป็นช่วงก่อนที่ประเทศไทยจะประสบกับวิกฤติเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ที่สร้างความเสียหายต่อเศรษฐกิจของประเทศไทยและตลาดหุ้นเป็นอย่างมาก และได้ผลการศึกษาในทำนองเดียวกัน

งานวิจัยนี้ศึกษาการตกแต่งกำไรของบริษัทในประเทศไทยที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนในช่วงปี พ.ศ. 2544 ถึง พ.ศ. 2546 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่รัฐบาลไทยส่งเสริมให้ภาคเอกชนเข้ามาระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์

และในช่วงเวลาหลังจากวิกฤติเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ซึ่งส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ออกกฎระเบียบต่างๆ เพื่อให้ควบคุมครองแก่นักลงทุนโดยทั่วไป รวมถึงการเริ่มบังคับใช้แบบทการบัญชีและมาตรฐานการบัญชีใหม่ๆ เพื่อเพิ่มคุณภาพและสร้างความน่าเชื่อถือให้กับข้อมูลบัญชี อีกทั้งในช่วงเวลาดังกล่าวนักลงทุนยังตระหนักถึงผลกระทบของการตกแต่งตัวเลขในงบการเงินมากขึ้น อันเป็นผลสืบเนื่องมาจากกรณีการล่มสลายของบริษัท Enron ในสหรัฐอเมริกา ดังนั้นสภาพแวดล้อมของตลาดทุนในประเทศไทยโดยรวมในช่วงเวลาดังกล่าวนี้มีความแตกต่างอย่างชัดเจนจากช่วงเวลาที่ศึกษาของ Narktabtee et al. (2000) ซึ่งเป็นช่วงก่อนวิกฤติเศรษฐกิจครั้งใหญ่ในปี พ.ศ. 2540

งานวิจัยนี้ ใช้วิธีการทดสอบการตกแต่งกำไรตาม Modified Jones Model โดยการพิจารณา Discretionary Current Accruals (DCA) ของบริษัทในประเทศไทยที่

เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนจำนวน 48 บริษัท เปรียบเทียบกับบริษัทคู่เหมือนจำนวน 96 บริษัท และพบว่า DCA ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกในปีที่เสนอขายหุ้นมีค่าเป็นบวกและสูงกว่าบริษัทคู่เหมือน ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนนี้ ตกลงทำอะไรในปีที่เสนอขายหุ้นให้สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม ไม่พบหลักฐานเชิงประจักษ์ที่แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนตกลงทำอะไรให้สูงขึ้นในช่วงก่อนที่จะเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกหรือตกลงทำอะไรให้ลดต่ำลงภายหลังการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรก

นอกจากนี้งานวิจัยนี้ยังพบว่าผลการดำเนินงานภายหลังการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกแก่สาธารณชนลดต่ำลงและต่ำกว่าบริษัทคู่เหมือน และผลการดำเนินงานที่ต่ำลงนี้มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับระดับของ DCA ในปีที่เสนอขายหุ้นแก่สาธารณชน กล่าวคือบริษัทที่มี DCA ในปีที่เสนอขายหุ้นอยู่ในระดับสูง จะมีผลการดำเนินงานภายหลังการเสนอขายหุ้นที่ลดต่ำลงมากกว่าบริษัทที่มี DCA ในปีที่เสนอขายหุ้นอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งอาจเป็นผลมาจากการรับรู้กำไรในอนาคตในปีที่เสนอขายหุ้น จึงทำให้ผลการดำเนินงานภายหลังลดลง

บรรณานุกรม

- Aharony, J., C. Lin, and M. Loeb. 1998. "Initial Public Offerings, Accounting Choices and Earnings Management," **Contemporary Accounting Research** 10 (Fall), 61-81.
- Balatbat, M. and C. Lim. 2005. "Earnings Management and Share Market Performance: Further Evidence from Equity Carve-outs," Working paper, University of New South Wales.
- Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney. 1995. "Detecting Earnings Management," **The Accounting Review** 70, 193-225.
- Friedlan, J. 1994. "Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings," **Contemporary Accounting Research** 11 (Summer), 1-31.
- Jones, J. 1991. "Earnings Management during Import Relief Investigations," **Journal of Accounting Research** 29 (Autumn), 193-228.
- Loughran, T. and J. Ritter. 1997. "The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings," **Journal of Finance** 52, 1823-1850.
- Magnan, M. and D. Cormier. 1997. "The Impact of Forward Looking Financial Data in IPOs on the Quality of Financial Reporting," **Journal of Financial Statement Analysis** 2, 6-17.
- Markatee, K., L. Black, and A. Carnes. 2000. "Earnings Management around Initial Public Offerings in Thailand," Working paper, University of Arkansas.
- Roosenboom, P., T. Goot T., and G. Mertens. 2003. "Earnings Management and Initial Public Offerings: Evidence from the Netherlands," **The International Journal of Accounting** 38, 243-266.
- Teoh, S., I. Welch, and T. Wong. 1998. "Earnings Management and the Long-run Market Performance of Initial Public Offerings," **Journal of Finance** 53, 1935-1974.