



ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก  
และการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

จิราภรณ์ จันทรวงศ์

คู่มือวิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต  
สาขาวิชาการบัญชี วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี  
มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต  
ปีการศึกษา 2565

DETERMINANTS OF INITIAL RETURN OF INITIAL PUBLIC OFFERING  
AND EARNING MANAGEMENT REGARDING  
THAI COMPANIES LISTED IN THE MAI

JIRAPORN JANTARAWONG

A Dissertation Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Doctor of Philosophy Department of Accountancy,  
College of Innovative Business and Accountancy  
Dhurakij Pundit University  
Academic Year 2022



## ใบรับรองวิทยานิพนธ์

วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

ปริญญา ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต (การบัญชี)

หัวข้อวิทยานิพนธ์ ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก  
และการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ  
เสนอโดย จิราภรณ์ จันทรวงศ์  
หลักสูตร ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี  
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ผู้ช่วยศาสตราจารย์.ดร.พัทธนันท์ เพชรเชิดชู  
ได้พิจารณาเห็นชอบโดยคณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์แล้ว

*พนรัตน์ ปานมณี*  
.....ประธานกรรมการ  
(รองศาสตราจารย์ ดร.พนรัตน์ ปานมณี)

*[Signature]*  
.....กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พัทธนันท์ เพชรเชิดชู)

*[Signature]*  
..... กรรมการ  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิริเดช คำสุพรหม)

*[Signature]*  
..... กรรมการ  
(ดร.เปรมารัช วิลาลัย)

*[Signature]*  
..... กรรมการ  
(ดร.อริสรา ธานีรณานนท์)

วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชีรับรองแล้ว

*[Signature]*  
..... คณบดีวิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิริเดช คำสุพรหม)

วันที่ 10 เดือน ก.ค. พ.ศ. 2566

หัวข้อวิทยานิพนธ์	ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรกและการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
ชื่อผู้เขียน	จิราภรณ์ จันทรวงศ์
อาจารย์ที่ปรึกษา	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พิชิตนันท์ เพชรเชิดชู
หลักสูตร	ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต (การบัญชี)
ปีการศึกษา	2565

#### บทคัดย่อ

การวิจัยในครั้งนึ่งมุ่งศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนครั้งแรก และ ความสัมพันธ์กันระหว่างการจัดการกำไรโดยใช้ดุลยพินิจผู้บริหารกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนครั้งแรกในพ.ศ. 2557 – 2561 กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชนครั้งแรกระหว่างปีพ.ศ. 2557 - พ.ศ. 2561 จำนวน 56 บริษัทและสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์งานวิจัยนี้ คือ การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ

ผลการศึกษาพบว่าอัตราการเติบโตของยอดขาย (3 ปีก่อนเข้าตลาด) และอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (2 ปีก่อนเข้าตลาด) ไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก อัตราการเติบโตของยอดขาย (2 ปีก่อนเข้าตลาด) และอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกและการจัดการกำไรไม่มีความสัมพันธ์กัน

คำสำคัญ: ผลตอบแทนเริ่มแรก หลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก การจัดการกำไร

Thesis Title            Factors Influencing the Return of Initial Public Offering and Earning  
                                 Management of Thai Companies Listed on the MAI Stock Market  
Author                    Jiraporn Jantarawong  
Thesis Advisor        Assistant Professor Dr. Pattanant Petchchedchoo  
Program                 Doctor of Philosophy (Accountancy)  
Academic Year        2022

#### ABSTRACT

The objectives of this research were to investigate the factors influencing the returns of initial public offerings (IPOs) and to explore the relationship between earnings management via discretionary current accruals (DCA) and IPO returns in the Thai stock market from 2014 to 2018. The sample group comprised 56 companies that conducted their first-time IPOs during this period and were listed on the Stock Exchange of Thailand. Multiple regression analysis was the statistical method used in this research.

The study's findings showed that the sales growth rate (three years prior to the IPO) and the earnings before interest, tax, depreciation, and amortization (EBITDA) deductions (two years prior to the IPO) did not significantly influence the returns of IPOs. However, the sales growth rate (two years prior to the IPO) and the earnings growth rate from operations before EBITDA deductions (three years prior to the IPO) had a significant impact on IPO returns. The study did not identify a significant relationship between IPO returns and earnings management.

**Keywords:** Initial returns, Initial public offering, Earning management.



## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จสมบูรณ์ได้ ด้วยความกรุณาอย่างยิ่งจากอาจารย์ที่ปรึกษาหลัก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พัทธนันท์ เพชรเชิดชู ได้อนุญาตให้คำปรึกษาและข้อเสนอแนะ ตลอดจนตรวจแก้ไขข้อบกพร่องด้วยความเอาใจใส่เป็นอย่างดี ผู้วิจัยรู้สึกซาบซึ้งและขอกราบขอบพระคุณมา ณ โอกาสนี้ กราบขอบพระคุณรองศาสตราจารย์ ดร.พนรัตน์ ปานมณี ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ที่ได้กรุณาให้คำชี้แนะความรู้วิชาการและประสบการณ์ที่เป็นประโยชน์ ผู้วิจัยขอขอบพระคุณผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิริเดช คำสุพรหม และดร.เปรมารัช วิลาลัย กรรมการผู้ทรงคุณวุฒิ ที่ให้ความกรุณาช่วยเหลือให้คำปรึกษา ข้อเสนอแนะตลอดจนตรวจแก้ไขข้อบกพร่องด้วยความเอาใจใส่เป็นอย่างดีและให้คำแนะนำอันเป็นประโยชน์อย่างยิ่งต่อการปรับปรุงงานวิจัยครั้งนี้ให้เสร็จอย่างสมบูรณ์ ผู้วิจัยรู้สึกซาบซึ้งและขอกราบขอบพระคุณมา ณ โอกาสนี้

ขอขอบพระคุณผู้บริหารและคณาจารย์หลักสูตรบัญชีบัณฑิต คณะวิทยาการ มหาวิทยาลัยราชภัฏสุราษฎร์ธานี รุ่นพี่ รุ่นน้อง เพื่อนร่วมรุ่นหลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต (การบัญชี) มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์ กัลยาณมิตรของผู้วิจัยทุกท่านที่ให้ความช่วยเหลือและเป็นกำลังใจให้ผู้วิจัยตลอดมาขอขอบคุณคุณคุณณัฐนิชา คงจตุรฤกษ์ เลขานุการหลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาการบัญชีที่ช่วยประสานงานเกี่ยวกับการทำวิทยานิพนธ์

สุดท้ายนี้ขอกราบขอบพระคุณพ่อจ๋านงค์ จันทรวงศ์ คุณแม่วรรณา จันทรวงศ์ ที่มอบความรัก ความห่วงใย คอยให้กำลังใจเสมอมาและสนับสนุนทุนการศึกษาเพื่อให้นักศึกษารุ่นนี้หลุดวงไปด้วยดี ขอขอบคุณสมาชิกในครอบครัว ที่ให้กำลังใจ จนประสบความสำเร็จในวันนี้ ผู้วิจัยขอขอบพระคุณอันเกิดจากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ แก่บิดามารดา ครู อาจารย์ และผู้มีพระคุณทุกท่านหากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความบกพร่องประการใด ผู้วิจัยขอน้อมรับความผิดพลาด ไว้แต่เพียงผู้เดียว

จิราภรณ์ จันทรวงศ์

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฌ
สารบัญภาพ.....	ฎ
บทที่	
1. บทนำ.....	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์การวิจัย.....	4
1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	4
1.4 ขอบเขตของงานวิจัย.....	4
1.5 นิยามศัพท์.....	5
2. แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	6
2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง.....	6
2.2 แนวคิดที่เกี่ยวข้อง.....	8
2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	50
2.4 กรอบแนวคิดและสมมติฐานงานวิจัย.....	61
3. ระเบียบวิธีวิจัย.....	66
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	66
3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล.....	71
3.3 การสร้างเครื่องมือในการรวบรวมข้อมูล.....	72
3.4 การวิเคราะห์ข้อมูลและแบบจำลองที่ใช้ในงานวิจัย.....	78
3.5 การเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูล	79

.....

สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
4. ผลการศึกษา.....	80
4.1 การวิเคราะห์ลักษณะข้อมูลทั่วไปของกลุ่มตัวอย่างและตัวแปร.....	80
4.2 ผลการวิเคราะห์สมมติฐาน.....	93
5. สรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	97
5.1 สรุปผลการวิจัย.....	97
5.2 การอภิปรายผลการศึกษา.....	98
5.3 ข้อจำกัดของงานวิจัย.....	102
5.4 ข้อเสนอแนะ.....	102
บรรณานุกรม.....	104
ภาคผนวก.....	122
ประวัติผู้เขียน.....	139



## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1 ตัวอย่างงานวิจัยที่นำทฤษฎีมาช่วยในการอธิบายทฤษฎีที่ใช้อธิบายงานบัญชี.....	8
2.2 โครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรม 8 กลุ่มและหมวดธุรกิจ 28 หมวด.....	14
2.3 การประมาณค่ารายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร .....	40
2.4 สรุปแนวทางการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า.....	51
2.5 สรุปผลการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่าย.....	57
แก้สาธารณชนเป็นครั้งแรก และการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง	
3.1 กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา.....	68
3.2 กลุ่มอุตสาหกรรมที่ทำการศึกษา.....	68
3.3 รายชื่อบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ.....	69
พ.ศ. 2557-พ.ศ. 2561	
3.4 แสดงจำนวนบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อสาธารณชน.....	72
ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปี 2557 – 2561	
3.5 รายละเอียดตัวแปร.....	74
3.6 ตัวแปรและการวัดมูลค่า.....	77
4.1 กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา.....	81
4.2 จำนวนบริษัทที่ทำการศึกษา แยกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม.....	82
4.3 จำนวนบริษัทที่ทำการศึกษา จำแนกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม.....	84
4.4 จำนวนบริษัทที่ทำการศึกษา จำแนกตามพ.ศ. ....	85
4.5 ข้อมูลแสดงค่าสถิติเชิงพรรณนา.....	86
4.6 การวิเคราะห์ผลการคำนวณรายการคงค้างรวม.....	88
4.7 สถิติพื้นฐานของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหาร.....	88
4.8 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Correlation Matrix).....	90
ที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก	
ประกอบด้วย อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) อัตราการเติบโตของกำไร	
จากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA	
Growth)	
4.9 รายละเอียดตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย.....	91
4.10 ค่าสัมประสิทธิ์ของกลุ่มตัวอย่าง.....	92

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่		หน้า
4.11	ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชน..... เป็นครั้งแรก	93
4.12	สรุปความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่าย..... ครั้งแรกแก่สาธารณชนกับการจัดการกำไรโดยใช้ดุลยพินิจผู้บริหาร	94

## สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1 กรอบแนวคิดและสมมติฐานงานวิจัย.....	61
4.1 บริษัทที่ทำการศึกษา.....	81
4.2 บริษัทที่ทำการศึกษาแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	82
4.3 บริษัทที่ทำการศึกษาแยกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรม.....	83

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ตลาดการเงินมีหน้าที่สำคัญในการเป็นสื่อกลางของการระดมเงินออมจากประชาชน ธุรกิจ และรัฐบาลเพื่อให้มีกองทุนสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุน การระดมทุนจากสาธารณชนโดยการออกจำหน่ายหลักทรัพย์แก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก (IPOs) เป็นกิจกรรมของบริษัทที่ต้องการแสวงหาเงินทุนเพิ่มเติมเพื่อนำไปใช้ขยายธุรกิจให้เจริญเติบโต สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีหน้าที่ควบคุม ดูแล บริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ IPO ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Securities Exchange of Thailand : SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment : MAI)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นแหล่งระดมทุนระยะยาวของบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีทุนชำระแล้วหลังการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชนจำนวนเงิน 300 ล้านบาทขึ้นไป ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) เป็นแหล่งระดมทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กที่มีแนวโน้มการเจริญเติบโตได้ดีในอนาคตต้องมีทุนจดทะเบียนชำระแล้วหลังการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชนจำนวนเงิน 50 ล้านบาทขึ้นไปโดยแนวทางการพิจารณาค่าขอรับอนุญาตและแนวทางการปฏิบัติภายหลังการเข้าจดทะเบียนแล้ว ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีขั้นตอนเหมือนกัน ในปัจจุบันการจัดการเงินทุนของบริษัทโดยการออกหุ้นสามัญจำหน่ายให้แก่ประชาชนเป็นครั้งแรกมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทได้รับความสำเร็จในการจัดหาเงินทุนและผู้ลงทุนได้รับประโยชน์จากผลตอบแทนจากการจำหน่ายหุ้นไอพีโอของบริษัทจดทะเบียน

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกเกิดจากการซื้อขายหลักทรัพย์ IPO วันแรกมีราคาที่สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง หากนักลงทุนจองซื้อหลักทรัพย์ IPO ในราคาจองและขายหุ้นที่จองในวันแรกที่ตลาดหลักทรัพย์อนุญาตให้สามารถซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ได้ นักลงทุนส่วนใหญ่จะได้รับผลตอบแทนที่สูงมาก Beatty et al. (1998) กล่าวว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าสามารถเกิดขึ้นได้ระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุน ผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะออกหนังสือชี้ชวนมีข้อมูลต่าง ๆ เกี่ยวกับบริษัท เพื่อพยายามลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยการใช้ผู้ตรวจสอบบัญชีและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ที่มีชื่อเสียง ซึ่ง Beatty and Ritter (1986) และ Koh and Walter (1989) เห็นด้วยกับแนวคิดนี้ การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่ต่ำกว่าราคาทุนจะจูงใจให้นักลงทุนมาลงทุนในบริษัท ผู้บริหารของบริษัทยินยอมขายหุ้นของบริษัทในราคาที่สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงเพื่อเป็นการชดเชยความเสี่ยงให้กับนักลงทุนเนื่องจากหุ้นของบริษัทเป็นหุ้นใหม่ไม่เคยซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มาก่อนการระดมทุนผ่านการจัดจำหน่ายหุ้นให้แก่บุคคลภายนอกเป็นช่องทางสำคัญในการระดมทุนของกิจการ (พิมพ์ิตยา พรหมมา, 2561)

ข้อมูลทางการเงินของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จากหนังสือชี้ชวนเป็นการส่งสัญญาณในการสื่อให้นักลงทุนทราบข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานและคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ในอดีตที่ผ่านมาซึ่งสามารถวัดได้จากสินทรัพย์รวม กำไรจากการดำเนินงาน อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยอัตราส่วนทางการเงินข้างต้นคำนวณมาจากค่าเฉลี่ยที่ได้จากงบการเงินสองรอบบัญชีล่าสุดก่อนที่บริษัทจะออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO

Hasan et al. (2013) กล่าวว่า อัตราส่วนกำไรสุทธิ ซึ่งคำนวณมาจากกำไรสุทธิหารด้วยยอดขาย และอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานคำนวณมาจากกำไรจากการดำเนินงานหารด้วยยอดขายสุทธิเป็นตัวแปรที่ใช้วัดอัตราการทำกำไรในอดีตของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับการกำหนดราคาขายหลักทรัพย์ IPO และสามารถอธิบายประสิทธิภาพของหลักทรัพย์ IPO ในระยะสั้นได้อย่างเหมาะสมซึ่งอัตราการทำกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทมีผลมาจากยอดขายของบริษัทซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Chang et al. (2008) กล่าวว่าราคาเสนอขายหลักทรัพย์ IPO จะมีมูลค่าเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของสินทรัพย์ของบริษัทและโอกาสในการเติบโต

การจัดการกำไร (Earning Management) คือ การจัดการรายงานทางการเงินโดยเลือกใช้นโยบายทางการเงินบัญชี ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจเพื่อเปลี่ยนแปลงข้อมูลในรายงานทางการเงินซึ่งผู้บริหารต้องแสดงผลกำไรในระดับที่ทำให้ผู้ใช้งบการเงินพึงพอใจโดยการหาช่องว่างของมาตรฐานการบัญชีเพื่อเปลี่ยนแปลงตัวเลขในรายงานทางการเงินให้มีผลกำไรตามที่ต้องการ สาเหตุของการจัดการกำไรมีหลายประการ เช่น เพื่อเพิ่มมูลค่าของบริษัทในตลาดทุน เพื่อรักษาสถานภาพทางการเงินและภาพลักษณ์ของบริษัท โดยพบว่าผู้บริหารของบริษัทมีแนวโน้มจัดการกำไรสูงในช่วงเวลาที่บริษัทมีผลการดำเนินงานไม่ดี McKee (2005) ระบุว่า การจัดการกำไรเป็นการรายงานตัวเลขในรายงานทางการเงินอย่างถูกกฎหมายเพื่อให้บรรลุเป้าหมายทางการเงินที่ผู้บริหารต้องการ Akers et al. (2007) ระบุว่า การจัดการกำไร คือ การจัดการตัวเลขกำไร ในรายงานการเงินโดยใช้นโยบายหรือวิธีการทางการเงิน การบันทึกรายการทางการเงินที่เกิดขึ้นครั้งเดียวในวันเริ่มต้นโครงการและรายการค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นซ้ำในระหว่างการทำงาน การเร่งรับรู้ค่าใช้จ่าย การเร่งรับรู้รายได้ที่ส่งอิทธิพลต่อกำไรระยะสั้นของบริษัทโดยผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการดำเนินการ Comiskey and Mufford (1991) กล่าวว่า การจัดการกำไร คือ การปรับแต่งผลการดำเนินงานด้วยความตั้งใจที่จะสร้างภาพลักษณ์ในการดำเนินงานตามความต้องการของผู้บริหาร Healy and Wahlen (1999) กล่าวว่า การจัดการกำไรเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารใช้ดุลยพินิจนำเสนอรายงานทางการเงินและโครงสร้างธุรกรรมเพื่อการเปลี่ยนแปลงรายงานทางการเงินและจงใจปิดบังผลประกอบการที่แท้จริงผ่านรายงานทางการเงิน โดยแบ่งออกเป็นสองประการคือ ประการแรกเป็นกระบวนการของการตกแต่งตัวเลขทางการเงินบัญชีโดยการเลือกนโยบายการบันทึกและการรายงานตัวเลขทางบัญชีหรืออาศัยข้อบกพร่องของทางบัญชีแสดงข้อมูลที่ไม่ตรงกับความจริงเพื่อให้เกิดประโยชน์แก่กิจการประการที่สองเป็นกระบวนการที่มีการจัดรูปแบบรายการค้าหรือข้อมูลทางการเงินบัญชีให้เกิดผลลัพธ์ตามที่ปรารถนาไม่เสนอข้อมูลที่เป็นกลางและไม่มีความสม่าเสมอ

การจัดการกำไรของผู้บริหาร สามารถแบ่งได้ 2 วิธี ได้แก่ 1) การเลือกใช้นโยบายการบัญชี และ 2) การตกแต่งรายการผ่านรายการคงค้าง (Accrual Transaction) การเลือกใช้นโยบายการบัญชีโดยผู้บริหาร จะถูกจำกัดขอบเขตของสภาวิชาชีพบัญชี ได้แก่ มาตรฐานการบัญชี (Thai Accounting Standard) มาตรฐานการรายงานทางการเงิน (Thai Financial Reporting Standard) หรือแนวปฏิบัติทางการบัญชี (Thai Standard Interpretations Committee) ซึ่งข้อกำหนดเหล่านี้ผู้บริหารต้องปฏิบัติตามไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ เพื่อป้องกันผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการแสดงความคิดเห็นที่มีต่อการเงินของผู้สอบบัญชีข้อกำหนดข้างต้นทำให้หลายงานวิจัยเลือกใช้การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง Healy and Wahlen (1999) ได้สนับสนุนแนวคิดนี้ โดยได้ให้ความเห็นว่าการจัดการกำไรจะเกิดขึ้นเมื่อมีการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารเข้ามาแทรกแซงการทำธุรกรรมโดยปกติของกิจการ ไม่ว่าจะเป็นการสร้างรายการคงค้างหรือการกำหนดนโยบาย ในการประมาณการมูลค่าทางบัญชี

รายการคงค้าง (Accrual) หมายถึง รายการทางการบัญชีที่เกิดขึ้นแล้วในงวดปัจจุบันแต่กิจการ ยังไม่ได้บันทึกบัญชีและมีได้มีการจ่ายเงินสด สามารถทำให้รายได้และรายจ่ายมีจำนวนเงินที่เพิ่มขึ้นหรือจำนวนเงินที่ลดลงชั่วคราวได้ รายการคงค้างเป็นองค์ประกอบหนึ่งของผลกำไรของบริษัทที่ไม่ได้อยู่ในรูปของกระแสเงินสดผู้บริหารจึงใช้ดุลยพินิจในการตั้งรายการคงค้าง (Accrual) ซ่อนไว้ในรายได้หรือรายจ่ายเพื่อตกแต่งผลการดำเนินงานของบริษัทเมื่อพิจารณาถึงองค์ประกอบของผลกำไรบริษัท Sloan (1996) ได้จำแนกประเภทของกำไรของบริษัทไว้ 2 ประเภท ได้แก่ กำไรคุณภาพดีและกำไรคุณภาพแย่ ลักษณะของกำไรคุณภาพดี คือมีส่วนประกอบของกระแสเงินสดเป็นสัดส่วนหลัก ในทางตรงกันข้ามกำไรคุณภาพแย่จะประกอบด้วยรายการคงค้าง (Accrual) เป็นหลัก จึงสามารถสรุปได้ว่าบริษัทที่มีกำไรคุณภาพดี คือ บริษัทที่ไม่มีโอกาสตกแต่งกำไรเนื่องจากสัดส่วนหลักของผลกำไรประกอบด้วยกระแสเงินสดส่วนบริษัทที่มีกำไรแย่ คือบริษัทที่มีโอกาสตกแต่งกำไรเนื่องจากสัดส่วนหลักของผลกำไรประกอบด้วยรายการคงค้างโดยสอดคล้องกับ Richardson et al. (2002) ที่กล่าวว่าสัดส่วนรายการคงค้างในงบการเงินเปรียบเทียบกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ในงบกระแสเงินสดสามารถบ่งชี้ถึงการจัดการกำไรของบริษัทได้

ตัวเลขกำไรในงบการเงินตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินให้รายงานโดยใช้เกณฑ์คงค้าง ซึ่งเป็นรายการที่ปรับผลกำไรของบริษัทจากเดิมที่เป็นเกณฑ์เงินสดให้เป็นเกณฑ์คงค้างตามมาตรฐาน การรายงานทางการเงินประกอบไปด้วยการจัดประเภทรายการ การตั้งค่าเผื่อ และการประมาณการต่าง ๆ Davidson et al (2005) กล่าวว่า การจัดการกำไรเป็นการดำเนินการอย่างมีเจตนาภายใต้หลักการทางบัญชีที่รับรองทั่วไป (Generally Accepted Accounting Principles) เพื่อให้ระดับของกำไรเป็นไปตามที่ผู้บริหารต้องการโดย Healy and Wahlen (1999) กล่าวว่า การจัดการกำไรเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารจัดทำรายงานทางการเงินโดยใช้ดุลยพินิจหรือเลือกใช้นโยบายทางการบัญชีเพื่อเปลี่ยนแปลงข้อมูลในรายการทางการเงินทำให้ผู้ใช้งบการเงินเข้าใจผิดเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกิจการ

จากที่มาและความสำคัญข้างต้นการเสนอขายหลักทรัพย์ไอพีโอแก่สาธารณชนในวันแรกมีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงหากนักลงทุนจองซื้อหลักทรัพย์ไอพีโอและขายหุ้นในวันแรกที่ตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทยอนุญาตให้ขายนักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนที่สูงมาก งานวิจัยนี้จึงสนใจศึกษาประเด็นด้านปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก รวมถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกกับการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอในประเทศไทย โดยมุ่งหวังให้ผลการศึกษาของงานวิจัยครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการนำข้อมูลไปใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก และผู้บริหารใช้เป็นแนวทางในการวางแผนและการกำหนดกลยุทธ์ของบริษัทในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

## 1.2 วัตถุประสงค์การวิจัย

1.2.1 เพื่อศึกษาอิทธิพลของอัตราการเติบโตของยอดขายที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอของประเทศไทย

1.2.2 เพื่อศึกษาอิทธิพลของอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอของประเทศไทย

1.2.3 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชน เป็นครั้งแรกกับการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอของประเทศไทย

## 1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.3.1 นักลงทุนสามารถนำข้อมูลที่ได้จากการศึกษาไปใช้เป็นแนวทางการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ IPO

1.3.2 ผู้บริหารสามารถนำข้อมูลที่ได้จากการศึกษาเป็นแนวทางในการวางแผนและการกำหนดกลยุทธ์ของบริษัทและให้ความสำคัญกับการเสนอขายหุ้นครั้งแรก

1.3.3 วาณิชธนกิจสามารถนำข้อมูลไปใช้ในการกำหนดราคาเสนอขายหุ้นสามัญ

1.3.4 บริษัทที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สามารถนำข้อมูลที่ได้จากการศึกษาไปพัฒนาบริษัทและวางแผนการบริหารงานเพื่อเตรียมตัวเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์

## 1.4 ขอบเขตของงานวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกและการจัดการกำไรโดยเก็บข้อมูลจากบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จดทะเบียนในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ระหว่าง พ.ศ. 2557 - 2561

## 1.5 นิยามศัพท์

**ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก (The first – day Initial Return)** หมายถึง ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกซึ่งราคาเสนอขาย วันแรกสูงกว่าราคาจองซื้อ

**หลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering : IPO)** หมายถึง หลักทรัพย์ที่บริษัทเสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกและไม่เคยมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์

**การจัดการกำไร (Earning management)** หมายถึง การจัดการรายงานทางการเงินโดยใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารโดยการหาช่องว่างของมาตรฐานการบัญชีเพื่อเปลี่ยนแปลงตัวเลขในรายงานทางการเงินเพื่อให้มีผลกำไรตามที่ผู้บริหารต้องการ

**บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)** หมายถึง บริษัทมหาชนจำกัดที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) เพื่อให้บริษัททำการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจดทะเบียนมีทุนชำระขั้นต้นต่ำภายหลังการกระจายหุ้น 50 ล้านบาทขึ้นไปงานวิจัยในครั้งนี้หมายถึง บริษัทที่จดทะเบียนหลักทรัพย์ในตลาดเอ็ม เอ ไอ (MAI) ของประเทศไทยที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่สาธารณชนทั่วไปครั้งแรกในระหว่าง พ.ศ. 2557 – 2561

## บทสรุป

ในบทนี้ผู้วิจัยได้อธิบายถึงความสำคัญของปัญหาการวิจัย วัตถุประสงค์ที่ต้องการศึกษา ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากงานวิจัย ขอบเขตของงานวิจัยและนิยามศัพท์ ในบทที่ 2 จะกล่าวถึงแนวคิด ทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องประกอบด้วย ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนครั้งแรก การจัดการกำไร ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนครั้งแรก การจัดการกำไร สมมติฐานการวิจัยและกรอบแนวคิดงานวิจัย



## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรก และการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ของประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก และความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกกับการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในประเทศไทย การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องรวบรวมจากแหล่งข้อมูลทั้งภายในประเทศและต่างประเทศเพื่อแสดงความเชื่อมโยงของแนวคิดและทฤษฎีอันจะนำไปสู่การพัฒนาตัวแบบจำลองที่มีความถูกต้อง ประกอบด้วย

#### 2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

##### 2.1.1 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

##### 2.1.2 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

##### 2.1.3 ทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetric)

##### 2.1.4 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory)

#### 2.2 แนวคิดที่เกี่ยวข้อง

##### 2.2.1 การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่สาธารณชนครั้งแรก (Initial Public Offering : IPO)

##### 2.2.2 ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายเป็นครั้งแรก

##### 2.2.3 คุณภาพกำไรและการจัดการกำไร

#### 2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.3.1 งานวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรก

2.3.2 งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรกและการจัดการกำไร

#### 2.4 กรอบแนวคิดและสมมติฐานงานวิจัย

### 2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1.1 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

แนวคิดทฤษฎีการส่งสัญญาณ Spence (1973) กล่าวว่าเจ้าของกิจการมีข้อมูลเชิงลึก การตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนเป็นการส่งสัญญาณให้นักลงทุนทราบว่าเจ้าของกิจการมีแผนงานในอนาคตอย่างไร เช่น การระดมทุนจากการสร้างหนี้จะต้องจ่ายดอกเบี้ยหากกิจการไม่สามารถจ่ายเงินชำระหนี้สินจะทำให้การดำเนินงานมีปัญหาและล้มละลายได้ นักลงทุนวิเคราะห์ได้ว่าบริษัทสร้างหนี้เพิ่มหรือการใช้หนี้สินใน

โครงสร้างเงินทุนในสัดส่วนที่สูงกิจการต้องมั่นใจในผลการดำเนินงานในอนาคตว่าน่าจะมีการเจริญเติบโต การส่งสัญญาณด้วยการสร้างหนี้เป็นสัญญาณที่มีความน่าเชื่อถือคือ Ross (1977) ระบุว่า การจ่ายเงินปันผล การระดมเงินทุนโดยการก่อหนี้ การจ่ายชำระหนี้ การซื้อหุ้นคืน การประกาศควบรวมหรือซื้อธุรกิจ การประกาศซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นทั่วไป การประกาศแยกตัวของบริษัทร่วมหรือบริษัทย่อย กระบวนการในตลาดหลักทรัพย์ที่ผู้บริหารจะส่งสัญญาณให้นักลงทุน

### 2.1.2 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

แนวคิดทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) จะใช้ในการแก้ปัญหาไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล จะอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวการและตัวแทน ตัวการ หมายถึง เจ้าของหรือผู้ถือหุ้นและตัวแทน (Agency) หมายถึง ผู้บริหารเมื่อเจ้าของไม่มีความรู้มากพอที่จะตัดสินใจเกี่ยวกับการดำเนินงานอย่างถูกต้องกิจการต้องมีผู้บริหารเพื่อมาทำหน้าที่เป็นตัวแทน ซึ่งจะมีความสามารถในการเข้าใจข้อมูลมากกว่าเจ้าของการรับรู้ข้อมูลข่าวสารระหว่างตัวการและตัวแทนหากไม่เท่าเทียมจะทำให้เกิดปัญหาตัวแทนขึ้น กรณีที่เจ้าของบริษัทบริหารงานเพียงคนเดียวเจ้าของบริษัทจะจ้างบุคคลอื่นมาช่วยบริหารงานแทน Dewiyanti (2021) กล่าวว่า ผู้บริหารจะมีพฤติกรรมฉวยโอกาสเกี่ยวกับการเลือกนโยบายบัญชีในสถานการณ์ที่ไม่เหมือนกันเพื่อบรรลุเงื่อนไขสัญญาที่เกิดขึ้นระหว่างกิจการและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย Holthausen et al. (1995) กล่าวว่า แรงจูงใจในการจัดการกำไรเนื่องจากหากเงื่อนไขของภาระผูกพันของบริษัทถูกกำหนดไว้กับผลกำไรประจำปี ผู้บริหารจะได้รับผลตอบแทนที่มีความสัมพันธ์โดยตรงกับผลกำไรประจำปีแนวคิดนี้ จะกล่าวถึงความขัดแย้งในการตัดสินใจ มนุษย์ส่วนใหญ่ทำทุกอย่างเพื่อผลประโยชน์ของตนเอง

Jensen and Meckling (1976) พบว่าผู้ถือหุ้นจะจ้างตัวแทนให้บริหารงานของบริษัทใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพเพื่อประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น ปัญหาตัวแทนจะเกิดขึ้นเมื่อตัวแทนไม่รักษาผลประโยชน์ของเจ้าของดังนั้นเพื่อจูงใจตัวแทนจะช่วยลดปัญหาเรื่องผลประโยชน์ที่จะได้รับจากการตัดสินใจผู้ถือหุ้นต้องมีผลตอบแทนที่เหมาะสม ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับตัวแทนจะเรียกว่าต้นทุนตัวแทน เช่น ค่าใช้จ่ายให้ตัวแทนปฏิบัติงานตามพันธสัญญา (Bonding cost) ค่าใช้จ่ายในการติดตามตรวจสอบตัวแทนในการดำเนินการตามวัตถุประสงค์ที่ผู้ถือหุ้นกำหนดไว้และค่าใช้จ่ายอื่นที่เกี่ยวข้องกับตัวแทน (ศิลป์พร ศรีจันเพชร, 2551)

### 2.1.3 ทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetric)

Rock (1986) ระบุว่าเมื่อเสนอหลักทรัพย์ให้กับสาธารณชนครั้งแรกผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ต้องใช้กลยุทธ์ที่เหมาะสมเพื่อช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะทราบข้อมูลของบริษัทในอนาคตที่จะเป็นไปทิศทางใดนักลงทุนทั่วไปมีข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทน้อย Beatty and Ritter (1986) กล่าวว่า การแสดงถึงความสัมพันธ์ทางตรงระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO และการประมาณการความไม่แน่นอนของกิจการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ที่จะขายหลักทรัพย์ให้กับสาธารณชนเป็นครั้งแรก

Susanto (2007) พบว่า ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลเกิดขึ้นเนื่องจากนักลงทุนได้รับข้อมูลจากหนังสือชี้ชวนของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO นักลงทุนที่มีข้อมูลมากกว่าจะซื้อหลักทรัพย์ IPO ที่สามารถสร้างผลตอบแทนในอนาคตได้ นักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลจะซื้อหุ้นแบบคาดการณ์ทั้งที่มีราคาสูงเกินไปและต่ำไป ผลที่ได้รับคือนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลจะถือหลักทรัพย์ที่มีราคาสูงเกินจริงทำให้ขาดทุนจะต้องขายเงินลงทุน

#### 2.1.4 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory)

Barnett and Salomon (2012) พบว่าการที่บริษัทดำเนินงานอย่างมีความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสียของบริษัทนอกจากผู้ถือหุ้นจะทำให้ผลประโยชน์เพิ่มขึ้นและเป็นปัจจัยที่แสดงเกี่ยวกับแนวคิดในคุณธรรมจริยธรรมของบริษัท Donaldson and Preston (1995) พบว่าความถูกต้องเชิงพรรณนา อำนาจในการอธิบายและความเที่ยงตรงเป็นแนวคิดพื้นฐานของทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย

### ตารางที่ 2.1 ตัวอย่างงานวิจัยที่นำทฤษฎีมาช่วยในการอธิบาย ทฤษฎีที่ใช้อธิบายงานวิจัยทางบัญชี

ทฤษฎี	งานวิจัยทางบัญชี
ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)	Ross (1977), Myers and Majluf (1984), Welch (1989), Lucas and McDonald (1990), heng and Stangeland (2007)
ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)	Gomez-Mejia and Balkin (1992), Lafontaine (1992), Bathala and Rao (1995), Morris and Hough (1987), Peasnell et al. (2005), Berger and Di Patti (2006), Jiraporn et al. (2008), Song et al. (2015), Dewiyanti (2021), Holthausen et al. (1995) and Jensen and Meckling (1976)
ทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetric)	Beatty and Ritter (1986), Rock (1986) and Susanto (2007)
ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory)	Freeman (1994), Donaldson and Preston (1995), Wood and Jone (1995), Sisodia et al. (2007), Russo and Perrini (2010), Barnett and Salomon (2012) and Harrison and Wicks (2013)

## 2.2 แนวคิดที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 แนวคิดการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO)

2.2.1.1 ความหมายของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายให้กับสาธารณชนครั้งแรก (Initial Public Offering Stocks)

การนำหลักทรัพย์เสนอขายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering Stock) นักลงทุนเรียกว่า หุ้นไอพีโอ เป็นหลักทรัพย์ที่บริษัทเสนอขายให้แก่สาธารณชนครั้งแรก เพื่อเปิดโอกาสให้คนทั่วไปมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของบริษัทและนำเงินทุนมาขยายกิจการ เพื่อเพิ่มการเติบโตมีปัจจัยหลายประการที่ผู้ประกอบการให้ความสำคัญโดยปัจจัยลำดับต้น ๆ ที่ผู้ประกอบการให้ความสำคัญมากที่สุดคือเรื่องของเงินทุนที่จะใช้ในการขยายกิจการ การออกหลักทรัพย์ IPO เป็นวิธีการที่จะได้มาซึ่งเงินทุนโดยดำเนินการผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriters) บริษัทจะต้องคัดเลือกผู้ที่เกี่ยวข้องกับกาออกจำหน่ายหลักทรัพย์เพื่อเตรียมพร้อมการเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ ประกอบไปด้วย ที่ปรึกษาทางการเงิน ผู้ตรวจสอบบัญชี ผู้ตรวจสอบภายใน คณะกรรมการตรวจสอบ และ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์

ที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Advisors) คือ บริษัทที่ได้รับความเห็นชอบจาก สำนักคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ประกอบธุรกิจเป็นที่ปรึกษาทางด้านการเงินให้คำปรึกษาเกี่ยวกับการยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทต้องมีที่ปรึกษาทางด้านการเงิน เพื่อให้การยื่นคำขอจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สามารถดำเนินไปได้อย่างถูกต้องสามารถระดมทุนและ เข้าจดทะเบียนตามระยะเวลาที่กำหนดที่ปรึกษาทางการเงินต้องใช้ความรู้ความสามารถและความระมัดระวังอย่างเพียงพอในการตรวจสอบและประเมินสินทรัพย์และหนี้สินว่ามีมูลค่าครบถ้วนตามบัญชีและมีอยู่จริงต้องตรวจสอบได้ว่ามีสิ่งใดบ้างที่บริษัทต้องปรับปรุงแก้ไขหรือเปลี่ยนแปลง เพื่อไม่ให้มีประเด็นปัญหาในการยื่นคำขอจดทะเบียนให้ความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับหน้าที่ความรับผิดชอบตามกฎหมายการจัดทำเอกสารในการยื่นคำขอเข้าจดทะเบียน การรับรองว่าบริษัทผู้ยื่นขอจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้เปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้องครบถ้วนเหมาะสมที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตามข้อบังคับ กฎเกณฑ์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ผู้ตรวจสอบบัญชี (Auditor) มีหน้าที่รับรองความครบถ้วนและถูกต้องในการจัดทำบัญชีและเอกสารทางการเงิน การให้คำปรึกษา การตรวจสอบและรับรองการรายงานทางการเงินของบริษัทให้เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีผู้ตรวจสอบบัญชีต้องนำเสนอข้อมูลทางการบัญชีที่เชื่อถือได้ ถูกต้อง ทันต่อเวลา เพื่อใช้ในการยื่นคำขอจดทะเบียนที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ต้องเลือกผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ผู้ตรวจสอบภายใน (Internal Auditor) มีหน้าที่ในการตรวจความถูกต้อง ความสมบูรณ์ของเอกสารทางบัญชี เพื่อให้การทำงานของบริษัทมีความโปร่งใสและเชื่อถือได้ บรรลุเป้าหมายที่บริษัทกำหนดไว้ การประเมินและปรับปรุงประสิทธิภาพกระบวนการบริหารความเสี่ยงเป็นสื่อกลางระหว่างผู้บริหารและ ผู้ปฏิบัติงานลดความไม่เข้าใจในนโยบายของบริษัท ผู้ตรวจสอบภายในต้องเข้าใจลักษณะการดำเนินงานของธุรกิจสามารถทราบความเสี่ยงที่ต้องเผชิญและความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสีย

คณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee) คณะกรรมการตรวจสอบต้องได้รับแต่งตั้งจาก คณะกรรมการบริษัทใหญ่ให้อยู่ในคณะกรรมการชุดย่อยเพื่อทำหน้าที่สอบทานรายงานทางการเงิน ระบบการ ควบคุมภายใน การเปิดเผยข้อมูลรายการที่เกี่ยวข้องให้ครบถ้วน โดยจะต้องมีความเป็นอิสระตามเกณฑ์และ ข้อกำหนดของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) คือ บริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตให้จัดจำหน่าย หลักทรัพย์ ทำหน้าที่เสนอขายหลักทรัพย์แก่สาธารณชนแทนบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ การเสนอขายหลักทรัพย์ ไอพีโอแต่ละครั้งจะไม่มีกฎเกณฑ์แน่นอนว่าเปิดให้จองหลักทรัพย์ด้วยวิธีใด ช่องทางไหน จ่ายเงินอย่างไร การ จัดสรรหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนต้องศึกษาข้อมูลจากหนังสือชี้ชวนและติดตามข่าว เมื่อหลักทรัพย์ได้รับจัดสรร เรียบร้อยแล้ว บริษัทจะดำเนินการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้ผู้ถือหุ้นมีโอกาสซื้อขายเปลี่ยนมือ บนกระดานตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อไป

2.2.1.2 ขั้นตอนการนำหลักทรัพย์เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering Stocks)

บริษัทมหาชนจำกัด

บริษัทที่จะเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชนต้องเป็นบริษัทมหาชนจำกัด (ถ้าเป็นบริษัท จำกัดต้องแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชนก่อน)

ที่ปรึกษาทางการเงิน

บริษัทจะเสนอขายหุ้นสามัญแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกต้องแต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงินเพื่อร่วม จัดทำคำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ แบบ Filing

คำขออนุญาต

จากนั้นบริษัทจะต้องยื่นแบบคำขออนุญาต (แบบ 35-1) และยื่นแบบ Filing (แบบ 69-1) และร่าง หนังสือชี้ชวน

พิจารณาคำขออนุญาต

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จะพิจารณาข้อมูล และ รวบรวมประเด็นต่าง ๆ จะแจ้งผลภายใน 165 วัน ตามคู่มือประชาชน

เมื่อผ่านการพิจารณาจาก ก.ล.ต. บริษัทต้องปฏิบัติดังนี้

1. แต่งตั้งผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter)

2. ระบุราคาขายและวันจองซื้อหลักทรัพย์ในแบบ Filing

3. ก.ล.ต. จะแจ้งแบบ Filing ซึ่งจะมีผลบังคับใช้อย่างน้อย 14 วัน

4. เสนอขายหุ้นสามัญแก่สาธารณชนจะต้องเสนอขายภายใน 6 เดือนนับจากวันที่ ก.ล.ต. อนุญาต หากเสนอขายไม่ได้ภายในระยะเวลาที่กำหนด บริษัทสามารถยื่นขยายระยะเวลาได้อีกภายใน 6 เดือน

5. ยื่นคำขอต่อสำนักงานงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เพื่อนำหุ้นไป จดทะเบียนและเสนอขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การนำเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์เกิดจากบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ประกอบกิจการมาในช่วงระยะเวลาหนึ่ง กิจการเห็นโอกาสในการเจริญเติบโตสามารถดำเนินงานต่อไปได้อีก จึงต้องการเงินลงทุนเพิ่มเติมแต่ไม่มีเงินทุนที่ไ้ลงทุนเพิ่มจึงเพิ่มทุนด้วยการนำเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรก (IPO) โดยจะออกหุ้นสามัญเพิ่มเติมมาเป็นจำนวนหนึ่งมาเสนอขายให้กับนักลงทุนโดยผ่านทางวณิชธนกิจเมื่อมีการขายหลักทรัพย์ IPO เสร็จแล้วผู้ถือหุ้นจะประกอบไปด้วยผู้ถือหุ้นเดิมและผู้ลงทุนที่ซื้อหลักทรัพย์ IPO ราคาตามมูลค่าของหุ้น IPO จะแพงกว่าราคาที่จดทะเบียนครั้งแรกเนื่องจากบริษัทได้ดำเนินงานมาในระยะหนึ่งแล้ว บริษัทประสบความสำเร็จในการประกอบธุรกิจความเสี่ยงของการดำเนินธุรกิจน้อยลงราคาตามมูลค่าหลักทรัพย์ IPO จะต้องมากกว่าราคาตามมูลค่าในการจดทะเบียนครั้งแรกโดยวณิชธนกิจจะเป็นหน่วยงานที่คำนวณราคาหลักทรัพย์ที่เหมาะสมสำหรับการเพิ่มทุน

บริษัทออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อขายให้กับนักลงทุนที่ซื้อหุ้นไอพีโอ ส่วนนักลงทุนที่ซื้อหุ้นไอพีโอ จะชำระค่าหุ้นโดยการนำเงินมาให้กับบริษัทซึ่งเรียกว่า Primary Market IPO จะมีกลต. คอยกำกับดูแลการนำหลักทรัพย์ IPO เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์

บริษัทที่จะออกหุ้น ไอพีโอ ต้องศึกษากฎระเบียบข้อมูลที่เกี่ยวข้องและแต่งตั้งบริษัทที่ปรึกษาทางการเงินโดยที่ปรึกษาทางการเงินจะต้องตรวจสอบคุณสมบัติของบริษัทและช่วยปรับปรุงเอกสารต่าง ๆ ตลอดจนงบการเงินให้ถูกต้องตามหลักเกณฑ์และแต่งตั้งคณะกรรมการตรวจสอบต้องแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชนจำกัดและจัดเตรียมเอกสารเพื่อยื่นขอจำหน่ายหุ้นไอพีโอจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และวางแผนการกำหนดราคาตลอดจนการจัดจำหน่ายหุ้นและประชาสัมพันธ์ก่อนยื่นคำขอจดทะเบียนเป็นหุ้นที่ซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์ช่วงระยะ 1-2 เดือนก่อนยื่นคำขอจดทะเบียนต่อตลาดหลักทรัพย์บริษัทจะต้องจัดตั้งกองทุนสำรองเลี้ยงชีพแต่งตั้งนายทะเบียนหลักทรัพย์เมื่อเอกสารทุกอย่างครบถ้วน ถูกต้องแล้วบริษัทจะยื่นคำขออนุญาตขายหลักทรัพย์ต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และเตรียมการเยี่ยมชมกิจการ การตอบข้อซักถามของสำนักงานคณะกรรมการสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จึงจะเสนอขายหลักทรัพย์แก่สาธารณชนสามารถเริ่มซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์นับจากวันที่มีการสั่งรับจดทะเบียนหลักทรัพย์ภายใน 2 วันทำการ

หลังจากเสร็จสิ้นกระบวนการเสนอขายหุ้นสามัญให้กับประชาชนครั้งแรกแล้วของบริษัทจะนำมาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เมื่อหุ้นนำมาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตามกระบวนการที่ทางกลต. กำหนดแล้วผู้ถือหุ้นเดิมและผู้ลงทุนที่ซื้อหุ้นไอพีโอสามารถนำหุ้นของบริษัทมาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ นักลงทุนรายใหม่สามารถเข้ามาซื้อหุ้นได้ในตลาดหลักทรัพย์ โดยในการซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์บริษัทจะไม่ได้รับเงินเพิ่มเติม แต่จะเป็นการเปลี่ยนมือของหุ้นสามัญระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายเท่านั้น ซึ่งลักษณะของตลาดมีชื่อเรียกว่าตลาดรอง หรือ Secondary Market หากนักลงทุนอยากทราบข้อมูลว่าปัจจุบันมีหุ้นสามัญของบริษัทไหนบ้างนักลงทุนสามารถเข้าไปดูได้ที่เว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะมีการแสดงข้อมูลของ



บริษัทไว้หน้าเว็บไซต์ และหากต้องการดูข้อมูลเชิงลึกของบริษัทสามารถไปดูได้ที่ Filling และเว็บไซต์ของบริษัท

### 2.2.1.3 หลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment : MAI) ได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ให้จัดตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 11 พฤศจิกายน 2541 เปิดดำเนินการเป็นทางการเมื่อวันที่ 21 มิถุนายน 2542 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นแหล่งจัดหาเงินให้ธุรกิจขนาดเล็กและขนาดกลางโดยบริษัทจดทะเบียนจะต้องมีทุนชำระขั้นต่ำภายหลังการกระจายหุ้น 50 ล้านบาทขึ้นไป บริษัทที่มีแนวโน้มการเติบโตที่ดีเป็นการพัฒนาตลาดทุนของประเทศอีกระดับหนึ่งเป็นการช่วยสนับสนุนแหล่งเงินทุนให้กับธุรกิจที่กำลังเติบโตและมีอนาคต โดยเฉพาะอย่างยิ่งธุรกิจอุตสาหกรรมส่งออกรัฐบาลมุ่งให้การส่งเสริมเพื่อฟื้นฟูเศรษฐกิจหรืออุตสาหกรรมการผลิต

การยื่นขอจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) เป็นช่องทางในการนำบริษัทที่ร่วมลงทุนเข้าจดทะเบียนเพื่อที่จะขายหุ้นที่ลงทุนออกไป เมื่อเห็นว่าได้รับผลตอบแทนที่ดีจากการลงทุนและการเพิ่มแหล่งเงินทุนให้แก่บริษัทเพิ่มความคล่องตัวในการบริหารต้นทุนทางการเงินให้แก่บริษัท และรองรับความไม่แน่นอนของภาวะเศรษฐกิจลดอัตราดอกเบี้ยที่อาจเกิดขึ้นจากการกักเงินจากสถาบันการเงินเปิดโอกาสให้บริษัทสามารถระดมทุนจากสาธารณชนโดยตรง หากบริษัทต้องการเงินทุนเพิ่มเติมในการขยายกิจการในอนาคตบริษัทสามารถขายหุ้นเพิ่มทุนให้แก่สาธารณชนเพิ่มเติมอีกได้ เมื่อมีกำไรจากการดำเนินงานบริษัทจะจ่ายเงินปันผลตอบแทนให้ผู้ถือหุ้น

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ต้องปฏิบัติตามเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่กำหนดเรื่องการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชนบริษัทต้องมีแผนการขยายธุรกิจในอนาคตที่ต้องการใช้เงินในระยะกลางและระยะยาว หากบริษัทวางแผนการระดมทุนในจำนวนเงินที่เหมาะสมในแต่ละช่วงเวลาให้สอดคล้องกับแผนการขยายกิจการในอนาคตจะทำให้บริษัทมีค่าใช้จ่ายจากการระดมทุนต่ำกว่าจำนวนดอกเบี้ยที่บริษัทต้องจ่ายให้กับธนาคารหากกู้ยืมเงินในจำนวนที่เท่ากัน และสามารถระดมทุนเพิ่มเติมในภายหลังเพื่อให้สอดคล้องแผนการใช้เงิน

บริษัทสามารถออกตราสารทางการเงินประเภทต่าง ๆ ในช่วงเวลาที่ต้องการใช้เงิน เช่น หุ้นกู้ ใบสำคัญแสดงสิทธิ เป็นต้น เพื่อให้นักลงทุนและประชาชนทราบข้อมูลของบริษัทอย่างสม่ำเสมอ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอจะเน้นการสนับสนุนบริษัทจดทะเบียนเรื่องการเผยแพร่ข้อมูลและบทวิเคราะห์ของบริษัทจดทะเบียนทุกบริษัท การให้ทุนบริษัทหลักทรัพย์จัดทำบทวิเคราะห์หุ้นที่จดทะเบียนที่ยังไม่มีบทวิเคราะห์เพื่อให้ให้นักลงทุนทราบข้อมูลของบริษัทหากนักลงทุนและประชาชนได้รับข้อมูลที่ดียิ่งจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์สะท้อนผลการดำเนินงานและคุณภาพของบริษัทอย่างแท้จริง นอกจากนี้ยังสนับสนุนโดยการให้สัมภาษณ์และเผยแพร่ข่าวบริษัทจดทะเบียนผ่านสื่อต่าง ๆ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสื่อของตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) การเข้าจดทะเบียนมีขั้นตอนที่ไม่ยุ่งยากบริษัทจะมีที่ปรึกษาทางการเงินเป็นผู้ช่วยในการเตรียมการต่าง ๆ แต่หากบริษัทจะประหยัดค่าใช้จ่ายบริษัทสามารถเตรียมความพร้อมด้วย

ตนเองในเบื้องต้น ก่อนการจ้างที่ปรึกษาทางการเงินช่วยเตรียมการในขั้นตอนการยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชนต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จะให้ความเห็นในงบการเงินปีล่าสุดก่อนยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนการปรับปรุงระบบบัญชีและการควบคุมภายใน เพื่อให้ได้มาตรฐานสำหรับการเตรียมการสรรหาบุคคลที่จะเข้ามาเป็นกรรมการอิสระหรือคณะกรรมการตรวจสอบจัดเตรียมเอกสารภายในบริษัทให้เป็นหมวดหมู่ เพื่อสะดวกต่อการให้ที่ปรึกษาทางการเงินเข้ามาศึกษาข้อมูลในการเตรียมยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนให้กับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หลังจากนั้นบริษัทจึงทำการคัดเลือกและแต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงิน เพื่อช่วยในการจัดโครงสร้างบริษัทและจัดเตรียมข้อมูลในการยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชนครั้งแรก และการยื่นเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

การขายหลักทรัพย์บริษัทมีผู้จัดจำหน่าย (Underwriter) ช่วยจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทไปยังผู้ลงทุนตามจำนวนที่ต้องการภายในระยะเวลาที่กำหนดและการยื่นเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีขั้นตอนที่สะดวกบริษัทสามารถยื่นคำขอต่อสำนักงานสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ วันเดียวกันได้โดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ใช้เวลาประมาณ 2 เดือนในการพิจารณาอนุมัติให้ขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จะใช้เวลาไม่เกิน 1 สัปดาห์หลังจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์อนุมัติให้บริษัทกระจายหุ้นให้ประชาชน เพื่อความเหมาะสมในการเปรียบเทียบระหว่างกันและข้อมูลการลงทุนได้อย่างเหมาะสม การจัดโครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียน เพื่อให้บริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกันได้อยู่ในหมวดเดียวกัน แนวทางการจัดกลุ่มนั้นให้สามารถสะท้อนประเภทธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนได้ชัดเจน



ตารางที่ 2.2 โครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรม 8 กลุ่มและหมวดธุรกิจ 28 หมวด

กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ	คำอธิบายธุรกิจ
เกษตรและ อุตสาหกรรมอาหาร	การเกษตร	ประกอบกิจการเกี่ยวกับการเพาะปลูก ประมง ป่าไม้แปรรูป ปศุสัตว์ ข้ำแหละ การเก็บรักษาสินค้าเกษตร ตัวแทนจำหน่าย ผลิตผลทางการเกษตรเพื่อนำไปใช้ต่อในอุตสาหกรรมอื่น ๆ ยกเว้น ธุรกิจที่เกี่ยวกับยาปราบศัตรูพืชและปุ๋ยที่เป็นเคมีภัณฑ์ และกิจการที่เกี่ยวข้องกับเส้นใย
	อาหารและเครื่องดื่ม	ผลิตอาหารแปรรูปผลผลิตการเกษตร ร้านอาหาร ตัวแทน จำหน่ายอาหาร ผลิตเครื่องดื่มต่าง ๆ
สินค้าอุปโภคบริโภค	แฟชั่น	ผู้ผลิต ออกแบบและตัวแทนจำหน่ายสินค้า 1. เครื่องหนัง กระเป๋า เครื่องนุ่งห่ม รองเท้า เครื่องประดับ แปรรูปอัญมณีและเจียรระไน 2. ผลิตวัตถุดิบใช้ในอุตสาหกรรมนี้ เช่น เส้นใย เส้นด้าย พอกหนัง
	ของใช้ในครัวเรือน และสำนักงาน	ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับสินค้าประเภทของใช้ในครัวเรือน หรือ สำนักงาน 1. ผู้ผลิตและตัวแทนจำหน่ายของใช้ในครัวเรือน เช่น เฟอร์นิเจอร์ เครื่องตกแต่ง-บ้าน อุปกรณ์กีฬา ของเล่น และ เครื่องครัว 2. ผู้ผลิตและตัวแทนจำหน่ายอุปกรณ์ส่องสว่าง เครื่องใช้ไฟฟ้าภายในบ้านและสำนักงาน เช่น โทรทัศน์ เครื่อง เสียง เครื่องถ่ายเอกสาร 3. ผู้ผลิตของใช้สำนักงาน เช่น แฟ้มเอกสารต่าง ๆ ปากกา เป็นต้น
	ของใช้ส่วนตัวและ เวชภัณฑ์	ผู้ผลิตและตัวแทนจำหน่าย 1. สินค้าเพื่อการอุปโภคส่วนตัวต่าง ๆ เช่น เครื่องสำอาง ผลิตภัณฑ์บำรุงผิวพรรณ น้ำหอม ฝ้ายอ้อม กระดาษชำระ เป็น ต้น 2. ยา เครื่องมือทางการแพทย์ สินค้าที่ใช้ไบโอเทคโนโลยี ต่าง ๆ

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ	คำอธิบายธุรกิจ
ธุรกิจการเงิน	ธนาคาร	ประกอบธุรกิจธนาคารตาม พ.ร.บ. การธนาคารพาณิชย์ และกฎหมายที่เกี่ยวข้อง
	เงินทุนและหลักทรัพย์	ประกอบธุรกิจบริษัทเงินทุน ลิสซิ่ง เช่าซื้อ แพคเกจริง บัตรเครดิต สินเชื่อเพื่อการบริโภค บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม บริษัทบริหารสินทรัพย์และผู้ให้บริการด้านธุรกิจหลักทรัพย์อื่น ๆ
	ประกันภัยและประกันชีวิต	ประกอบธุรกิจตาม พ.ร.บ.ประกันภัย พ.ร.บ.ประกันชีวิต รวมทั้งกิจการในลักษณะเดียวกันที่จัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายพิเศษ
สินค้าอุตสาหกรรม	ยานยนต์	ผู้ประกอบการเกี่ยวกับ <ol style="list-style-type: none"> <li>ผลิต ตัวแทนจำหน่ายหรือประกอบรถยนต์และยานยนต์ ประกอบชิ้นส่วนหรืออะไหล่รถยนต์</li> <li>ให้บริการซ่อมรถยนต์</li> <li>จัดจำหน่ายและเป็นศูนย์จำหน่ายรถยนต์</li> </ol>
	วัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร	ผู้ประกอบการเกี่ยวกับ <ol style="list-style-type: none"> <li>ผลิตและจำหน่ายเครื่องจักร เครื่องมือทุกชนิด ทั้งเครื่องจักรกลหนักหรือเบา</li> <li>อุปกรณ์หรือส่วนประกอบพื้นฐานของเครื่องใช้ไฟฟ้าต่าง ๆ เช่น สายไฟ หลอดไฟ ฉนวนไฟฟ้า มอเตอร์ต่าง ๆ</li> <li>วัตถุดิบที่ใช้ได้ในหลายอุตสาหกรรม ยกเว้น บริษัทที่ผลิตเครื่องมือหรืออุปกรณ์ที่ใช้ได้เฉพาะในหมวดธุรกิจใดธุรกิจหนึ่งโดยไม่สามารถใช้กับการผลิตสินค้าในหมวดอื่นได้เลย</li> </ol>
	บรรจุภัณฑ์	ผู้ผลิตและจำหน่ายบรรจุภัณฑ์ วัสดุหรือผลิตภัณฑ์ที่นำไปใช้ผลิตบรรจุภัณฑ์ หรือส่วนประกอบบรรจุภัณฑ์
	กระดาษและวัสดุการพิมพ์	ผู้ผลิตและตัวแทนจำหน่าย <ol style="list-style-type: none"> <li>เยื่อกระดาษ ผลิตภัณฑ์กระดาษทุกชนิด</li> <li>หมึกสำหรับใช้ในการพิมพ์ต่าง ๆ</li> </ol>

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ	คำอธิบายธุรกิจ
	ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	ผู้ผลิตและตัวแทนจำหน่าย 1. สินค้าในอุตสาหกรรมปิโตรเคมี เม็ดและผง 2. พลาสติก ผลิตภัณฑ์พลาสติกขึ้นรูปต่าง ๆ 3. สารเคมี เคมีภัณฑ์พื้นฐาน เคมีภัณฑ์แปรรูปต่าง ๆ ปุ๋ย ยาปราบศัตรูพืช ยกเว้น การผลิตสินค้าพลาสติกขึ้นรูปเพื่อเป็นอุปกรณ์ ชิ้นส่วน หรือเครื่องประกอบของสินค้าขั้นสุดท้าย หรือกลุ่มสินค้าใดเป็นการเฉพาะ
	เหล็ก	ผู้ผลิต แปรรูปหรือจำหน่ายผลิตภัณฑ์เหล็ก หรือ มีส่วนประกอบจากเหล็กเป็นส่วนใหญ่ เช่น สแตนเลส
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	วัสดุก่อสร้าง	ผู้ผลิตและตัวแทนจำหน่ายวัสดุก่อสร้าง วัสดุตกแต่งที่ไม่ใช่เหล็กและสุขภัณฑ์
	บริการรับเหมาก่อสร้าง	ผู้ให้บริการและให้คำปรึกษาเกี่ยวกับ 1. การก่อสร้างที่อยู่อาศัยและสิ่งปลูกสร้างอื่น ๆ เช่น บ้านจัดสรร อาคารชุด นิคม-อุตสาหกรรม ศูนย์การค้า ถนน สะพาน รวมถึงการให้บริการรับเหมาดัดแปลงภายใน 2. ให้คำปรึกษาเกี่ยวกับโครงการก่อสร้าง ระบบวิศวกรรม และงานออกแบบที่เกี่ยวข้องกับบริการรับเหมาก่อสร้าง
	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	ประกอบด้วย 1. ผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เพื่อขายหรือให้เช่ารวมถึงบริหารจัดการเกี่ยวกับอสังหาริมทรัพย์ เช่น นิติบุคคลอาคารชุด หมู่บ้าน ที่ดิน เป็นต้น 2. ตัวแทนหรือนายหน้าขาย หรือให้เช่าอสังหาริมทรัพย์
	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์	กองทุนรวมหรือกองทรัสต์ที่มีวัตถุประสงค์นำเงินไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ต่าง ๆ รายได้มาจาก ค่าเช่า ดอกเบี้ย และกำไรจากการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ	คำอธิบายธุรกิจ
ทรัพยากร	พลังงานและ สาธารณูปโภค	ผู้ประกอบการธุรกิจเกี่ยวกับ 1. ผลิต สํารวจ ขุดเจาะ ก่ลั่น และตัวแทนจำหน่ายพลังงาน ธรรมชาติในรูปต่าง ๆ เช่น น้ำมันและก๊าซธรรมชาติ 2. ผู้ให้บริการสาธารณูปโภค เช่น ไฟฟ้า ประปา และแก๊ส
	เหมืองแร่	ผู้สำรวจแร่ ทำเหมืองแร่ ถลุงแร่ ตัวแทนจำหน่ายแร่ โดยแร่ เหล่านี้เป็นแร่ธาตุต่าง ๆ ที่เป็นโลหะและอโลหะ แต่ไม่รวมแร่ ธาตุที่ให้พลังงาน
บริการ	พาณิชย์	ผู้ประกอบการธุรกิจเกี่ยวกับ 1. ผู้ให้บริการจำหน่ายสินค้าทั้งแบบค้าปลีก และค้าส่ง ให้แก่ผู้บริโภค ทั้งที่มีหน้าร้านเป็นสถานที่จัดจำหน่าย และการ ขายที่ไม่มีหน้าร้าน 2. สินค้าที่จำหน่ายต้องเป็นสินค้าขั้นสุดท้ายสำหรับ ผู้บริโภค จะเป็นสินค้าจากหลายหมวดก็ได้
	การแพทย์	ผู้ให้บริการทางการแพทย์ ทันตแพทย์ ศัลยกรรมความงาม การ ฟื้นฟูสุขภาพและสมรรถภาพทางกายอื่น ๆ
	สื่อและสิ่งพิมพ์	ผู้ผลิตและตัวแทนจำหน่ายดังนี้ 1. สื่อด้านต่าง ๆ ได้แก่ 2. สื่อบันเทิง เช่น ภาพยนตร์ ละคร รายการบันเทิง ต่าง ๆ รวมถึงโรงภาพยนตร์ โรงละคร 3. ผู้กระจายภาพและเสียง สถานีวิทยุและโทรทัศน์ 4. ผู้ผลิตและจัดทำสื่อโฆษณา 5. สื่อสิ่งพิมพ์ เช่น โรงพิมพ์ สำนักพิมพ์ และผู้ผลิตหนังสือ วารสาร หนังสือพิมพ์ สิ่งพิมพ์อื่น ๆ
	บริการเฉพาะกิจ	ให้บริการเฉพาะด้านต่างๆ ที่ไม่ได้ระบุไว้หมวดธุรกิจใด เช่น การศึกษา ที่ปรึกษาทางธุรกิจ ผู้ให้บริการบำบัดของเสีย รวมถึง บริการเฉพาะกิจให้กับภาคธุรกิจอื่น ๆ ที่ไม่ได้ถูกจัดไว้ในหมวด ธุรกิจใด

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ	คำอธิบายธุรกิจ
	การท่องเที่ยวและสันทนาการ	ประกอบด้วย 1. ผู้ประกอบการโรงแรมและที่พักชั่วคราวต่าง ๆ และผู้ให้บริการด้านการท่องเที่ยวต่าง ๆ 2. ผู้ประกอบกิจการสถานที่เพื่อการพักผ่อน สันทนาการ ทักษะศึกษา เช่น สวนสัตว์ สถานบันเทิง สถานที่ออกกำลังกาย สโมสรกีฬา
	ขนส่งและโลจิสติกส์	ประกอบด้วยผู้ประกอบการต่อไปนี้ 1. การขนส่งในทุก ๆ ช่องทาง เช่น ขนส่งทางอากาศ ขนส่งทางน้ำ ขนส่งทางรถไฟและทางบกอื่น ๆ และผู้รับส่งสินค้าแบบครบวงจร 2. รับฝากสินค้า ให้เช่าคลังสินค้า และบริการอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง
เทคโนโลยี	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	ผู้ผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ที่ใช้ในเครื่องใช้ไฟฟ้า หรืออุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ทั่วไป เช่น IC PCB Semiconductor (ยกเว้น ชิ้นส่วนที่ผลิตขึ้นเพื่อใช้เฉพาะในคอมพิวเตอร์)
	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	ประกอบด้วย 1. ผู้ให้บริการเทคโนโลยีที่เกี่ยวข้องกับการจัดการข้อมูล และการสื่อสาร เช่น ผู้ให้บริการเครือข่ายโทรคมนาคม ดาวเทียม เคเบิล 2. ผู้ผลิต หรือให้บริการติดตั้งระบบคอมพิวเตอร์ เมนเฟรม Server 3. ผู้ผลิตหรือจำหน่ายอุปกรณ์สำหรับเทคโนโลยีนี้ เช่น อุปกรณ์สื่อสารโทรคมนาคมต่าง ๆ

2.2.2 แนวคิดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก (The first – day Initial Return)

ผลตอบแทนที่เกิดจากการซื้อขายหุ้นไอพีโอวันแรกมีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งหากนักลงทุนจองซื้อหุ้น IPO ในราคาจองและขายหุ้นที่จองในวันแรกที่ตลาดหลักทรัพย์อนุญาตให้สามารถซื้อขายหุ้นใน

ตลาดหลักทรัพย์ได้นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนสูงมากเป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นจากการกำหนดราคาหลักทรัพย์แทบทั่วโลกจากการศึกษาและทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องพบว่าในการประกอบธุรกิจ ระบบบัญชีและงบการเงินของบริษัทเป็นสิ่งสำคัญอย่างมากสำหรับผู้ประกอบการสามารถประมาณการผลการประกอบการในอนาคตได้และนอกจากนี้งบการเงินสามารถนำมาวิเคราะห์เพื่อประเมินสภาพคล่องหรือคุณภาพผลการดำเนินงานทางการเงินสำหรับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ในหนังสือชี้ชวนจะมีข้อมูลงบการเงิน 3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์เป็นข้อมูลที่ผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจใช้เป็นการส่งสัญญาณเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรและคุณภาพให้กับนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล สามารถรับรู้ข้อมูลได้จากการเปิดเผยข้อมูลของงบการเงินเพื่อเป็นการเพิ่มความน่าเชื่อถือให้กับหลักทรัพย์ IPO ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO และใช้ข้อมูลในงบการเงินประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ IPO เพราะบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ไม่มีข้อมูลสถิติการซื้อขายหลักทรัพย์ในอดีตอาจทำให้เกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO กับนักลงทุนและผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO

งานวิจัยที่กล่าวว่าปัจจัยทางด้านข้อมูลทางการเงินของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จากหนังสือชี้ชวนใช้เป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งในการสื่อถึงผลการดำเนินงานและคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ในอดีตที่ผ่านมาซึ่งสามารถวัดได้จากสินทรัพย์รวม กำไรจากการดำเนินงาน อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งอัตราส่วนทางการเงินทั้งหมดถูกคำนวณมาจากค่าเฉลี่ยที่ได้จากงบการเงินสองรอบบัญชีล่าสุดก่อนที่บริษัทจะออกจำหน่ายหลักทรัพย์ไอพีโอ และคุณภาพข้อมูลรายงานทางการเงินในหนังสือชี้ชวนของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ไอพีโอ Hasan et al. (2013) จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องจะเห็นได้ว่าองค์ประกอบการวิเคราะห์ข้อมูลกำไรในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ อัตราการเติบโตของยอดขายจะเป็นปัจจัยหนึ่งที่เป็นตัวกำหนดกำไรของบริษัทที่รายงานอยู่ในงบการเงินของบริษัทเป็นสิ่งที่นักลงทุนให้ความสำคัญอย่างมาก เพื่อดูความสามารถในการทำกำไรของบริษัทโดยสัญญาต่อนักลงทุนจะมองว่าถ้าบริษัทมีอัตราการเติบโตของยอดขายเพิ่มขึ้นแสดงว่าบริษัทสามารถให้ผลตอบแทนที่ดีได้ในอนาคตซึ่งวัดจากยอดขายที่เพิ่มขึ้นในแต่ละปี

จากการศึกษาของ Hasan et al. (2013) ชี้ให้เห็นว่าอัตราส่วนกำไรสุทธิซึ่งคำนวณมาจากกำไรสุทธิหารด้วยยอดขายและอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน คำนวณมาจากกำไรจากการดำเนินงานหารด้วยยอดขายสุทธิเป็นตัวแปรหนึ่งที่ใช้วัดอัตราการทำกำไรในอดีตของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับการกำหนดราคาขายหลักทรัพย์ IPO และสามารถอธิบายประสิทธิภาพของหลักทรัพย์ IPO ในระยะสั้นได้อย่างเหมาะสมซึ่งจะเห็นว่าอัตราการทำกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทมีผลมาจากการดำเนินงานด้านยอดขายของบริษัทซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Shen and Chih (2005) กล่าวว่า ราคาเสนอขายหลักทรัพย์ IPO จะมีมูลค่าเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของสินทรัพย์ของบริษัทและโอกาสในการเติบโต ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานพบว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่ามีความสัมพันธ์กับโอกาสการเจริญเติบโตข้อมูลทางการเงินของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จากหนังสือชี้ชวนเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งในการสื่อถึงผลการ

ดำเนินงานและคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ในอดีตที่ผ่านมา ซึ่งสามารถวัดได้จากสินทรัพย์รวมกำไรจากการดำเนินงาน อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งอัตราส่วนทางการเงินทั้งหมดถูกคำนวณ มาจากค่าเฉลี่ยที่ได้จากงบการเงินสองรอบบัญชีล่าสุดก่อนที่บริษัทจะออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อัตราส่วนกำไรสุทธิซึ่งคำนวณมาจากกำไรสุทธิหารด้วยยอดขายและอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานคำนวณมาจากกำไรจากการดำเนินงานหารด้วยยอดขายสุทธิเป็นตัวแปรหนึ่งที่ใช้วัดอัตราการทำกำไรในอดีตของบริษัท ที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผลการศึกษา พบว่า อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับการกำหนดราคาขายหลักทรัพย์ IPO และสามารถอธิบายประสิทธิภาพของหลักทรัพย์ IPO ในระยะสั้นได้อย่างเหมาะสมซึ่งจะเห็นว่าอัตราการทำกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทมีผลมาจากการดำเนินงานด้านยอดขายของบริษัท Hasan et al. (2013) ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Shen and Chih (2005) กล่าวว่าราคาเสนอขายหลักทรัพย์ IPO จะมีมูลค่าเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของสินทรัพย์ของบริษัทและโอกาสในการเติบโต

จากการศึกษาของ Zheng and Stangeland (2007) พบว่าการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อการเติบโตของยอดขาย อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจำหน่ายเป็นปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนให้ความสนใจอย่างมาก เนื่องจากเป็นกำไรที่ได้รับจากการดำเนินงานของบริษัทไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานที่เป็นค่าใช้จ่ายที่เกิดจากต้นทุนทางการเงินหรือดอกเบี้ยต่าง ๆ หากมีการหาแหล่งเงินทุนใหม่หรือมีดอกเบี้ยลดลงก็จะทำให้ค่าใช้จ่ายส่วนนี้ลดลงและต้นทุนค่าเสื่อมราคา ซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายที่ไม่ได้จ่ายออกไปจริงในงบกำไรขาดทุน เนื่องจากมีการลงทุนไว้ตั้งแต่แรกแล้วเพียงรอเวลาในการตัดค่าเสื่อมราคาให้หมดในทางบัญชี จึงทำให้สามารถรับรู้ผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงานจริงของบริษัทและการศึกษาของ Zheng and Stangeland (2007) พบว่าอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายมีความสัมพันธ์กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO อัตราการเติบโตของประสิทธิภาพทางบัญชีเป็นเครื่องชี้วัดคุณภาพของบริษัทที่มีคุณภาพสูงจะมีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่ามากกว่าบริษัทที่มีคุณภาพต่ำการศึกษาของ Hasan et al. (2013) ชี้ให้เห็นว่ากำไรในอดีตของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งได้แก่ กำไรจากการดำเนินงานของบริษัทสามารถสื่อถึงคุณภาพของบริษัทและผลตอบแทนเมื่อปรับด้วยผลตอบแทนของตลาดในระยะแรกได้อย่างเหมาะสม ผลการศึกษานี้ส่วนใหญ่จัดทำขึ้นในตลาดที่พัฒนาแล้วและกำลังพัฒนา

### 2.2.3 แนวคิดเกี่ยวกับการจัดการกำไรและคุณภาพกำไร

#### แนวคิดและนิยามคุณภาพกำไร

คุณภาพกำไรและคุณภาพรายงานทางการเงินมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของผู้ใช้ข้อมูลทางการเงิน ผู้ลงทุนส่วนใหญ่จะสนใจเฉพาะตัวเลขกำไรในรายงานทางการเงิน ซึ่ง Chan et al. (2001) มองว่าผู้ใช้ข้อมูลทางการเงินจะให้ความสนใจในงบกำไรขาดทุนเกี่ยวกับกำไรสุทธิ ผู้ใช้ข้อมูลควรสนใจคุณภาพกำไร



ด้วยเพราะเป็นข้อมูลที่บอกได้ว่ากำไรสุทธิของกิจการนั้นมีความแตกต่างกันส่งผลให้ประโยชน์ของข้อมูลกำไรในการวิเคราะห์ตัดสินใจแตกต่างกันด้วย

คุณภาพกำไรมีลักษณะเชิงคุณภาพจากรายงานทางการเงิน มีประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงิน ผู้ลงทุน ผู้ให้กู้ยืมและเจ้าหนี้ ลักษณะคุณภาพกำไรขั้นพื้นฐานมี 2 ประการ ได้แก่ การเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจและเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรม ควรมีคุณค่าในการประมาณการและทราบผลของการประเมินในอดีต แสดงข้อมูลที่ถูกต้อง ความครบถ้วน ความเป็นกลาง ไม่มีผลกระทบต่อตัดสินใจของผู้ใช้ข้อมูลทางการเงินและช่วยประเมินมูลค่าของกิจการได้ ซึ่งรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพจะก่อให้เกิดกำไรที่มีคุณภาพ

Schipper and Vincent (2003) ให้คำนิยามคุณภาพกำไรว่าเป็นผลกำไรที่กิจการสามารถนำไปใช้ได้ระหว่างงวดเพื่อให้กิจการสามารถรักษาระดับความมั่งคั่งวันปลายงวดเท่ากับวันต้นงวด กำไรที่มีลักษณะเชิงคุณภาพตามแนวคิดทางบัญชีอย่างแท้จริงข้อมูลที่เปิดเผยในงบการเงินอาจไม่แสดงลักษณะเชิงคุณภาพของข้อมูลที่มีประโยชน์ตามกรอบแนวคิดสำหรับการรายงานทางการเงิน ผู้ใช้งบการเงินส่วนใหญ่จะให้ความสนใจเฉพาะตัวเลขกำไรในรายงานทางการเงินไม่สนใจตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการตัวอื่น การวิเคราะห์คุณภาพกำไรเป็นแนวทางที่สำคัญกิจการที่มีคุณภาพกำไรสูงจะมีความเสี่ยงน้อยกว่ากิจการที่มีคุณภาพกำไรต่ำเนื่องจากกิจการเหล่านั้นจะทำตัวเลขกำไรของกิจการโดยใช้นโยบายบัญชีอย่างระมัดระวัง (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2552)

การจัดการกำไรที่เป็นประเด็นเป็นที่รู้จักกันทั่วโลก เป็นการจัดทำรายงานทางการเงินที่ไม่เป็นไปตามความจริง คือ Enron Corporation เป็นบริษัทที่ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับพลังงาน ของสหรัฐอเมริกา โดยในยุคที่รุ่งเรือง ได้ถูกจัดให้เป็นบริษัทอันดับ 7 ที่ใหญ่ที่สุดในโลก ใช้เวลา 3 ปี ในช่วงปี ค.ศ. 1999 – 2001 ดำเนินธุรกิจโดยการเข้าไปซื้อบริษัทขนาดเล็กและขยายธุรกิจทุกสายพลังงาน ผู้บริหารดำเนินงานจนราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นอย่างมาก จากราคาหุ้นละ 20 ดอลลาร์ ปรับเพิ่มเป็น 90 ดอลลาร์ การที่บริษัทซื้อบริษัทขนาดเล็กมากเกินไปทำให้เป็นการลงทุนที่ไม่มีคุณภาพ บริษัทแก้ปัญหาด้วยการให้บริษัทลูกเป็นผู้รับผิดชอบภาระหนี้สินทำให้บริษัท Enron Corporation มีรายได้สูงเกินกว่าความเป็นจริงไม่ต้องรับรู้หนี้สินเมื่อนักลงทุนทราบความจริงไม่สามารถทำอะไรได้แล้วเพราะหลังจากความล้มเหลวเปิดเผยหุ้นของ Enron ร่วงลงมาเหลือหุ้นละ 0.01 ดอลลาร์ และศาลสั่งให้ล้มละลาย Healy and Wahlen (1999) กล่าวว่า การจัดการกำไรที่มีศักยภาพเป็นสิ่งที่น่ากังวลไปทั่วโลก การจัดการกำไรเกิดจากผู้บริหารใช้การตัดสินใจด้วยตนเองในการจัดทำรายงานทางการเงิน และการแทรกแซงโครงสร้างทางการเงินเพื่อเปลี่ยนแปลงรายงานการเงิน เพื่อให้รายงานทางการเงินแสดงผลการดำเนินงานที่ไม่ถูกต้องเกิดผลเสียหายแก่ผู้มีส่วนได้เสียไม่รับรู้ข้อมูลที่แท้จริงโดยข้อมูลทางการเงินที่รายงานจะเป็นไปตามที่ผู้บริหารต้องการ

งานวิจัยในอดีตได้นิยามคุณภาพกำไรไม่เหมือนกันตามประเภทของผู้มีส่วนได้เสียในการใช้ข้อมูลกำไรในการตัดสินใจ เช่น เจ้าหนี้เงินกู้ยืมต้องการการจ่ายชำระหนี้ที่ตรงเวลาจะดูกำไรที่แสดงถึงความสามารถในการหาเงินสดผู้ถือหุ้น หรือนักลงทุนต้องการงบการเงินที่มีความน่าเชื่อถือเพื่อสามารถประมาณการกำไรที่จะได้รับในอนาคตใกล้เคียงความเป็นจริงมากที่สุด ผู้สอบบัญชีต้องการกำไรจัดทำขึ้นตามหลักการบัญชีที่ได้รับ



การยอมรับโดยทั่วไปไปการเงินที่มีความถูกต้องตามนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ต้องการกำไรที่สะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงเพื่อประกอบการแสดงความคิดเห็นการลงทุนในหลักทรัพย์ กำไรที่มีคุณภาพควรเป็นกำไรที่สามารถนำไปใช้ในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งอาจแตกต่างกันไปตามลักษณะของการตัดสินใจ (ณัฐชานนท์ โกมุตพิพิงศ์, 2557) และ Bellovary et al. (2007) กล่าวว่ากำไรที่มีคุณภาพเป็นความสามารถของตัวเลขกำไรในรายงานทางการเงินตรงกับกำไรที่แท้จริงของบริษัทสามารถนำไปคาดการณ์กำไรในอนาคตของบริษัทได้ Dechow et al. (2010) กล่าวว่าคุณภาพกำไรเป็นตัวเลขกำไรที่แสดงข้อมูลที่แท้จริงเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกิจการซึ่งเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของผู้ใช้ข้อมูลนอกจากนี้ Dechow and Schrand (2004) กล่าวว่า กำไรที่มีคุณภาพคือกำไรที่แสดงมูลค่าที่แท้จริงของบริษัท (intrinsic value)

Schipper and Vincent (2003) ระบุว่าคุณภาพกำไรควรมี 4 รูปแบบ ดังนี้

1. คุณภาพของกำไรตามอนุกรมเวลา (Time series properties of earnings) เป็นการวิเคราะห์คุณภาพกำไรตามความต่อเนื่องของเวลาที่เกิดกำไรสิ่งซึ่งแสดงเกี่ยวกับคุณภาพของกำไร ได้แก่ ความมีเสถียรภาพของกำไร โดยจะสะท้อนลักษณะของกำไรที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องเป็นระยะเวลายาวนานมีข้อมูลที่เป็นประโยชน์ในการตัดสินใจของผู้มีส่วนได้เสียเกี่ยวกับกำไร ความสามารถในการพยากรณ์กำไรในอนาคต จะพิจารณาความสามารถของตัวเลขกำไรในอดีตที่มีการคาดการณ์กำไรในอนาคตเพื่อให้ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องนำข้อมูลไปใช้ในการตัดสินใจได้อย่างเหมาะสม ความผันผวนหรือความไม่แน่นอนของกำไรหากกำไรมีความผันผวนสูงแสดงว่ากำไรไม่มีคุณภาพ ความผันผวนของกำไรอาจเกิดจากการเก็งกำไรเพื่อชะลอการรับรู้ค่าใช้จ่ายหรือรายได้จากงวดบัญชีปัจจุบันไปสู่อีกงวดบัญชีถัดไปส่งผลให้กำไรที่แสดงในรายงานทางการเงินงวดบัญชีปัจจุบันไม่ได้สะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริง

2. คุณภาพของกำไรตามความสัมพันธ์ระหว่างกำไร รายการคงค้างและกระแสเงินสด การวิเคราะห์กระแสเงินสดที่กิจการมีอยู่จริงจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงิน รายการคงค้างจากกระแสเงินสดที่กิจการจะได้รับเงินสดหรือต้องจ่ายเงินสดในอนาคตหรือเกิดจากการตัดบัญชีใดไม่เกี่ยวข้องกันกับเงินสด เช่น ค่าเสื่อมราคา ค่าเผื่อนี้สงสัยจะสูญ จะต้องประกอบด้วย อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อกำไรสุทธิเพื่อวิเคราะห์ความสามารถของกำไรในการเปลี่ยนเป็นกระแสเงินสดสำหรับใช้ในการประกอบธุรกิจกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นกิจกรรมสำคัญที่ก่อให้เกิดรายได้ของบริษัทการเปลี่ยนแปลงของรายการคงค้างมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับคุณภาพกำไรหากรายการคงค้างมีจำนวนสูงจะแสดงถึงคุณภาพของกำไรมีจำนวนน้อย รายการคงค้างสามารถแบ่งออกได้ 2 ลักษณะคือ 1) รายการคงค้างแบ่งตามระยะเวลา ประกอบด้วย รายการคงค้างระยะสั้นและรายการคงค้างระยะยาว รายการคงค้างระยะสั้นจะเกี่ยวข้องกับรายการบัญชีที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน เช่น บัญชีลูกหนี้เกิดจากการรับรู้รายได้ที่กิจการให้บริการหรือขายสินค้าเรียบร้อยแล้วแต่ลูกค้ายังไม่ได้จ่ายเงิน รายการคงค้างระยะยาว คือ รายการคงค้างที่เกี่ยวข้องกับการปรับเปลี่ยนสินทรัพย์และหนี้สินระยะยาว เช่น การชะลอตัดค่าเสื่อมราคา 2) รายการคงค้างแบ่งตามการควบคุมของฝ่ายบริหาร ประกอบด้วย รายการคงค้างที่ไม่ใช่ดุลยพินิจผู้บริหารและรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจผู้บริหาร รายการคงค้างที่ไม่ใช่

ดุลยพินิจผู้บริหาร (non-discretionary accruals) คือ รายการคงค้างที่เกิดขึ้นตามสภาพเศรษฐกิจและการดำเนินธุรกิจตามปกติกิจการไม่สามารถควบคุมได้ เช่น ยอดลูกหนี้การค้าของกิจการในแต่ละปีอาจมีจำนวนมากหรือจำนวนน้อยจะขึ้นอยู่กับสถานะเศรษฐกิจหากสถานะเศรษฐกิจดีลูกหนี้จะมีเงินมาชำระหนี้ทำให้ลูกหนี้ของกิจการมีจำนวนน้อยลง รายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร คือ รายการคงค้างที่ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการกำหนดตัวเลขหรือเลือกนโยบายบัญชี เช่น การเลือกใช้วิธีคิดค่าเสื่อมราคา วิธีการคำนวณสินค้าคงเหลือ

3. คุณภาพกำไรตามลักษณะเชิงคุณภาพของกรอบแนวคิดรายงานทางการเงิน (Qualitative Concepts in the FASB's Conceptual Framework (Decision Usefulness) เป็นการวิเคราะห์คุณภาพกำไรตามลักษณะเชิงคุณภาพของงบการเงิน ซึ่งประกอบด้วย ความเข้าใจได้ ความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ ความเชื่อถือได้และความเปรียบเทียบกันได้ ข้อมูลที่แสดงในงบการเงินต้องเป็นข้อมูลที่ผู้ใช้งบการเงินอ่านและเข้าใจข้อมูลได้อย่างถูกต้องโดยผู้ใช้งบการเงินต้องมีความรู้ ความสามารถและมีความตั้งใจที่จะศึกษาข้อมูลงบการเงินโดยผู้ใช้งบการเงินนำข้อมูลมาใช้ในการตัดสินใจสามารถประเมินเหตุการณ์การดำเนินงานของกิจการที่เกิดขึ้นในอดีตที่ผ่านมาปัจจุบันที่เป็นอยู่และความเป็นไปได้ในอนาคต ข้อมูลในงบการเงินเป็นข้อมูล ที่สำคัญจะต้องจัดทำให้ถูกต้องสามารถใช้ในการคาดการณ์ในการตัดสินใจได้ข้อมูลที่แสดงจะต้องมีความน่าเชื่อถือได้ ไม่มีข้อผิดพลาดที่มีนัยสำคัญและความลำเอียงและเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรมเหนือหาสำคัญกว่ารูปแบบความเป็นกลางความระมัดระวังและความครบถ้วน สามารถเปรียบเทียบกันได้ กิจการเดียวกันต้องสามารถเปรียบเทียบกันได้สำหรับรอบระยะเวลาต่างกันระหว่างปีปัจจุบันกับอดีตที่ผ่านมาและการเปรียบเทียบระหว่างกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันช่วงรอบระยะเวลาเดียวกันจะช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถคาดการณ์แนวโน้มฐานะทางการเงินและผลดำเนินงานของกิจการ ผู้ใช้งบการเงินส่วนมากให้ความสนใจเฉพาะบทสรุปสุดท้ายที่ผ่านขั้นตอนต่าง ๆ ตามกระบวนการทางบัญชีคือกำไรของกิจการโดยไม่สนใจตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่แท้จริง ซึ่ง Chan and Sougiannis (2001) ระบุว่า ผู้ใช้งบการเงินจะต้องให้ความสนใจตัวเลขกำไรสุทธิในงบกำไรขาดทุนและคุณภาพกำไรด้วยเพราะคุณภาพกำไรเป็นสิ่งสำคัญที่สามารถระบุได้ว่ากำไรสุทธิของกิจการนั้นมีความแตกต่างกัน Schipper and Vincent (2003) พบว่า การวิเคราะห์คุณภาพกำไรตามกรอบแนวคิดทางการเงิน (Conceptual Framework) เป็นสิ่งที่จำเป็นและมีความสำคัญ กิจการที่มีคุณภาพกำไรสูงมีความเสี่ยงน้อยกว่ากิจการที่มีคุณภาพกำไรต่ำเนื่องจากกิจการที่มีคุณภาพกำไรสูงจะจัดทำตัวเลขกำไรตามนโยบายบัญชีที่ยึดหลักความระมัดระวัง (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2552) คุณภาพกำไรและคุณภาพรายงานทางการเงินมีความสอดคล้องกับข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของผู้ใช้รายงานทางการเงิน

4. คุณภาพกำไรตามการตัดสินใจในการดำเนินงานหรือการจัดการกำไร การวัดคุณภาพกำไรผ่านการจัดการกำไรมีหลายวิธี วิธีที่พบในงานวิจัยส่วนใหญ่ คือ การวัดการจัดการกำไรด้วยรายการคงค้างของกิจการ Dechow et al. (1995) โดยกำหนดให้รายการคงค้างรวม คำนวณจากกำไรสุทธิ หักด้วยกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ตามแนวคิด Cash Flow Statement Based Approach ของ Hribar and Collins

(2002) รายการคงค้างรวมของกิจการเท่ากับกำไรสุทธิของบริษัทที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการ โดยกิจการสามารถปรับแต่งตัวเลขกำไรให้สูงหรือต่ำกว่าความเป็นจริงผ่านระบบรายการคงค้าง เช่น หากต้องการแสดงตัวเลขกำไรของกิจการในปีปัจจุบันให้สูงขึ้น กิจการจะบันทึกบัญชี การรับรู้รายได้รับล่วงหน้ามากขึ้น หรือสร้างเงื่อนไขการให้ส่วนลดต่าง ๆ การให้ของแถม การสะสมคะแนนในบัตรสมาชิก เพื่อเพิ่มยอดขายสินค้าของกิจการ ในส่วนของค่าใช้จ่ายจะบันทึกบัญชีการรับรู้ค่าใช้จ่ายที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นค่าใช้จ่ายจ่ายล่วงหน้าแทนทำให้กำไรในปัจจุบันสูงขึ้น ดังนั้น จึงอาจกล่าวได้ว่าหากกิจการมีรายการคงค้างเป็นมูลค่าสูง ย่อมสะท้อนว่าตัวเลขกำไรมีคุณภาพต่ำ

Francis (2004) เสนอตัววัดคุณภาพกำไร 2 กลุ่ม

ตัวชี้วัดคุณสมบัติกำไรที่ใช้ข้อมูลบัญชี (Accounting - based Earnings Attribute Measure)

1. ตัวชี้วัดคุณสมบัติกำไรที่ใช้ข้อมูลตลาด (Market based Earnings Attribute Measure) ตัววัดกลุ่มแรกจะใช้ข้อมูลกำไรจากงบการเงินเท่านั้นในขณะที่ตัววัดในกลุ่มที่ 2 จะใช้ข้อมูลจากงบการเงินและราคาหลักทรัพย์

คุณสมบัติตัววัดของกำไรที่ต่างกันไป ประกอบด้วย 3 ตัววัด

1.1 ความเกี่ยวข้องกับราคาหุ้น กำไรที่มีความใกล้เคียงกับเงินสดมากที่สุด ย่อมเป็นที่ต้องการของผู้มีส่วนได้เสียทั้งหลายของกิจการเนื่องจากกำไรประกอบด้วยเงินสดและผลของรายการคงค้าง เช่น การตั้งลูกหนี้ การตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ เป็นต้น รายการคงค้างในปัจจุบันสามารถสะท้อนกระแสเงินสดในอดีต ปัจจุบันและอนาคตได้ดีไม่ได้เกิดจากการจัดการกำไรของผู้บริหารย่อมแสดงให้เห็นถึงคุณภาพของกำไรที่ดี Francis (2004) และ Dechow and Dichev (2002)

1.2 ความระมัดระวัง ใช้วัดความสามารถของกำไรสำหรับการอธิบายการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นของกิจการ กำไรมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการกำไรต้องสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในราคาหุ้นของกิจการได้และผู้ลงทุนสามารถนำข้อมูลกำไรไปใช้วิเคราะห์ตัดสินใจได้ ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงกำไรที่มีคุณภาพ Joos and Lang (1994); Collins et al. (1997); Francis and Schipper (1999) และ Lev and Zarowin (1999)

1.3 ความทันเวลา กำไรต้องสะท้อนข้อมูลที่แท้จริงของกิจการให้กับผู้ลงทุนทราบข้อมูลของกิจการได้อย่างรวดเร็วทันที ทั้งข้อมูลที่เป็นข่าวดีและข่าวร้ายของกิจการกำไรที่สะท้อนข้อมูลได้เร็วทันเวลาจะมีคุณภาพดีกว่ากำไรที่สะท้อนข้อมูลช้า Ball et al. (2000), Bushman and Smith (2001) และ Chen et al. (2004)

2. ตัววัดคุณสมบัติกำไรที่ใช้ข้อมูลบัญชี (Accounting - based Earnings Attribute Measure) ประกอบด้วย 4 ตัววัด

2.1 คุณภาพของรายการคงค้าง ผู้มีส่วนได้เสียของกิจการต้องการกำไรที่มีความใกล้เคียงกับเงินสดมากที่สุด กำไรประกอบด้วยเงินสดและผลของรายการคงค้าง เช่น การตั้งลูกหนี้ การตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ เป็นต้น รายการคงค้างในปัจจุบันสามารถสะท้อนกระแสเงินสดในอดีต ปัจจุบันและอนาคตได้ดีหาก

ไม่ได้เกิดจากการจัดการกำไรของผู้บริหารยอมแสดงให้เห็นถึงคุณภาพของกำไรที่ดี Francis et al. (2005) และ Dechow and Dichev (2002)

2.2 ความยั่งยืนของกำไร ผู้มีส่วนได้เสียของกิจการต้องการกำไรที่ยั่งยืนกิจการดำเนินงานได้รับผลกำไรกำไรทั้งในปัจจุบันและในอนาคต หากกำไรในปัจจุบันมาจากผลของรายการที่เกิดขึ้นนาน ๆ ครั้ง กิจการอาจไม่สามารถทำกำไรในระดับเดียวกันนี้ได้ในอนาคต เช่น การขายสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนหรือกำไรจากการขายหลักทรัพย์ Penman and Zhang (2002) และ Richardson (2003)

2.3. ความสามารถในการพยากรณ์ของกำไร กิจการสามารถใช้ตัวเลขกำไรในงบการเงินปัจจุบันคาดการณ์กำไรในอนาคตได้หากผู้ลงทุนใช้ตัวเลขกำไรของงวดปัจจุบันพยากรณ์กำไรในอนาคตได้ใกล้เคียงกับความเป็นจริงหรือมีความผิดพลาดน้อยกำไรของกิจการย่อมมีคุณภาพ Lipe (1990) และ Finger (1994)

2.4 ความสม่ำเสมอของกำไร ไม่เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงจำนวนมากแสดงถึงผู้บริหารมีความสามารถในการจัดการกำไรให้มีคุณภาพเป็นที่น่าเชื่อถือในสายตาของนักลงทุน Chaney and Lewis (1995) และ Demski (1998)

ElMoatasem Abdelghany (2005) ได้กล่าวเกี่ยวกับคุณภาพกำไรไว้ว่ามีหลายวิธีที่จะวัดคุณภาพกำไรและมีวิธีการที่แตกต่างกันผลการประเมินคุณภาพกำไรที่ได้จะแตกต่างกันด้วยทุกกิจการพยายามใช้วิธีการที่จะทำให้คุณภาพกำไรสูงรูปแบบที่ใช้ในการวัดคุณภาพกำไรไว้ 3 วิธีดังนี้ 1) การวัดคุณภาพกำไรโดยคำนวณจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรจากการดำเนินงานหารค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานตามแนวคิดของ Leuz et al. (2003) 2) การวัดคุณภาพกำไรโดยคำนวณจากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิหารยอดขายสิทธิตามแนวคิดของ Barton and Simko (2002) และ 3) การวัดคุณภาพกำไรโดยคำนวณจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานหารกำไรสุทธิตามแนวคิดของ Penman (2002)

งานวิจัยในอดีตที่ศึกษาคุณลักษณะของกำไรที่มีคุณภาพโดยการวิเคราะห์คุณภาพของกำไรตามความสัมพันธ์ระหว่างกำไร รายการคงค้างและกระแสเงินสด พบว่ารายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารจะแสดงความตั้งใจของผู้บริหารที่ต้องการเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจริงโดยการบันทึกบัญชีหรือหลีกเลี่ยงการบันทึกบัญชีรายการคงค้างเพื่อแสดงผลกำไรเป็นไปตามความต้องการของผู้บริหาร ให้เป็นไปตามการพยากรณ์ของนักลงทุน นักวิเคราะห์ รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Non Discretionary Accruals) จะแสดงผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการได้

#### แนวคิดการจัดการกำไร

การจัดการกำไร (Earning Management) เกิดจากผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการจัดการรายงานทางการเงินโดยใช้นโยบายทางการเงินบัญชีเปลี่ยนแปลงข้อมูลในรายงานทางการเงินเพื่อให้ผู้ใช้งบการเงินเข้าใจผิดเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัท การจัดการกำไรจะเกี่ยวกับการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายและการลดลงของรายได้เพื่อจัดการหรือเปลี่ยนแปลงข้อมูลในรายงานทางการเงินผู้บริหารต้องแสดงผลกำไรในระดับที่ผู้ใช้งบการเงินพึงพอใจนำไปสู่การหาช่องว่างของมาตรฐานการบัญชีโดยเปลี่ยนแปลงตัวเลขในรายงานทางการเงิน

เพื่อให้มีผลกำไรตามที่ต้องการสาเหตุของการจัดการกำไรมีหลายประการ เช่น เพื่อเพิ่มมูลค่าของบริษัท ในตลาดทุนเพื่อหวังผลประโยชน์ในรูปแบบต่าง ๆ เพื่อรักษาสถานภาพทางการเงินและภาพลักษณ์ของบริษัทและผลตอบแทนที่ผู้บริหารได้รับโดยตรง เช่น เงินเดือนที่เพิ่มขึ้น ค่าตอบแทนในรูปของโบนัสซึ่งมีความสัมพันธ์กันโดยตรงกับผลกำไรของกิจการโดยพบว่าผู้บริหารจะจัดการกำไรให้สูงในช่วงที่บริษัทมีผลประกอบการไม่ดี Mckee (2005) กล่าวว่า การจัดการกำไร คือ การจัดตัวเลขในรายงานทางการเงินที่ถูกกฎหมายตามเป้าหมายทางการเงินที่ต้องการ Akers et al. (2007) กล่าวว่า การจัดการกำไร หมายถึง การจัดการตัวเลขกำไรในรายงานการเงินโดยผู้บริหาร โดยใช้นโยบายหรือวิธีการทางการบัญชีบันทึกการขายทางการเงิน ในวันเริ่มต้นโครงการที่เกิดขึ้นครั้งเดียวและรายจ่ายที่เกิดขึ้นซ้ำในระหว่างการดำเนินงาน การเลื่อนบันทึกบัญชีค่าใช้จ่ายหรือการรีบบันทึกขายได้และวิธีการอื่น ๆ ที่มีผลต่อกำไรระยะสั้นของกิจการ Comiskey and Mulford (1991) กล่าวว่า การจัดการกำไร หมายถึง การปรับแต่งผลการดำเนินงานด้วยความตั้งใจที่จะสร้างภาพลักษณ์การดำเนินงานให้ไปในแนวทางที่ปรารถนาโดยแบ่งประเภทของการจัดการกำไร ประกอบด้วย 5 ประเภท

1. การเพิ่มกำไรของงวดปัจจุบันให้สูงขึ้น การเร่งการบันทึกบัญชีรายได้ การสร้างรายได้ที่ไม่มีอยู่จริง หรือการบันทึกบัญชีค่าใช้จ่ายเป็นสินทรัพย์ค่อย ๆ ตัดจ่ายผ่านบัญชีค่าเสื่อมราคา
2. การเปลี่ยนแปลงทางการบัญชี ซึ่งเป็นไปตามดุลยพินิจของผู้บริหาร การเปลี่ยนแปลงประมาณการทางการบัญชีตามการใช้วิจารณญาณของผู้บริหารไม่ได้เป็นการเปลี่ยนตามมาตรฐานกำหนด
3. การกำหนดช่วงเวลาการตัดสินใจเกี่ยวกับการดำเนินงาน เช่น การชะลอรายจ่ายในการโฆษณาหรือในบางบริษัทอาจเป็นรายจ่ายในการวิจัยและพัฒนาผลิตภัณฑ์
4. การลดกำไรของงวดปัจจุบันลง เช่น การเร่งตัดจำหน่ายสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนที่ใกล้หมดอายุการใช้งานหรือไม่สามารถใช้ประโยชน์ในการดำเนินงานตามปกติของกิจการเป็นค่าใช้จ่าย ในงบกำไรขาดทุนผ่านบัญชีค่าเสื่อมราคา
5. การล้าบบาง กิจการจะรีบรายงานผลขาดทุนที่จะรับรู้ในงวดบัญชีถัดไปมารับรู้ในงวดบัญชีปัจจุบันเพื่อแจ้งข่าวร้ายในคราวเดียวผลที่ได้ทำให้งวดบัญชีถัดไปกิจการสามารถรายงานผลกำไรได้

ในขณะที่ Ayers et al. (2006) กล่าวว่า การจัดการกำไร คือ การที่ผู้บริหารต้องการจัดโครงสร้างรายงานกำไรหรือโครงสร้างการตัดสินใจที่เกี่ยวกับการผลิตและการลงทุนด้วยความตั้งใจจะให้เกิดผลกระทบกำไร สามารถจำแนกรูปแบบของการทำ Earning Management ดังนี้

1. Accrual Management หมายถึง การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างหรือการปรับมูลค่ารายการในวันสิ้นงวดบัญชีเพื่อให้กำไรตามที่ผู้บริหารวางแผนไว้ ผู้ซึ่งงบการเงินภายนอกไม่สามารถค้นหารายการผิดปกติจากรายการคงค้างได้ แต่การวิเคราะห์แนวโน้มของรายการคงค้างจะช่วยให้ผู้วิเคราะห์มองเห็นความผิดปกติและไม่สอดคล้องกับกระแสเงินสดที่ได้รับจากการดำเนินงานได้
2. Adoption of Mandatory Accounting Policies คือ รูปแบบการจัดการกำไรที่ใช้การเปลี่ยนแปลงการจากการประกาศใช้มาตรฐานการบัญชีของสภาวิชาชีพบัญชีการบังคับใช้จะเปิดโอกาสให้

ผู้บริหารตัดสินใจเลือกรับเอามาตรฐานบัญชีใหม่มาใช้ในงวดบัญชีซึ่งผู้บริหารจะนำมาใช้ในการตัดสินใจ เพื่อเกิดผลดีกับกิจการได้

3. Voluntary Accounting Change คือ การจัดการกำไรผ่านการเปลี่ยนแปลงหลักการบัญชีที่รับรองโดยทั่วไปสู่วิธีการแบบใหม่ที่แสดงภาพที่แท้จริงของผลประกอบการในทางปฏิบัติกิจการอาจไม่สามารถเปลี่ยนแปลงหลักการบัญชีที่ใช้ในงวดบัญชีปัจจุบัน แต่มีความเป็นไปได้ที่จะทยอยเปลี่ยนแปลงในงวดบัญชีอื่น ๆ

Healey and Whalen (1999) กล่าวว่า การจัดการกำไรเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารใช้ดุลยพินิจนำเสนอรายงานทางการเงินและโครงสร้างธุรกรรมเปลี่ยนแปลงรายงานทางการเงินเพื่อจงใจปิดบังผลประกอบการที่แท้จริงผ่านรายงานทางการเงินแบ่งออกเป็น 2 ประการคือประการแรกกระบวนการตกแต่งตัวเลขทางบัญชี โดยการเลือกนโยบายการบันทึกและการรายงานตัวเลขทางบัญชี หรืออาศัยข้อบกพร่องของทางบัญชีแสดงข้อมูลที่ไม่ตรงกับความจริง เพื่อให้เกิดประโยชน์แก่กิจการประการที่สองกระบวนการที่มีการจัดรูปแบบรายการค้าหรือข้อมูลทางการบัญชีให้เกิดผลลัพธ์ตามที่ปรารถนาไม่เสนอข้อมูลที่เป็นกลางและไม่มีความสม่ำเสมอ

การจัดการกำไร หมายถึง ผู้บริหารจัดโครงสร้างการรายงานกำไรหรือโครงสร้างในการตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุนใหม่ด้วยความตั้งใจที่จะให้เกิดผลกระทบต่อกำไรของกิจการตามที่ฝ่ายบริหารปรารถนา (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2543)

การจัดการกำไรมีแนวทางและวิธีการปฏิบัติที่นิยมดังต่อไปนี้

1. Cooki Jar Reserve Technique หมายถึง การเก็บกำไรที่เกิดขึ้นในงวดปัจจุบันไปใช้ในงวดบัญชีหน้า โดยการตั้งประมาณการและภาระผูกพันที่จะเกิดขึ้นในอนาคตในงวดปีปัจจุบัน ทั้งนี้ตัวเลขดังกล่าวเป็นเพียงตัวเลขประมาณการที่สามารถรับรู้เป็นจำนวนเงินที่แน่นอนอาศัยดุลยพินิจของผู้บริหาร จึงเป็นการเปิดโอกาสให้ผู้บริหารสามารถกำหนดตัวเลขกำไรให้เป็นตามที่ต้องการได้ โดยผู้บริหารต้องรักษาระดับกำไรหากกำไรในปีปัจจุบันมีสัดส่วนสูงมากเมื่อเทียบกับกำไรของปีที่ผ่านมาผู้บริหารจะจัดกำไรของปีปัจจุบันให้น้อยลงโดยการตั้งภาระผูกพันและสำรองประมาณการเพิ่มขึ้นเพื่อลดกำไรในงวดปัจจุบันลงมา

2. Big Bath Techniques คือ การบันทึกบัญชีค่าใช้จ่ายจำนวนมากเป็นค่าใช้จ่ายในงวดเดียว ซึ่งผู้บริหารมองว่าหากปัจจุบันกิจการดำเนินงานมีผลขาดทุนหรืออยู่ระหว่างการปรับโครงสร้างการดำเนินงาน การปรับโครงสร้างหนี้ การยกเลิกส่วนการดำเนินงานหรือการประมาณการด้อยค่าหรือจัดจำหน่ายสินทรัพย์อยู่แล้วผู้บริหารควรจะต้องเร่งรับรู้รายการกลุ่มดังกล่าวเป็นค่าใช้จ่ายในงวดบัญชีปีปัจจุบันเพื่อหวังให้กิจการมีผลการดำเนินงานดีขึ้นในงวดบัญชีถัดไป

3. Big Bet on The Future Technique หมายถึง การที่บริษัทตัดสินใจเลือกซื้อบริษัทอีกหนึ่งบริษัทเพื่อรวมรายได้ในกิจการที่ซื้อมาเป็นรายได้ของกิจการในงบการเงินรวมปรับเปลี่ยนตัวเลขในงบการเงินรวมให้มีผลกำไรที่สูงขึ้นตามปรารถนาซึ่งจะทำให้รายได้รวมเพิ่มขึ้นและการตัดจำหน่ายค่าใช้จ่ายการวิจัยและพัฒนาของบริษัทที่ซื้อมาในงบกำไรขาดทุนในงวดปัจจุบันเพื่อในอนาคตจะไม่ต้องนำผลค่าใช้จ่ายดังกล่าวไปบันทึกบัญชีเพื่อให้กำไรที่สูงขึ้นในอนาคต



4. Accounting Method Choice หมายถึง การเลือกแนวปฏิบัติสำหรับการรับรู้รายการโดยใช้ทางเลือกที่มาตรฐานการรายงานทางการเงินเปิดช่องทางให้ผู้บริหารปฏิบัติได้ตามดุลยพินิจ

5. Immaterial Misapplication of Accounting Principles หมายถึง การตกแต่งตัวเลขกำไรด้วยการรับรู้จำนวนเงินที่น้อยและไม่มีความสำคัญให้เป็นกำไรตามที่ปรารถนาผู้สอบบัญชีจะไม่สนใจในประเด็นนี้เนื่องจากไม่เป็นนัยสำคัญและจำนวนเงินมีมูลค่าที่น้อย

6. Premature Recognition of Revenue หมายถึง การบันทึกบัญชีรายได้ทั้ง ๆ ที่ยังไม่ได้รับรายได้ พบในกิจการที่มีการบันทึกรายได้ตามแบบประเมินการตามขั้นความสำเร็จ เช่น ธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง ซึ่งการรับรู้รายการต้องใช้ดุลยพินิจผู้บริหารสามารถนำเสนอเพิ่มหรือลดรายได้

การจัดการกำไร สามารถแบ่งได้เป็น 2 วิธี ได้แก่ การจัดการกำไรโดยการเปลี่ยนวิธีการดำเนินธุรกิจ (Real Activities Manipulation) และการจัดการกำไรโดยการเปลี่ยนวิธีการบัญชี (Accrual Manipulation) โดยวิธีการจัดการกำไรโดยการเปลี่ยนวิธีการดำเนินธุรกิจ เป็นวิธีการจัดการกำไรที่เปลี่ยนแปลงวิธีการดำเนินธุรกิจจริง กระทบต่อธุรกิจและกระแสเงินสดของธุรกิจ โดยเป็นการผลิตของจำนวนมาก ๆ ในช่วงใกล้สิ้นงวด เพื่อให้ต้นทุนขายทางการบัญชีลดลง Roychowdury (2006) หรือเป็นการปรับลดค่าใช้จ่ายบางประเภท เช่น ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา ซึ่งจะส่งผลให้กำไรเพิ่มขึ้นจากค่าใช้จ่ายที่ลดลงสำหรับวิธีการจัดการกำไรโดยการเปลี่ยนวิธีการบัญชี เป็นการจัดการกำไรโดยการเปลี่ยนวิธีการทางบัญชี หรือดุลยพินิจของผู้บริหารกับรายการคงค้างบางประเภทซึ่งไม่ได้กระทบต่อกระแสเงินสดของบริษัท แต่เป็นการเปลี่ยนแปลงประมาณการต่าง ๆ เท่านั้น

การจัดการกำไรของผู้บริหาร (Earning Management by management) สามารถแบ่งประเภทออกได้ 2 วิธี ได้แก่ 1) การเลือกใช้นโยบายการบัญชี และ 2) การตกแต่งรายการผ่านรายการคงค้าง (Accrual Transaction) วิธีแรกนั้นการเลือกใช้นโยบายการบัญชีโดยผู้บริหารมักถูกจำกัดขอบเขตโดยของสภาวิชาชีพบัญชี ได้แก่ มาตรฐานการบัญชี (Thai Accounting Standard) มาตรฐานการรายงานทางการเงิน (Thai Financial Reporting Standard) หรือแนวปฏิบัติทางการบัญชี (Thai Standard Interpretations Committee) ซึ่งข้อกำหนดเหล่านี้ผู้บริหารต้องปฏิบัติตามหลีกเลี่ยงไม่ได้ มิฉะนั้นอาจส่งผลต่อการแสดงความเห็นที่มีต่องบการเงินของผู้สอบบัญชีข้อกำหนดข้างต้นทำให้หลายงานวิจัยเลือกใช้การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างแทน Healy and Wahlen (1999) ได้สนับสนุนแนวคิดนี้ โดยได้ให้ความเห็นว่า การจัดการกำไรจะเกิดขึ้นเมื่อมีการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารเข้ามาแทรกแซงการทำธุรกรรมโดยปกติของกิจการไม่ว่าจะเป็นการสร้างรายการคงค้างหรือการกำหนดนโยบายในการประมาณการมูลค่าทางบัญชี

กระบวนการที่ใช้จัดการกำไร คือ รายการคงค้าง (Accrual) ซึ่งสามารถทำให้รายได้และรายจ่ายมีจำนวนเงินที่เพิ่มขึ้นหรือจำนวนเงินที่ลดลงชั่วคราวได้ ซึ่ง Accrual เป็นองค์ประกอบหนึ่งของผลกำไรของบริษัทที่ไม่ได้อยู่ในรูปของกระแสเงินสดผู้บริหารจึงใช้ดุลยพินิจในการตั้งรายการคงค้าง (Accrual) ซ่อนไว้ในรายได้หรือรายจ่ายเพื่อตกแต่งผลการดำเนินงานของบริษัทเมื่อพิจารณาถึงองค์ประกอบของผลกำไรบริษัท Sloan (1996) ได้จำแนกประเภทของกำไรของบริษัทไว้ 2 ประเภท ได้แก่ กำไรคุณภาพดีและกำไรคุณภาพแย

ลักษณะของกำไรคุณภาพดี คือมีส่วนประกอบของกระแสเงินสดเป็นส่วนหลัก ในทางตรงกันข้ามกำไรคุณภาพแย้มักจะประกอบด้วยรายการคงค้าง (Accrual) เป็นหลัก ดังนั้นจึงอนุมานได้ว่าบริษัทที่มีกำไรคุณภาพดี คือ บริษัทที่ไม่มีโอกาสตกแต่งกำไร ส่วนบริษัทที่มีกำไรแย่ คือบริษัทที่มีโอกาสตกแต่งกำไรเนื่องจากสัดส่วนหลักของผลกำไรประกอบด้วยรายการคงค้าง โดยสอดคล้องกับ Richardson et al. (2002) ที่กล่าวว่า สัดส่วนรายการคงค้างในงบการเงินเปรียบเทียบกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในงบกระแสเงินสดสามารถบ่งชี้ถึงการจัดการกำไรของบริษัทได้

ตัวเลขกำไรที่ในงบการเงินตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินให้รายงานโดยใช้เกณฑ์คงค้างซึ่งเป็นรายการที่ปรับผลกำไรของบริษัทจากเดิมที่เป็นเกณฑ์เงินสดให้เป็นเกณฑ์คงค้างตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินประกอบไปด้วยการจัดประเภทรายการ การตั้งค่าเผื่อ และการประมาณการต่าง ๆ Davidson et al. (2005) กล่าวว่า การจัดการกำไรเป็นการดำเนินการอย่างมีเจตนาภายใต้หลักการทางบัญชีที่รับรองทั่วไป (Generally Accepted Accounting Principles) เพื่อให้ระดับของกำไรเป็นไปตามที่ผู้บริหารต้องการ โดย Stickey (1989) กล่าวไว้ในทิศทางเดียวกันว่าการจัดการกำไรเกิดจากการเข้าแทรกแซงกระบวนการจัดทำรายงานทางการเงินต่อบุคคลภายนอกอย่างตั้งใจ Healy and Wahlen (1999) กล่าวว่า การจัดการกำไรเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารจัดการรายงานทางการเงินโดยใช้ดุลยพินิจหรือเลือกใช้นโยบายทางการบัญชีเพื่อเปลี่ยนแปลงข้อมูลในรายการทางการเงินเพื่อทำให้ผู้ใช้งบการเงินเข้าใจผิดเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่าการจัดการกำไรมีหลายวิธี ที่พบในงานวิจัยจำนวนมาก คือ การวัดการจัดการกำไรด้วยรายการคงค้าง Dechow et al. (1995) โดยกำหนดให้รายการคงค้างรวมมีค่าส่วนต่างระหว่างกำไรสุทธิ และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ตามแนวคิด Cash Flow Statement-Based Approach (Hribar & Collins, 2002) รายการคงค้างรวมของบริษัทเท่ากับกำไรสุทธิของบริษัทหักกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทโดยบริษัทสามารถปรับแต่งตัวเลขกำไรให้สูงหรือต่ำกว่าความเป็นจริงได้ผ่านระบบรายการคงค้าง โดยรายการคงค้างรวม (Total Accrual) มีองค์ประกอบอยู่ 2 ส่วน คือ Non – Discretionary Accrual และ Discretionary Accrual โดย Non – Discretionary Accrual คือ รายการคงค้างที่ผู้บริหารไม่สามารถควบคุมได้ เกิดจากปัจจัยธรรมชาติของธุรกิจซึ่งเป็นส่วนที่ไม่ควรนำไปรวมในการวัดระดับการจัดการกำไร ส่วน Discretionary Accrual คือ ส่วนของรายการคงค้างซึ่งต้องใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร ผู้บริหารสามารถใช้ดุลยพินิจในการควบคุมหรือเปลี่ยนแปลงได้ตามต้องการ เช่น หากบริษัทต้องการแสดงตัวเลขกำไรในปีปัจจุบันให้สูงขึ้น บริษัทจะบันทึกบัญชีรายได้รับล่วงหน้ามากขึ้น หรือสร้างเงื่อนไขการให้ส่วนลดต่าง ๆ เพื่อเพิ่มยอดขายของกิจการ ในขณะที่เดียวกันก็จะชะลอการรับรู้เป็นค่าใช้จ่ายล่วงหน้าแทนส่งผลให้กำไรในปีปัจจุบันสูงขึ้น จึงกล่าวได้ว่าหากบริษัทมีรายการคงค้างเป็นมูลค่าสูงย่อมสะท้อนว่าตัวเลขกำไรมีคุณภาพต่ำ

นอกจากนี้พบว่ามีปัจจัยหลายประการที่ส่งผลกระทบต่อการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร Brown et al. (2008) และ Kiatapiwat (2010) การ



เติบโตของยอดขาย AL-Fayoumi et al. (2010), Brown et al. และ Francis et al. (2008) และปริมาณหนี้ Dechow et al. (1996) พบว่าปริมาณหนี้สินหมุนเวียนและปริมาณหนี้สินหมุนเวียนที่มาจากสถาบันการเงิน และปริมาณหนี้สินที่ไม่ได้มาจากสถาบันการเงินล้วนมีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญ

การศึกษาวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยให้นิยาม การจัดการกำไร (Earnings Management) หมายถึง กระบวนการที่ผู้บริหารนำมาใช้ในการตัดสินใจโดยใช้นโยบายการบัญชีหรือการปรับเปลี่ยนโครงสร้างทางการเงินบัญชี การตกแต่งรายการผ่านรายการคงค้างด้วยวิธีการต่าง ๆ จัดทำรายงานทางการเงินเพื่อให้ตัวเลขในงบการเงินเป็นไปตามทิศทางตามที่ผู้บริหารต้องการผู้บริหารจะมองผลลัพธ์ทางการเงินตามที่คาดการณ์ไว้และดำเนินงานตามที่วางแผนไว้ การจัดการกำไรจะเกี่ยวกับการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายและการลดลงของรายได้ โดยการเลื่อนการบันทึกบัญชีค่าใช้จ่ายของกิจการและการริบบันทึกรายได้ของกิจการ

แนวคิดในการวัดผลกำไร มี 4 แนวคิด สามารถอธิบายได้ดังนี้

### 1. แนวคิดทางบัญชี

แนวคิดในการวัดผลกำไรทางบัญชีจะคิดจากโครงสร้างทฤษฎีการบัญชี ความหมายของกำไรทางบัญชี คือ ผลต่างระหว่างรายได้ที่เกิดขึ้นในงวดบัญชีกับต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกัน

การวัดผลกำไรทางบัญชีแบ่งออกเป็น 2 ประเภท ดังนี้

#### 1.1 การวัดผลกำไรจากรายการและเหตุการณ์ทางบัญชี

รายการและเหตุการณ์ทางบัญชีดังกล่าวอาจเป็นรายการที่เกิดขึ้นภายนอกกิจการ เช่น การให้กู้ยืมเงิน การซื้อหรือขายสินค้า เป็นต้น ข้อดีของแนวคิดนี้ คือ กิจการสามารถแสดงรายละเอียดกำไรได้หลายรูปแบบและกิจการสามารถแสดงกำไรตามสาเหตุของการเกิดกำไร เช่น กำไรจากการลงทุน กำไรจากการดำเนินงาน

#### 1.2 การวัดผลกำไรจากกิจกรรม

ตามแนวคิดนี้กิจการจะวัดผลกำไรโดยพิจารณาจากกิจกรรมในการดำเนินธุรกิจกำไรจึงเกิดขึ้นจากรายงานของผลความสำเร็จ ซึ่งไม่ใช่รายงานการคาดคะเนถึงความสำเร็จที่อาจเกิดขึ้น ข้อดีของแนวคิดนี้ คือ กิจการสามารถวัดผลกำไรตามวัตถุประสงค์ของการดำเนินงานและผู้บริหารของกิจการสามารถวัดประสิทธิภาพในการดำเนินงานได้

### 2. แนวคิดทางเศรษฐศาสตร์

นักเศรษฐศาสตร์จะยอมรับโดยทั่วกันว่ากำไรทางเศรษฐศาสตร์ หมายถึง การบริโภคบวกการออม กำไรทางเศรษฐศาสตร์มีลักษณะคล้ายกับกำไรขั้นต้น

### 3. แนวคิดเกี่ยวกับพฤติกรรม

พฤติกรรมของผู้ที่เกี่ยวข้องกับการวัดผลกำไรแสดงโดยการนำผลกำไรไปใช้ในกระบวนการตัดสินใจของผู้ที่เกี่ยวข้อง เช่น ใช้ผลกำไรเพื่อคาดคะเนเหตุการณ์ในอนาคต เช่น เงินปันผลที่กิจการจ่ายในอนาคต ราคาตลาดในอนาคต กำไรที่ใช้ในการคาดคะเนดังกล่าวเป็นกำไรที่คำนวณจากราคาปัจจุบัน ผู้สนใจผลกำไรในกรณีนี้ ได้แก่ ผู้ลงทุน เจ้าหนี้ ที่ปรึกษาการลงทุนและผู้บริหาร

#### 4. แนวคิดเกี่ยวกับกำไรภายใต้ความไม่แน่นอน

กิจการอาจต้องประสบกับความไม่แน่นอนซึ่งไม่อาจหลีกเลี่ยงได้เกี่ยวกับเหตุการณ์ต่าง ๆ ดังนั้นการวัดผลกำไรจึงขึ้นอยู่กับมูลค่าของกำไร เกณฑ์การวัดมูลค่าทางบัญชีและแนวคิดเกี่ยวกับทุน

##### 4.1 มูลค่ากำไร

กิจการต้องวัดมูลค่ากำไรเป็นจำนวนเงินเพื่อแสดงผลการดำเนินงานซึ่งอาจวัดมูลค่าได้จากราคาทุนเดิมหรือราคาทุนปัจจุบัน

##### 4.2 เกณฑ์การวัดมูลค่าทางบัญชี

เกณฑ์การวัดมูลค่าทางบัญชี แบ่งออกเป็น 2 ระบบ

4.2.1 ระบบเงินในนาม เป็นระบบที่ไม่คำนึงถึงการผันผวนของค่าเงินในช่วงเวลาที่ต่างกันรายการและเหตุการณ์ทางการบัญชีเกิดขึ้นในระยะเวลาที่ต่างกันจึงสามารถนำมารวมกันหรือหักออกจากกันได้ระบบเงินในนามเป็นเกณฑ์ที่นิยมใช้กันทั่วไปไปตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปเนื่องจากสมมติฐานทางการบัญชีที่ว่าเงินมีค่าคงที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามเวลา

4.2.2 ระบบเงินคงที่ เป็นระบบที่คำนึงถึงค่าของเงินในงวดเวลาที่ต่างกันกิจการจะปรับรายการและเหตุการณ์ทางบัญชีที่เกิดขึ้นในรอบระยะเวลาที่ต่างกันให้อยู่ในฐานะเดียวกันโดยใช้ดัชนีราคาเป็นตัวปรับมูลค่าเพื่อแสดงฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของกิจการในระดับราคาที่ไม่เปลี่ยนแปลง

วิธีการวัดผลกำไร

แนวคิดการวัดผลกำไร มี 2 วิธี

การเปรียบเทียบมูลค่าของสินทรัพย์ตามแนวทางของงบแสดงฐานะการเงินมี 2 วิธี

##### 1. การเปรียบเทียบทุนหรือสินทรัพย์สุทธิทั้งหมดของกิจการ

การวัดผลกำไรตามวิธีนี้เกิดจากแนวคิดเกี่ยวกับทุนและการรักษาระดับทุน กิจการวัดมูลค่าที่เพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ตามระยะเวลาที่ถือสินทรัพย์นั้น

##### 2. การวัดมูลค่าเพิ่ม

แนวคิดนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวัดมูลค่าที่มีหลักฐานสมบูรณ์ที่สุด หรือวัดมูลค่าตามเงินสดที่ได้รับการตีราคาเพิ่มขึ้นจากมูลค่าในการจัดหาเป็นมูลค่าในการจำหน่ายให้เกิดกำไรมูลค่าจะเพิ่มขึ้นเมื่อแปรสภาพสินทรัพย์เป็นเงินสดซึ่งราคาทุนปัจจุบันจะมีค่าใกล้เคียงกับมูลค่าสุทธิที่จะได้รับมากกว่าราคาทุนเดิม

การเปรียบเทียบรายได้และค่าใช้จ่ายตามแนวทางของงบกำไรขาดทุน

แนวคิดนี้เป็นวิธีการวัดผลกำไรโดยใช้หลักเกณฑ์ความเกี่ยวพันโดยตรงระหว่างต้นทุนที่เกิดขึ้นกับรายได้ที่มาจากรายการเดียวกันซึ่งกำหนดให้กิจการรับรู้รายได้พร้อมค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากรายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีเดียวกันกิจการอาจเปลี่ยนมูลค่าของรายการจากราคาทุนเดิมเป็นราคาที่เป็นจำนวนเงินตามอำนาจซื้อเพื่อแสดงกำไรจากการดำเนินงานผลกำไรขาดทุนจากการถือครองสินทรัพย์

2.1.2 การวัดการจัดการกำไรของรายการคงค้าง (Accrual Earnings Management) วิธีวัดระดับการจัดการกำไร

Healy and Wahlen (1999) ระบุว่า แนวทางที่ใช้ในการศึกษาการจัดการกำไรคือการใช้วิธีการประมาณรายงานคงค้างที่ไม่คาดหวังหรือรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals) เป็นการวัดผลกระทบที่ผู้บริหารใช้ในการตัดสินใจเกี่ยวกับนโยบายทางบัญชีด้วยระดับความผิดพลาดที่เกิดขึ้นมีแนวทางคำนวณดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 คำนวณรายการคงค้างรวม (Total Accrued) ตามแนวคิดของงบแสดงฐานะการเงินหรือแนวคิดของงบกระแสเงินสด เรียกว่า ค่า Y

ขั้นตอนที่ 2 นำรายการคงค้างทั้งหมดมาวิเคราะห์ความถดถอยกับตัวแปรที่เป็นตัววัดรายการคงค้างปกติ (Normal Accruals) เช่น ยอดขาย สินทรัพย์ถาวรก่อนหักค่าเสื่อมราคาสะสม เป็นต้น การคำนวณค่า  $\hat{Y}$

$$\text{โดยที่ } Y = \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 X_3 + \dots + \alpha_k X_k + \varepsilon$$

จะได้ค่า  $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \dots, \alpha_k$  นำค่า  $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \dots, \alpha_k$  คูณกับ  $X_1, X_2, X_3, \dots, X_k$

$$\text{ผลลัพธ์ คือ } \hat{Y} = \alpha_1 \times X_1 + \alpha_2 \times X_2 + \alpha_3 \times X_3 + \dots + \alpha_k \times X_k$$

ขั้นตอนที่ 3 ผลต่างระหว่างรายการคงค้างทั้งหมดกับรายการคงค้างปกติผลลัพธ์ที่ได้ คือรายการคงค้างที่ไม่คาดหวังหรือรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals) ที่จะนำมาใช้เป็นตัวแทน (Proxy) ของการวัดค่าการจัดการกำไร หากผลลัพธ์ที่ได้จากระดับของความผิดพลาด (Degree of Error) มากแสดงว่ากิจการมีการจัดการกำไรสูงข้อมูลที่นำเสนอในรายงานทางการเงินมีคุณภาพต่ำแต่หากค่าที่ได้จากระดับของความผิดพลาด (Degree of Error) น้อยจะหมายถึงมีการจัดการกำไรระดับต่ำข้อมูลที่นำเสนอในรายงานทางการเงินมีคุณภาพสูง

ตามแนวคิด Riahi-Belkaoui (2004) แบ่งประเภทการวัดค่าการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างดังกล่าวมาข้างต้นออกเป็น 2 ประเภท คือ ตัวแบบตามแนวทางงบดุล (The Balance Sheet Approach) และแนวทางกระแสเงินสด (The Cash Flow Approach) โดยมีรายละเอียดดังนี้

1) แนวคิดงบดุล (The Balance Sheet Approach) คำนวณจากสมการ

$$TA_{it} = \Delta CA_{it} - \Delta CL_{it} + \Delta STD_{it} - DEP_{it}$$

โดยที่

$TA_{it}$  คือ รายการคงค้างรวมในปีที่ t ของกิจการที่ i

$\Delta CA_{it}$  คือ การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียนในปีที่ t ของกิจการที่ i

$\Delta CL_{it}$  คือ การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียนในปีที่ t ของกิจการที่ i

$\Delta STD_{it}$  คือ การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินระยะยาวที่จะครบกำหนดภายใน 1 ปี ในปีที่ t ของกิจการที่ i

$DEP_{it}$  คือ การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินระยะยาวที่จะครบกำหนดภายใน 1 ปี ปีที่ t ของกิจการที่ i

2) แนวคิดงบกระแสเงินสด (The Cash Flow Approach) คำนวณโดยสมการ ดังนี้

$$TA_{it} = NI_{it} - CFO_{it}$$

โดย

$TA_{it}$  คือ รายการคงค้างรวมในปีที่  $t$  ของกิจการที่  $i$

$NI_{it}$  คือ กำไรจากการดำเนินงานในปีที่  $t$  ของกิจการที่  $i$

$CFO_{it}$  คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานในปีที่  $t$  ของกิจการที่  $i$

จากการทบทวนวรรณกรรมจากงานวิจัยที่ผ่านมา Riahi-Belkaoui (2004) พบว่า แนวคิดงบดุล จะพิจารณารายงานตามแนวคิดเฉพาะที่เกี่ยวข้องกับรายงานคงค้างบางรายการ ไม่ครอบคลุมถึงรายการคงค้างที่มีความเป็นไปได้ทั้งหมด

การศึกษาที่ผ่านมาของ Sloan (1996), Dechow et al. (1998) และ Wild et al. (2007) พบความสัมพันธ์ของรายการคงค้างกับคุณภาพกำไรโดยรายการคงค้างทางบัญชีให้ข้อมูลในการตัดสินใจมากกว่ากระแสเงินสด เนื่องจากหากมีลูกหนี้ปลายงวด ลูกหนี้จะให้ข้อมูลว่าในอนาคตกิจการจะมีเงินสดจากการชำระหนี้ของลูกหนี้แต่หากมีเงินสดในงวดปัจจุบันไม่อาจบอกเงินสดในอนาคตสำหรับกระแสเงินสดให้ความน่าเชื่อถือมากกว่ารายการคงค้างเพราะว่ารายการ คงค้างสามารถเกิดการตกแต่งตัวเลขได้ เช่น ยืดอายุค่าเสื่อมราคา การตั้งประมาณการในการรับรู้รายได้และค่าใช้จ่าย

ตัวแบบที่ใช้ในการวัดการจัดการกำไรของรายการคงค้าง (Accrual Earnings Management)

การจัดการกำไรเป็นที่ยอมรับกันมากถึงการใ้รายการคงค้างเป็นตัวแทนในการจัดการกำไร รายการคงค้างมีรายได้และค่าใช้จ่ายที่สำคัญแอบแฝงอยู่มากซึ่งอาจส่งผลต่อการประกอบการของกิจการผู้ใช้งบการเงินสามารถประเมินความเสี่ยงจากการใช้ข้อมูลได้จะทำให้เห็นว่ารายการคงค้างทั้งหมดมีผลกระทบต่อผลตอบแทนของตลาดเป็นสำคัญรวมถึงรายการคงค้างในปีปัจจุบันนั้นสามารถสะท้อนกระแสเงินสดในอดีต ปัจจุบันและอนาคตได้ดีย่อมแสดงให้เห็นถึงคุณภาพกำไรที่ดี Dechow and Dichev (2002); and Francis et al. (2005) ในอดีตมีงานวิจัยมากมายที่พยายามสร้างแบบจำลองเพื่อใช้พยากรณ์การจัดการกำไร การวัดการจัดการกำไรจากรายการคงค้างโดยใช้ดุลพินิจของฝ่ายบริหารมีตัวแบบที่นิยมใช้ดังนี้

#### 2.1.2.1. DeAngelo Model

DeAngelo (1986) ศึกษาการจัดการรายได้โดยการคำนวณความแตกต่างของยอดคงค้างทั้งหมด โดยมองว่ารายการคงค้างทั้งหมดเป็นตัวชี้วัดการวัดคุณภาพกำไรที่เหมาะสม โดยสมมุติว่าข้อแตกต่างแรกมีค่าเป็นศูนย์ภายใต้สมมุติฐานที่มีการจัดการรายได้ DeAngelo Model ใช้ยอดคงค้างรวมของงวดก่อน ๆ คำนวณโดยสินทรัพย์ที่ล้ำสมัย เป็นตัววัดยอดคงค้างที่ไม่ใช้ดุลพินิจผู้บริหารจะใช้มูลค่าตามบัญชีที่เป็นตัวแทนของมูลค่าตลาดโดยการหาผลต่างระหว่างรายการคงค้างในปีที่  $t-1$  หารด้วยสินทรัพย์รวมปีที่  $t-2$  กับรายการคงค้างจากการดำเนินงานซึ่งการวัดรายการคงค้างจากการดำเนินงาน ใช้รายการคงค้างรวมปีปัจจุบันหารด้วยสินทรัพย์รวมปีก่อนดังนี้

$$NDACT = TACT-1 / At-2$$

โดย

$NDA_t$  = รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีที่ t

$TAC_{t-1}$  = รายการคงค้างรวม ณ ปีที่ t-1

$At-2$  = สินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีที่ t-2

### 2.1.2.2 The Healy Model

The Healy Model ได้รับการพัฒนาโดย Healy ในค.ศ. 1985 โดยการศึกษาเปรียบเทียบค่าใช้จ่ายเฉลี่ยทั้งหมด คำนวณโดยสินทรัพย์รวมที่ล้ำสมัย Healy คาดการณ์ว่าการจัดการรายได้สามารถเกิดขึ้นได้ทุกช่วงเวลา จึงต้องมีการจัดการรายได้อย่างเป็นระบบโดยได้ทำการศึกษาแบ่งตัวแปรเป็น 3 กลุ่ม สามารถสรุปได้ว่า ความสัมพันธ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารและผลกำไรภายใต้แผนการจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้บริหารเมื่อผลตอบแทนของผู้บริหารขึ้นอยู่กับการประกอบกิจการ ผู้บริหารอาจปรับรายการคงค้างให้เพิ่มขึ้นหรือลดลงขึ้นอยู่กับแนวทางที่จะได้ผลตอบแทนโดยในปีใดที่กิจการมีกำไรน้อยหรือไม่มีโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนผู้บริหารจะเพิ่มค่าใช้จ่ายให้สูงขึ้น ตัวแบบนี้วัดค่ารายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารรายการคงค้างที่ไม่ได้เกิดจากการตัดสินใจของผู้บริหารเท่ากับ ค่าเฉลี่ยของรายการคงค้างทั้งหมดในปีที่ t ทหารด้วยสินทรัพย์รวมปีที่ผ่านมา (t-1) นำไปหักจากรายการคงค้างทั้งหมดเท่ากับรายการคงค้างจากการตัดสินใจ

$$NDA_t = 1/n \sum Y (TA_y / A_{y-1})$$

โดยที่

$NDA_t$  คือ รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจผู้บริหาร ณ เวลาที่หารด้วยสินทรัพย์รวมย้อนหลัง

$n$  คือ จำนวนปีในรอบระยะเวลาที่ทำการประมาณ

$\sum Y$  คือ จำนวนผลรวมในปีที่ y

$TA_y$  คือ รายการคงค้างทั้งหมด

$A_{y-1}$  คือ สินทรัพย์รวมทั้งหมดในปีที่ y-1

$y$  คือ ปีที่ทำการย้อนหลังในรอบระยะเวลาที่ทำการประมาณ

ความแตกต่างของรายการคงค้างที่เกิดขึ้นอยู่กัดุลยพินิจของผู้บริหาร จากตัวแบบ Healy แตกต่างจาก ตัวแบบ De Angelo คือ รายการคงค้างที่ไม่เกิดจากการตัดสินใจของผู้บริหาร ตัวแบบ De Angelo เป็นไปตามกระบวนการ Random Walk โดยมีการเคลื่อนที่แบบไร้ทิศทางขณะที่ตัวแบบ Healy เป็นกระบวนการที่มีค่าเฉลี่ยอย่างลดลง Mean Reverting

### 2.1.2.3 The Jones Model

Jones (1991) เสนอตัวแบบเพื่อประมาณรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นอยู่กัดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร เพื่อควบคุมผลกระทบการเปลี่ยนแปลงของบริษัท โดยมีแนวคิดว่าการคงค้างสามารถเปลี่ยนแปลงได้ขึ้นอยู่

กับสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจ โดยเพิ่มการเปลี่ยนแปลงของรายได้ ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ เพื่อควบคุมการเปลี่ยนแปลงของรายการคงค้างจากการดำเนินธุรกิจเมื่อสถานการณ์ทางเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลงไป จึงกำหนดสมมติฐานในการคำนวณดังนี้

$$NDA_t = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_t/A_{t-1}) + \alpha_3(PPE_t/A_{t-1})$$

โดยที่

$NDA_t$  คือ รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลพินิจผู้บริหาร ณ เวลาที่หาร  $t$  ด้วยสินทรัพย์รวมย้อนหลัง

$A_{t-1}$  คือ สินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นเวลาที่  $t-1$

$\Delta REV_t$  คือ รายได้ ณ เวลาที่  $t$  หักด้วยรายได้ ณ เวลาที่  $t-1$

$PPE_t$  คือ ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ ณ วันสิ้นเวลาที่  $t$

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเชิงเส้นของแต่ละบริษัท โดยค่า  $\alpha$  หาได้จากสมการในช่วงการประมาณระยะเวลาดังนี้

$$TA_t/A_{t-1} = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_t/A_{t-1}) + \alpha_3(PPE_t/A_{t-1}) + E_t$$

โดยที่

$TA_t$  คือ รายการคงค้างทั้งหมด ณ เวลาที่  $t$

$A_{t-1}$  คือ สินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นเวลาที่  $t-1$

$\Delta REV_t$  คือ รายได้ ณ เวลาที่  $t$  หักด้วยรายได้ ณ เวลาที่  $t-1$

$PPE_t$  คือ ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ณ วันสิ้นเวลาที่  $t$

$E_t$  คือ ค่าความคลาดเคลื่อน ณ เวลาที่  $t$

โดย  $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเชิงเส้นของแต่ละบริษัทที่ได้จากการทดสอบนำไปใช้เป็นตัวแทนในการคำนวณรายการคงค้างที่ไม่ใช้ดุลพินิจของผู้บริหาร

ตัวแบบ Jones จะรวมถึงการเพิ่มขึ้นในอดีตของรายการคงค้างทั้งหมดและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอดีตเป็นตัวแปรอิสระอีก 2 ตัวแปรเพื่อความสามารถในการอธิบายที่ดียิ่งขึ้นและการที่ตัวแบบได้เปลี่ยนตัวแปรการเปลี่ยนแปลงของยอดขายเป็นการเปลี่ยนแปลงของยอดขายสด

#### 2.1.2.4 The Modified Jones Model

The Modified Jones Model ได้รับการปรับปรุงขึ้นจากแบบจำลอง Jones model ถูกสร้างขึ้นเพื่อลดความผิดพลาดในการประมาณค่ารายการคงค้างจากการใช้ดุลพินิจของฝ่ายบริหารเกี่ยวกับการรับรู้รายได้ นำการเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าและตัวเงินรับหักออกจากการเปลี่ยนแปลงของรายได้ก่อนการประมาณรายการคงค้างจากการดำเนินงานหรือรายการคงค้างที่ไม่คาดหวังระหว่างงวดขึ้นอยู่กัเหตุผลที่ว่า

การจัดการกำไรได้ง่ายขึ้น โดยการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารในการรับรู้รายได้จากการขายเชื่อมากกว่า การบริหารรายได้โดยการใช้ดุลยพินิจในการรับรู้รายได้จากการขายสดโดยมีข้อสมมติฐานว่าการเปลี่ยนแปลงของ ยอดขายเชื่อเป็นผลมาจากการบริหารกำไรของผู้บริหารโดยการใช้ดุลยพินิจในการตัดสินใจให้สินเชื่อจะ พิจารณาข้อมูลแต่ละบริษัทของแต่ละปีแยกจากกันซึ่งทำให้กลุ่มตัวอย่างมากขึ้นจะส่งผลทำให้งานวิจัย น่าเชื่อถือมากขึ้นโดยจะใช้ช่วยในการดำเนินการวิเคราะห์ข้อมูลเพิ่มเติมเพื่อทดสอบให้เห็นถึงรายการคงค้าง ที่ ไม่ควรเกิดขึ้นผ่านการจัดการตัวเลขทางบัญชีโดยผ่านวิธีการตั้งประมาณการทางบัญชีด้วยสมการดังนี้

$$NDA_t = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_t - \Delta REC_t)/A_{t-1} + \alpha_3(PPE_t/A_{t-1})$$

โดยที่

$NDA_t$  คือ รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร ณ เวลาที่  $t$  หารด้วย สินทรัพย์รวมย้อนหลัง

$A_{t-1}$  คือ สินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นเวลา  $t-1$

$\Delta REV_t$  คือ รายได้ ณ เวลา  $t$  หักด้วยรายได้ ณ เวลา  $t-1$

$\Delta REC_t$  คือ ลูกหนี้การค้า ณ เวลา  $t$  หักด้วยลูกหนี้การค้า ณ เวลา  $t-1$

$PPE_t$  คือ ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ณ สิ้นเวลา  $t$

โดยค่า  $\alpha$  หาได้จากตัวแบบเดียวกับตัวแบบ Jones ในช่วงการประมาณระยะเวลาความแตกต่าง ของตัวแบบของ Jones ทั้ง 2 ตัวแบบคือ ตัวแบบ Modified Jones ปรับปรุงการเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้ การค้าเพราะเชื่อว่าการเปลี่ยนแปลงในยอดขายเชื่อทั้งหมดในช่วงเหตุการณ์เป็นผลจากการจัดการกำไร ซึ่งตัว แบบ Jones โดยมีเหตุผลว่าการจัดการกำไรทั้งกระบวนการด้วยการตัดสินใจเกี่ยวกับการรับรู้รายได้ตลอดช่วง การขายสดยากกว่าตกแต่งกำไรเฉพาะการขายเชื่อวิธีการนี้ถูกต้องการประมาณค่าการจัดการกำไรเกิดจากการ บริหารยอดขายผลลัพธ์ที่ได้จะไม่ซ้ำใกล้เลขศูนย์

#### 2.1.2.5 The Industry Model

The Industry Model เป็นแบบจำลองที่ พัฒนาโดย Dechow and Slove (1996) ตัวแบบนี้มี ความคล้ายคลึงกับแบบจำลอง Jones Model เพื่อหยุดสมมติฐานที่ว่า เงินคงค้างไม่มีการคิดดอกเบี้ยคงที่ แบบจำลองนี้ถือว่าการเปลี่ยนแปลงในปัจจุบันกำหนดของการคิดดอกเบี้ยคงค้างเป็นแบบทั่วไประหว่างบริษัท ในอุตสาหกรรมเดียวกันพัฒนามาจากแนวคิดที่ว่ารายการคงค้างของบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันควรจะ มีจำนวนเท่ากันเนื่องจากถูกกระทบจากปัจจัยทางเศรษฐกิจที่เหมือนกันในช่วงเวลาเดียวกัน The Industry Model เชื่อว่ากิจการในอุตสาหกรรมเดียวกันมีความสัมพันธ์ต่อรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของ ฝ่ายบริหาร โดยสมมติว่าความผันแปรของตัวกำหนดรายการคงค้างจากการดำเนินงานจะเหมือนกันทุกบริษัท ในอุตสาหกรรมเดียวกันมีสมการดังนี้

$$NDA_t = \beta_1 + \beta_2 \text{median} ; (TA_t/A_{t-1})$$



โดยที่

$NDA_t$  คือ รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร ณ เวลาที่  $t$  วัดจากการทดสอบด้วยตัวแบบ Jones (1991)

$median ; (TA_t/A_{t-1})$  คือ ค่ามัธยฐานของรายการคงค้างทั้งหมด ณ เวลาที่  $t$  หารด้วยสินทรัพย์รวมย้อนหลังสำหรับบริษัททั้งหมดที่ไม่ใช่ตัวอย่างในอุตสาหกรรมที่มีรหัสมาตรฐานอุตสาหกรรม 2 หลัก (Standard Industry Classification)

$\beta_1, \beta_2$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ความทดถอยเชิงเส้นของแต่ละบริษัทคำนวณจากสมการถดถอยเชิงเส้นกำลังสองน้อยที่สุดของการสำรวจในช่วงระยะเวลาที่ทำการประมาณ

ตัวแปรนี้ลดความผิดพลาดที่เกิดจากการวัดค่ารายการคงค้างขึ้นอยู่กับ 2 ปัจจัย ได้แก่ ตัวแปรอุตสาหกรรมช่วยลดความผิดพลาดของรายการคงค้างที่ไม่ได้เกิดจากการตัดสินใจส่วนมากการตอบสนองการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมของแต่ละบริษัทตัวแบบอุตสาหกรรมจะไม่คำนวณรายการคงค้างที่ไม่ได้เกิดจากการตัดสินใจจากตัวแปรรายการคงค้างจากการตัดสินใจและปัจจัยที่สองตัวแปรอุตสาหกรรมขจัดความแปรผันของรายการคงค้างจากการตัดสินใจที่สัมพันธ์กันระหว่างกิจการในอุตสาหกรรมเดียวกันความรุนแรงของปัญหาขึ้นอยู่กับสิ่งที่จัดการทำไรนั้นไปกระตุ้นความสัมพันธ์ระหว่างกิจการในอุตสาหกรรมเดียวกัน Guay et al. (1996) แสดงให้เห็นว่าแบบ Jones Model และ Modified Jones Model เป็นตัวแบบที่สามารถประมาณการรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารได้น่าเชื่อถือมากกว่า

#### 2.1.2.6 Yoon Model

เป็นแบบจำลองที่ปรับปรุงโดย Yoon and Miller (2002) ตัวแบบนี้ได้พัฒนามาจากแบบจำลอง Modified Jones Model โดยได้ทำการรวมตัวแปรการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายเฉพาะส่วนที่เป็นเงินสดซึ่งไม่รวมค่าใช้จ่ายค้างจ่าย ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายผลประโยชน์จากการเกษียณ ผลที่ได้ทำให้วัตรระดับการตกแต่งผลกำไรที่มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้นโดยแสดงความสัมพันธ์ของสมการดังต่อไปนี้

$$TA_{i,t}/REV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) / REV_{i,t} + \beta_2(\Delta EXP_{i,t} - \Delta PAY_{i,t}) / REV_{i,t} + \beta_3 (DEP_{i,t} + PEN_{i,t}) / REV_{i,t} + E_{i,t}$$

โดย

$TA_{i,t}$ (Total Accruals)	=	กำไรสุทธิหักด้วยกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน
$REV_{i,t}$	=	รายได้สุทธิ (Net Revenue)
$REC_{i,t}$	=	ลูกหนี้การค้า (Receivables)
$EXP_{i,t}$	=	ผลรวมของต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเฉพาะค่าใช้จ่ายที่เป็นเงินสด
$PAY_{i,t}$	=	เจ้าหนี้การค้า (Payables)
$DEP_{i,t}$	=	ค่าเสื่อมราคา (Depreciation Expenses)

$$\text{PEN}_{i,t} = \text{ค่าใช้จ่ายผลประโยชน์หลังเกษียณ (Retirement)}$$

$$\Delta = \text{การเปลี่ยนแปลง}$$

เป็นแบบจำลองที่ปรับปรุงโดย Yoon et al. (2006) ตัวแบบนี้ได้พัฒนามาจาก แบบจำลอง Yoon and Miller (2002) โดยได้ทำการรวมตัวแปร การเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายเฉพาะส่วนที่เป็นเงินสดซึ่งไม่รวม ค่าใช้จ่ายค้างจ่าย ค่าเสื่อมราคา ผลที่ได้จะทำให้วัดระดับการตกแต่งผลกำไรที่มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น งานวิจัยของ Yoon et al. จึงเสนอตัวแบบใหม่ที่คำนึงถึงข้อบกพร่องของตัวแบบ Modified Jones Model ที่ไม่ครอบคลุมการจัดการกำไรผ่านรายการค่าใช้จ่ายเจ้าหนี้และไม่สอดคล้องกันระหว่างตัวแปรที่ใช้สินทรัพย์รวมต้นงวดซึ่งเป็นตัวแปรคงที่เป็นตัวแปรมาตรฐานของสมการขณะที่รายการคงค้างที่ต้องการศึกษานั้นเป็นตัวแปรที่ไม่คงที่สามารถผันแปรได้นอกจากนี้รายการอาคารและอุปกรณ์ที่ใช้ในสมการซึ่งถือเป็นตัวแทนของค่าเสื่อมราคานั้นไม่ได้สะท้อนค่าของรายการคงค้างไม่หมุนเวียนโดยแท้จริง

$$\text{NDCA}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{\Delta \text{REV}_{i,t} - \Delta \text{AR}_{i,t}}{\text{REV}_{i,t}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta \text{EXP}_{i,t} - \Delta \text{AP}_{i,t}}{\text{REV}_{i,t}} \right) + \beta_3 \left( \frac{\text{DEP}_{i,t} - \text{PEN}_{i,t}}{\text{REV}_{i,t}} \right)$$

โดยที่

$\text{TA}_{i,t}$  คือ รายการคงค้างรวมของบริษัทที่  $i$  ในปีที่  $t$

$\text{REV}_{i,t}$  คือ รายได้ของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$\Delta \text{REV}_{i,t}$  คือ รายได้ของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$  หักรายได้ในปีที่  $t-1$

$\text{AR}_{i,t}$  คือ การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$\Delta \text{EXP}_{i,t}$  คือ ผลรวมของต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารไม่รวมค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นตัวเงินของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$  หักด้วยผลรวมของผลรวมต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหารไม่รวมค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นตัวเงินของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$\Delta \text{AP}_{i,t}$  คือ การเปลี่ยนแปลงของเจ้าหนี้ของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$\text{DEP}_{i,t}$  คือ ค่าเสื่อมราคาของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$\text{PEN}_{i,t}$  คือ ค่าใช้จ่ายผลประโยชน์ของพนักงานของบริษัท  $i$  ในปีที่

ตัวแปร  $(\Delta \text{REV}_{i,t} - \Delta \text{REC}_{i,t}) / \text{REV}_{i,t}$  การเปลี่ยนแปลงของรายได้ลบการเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้ารายได้เป็นตัวแปรที่อธิบายการเปลี่ยนแปลงของรายได้ที่เป็นเงินสดเท่านั้นซึ่งจะรวมถึงผลจากรายการคงค้างในปัจจุบันและรายได้ในส่วนที่ไม่ได้เป็นไปตามดุลยพินิจผู้บริหารตัวแปรนี้จะแสดงให้เห็นถึงแนวโน้มของบริษัทที่เพิ่มขึ้นตามรายงานเกี่ยวกับรายได้โดยการเพิ่มรายได้จากการขายสินค้าเป็นเงินเชื่อทั้งปีและการเปลี่ยนแปลงจากการขายและการให้บริการที่เป็นเงินสดไม่ควรส่งผลกระทบต่อการขายสินค้าหรือ การให้บริการเป็นเงินเชื่อตัวแปรนี้จะเหมาะสมกับแนวโน้มการเพิ่มขึ้นของการขายสินค้าหรือให้บริการเป็นเงินเชื่อ ส่วนตัวแปร  $(\Delta \text{EXP}_{i,t} - \Delta \text{PAY}_{i,t}) / \text{REV}_{i,t}$  การเปลี่ยนแปลงของผลรวมของต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเฉพาะค่าใช้จ่ายที่เป็นเงินสดลบด้วยการเปลี่ยนแปลงของเจ้าหนี้การค้าหารรายได้กรณีที่ใน

รายงานทางการเงินได้รวมค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสดให้นำมาหักออกไปก่อนจึงจะนำตัวเลขส่วนที่เหลือมาคำนวณ โดยตัวแปรนี้อธิบายการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายที่เป็นเงินสดสองตัวแปรนี้จะใช้อธิบายการแต่งตั้งกำไรโดยผู้บริหารผ่านการปรับเปลี่ยนตัวเลขของรายได้และค่าใช้จ่ายโดยจะช่วยให้การอธิบายในส่วนของ Current Accrual สมบูรณ์ยิ่งขึ้นตัวแปรนี้จะให้ความสัมพันธ์เชิงบวกกับรายการคงค้าง ตัวแปร  $(DEP_{it} + PEN_{it}) / REV_{it}$  ค่าเสื่อมราคาบวกค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงานหารรายได้เป็นตัวแปรที่อธิบายความสัมพันธ์ในส่วนของ ค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นเงินสด ค่าเสื่อมราคาเกิดจากการเสื่อมมูลค่าของสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน เป็นค่าใช้จ่ายที่ไม่ต้องจ่ายเป็นเงินสดโดยมีวิธีการคำนวณค่าเสื่อมราคาหลายวิธี เช่น วิธีเส้นตรง วิธีผลรวมรายปี วิธีผลรวมทวีคูณ ค่าใช้จ่ายผลประโยชน์จากการเกษียณเมื่อหนี้สินจากผลประโยชน์การเกษียณน้อยกว่ากองทุนทั้งหมด ของกิจการตัวแปรค่าเสื่อมราคาบวกค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงานบริษัทจะให้ความสัมพันธ์เชิงลบกับรายการ คงค้างในฐานะเป็นค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสด

Yoon Model เป็นแบบจำลองที่ปรับปรุงโดย Yoon et al. (2006) จากการศึกษาการจัดการ กำไรในประเทศเกาหลี โดยการแบ่งกลุ่มตัวอย่าง เป็นรายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นระดับ สูง กลาง ต่ำ บริษัทที่มีรายการคงค้างต่ำ จะพิจารณาเป็นบริษัทที่มีรายได้ลดลง บริษัทที่มีรายการคงค้างสูงจะ พิจารณาเป็นบริษัทที่มีรายได้เพิ่มขึ้น บริษัทที่มีรายได้เพิ่มขึ้นจะใช้รายได้ที่ไม่ใช่เงินสดรวมและการจัดการ สินทรัพย์ เช่น การจำหน่ายสินทรัพย์ บริษัทที่มีรายได้ลดลงส่วนใหญ่จะมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

ตารางที่ 2.3 การประมาณค่ารายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร

ปีที่	แบบจำลอง	ผู้ศึกษา	มุมมอง
1986	DeAngelo (1986)	De Angelo	<p>รายการคงค้างที่ไม่ได้เกิดจากการตัดสินใจของผู้บริหารเท่ากับค่าเฉลี่ยของรายการคงค้างทั้งหมดในปีที่ <math>t</math> หารด้วยสินทรัพย์รวมปีที่ผ่านมา (<math>t-1</math>) นำไปหักจากรายการคงค้างทั้งหมดเท่ากับรายการคงค้างจากการตัดสินใจ</p> $NDA_t = 1/n \sum_{\gamma} (TA_{\gamma} / A_{\gamma-1})$ <p>โดยที่</p> <p><math>NDA_t</math> คือ รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจผู้บริหาร ณ เวลา <math>t</math> หารด้วยสินทรัพย์รวมย้อนหลัง</p> <p><math>n</math> คือ จำนวนปีในรอบระยะเวลาที่ทำการประมาณ</p> <p><math>\sum_{\gamma}</math> คือ จำนวนผลรวมในปีที่ <math>\gamma</math></p> <p><math>TA_{\gamma}</math> คือ รายการคงค้างทั้งหมด</p> <p><math>A_{\gamma-1}</math> คือ สินทรัพย์รวมทั้งหมดในปีที่ <math>\gamma-1</math></p> <p><math>\gamma</math> คือ ปีที่ทำการย้อนหลังในรอบระยะเวลาที่ทำการประมาณ</p> <p>ความแตกต่างของรายการคงค้างที่เกิดขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ตัวแบบ Healy นี้ ต่างจาก De Angelo ในส่วนที่รายการคงค้างที่ไม่เกิดจากการตัดสินใจของผู้บริหารส่วนตัวแบบ DeAngelo เป็นไปตามกระบวนการ Random Walk โดยมีการเคลื่อนที่แบบไร้ทิศทางขณะที่ของ Healy เป็นกระบวนการที่มีค่าเฉลี่ยอย่างลดลง Mean Reverting</p>

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ปีที่	แบบจำลอง	ผู้ศึกษา	มุมมอง
1989	The Healy Model	Healy	<p>Healy พัฒนาตัวแบบโดยการทดสอบการจัดการกำไรโดยการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของรายการคงค้างผ่านตัวแปรที่แบ่งการจัดการกำไรและศึกษาความแตกต่างจากการจัดการกำไร โดยคาดการณ์ว่าการจัดการกำไรที่เป็นระบบจะเกิดขึ้นในทุกช่วงเวลาและแบ่งตัวแปรจากกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 3 กลุ่ม คือกลุ่มที่ 1 คาดการณ์ว่าการจัดการกำไรในรอบบัญชีนั้นเพิ่มขึ้น กลุ่มที่ 2 และ กลุ่มที่ 3 คาดการณ์ว่ามีการจัดกำไรลดลงจากนั้นเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างรวมเป็นคู่ในกลุ่มที่ คาดการณ์ว่ามีการจัดการกำไรเพิ่มขึ้นกับค่าเฉลี่ยของรายการคงค้างที่ค่าเท่ากัน โดยค่าเฉลี่ยรายการคงค้างรวมจากการประมาณค่าตามช่วงเวลาจะเป็นตัวแทนการวัดรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ตามตัวแบบแสดงดังนี้</p> $NDA_t = \frac{\sum TA_t}{T}$ <p>โดยที่ <math>NDA_t</math> คือ รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารปีที่ <math>t</math>  <math>TA_t</math> คือ รายการคงค้างรวมถ่วงน้ำหนักด้วยสินทรัพย์รวมในปีที่ <math>t</math>  <math>T</math> คือ จำนวนปีที่ใช้ประมาณค่า</p>

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ปีที่	แบบจำลอง	ผู้ศึกษา	มุมมอง
1991	Industry Model	Dechow and Sloan	<p>เป็นแบบจำลองคล้ายกันกับ Jones Model โดย Industry Model มีข้อสมมติที่ว่ารายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับการตัดสินใจของผู้บริหารมีค่าคงที่ตลอดเวลา นอกจากนี้ค่าของรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลพินิจของฝ่ายบริหารในอุตสาหกรรมเดียวกันจะมีค่าเท่ากันแบบจำลองเป็นดังนี้</p> $NDA_t = \beta_1 + \beta_2 \text{Median} : \left( \frac{TA_t}{\text{Total Asserts}_{t-1}} \right)$ <p>โดยที่</p> <p><math>\text{Median} : \left( \frac{TA_t}{\text{Total Asserts}_{t-1}} \right)</math> คือ มัชฐานของรายการคงค้างรวมถ่วงน้ำหนักด้วยสินทรัพย์รวมในปีที่ t-1</p> <p><math>\beta_1, \beta_2</math> คือ ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอเบเชิงเส้นของตัวแปร</p> <p>ผลจากการทดสอบแบบจำลองรายการคงค้างจากการดำเนินงานของ Dechow et al. (1995) พบว่าแบบจำลองของ Jones และ Modified Jones สามารถประมาณค่ารายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลพินิจของฝ่ายบริหารได้อย่างสมเหตุสมผลที่สุดในขณะที่แบบจำลองของ Heal (1985) และ Industry Model (1991) ไม่สามารถแยกรายการคงค้างรวมเป็นรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลพินิจของฝ่ายบริหารกับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลพินิจของฝ่ายบริหารได้</p>

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ปีที่	แบบจำลอง	ผู้ศึกษา	มุมมอง
1991	Jones Model	Jones	<p>สร้างตัวแบบใหม่แนวคิดคือรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Non-discretionary accruals) จะคงที่เสมอ ซึ่ง Jones ได้พยายามควบคุมผลกระทบของเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจของบริษัทที่มีผลต่อรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Non-discretionary accruals : NDA) เช่น การเปลี่ยนแปลงของรายได้ การเปลี่ยนแปลง ยอดขายและมูลค่าที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ทำให้ได้ตัวแบบ Jones (1991) ดังสมการต่อไปนี้</p> $NDA_t = \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \alpha_2 (\Delta REV_t) + \alpha_3 (PPE_t)$ <p>โดยที่ <math>NDA_t</math> คือ รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารปีที่ <math>t</math>,  <math>A_{t-1}</math> คือ สินทรัพย์รวมในปีที่ <math>t-1</math>  <math>\Delta REV_t</math> คือ การเปลี่ยนแปลงของรายได้ปีที่ <math>t</math> ถ่วงน้ำหนักด้วยสินทรัพย์รวมปีที่ <math>t-1</math>  <math>PPE_t</math> คือ ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิปีที่ <math>t</math>,  <math>\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3</math> คือ ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเชิงเส้นของตัวแปร</p> <p>หากผู้บริหารตกแต่งกำไรผ่านยอดขายโดยเฉพาะยอดขายเชื่อแบบจำลองนี้จะไม่สามารถตรวจจับการจัดการกำไรได้ เพราะตัวแบบจำลองจะไม่ถือว่ายอดขายเชื่อที่ถูกตกแต่งนั้นเป็นรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary accruals : DCA) และแบบจำลองนี้จะอธิบายความผันแปรของรายการคงค้างได้ค่อนข้างต่ำ และค่ารายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary accruals : DCA) ที่คำนวณได้ยังตรวจจับการจัดการกำไรไม่ได้ดีเท่ารายการคงค้างรวม (Total accruals : TA) Dechow et al. (2011) นอกจากนี้ยังพบว่า ค่าความคลาดเคลื่อนที่ได้จากแบบจำลอง Jones มีความสัมพันธ์ (Correlation) กับรายการคงค้างรวม (Total accruals : TA) ซึ่งทำให้แบบจำลองประมาณการนี้มีความไม่สมบูรณ์</p>



ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ปีที่	แบบจำลอง	ผู้ศึกษา	มุมมอง
1995	Modified Jones	Dechow et al.	<p>พัฒนามาจาก The Jones Model ที่มีการรวมเอารายได้เข้าไว้ในแบบจำลอง เนื่องจากมีแนวคิดที่ว่ารายได้ที่รวมเอาลูกหนี้การค้าซึ่งเกิดจากการขายเชื่อเข้าไปด้วยซึ่งกิจการสามารถจัดการกำไรด้วยรายการขายเชื่อได้ (Dechow et al., 1995) ดัดแปลงแบบจำลองของ Jones และเพิ่มตัวแปรการเปลี่ยนแปลงของยอดขายเชื่อ (<math>\Delta REV_t</math>) เพื่อลบกับการเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้ (<math>\Delta REC_t</math>) ถ่วงน้ำหนักด้วยสินทรัพย์ในปีที่ t-1 โดยมีความเชื่อว่าการเปลี่ยนแปลงทั้งหมดของยอดขายเชื่อมาจากการจัดการกำไรที่อาจทำให้ประมาณค่ารายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary accruals: DCA) ได้ชัดเจนมากยิ่งขึ้น งานวิจัยจำนวนมากที่เกี่ยวข้องกับการจัดการกำไรนิยมใช้</p> $NDA_t = \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \alpha_2 (\Delta REV_t - \Delta REC_t) + \alpha_3 (-PPE_t)$ <p>โดยที่</p> <p><math>NDA_t</math> คือ รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารปีที่ t</p> <p><math>\Delta REV_t</math> คือ การเปลี่ยนแปลงของรายได้ปีที่ t ถ่วงน้ำหนักด้วยสินทรัพย์รวมปีที่ t-1</p> <p><math>PPE_t</math> คือ ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิปีที่ t ถ่วงน้ำหนักด้วยสินทรัพย์รวมปีที่ t-1</p> <p><math>\Delta REC</math> คือ การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้ถ่วงน้ำหนักด้วยสินทรัพย์ในปีที่ t-1</p> <p><math>A_{t-1}</math> คือ สินทรัพย์รวมในปีที่ t-1</p> <p><math>\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3</math> คือ ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเชิงเส้นของตัวแปร</p>

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ปีที่	แบบจำลอง	ผู้ศึกษา	มุมมอง
2002	Dechow and Dichev model	Dechow and Dichev	<p>ได้เสนอวิธีการหารายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Non – discretionary accruals : NDA) ที่แตกต่างออกไปจากวิธีก่อนโดยรายการคงค้างจะเป็นตัวประมาณการกระแสเงินสดที่ได้รับหรือจ่ายไปในอดีต ปัจจุบันและอนาคตเพราะการลงบันทึกรายการคงค้างย่อมคาดหวังว่าบริษัทจะได้รับหรือจ่ายกระแสเงินสดในอนาคตหรือในทางกลับกันบริษัทต้องลงบันทึกรายการคงค้างหากได้รับหรือจ่ายเงินสดล่วงหน้าดังนั้นกระแสเงินสดในอดีต ปัจจุบัน และอนาคต จะมีความสัมพันธ์กับขนาดรายการคงค้างที่เหมาะสมความธรรมชาติของธุรกิจได้ แบบจำลองดังกล่าวมี R<sup>2</sup> สูงกว่าแบบจำลอง Jones และ Modified Jones มาก Dechow and Dichev (2002) ได้สร้างแบบจำลองโดยสนใจเฉพาะรายการคงค้างที่เกี่ยวกับเงินทุนหมุนเวียนโดยมีแบบจำลองเป็นดังนี้</p> $TCA_t = \beta_0 + \beta_1 CFO_{t+1} + \beta_2 CFO_1 + \beta_3 CFO_{t-1} + \varepsilon_t$ <p>TCA<sub>t</sub> คือ รายการคงค้างหมุนเวียนรวมในปีที่ t</p> <p>CFO<sub>t-1</sub> คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานในปีที่ t-1</p> <p>CFO<sub>1</sub> คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานในปีที่ t</p> <p>CFO<sub>t+1</sub> คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานในปีที่ t+1</p> <p>β<sub>0</sub> คือ ค่าคงที่ของสมการถดถอย</p> <p>β<sub>1</sub>, β<sub>2</sub>, β<sub>3</sub> คือ ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยเชิงเส้นของตัวแปร</p> <p>ε<sub>t</sub> คือ ค่าความคลาดเคลื่อนจากการประมาณค่าในปีที่ t</p>

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ปีที่	แบบจำลอง	ผู้ศึกษา	มุมมอง
			<p>มองว่าตัวแบบของ Dechow and Dichev (2002) ไม่ได้รวมปัจจัยด้านเศรษฐกิจเข้าไปซึ่งถือว่าปัจจัยที่มีผลต่อการประมาณการรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลพินิจของฝ่ายบริหาร (Non – discretionary accruals: NDA) ทำให้การประมาณการรายการไม่สมบูรณ์นักจึงได้เพิ่มให้สะท้อนผลการดำเนินงาน</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. การเปลี่ยนแปลงในยอดขาย (<math>\Delta REV_t</math>) เพื่อให้สะท้อนผลการดำเนินงาน</li> <li>2. ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ (PPE) ซึ่งจะช่วยให้สะท้อนการจัดการกำไรผ่านบัญชีการด้อยค่าของที่ดิน อาคารและอุปกรณ์และค่าความนิยม</li> </ol> <p>ผลการทดสอบพบว่า แบบจำลองที่เสนอแก้ไขโดย McNichols (2002) สามารถอธิบายได้ดีกว่าแบบจำลอง Dechow and Dichev (2002) ต่อมา Francis et al. (2005) ได้นำแบบจำลองที่เสนอแก้ไขโดย McNichol ไปใช้ในงานวิจัยของเขา อีกทั้งยังมองว่า 2 ตัวแปรควบคุมเข้ามาในสมการรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary accruals: DCA) ทั้งระยะสั้นและระยะยาวพร้อมทั้งช่วยขจัดข้อจำกัดของแบบจำลอง Dechow and Dichev (2002) ได้ด้วยแบบจำลองของ Francis et al. (2005) ตามสมการ ดังนี้</p> $\frac{TCA_{it}}{AA_{it}} = \phi_{0,i} \frac{1}{AA_{it}} + \phi_{1,i} \frac{CFO_{i,t-1}}{AA_{it}} + \phi_{2,i} \frac{CFO_{i,t}}{AA_{it}} + \phi_{3,i} \frac{CFO_{i,t+1}}{AA_{it}} + \phi_{4,i} \frac{\Delta REV_{i,t}}{AA_{it}} + \phi_{5,i} \frac{PPE_{i,t}}{AA_{it}} + \epsilon_t$ <p style="text-align: center;">โดยที่</p>

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ปีที่	แบบจำลอง	ผู้ศึกษา	มุมมอง
			<p><math>TCA_{i,t}</math> คือ รายการคงค้างหมุนเวียนรวมของบริษัท <math>i</math> ในปี <math>t^5</math></p> <p><math>CFO_{i,t}</math> คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัท <math>i</math> ในปี <math>t^6</math></p> <p><math>\Delta REV_{i,t}</math> คือ การเปลี่ยนแปลงของรายได้ของบริษัท <math>i</math> ในงวดที่ <math>t</math> เทียบกับงวดที่ <math>t-1</math></p> <p><math>PPE_{i,t}</math> คือ ราคาทุนก่อนหักค่าเสื่อมของราคาที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ของบริษัท <math>i</math> ใน งวดที่ <math>t</math> เทียบกับงวดที่ <math>t-1</math></p> <p><math>AA_{i,t}</math> คือ สินทรัพย์รวมเฉลี่ยของบริษัท <math>i</math> ในงวดที่ <math>t</math></p> <p><math>\epsilon_t</math> คือ ค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณการของบริษัท <math>i</math> ในปี <math>t</math></p>
2005	Kothari, Leone and Wasley model	Kothari et al. (2005)	แนวคิดของตัวแบบนี้ คือ อุตสาหกรรมเดียวกันมีผลการดำเนินงานใกล้เคียงกันควรมีระดับรายการคงค้างเหมือนกันจึงได้ควบคุมปัจจัยด้านผลการดำเนินงานด้วยอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) เข้าไปในสมการเพื่อไม่ให้เกิดความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างปกติ (Normal accruals) จะมีความผันแปรอย่างมากต่อผลการดำเนินงานที่มากผิดปกติ อย่างไรก็ตามพบที่ตัวแบบนี้มีความสามารถในการทดสอบค่อนข้างต่ำทำให้ตัวแบบนี้ไม่ควรนำมาใช้เว้นแต่นักวิจัยจะให้ความสำคัญเรื่องปัจจัยผลประกอบการ
2006	Yoon model	Yoon et al. (2006)	จากการศึกษา ตัวแบบการวัดการจัดการกำไรผ่านการวัดระดับรายการคงค้างในงบการเงินของงานวิจัยในอดีต พบว่าตัวแบบที่ได้รับความนิยมคือ ตัวแบบ Modified Jones Model (Dechow et al., 1995) ซึ่งได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางในการศึกษาเรื่องการจัดการกำไรและคุณภาพกำไรอย่างไรก็ตามมีงานวิจัยที่มองว่าตัวแบบดังกล่าวยังมีข้อบกพร่องซึ่งไม่ครอบคลุมการจัดการกำไรผ่านรายการค่าใช้จ่ายและเจ้าหนี้และมีความไม่สอดคล้องกันระหว่างตัวแปรที่

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ปีที่	แบบจำลอง	ผู้ศึกษา	มุมมอง
			<p>ใช้สินทรัพย์รวมต้นงวดซึ่งเป็นตัวแปรคงที่เป็นตัวแปรมาตรฐานของสมการขณะที่รายการคงค้างที่ต้องการศึกษานั้นเป็นตัวแปรที่ไม่คงที่สามารถผันแปรได้ นอกจากนี้รายการที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ที่ใช้ในสมการซึ่งถือเป็นตัวแทนของ ค่าเสื่อมราคานั้นก็ไม่ได้สะท้อนค่าของรายการค้างรับค้างจ่ายไม่หมุนเวียนโดยแท้จริง งานวิจัยของ Yoon et al. (2006) จึงเสนอตัวแบบใหม่ที่คำนึงถึงข้อบกพร่องดังกล่าว</p> $NDCA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it}}{REV_{it}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta EXP_{it} - \Delta AR_{it}}{REV_{it}} \right) + \beta_3 \left( \frac{DEP_{it} - PEN_{it}}{REV_{it}} \right)$ <p>โดยที่</p> <p><math>TA_{it}</math> คือ รายงานการคงค้างรวมของบริษัทที่ <math>i</math> ในปี <math>t</math></p> <p><math>REV_{it}</math> คือ รายได้ของบริษัท <math>i</math> ในปี <math>t</math></p> <p><math>\Delta REV_{it}</math> คือ รายได้ของบริษัท <math>i</math> ในปี <math>t</math> หักรายได้ในปี <math>t-1</math></p> <p><math>AR_{it}</math> คือ การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าของบริษัท <math>i</math> ในปี <math>t</math></p> <p><math>\Delta EXP_{it}</math> คือ ผลรวมของต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารไม่รวมค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นตัวแทนของบริษัท <math>i</math> ในปี <math>t</math> หักด้วยผลรวมของผลรวมต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหารไม่รวมค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นตัวแทนของบริษัท <math>i</math> ในปี <math>t</math></p> <p><math>\Delta AR_{it}</math> คือ การเปลี่ยนแปลงของเจ้าหนี้ของบริษัท <math>i</math> ในปี <math>t</math></p> <p><math>DEP_{it}</math> คือ ค่าเสื่อมราคาของบริษัท <math>i</math> ในปี <math>t</math></p> <p><math>PEN_{it}</math> คือ ค่าใช้จ่ายผลประโยชน์ของพนักงานของบริษัท <math>i</math> ในปี <math>t</math></p>

การศึกษาเกี่ยวกับการจัดการกำไรงานวิจัยส่วนใหญ่มักจะให้ความสนใจที่รายการคงที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นจำนวนมากซึ่งความสามารถในการควบคุมของผู้บริหาร จะแสดงเกี่ยวกับการจัดการกำไรเพื่อให้เป็นไปตามที่ผู้บริหารต้องการโดยการประมาณค่ารายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร Klein (2002), Davidson et al. (2005), Bergstresser and Philippon (2006), Larcker et al. (2007), Liu and Lu (2007), Sarkar et al. (2008) และ Banderlipe (2009)

ในการศึกษานี้ผู้วิจัยใช้แบบจำลองการจัดการกำไร Yoon Model มาใช้ในการคำนวณ การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร Yoon Model ได้ทำการรวมตัวแปร การเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายเฉพาะส่วนที่เป็นเงินสดซึ่งไม่รวมค่าใช้จ่ายค้างจ่าย ค่าเสื่อมราคา ผลที่ได้จะทำให้วัดระดับการจัดการกำไรที่มีประสิทธิภาพโดยได้มีการนำแบบจำลองไปทดสอบกับกลุ่มตัวอย่างในประเทศบังคลาเทศ โดย Islam et al. (2011) ซึ่งได้ผลสอดคล้องกันพบว่าแบบจำลอง Yoon Model สามารถอธิบายระดับของ Discretionary Accrual และพยากรณ์โอกาสในการจัดการกำไรได้เป็นอย่างดี โดยมีค่า R- squared เป็นค่าที่นำมาวัดใช้ว่าตัวแบบสมการเชิงเส้นที่ได้มานั้นมีความเหมาะสมหรือไม่ ผลที่ออกมาค่า R- squared สูงถึง 84% ในขณะที่แบบจำลอง Modified Jones มีค่า R- squared แค่ 9% แบบจำลองการจัดการกำไร Yoon Model ของ Yoon et al. (2006) การคำนวณการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารแบบจำลอง Yoon Model มีประสิทธิภาพในการวัดรายการคงค้าง

สามารถสรุปได้ว่ารายการคงค้างรวมประกอบด้วยรายการคงค้างจากการดำเนินงานปกติกับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร ตามแบบ Yoon Model เป็นดังนี้

$$NDCA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it}}{REV_{it}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta EXP_{it} - \Delta AP_{it}}{REV_{it}} \right) + \beta_3 \left( \frac{DEP_{it} - PEN_{it}}{REV_{it}} \right)$$

โดยที่

$TA_{it}$  คือ รายงานคงค้างรวมของบริษัทที่  $i$  ในปี  $t$

$REV_{it}$  คือ รายได้ของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$\Delta REV_{it}$  คือ รายได้ของบริษัท  $i$  ในปี  $t$  หักรายได้ในปี  $t-1$

$AR_{it}$  คือ การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$\Delta EXP_{it}$  คือ ผลรวมของต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารไม่รวมค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นต้นทุนของบริษัท  $i$  ในปี  $t$  หักด้วยผลรวมของผลรวมต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหารไม่รวมค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นต้นทุนของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$\Delta AP_{it}$  คือ การเปลี่ยนแปลงของเจ้าหนี้ของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$DEP_{it}$  คือ ค่าเสื่อมราคาของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$PEN_{it}$  คือ ค่าใช้จ่ายผลประโยชน์ของพนักงานของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

## 2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.3.1 งานวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรก จากการศึกษางานวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรก งานวิจัยในอดีตจะแสดงผลการวิจัยเชิงประจักษ์ เกี่ยวกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าที่แตกต่างกันดังนี้

งานวิจัยที่ระบุว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าจากการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันเช่น Ljungqvist et al. (2006) กล่าวว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าได้แก่ ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลเป็นเหตุผลที่เหมาะสมที่สุดของการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าโดยได้จำลองข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุนที่สมมติว่าในสามบุคคลนี้มีหนึ่งบุคคลที่ทราบข้อมูลมากกว่าบุคคลอื่นมีผลทำให้การเสนอราคาขายของหลักทรัพย์ครั้งแรกมีการกำหนดราคาขายหลักทรัพย์ที่ต่ำกว่ามูลค่าผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์มีการบันทึกตกแต่งกำไรก่อนเพื่อให้กำไรในช่วงการออกหลักทรัพย์ IPO สูงกว่าปกติโดยใช้เกณฑ์คงค้างในการบันทึกบัญชีซึ่งสอดคล้องกับ Beatty and Ritter (1986) ระบุว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าสามารถเกิดขึ้นได้ระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุน ผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จัดทำหนังสือชี้ชวนมีข้อมูลต่างๆ เกี่ยวกับบริษัท เพื่อลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยการใช้ผู้ตรวจสอบบัญชีและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียง

Rock (1986) กล่าวว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าเกิดจากนักลงทุนโดยได้แบ่งนักลงทุนออกเป็น 2 ประเภท คือนักลงทุนที่มีข้อมูลและนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล นักลงทุนที่มีข้อมูลจะทราบข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ IPO จึงคัดเลือกซื้อหุ้นที่ราคาถูกจริงก่อนนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลในตลาดจะเหลือหุ้นราคาแพงผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะให้ส่วนลดในราคาหลักทรัพย์ จำเป็นต้องกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO ของบริษัทให้ต่ำกว่ามาตรฐานเพื่อช่วยนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล IPO และดึงดูดนักลงทุนให้ได้รับผลตอบแทนตามที่ประมาณการณ์ไว้ซึ่ง Beatty and Ritter (1986), Koh and Walter (1989) และ พิมพิศา พรหมมา (2561) กล่าวว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่ต่ำกว่าราคาทุนจะเป็นการจูงใจให้นักลงทุนมาลงทุนในกิจการ ผู้บริหารของบริษัทยินยอมขายหุ้นของบริษัทในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง เพื่อเป็นการชดเชยความเสี่ยงให้กับนักลงทุน เนื่องจากหุ้นของบริษัทเป็นหุ้นใหม่ไม่เคยมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มาก่อน นักลงทุนสามารถหาข้อมูลเกี่ยวกับราคาในตลาดรองของหุ้นได้การระดมทุนผ่านการการจัดจำหน่ายหุ้นให้แก่บุคคลภายนอกเป็นช่องทางสำคัญในการระดมทุนของกิจการ (รักชนก สำเนียงล้ำ, 2563) ในช่วงปี 2561 ประเทศไทยมีการกำหนดแผนการเลือกตั้งและความผันผวนในทางเศรษฐกิจภายในและต่างประเทศการตัดสินใจนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีปรากฏการณ์การตั้งราคาค่อนข้างต่ำเพื่อเปิดโอกาสให้นักลงทุนสามารถนำหุ้นมาขายเมื่อมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ วันแรกทำให้อัตราผลตอบแทนสูงมาก



Ritter and Welch (2002) กล่าวว่า บริษัทที่มีคุณภาพดีจะกำหนดราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่ามาตรฐานเพื่อให้ประสบความสำเร็จในการจำหน่ายหลักทรัพย์ในอนาคต ซึ่งสอดคล้องกับ Carter et al. (1998), Megginson and Weiss (1991) และ Zheng and Stangeland (2007) ซึ่งให้เห็นว่าชื่อเสียงของผู้สอบบัญชีจะเพิ่มการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าเนื่องจากผู้สอบบัญชีจะส่งสัญญาณแสดงถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ช่วยเพิ่มมูลค่าหุ้นในตลาดรองหากบริษัทใช้บริการผู้ตรวจสอบบัญชีที่มีคุณภาพมีชื่อเสียงนักลงทุนจะเชื่อว่าบริษัทมีข้อมูลที่ดี ถูกต้อง มีความน่าเชื่อถือได้ เกี่ยวกับการบริหารงานและผลการดำเนินงานของบริษัทในอนาคต

ดังนั้นจากแนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า จากนักวิจัยหลายท่านสามารถสรุปงานวิจัยได้ว่าการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า เกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างนักลงทุนที่มีข้อมูลกับไม่มีข้อมูลโดยจะเกี่ยวข้องกับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุน ซึ่งบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO พยายามจะลดความไม่เท่าเทียมกันของมูลโดยส่งสัญญาณต่าง ๆ เพื่อให้ให้นักลงทุนเห็นว่าบริษัทมีคุณภาพ เช่น การใช้ผู้ตรวจสอบบัญชีที่มีคุณภาพ การออกหนังสือชี้ชวนซึ่งในหนังสือชี้ชวนจะมีข้อมูลเกี่ยวกับประวัติของบริษัท ผลการดำเนินงานที่ผ่านมาเพื่อให้ให้นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจมากขึ้นมีผลทำให้บริษัทที่มีคุณภาพดีจะกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานเพื่อให้การออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ประสบความสำเร็จในอนาคต

**ตารางที่ 2.4** สรุปแนวคิดการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

ผู้เขียน	คำจำกัดความ
Beatty and Ritter (1986)	กล่าวว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าสามารถเกิดขึ้นได้ระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุน ผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะออกหนังสือชี้ชวน มีข้อมูลต่าง ๆ เกี่ยวกับบริษัท พยายามลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยการใช้ผู้ตรวจสอบบัญชีและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียง

ตารางที่ 2.4 (ต่อ)

ผู้เขียน	คำจำกัดความ
Ljungqvist (2006)	<p>การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าแบ่งออกเป็น 4 เหตุผล ได้แก่ ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลด้านสถาบัน ด้านการพิจารณา ด้านการควบคุมและกระบวนการเชิงพฤติกรรม โดยความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลเป็นเหตุผลที่เหมาะสมที่สุดของการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าซึ่งความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลจะ ผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO โดยแบบจำลองด้านความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลจะอนุมานว่าในสามบุคคลนี้จะมีหนึ่งบุคคลที่ทราบข้อมูลมากกว่าบุคคลอื่น มีผลทำให้การเสนอราคาขายของหลักทรัพย์นำไปสู่การกำหนดราคาขายหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรก ต่ำกว่ามูลค่า คือการตกแต่งกำไรโดย ผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์มีการบันทึกกำไรก่อนเพื่อให้กำไรในช่วงการออกหลักทรัพย์ IPO สูงกว่าปกติ โดยใช้เกณฑ์คงค้าง การพิจารณาว่าบริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีการตกแต่งกำไรในช่วงออกหลักทรัพย์ IPO ให้ดูจากการใช้เกณฑ์คงค้างในการบันทึกบัญชี</p>
Carter et al. (1998)	<p>ผู้สอบบัญชีที่มีชื่อเสียงจะเพิ่มมูลค่าการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรก ต่ำกว่ามูลค่า เนื่องจากผู้สอบบัญชีจะส่งสัญญาณแสดงถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ช่วยเพิ่มมูลค่าหุ้นในตลาดรองหากบริษัทใช้บริการ ผู้ตรวจสอบบัญชีที่มีคุณภาพมีชื่อเสียงนักลงทุนจะเชื่อว่าบริษัทมีความถูกต้อง น่าเชื่อถือ</p>
Koh and Walter (1989)	<p>การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่ต่ำกว่าราคาหุ้นจะเป็นการจูงใจให้นักลงทุนมาลงทุนในกิจการ ผู้บริหารของบริษัทยินยอมขายหุ้นของบริษัทในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง เพื่อเป็นการชดเชยความเสี่ยงให้กับนักลงทุนเนื่องจากหุ้นของบริษัทเป็นหุ้นใหม่ไม่เคยมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มาก่อน นักลงทุนสามารถหาข้อมูลเกี่ยวกับราคาในตลาดรองของหุ้นได้ การระดมทุนผ่านการการจัดจำหน่ายหุ้นให้แก่บุคคลภายนอกเป็นช่องทางสำคัญในการระดมทุนของกิจการ</p>
Zheng and Stangeland (2007)	<p>ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชีจะเพิ่มมูลค่าการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรก ต่ำกว่ามูลค่าเนื่องจากผู้สอบบัญชีจะส่งสัญญาณแสดงถึงคุณภาพของบริษัท ผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ช่วยเพิ่มมูลค่าหุ้นในตลาดรองหากบริษัทใช้บริการ ผู้ตรวจสอบบัญชีที่มีคุณภาพมีชื่อเสียงนักลงทุนจะเชื่อว่าบริษัทมีข้อมูลที่ดี ถูกต้อง มีความน่าเชื่อถือได้เกี่ยวกับการบริหารงานและผลการดำเนินงานของบริษัทในอนาคต</p>

ตารางที่ 2.4 (ต่อ)

ผู้เขียน	คำจำกัดความ
Ritter and Welch (2002)	บริษัทที่มีคุณภาพดีจะกำหนดราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่ามาตรฐานเพื่อให้ประสบความสำเร็จในการจำหน่ายหลักทรัพย์ในอนาคต
Rock (1986)	การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าเกิดจากนักลงทุน โดยได้แบ่ง นักลงทุนออกเป็น 2 ประเภท คือนักลงทุนที่มีข้อมูลและนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล นักลงทุนที่มีข้อมูลจะทราบข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ IPO นักลงทุนที่มีข้อมูลจะแข่งขันกันคัดเลือกซื้อหุ้นที่ราคาถูกจริง (ดี) ไปก่อนในตลาดจะเหลือหุ้นราคาแพง (ไม่ดี) ให้กับนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล ดังนั้นผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะให้ส่วนลดในราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุน ผู้ออกหลักทรัพย์ IPO จึงจำเป็นต้องกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO ของบริษัทให้ต่ำกว่ามาตรฐานเพื่อช่วยให้นักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล ให้ได้รับผลตอบแทนตามที่คาดการณ์ไว้เมื่อทำการจองซื้อหลักทรัพย์ IPO ของบริษัท
พิมพ์พิศา พรหมมา (2561)	การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่ต่ำกว่าราคาทุนจะเป็นการจูงใจให้นักลงทุนมาลงทุนในกิจการ ผู้บริหารของบริษัทยินยอมขายหุ้นของบริษัท ในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงเพื่อเป็นการชดเชยความเสี่ยงให้กับนักลงทุน เนื่องจากหลักทรัพย์ของบริษัทเป็นหุ้นใหม่ไม่เคยมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มาก่อน นักลงทุนสามารถหาข้อมูลเกี่ยวกับราคาในตลาดรองของหลักทรัพย์ได้การระดมทุนผ่านการการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ให้แก่บุคคลภายนอกเป็นช่องทางสำคัญในการระดมทุนของกิจการ
รักชนก สำเนียงล้ำ (2563)	ในช่วงปี 2561 ความผันผวนในทางเศรษฐกิจภายในและต่างประเทศการตัดสินใจนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีปรากฏการณ์การตั้งราคาค่อนข้างต่ำเพื่อเปิดโอกาสให้นักลงทุนสามารถนำหุ้นมาขายเมื่อมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรก ทำให้อัตราผลตอบแทนสูงมาก

ข้อมูลทางการเงินของบริษัท

ระบบบัญชีและงบการเงินของบริษัทเป็นข้อมูลทางการเงินที่สำคัญในการดำเนินธุรกิจข้อมูลทางการเงินจะให้รายละเอียดเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกิจการ ฐานะการเงินของกิจการ ผู้บริหารสามารถประมาณการผลการประกอบการในอนาคตได้และบริษัทสามารถนำข้อมูลทางการเงินเพื่อมาวิเคราะห์สภาพคล่องและประเมินคุณภาพผลการดำเนินงานของบริษัทได้สำหรับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ แก่สาธารณชนครั้งแรกข้อมูลงบการเงินที่รายงานในหนังสือชี้ชวนจะเป็นข้อมูลงบการเงิน 3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ จากการศึกษางานวิจัยสามารถตั้งสมมติฐานไว้ว่า อัตราการเติบโตของยอดขายและอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก

### อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sale Growth)

งานวิจัยในอดีตจะพบว่าเมื่อยอดขายของบริษัทมีการเติบโตเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจะแสดงให้เห็นถึงความต้องการของสินค้าที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นทำให้บริษัทต้องการแหล่งเงินทุนเพื่อการขยายการผลิตมากขึ้น หากเงินทุนของบริษัทที่มีอยู่ไม่เพียงพอบริษัทจะต้องหาแหล่งเงินทุนภายนอกที่มาจาก การเสนอขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ สอดคล้องกับการศึกษาของ Zheng and Stangeland (2007) การที่บริษัทกำหนดราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงเป็นการส่งสัญญาณคุณภาพของบริษัท ซึ่ง IPO Underpricing วัดจากผลตอบแทนวันแรก คุณภาพของบริษัทวัดจากการเติบโตของยอดขายผลการทดสอบพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับยอดขายอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติและผลการดำเนินงานของบริษัทเกี่ยวกับการจัดการรายได้โดยการเลือก รายได้ที่เกิดขึ้นในช่วงปี IPO ช่วย บริษัทที่ออก IPO ในการรายงานรายได้ที่สูงขึ้น ผลตอบแทนจากการขาย ROA, IAROS และ ROA ของบริษัทไอพีโอมีการเติบโตสูงกว่าปกติในช่วง IPO ปีเมื่อเทียบกับปีก่อนไปอีก 6 ปี หลัง IPO นอกจากนี้ผลการวิจัยยังแสดงให้เห็นว่ารายได้ที่ฉวยโอกาสการบริหารจัดการในปี IPO ส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพของรายได้ในระยะยาวและประสิทธิภาพของตลาด นอกจากนี้ Chang et al. (2008) พบว่าการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์กันกับอัตราการเติบโตของยอดขาย Zheng and Stangeland (2007) พบว่าการเติบโตของยอดขายของบริษัทเป็นไปได้ที่บริษัทจะเสนอขายหุ้นต่อสาธารณชนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ IPO ซึ่ง สอดคล้องกับงานวิจัยของ Fischer and Stocken (2004), Pagano et al. (1998) และ พิมพิศา พรหมมา (2561) พบว่าอัตราการเติบโตของยอดขายมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและ ค่าตัดจำหน่าย

งานวิจัยในอดีตจะพบว่ากำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย รายได้ก่อนดอกเบี้ยจ่ายภาษีค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) จะคำนวณเพื่อวัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเนื่องจากการคำนวณจะคำนึงถึงเฉพาะค่าใช้จ่ายที่จำเป็นในการดำเนินธุรกิจเป็นประจำทุกวัน Hasan et al. (2013) พบว่าอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) เป็นสัญญาณสื่อคุณภาพของบริษัท นอกจากนี้ Zheng and Stangeland (2007) การที่บริษัทกำหนดราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง เป็นการส่งสัญญาณคุณภาพของบริษัท ซึ่ง IPO Underpricing วัดจากผลตอบแทนวันแรก การทดสอบพบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับ พิมพิศา พรหมมา (2561) พบว่าอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

2.3.2 งานวิจัยเกี่ยวกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรก และการจัดการกำไร

การจัดการกำไรของผู้บริหาร (Earning Management) สามารถแบ่งได้ 2 วิธี ได้แก่ 1) การเลือกใช้นโยบายการบัญชี และ 2) การตกแต่งรายการผ่านรายการคงค้าง (Accrual Transaction) ซึ่งวิธีแรกนั้นการเลือกใช้นโยบายการบัญชีโดยผู้บริหรมักถูกจำกัดขอบเขตโดยข้อกำหนดของสภาวิชาชีพบัญชี ได้แก่ มาตรฐานการบัญชี (Thai Accounting Standard) มาตรฐานการรายงานทางการเงิน (Thai Financial Reporting Standard) หรือแนวปฏิบัติทางการบัญชี (Thai Standard Interpretations Committee) ซึ่งข้อกำหนดเหล่านี้ถือเป็นสิ่งที่ผู้บริหรต้องปฏิบัติตามอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ มิฉะนั้นอาจส่งผลกระทบต่อการแสดงความคิดเห็นต่อการเงินของผู้สอบบัญชีด้วยข้อจำกัดต่าง ๆ เหล่านี้ทำให้หลากหลายงานวิจัยเลือกใช้การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างแทน Healy and Wahlen (1999) ได้สนับสนุนแนวคิดเช่นกันโดยได้ให้ความคิดเห็นว่าการจัดการกำไรจะเกิดขึ้น เมื่อมีการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหรเข้ามาแทรกแซงการทำธุรกรรมโดยปกติของกิจการไม่ว่าจะเป็นการสร้างรายการคงค้าง หรือการกำหนดนโยบายในการประมาณการมูลค่าทางบัญชี Houge and Loughran (2000) กล่าวว่านักลงทุนส่วนใหญ่จะดูข้อมูลกำไรที่เป็นปัจจุบันไม่ได้คำนึงรายการคงค้างและรายการในงบกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานได้ทำการทดสอบการซื้อขายจำนวน 3 ส่วน ประกอบด้วย 1) นักลงทุนซื้อหลักทรัพย์ที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสูงสุดและขายหลักทรัพย์ที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่ำสุด 2) นักลงทุนซื้อหลักทรัพย์ที่มีรายการพึงรับพึงจ่ายต่ำสุดและขายหลักทรัพย์ที่มีรายการพึงรับพึงจ่ายสูงสุด 3) นักลงทุนซื้อหลักทรัพย์ที่มีคุณภาพกำไรสูงสุดโดยคุณภาพกำไรสูงสุดประกอบด้วยหลักทรัพย์ที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสูงและกำไรต่ำและขายหลักทรัพย์ที่มีคุณภาพกำไรที่มีคุณภาพต่ำสุดโดยคุณภาพกำไรต่ำสุดต้องประกอบด้วยหลักทรัพย์ที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่ำและกำไรสูง Shen et al. (2014) การรับรู้รายการทางบัญชีโดยใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหรมีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไร

DuCharme et al. (2001) พบว่า ผลตอบแทนของหุ้นในช่วงแรกหลังจากเสนอขายหุ้นสามัญของบริหรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายผ่านรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหรมากกว่าปกติเมื่อเทียบกับช่วงก่อนเสนอขายหุ้นสามัญต่อสาธารณชนครั้งแรก เนื่องจากสาเหตุในด้านของข้อมูลช่วงที่ราคาหุ้นสูงกว่าราคาความเป็นจริงการนำเสนอเงินที่ตกแต่งกำไรและการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่ายโดยใช้ดุลยพินิจผู้บริหรในช่วงเสนอขายหุ้นสามัญต่อสาธารณชนครั้งแรกมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานในช่วง 3 ปีหลังจากที่เสนอขายหุ้นสามัญต่อสาธารณชนครั้งแรก Chan et al. (2006) อัตราส่วนคงค้างยังมีค่ามากคุณภาพกำไรจะยิ่งลดลงเพราะกำไรสุทธิจากงบกำไรขาดทุนมีค่ามากกว่ากระแสเงินสดที่มาจากดำเนินงานของบริหร ซึ่งส่วนใหญ่มาจากการเปลี่ยนแปลงในสินค้าคงเหลือ ลูกหนี้และเจ้าหนี้ การจัดการรายได้โดยการเลือกรายได้ที่เกิดขึ้นในช่วงปี IPO ช่วย บริหรที่ออก IPO ในการรายงานรายได้ที่สูงขึ้น ผลตอบแทนจากการขาย ROA IAROS และ ROA ของบริหรที่ไอพีโอมีการเติบโตสูงกว่าปกติในช่วง IPO ปีเมื่อเทียบกับปีก่อนไปอีก 6 ปีหลัง IPO นอกจากนี้ผลการวิจัยยังแสดงให้เห็นว่ารายได้ที่ฉวยโอกาสการบริหารจัดการในปี IPO ส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพของรายได้ในระยะยาวและประสิทธิภาพของตลาด Rangan (1998) และ Teoh et al. (1998) กล่าวว่า การประมาณการของกำไร

ก่อนออกขายหุ้นสามารถใช้ในการคาดการณ์รายได้หลังการขายและผลตอบแทนหุ้น ข้อค้นพบนี้สอดคล้องกับสมมุติฐานที่ว่าตลาดหุ้นเป็นแง่ดีเกินไปเมื่อมีปัญหาหุ้นมีประสบการณ์และในภายหลังผิดหวังเมื่อรายได้สูงไม่สามารถยั่งยืนได้ Shen et al. (2014) พบว่า ความหลากหลายทางเลือกในการรับรู้รายการทางบัญชีโดยผ่านการตัดสินใจโดยผู้มีอำนาจเป็นสิ่งที่กระตุ้นการสร้างโอกาสในการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างมากขึ้น หลักทรัพย์ที่มีการจัดการกำไรในปีก่อนการเสนอขายหุ้นสามัญต่อสาธารณชนครั้งแรกส่งผลให้ผลตอบแทนหุ้นในวันที่เสนอขายครั้งแรกมากกว่าผลตอบแทนของหุ้นหลังวันที่เสนอขายครั้งแรก Aharony et al. (1993) กล่าวว่าบริษัทที่จะเสนอขายหุ้นใหม่ครั้งแรกแก่สาธารณชนจะมีแรงจูงใจในการจัดการกำไรและมาตรฐานการบัญชียังเปิดโอกาสในการเลือกใช้นโยบายการบัญชีทำให้บริษัทที่เสนอขายหุ้นใหม่แก่สาธารณชนเลือกใช้นโยบายการบัญชีที่ทำให้งบการเงินมีกำไรสูงในช่วงก่อนปีที่เสนอขายหุ้นใหม่ครั้งแรกแก่สาธารณชน

Yoon et al. (2006) พบว่า เครื่องมือที่บริษัท ในประเทศเกาหลีใช้เมื่อ บริษัท ต้องการจัดการกำไรซึ่งแบ่งตัวอย่างโดยยึดตามเงินคงค้างตามดุลยพินิจ ผู้บริหาร แบ่งเป็น 2 ตัวอย่าง 1) เงินคงค้างต่ำหมายถึง บริษัทลดรายได้ และ 2) เงินคงค้างสูงถือเป็นบริษัทที่เพิ่มรายได้ เครื่องมือที่ใช้ในการจัดการรายได้เมื่อบริษัทจัดการรายได้ที่เพิ่มขึ้นมักใช้รายได้ที่ไม่ใช่เงินสดรวมถึงกำไรจากการขายสินทรัพย์ที่มีรายได้ลดลงและค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสดรวมถึงค่าใช้จ่ายหนี้เสียและขาดทุนจากการขายสินทรัพย์บริษัทยังมีแนวโน้มที่จะใช้เงินคงค้างในปัจจุบันในระดับที่จำกัดเนื่องจากเงินคงค้างในปัจจุบันมีผลต่อกระแสเงินสดในปีต่อ ๆ ไป Sloan (1996) พบว่าราคาหุ้นสะท้อนข้อมูลทั้งหมดในบัญชีคงค้างและกระแสเงินสดเกี่ยวกับการรับในอนาคตกำไรตามเกณฑ์คงค้างเป็นข้อมูลช่วยสำหรับการพยากรณ์เกี่ยวกับความสามารถของกระแสเงินสดในอนาคตของนักลงทุนกิจการควรประเมินคุณภาพกำไรของกิจการกำไรที่มีคุณภาพสูงต้องระมัดระวังไม่แสดงรายได้ที่สูงเกินจริงและต้นทุนที่ต่ำกว่าความเป็นจริงและกำไรที่สามารถเปลี่ยนเงินสดในจำนวนที่ใกล้เคียงกันเป็นงบกำไรที่มีคุณภาพสูงรายการคงค้างมีเสถียรภาพน้อยกว่าส่วนที่เป็นกระแสเงินสดและกิจการที่มีระดับของรายการคงค้างสูงจะทำให้กำไรของกิจการมีคุณภาพต่ำ Allen and Faulhaber (1989) พบว่าข้อมูลของบริษัทเกี่ยวกับความสามารถและโอกาสในการเติบโตในอนาคตของบริษัทนักลงทุนจะมีข้อมูลน้อยกว่าผู้ออกหลักทรัพย์บริษัทที่มีความเสมอภาคกันของข้อมูลจะไม่กำหนดราคาหุ้นที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงในการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกต่อประชาชนไม่มีความจำเป็นที่จะส่งสัญญาณให้นักลงทุนสอดคล้องกับ Grinblatt and Hwang (1989) พบว่าขนาดหรือระดับส่วนลดของราคาหุ้น IPO มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคุณภาพกำไรของบริษัทซึ่งผู้ออกหลักทรัพย์จะส่งสัญญาณให้นักลงทุนด้วยการราคาเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรก Welch (1989) เสนอแนวคิดที่ว่าบริษัทที่มีคุณภาพต่ำ (Low Quality Firms) นักลงทุนจะไม่ลงทุนในบริษัทนั้น จะมีพฤติกรรมเลียนแบบพฤติกรรมบริษัทที่มีคุณภาพสูงในการส่งสัญญาณให้นักลงทุน จากการ IPO Underpricing บริษัทที่มีคุณภาพสูงสามารถกำหนดราคาหุ้น IPO ด้วยราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งบริษัทที่มีคุณภาพต่ำไม่สามารถเลียนแบบได้ เนื่องจากต้องต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการกำหนดราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง สรุปว่า IPO Underpricing เป็นการส่งสัญญาณคุณภาพของบริษัทให้กับนักลงทุน พรทิวา ชาวสะอาด (2555) กล่าวว่า



ปัจจัยด้านอัตราการเติบโตและค่าตอบแทนของผู้บริหารมีผลเชิงบวกกับระดับการจัดการกำไร กิจกรรมที่มีผลกำไรจะได้รับความสนใจจากนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เข้ามาลงทุนซื้อหุ้นของกิจการที่ออกจำหน่าย

**ตารางที่ 2.5** สรุปผลการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก และการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง

ชื่อผู้วิจัย	เรื่อง	ผลการวิจัย
พรทิวา ชาวสะอาด (2555)	ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับระดับการจัดการกำไร : กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ปัจจัยด้านอัตราการเติบโตและค่าตอบแทนของผู้บริหารมีผลเชิงบวกกับระดับการจัดการกำไร กิจกรรมที่มีผลกำไรจะได้รับความสนใจจากนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เข้ามาลงทุนซื้อหุ้นของกิจการที่ออกจำหน่ายทำให้ราคาหุ้นมีราคาสูงขึ้นตามกลไกของตลาดทุน
สถาปัตยกรรม ดวงทรัพย์ (2552)	ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรวัดค่าจากรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารและโอกาสในการเจริญเติบโตโดยศึกษาจากบริษัทที่อยู่กลุ่ม SET 50 INDEX ปี 2547 – 2551	โอกาสในการเติบโตของบริษัทโดยวัดจาก 1) อัตราส่วนมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ 2) อัตราส่วนมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญต่อมูลค่าบัญชีของหุ้นสามัญ 3) อัตราส่วนกำไรต่อหุ้นก่อนรายการพิเศษต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญมีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไร
Shette et al. (2016)	การจัดการรายได้จากการเสนอขายครั้งแรก	ผลประกอบการและผลการดำเนินงานของ บริษัทเกี่ยวกับการจัดการรายได้โดยการเลือกรายได้ที่เกิดขึ้นในช่วงปี IPO ช่วย บริษัทที่ออก IPO ในการรายงานรายได้ที่สูงขึ้น ผลตอบแทนจากการขาย ROA, IAROS และ ROA ของบริษัทไอพีโอมีการเติบโตสูงกว่าปกติในช่วง IPO ปีเมื่อเทียบกับปีก่อนไปอีก 6 ปีหลัง IPO นอกจากนี้ผลการวิจัยยังแสดงให้เห็นว่ารายได้ที่ฉวยโอกาสการบริหารจัดการในปี IPO ส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพของรายได้ในระยะยาวและประสิทธิภาพของตลาด



ตารางที่ 2.5 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	เรื่อง	ผลการวิจัย
พิมพ์ศิว พรหมมา (2561)	ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอของประเทศไทย	อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (ย้อนหลังก่อนเข้าตลาด) และอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลังก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า
DuCharme et al. (2001)	Earnings Management: IPO Valuation and Subsequent Performance	ผลตอบแทนของหุ้นในช่วงแรกของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายผ่านรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารมากกว่าปกติเมื่อเทียบกับช่วงก่อนเสนอขายหุ้นสามัญต่อสาธารณชนครั้งแรก เนื่องจากสาเหตุในด้านของข้อมูลช่วงที่ราคาหุ้นสูงกว่าราคาความเป็นจริง การนำเสนองบการเงินที่ตกแต่งกำไร และการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจผู้บริหารในช่วงเสนอขายหุ้นสามัญต่อสาธารณชนครั้งแรก มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานในช่วง 3 ปีหลังจากที่เสนอขายหุ้นสามัญต่อสาธารณชนครั้งแรก
Bradshaw et al. (1999)	Earning quality and financial reporting credibility an empirical investigation.	หากตัวชี้วัดเกณฑ์คงค้างสูงคุณภาพกำไรจะต่ำเนื่องจากความแตกต่างกันของกำไรสุทธิทางบัญชีและกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน
Chan (2006)	Earnings Quality and Stock Return	อัตราส่วนคงค้างยังมีค่ามากคุณภาพกำไรจะยิ่งลดลงเพราะกำไรสุทธิจากงบกำไรขาดทุนมีค่ามากกว่ากระแสเงินสดที่มาจากการดำเนินงานของบริษัทซึ่งส่วนใหญ่มาจากการเปลี่ยนแปลงในสินค้าคงเหลือ ลูกหนี้ และเจ้าหนี้

ตารางที่ 2.5 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	เรื่อง	ผลการวิจัย
Sundgren (2007)	Earnings Management in Public and Private Companies : From Finland	รายการคงค้างมีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรในกิจการที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์และนอกตลาดหลักทรัพย์ประเทศฟินแลนด์
Zheng and Stangeland, (2007)	IPO Underpricing, Firm Quality, and Analyst Forecasts	การเสนอขายหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเพิ่มขึ้นของยอดขายและ EBITDA หลังการเสนอขายหุ้น IPO แต่ไม่เกี่ยวข้องกับการเติบโตของกำไรอย่างมีนัยสำคัญ
Sloan (1996)	Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings	ราคาหุ้นสะท้อนข้อมูลเกี่ยวกับรายได้ในอนาคตที่มีอยู่ในองค์ประกอบเงินคงค้างและกระแสเงินสดของรายได้ ปัจจุบันการแสดงถึงรายได้ในปัจจุบันยังคงมีอยู่ในอนาคตขึ้นอยู่กับขนาดของเงินสดและส่วนประกอบรายการคงค้างของรายได้ปัจจุบันราคาหุ้นจะทำหน้าที่เสมือนว่านักลงทุน "ตริ้ง" กับรายได้ที่ล้มเหลวในการสะท้อนข้อมูลอย่างเต็มที่ในองค์ประกอบเงินคงค้างและกระแสเงินสดของรายได้ในปัจจุบันจนกว่าจะมีผลกระทบต่อยุติในอนาค
Allen and Faulhaber (1989)	Signaling by Underpricing in the IPO Market	ผู้ออกหลักทรัพย์มีข้อมูลของบริษัทเกี่ยวกับความสามารถและโอกาสในการเติบโตในอนาคตของบริษัทมากกว่านักลงทุนนอกจากนี้ยังพบว่าบริษัทที่มีความเสมอภาคกันของข้อมูลและไม่มีการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกต่อประชาชนจะไม่กำหนดราคาหุ้นที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงเพราะไม่มีความจำเป็นที่จะส่งสัญญาณให้นักลงทุน
Rangan (1998)	Earnings management and the performance of seasoned equity offerings	การประมณการของกำไรก่อนออกขายหุ้นสามารถใช้ในการคาดการณ์รายได้หลังการขายและผลตอบแทนหุ้น underperformance

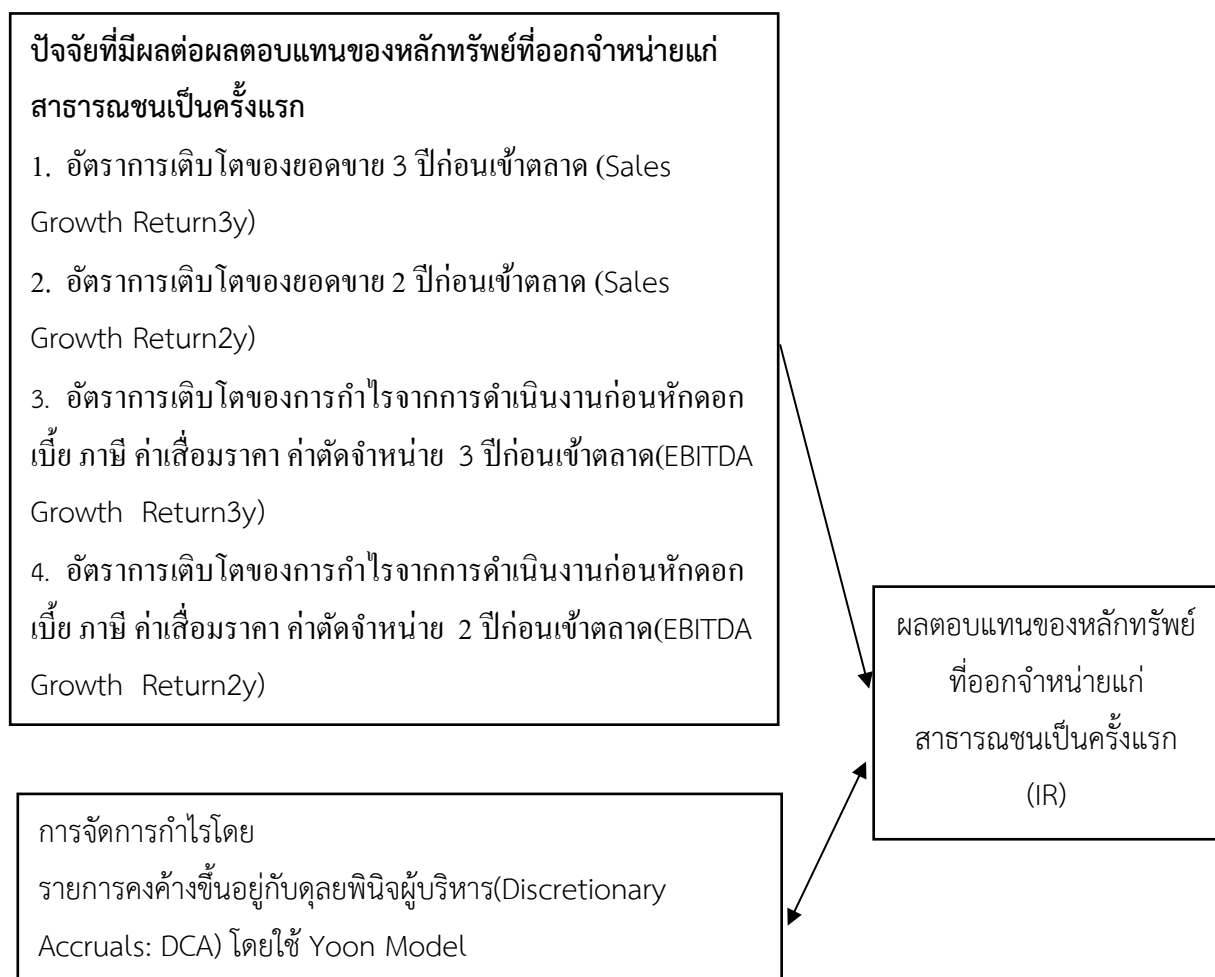
ตารางที่ 2.5 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	เรื่อง	ผลการวิจัย
Ritter and Welch (2002).	A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations.	<p>ตรวจสอบทฤษฎีเกี่ยวกับการเสนอขายหุ้นว่าทำไมบริษัทการขายหุ้นในราคาต่ำกว่ามูลค่าในวันแรกและวิธีการทำ IPO ในระยะยาว โดยมี 3 ประเด็น</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. ปรากฏการณ์การเสนอขายหุ้นจำนวนมากไม่ได้อยู่กับที่</li> <li>2. การจัดสรรหุ้นเป็นประเด็นที่มีแนวโน้มมากที่สุดในการเสนอขายหุ้น</li> <li>3. ข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันไม่ใช่ตัวขับเคลื่อนหลักของปรากฏการณ์การขายหุ้นในราคาต่ำกว่ามูลค่าในวันแรก</li> </ol>
Yoon et al. (2006)	Earnings Management Vehicles for Korean Firms	<p>เครื่องมือที่บริษัทในประเทศเกาหลีใช้เมื่อบริษัทต้องการจัดการกำไรซึ่งแบ่งตัวอย่างโดยยึดตามเงินคงค้างตามดุลยพินิจผู้บริหาร แบ่งเป็น</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) เงินคงค้างต่ำหมายถึง บริษัทลดรายได้ และ</li> <li>2) เงินคงค้างสูงถือเป็น บริษัทที่เพิ่มบริษัทจัดการรายได้ที่เพิ่มขึ้นมักใช้รายได้ที่ไม่ใช่เงินสดรวมถึงกำไรจากการขายสินทรัพย์ที่มีรายได้ลดลงและค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสดรวมถึงค่าใช้จ่ายหนี้เสียและขาดทุนจากการขายสินทรัพย์บริษัทยังมีแนวโน้มที่จะใช้เงินคงค้างในปัจจุบันในระดับที่จำกัดเนื่องจากเงินคงค้างในปัจจุบันมีผลต่อกระแสเงินสดในปีต่อ ๆ ไป</li> </ol>
Pagano et al. (1998)	Why Do Companies Go Public ? An Empirical Analysis.	อัตราการเติบโตของยอดขายมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า
Grinblatt and Hwang (1989)	Signalling and the Pricing of New Issues	ระดับหรือขนาดส่วนลดของราคาหุ้น IPO มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคุณภาพของบริษัท ราคาเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรก สะท้อนการส่งสัญญาณจากผู้ออกหลักทรัพย์สู่นักลงทุน

ตารางที่ 2.5 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	เรื่อง	ผลการวิจัย
Welch (1989)	Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings	บริษัทที่มีคุณภาพต่ำ (Low Quality Firms) นักลงทุนจะไม่ลงทุนในบริษัทนั้นจะมีพฤติกรรมเลียนแบบพฤติกรรมบริษัทที่มีคุณภาพสูงในการส่งสัญญาณให้นักลงทุนจากการ IPO Underpricing บริษัทที่มีคุณภาพสูงสามารถกำหนดราคาหุ้น IPO ด้วยราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงซึ่งบริษัทที่มีคุณภาพต่ำไม่สามารถการเลียนแบบได้เนื่องจากต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการกำหนดราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง

2.4 กรอบแนวคิดและสมมติฐานงานวิจัย



ภาพที่ 2.1 กรอบแนวคิดและสมมติฐานงานวิจัย

สมมติฐานงานวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนครั้งแรกและการจัดการกำไร ผู้วิจัยได้กำหนดสมมติฐานดังนี้

H1 : อัตราการเติบโตของยอดขาย (3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

H2 : อัตราการเติบโตของยอดขาย (2 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

ยอดขายของบริษัทมีการเติบโตเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจะสะท้อนให้เห็นถึงความต้องการของสินค้าที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ทำให้บริษัทต้องการแหล่งเงินทุนเพื่อการขยายการผลิตมากขึ้นหากแหล่งเงินทุนภายในของบริษัทที่มีอยู่ไม่เพียงพอบริษัทจึงต้องหาแหล่งเงินทุนภายนอกที่มาจาก การเสนอขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ สอดคล้องกับการศึกษาของ Zheng and Stangelgeland (2007) การที่บริษัทกำหนดราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงเป็นการส่งสัญญาณคุณภาพของบริษัท ซึ่ง IPO Underpricing วัดจากผลตอบแทนวันแรกคุณภาพของบริษัทวัดจากการเติบโตของยอดขาย กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี ค่าเสื่อมราคาตัดจำหน่าย และกำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ ผลการทดสอบพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับยอดขาย กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี และค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย อย่างมีนัยสำคัญทาง Shette et al. (2016) ผลการดำเนินงานของบริษัทเกี่ยวกับการจัดการรายได้โดยการเลือกรายได้ที่เกิดขึ้นในช่วงปี IPO ช่วยบริษัทที่ออก IPO ในการรายงานรายได้ที่สูงขึ้น ผลตอบแทนจากการขาย ROA, IAROS และ ROA ของบริษัท ไอพีโอมีการเติบโตสูงกว่าปกติในช่วง IPO ปีเมื่อเทียบกับปีก่อนไปอีก 6 ปีหลัง IPO นอกจากนี้ผลการวิจัยยังแสดงให้เห็นว่ารายได้ที่ช่วยโอกาสการบริหารจัดการในปี IPO ส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพของรายได้ในระยะยาวและประสิทธิภาพของตลาด นอกจากนี้ Chang et al. (2008) พบว่าการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์กันกับอัตราการเติบโตของยอดขาย Shen and Wei (2007) พบว่า การเติบโตของยอดขายของบริษัทเป็นไปได้ที่บริษัทจะเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชนซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Fischer (2002), Penmans (2002) และพิมพ์ิศา พรหมมา (2561) พบว่าอัตราการเติบโตของยอดขายมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

H3 : อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

H4 : อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและ ค่าตัดจำหน่าย (2 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) จะคำนวณใช้เพื่อวัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในการคำนวณจะคำนึงถึงเฉพาะค่าใช้จ่ายที่จำเป็นในการดำเนินธุรกิจเป็นประจำทุกวัน Hasan et al. (2013) พบว่า อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) เป็นสัญญาณสื่อคุณภาพของบริษัทนอกจากนี้ Zheng and Stangeland (2007) การที่บริษัทกำหนดราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงเป็นการส่งสัญญาณคุณภาพของบริษัทซึ่ง IPO Underpricing วัดจากผลลบแทนวันแรกกำไรก่อนหักดอกเบี้ยการทดสอบพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องกับพิมพิศา พรหมมา (2561) พบว่า อัตราการเติบโตของการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

H5 : ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกและการจัดการกำไรมีความสัมพันธ์กัน

DuCharme et al. (2001) ผลตอบแทนของหุ้นในช่วงแรกของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายผ่านรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารมากกว่าปกติเมื่อเทียบกับช่วงก่อนเสนอขายหุ้นสามัญต่อสาธารณชนครั้งแรกเนื่องจากสาเหตุในด้านของข้อมูลช่วงที่ราคาหุ้นสูงกว่าราคาความเป็นจริง การนำเสนองบการเงินที่ตกแต่งกำไรและการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจผู้บริหารในช่วงเสนอขายหุ้นสามัญต่อสาธารณชนครั้งแรก มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานในช่วง 3 ปีหลังจากที่เสนอขายหุ้นสามัญต่อสาธารณชนครั้งแรก Chan et al. (2006) อัตราส่วนคงค้างยังมีค่ามากคุณภาพกำไรจะยิ่งลดลง เพราะกำไรสุทธิจากงบกำไรขาดทุนมีค่ามากกว่ากระแสเงินสดที่มาจากการดำเนินงานของบริษัทซึ่งส่วนใหญ่มาจากการเปลี่ยนแปลงในสินค้าคงเหลือ ลูกหนี้ และเจ้าหนี้ Shette et al. (2016) การจัดการรายได้โดยการเลือกรายได้ที่เกิดขึ้นในช่วงปี IPO ช่วยบริษัทที่ออก IPO ในการรายงานรายได้ที่สูงขึ้นผลตอบแทนจากการขาย ROA IAROS และ ROA ของ บริษัทไอพีโอมีการเติบโตสูงกว่าปกติในช่วง IPO ปีเมื่อเทียบกับปีก่อนไปอีก 6 ปีหลัง IPO นอกจากนี้ผลการวิจัยยังแสดงให้เห็นว่ารายได้ที่ฉวยโอกาสการบริหารจัดการในปี IPO ส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพของรายได้ในระยะยาวและประสิทธิภาพของตลาด Rangan (1998) และ Teoh et al. (1998) การประมาณการของกำไรก่อนออกขายหุ้นสามารถใช้ในการคาดการณ์รายได้หลังการขายและผลตอบแทนหุ้น underperformance ข้อค้นพบนี้สอดคล้องกับสมมุติฐานที่ว่า ตลาดหุ้นเป็นแง่ดีเกินไปเมื่อมีปัญหาหุ้นมีประสบการณ์และในภายหลังผิดหวังเมื่อรายได้สูงไม่สามารถยั่งยืนได้ Shen et al. (2014) ความหลากหลายทางเลือกในการรับรู้รายการทางบัญชีโดยผ่านการตัดสินใจโดยผู้มีอำนาจ เป็นสิ่งที่กระตุ้นการสร้างโอกาสในการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างมากขึ้น หลักทรัพย์ที่มีการจัดการกำไรในปีก่อนการเสนอขายหุ้นสามัญต่อสาธารณชนครั้งแรกส่งผลให้ผลตอบแทนหุ้นในวันที่เสนอขายครั้งแรกมากกว่าผลตอบแทนของหุ้น หลังวันที่เสนอขายครั้งแรก

Yoon et al. (2006) เครื่องมือที่บริษัท ในประเทศเกาหลีใช้เมื่อ บริษัท ต้องการจัดการกำไรซึ่งแบ่งตัวอย่างโดยยึดตามเงินคงค้างตามดุลยพินิจ ผู้บริหาร แบ่งเป็น 2 ตัวอย่าง 1) เงินคงค้างต่ำหมายถึง บริษัทลดรายได้ และ 2) เงินคงค้างสูงถือเป็น บริษัท ที่เพิ่มรายได้ เครื่องมือที่ใช้ในการจัดการรายได้เมื่อบริษัทจัดการรายได้ที่เพิ่มขึ้นมักใช้รายได้ที่ไม่ใช่เงินสดรวมถึงกำไรจากการขายสินทรัพย์ที่มีรายได้ลดลงและค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสดรวมถึงค่าใช้จ่ายหนี้เสียและขาดทุนจากการขายสินทรัพย์บริษัทยังมีแนวโน้มที่จะใช้เงินคงค้างในปัจจุบันในระดับที่จำกัดเนื่องจากเงินคงค้างในปัจจุบันมีผลต่อกระแสเงินสด ในปีต่อ ๆ ไป Sloan (1996) ราคาหุ้นสะท้อนข้อมูลทั้งหมดในบัญชีคงค้างและกระแสเงินสดเกี่ยวกับการรับในอนาคต พบว่า กำไรตามเกณฑ์คงค้างเป็นข้อมูลช่วยสำหรับการพยากรณ์เกี่ยวกับความสามารถของกระแสเงินสดในอนาคตของนักลงทุน กิจกรรมควรประเมินคุณภาพกำไรของกิจการ กำไรที่มีคุณภาพสูงต้องระมัดระวังไม่แสดงรายได้ที่สูงเกินจริงและต้นทุนที่ต่ำกว่าความเป็นจริง และกำไรที่สามารถเปลี่ยนเงินสดในจำนวนที่ใกล้เคียงกัน เป็นงบกำไรที่มีคุณภาพสูงรายการคงค้างมีเสถียรภาพน้อยกว่าส่วนที่เป็นกระแสเงินสด และกิจการที่มีระดับของรายการคงค้างสูงจะทำให้กำไรของกิจการมีคุณภาพต่ำ Allen and Faulhaber (1989) ตั้งสมมติฐานว่าผู้ออกหลักทรัพย์มีข้อมูลของบริษัทเกี่ยวกับความสามารถและโอกาสในการเติบโตในอนาคตของบริษัทมากกว่านักลงทุน นอกจากนี้ยังพบว่าบริษัทที่มีความเสมอภาคกันของข้อมูลและไม่มีการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกต่อประชาชน จะไม่กำหนดราคาหุ้นที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง เพราะไม่มีความจำเป็นที่จะส่งสัญญาณให้นักลงทุน สอดคล้องกับ Grinblatt and Hwang (1989) พบว่า ระดับหรือขนาดส่วนลดของราคาหุ้น IPO มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคุณภาพของบริษัท ราคาเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรก สะท้อนการส่งสัญญาณจากผู้ออกหลักทรัพย์สู่นักลงทุน Welch (1989) เสนอแนวคิดที่ว่าบริษัทที่มีคุณภาพต่ำ (Low Quality Firms) นักลงทุนจะไม่ลงทุนในบริษัทนั้น จะมีพฤติกรรมเลียนแบบพฤติกรรมบริษัทที่มีคุณภาพสูงในการส่งสัญญาณให้นักลงทุน จากการ IPO Underpricing บริษัทที่มีคุณภาพสูง สามารถกำหนดราคาหุ้น IPO ด้วยราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งบริษัทที่มีคุณภาพต่ำไม่สามารถการเลียนแบบได้ เนื่องจากต้องต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการกำหนดราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง สรุปว่า IPO Underpricing เป็นการส่งสัญญาณคุณภาพของบริษัทให้กับนักลงทุน พรทิวา ขาวสะอาด (2555) ปัจจัยด้านอัตราการเติบโตและค่าตอบแทนของผู้บริหารมีผลเชิงบวกกับระดับการจัดการกำไรกิจการที่มีผลกำไรจะได้รับความสนใจจากนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เข้ามาลงทุนซื้อหุ้นของกิจการที่ออกจำหน่ายทำให้ราคาหุ้นมีราคาสูงขึ้นตามกลไกของตลาดทุน

บทสรุป

สำหรับงานวิจัยเรื่อง ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกและจัดการกำไรได้มีการพัฒนาสมมติฐานงานวิจัยจากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetric) และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering : IPO) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ของประเทศไทยซึ่งมีข้อมูลทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนครั้ง



แรก คือ อัตราการเติบโตของยอดขาย และอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย ก่อนเข้าตลาดจากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกและการจัดการกำไร พบว่าแบบจำลองที่ปรับปรุงโดย Yoon et al. (2006) ได้ทำการรวมตัวแปรการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายเฉพาะส่วนที่เป็นเงินสด ซึ่งไม่รวมค่าใช้จ่ายค้างจ่าย ค่าเสื่อมราคาผลที่ได้จะทำให้วัดระดับการจัดการกำไรที่มีประสิทธิภาพการจัดการกำไรเหมือนการตกแต่งกำไรปกติทางบัญชีมีเกณฑ์ 2 เกณฑ์ คือเกณฑ์เงินสดกับเกณฑ์คงค้างในการจัดการกำไรจะใช้เกณฑ์คงค้างสามารถทำได้ เพราะว่าเป็นการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารข้อดีผู้บริหารจะมองผลลัพธ์ทางการเงินตามที่คาดการณ์ไว้ และดำเนินงานตามที่วางแผนไว้ข้อเสียเป็นการฉวยโอกาสการกับผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งทำให้เข้าใจผิดในเรื่องผลลัพธ์ที่จะได้รับเพราะเมื่อลงทุนนักลงทุนจะคาดหวังผลตอบแทน เมื่อบริษัทตกแต่งกำไรก่อนจะมีการลงทุนแปลความต้องการจะได้ตามสัญญาที่ตกลงไว้ที่ผู้ถือหุ้นต้องการจะไม่ได้ทำให้ผู้ถือหุ้นเข้าใจผิด

## บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย

การศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรก และการจัดการกำไร : บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอัตราการเติบโตของยอดขาย อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกและศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรกกับการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ผู้วิจัยได้กำหนดรูปแบบการวิจัย ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง เครื่องมือวิธีการรวบรวมข้อมูลและสถิติในการวิเคราะห์มีรายละเอียดดังนี้

- 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง
- 3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล
- 3.3 การสร้างเครื่องมือในการรวบรวมข้อมูล
- 3.4 การวิเคราะห์ข้อมูลและแบบจำลองที่ใช้ในงานวิจัย

### 3.1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

#### 3.1.1 ประชากร

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand – SET) ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรก ระหว่างปี พ.ศ. 2557 – 2561 มีจำนวน 74 บริษัท ทั้งนี้ไม่รวมธุรกิจการเงินแบ่งตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม 7 กลุ่ม ประกอบด้วย

1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Agro and Food Industry)

เกี่ยวกับการเพาะปลูก การทำป่านไม้ การทำปศุสัตว์ การแปรรูปผลิตผลทางการเกษตรและผลิตอาหารและเครื่องดื่ม ประกอบด้วย ธุรกิจการเกษตร (Agribusiness) และอาหารและเครื่องดื่ม (Food & Beverage)

2. สินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products)

ธุรกิจเกี่ยวกับการผลิตหรือตัวแทนจำหน่ายสินค้าเพื่อการอุปโภคบริโภคต่าง ๆ ทั้งที่เป็นสินค้าจำเป็นและสินค้าฟุ่มเฟือย ประกอบด้วย แพชั่นและของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน

3. สินค้าอุตสาหกรรม (Industrials)

ธุรกิจเกี่ยวกับการผลิตและจัดจำหน่ายวัตถุดิบนำไปใช้ในอุตสาหกรรมต่าง ๆ ประกอบด้วย ยานยนต์ วัสดุอุตสาหกรรม บรรจุภัณฑ์ กระดาษ วัสดุการพิมพ์ เหล็ก ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์

4. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property and Construction)

กลุ่มอุตสาหกรรมที่เกี่ยวกับผู้ผลิตวัสดุก่อสร้าง ผู้พัฒนาและบริหารอสังหาริมทรัพย์ การบริการก่อสร้างและงานวิศวกรรม ประกอบด้วย วัสดุก่อสร้าง (Construction Materials) และบริการรับเหมาก่อสร้าง (Construction Services) การพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (Property Development) กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Property Fund and Real Estate Investment Trusts)

#### 5. ทรัพยากร (Resources)

ธุรกิจเกี่ยวกับการแสวงหาหรือจัดการทรัพยากรต่าง ๆ เช่น การผลิตและจัดสรรเชื้อเพลิงพลังงานและการทำเหมืองแร่ เป็นต้น ประกอบด้วย พลังงานและสาธารณูปโภค (Energy & Utilities) เหมืองแร่ (Mining)

#### 6. บริการ (Services)

ธุรกิจในสาขาบริการต่าง ๆ ยกเว้นบริการทางการเงินและบริการด้านข้อมูลสารสนเทศหรือเทคโนโลยีหรือเป็นบริการที่ถูกจัดไว้ในกลุ่มอุตสาหกรรมหรือหมวดธุรกิจอื่นแล้ว ประกอบด้วย พาณิชยกรรม (Commerce) การแพทย์ (Health Care Services) สื่อและสิ่งพิมพ์ (Media & Publishing) บริการเฉพาะกิจ (Professional Services) การท่องเที่ยวและสันทนาการ (Tourisms & Leisure) ขนส่งและโลจิสติกส์ (Transportation and Logistics)

#### 7 เทคโนโลยี (Technology)

ธุรกิจเกี่ยวกับสินค้าเทคโนโลยี ไม่ว่าจะเป็นสินค้าขั้นต้น ชั้นกลางหรือขั้นสุดท้ายและรวมถึงผู้ให้บริการทางเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร ประกอบด้วย ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ (Electronic Components) เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร (Information & Communication Technology)

### 3.1.2 กลุ่มตัวอย่าง

ผู้วิจัยเลือกบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ที่ได้รับอนุญาตให้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชนครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ ระหว่างปี พ.ศ. 2557 - 2561 รวมระยะเวลา 5 ปี แยกตามประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม 7 กลุ่มจะไม่รวมบริษัทที่จดทะเบียนในอุตสาหกรรมการเงินกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต กลุ่มที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงานและบริษัทที่ข้อมูลรายละเอียดไม่สมบูรณ์จะไม่เข้าร่วมในการวิจัยครั้งนี้ โดยกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น จำนวน 56 บริษัท สามารถแสดงในตารางได้ดังนี้

ตารางที่ 3.1 กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา

กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา	2557	2558	2559	2560	2561	จำนวนบริษัท
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)	20	13	13	17	11	74
หัก บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน	2	-	1	-	1	(4)
หัก บริษัทที่ไม่มีข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์	3	1	1	-	-	(5)
หัก บริษัทที่ไม่สามารถเก็บข้อมูลได้ครบถ้วน	3		1	4	1	(9)
<b>รวม</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>9</b>	<b>56</b>

ตารางที่ 3.2 กลุ่มอุตสาหกรรมที่ทำการศึกษา

ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท
1. อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Agro and Food Industry)	5
2. อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products)	3
3. อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (Industrials)	12
4. อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property and Construction)	8
5. อุตสาหกรรมทรัพยากร (Resources)	4
6. อุตสาหกรรมบริการ (Service)	20
7. อุตสาหกรรมเทคโนโลยี (Technology)	4
<b>รวม</b>	<b>56</b>

**ตารางที่ 3.3** รายชื่อบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอไอ พ.ศ. 2557 - พ.ศ. 2561

ลำดับที่	วันเริ่มซื้อขาย	ชื่อบริษัท	หลักทรัพย์
	ปี พ.ศ.2557		
1	6 ม.ค.	บริษัท เอไอ เอนเนอร์จี จำกัด (มหาชน)	AIE
2	29 ก.ค.	บริษัท พรอดดิจี จำกัด (มหาชน)	PDG
3	19 ส.ค.	บริษัท ทาคูนิ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	TAKUNI
4	25 ส.ค.	บริษัท เอ็กซ์ติค ฟู้ด จำกัด (มหาชน)	XO
5	18 ก.ย.	บริษัท ระยองไวร์ อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน)	RWI
6	2 ต.ค.	บริษัท สมาร์ทคอนกรีต จำกัด (มหาชน)	SMART
7	30 ต.ค.	บริษัท ไทย โซลาร์ เอ็นเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)	TSE
8	31 ต.ค.	บริษัท สยามเวลเนสกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	SPA
9	11 พ.ย.	บริษัท เอ็นซีแอล อินเตอร์เนชั่นแนล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน)	NCL
10	19 พ.ย.	บริษัท เจ.เอส.พี. พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)	JSP
11	19 ธ.ค.	บริษัท เพาเวอร์ โซลูชั่น เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	PSTC
12	23 ธ.ค.	บริษัท เค.ซี.เมททอลชีท จำกัด (มหาชน)	KCM
	ปี พ.ศ.2558		
13	8 ม.ค.	บริษัท ทีพีซี เพาเวอร์ โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	TPCH
14	15 ม.ค.	บริษัท เอ็น.ดี.รับเบอร์ จำกัด (มหาชน)	NDR
15	8 พ.ค.	บริษัท ทีวี ันเตอร์ จำกัด (มหาชน)	TVT
16	29 มิ.ย.	บริษัท โฮม พอตเทอรี จำกัด (มหาชน)	HPT
17	13 ส.ค.	บริษัท ไฟโอเนียร์ มอเตอร์ จำกัด (มหาชน)	PIMO
18	27 ส.ค.	บริษัท เอทีพี 30 จำกัด (มหาชน)	ATP30
19	23 ก.ย.	บริษัท มาสเตอร์คูล อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	KOOL
20	11 พ.ย.	บริษัท สยามราช จำกัด (มหาชน)	SR
21	12 พ.ย.	บริษัท ท่าเรือราชาเฟอร์รี่ จำกัด (มหาชน)	RP
22	18 พ.ย.	บริษัท ธนพิริยะ จำกัด (มหาชน)	TNP
23	2 ธ.ค.	บริษัท ที.เอ.ซี.คอนซูเมอร์ จำกัด (มหาชน)	TACC
24	18 ธ.ค.	บริษัท คิงส์เมน ซี.เอ็ม.ที.ไอ. จำกัด (มหาชน)	K
	ปี พ.ศ.2559		
25	23 มี.ค.	บริษัท เจตาแบค จำกัด (มหาชน)	GTB
26	5 เม.ย.	บริษัท ชีวาทัย จำกัด (มหาชน)	CHEWA

**ตารางที่ 3.3 (ต่อ)**

ลำดับที่	วันเริ่มซื้อขาย	ชื่อบริษัท	หลักทรัพย์
27	17 พ.ค.	บริษัท บางกอกซีทเม็ททัล จำกัด (มหาชน)	BM
28	16 มิ.ย.	บริษัท เน็ตเบย์ จำกัด (มหาชน)	NETBAY
29	11 ก.ค.	บริษัท พีที เวลธ์ อินด์สตรี้ส์ จำกัด (มหาชน)	BTW
30	31 ส.ค.	บริษัท เทคโนโลยี เมดิคัล จำกัด (มหาชน)	TM
31	14 ก.ย.	บริษัท อินเทอร์เน็ตลิงค์ เทเลคอม จำกัด (มหาชน)	ITEL
32	18 ต.ค.	บริษัท ซีลิก คอร์ป จำกัด (มหาชน)	SELIC
33	22 ธ.ค.	บริษัท อาม่า มารีน จำกัด (มหาชน)	AMA
34	23 ธ.ค.	บริษัท ออฟเตอร์ ยู จำกัด (มหาชน)	AU
	ปี พ.ศ.2560		
35	15 ก.พ.	บริษัท บุรพา เทคโนโลยีคอล เอ็นจิเนียริ่ง จำกัด (มหาชน)	ETE
36	23 ก.พ.	บริษัท เมกาเคม (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	MGT
37	3 เม.ย.	บริษัท เดนทัล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	D
38	11 เม.ย.	บริษัท มัดแมน จำกัด (มหาชน)	MM
39	17 ส.ค.	บริษัท ชิก้า อินโนเวชั่น จำกัด (มหาชน)	ZIGA
40	15 ก.ย.	บริษัท อินฟอร์เมชั่น แอนด์ คอมมิวนิเคชั่น เน็ทเวิร์คส จำกัด (มหาชน)	ICN
41	27 ก.ย.	บริษัท เสริมสร้าง พาวเวอร์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	SSP
42	5 ต.ค.	บริษัท เชียงใหม่ริมดอย จำกัด (มหาชน)	CRD
43	1 พ.ย.	บริษัท ฟลอยด์ จำกัด (มหาชน)	FLOYD
44	23 พ.ย.	บริษัท ไทยมูย์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	THMUI
45	23 พ.ย.	บริษัท สหไทย เทอร์มินอล จำกัด (มหาชน)	PORT
46	30 พ.ย.	บริษัท เจเคเอ็น โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน)	JKN
47	21 ธ.ค.	บริษัท วินท์คอม เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	VCOM
	ปี พ.ศ. 2561		
48	20 มิ.ย.	บริษัท ดีโอดี ไปโอเทค จำกัด (มหาชน)	DOD
49	7 ส.ค.	บริษัท เอ็มวิชั่น จำกัด (มหาชน)	MVP
50	5 ก.ย.	บริษัท ไทยอุตสาหกรรมพลาสติก (1994) จำกัด (มหาชน)	TPLAS
51	1 ต.ค.	บริษัท เค ดับบลิว เม็ททัล เวิร์ค จำกัด (มหาชน)	KWN
52	19 ต.ค.	บริษัท โซนิค อินเทอร์เน็ตเฟรท จำกัด (มหาชน)	SONIC

### ตารางที่ 3.3 (ต่อ)

ลำดับที่	วันเริ่มซื้อขาย	ชื่อบริษัท	หลักทรัพย์
53	24 ต.ค.	บริษัท ไทยอิงเกอร์ โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	TIGER
54	19 พ.ย.	บริษัท เจ้าพระยามหานคร จำกัด (มหาชน)	CMC
55	29 พ.ย.	บริษัท เอสไอพีเอสบี จำกัด (มหาชน)	SISB
56	19 ธ.ค.	บริษัท สโตนเฮ็นจ์ อินเตอร์ จำกัด (มหาชน)	STI

### 3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล

#### แหล่งข้อมูล

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้เก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์จากแหล่งทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยลักษณะของข้อมูลที่ต้องการ คือ ข้อมูลเชิงเส้นปริมาณซึ่งเป็นข้อมูลที่สอดคล้องกับตัวชี้วัดของตัวแปรต่างๆ จากบริษัทที่นำหลักทรัพย์ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จดทะเบียนในหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ระหว่างปี พ.ศ. 2557 ถึงปี พ.ศ. 2561 จำนวน 74 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562) โดยเก็บข้อมูล 3 ปีก่อนออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรกจากหนังสือชี้ชวนและข้อมูลในปีที่ออกหลักทรัพย์จำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรกจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) รายงานประจำปี (56-2) และรายงานทางการเงินผ่านเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ([www.set.ro.th](http://www.set.ro.th)) และเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ([www.sec.or.th](http://www.sec.or.th)) เก็บข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ในระบบเผยแพร่ข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) และกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์ เพิ่มข้อมูลผลประกอบการบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลงบการเงินรายปีของกลุ่มตัวอย่าง ประกอบด้วย ข้อมูลตัวเลขด้านการเงินจากงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ งบแสดงฐานะการเงิน งบกระแสเงินสด หมายเหตุประกอบงบการเงินจัดเก็บข้อมูล 3 ปี ก่อนปีที่บริษัทเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อสาธารณชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กำหนดปีเป็น  $t = -1, -2, -3$  และหลังเข้าตลาดหลักทรัพย์ช่วงเวลาเก็บข้อมูล 2 ปี กำหนดปีเป็น  $t = 1, 2$



ตารางที่ 3.4 แสดงจำนวนบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อสาธารณชนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปี 2557 – 2561

พ.ศ.	จำนวนบริษัททั้งหมด	จำนวนบริษัทที่เก็บข้อมูลได้	ข้อมูลในปีก่อนเข้า IPO	ข้อมูลหลังเข้า IPO	รวมข้อมูลที่เก็บได้
2557	20	12	3	2	60
2558	13	12	3	2	65
2559	13	10	3	2	50
2560	17	13	3	2	65
2561	11	9	3	2	45
<b>รวม</b>	<b>74</b>	<b>56</b>			<b>224</b>

### 3.3 การสร้างเครื่องมือในการรวบรวมข้อมูล

การสร้างข้อมูลในการรวบรวมข้อมูลในการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนครั้งแรกและการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอของประเทศไทยเครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูลทุกมิติผู้วิจัยได้มีการทบทวนวรรณกรรมและสร้างสมมติฐานเพื่อนำไปสู่การสร้างตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาวิจัยมีรายละเอียดตัวแปรดังนี้

#### 3.3.1 ตัวแปรต้น (Independent variable)

##### 1. อัตราการเติบโตของยอดขาย (3 ปีก่อนเข้าตลาด)

อัตราการเติบโตของยอดขาย (3 ปีก่อนเข้าตลาด) จะสามารถอธิบายความสามารถในการทำกำไรของบริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ไอพีโอ Hasan et al. (2013) และ Beneish (1999) งานวิจัยในครั้งนีผู้วิจัยคาดการณ์ว่าอัตราการเติบโตของยอดขาย (3 ปี ก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนครั้งแรกโดยการวัดเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงยอดขายโดยเฉลี่ยต่อปี (3 ปี ก่อนเข้าตลาด) และอัตราการเติบโตของยอดขาย (3 ปี ก่อนเข้าตลาด) คำนวณจากสูตร Compound Annual Growth Rate (CAGR)

$$CAGR = \left[ \frac{\text{End year}}{\text{first year}} \right]^{\frac{1}{n-1}} - 1$$

โดยที่

End year = ยอดขายปีสุดท้าย

First year = ยอดขายปีแรก

n = จำนวนปีทั้งหมด

ยอดขายปีสุดท้ายและยอดขายปีแรกเอาข้อมูลตัวเลขมาจากงบกำไรขาดทุนที่ข้อบัญชีขายหรือบัญชีรายได้ค่าบริการ

2. อัตราการเติบโตของยอดขาย (2 ปีก่อนเข้าตลาด)

$$\text{Sales Growth return}_{2y} = \frac{\text{Present Sales} - \text{Past Sales}}{\text{Past Sales}}$$

โดยที่

Sales Growth return<sub>2y</sub> = อัตราการเติบโตของยอดขาย 2 ปีก่อนเข้าตลาด

Present Sales = ยอดขายปัจจุบัน

Past Sales = ยอดขายปีก่อน

ยอดขายปัจจุบันและยอดขายปีก่อนเอาข้อมูลตัวเลขมาจากงบกำไรขาดทุนที่ข้อบัญชีขายหรือบัญชีรายได้ค่าบริการ

3. อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (3 ปีก่อนเข้าตลาด) (G-EBITDA Return<sub>3y</sub>)

อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา ค่าตัดจำหน่ายจะสามารถอธิบายความสามารถในการทำกำไรของบริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ไอพีโอ Hasan et al. (2013) และ Beneish (1999) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (3 ปี ก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่าย แก่สาธารณชนครั้งแรกคำนวณจากสูตร

$$\text{Growth EBITDA Return}_{3y} = \frac{\text{Present EBITDA} - \text{Past EBITDA}}{\text{Past EBITDA}}$$

โดยที่

Growth EBITDA return<sub>3y</sub> = อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหัก ดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (3 ปี ก่อนเข้าตลาด)

Present EBITDA = กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายปีปัจจุบัน

Past EBITDA = กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายปีก่อน

กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายภาษีค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) การคำนวณนี้ใช้เพื่อวัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเนื่องจากคำนึงถึงเฉพาะค่าใช้จ่ายที่จำเป็นในการดำเนินธุรกิจเอาข้อมูลตัวเลขมาจากงบกำไรขาดทุน ยอดกำไรจากการดำเนินงาน + ค่าเสื่อมราคาจากงบกระแสเงินสด หรือ ข้อมูลในงบกำไรขาดทุน กำไรหลังค่าใช้จ่ายทางการเงิน + ค่าเสื่อมราคาจากงบกระแสเงินสด + ค่าใช้จ่ายทางการเงิน

4. อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (2 ปีก่อนเข้าตลาด) (G-EBITDA return2y)

อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายจะสามารถอธิบายความสามารถในการทำกำไรของบริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ไอพีโอ Hasan et al. (2013) และ Beneish (1999) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (2 ปี ก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนครั้งแรก คำนวณจากสูตร

$$\text{Growth EBITDA return2y} = \frac{\text{Present EBITDA} - \text{Past EBITDA}}{\text{Past EBITDA}}$$

โดยที่

Growth EBITDA return2y = อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (2 ปี ก่อนเข้าตลาด)

Present EBITDA = กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายปีปัจจุบัน

Past EBITDA = กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายปีก่อน

กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายภาษีค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) การคำนวณนี้ใช้เพื่อวัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเนื่องจากคำนึงถึงเฉพาะค่าใช้จ่ายที่จำเป็นในการดำเนินธุรกิจเอาข้อมูลตัวเลขมาจากในงบกำไรขาดทุน ยอดกำไรจากการดำเนินงาน + ค่าเสื่อมราคาจากงบกระแสเงินสด หรือ ข้อมูลในงบกำไรขาดทุน กำไรหลังค่าใช้จ่ายทางการเงิน + ค่าเสื่อมราคาจากงบกระแสเงินสด + ค่าใช้จ่ายทางการเงิน

### ตารางที่ 3.5 รายละเอียดตัวแปร

ตัวแปร	คำอธิบาย
IR	ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก
SGR Return3Y	อัตราการเติบโตของยอดขาย 3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์
SGR Return2Y	อัตราการเติบโตของยอดขาย 2 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์
G-EBITDA Return3Y	อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย 3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์
G-EBITDA Return2Y	อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย 2 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์

ตัวแปรตาม (Dependent variable)

1. ผลตอบแทนเริ่มแรก (Initial Return : IR)

สำหรับงานวิจัยนี้จะใช้ผลตอบแทนเริ่มแรก (Initial Return : IR) เป็นตัววัดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณะชนครั้งแรก การคำนวณผลตอบแทนเริ่มแรก Ritter (1988)

คำนวณโดย

$$IR = \frac{(P1 - P0)}{P0}$$

โดย IR = ผลตอบแทนของหุ้นไอพีโอหลักจากเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์

P1 = ราคาปิดของหุ้นไอพีโอเฉลี่ย 5 วันแรกหลังเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์

P0 = ราคาเสนอขายหุ้นไอพีโอ

ราคาปิดของหุ้นไอพีโอเฉลี่ย 5 วันแรกหลังเข้าสู่ตลาดวันแรกหลักจากเข้าสู่ตลาดเก็บข้อมูลจาก WWW. Tradingview.com โดยนำราคาปิดตลาดวันที่ 1 ถึง วันที่ 5 ที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ คำนวณหาค่าเฉลี่ย ราคาเสนอขายหุ้นไอพีโอเก็บข้อมูลจากหนังสือชี้ชวน

การจัดการกำไร (Earning Management)

Discretionary Accrual

งานวิจัยนี้เลือกใช้รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหาร (Discretionary Accrual) เนื่องจากแบบจำลอง Yoon Model ของ Yoon et al. (2006) เป็นตัวแปรตามเนื่องจากเป็นแบบจำลองที่มีประสิทธิภาพในการวัดรายการคงค้างเมื่อเทียบกับแบบจำลองอื่น ๆ เป็นแบบจำลองที่ปรับปรุงโดย Yoon and Miller (2002) ตัวแบบนี้ได้พัฒนามาจากแบบจำลอง Modified Jones Model โดยได้ทำการรวมตัวแปรการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายเฉพาะส่วนที่เป็นเงินสดซึ่งไม่รวมค่าใช้จ่ายค้างจ่าย ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายผลประโยชน์จากการเกษียณผลที่ได้ทำให้วัดระดับการตกแต่งผลกำไรที่มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้นโดยมีขั้นตอนการคำนวณดังต่อไปนี้

ขั้นตอนที่ 1 คำนวณหารายการคงค้างทั้งหมด (Total Accruals : TA) คำนวณมาจากกำไรสุทธิหักกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่แสดงในงบกระแสเงินสด

$$\text{Total Accruals}_{it} = \text{Net Income}_{it} - \text{Cash Flows from Operations}_{it}$$

โดยที่

$$\text{Total Accruals}_{it} = \text{รายการคงค้างทั้งหมดของบริษัท } i \text{ ณ ปีที่ } t$$

$$\text{Net Income}_{it} = \text{กำไรสุทธิจากการดำเนินงานของบริษัท } i \text{ ณ ปีที่ } t$$

$$\text{Cash Flows from Operations}_{it} = \text{กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานของบริษัท } i \text{ ณ ปีที่ } t$$

ขั้นตอนที่ 2 คำนวณค่าสัมประสิทธิ์ ใช้วิธีกำลังสองน้อยสุด Ordinary Least squares (OLS) regressions ทหารรายได้รวมปีปัจจุบัน เพื่อลดการเกิดปัญหาความไม่คงที่ของความแปรปรวนคลาดเคลื่อน (Heteroscedastic)

$$\frac{TA_{it}}{REV_{it}} = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{REV_{it}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta EXP_{it} - \Delta PAY_{it}}{REV_{it}} \right) + \beta_3 \left( \frac{DEP_{it} - PEN_{it}}{REV_{it}} \right) + \varepsilon_{it}$$

โดยที่

- $TA_{i,t}$  (Total Accruas) = รายการคงค้างทั้งหมดของบริษัท i ณ ปีที่ t
- $REV_{i,t}$  = รายได้จากการขายและบริการของบริษัท i ณ ปี ที่ t (Net Revenue)
- $REC_{i,t}$  = ลูกหนี้การค้าของบริษัท i ณ ปีที่ t (Receivables)
- $EXP_{i,t}$  = ผลรวมของต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเฉพาะ  
ค่าใช้จ่ายที่เป็นเงินสดของบริษัท i ณ ปีที่ t
- $PAY_{i,t}$  = เจ้าหนี้การค้า (Payables) บริษัท i ณ ปีที่ t
- $DEP_{i,t}$  = ค่าเสื่อมราคา (Depreciation Expenses) ของบริษัท i ณ ปีที่ t
- $PEN_{it}$  = ค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงานของบริษัท i ณ ปีที่ t
- $\Delta$  = การเปลี่ยนแปลงของปีปัจจุบันกับปีก่อนหน้า
- $\beta_{1,2,3}$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ i
- $\varepsilon_{it}$  = ค่าความคลาดเคลื่อนจากการประมาณรายการคงค้างทั้งหมด (error term)

ขั้นตอนที่ 3 นำค่าสัมประสิทธิ์จากสมการ (2) มาประมาณระดับของรายการคงค้างซึ่งไม่ใช่ดุลยพินิจผู้บริหาร (Non- Discretionary Accruals (NDCA) ตามสมการที่ 3

$$NDCA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{REV_{it}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta EXP_{it} - \Delta PAY_{it}}{REV_{it}} \right) + \beta_3 \left( \frac{DEP_{it} + PEN_{it}}{REV_{it}} \right)$$

โดยที่

- $NDCA_{i,t}$  = รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับการดุลยพินิจของฝ่ายบริหารของบริษัท i ณ ปีที่ t
- $\beta_0$  = ค่าคงที่ของสมการถดถอย
- $REV_{i,t}$  = รายได้สุทธิ (Net Revenue) ของบริษัท i ณ ปีที่ t
- $REC_{i,t}$  = ลูกหนี้การค้า (Receivables) ของบริษัท i ณ ปีที่ t
- $EXP_{i,t}$  = ผลรวมของต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเฉพาะค่าใช้จ่ายที่เป็นเงินสดของบริษัท i ในปีที่ t
- $PAY_{i,t}$  = เจ้าหนี้การค้า (Payables) ของบริษัท i ในปีที่ t
- $DEP_{i,t}$  = ค่าเสื่อมราคา (Depreciation Expenses) ของบริษัท i ในปีที่ t
- $PEN_{it}$  = ค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงานของบริษัท i ในปีที่ t

$\Delta$  = การเปลี่ยนแปลง

ขั้นตอนที่ 4 คำนวณหารายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (DCA) โดยค่า  $TA_{it}$  มาจากสมการ (1) และค่าของรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (NDA) มาจากสมการที่ (3)

$$\text{ดังนั้น } DCA_{it} = (TA_{it}/REV_{it} - NDCA_{it})$$

โดยที่

$DCA_{it}$  = รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารของบริษัท i ณ ปีที่ t

$TA_{it}$  = รายการคงค้างทั้งหมดของบริษัท i ในปี t

$REV_{it}$  = รายได้จากการขายและบริการของบริษัท i ณ ปีที่ t

$NDCA_{it}$  = รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร บริษัท i ณ ปีที่ t

### ตารางที่ 3.6 ตัวแปรและการวัดมูลค่า

ตัวแปร	การวัดค่า
อัตราการเติบโตของยอดขาย 3 ปีก่อนเข้าตลาด	Compound Annual Growth Rate (CAGR) $CAGR = \left[ \frac{\text{End year}}{\text{first year}} \right]^{\frac{1}{n-1}} - 1$ End year = ยอดขายปีสุดท้าย First year = ยอดขายปีแรก n = จำนวนปีทั้งหมด
อัตราการเติบโตของยอดขาย 2 ปีก่อนเข้าตลาด	$\frac{\text{Present Sales} - \text{Past Sales}}{\text{Past Sales}}$
อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย 3 ปีก่อนเข้าตลาด	$\frac{\text{Present EBITDA} - \text{Past EBIDA}}{\text{Past EBIDA}}$
อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย 2 ปีก่อนเข้าตลาด	$\frac{\text{Present EBITDA} - \text{Past EBIDA}}{\text{Past EBIDA}}$

ตารางที่ 3.6 (ต่อ)

ตัวแปร	การวัดค่า
ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่ สาธารณชนเป็นครั้งแรก (IR)	$(P1 - P0)$ $P0$ <p>P1 = ราคาปิดของหุ้นไอพีโอเฉลี่ยใน 5 วันแรก</p> <p>P0 = ราคาเสนอขายหุ้นไอพีโอ</p>
การจัดการกำไร	<p>แบบจำลอง Yoon Model มีสูตรในการคำนวณดังนี้</p> $NDCA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) / REV_{i,t} + \beta_2(\Delta EXP_{i,t} - \Delta PAY_{i,t}) / REV_{i,t} + \beta_3 (DEP_{i,t} + PEN_{i,t}) / REV_{i,t} + E_{it}$

### 3.4 การวิเคราะห์ข้อมูลและแบบจำลองที่ใช้ในงานวิจัย

เมื่อเก็บรวบรวมข้อมูลและการทำการบันทึกข้อมูลแล้วจะนำไปประมวลผลด้วยโปรแกรมคอมพิวเตอร์โดยการทดสอบสมมติฐานในการวิจัยครั้งนี้ได้มีการกำหนดระดับการมีนัยสำคัญทางสถิติไว้ที่ระดับ 0.05 จากนั้นทำการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติดังนี้

1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นการวิเคราะห์ลักษณะทั่วไปของกลุ่มตัวอย่าง เช่น ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าเฉลี่ยมาตรฐาน (Standard Division) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum)

2. การวิเคราะห์เชิงสถิติอนุมาน (Inference Statistic) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลดังนี้

2.1 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation) ใช้วัดค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร 2 ตัวแปรโดยกำหนดการยอมรับสมมติฐานที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ส่วนในการแปลค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันซึ่งมีค่าอยู่ระหว่าง -1 ถึง 1 โดยเครื่องหมายบอกทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรและค่าตัวเลขบอกประมาณหรือขนาดความสัมพันธ์การแปลความหมายของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่คำนวณได้ Cohen (1998) มีความหมายดังนี้

ระดับต่ำ	$r = 0.01$ ถึง $0.29$	หรือ $-0.10$ ถึง $-0.29$
ระดับปานกลาง	$r = 0.03$ ถึง $0.49$	หรือ $-0.30$ ถึง $-0.49$
ระดับสูง	$r = 0.50$ ถึง $1.00$	หรือ $-0.50$ ถึง $-1.0$

2.2 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรในเชิงปริมาณที่มีตัวแปรตั้งแต่ 2 ตัวแปรขึ้นไปต้องทำการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระก่อนเนื่องจากการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณกำหนดไว้ว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวจะต้องไม่มี



ความสัมพันธ์กันจากการทดสอบค่าดังกล่าวในโปรแกรมคอมพิวเตอร์ ได้แก่ ค่าองค์ประกอบการขยายความแปรปรวน VIF ของตัวแปรอิสระ ต้องมีค่าเท่ากับ 1 และ ค่า Tolerance ของตัวแปรอิสระต้องมีค่าเข้าใกล้ 0

สำหรับการตรวจสอบความเป็นอิสระของค่าความคลาดเคลื่อน ทดสอบโดยใช้ค่าสถิติ Durbin Watson (มีค่าตั้งแต่ 0 ถึง 4) โดย

ถ้าค่า Durbin Watson  $< 1.5$  แสดงว่า ค่าความคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์กันในทิศทางบวก และยังมีค่าเข้าใกล้ 0 ยิ่งมีความสัมพันธ์กันมาก

ถ้าค่า Durbin Watson  $> 2.5$  แสดงว่า ค่าความคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบและยังมีค่าเข้าใกล้ 4 ยิ่งมีความสัมพันธ์กันมาก

### 3.5 การเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูล

จากการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกและการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอจะนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลจากการวิจัยในเชิงปริมาณเป็นหลักเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกและความสัมพันธ์กับการจัดการกำไร

#### บทสรุป

การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกและการจัดการกำไร : บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ครั้งนี้ผู้วิจัยได้กำหนดประชากรเครื่องมือ วิธีการรวบรวมข้อมูลและสถิติในการวิเคราะห์ข้อมูลโดยผู้วิจัยเลือกตัวอย่างแบบเจาะจงเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหุ้นใหม่แก่สาธารณชนทั่วไปเป็นครั้งแรกระหว่างปี พ.ศ. 2557 – 2561 ใช้เครื่องมือทางสถิติเพื่อใช้ในการทดสอบสมมติฐานเพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรงานวิจัยนี้เป็นการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกและการจัดการกำไร : บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในส่วนของการวิเคราะห์ข้อมูลจะแสดงตารางต่าง ๆ และคำอธิบายในบทที่ 4

## บทที่ 4 ผลการศึกษา

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้มุ่งศึกษาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก และการจัดการกำไรโดยคุณลักษณะพื้นฐานของบริษัทประกอบด้วยอัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA Growth) ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Initial Return) และคุณลักษณะพื้นฐานปัจจัยที่มีต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ตัวแปร ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกและการจัดการกำไรงานวิจัยนี้ใช้รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (DCA) เป็นตัวแทน (Proxy) ของระดับการจัดการกำไร (Earnings Management)

งานวิจัยนี้ทำการวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็น 2 ส่วนคือ ส่วนแรกเป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาเพื่ออธิบายลักษณะทั่วไปของกลุ่มตัวอย่างและตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาส่วนที่สองเป็นการวิเคราะห์ข้อมูลตามวัตถุประสงค์ของงานวิจัยและการวิเคราะห์เชิงอนุมานเพื่อทดสอบสมมติฐานงานวิจัยลำดับการนำเสนอ ดังนี้

### 4.1. การวิเคราะห์ลักษณะข้อมูลทั่วไปของกลุ่มตัวอย่างและตัวแปร

#### 4.1.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลทั่วไปของกลุ่มตัวอย่าง

#### 4.1.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลทั่วไปของตัวแปร

#### 4.1.3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

### 4.2 การวิเคราะห์ข้อมูลตามวัตถุประสงค์ของงานวิจัย

4.2.1 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลของอัตราการเติบโตของยอดขาย และที่อัตราการเติบโตกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

4.2.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกกับการจัดการกำไร

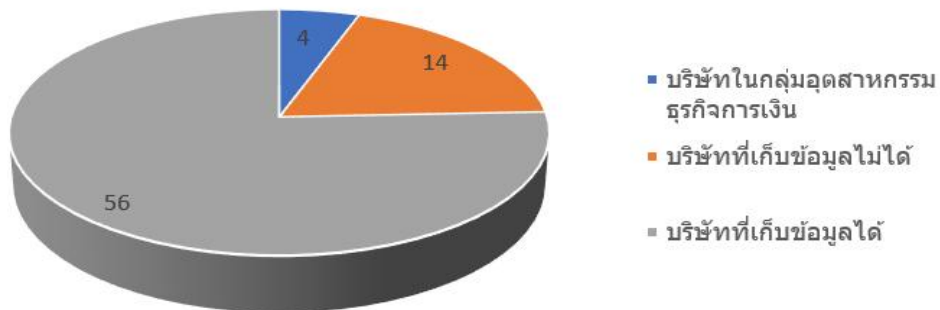
## 4.1 การวิเคราะห์ลักษณะข้อมูลทั่วไปของกลุ่มตัวอย่างและตัวแปร

### 4.1.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลทั่วไปของกลุ่มตัวอย่าง

ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ผู้วิจัยต้องการวิเคราะห์ลักษณะทั่วไปของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกในช่วงปี พ.ศ. 2557 – 2561 จำนวน 74 บริษัท เก็บตัวอย่างได้ 56 บริษัทโดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมแบ่งออกเป็น 7 กลุ่มอุตสาหกรรมแสดงรายละเอียดในตารางที่ 4.1 และตารางที่ 4.2 ดังนี้

ตารางที่ 4.1 กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา

กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา	จำนวนบริษัท
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ของประเทศไทย	74
หัก บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน	(4)
หัก บริษัทที่ไม่สามารถเก็บข้อมูลได้ครบถ้วน	(14)
<b>รวม</b>	<b>56</b>

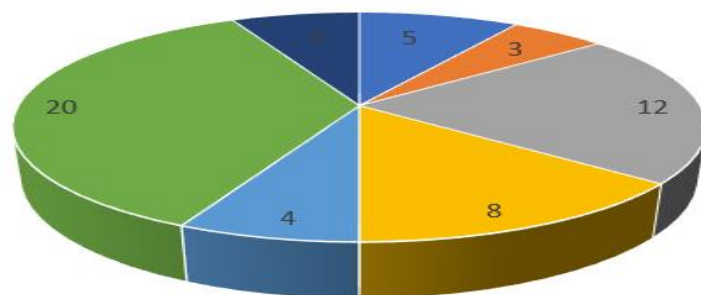


ภาพที่ 4.1 บริษัทที่ทำการศึกษา

จากตารางที่ 4.1 พบว่า บริษัทที่ทำการศึกษาเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ของประเทศไทยมีจำนวนทั้งสิ้น 74 บริษัท หักด้วยบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน 4 บริษัทและบริษัทที่ไม่สามารถเก็บข้อมูลได้ครบถ้วน 14 บริษัท จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษางานวิจัยครั้งนี้จำนวน 56 ตัวอย่าง

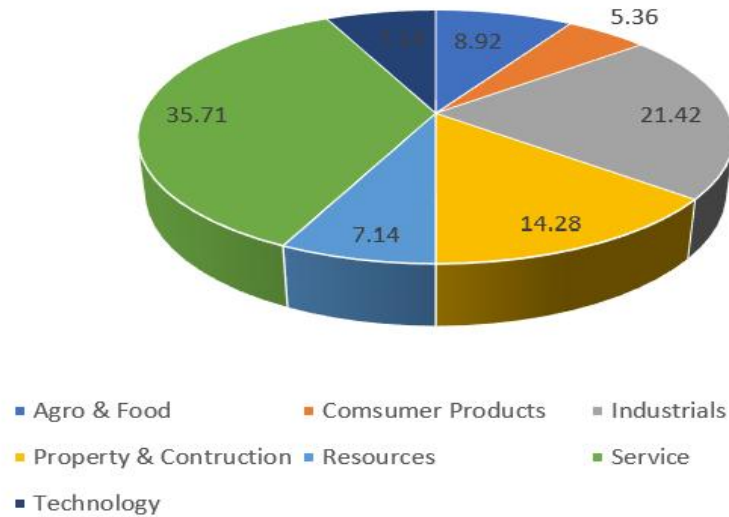
ตารางที่ 4.2 จำนวนบริษัทที่ทำการศึกษายำแนกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม

ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
1. อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Agro & Food Industry)	5	8.92
2. อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products)	3	5.36
3. อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (Industrials)	12	21.42
4. อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property & Construction)	8	14.28
5. อุตสาหกรรมทรัพยากร (Resources)	4	7.14
6. อุตสาหกรรมบริการ (Service)	20	35.71
7. อุตสาหกรรมเทคโนโลยี (Technology)	4	7.14
<b>รวม</b>	<b>56</b>	<b>100</b>



■ Agro & Food      ■ Consumer Products      ■ Industrials  
■ Property & Construction      ■ Resources      ■ Service  
■ Technology

ภาพที่ 4.2 บริษัทที่ทำการศึกษายำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม



ภาพที่ 4.3 บริษัทที่ทำการศึกษายกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรม

จากตารางที่ 4.2 พบว่าจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษามีจำนวน 56 ตัวอย่างจำแนกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมบริการจำนวน 20 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 35.71 รองลงมาเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมจำนวน 12 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 21.42 กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง จำนวน 8 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 14.28 กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารจำนวน 5 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 8.92 กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรจำนวน 4 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 7.14 กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีจำนวน 4 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 7.14 และน้อยที่สุดเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค จำนวน 3 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 5.36

**ตารางที่ 4.3** จำนวนบริษัทที่ทำการศึกษา จำแนกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม

ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	2557	2558	2559	2560	2561
1. กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Agro & Food Industry)	5	1	1	1	2	
2. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products)	3		1	1	1	
3. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (Industrials)	12	3	2	3	2	2
4. กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property & Construction)	8	1		2	2	3
5. กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (Resources)	4	3	1			
6. กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (Service)	20	3	7	2	5	3
7. กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (Technology)	4	1		1	2	
<b>รวม</b>	<b>56</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>9</b>

จากตารางที่ 4.3 แสดงจำนวนและสัดส่วนบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยออกจำหน่ายต่อสาธารณะชนครั้งแรกช่วงปี พ.ศ. 2557 - 2561 รวมจำนวนทั้งสิ้น 56 บริษัท พบว่าปี พ.ศ. 2560 มากที่สุดจำนวน 13 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 23.21 รองลงมาปี 2558 และปี 2557 มีจำนวนเท่ากัน จำนวน 12 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 21.42 รองลงมาปีพ.ศ. 2559 มีจำนวนเท่ากับ 10 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 17.85 น้อยที่สุดปี 2561 จำนวน 9 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 16.07

ตารางที่ 4.4 จำนวนบริษัทที่ทำการศึกษา จำแนกตามพ.ศ.

ประเภทของกลุ่ม อุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	Agro & Food	Consumer Products	Industrials	Propety & Construction	Resources	Service	Technology
2557	12	1		3	1	3	3	1
2558	12	1	1	2		1	7	
2559	10	1	1	3	2		2	1
2560	13	2	1	2	2		5	2
2561	9			2	3		3	
<b>รวม</b>	<b>56</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>12</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>20</b>	<b>4</b>

จากตารางที่ 4.4 พบว่า จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษามีจำนวน 56 ตัวอย่าง จำแนกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ จำนวน 20 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 35.71 รองลงมาเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมจำนวน 12 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 21.42 กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง จำนวน 8 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 14.28 กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารจำนวน 5 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 8.92 กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร จำนวน 4 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 7.14 กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีจำนวน 4 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 7.14 และน้อยที่สุดเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค จำนวน 3 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 5.36 และ สัดส่วนบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรกช่วงปี พ.ศ. 2557 - 2561 รวมจำนวนทั้งสิ้น 56 บริษัท พบว่าปี พ.ศ. 2560 มากที่สุด จำนวน 13 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 23.21 รองลงมาปี 2558 และปี 2557 มีจำนวนเท่ากัน จำนวน 12 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 21.42 รองลงมาปี พ.ศ. 2559 มีจำนวนเท่ากับ 10 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 17.85 น้อยที่สุดปี 2561 จำนวน 9 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 16.07

#### 4.1.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลทั่วไปของตัวแปร

จากการสรุปข้อมูลทางสถิติเบื้องต้น พบว่าจำนวนกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ทำการศึกษาทั้งหมด 56 บริษัท ผู้วิจัยวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาเพื่อต้องการทราบ คุณลักษณะทั่วไปของตัวแปรที่ศึกษา ผู้วิจัยใช้สถิติ ประกอบด้วย ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) สถิติสำหรับวัดค่ากลางของข้อมูล คือ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่า



มัธยฐาน (Median) สถิติสำหรับการวัด การกระจายของข้อมูล คือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าความเบ้ (Skewness) และค่าความโค้ง (Kurtosis) ผลการวิเคราะห์ข้อมูลสามารถสรุปผลได้ตามตารางที่ 4.5 ดังต่อไปนี้

**ตารางที่ 4.5** ข้อมูลแสดงค่าสถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร/ตัวชี้วัด	Mean	Min	Max	Std.dev.	Skewness	Kurtosis
<b>อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth)</b>						
3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ (Sales Growth return3y)	0.18	-7.39	2.31	.372	3.29	19.56
2 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ (Sales Growth return2y)	0.31	-0.73	0.899	5.25	3.97	17.92
<b>อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา ค่าตัดจำหน่าย (EBITDA Growth)</b>						
3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ (EBITDA Growth return3y)	-2.42	228.3	47.21	31.52	-6.89	50.72
2 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ (Sales Growth return2y)	0.90	-8.26	28.45	4.22	5.18	22.12
ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก (Initial return)	2.13	-0.69	11.60	2.13	4.68	22.12
การจัดการกำไรโดยรายการคงค้างขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหาร	-0.13	-0.80	0.42	0.23	-0.96	2.40

จากตารางที่ 4.5 พบว่า

1. กิจกรรมส่วนใหญ่มีอัตราการเติบโตของยอดขาย 3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.18 จากค่าสูงสุดเท่ากับ 2.31 และมีค่าต่ำสุดเท่ากับ -7.39 นั้นแสดงให้เห็นว่ากิจกรรมส่วนใหญ่มีอัตราการเติบโตของยอดขาย 3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์อยู่ในสัดส่วนที่ต่ำเนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์ความเบ้เป็นบวก แสดงว่าข้อมูลของตัวแปรมีส่วนใหญ่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยและข้อมูลมีการกระจายน้อยเนื่องจากค่าความโด่งเป็นบวก

2. กิจกรรมส่วนใหญ่มีอัตราการเติบโตของยอดขาย 2 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.31 จากค่าสูงสุดเท่ากับ 0.899 และมีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.73 นั้นแสดงให้เห็นว่ากิจกรรมส่วนใหญ่มีอัตราการเติบโตของยอดขาย 2 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์อยู่ในสัดส่วนที่ต่ำเนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์ความเบ้เป็นบวก แสดงว่าข้อมูลของตัวแปรมีส่วนใหญ่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยและข้อมูลมีการกระจายน้อยเนื่องจากค่าความโด่งเป็นบวก

3. กิจกรรมส่วนใหญ่มีอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย 3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -2.42 จากค่าสูงสุดเท่ากับ 47.21 และมีค่าต่ำสุดเท่ากับ -288.30 นั้นแสดงให้เห็นว่ากิจกรรมส่วนใหญ่มีอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์อยู่ในสัดส่วนที่สูงเนื่องจาก ค่าสัมประสิทธิ์ความเบ้เป็นลบแสดงว่าข้อมูลของตัวแปรมีส่วนใหญ่สูงกว่าค่าเฉลี่ยและข้อมูลมีการกระจายน้อย เนื่องจากค่าความโด่งเป็นบวก

4. กิจกรรมส่วนใหญ่มีอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย 2 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.90 จากค่าสูงสุดเท่ากับ 28.45 และมีค่าต่ำสุดเท่ากับ -8.26 นั้นแสดงให้เห็นว่ากิจกรรมส่วนใหญ่มีอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย 2 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์อยู่ในสัดส่วนที่ต่ำสูง เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์ความเบ้เป็นบวกแสดงว่าข้อมูลของตัวแปรมีส่วนใหญ่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยและข้อมูลมีการกระจายน้อยเนื่องจากค่าความโด่งเป็นบวก

5. กิจกรรมส่วนใหญ่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.66 จากค่าสูงสุดเท่ากับ 11.60 และมีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.69 นั้นแสดงให้เห็นว่ากิจกรรมส่วนใหญ่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกอยู่ในสัดส่วนที่ต่ำสูงเนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์ความเบ้เป็นบวกแสดงว่าข้อมูลของตัวแปรมีส่วนใหญ่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยและข้อมูลมีการกระจายน้อยเนื่องจากค่าความโด่งเป็นบวก

6. กิจกรรมส่วนใหญ่มีการจัดการกำไรโดยรายการคงค้างขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหารโดยการคำนวณรายการตามตัวแบบ Yoon Model มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.16 จากค่าสูงสุดเท่ากับ 0.36 และมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.02 นั้นแสดงให้เห็นว่ากิจกรรมส่วนใหญ่มีการจัดการกำไรโดยรายการคงค้างขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหารอยู่ในสัดส่วนที่สูง เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์ความเบ้เป็นลบแสดงว่าข้อมูลของตัวแปรมีส่วนใหญ่สูงกว่าค่าเฉลี่ยและข้อมูลมีการกระจายน้อยเนื่องจากค่าความโด่งเป็นบวก

#### ตารางที่ 4.6 การวิเคราะห์ผลการคำนวณรายการคงค้างรวม

(หน่วย : ล้านบาท)

	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่าต่ำสุด (Min)	ค่าสูงสุด (Max)
NI	42.01	-8.42	252.81
CFO	63.67	-419.15	679.59
TA	-701.59	-64.41	14.29

จากตารางที่ 4.6 แสดงค่าของรายการคงค้างรวมด้วยการคำนวณรายการคงค้างรวมจากการนำกำไรสุทธิหักจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -701.59 ค่าต่ำสุดเท่ากับ -64.41 และค่าสูงสุดเท่ากับ 14.29

#### ตารางที่ 4.7 สถิติพื้นฐานของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหาร

	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่าต่ำสุด (Min)	ค่าสูงสุด (Max)
DCA	0.06	-0.66	0.11

จากตารางที่ 4.7 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรการจัดการกำไร (DCA) ซึ่งมีขนาดรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหารเป็นตัวแทน (Proxy) ค่าสมบูรณ์ที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารจากการคำนวณรายการตามแบบ Yoon Model พบว่า ค่าสมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหารมีค่าเฉลี่ย 0.06 มีค่าต่ำสุด - 0.66 มีค่าสูงสุด 0.11 ตามลำดับแสดงว่าโดยเฉลี่ยรายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจผู้บริหารของกลุ่มตัวอย่างมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

#### 4.1.3 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

งานวิจัยนี้ศึกษาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกและการจัดการกำไรโดยคุณลักษณะพื้นฐานของบริษัทประกอบด้วยอัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA Growth) ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Initial Return) และ ตัวแปรการจัดการกำไรงานวิจัยนี้ใช้รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (DCA) เป็นตัวแทน (Proxy) ของระดับการจัดการกำไร (Earnings Management) รูปแบบการนำเสนอจัดเรียงลำดับดังนี้

4.1.3.1 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีต่อผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก

ผลการคำนวณค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโดยการหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Intercorrelation) ในการทดสอบความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปรอิสระตามกรอบแนวความคิดผู้วิจัยทำการตรวจสอบ 2 ขั้นตอน คือ ขั้นตอนแรกเมทริกซ์สหสัมพันธ์ (Correlation Matrix) และขั้นตอนที่ 2 หาค่าความทนทาน (Tolerance) และหาค่า Variance Inflation Factor (VIF) โดยผลการตรวจสอบ ดังนี้

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในงานวิจัยนี้ได้ใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (r) เพื่อดูความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรก่อนการวิเคราะห์การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามพร้อมทั้งตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันเพื่อแสดงให้เห็นว่าไม่มีตัวแปรอิสระตัวใดในการศึกษาครั้งนี้ที่มีความสัมพันธ์ร่วมเชิงเส้นตรง (Multicollinearity) โดยหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เป็นบวก แสดงว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันแต่หากมีค่าเป็นลบแสดงว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่าไม่มีตัวแปรอิสระตัวใดที่มีความสัมพันธ์ในระดับมากเกินกว่า 0.80 ซึ่งสอดคล้องกับระดับความสัมพันธ์ในงานวิจัยของ Archambeault (2000)

ผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ ไม่มีตัวแปรอิสระตัวใดในการศึกษาครั้งนี้ที่มีความสัมพันธ์จนเกิดปัญหา (Multicollinearity) โดยผู้วิจัยได้จำแนกตัวแปรอิสระได้ดังนี้ข้อมูล 3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์และข้อมูล 2 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ซึ่งผลวิเคราะห์ที่ได้แสดงในตารางที่ 4.7

**ตารางที่ 4.8** ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Correlation Matrix) ที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก ประกอบด้วย อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA Growth )

		IR	SGR Return3Y	SGR Return2Y	G-EBITDA Return3Y	G-EBITDA Return2Y
IR	Pearson Correlation		0.076	0.185	0.025	-0.055
	Sig. (2-tailed)		.576	0.171	0.855	0.684
SGR Return3Y	Pearson Correlation		1	0.59	-0.716	0.076
	Sig. (2-tailed)			0.000	0.000	0.576
SGR Return2Y	Pearson Correlation			1	-0.718	-0.182
	Sig. (2-tailed)				0.000	1.80
G-EBITDA Return3Y	Pearson Correlation				1	0.341
	Sig. (2-tailed)					0.010
G-EBITDA Return2Y	Pearson Correlation					1
	Sig. (2-tailed)					

ตารางที่ 4.9 รายละเอียดตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปร	คำอธิบาย
IR	ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก
SGR Return3Y	อัตราการเติบโตของยอดขาย 3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์
SGR Return2Y	อัตราการเติบโตของยอดขาย 2 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์
G-EBITDA Return3Y	อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย 3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์
G-EBITDA Return2Y	อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย 2 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์

จากตารางที่ 4.9 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรปัจจัยที่มีต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่มีต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกทุกตัวแปรอัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA Growth) กับการจัดการกำไรมีค่าเป็นบวกแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่มีต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกทุกตัวแปร คือ อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA Growth) กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกมีค่าเป็นบวกแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน

ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทุกคู่มีค่าความสัมพันธ์ไม่เกินเกณฑ์มาตรฐานที่กำหนด คือ 0.8 ดังนั้น จึงสรุปได้ว่าตัวแปรที่นำมาวิเคราะห์ไม่มีปัญหาการมีความสัมพันธ์กันที่สูงเกินไปซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Archambeault (2000) และ Shan et al. (2013) หากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน ถ้ามีค่ามากกว่า 0.80 – 1.00 แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันมากกับตัวแปรตามอาจทำให้เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองมากเกินไปทำให้เกิด Multicollinearity ซึ่งสอดคล้องกับระดับความสัมพันธ์ในงานวิจัย

4.1.3.2 การวิเคราะห์ข้อมูลรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหาร โดยใช้แบบจำลอง Yoon Model

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการประมาณระดับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหาร (Discretionary Accrual) ของแต่ละบริษัท โดยใช้แบบจำลอง Yoon Model ของ Yoon et al. (2006) เป็นตัวแปรตามเนื่องจากเป็นแบบจำลองที่ดีในการวัดรายการคงค้างเมื่อเทียบกับแบบจำลองอื่น ๆ เป็น

แบบจำลองที่ปรับปรุงโดย Yoon and Miller (2002) ตัวแบบนี้ได้พัฒนามาจากแบบจำลอง Modified Jones Model เพื่อนำมาประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรจากการวิเคราะห์สมการถดถอยของรายการคงค้างทั้งหมดต่อรายได้ (Total Accrual per Revenues) ดังต่อไปนี้

การจัดการกำไรที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหาร (Discretionary Accrual) จากแบบจำลอง Yoon Model ประกอบด้วย

$$\text{Total Accruals}_{it} = \text{Net Income}_{it} - \text{Cash Flows from Operations}_{it} \quad (1)$$

$$\frac{TA_{it}}{REV_{it}} = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{REV_{it}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta EXP_{it} - \Delta PAY_{it}}{REV_{it}} \right) + \beta_3 \left( \frac{DEP_{it} - PEN_{it}}{REV_{it}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$NDCA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{REV_{it}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta EXP_{it} - \Delta PAY_{it}}{REV_{it}} \right) + \beta_3 \left( \frac{DEP_{it} + PEN_{it}}{REV_{it}} \right) \quad (3)$$

$$DCA_{it} = (TA_{it}/REV_{it} - NDCA_{it}) \quad (4)$$

ตารางที่ 4.10 ค่าสัมประสิทธิ์ของกลุ่มตัวอย่าง

$$TA_{i,t}/REV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/REV_{i,t} + \beta_2(\Delta EXP_{i,t} - \Delta PAY_{i,t})/REV_{i,t} + \beta_3(\Delta DEP_{i,t} - \Delta PEN_{i,t})/REV_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

	$\beta_0$	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$
	-0.085	0.60	-0.018	0.45
P-value	0.002	0.526	0.787	0.832

โดยที่

$TA_{i,t}$  = รายการคงค้างทั้งหมดของบริษัท i ณ ปีที่ t

$REV_{i,t}$  = รายได้จากการขายและบริการของบริษัท i ณ ปีที่ t

$REC_{i,t}$  = ลูกหนี้การค้าของบริษัท i ณ ปีที่ t

$EXP_{i,t}$  = ผลรวมของต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเฉพาะค่าใช้จ่ายที่เป็นเงินสดของบริษัท i ณ ปีที่ t

$PAY_{i,t}$  = เจ้าหนี้การค้าของบริษัท i ณ ปีที่ t

$DEP_{i,t}$  = ค่าเสื่อมราคาของบริษัท i ณ ปีที่ t

$PEN_{i,t}$  = ค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงานของบริษัท i ณ ปีที่ t

$\Delta$  = การเปลี่ยนแปลงของปีปัจจุบันกับปีก่อนหน้า

$\beta_{1,2,3}$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ i



$\epsilon_{it}$  = ค่าความคลาดเคลื่อนจากการประมาณการคงค้างทั้งหมด

จากตารางที่ 4.10 ค่าที่ได้จากการคำนวณค่าสัมประสิทธิ์ในสมการที่ 2 โดยการใช้วิธีกำลังสองน้อยสุด Ordinary Least squares ( OLS) regressions และหารด้วยรายได้รวมของปีปัจจุบันเพื่อลดการเกิดปัญหาความไม่คงที่ของความแปรปรวนคลาดเคลื่อน (Heteroscedatic) ประกอบด้วย  $\beta_0$  มีค่า -0.085  $\beta_1$  มีค่า 0.60  $\beta_2$  มีค่า -0.018 และ  $\beta_3$  มีค่า 0.45

#### 4.2 ผลการวิเคราะห์สมมติฐาน

4.2.1 การวิเคราะห์อิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายครั้งแรก สำหรับการวิเคราะห์อิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายครั้งแรก โดยผลการวิเคราะห์ประกอบด้วยอัตราการเติบโตของยอดขายและอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีและค่าเสื่อมราคา ค่าตัดจำหน่าย

ตารางที่ 4.11 ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

ตัวแปร	Unstandardized Coefficients B	standardized Coefficients B	t	Sig.
(Constant)	0.319			
SGR return3Y	-0.87	0.15	0.79	0.43
SGR Return2Y	0.98	0.14	2.14	0.03*
G-EBITDA return3Y	0.03	0.46	1.99	0.05*
G-EBITDA return 2 Y	-0.05	-0.11	-0.78	0.43
R	0.326			
Adj.R	0.036			

หมายเหตุ. \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.11 สรุปผลการวิเคราะห์ตามสมมติฐานดังนี้

H1: อัตราการเติบโตของยอดขาย (3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

จากผลการวิเคราะห์ พบว่าอัตราการเติบโตของยอดขายไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก (ค่า Sig. มีค่าเท่ากับ 0.43 ซึ่งมีความมากกว่า 0.05)

H2: อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 2 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

จากผลการวิเคราะห์ พบว่าอัตราการเติบโตของยอดขายมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก (ค่า Sig. มีค่าเท่ากับ 0.03 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05)

H3 : อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

จากผลการวิเคราะห์ พบว่าอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก (ค่า Sig. มีค่าเท่ากับ 0.05 ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.05)

H4 : อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (2 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

จากผลการวิเคราะห์ พบว่า อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก (ค่า Sig. มีค่าเท่ากับ 0.43 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05)

4.2.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกกับการจัดการกำไร

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกกับการจัดการกำไรใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation) วัดความสัมพันธ์ในรูปเชิงเส้นของตัวแปรเชิงปริมาณการวิเคราะห์จะระบุทั้งขนาดและทิศทางของความสัมพันธ์

**ตารางที่ 4.12** สรุปความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายครั้งแรกแก่สาธารณชนกับการจัดการกำไรโดยใช้ดุลยพินิจผู้บริหาร

ตัวแปร	การจัดการกำไรโดยรายการคงค้างขึ้นอยู่กัดุลยพินิจผู้บริหาร (Discretionary Accruals: DCA) โดยใช้ Yoon Mode
ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก	
Pearson Correlation	-0.03
Sig.(2-tailed)	.083

หมายเหตุ. \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

H5 : ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกและการจัดการกำไรมีความสัมพันธ์กัน

จากผลการวิเคราะห์ พบว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก ไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไร (ค่า Sig. มีค่าเท่ากับ 0.83 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05)

จากตารางที่ 4.12 พบว่าผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก ไม่สามารถพยากรณ์การจัดการกำไรโดยรายการคงค้างขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหาร (Discretionary Accruals: DCA) โดยใช้ Yoon Model นั่นคือ ปฏิเสธ สมมติฐานที่ 5 ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกและการจัดการกำไรโดยรายการคงค้างขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหาร (Discretionary Accruals : DCA) โดยใช้ Yoon Mode ไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างกัน หรืออาจกล่าวได้ว่า หากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะไม่ส่งผลกับการจัดการกำไรโดยรายการคงค้างขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหาร (Discretionary Accruals : DCA) โดยใช้ Yoon Model

**ตารางที่ 4.13** สรุปผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกและการจัดการกำไรในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

สมมติฐาน	รายละเอียด	ผลการทดสอบ	p-value
H1	อัตราการเติบโตของยอดขาย (3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก	ปฏิเสธสมมติฐาน	0.43
H2	อัตราการเติบโตของยอดขาย (2 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก	ยอมรับสมมติฐาน	0.03
H3	อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก	ยอมรับสมมติฐาน	0.05
H4	อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (2 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก	ปฏิเสธสมมติฐาน	0.43
H5	ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกและการจัดการกำไรมีความสัมพันธ์กัน	ปฏิเสธสมมติฐาน	0.83

## บทสรุป

ในบทนี้ผู้วิจัยได้อธิบายถึงผลการศึกษาที่ได้จากการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก และการจัดการกำไรในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยแสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลเริ่มต้นจากเชิงพรรณนา เพื่ออธิบายลักษณะเบื้องต้นของข้อมูลและอธิบายทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก รวมทั้งการวิเคราะห์เชิงอนุมานโดยใช้วิธีการวิเคราะห์สหสัมพันธ์และการทดสอบสมมติฐานการวิจัย สำหรับในบทที่ 5 จะกล่าวถึงบทสรุปผลการศึกษา การอภิปรายผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

## บทที่ 5

### สรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกและการจัดการกำไรโดยคุณลักษณะพื้นฐานของบริษัทประกอบด้วยอัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA Growth) ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Initial Return) ตัวแปรผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกและการจัดการกำไรโดยงานวิจัยนี้ใช้รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (DCA) เป็นตัวแทน (Proxy) ของระดับการจัดการกำไร (Earnings Management)

ในบทนี้นำเสนอสรุปผลการศึกษาและอภิปรายผลตามวัตถุประสงค์งานวิจัยโดยใช้ข้อมูลจากการทบทวนวรรณกรรมเพื่อสนับสนุนการอภิปรายผลการศึกษา นอกจากนี้ผู้วิจัยได้นำเสนอเกี่ยวกับข้อจำกัดของการวิจัยในครั้งนี้ข้อเสนอแนะการนำข้อมูลผลงานวิจัยไปใช้ประโยชน์และสำหรับการศึกษาวิจัยครั้งต่อไปในอนาคตมีรายละเอียดตามลำดับดังนี้

- 5.1 สรุปผลการวิจัย
- 5.2 อภิปรายผลการศึกษา
- 5.3 ข้อจำกัด
- 5.4 ข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการวิจัย

5.1.1 การศึกษาศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก สามารถสรุปผลการศึกษาแต่ละประเด็นได้ ดังต่อไปนี้

1. อัตราการเติบโตของยอดขาย (3 ปีก่อนเข้าตลาด) ไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก
2. อัตราการเติบโตของยอดขาย (2 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก
3. อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

4. อัตราการเติบโตของของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (3 ปีก่อนเข้าตลาด) ไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

5.1.2 การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก กับการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก และการจัดการกำไรไม่มีความสัมพันธ์กัน

## 5.2 การอภิปรายผลการศึกษา

จากผลการศึกษาพบว่า มีหลายปัจจัยที่มีอิทธิพลและไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกและผู้วิจัยได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของการจัดการกำไรกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกในส่วนของการอภิปรายผลการศึกษาของงานวิจัยจะแบ่งการอภิปรายออกเป็นต่าง ๆ ซึ่งได้แก่ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกและความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกนำเสนอการอภิปรายผลการศึกษาลำดับดังนี้

5.2.1 การศึกษาศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ในการศึกษาศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกสามารถสรุปผลการศึกษาแต่ละประเด็นได้ ดังต่อไปนี้

1) อัตราการเติบโตของยอดขาย (3 ปีก่อนเข้าตลาด) ที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

ผลการศึกษาพบว่าอัตราการเติบโตของยอดขาย (3 ปีก่อนเข้าตลาด) ไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก ซึ่งไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่า อัตราการเติบโตของยอดขายเป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก โดยยอดขายของบริษัทมีการเติบโตเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจะสะท้อนให้เห็นถึงความต้องการของสินค้าที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ทำให้บริษัทต้องการแหล่งเงินทุนเพื่อการขยายการผลิตมากขึ้น หากแหล่งเงินทุนภายในของบริษัทที่มีอยู่ไม่เพียงพอบริษัทจึงต้องหาแหล่งเงินทุนภายนอกที่มาจาก การเสนอขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ สอดคล้องกับการศึกษาของ Zheng and Stangelgeland (2007) การที่บริษัทกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงเป็นการส่งสัญญาณคุณภาพของบริษัท ซึ่ง IPO Underpricing วัดจากผลตอบแทนวันแรกคุณภาพของบริษัทวัดจากการเติบโตของยอดขาย ผลการทดสอบพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับยอดขายอย่างมีนัยสำคัญทาง Shette et al. (2016) นอกจากนี้ Chang et al. (2008) พบว่าการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์กันกับอัตราการเติบโตของยอดขาย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Fischer (2002), Penmans

(2002) และ พิมพิศา พรหมมา (2561) พบว่า อัตราการเติบโตของยอดขายมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ผลการศึกษาในครั้งนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ รัชนก สำเนียงล้ำ (2562) พบว่าบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจพิจารณาปัจจัยอัตราการเติบโตของยอดขาย (3 ปีก่อนเข้าตลาด) ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุนอาจจะให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินต่าง ๆ ในหนังสือชี้ชวนของบริษัทเกี่ยวกับความสามารถในการเพิ่มยอดขายเพื่อวัดความสามารถในการกำกับและคุณภาพของบริษัทมากกว่าการให้ความสำคัญกับข้อมูลทางการเงินเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงทางการเงินในอดีตและข้อมูลที่น่ามาใช้เป็นข้อมูลภายใต้สถานการณ์ต่าง ๆ ที่มีความผันผวนของปัจจัยภายนอกมีผลกระทบต่อรายได้ของบริษัท เช่น การเปลี่ยนแปลงของคณะรัฐบาล สถานการณ์ความขัดแย้งทางการเมืองผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจและการเมืองภายนอกประเทศ

2) อัตราการเติบโตของยอดขาย (2 ปีก่อนเข้าตลาด) มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

ผลการศึกษาพบว่าอัตราการเติบโตของยอดขาย (2 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก แสดงว่าบริษัทมีการเติบโตจากการขายที่เพิ่มมากขึ้นก็จะสะท้อนไปยังรายได้ของบริษัทที่เพิ่มมากขึ้นไปด้วยบริษัทจึงให้ความสำคัญกับอัตราการเติบโตของยอดขายมาก เพราะสามารถวัดผลการดำเนินงานของบริษัทจากงานวิจัยในอดีตของ Golden and Dollinger (1993) พบว่าในการวัดผลการดำเนินงานของกิจการกิจการให้ความสำคัญกับยอดขายเพราะเป็นตัวชี้ได้ถึงการเติบโตของกิจการและงานวิจัยของ Sprouse and Moonitz (1962) กล่าวว่า รายได้จากการขายสินค้าและบริการนั้นทำให้รายได้จากการดำเนินงานสุทธิของกิจการเพิ่มขึ้นในรอบระยะเวลาบัญชีโดยมีรายได้จากการขายสินค้าและบริการถือเป็นองค์ประกอบหนึ่งของงบการเงินที่เกี่ยวข้องโดยตรงกับผลการดำเนินงานสอดคล้องกับการศึกษาของ Zheng and Stangeland (2007) การที่บริษัทกำหนดราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงเป็นการส่งสัญญาณคุณภาพของบริษัท ซึ่ง IPO Underpricing วัดจากผลตอบแทนวันแรก คุณภาพของบริษัทวัดจากการเติบโตของยอดขายผลการทดสอบพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับยอดขายอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ Shette et al. (2016) นอกจากนี้ Chang et al. (2008) พบว่าการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของยอดขาย Zheng and Stangeland (2007) พบว่าการเติบโตของยอดขายของบริษัทเป็นไปได้ที่บริษัทจะเสนอขายหุ้นต่อสาธารณชนซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Fischer and Stocken (2004), Pagano et al. (1998) และ Penmans (2002) สอดคล้องกับภารดี รัศมี (2554) และ Hasan et al. (2013) อัตราส่วนของกำไรสุทธิคำนวณจากกำไรสุทธิหารด้วยยอดขายและอัตรากำไรจากการดำเนินงานคำนวณจากกำไรจากการดำเนินงานหารด้วยยอดขายสุทธิสามารถอธิบายประสิทธิภาพของหลักทรัพย์ IPO ได้อย่างเหมาะสมจะเห็นได้ว่าอัตรากำไรของบริษัทมีผลมาจากยอดขาย

3) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก



ผลการศึกษาพบว่าอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกจากการศึกษาของ Hasan et al. (2013) ซึ่งให้เห็นว่ากำไรในอดีตของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งได้แก่กำไรจากการดำเนินงานสามารถสื่อถึงคุณภาพของบริษัทและผลตอบแทนเมื่อปรับด้วยผลตอบแทนของตลาดระยะแรกได้อย่างเหมาะสม สอดคล้องกับ Zheng and Stangeland (2007) การที่บริษัทกำหนดราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงเป็นการส่งสัญญาณคุณภาพของบริษัท ซึ่ง IPO Underpricing วัดจากผลตอบแทนวันแรก คุณภาพของบริษัทวัดจากเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย การทดสอบพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับ พิมพิศา พรหมา (2561) พบว่าอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

4) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (2 ปีก่อนเข้าตลาด) มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

ผลการศึกษาพบว่า อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายไม่มีอิทธิพลผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก ซึ่งไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่าอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายอาจจะเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งถึงคุณภาพของบริษัทความสามารถในการทำกำไรและความน่าเชื่อถือของบริษัทโดยบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจจะพิจารณาปัจจัยอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุนซึ่งให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินต่าง ๆ ในหนังสือชี้ชวนของบริษัทเกี่ยวกับความสามารถในการเพิ่มยอดขายเพื่อวัดความสามารถในการทำกำไรและคุณภาพของบริษัทมากกว่าการให้ความสำคัญกับข้อมูลทางการเงินเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงทางการเงินในอดีตข้อมูลที่น่ามาใช้เป็นข้อมูลภายใต้สถานการณ์ต่าง ๆ ที่มีการเปลี่ยนแปลงทั้งภายในและภายนอกในส่วนของปัจจัยภายในมีมาตรการต่าง ๆ ที่รัฐบาลนำมาใช้ส่งผลให้ผู้บริหารแต่ละบริษัทพิจารณาถึงประโยชน์ระยะสั้นและระยะยาว เช่น การลดภาษีนำเข้าเพื่อกระตุ้นบริษัทต่าง ๆ ได้พิจารณาซื้อเครื่องจักรกล อุปกรณ์โรงงานจากต่างประเทศทำให้ลดค่าใช้จ่ายในการนำเข้าและนโยบายการเพิ่มดอกเบี้ยภายในประเทศจากภาวะเงินเฟ้อผู้บริหารจึงจำเป็นต้องจ่ายชำระหนี้ให้กับเจ้าหนี้เพื่อลดภาระหนี้สินที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต สอดคล้องกับภาวดี รัศมี (2554) พบว่า อัตราการเติบโตของกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายไม่มีอิทธิพลกับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO

5.2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก กับการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ผลการศึกษาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Welch (1989) เสนอแนวคิดที่ว่าบริษัทที่มีคุณภาพต่ำ (Low Quality Firms) นักลงทุนจะไม่ลงทุนในบริษัทนั้นจะมีพฤติกรรมเลียนแบบพฤติกรรมบริษัทที่มีคุณภาพสูงในการส่งสัญญาณให้นักลงทุนจากการ IPO Underpricing บริษัทที่มีคุณภาพสูง สามารถกำหนดราคาหุ้น IPO ด้วยราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงซึ่งบริษัทที่มีคุณภาพต่ำไม่สามารถเลียนแบบได้เนื่องจากต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการกำหนดราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงสอดคล้องกับงานวิจัยของ DuCharme et al. (2001) ผลตอบแทนของหุ้นในช่วงแรกหลังจากเสนอขายหุ้นสามัญของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายผ่านรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารมากกว่าปกติ เมื่อเทียบกับช่วงก่อนเสนอขายหุ้นสามัญต่อสาธารณชนครั้งแรก เนื่องจากสาเหตุในด้านของข้อมูลช่วงที่ราคาหุ้นสูงกว่าราคาความเป็นจริงการนำเสนองบการเงินที่ตกแต่งกำไรและการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจผู้บริหาร ในช่วงเสนอขายหุ้นสามัญต่อสาธารณชนครั้งแรกมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานในช่วง 3 ปีหลังจากที่เสนอขายหุ้นสามัญต่อสาธารณชนครั้งแรกสรุปว่า IPO Underpricing เป็นการส่งสัญญาณคุณภาพของบริษัทให้นักลงทุน การจัดการกำไรเหมือนการตกแต่งกำไรปกติทางบัญชีมีเกณฑ์ 2 เกณฑ์เกณฑ์เงินสดกับเกณฑ์คงค้าง

การจัดการกำไรจะใช้เกณฑ์คงค้างสามารถทำได้เพราะว่าเป็นการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารข้อดีของการจัดการกำไร ผู้บริหารจะมองว่าจะผลลัพธ์ทางการเงินตามที่คาดการณ์ไว้กำไรที่เกิดขึ้นเป็นกำไรตามที่ผู้บริหารต้องการมีข้อเสียข้อเสียการจัดการกำไรเป็นการฉวยโอกาสนกับผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งทำให้ผู้มีส่วนได้เสียเข้าใจผิดในเรื่องผลลัพธ์ที่จะได้รับเพราะเมื่อลงทุนผู้มีส่วนได้เสียจะคาดหวังผลตอบแทนบริษัทมากกว่าตกแต่งกำไรผลลัพธ์ที่ผู้มีส่วนได้เสียต้องการจะได้ตามสัญญากันไว้ที่ผู้ถือหุ้นต้องการไม่ได้ทำให้ผู้ถือหุ้นเข้าใจผิดเหมือนการที่จะเอาบริษัทไอพีโอเข้าตลาดต้องมีการตกแต่งกำไรเพื่อให้นักลงทุนมาร่วมลงทุนเยอะ ๆ ผู้บริหารต้องการผลลัพธ์ทางการเงินที่บริษัทคาดการณ์ไว้ การจัดทำบัญชีมีช่องโหว่ตรงที่สามารถใช้เกณฑ์คงค้างได้ ไม่ได้ใช้เกณฑ์เงินสดทั้งหมดเลยมีประเด็นในการทำการจัดการกำไร การจัดการกำไรมีการบิดเบือนข้อมูลหลายอย่างจนทำให้ไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนผู้ถือหุ้นได้ ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยมีลักษณะโครงสร้างที่แตกต่างกับประเทศเกาหลีการวัดผลตอบแทนวันแรกอาจทำให้ไม่เห็นการเปลี่ยนแปลงอาจจะหาความสัมพันธ์กับผลตอบแทนสอดคล้องกับ แว่ววัน ปรางค์ธน์ช (2545) พบว่า มีการจัดการกำไรในช่วงปีที่เพิ่มทุนส่งผลการเปลี่ยนแปลงกำไรเพิ่มขึ้นในปีที่เพิ่มทุนผ่านรายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจผู้บริหาร อย่างไรก็ตามรายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจผู้บริหารไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการเพิ่มทุนได้ แต่จะพบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลังเข้าตลาดไปแล้ว 2 ปี ภายใต้การควบคุมดูแลมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญในประเทศไทยนักลงทุนส่วนใหญ่มักจะลงทุนระยะสั้นเพื่อเก็งกำไรอาจจะดูแค่ข้อมูลเบื้องต้น เช่นความสามารถในการทำกำไรไม่ได้ดูรายละเอียดอื่น ๆ ของบัญชีการจัดการกำไรสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกกับการจัดการกำไรของแต่ละบริษัทมีทั้งบวกและลบแต่ไม่มีนัยสำคัญ นักลงทุนน่าจะคาดการณ์จากปีแรกที่คิดว่าบริษัทจัดการกำไรก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ทำ

ให้ผลประกอบการปีแรกที่เข้าตลาดลดลงหลังจากเข้าตลาด 2 ปี บริษัทสามารถทำกำไรของบริษัทให้ดีขึ้นจึงทำให้นักลงทุนสนใจมาลงทุนเพิ่มทำให้มีผลตอบแทนต่อหุ้นเพิ่มขึ้น

Yoon and Miller (2002) ได้เสนอแนวคิดว่าการจัดรายการคงค้างเป็น ต่ำ กลางและสูง โดยใช้ดุลยพินิจผู้บริหารบริษัทที่มีรายการคงค้างต่ำ จะถูกกำหนดให้เป็นบริษัทที่มีรายได้ลดลงในขณะที่บริษัทที่มีรายการคงค้างสูงถูกพิจารณาให้เป็นบริษัทที่มีรายได้เพิ่มขึ้น การบริหารการจัดการรายได้โดยใช้ดุลยพินิจผู้บริหารแนวทางรายการคงค้างตามดุลยพินิจผู้บริหารต้องมีความระมัดระวัง โดยบทสรุปของค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงานจะเป็นตัวแทนสำหรับรายการคงค้างที่ใช้ดุลยพินิจผู้บริหารสถานะกระแสเงินสดของประเทศเกาหลี จะเป็นรูปแบบมาตรฐานของสถานะกระแสเงินสดจะมีการรายงานแนวทางการบริหารจัดการหนี้เสีย ในฐานะค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสดเป็นการเพิ่มขึ้นหรือลดลงจากการชดเชยค่าใช้จ่ายและหนี้สินที่ไม่ใช่เงินสด เป็นการคำนวณทางบัญชีตามมูลค่าราคายุติธรรมการเปลี่ยนแปลงของรายได้ และการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายมีความสัมพันธ์กันอย่างมา ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงรายได้ที่ได้เป็นเงินสดและการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายที่เป็นเงินสดลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ปัจจัยด้านความเติบโตของบริษัทส่งผลเชิงบวกกับการจัดการกำไรตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย มีลักษณะโครงสร้างที่แตกต่างกับประเทศเกาหลีการวัดผลตอบแทนวันแรกอาจทำให้ไม่เห็นการเปลี่ยนแปลง แต่จะหาความสัมพันธ์กันกับการจัดการกับรายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจผู้บริหาร หากการจัดการกำไรโดยใช้ดุลยพินิจผู้บริหารมีค่าเพิ่มขึ้นแสดงว่าบริษัทได้จัดการกำไรสูงขึ้น หากการจัดการกำไรโดยใช้ดุลยพินิจผู้บริหารมีค่าติดลบ แสดงว่าบริษัทจัดการกำไรต่ำลงในประเทศไทยนักลงทุนส่วนใหญ่มักจะลงทุนระยะสั้น เพื่อเก็งกำไรอาจจะดูแค่ข้อมูลเบื้องต้น

### 5.3 ข้อจำกัดของงานวิจัย

5.3.1 ข้อจำกัดที่พบในการศึกษาเรื่องผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกและการจัดการกำไร มีขนาดกลุ่มตัวอย่างที่ยังน้อยเนื่องจากไม่สามารถขยายเวลาการเก็บข้อมูลมากกว่านี้ไปได้เพราะมีการปรับเปลี่ยนมาตรฐานการบัญชีในปี พ.ศ. 2554 และ ข้อมูลงบการเงินที่เปิดเผยในตลาดหลักทรัพย์มีหลายบริษัทที่เปิดเผยรายละเอียดไม่ครบถ้วน

5.3.2 การจัดการกำไรในงานวิจัยนี้หากจากรายการคงค้างตามดุลยพินิจผู้บริหาร วิธี Yoon Model ที่มีหลักการคิดโมเดลจากหลักการบัญชีของประเทศเกาหลีซึ่งมาตรฐานการรายงานทางการเงินของประเทศเกาหลีมีความแตกต่างกันกับของประเทศไทย ซึ่งอาจจะจะมีผลทำให้การเก็บข้อมูลจากงบการเงินไม่เป็นไปตามหลักการของโมเดลและไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

### 5.4 ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะจากการวิจัยครั้งนี้แบ่งออกเป็น 2 ส่วนแยกตามการใช้ประโยชน์ข้อมูลของผลการศึกษาวิจัยเรื่องศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกและการจัดการกำไร

ข้อเสนอแนะการนำผลการวิจัยไปใช้

1. นักลงทุนสามารถนำผลการวิจัยไปใช้เพื่อประกอบการพิจารณาเพื่อตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อทราบข้อมูลปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่จำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก

2. หน่วยงานกำกับดูแลสามารถนำผลการศึกษาไปใช้เพื่อส่งเสริม สนับสนุนหรือกำหนดหลักเกณฑ์ของส่วนงานภายใต้กำกับที่เกี่ยวข้องกับการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป

1. การเก็บข้อมูลกลุ่มตัวอย่างเพิ่มเติมจากช่วงเวลาของงานวิจัยเพื่อเพิ่มขนาดกลุ่มตัวอย่างหรือเพื่อการเปรียบเทียบต่อไป

2. ในงานวิจัยครั้งต่อไปควรเพิ่มหรือเปลี่ยนตัวแปรอื่นที่สามารถสะท้อนผลการวิจัยที่มุ่งมองในด้านต่าง ๆ เพิ่มมากขึ้น

3. ในงานวิจัยครั้งต่อไปผู้วิจัยอาจเลือกใช้แบบจำลองชนิดอื่นในการศึกษาและเปรียบเทียบเพื่อยืนยันถึงประสิทธิภาพของแบบจำลองและพิสูจน์ว่าแบบจำลองชนิดใดสามารถอธิบายการจัดการกำไรได้ดีที่สุด

4. ในงานวิจัยต่อไปผู้วิจัยควรหาวิธีการหาค่าการจัดการกำไรที่เหมาะสมสำหรับรูปแบบงบการเงินตามมาตรฐานของบัญชีประเทศนั้น ๆ เพื่อให้ได้ค่าการจัดการกำไรที่แม่นยำขึ้น

## บรรณานุกรม

### บรรณานุกรม

- กัลยา วานิชย์บัญชา และ ชูิตา วานิชย์บัญชา. (2558). *การใช้ SPSS for Windows ในการวิเคราะห์ข้อมูล* (พิมพ์ครั้งที่ 15). สามลดา.
- กัลยานี ภาคอิต. (2559ก). ทฤษฎีอธิบายผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายให้กับประชาชน เป็นครั้งแรก. *วารสารการจัดการธุรกิจ. มหาวิทยาลัยบูรพา*, 5(1), 112-122.
- กัลยานี ภาคอิต. (2559ข). ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ไทย. *Veridian E-Journal, Silapakorn University ฉบับภาษาไทย สาขามนุษยศาสตร์สังคมศาสตร์และศิลปะ*, 9(1), 1173-1189. <https://he02.tci-thaijo.org/index.php/Veridian-E-Journal/article/view/61673/50803>
- ณัฐชานนท์ โกมุกพุดพิงศ์. (2557). การวัดคุณภาพกำไรเพื่อการวิเคราะห์หลักทรัพย์. *จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์*, 36(139), 1-18. <https://so01.tci-thaijo.org/index.php/CBSReview/article/view/18752>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, (2562) *รายชื่อบริษัทจดทะเบียน*. <https://www.sec.or.th>
- ธกานต์ ชาตวิวงศ์ และ Chatiwong, T. (2560). ทฤษฎีที่ใช้อธิบายงานวิจัยทางบัญชี: จากอดีตถึงอนาคต *วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ สยามคณสถานอุดมศึกษาเอกชนแห่งประเทศไทยในพระราชูปถัมภ์ สมเด็จพระเทพรัตนราชสุดาฯ สยามบรมราชกุมารี*, 6(2), 203-211.
- เปรมราช วัลลาสัย, พัทธนันท์ เพชรเชิดชู, และ ศิริเดช คำสุพรหม. (2562). การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจผู้บริหารในการสร้างรายการทางธุรกิจและการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างกับความสามารถในการทำกำไรอนาคต. *วารสารการบัญชีและการจัดการ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม*, 12(3), 83-96. <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/mbs/article/view/242129/165974>
- พรทิวา ขาวสะอาด. (2555). ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับระดับการจัดการกำไร: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการศรีปทุม ชลบุรี*, 9(2), 29-35.
- พิมพ์ชนก เกตุสุวรรณ. (2555). การตกแต่งกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจผู้บริหารในการสร้างรายการธุรกิจเพื่อบรรลุเป้าหมายกำไร. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 8(22), 89-92. <http://www.jap.tbs.tu.ac.th/files/Article/Jap22/Full/Jap22Pimchanok.pdf>
- พิมพ์พิศา พรหมมา. (2561). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอของประเทศไทย. *วารสารสุทธิปริทัศน์*. 32(102), 140-152. <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/DPUsthiparithatJournal/article/view/243433/165196>

บรรณานุกรม (ต่อ)

- ภารตี รัชมี. (2554). *Underpricing and firm quality: Evidence from Thai IPO Firms* [การศึกษาอิสระปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์]. หอสมุดแห่งมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.  
[https://digital.library.tu.ac.th/tu\\_dc/frontend/Info/item/dc:121895](https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:121895)
- รักชนก สำเนียงล้ำ. (2562). ปัจจัยที่ส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจะทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารสุทธิปริทัศน์*, 34(111), 163-180.  
<https://so05.tci-thaijo.org/index.php/DPUSuthiparithatJournal/article/view/242874/168097>
- วรศักดิ์ ทุมมานนท์. (2543). *คุณรู้จัก Creative accounting และคุณภาพกำไร แล้วหรือยัง ?*. ไอออนิกอินเตอร์เนต รีซอสเซส.
- วรศักดิ์ ทุมมานนท์. (2552). *มิติใหม่ของการเงินและการวิเคราะห์* (พิมพ์ครั้งที่ 4). ธรรมนิติ เพลส.
- แหววัน ปรางค์ธัชช. (2545). *การจัดการกำไรและผลตอบแทนของการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน: การศึกษาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* [วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย]. สำนักงานการวิจัยแห่งชาติ.
- คันสนีย์ ศรีวรรเดชไพศาล. (2549). *การจัดการกำไรของบริษัทที่จะเสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* [วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์]. มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2551). ทฤษฎีบรรษัทภิบาล. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 31(120), 1-4.  
<http://www.jba.tbs.tu.ac.th/files/Jba120/Column/JBA120SinlapapornC.pdf>
- สถาปัตยกรรม ดวงทรัพย์. (2552). *ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและโอกาสในการเติบโตของ บริษัท : กรณีศึกษาบริษัทกลุ่ม SET 50 Index* [การศึกษาดำเนินการเองปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์]. หอสมุดแห่งมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.  
[https://digital.library.tu.ac.th/tu\\_dc/frontend/Info/item/dc:166005](https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:166005)
- สุภารัตน์ ตันท์พรชัย. (2559). *ความสัมพันธ์ระหว่างการตกแต่งกำไรกับการดูแลกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* [การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์]. หอสมุดแห่งมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.  
[http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2016/TU\\_2016\\_5802020049\\_5653\\_4438.pdf](http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2016/TU_2016_5802020049_5653_4438.pdf)



### บรรณานุกรม (ต่อ)

- อรรวรรณ เงามแสงธรรม. (2559). การตกแต่งกำไรของบริษัทที่เสนอขายหุ้นสาธารณะชนเป็นครั้งแรก กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) [การศึกษาอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์]. หอสมุดแห่งมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.  
[http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2016/TU\\_2016\\_5802020296\\_5528\\_4733.pdf](http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2016/TU_2016_5802020296_5528_4733.pdf)
- Aharony, J., Lin C., & Loeb, M. P. (1993). Initial public offering, accounting choices and earnings management. *Cotemporary Accounting Research*, 10(1), 61-81.  
<https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1993.tb00382.x>
- Ahmad-Zalulki, N. A., Campbell, K., & Goodacre, A. (2011). Earning management in Malaysian IPOs: The East Asian crisis, ownership control, and post – IPO performance. *The International Journal of Accounting*, 46(2), 111-137.  
<https://doi.org/10.1016/j.intacc.2011.04.001>
- Akers, M., Giacomino, D., & Gissel, J. L. (2007). Earnings management and its implications. *Accounting Faculty Research and Publications*, 8.  
[https://epublications.marquette.edu/account\\_fac/8](https://epublications.marquette.edu/account_fac/8)
- Alareeni, B., & Al-Juaidi, O. (2014). The Modified Jones & Yoon Models in detecting earnings management in Palestine Exchange (PEX). *International Journal of Innovation & Applied Studies*, 9(4), 1472-1484. <https://www.issr-journals.org/xplore/ijias/0009/004/IJIAS-14-295-02.pdf>
- Alexander, N., & Hengky. (2017). Factors affecting earnings management in the Indonesian Stock Exchange. *Journal of Finance & Banking Review*, 2(2), 8-14.  
<https://ssrn.com/abstract=3000728>
- Al-Fayoumi, N., Abuzayed, B., & Alexander, D. (2010). Ownership structure and earnings management in emerging markets: The case of Jordan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 38(1), 28-47.  
<http://www.eurojournals.com/finance.htm>

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Ali, S. M., Saleh, N. M., & Hassan, M. S. (2008). Ownership structure & earnings management in Malaysian Listed Companies: The size effect. *Asian Journal of Business & Accounting*, 1(2), 89-116.  
[https://www.researchgate.net/publication/228683165\\_Ownership\\_Structure\\_and\\_Earnings\\_Management\\_in\\_Malaysian\\_Listed\\_Companies\\_The\\_Size\\_Effect](https://www.researchgate.net/publication/228683165_Ownership_Structure_and_Earnings_Management_in_Malaysian_Listed_Companies_The_Size_Effect)
- Allen, F., & Faulhaber, G. R. (1989). Signaling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 23(2), 303-323. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90060-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90060-3)
- Archambeault, S. D. (2000). *The relation between corporate governance strength and fraudulent financial reporting* [Doctor dissertation, University of Alabama]. Proquest.
- Ayers, B. C., Jiang, J., & Yeung, P. E. (2006). Discretionary accruals and earnings management: An analysis of pseudo earnings targets. *The Accounting Review*, 81(3), 617-652.  
<https://www.jstor.org/stable/4093108>
- Balatbat, M. C. A., Taylor, S. L., & Walter, T. S. (2004). Corporate governance, insider ownership and operating performance of Australian initial public offering. *Accounting and Finance*, 44(3), 299-328. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629x.2004.00114.x>
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2008). Earning quality at initial public offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2/3), 324-349.  
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.12.001>
- Ball, R., Kothari, S. P., & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 1-51.  
[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00012-4](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00012-4)
- Banderlipe, I. I., & Mc Reynald, S. (2009). The impact of selected corporate governance variables in mitigating earnings management in the Philippines. *DLSU Business & Economics Review*, 19(1), 17-27. <https://www.dlsu.edu.ph/wp-content/uploads/pdf/research/journals/ber/vol19-1/ber2-banderlipe.pdf>.
- Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2012). Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 33(11), 1304-1320. <https://doi.org/10.1002/smj.1980>
- Barton, J., & Simko, P. J. (2002). *The balance sheet as an earnings management constraint*. *The Accounting Review*, 77(s-1), 1-27. <https://www.jstor.org/stable/3203322>

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Bassiouny, S. W., Soliman, M. M., & Ragab, A. (2016). The Impact of firm characteristics on earnings management: An empirical study on the listed firms in Egypt. *The Business & Management Review*, 7(2), 91-101.  
[https://cberuk.com/cdn/conference\\_proceedings/conference\\_62266.pdf](https://cberuk.com/cdn/conference_proceedings/conference_62266.pdf)
- Bathala, C. T., & Rao, R. P. (1995). The determinants of board composition: An agency theory perspective. *Managerial and Decision Economics*, 16(1), 59-69.  
<https://www.jstor.org/stable/2487897>
- Beatty, P. R. (1989). Auditor reputation and the pricing of initial offering. *The Accounting Review*, 4, 693-709.
- Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 213-232.  
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90055-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90055-3)
- Beatty, R. P., Bunsis, H., & Hand, J. R. (1998). The indirect economic penalties in SEC investigations of underwriters. *Journal of Financial Economics*, 50(2), 151-186.  
[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00035-X](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00035-X)
- Bellovary, J. L., Giacomino, D. E., & Akers, M. D. (2007). A review of bankruptcy prediction studies: 1930 to present. *Journal of Financial Education*, 33, 1-42.  
<https://www.jstor.org/stable/41948574>
- Beneish, M. D. (1999). The detection of earnings manipulation. *Financial Analysts Journal*, 55(5), 24-36. <https://www.jstor.org/stable/4480190>
- Berger, A. N., & Di Patti, E. B. (2006). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 30(4), 1065-1102. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.05.015>
- Bergstresser, D., & Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80(3), 511-529. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.10.011>
- Bradshaw, M. T., Richardson, S. A., & Sloan, R. G. (1999). *Earnings quality and financial reporting credibility: An empirical investigation*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.170558>

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Brown, N. C., Pott, C., & Wömpener, A. (2008). The effect of internal control regulation on earnings quality: Evidence from Germany. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(1), 1-31. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.945590>
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00027-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00027-1)
- Cai, J., & Wei, K. C. J. (1997). The investment and operating performance of Japanese initial public offering. *Pacific – Basin Finance Journal*, 5(4), 389-417. [https://doi.org/10.1016/S0927-538X\(97\)00021-8](https://doi.org/10.1016/S0927-538X(97)00021-8)
- Carter, R. B., Dark, F. H., & Singh, A. K. (1998). Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks. *The journal of finance*, 53(1), 285-311. <https://www.jstor.org/stable/117442>
- Carter, R., & Manaster, S. (1990). Initial public offerings and underwriter reputation. *The Journal of Finance*, 45(4), 1045-1067. <https://doi.org/10.2307/2328714>
- Chan, K. (2006). Earnings quality and stock return. *The Journal of Business*, 79(3), 1041-1081. <https://doi.org/10.1086/500669>
- Chan, L. K., Lakonishok, J., & Sougiannis, T. (2001). The stock market valuation of research and development expenditures. *The Journal of Finance*, 56(6), 2431-2456. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00411>
- Chaney, P. K., & Lewis, C. M. (1995). Earnings management and firm valuation under asymmetric information. *Journal of Corporate Finance*, 1(3-4), 319-345. [https://doi.org/10.1016/0929-1199\(94\)00008-I](https://doi.org/10.1016/0929-1199(94)00008-I)
- Chang, X., Gygax, A. F., Oon, E., & Zhang, H. F. (2008). Audit quality, auditor compensation and IPO Underpricing. *Accounting & Finance*, 48(3), 391-416. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2008.00275.x>
- Chemmanur, T. J. (1993). The pricing of initial public offering: A dynamic model with information production. *Journal of Finance*, 48(1), 258-304. <https://doi.org/10.2307/2328890>

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Chen, I. J., & Paulraj, A. (2004). Towards a theory of supply chain management: The constructs and measurements. *Journal of Operations Management*, 22(2), 119-150. <https://doi.org/10.1016/j.jom.2003.12.007>
- Chiraz, D., & Anis, J. (2013). Earning management and performance of IPO companies. *Journal of Accounting and Taxation*, 5(1), 1-14. [https://academicjournals.org/article/article1379424148\\_Chiraz%20and%20Anis.pdf](https://academicjournals.org/article/article1379424148_Chiraz%20and%20Anis.pdf)
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 39-67. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00015-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00015-3)
- Comiskey, E. E., & Mulford, C. W. (1991). Finding the causes of changes in cash flow. *Commercial Lending Review*, 7, 21.
- Davidson, R., Goodwin-Stewart, J., & Kent, P. (2005). Internal governance structures and earnings management. *Accounting & Finance*, 45(2), 241-267. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629x.2004.00132.x>
- DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *Accounting review*, 61(3), 400-420. <https://www.jstor.org/stable/247149>
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(s-1), 35-59. <https://www.jstor.org/stable/3203324>
- Dechow, P. M., & Schrand, C. M. (2004). *Earnings quality*. The Research Foundation of CFA Institute.
- Dechow, P. M., & Sloan, R. G. (1991) Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics*, 14(1), 51-89. [https://doi.org/10.1016/0167-7187\(91\)90058-S](https://doi.org/10.1016/0167-7187(91)90058-S)
- Dechow, P. M., Ge, W., Larson, C. R., & Sloan, R. G. (2011). Predicting material accounting misstatements. *Contemporary Accounting Research*, 28(1), 17-82. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01041.x>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). *Detecting earnings management*. *Accounting review*, 70(2), 193-225. <https://www.jstor.org/stable/248303>

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1-36. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1996.tb00489.x>
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 344-401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Dechow, P., Kothari, S., & Watts, R., (1998). The relation between earnings & cash flows. *Journal of Accounting & Economics*, 25(27), 133–168. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00020-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00020-2)
- Dechow, P., Sloan, R., & Sweeney, A. (1995). Detecting earning management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225. <https://www.jstor.org/stable/248303>
- Demski, J. S. (1998). Performance measure manipulation. *Contemporary Accounting Research*, 15(3), 261-285. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1998.tb00560.x>
- Dewiyanti, S. (2021). *Positive accounting theory*. Binus University School of Accounting. <https://accounting.binus.ac.id/2021/11/15/positive-accounting-theory/>
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91. <https://doi.org/10.2307/258887>
- DuCharme, L. L., Malatesta, P. H., & Sefcik, S. E. (2001). Earnings management: IPO valuation and subsequent performance. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 16(4), 369–396. <https://doi.org/10.1177/0148558X0101600409>
- ElMoatasem Abdelghany, K. (2005). Measuring the quality of earnings. *Managerial Auditing Journal*, 20(9), 1001-1015. <https://doi.org/10.1108/02686900510625334>
- Finger, C. A. (1994). The ability of earnings to predict future earnings and cash flow. *Journal of Accounting Research*, 32(2), 210-223. <https://doi.org/10.2307/2491282>
- Fischer, P. E., & Stocken, P. C. (2004). Effect of investor speculation on earnings management. *Journal of Accounting Research*, 42(5), 843-870. <https://www.jstor.org/stable/3542237>
- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance?. *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319-352. <https://doi.org/10.2307/2491412>

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295-327.  
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003>
- Francis, J., Nanda D., & Olsson, P. (2008). Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 46(1), 53-99. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00267.x>
- Francis, J., Schipper, K., & Vincent, L. (2005). Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 329-360. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.001>
- Freeman, R. E. (1994). The politics of stakeholder theory: Some future directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409-421. <https://doi.org/10.2307/3857340>
- Friedlam, J. M. (1994). Accounting choices of issuers of initial public offerings. *Contemporary Accounting Research*, 11(1), 1-31. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1994.tb00434.x>
- Garfinkel, J. A. (1993). IPO underpricing, insider selling and subsequent equity offering: Is underpricing a signal of quality?. *Financial Management*, 22(1), 74-83.  
<https://doi.org/10.2307/3665967>
- Gentry, R. J., & Shen, W. (2013). The impacts of performance relative to analyst forecasts and analyst coverage on firm R & D intensity. *Strategic Management Journal*, 34(1), 121-130. <https://www.jstor.org/stable/23362652>
- Ghosh, A., & Moon, D. (2010). Corporate debt financing and earnings quality. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5-6), 538-559. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02194.x>
- Golden, P. A., & Dollinger, M. (1993). Cooperative alliances and competitive strategies in small manufacturing firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 17(4), 43-56.  
<https://doi.org/10.1177/104225879301700404>
- Gomez-Mejia, L. R., & Balkin, D. B. (1992). Determinants of faculty pay: An agency theory perspective. *Academy of Management Journal*, 35(5), 921-955.  
<https://doi.org/10.2307/256535>
- Grinblatt, M., & Hwang, C. Y. (1989). Signalling and the pricing of new issues. *The Journal of Finance*, 44(2), 393-420. <https://doi.org/10.2307/2328596>



บรรณานุกรม (ต่อ)

- Guay, W. R., Kothari, S. P., & Watts, R. L. (1996). A market-based evaluation of discretionary accrual models. *Journal of accounting research*, 34, 83-105.  
<https://doi.org/10.2307/2491427>
- Habib, M. A., & Ljungqvist, A. P. (1998). Underpricing and IPO proceeds: A note. *Economics Letters*, 61(3), 381-383. [https://doi.org/10.1016/S0165-1765\(98\)00201-8](https://doi.org/10.1016/S0165-1765(98)00201-8)
- Hanley, K. (1993). The underpricing of initial public offering and the partial adjustment phenomenon. *Journal of Financial Economics*, 34(2), 231-250.  
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90019-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90019-8)
- Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2013). Stakeholder theory, value, and firm performance. *Business Ethics Quarterly*, 23(1), 97-124. <https://www.jstor.org/stable/41967821>
- Hasan, T., Hadad, M., & Gorener, R. (2013). Value relevance of accounting information and IPO performance in Indonesia. *Accounting and Finance Research*, 2(1), 90-96.  
<https://doi.org/10.5430/afr.v2n1p90>
- Hawkins, D. F., & Pearlman, L. K. (1978). *Quality of earnings*. Harvard Business Review.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.156445>
- Holthausen, R. W., Larcker, D. F., & Sloan, R. G. (1995). Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 19(1), 29-74.  
[https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)00376-G](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)00376-G)
- Houge, T., & Loughran, T. (2000). Cash flow is king? Cognitive errors by investors. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 1(3-4), 161-175.  
[https://www.biz.uiowa.edu/faculty/thouge/CF\\_Paper\\_JPFM.pdf](https://www.biz.uiowa.edu/faculty/thouge/CF_Paper_JPFM.pdf)
- Hribar, P., & Collins, D. W. (2002). Errors in estimating accruals: Implications for empirical research. *Journal of Accounting research*, 40(1), 105-134.  
<https://doi.org/10.1111/1475-679X.00041>
- Islam, M. A., Ali, R., & Ahmad, Z. (2011). Is modified Jones model effective in detecting earnings management? Evidence from a developing economy. *International Journal of Economics and Finance*, 3(2), 116-125. <https://doi.org/10.5539/ijef.v3n2p116>
- Jain, B. A., & Kini, O. (1994). The post – issue operating performance of IPO firms. *Journal of Finance*, 49(5), 1699-1726. <https://www.jstor.org/stable/2329268>



บรรณานุกรม (ต่อ)

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.  
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jiraporn, P., Miller, G. A., Yoon, S. S., & Kim, Y. S. (2008). Is earnings management opportunistic or beneficial? An agency theory perspective. *International Review of Financial Analysis*, 17(3), 622-634. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2006.10.005>
- Jones, J. (1991). Earning management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228. <https://www.jstor.org/stable/2491047>
- Joos, P., & Lang, M. (1994). The effects of accounting diversity: Evidence from the European Union. *Journal of Accounting Research*, 32, 141-168. <https://doi.org/10.2307/2491444>
- Jovanovic, B., & Szentes, B. (2007). *IPO underpricing: Auctions vs. book building*. NYU and the University of Chicago.  
<https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=f1a82566531b51f1a281cb766ab056ef47cec39f>
- Kao, J. L., Wu, D., & Yang, Z. (2009). Regulations, earning management, and post IPO-performance: The Chinese evidence. *Journal of Banking and Finance*, 33(1), 63-76.  
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.03.016>
- Karlis, P. L. (2002). IPO underpricing. *The Park Place Economist*, 8(1), 81-89.  
<https://digitalcommons.iwu.edu/parkplace/vol8/iss1/17>
- Kiatapiwat, W. (2010). *Controlling shareholders, audit committee effectiveness, and earnings quality: The case of Thailand* [Doctoral dissertation, University of Maryland]. Digital Repository at the University of Maryland.  
<https://api.drum.lib.umd.edu/server/api/core/bitstreams/77b31010-788e-4067-9bc3-55fb3346398a/content>
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of accounting and economics*, 33(3), 375-400.  
[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00059-9](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00059-9)
- Koh, F., & Walter, T. (1989). A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues. *Journal of Financial Economics*, 23(2), 251-272. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90058-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90058-5)

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197.  
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- Lafontaine, F. (1992). Agency theory and franchising: Some empirical results. *The Rand Journal of Economics*, 23(2), 263-283. <https://doi.org/10.2307/2555988>
- Larcker, D. F., Richardson, S. A., & Tuna, I. R. (2007). Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting Review*, 82(4), 963-1008.  
<https://www.jstor.org/stable/30243484>
- Lee, P. J., Talor, S. L., & Walter, T. S. (1996). Australian IPO pricing in the short and long run. *Journal of Banking and Finance*, 20(7), 1189-1210. [https://doi.org/10.1016/0378-4266\(95\)00053-4](https://doi.org/10.1016/0378-4266(95)00053-4)
- Lerskullawa, P. (2018). Earnings management and seasoned equity offerings in an emerging market: Evidence from Thailand. *Journal of Humanities and Social Sciences Thonburi University*, 12(29), 9-21. [https://www.thonburi-u.ac.th/Journal/Document/12-29/Journal12\\_29\\_1.pdf](https://www.thonburi-u.ac.th/Journal/Document/12-29/Journal12_29_1.pdf)
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management & investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-527.  
[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00121-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00121-1)
- Lev, B., & Zarowin, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research*, 37(2), 353-385. <https://doi.org/10.2307/2491413>
- Levis, M. (1990). The winners curse problem, interest costs and the underpricing of initial public offering. *Economic Journal*, 10(399), 76-89. <https://doi.org/10.2307/2233595>
- Lipe, R. (1990). The relation between stock returns and accounting earnings given alternative information. *The Accounting review*, 65(1), 49-71. <https://www.jstor.org/stable/247876>
- Liu, Q., & Lu, Z. J. (2007). Corporate governance and earnings management in the Chinese listed companies: A tunneling perspective. *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 881-906. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2007.07.003>Get rights and content
- Ljungqvist, A., Nanda, V., & Singh, R. (2006). Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing. *The Journal of Business*, 79(4), 1667-1702. <https://doi.org/10.1086/503644>

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Loughrn, T., Ritter, J. R., & Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: International insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2(2-3), 165-199. [https://doi.org/10.1016/0927-538X\(94\)90016-7](https://doi.org/10.1016/0927-538X(94)90016-7)
- Lucas, D. J., & McDonald, R. L. (1990). Equity issues and stock price dynamics. *The Journal of Finance*, 45(4), 1019-1043. <https://doi.org/10.2307/2328713>
- Ma, S. (2005). Why are the first day returns of China IPOs so high?. In *Proceedings of the 4th global conference on business & economics*. University of Wollongong. <https://ro.uow.edu.au/commpapers/474>
- Madhusoodanan, T. P., & Thirupalrju, M. (1997). *Underpricing in initial public offering: The Indian evidence. Vikalpa*, 22(4), 17-30. <https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/0256090919970403>
- Mckee, T. E. (2005). *What is earnings management.?, earnings management: An executive perspective*. Sage.
- McNichols, M. F. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors: Discussion. *The Accounting Review*, 77, 61-69. <http://www.jstor.org/stable/3203325>
- Megginson, W. L., & Weiss, K. A. (1991). Venture capitalist certification in initial public offerings. *The Journal of Finance*, 46(3), 879-903. <https://doi.org/10.2307/2328547>
- Michaely, R., & Shaw, W. H. (1994). The pricing of initial public offerings: Tests of adverse selection and signaling theories. *Review of Financial Studies*, 7(2), 279-319. <https://www.jstor.org/stable/2962357>
- Morris, P. W., & Hough, G. H. (1987). *The anatomy of major projects: A study of the reality of project management*. Wiley.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *Journal of the American Finance Association*, 53(1), 27-64. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.25448>

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2005). Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7-8), 1311-1346. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2005.00630.x>
- Penman, S. H. (2002). *The quality of financial statements: Perspectives from the recent stock market bubble*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.319262>
- Penman, S. H., & Zhang, X. J. (2002). Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns. *The Accounting Review*, 77(2), 237-264. <https://www.jstor.org/stable/3068897>
- Purnanadam, A. K., & Swminathan, B. (2004). *Are IPOs really underpriced?*. *Review of Financial Studies*, 17(3), 811-848. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhg055>
- Rajan, R., & Servaes, H., (1997). Analyst following of initial public offering. *Journal of Finance*, 52(2), 507-529. <https://doi.org/10.2307/2329488>
- Rangan, S. (1998). Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(1), 101-122. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00033-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00033-6)
- Riahi-Belkaoui, A. (2004). Politically-connected firms: Are they connected to earnings opacity?. *Research in Accounting Regulation*, 17, 25-38. [https://doi.org/10.1016/S1052-0457\(04\)17002-1](https://doi.org/10.1016/S1052-0457(04)17002-1)
- Richardson, S. (2003). Earnings quality and short sellers. *Accounting Horizons*, 17, 49. <https://doi.org/10.2308/acch.2003.17.s-1.49>
- Richardson, S., Tuna, I., & Wu, M. (2002). *Predicting earnings management: The case of earnings restatements*.
- Ritter, J. R. (1988). The buying and selling behavior of individual investors at the turn of the year, *Journal of Finance*. 43(3), 701-717. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04601.x>
- Ritter, J. R. (1991). The Long-run performance of initial public offering, *Journal of Finance*. 46(1), 3-27. <https://www.jstor.org/stable/2328687>
- Ritter, J. R. (1998). Initial public offerings. *Contemporary Finance Digest*, 2(1), 5-30.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *Journal of Finance*, 57(4), 1795–1828. <https://www.jstor.org/stable/3094524>
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2) 187-212. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90054-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90054-1)
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 187-212. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90054-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90054-1)
- Roosenboom, P., Goot, T. V. D., & Mertens, G. (2003). Earning management and initial public Offerings: Evidence from the Netherlands. *The International Journal of Accounting*, 38(3), 243-266. [https://doi.org/10.1016/S0020-7063\(03\)00048-7](https://doi.org/10.1016/S0020-7063(03)00048-7)
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Russo, A., & Perrini, F. (2010). Investigating stakeholder theory and social capital: CSR in large firms and SMEs. *Journal of Business ethics*, 91, 207-221. <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0079-z>
- Saito, R., & Maciel, L. P. (2006). *Underpricing of Brazilian IPOs: Empirical evidence from 1999 to 2005*. Anais do Encontro Annual da Associacao Nacional de Pos-Graduacao e Pesquisaem Admintstracao, Salvador, BA, Brasil.
- Sarkar, J., Sarkar, S., & Sen, K. (2008). Board of directors and opportunistic earnings management: Evidence from India. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 23(4), 517-551. <https://doi.org/10.1177/0148558X0802300405>
- Sayari, S., Omri, A., Finet, A., & Harrathi, H. (2013). The impact of earnings management on stock returns: The case of Tunisian Firms. *International Research Journal of Accounting & Auditing*, 1(1), 7-21.
- Schipper, K., & Vincent, L. (2003). Earnings quality. *Accounting horizons*, 17, 97-110.
- Shen, C.-H., & Chih, H.-L. (2005). Investor protection, prospect theory, and earnings management: An international comparison of the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 29(10), 2675-2697. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.10.004>

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Shen, Z, Coakley, J., & Insterfjord, N. (2014). Earning management and IPO anomalies in China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 42(1), 69-93.  
<https://doi.org/10.1007/s11156-012-0334-8>
- Shette, R., Kuntluru, S., & Korivi, S. R. (2016). Opportunistic earnings management during initial public offerings: Evidence from India. *Review of Accounting and Finance*, 15(3), 352-371. <https://doi.org/10.1108/RAF-03-2015-0048>
- Sisodia, R., Wolfe, D., & Sheth, J. N. (2007). *Firms of endearment: How world-class companies profit from passion and purpose*. Pearson Prentice Hall.
- Sloan, R, G. (1996). Do stock prices fully reflect international in accruals and cash flows about future earning. *The Accounting Review*, 71(3), 289-315.  
<https://www.wm.edu/offices/auxiliary/osher/course-info/classnotes/shanesloan1996tar1.pdf>
- Sloan, R, G. (1996). Do stock prices fully reflect international in accruals and cash flows about future earning. *The Accounting Review*, 71(3), 289-315.  
<https://www.wm.edu/offices/auxiliary/osher/course-info/classnotes/shanesloan1996tar1.pdf>
- Song, J., Wang, R., & Cavusgil, S. T. (2015). State ownership and market orientation in China's public firms: An agency theory perspective. *International Business Review*, 24(4), 690-699. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2014.12.003>
- Spence, A. M. (1973). Time and communication in economic and social interaction. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(4), 651-660. <https://doi.org/10.2307/1882035>
- Sprouse, R. T., & Moonitz, M. (1962). A tentative set of broad accounting principles for business enterprises. American Institute of Certificated Public Accountants.
- Sundgren, S. (2007). Earnings management in public and private companies: Evidence from Finland. *The Finnish Journal of Business Economics*, 1, 35-63.  
<http://urn.kb.se/resolve?urn=urn:nbn:se:umu:diva-14766>
- Susanto, H., & Ulbricht, M. (2007). Photografted thin polymer hydrogel layers on PES ultrafiltration membranes: Characterization, stability, and influence on separation performance. *Langmuir*, 23(14), 7818-7830. <https://doi.org/10.1021/la700579x>

- 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. <https://www.jstor.org/stable/117457>
- Welch, I. (1989). Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421-449. <https://doi.org/10.2307/2328597>
- Wethayavivorn, K., & Koo-Smith, Y. (1991) *Initial Public Offerings in Thailand, 1988-1989: Price and Return Patterns*. Pacific-Basin Capital Market Research.
- Wild, J. J., Subramanyam, K. R., & Halsey, R. F. (2007). *Análisis de estados financieros*. McGrawHill.
- Wood, D. J., & Jones, R. E. (1995). Stakeholder mismatching: A theoretical problem in empirical research on corporate social performance. *The International Journal of Organizational Analysis*, 3(3), 229-267. <https://doi.org/10.1108/eb028831>
- Yoon, S., & Miller, G. A. (2002). Earnings management of seasoned equity offering firms in Korea. *The International Journal of Accounting*, 37(1), 57-78. [https://doi.org/10.1016/S0020-7063\(02\)00140-1](https://doi.org/10.1016/S0020-7063(02)00140-1)
- Yoon, S., Miller, G. A., & Jiraporn, P. (2006). Earning management vehicles for Korean firms. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 17(2), 85-109. <https://doi.org/10.1111/j.1467-646X.2006.00122.x>
- Zheng, S. X., & Stangeland, D. A. (2007). IPO underpricing, firm quality, and analyst forecasts. *Financial Management*, 36(2), 1-20. <https://www.jstor.org/stable/30129822>

ภาคผนวก



รายชื่อกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พ.ศ. 2557 - พ.ศ. 2561

ลำดับที่	วันเริ่มซื้อขาย	ชื่อบริษัท	หลักทรัพย์	กลุ่มอุตสาหกรรม	ประเภทธุรกิจ
ปี พ.ศ.2557					
1	6 ม.ค.	บริษัท เอไอ เอนเนอร์จี้ จำกัด (มหาชน)	AIE	ทรัพยากร	ผู้ผลิตน้ำมันไปโอดีเซล น้ำมันพืช กลีเซอรินบริสุทธิ์และผลิตภัณฑ์ผลพลอยได้จากน้ำมันปาล์มดิบคุณภาพดี
2	29 ก.ค.	บริษัท พรอดดิจี้ จำกัด (มหาชน)	PDG	สินค้าอุตสาหกรรม	ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ประเภทขวด Polyethylene Terephthalate (ขวด PET) กลุ่มผลิตภัณฑ์ของบริษัท สามารถแบ่งออกเป็น 4 กลุ่ม ตามลักษณะการนำขวด PET ไปใช้งานได้แก่ 1) กลุ่มบรรจุภัณฑ์ขวด PET สำหรับน้ำผลไม้บรรจุขวด 2) กลุ่มผลิตภัณฑ์ขวด PET สำหรับน้ำมันพืช 3) กลุ่มผลิตภัณฑ์ขวด PET สำหรับน้ำดื่มบรรจุขวด 4) กลุ่มผลิตภัณฑ์ขวด PET สำหรับน้ำปลาและเครื่องปรุงรส
3	19 ส.ค.	บริษัท ทาคูนิ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	TAKUNI	ทรัพยากร	ค้าขายก๊าซปิโตรเลียมเหลว และธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับก๊าซปิโตรเลียมเหลวโดยแบ่งกลุ่มธุรกิจเป็น 7 กลุ่ม คือ 1. ธุรกิจจัดหา/จำหน่ายแก๊ส LPG บริษัทเป็นผู้ค้ำนำมันเชื้อเพลิงที่ได้รับอนุญาตตามมาตรา 7 2. ธุรกิจขนส่งทางบก เป็นผู้ให้บริการขนส่งแก๊ส LPG และแอมโมเนีย 3. ธุรกิจให้บริการก่อสร้างแก๊สและน้ำมันในลักษณะ Engineering Procurement Construction (EPC)

ลำดับที่	วันเริ่มซื้อขาย	ชื่อบริษัท	หลักทรัพย์	กลุ่มอุตสาหกรรม	ประเภทธุรกิจ
					<p>4. ธุรกิจติดตั้งระบบแก๊สรถยนต์เป็นผู้จำหน่ายอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับระบบแก๊สและให้บริการติดตั้งแก๊ส LPG และ NGV สำหรับรถยนต์</p> <p>5. ธุรกิจบริการทดสอบและตรวจสอบความปลอดภัยทางวิศวกรรมสำหรับระบบงานท่อแก๊สและอุปกรณ์นิรภัยสำหรับอุตสาหกรรมและสถานบริการและตรวจสอบระบบแก๊สสำหรับยานยนต์ตามที่กฎหมายกำหนด</p> <p>6. ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์</p> <p>7. ธุรกิจประกอบและจัดจำหน่ายมอเตอร์ไซค์ไฟฟ้า</p>
4	25 ส.ค.	บริษัท เอ็กโซติก ฟู้ด จำกัด (มหาชน)	XO	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	<p>ผู้ผลิตและจำหน่าย</p> <p>1. ผลิตภัณฑ์เครื่องปรุงรสอาหาร เช่น ซอสพริก น้ำจิ้มไก่ และซอสต่าง ๆ</p> <p>2. ผลิตภัณฑ์เครื่องประกอบอาหาร เช่น กะทิ และเครื่องแกงต่าง ๆ</p> <p>3. ผลิตภัณฑ์เครื่องดื่มจากผักและผลไม้ เช่น น้ำมะพร้าวและน้ำว่านหางจระเข้</p> <p>4. ผลิตภัณฑ์อาหารสำเร็จรูปพร้อมรับประทาน เช่น ข้าวแกงเขียวหวานและก๋วยเตี๋ยวผัดไทย</p> <p>5. ผลิตภัณฑ์อาหารสำเร็จรูปและกึ่งสำเร็จรูปต่าง ๆ เช่น สีนค้ำในน้ำมันและน้ำเกลือ ผักและผลไม้กระป๋อง ผลิตภัณฑ์จากรวงข้าว ของแห้งและของดองต่าง ๆ โดยผลิตภัณฑ์ของบริษัทถูกจัดจำหน่ายภายใต้ตราสินค้าของบริษัท เช่น EXOTIC FOOD, THAI PRIDE, FLYING GOOSE และ COCO LOTO เป็นต้น</p>
5	18 ก.ย.	บริษัท ระยองไวร์ อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน)	RWI	สินค้าอุตสาหกรรม	ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์จากลวดเหล็กแรงดึงสูงที่มีคุณภาพ

ลำดับที่	วันเริ่มซื้อขาย	ชื่อบริษัท	หลักทรัพย์	กลุ่มอุตสาหกรรม	ประเภทธุรกิจ
6	2 ต.ค.	บริษัท สมาร์ทคอนกรีต จำกัด (มหาชน)	SMART	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	ผลิตและจำหน่ายคอนกรีตมวลเบาระบบบอปูน้ำภายใต้ความดันสูง เพื่อใช้ในงานก่อสร้างและงานกันผนังภายในอาคารภายใต้ชื่อ “SMART บล็อกเย็น”
7	30 ต.ค.	บริษัท ไทย โซลาร์ เอ็นเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)	TSE	ทรัพยากร	ผลิตและจำหน่ายกระแสไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานหมุนเวียนอื่น โดยสามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ ธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ด้วยระบบโฟโตโวลตาอิกหรือโซลาร์เซลล์ (Solar PV) และธุรกิจโรงไฟฟ้าชีวมวล (Biomass Power Plants) และกำลังพัฒนาระบบโซลาร์ลอยน้ำ (Solar Floating)
8	31 ต.ค.	บริษัท สยามเวลเนสกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	SPA	บริการ	ด้านสปาเพื่อสุขภาพและธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจสปา โดยแบ่งเป็น 4 กลุ่มธุรกิจ คือ 1. ธุรกิจสปา ภายใต้แบรนด์ “Let’s Relax” แบรินด์ “RarinJinda Welless Spa” แบรินด์ “บ้านสวนมาสาจ” แบรินด์ Strech me by Let’s Relax และ แบรินด์ Spiller Pure Skin Care Solutions 2. ธุรกิจโรงแรมและร้านอาหารในนาม โรงแรม ระรินจินดา เวลเนส สปา รีสอร์ท เป็นโรงแรมสไตล์บูติก ที่จังหวัดเชียงใหม่ ร้านอาหารในนาม “Deck 1” 3. ธุรกิจการจำหน่ายผลิตภัณฑ์สปา จัดจำหน่ายสปาภายใต้แบรนด์ “Blooming” และ LRL “Let’ s Relax lifestyle” 4. กิจการโรงเรียนเกี่ยวกับการนวดแผนไทยในนาม “โรงเรียนสอนนวดแผนไทยและสปาสยามเวลเนส” เพื่อให้การอบรมบริการนวดและสปาแก่พนักงานเทอรา

ลำดับที่	วันเริ่มซื้อขาย	ชื่อบริษัท	หลักทรัพย์	กลุ่มอุตสาหกรรม	ประเภทธุรกิจ
					พิสต์ เพื่อรองรับการขยายธุรกิจของบริษัท
9	11 พ.ย.	บริษัท เอ็นซีแอล อินเตอร์เนชั่นแนล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน)	NCL	บริการ	ให้บริการจัดการระบบโลจิสติกส์ครบวงจร
10	19 พ.ย.	บริษัท เจ.เอส.พี. พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)	JSP	สินค้าอุปโภคบริโภค	พัฒนา ผลิตและจำหน่ายยาแผนปัจจุบัน ยาแผนโบราณ ผลิตภัณฑ์สมุนไพร ผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร เวชภัณฑ์ และแอลกอฮอล์ทำความสะอาด ภายใต้เครื่องหมายการค้าของลูกค้าและเครื่องหมายการค้าของบริษัท
11	19 ธ.ค.	บริษัท เพาเวอร์ โซลูชั่น เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	PSTC	ทรัพยากร	แบ่งตามประเภทธุรกิจ 4 ประเภทดังนี้ 1. ธุรกิจออกแบบ จำหน่ายและติดตั้งระบบไฟฟ้าและตรวจวัดจัดการสภาพแวดล้อม 2. ธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน 3. ธุรกิจจำหน่ายและขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมเหลว 4. ธุรกิจก่อสร้าง และจัดหาทางวิศวกรของโรงไฟฟ้า คลังแก๊สและคลังน้ำมัน
12	23 ธ.ค.	บริษัท เค.ซี.เมททอลซีท จำกัด (มหาชน)	KCM	สินค้าอุตสาหกรรม	ประกอบธุรกิจขึ้นรูปแผ่นเหล็กตามรูปแบบและขนาดความต้องการของลูกค้า สำหรับใช้เป็นแผ่นหลังคาและผนังเหล็ก รวมทั้งขึ้นรูปชิ้นงานเหล็กกล้าสำเร็จรูป สำหรับงานโครงสร้างหลังคาและผนัง ภายใต้เครื่องหมายการค้าจดทะเบียน “รถถัง” (TANK) ซึ่งใช้วัตถุดิบแผ่นเหล็กเคลือบสังกะสีและอลูมิเนียมคุณภาพสูง ผลิตจากเทคโนโลยีจากประเภทออสเตอเรียและเครื่องหมายการค้า “คอมมานโด” (Commando) ซึ่งใช้วัตถุดิบแผ่นเหล็กเคลือบสังกะสีและ

ลำดับที่	วันเริ่มซื้อขาย	ชื่อบริษัท	หลักทรัพย์	กลุ่มอุตสาหกรรม	ประเภทธุรกิจ
					อลูมิเนียมคุณภาพสูงผลิตจากเทคโนโลยีจากประเทศอื่น และให้บริการออกแบบติดตั้งงานโครงสร้างเหล็กกล้าสำเร็จรูปสำหรับอาคารสิ่งปลูกสร้างแบบครบวงจร และงานติดตั้งแผ่นหลังคาและผนังเหล็ก
ปี พ.ศ.2558					
13	8 ม.ค.	บริษัท ทีพีซี เพาเวอร์โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	TPCH	ทรัพยากร	การถือหุ้นของบริษัทอื่น (Holding Company) ที่ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนโดยมีบริษัท ช่างแรก ไปโอเพาเวอร์ จำกัด ซึ่งประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากชีวมวล เป็นบริษัทแกน
14	15 ม.ค.	บริษัท เอ็น.ดี.รับเบอร์ จำกัด (มหาชน)	NDR	สินค้าอุตสาหกรรม	ผลิตและจำหน่ายยางนอกและยางในรถจักรยานยนต์
15	8 พ.ค.	บริษัท ทีวี ันเตอร์ จำกัด (มหาชน)	TVT	บริการ	ผลิตรายการโทรทัศน์และรายการบันเทิง โดยแบ่งลักษณะธุรกิจเป็น 5 ประเภท ได้แก่ <ol style="list-style-type: none"> <li>1. ธุรกิจโฆษณา ซึ่งเกิดจากการผลิตรายการโทรทัศน์</li> <li>2. ธุรกิจการให้บริการ ซึ่งเกิดจากการรับจ้างผลิตรายการ การจัดกิจกรรมและการวางแผนสื่อวีดีโอออนไลน์</li> <li>3. ธุรกิจบริหารศิลปิน</li> <li>4. ผลิตและจำหน่ายหนังสือพ็อคเก็ตบุ๊ก</li> <li>5. ขายสื่อโฆษณา</li> </ol>

ลำดับที่	วันเริ่มซื้อขาย	ชื่อบริษัท	หลักทรัพย์	กลุ่มอุตสาหกรรม	ประเภทธุรกิจ
16	29 มิ.ย.	บริษัท โฮม พอตเทอรี จำกัด (มหาชน)	HPT	สินค้าอุปโภคบริโภค	ผลิตและจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์เครื่องเคลือบดินเผาประเภทไฟน์ไชน่า (Fine China) เพื่อใช้บนโต๊ะอาหารและเป็นเครื่องใช้ในครัวสำหรับการใช้งานในโรงแรมภัตตาคาร ร้านอาหารหรือบ้านที่อยู่อาศัย อาทิ จาน ชาม ชุดกาแฟ ชุดน้ำชาและแก้ว เป็นต้น โดยบริษัทผลิตสินค้าภายใต้ตราสินค้าของผู้ผลิตและมีสินค้าภายใต้ตราสินค้าของบริษัทเอง ได้แก่ เพทาย (PE'TYE) และฮาร์ทแอทโฮม (Heart @ Home)
17	13 ส.ค.	บริษัท ไฟโอเนียร์ มอเตอร์ จำกัด (มหาชน)	PIMO	สินค้าอุตสาหกรรม	ผลิตและจัดจำหน่ายมอเตอร์สำหรับเครื่องปรับอากาศ มอเตอร์กำลังสำหรับอุตสาหกรรมและเครื่องสูบน้ำ ปัมพ์หอยโข่ง และมอเตอร์สำหรับสระและสปา โดยแบ่งเป็นการผลิตตามคำสั่งจ้างผลิต (OEM) และการผลิตจัดจำหน่ายภายใต้ตราสินค้า Pioneer Motor ซึ่งเป็นตราของบริษัทเอง
18	27 ส.ค.	บริษัท เอทีพี 30 จำกัด (มหาชน)	ATP30	บริการ	บริการ
19	23 ก.ย.	บริษัท มาสเตอร์คูล อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	KOOL	บริการ	จัดหาและจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์พัดลมไอเย็น พัดลมไอน้ำ และพัดลมอุตสาหกรรม ภายใต้ตราสินค้า "MASTERKOOL" และ "Cooltop" นอกจากนี้ บริษัทยังให้บริการเช่าใช้ผลิตภัณฑ์ดังกล่าว รวมถึงออกแบบและติดตั้งระบบระบายความร้อนและระบบไอโซน
20	11 พ.ย.	บริษัท สยามราช จำกัด (มหาชน)	SR	ทรัพยากร	มีธุรกิจ 5 กลุ่ม แบ่งเป็นธุรกิจกลุ่มหลัก 3 กลุ่มธุรกิจ ได้แก่ 1. กลุ่มธุรกิจก่อสร้างสถานีวิจัยและระบบท่อส่งก๊าซธรรมชาติ 2. กลุ่มธุรกิจพลังงานทางเลือก

ลำดับที่	วันเริ่มซื้อขาย	ชื่อบริษัท	หลักทรัพย์	กลุ่มอุตสาหกรรม	ประเภทธุรกิจ
					3. กลุ่มธุรกิจระบบปั๊มอุตสาหกรรมและกลุ่มธุรกิจบริษัทย่อย 2 กลุ่มธุรกิจ ได้แก่ 1. กลุ่มธุรกิจสถานีอัดอากาศไหลของของเหลว 2. กลุ่มธุรกิจอื่น ๆ ได้แก่ ธุรกิจงานบริหารอาคารจอดรถ
21	12 พ.ย.	บริษัท ท่าเรือราชาเฟอร์รี่ จำกัด (มหาชน)	RP	บริการ	เดินเรือเฟอร์รี่เพื่อใช้โดยสารและขนส่งทางเรือจำนวน 3 เส้นทางระหว่างอำเภอดอนสัก-อำเภอสมุย จังหวัดสุราษฎร์ธานี ระหว่างอำเภอดอนสัก - อำเภอเกาะพะงัน จังหวัด สุราษฎร์ธานี และ ระหว่างอำเภอกะสมุย - เกาะพะงัน ด้วยเรือเฟอร์รี่ที่มีในปัจจุบันจำนวน 14 ลำ รวมทั้งประกอบธุรกิจจำหน่ายอาหารและสินค้าในร้านสะดวกซื้อ ร้านกาแฟ และรถตู้โดยสารบริการต่อเนื่อง
22	18 พ.ย.	บริษัท ธนพิริยะ จำกัด (มหาชน)	TNP	บริการ	ค้าปลีกและค้าส่งสินค้าอุปโภคบริโภคที่ไม่รวมอาหารสดภายใต้ชื่อ “ธนพิริยะ” ปัจจุบันมีสาขารวมทั้งสิ้น 38 สาขาแบ่งออกเป็นซูเปอร์มาร์เก็ต 37 สาขาและศูนย์ส่ง 1 สาขา
23	2 ธ.ค.	บริษัท ที.เอ.ซี.คอนซูเมอร์ จำกัด (มหาชน)	TACC	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	จัดหา ผลิต และจำหน่ายเครื่องดื่มประเภทชาและกาแฟ และสินค้าไลฟ์สไตล์ โดยแบ่งกลุ่มผลิตภัณฑ์ของบริษัทได้ 2 กลุ่มดังนี้ 1. กลุ่มผลิตภัณฑ์ที่ร่วมพัฒนากับพันธมิตรทางธุรกิจ ได้แก่ เครื่องดื่มโลกดในร้าน 7-Eleven เครื่องดื่มปรุงสำเร็จชนิดผงที่จัดจำหน่ายให้กับร้าน All Café ในร้าน 7 - Eleven และผลิตภัณฑ์ที่ร่วมพัฒนาเพื่อจำหน่ายเป็นครั้งคราวหรือตามฤดูกาล เครื่องกวดเครื่องดื่มร้อนอัตโนมัติ 2. กลุ่มผลิตภัณฑ์ที่จำหน่ายภายใต้ตราสินค้าของบริษัท ได้แก่ ชาเขียวพร้อมดื่มตรา “เซนย่า” (Zenya) เครื่องดื่มปรุงสำเร็จชนิดผงตรา “ณ อรุณ” (Na -

ลำดับที่	วันเริ่มซื้อขาย	ชื่อบริษัท	หลักทรัพย์	กลุ่มอุตสาหกรรม	ประเภทธุรกิจ
					Arun) เครื่องดื่มช็อกโกแลต ตรา “เฮอร์ซี่” ธุรกิจคาเฟ่แคเตอร์
24	18 ธ.ค.	บริษัท คิงส์แมน ซี.เอ็ม.ที. ไอ. จำกัด (มหาชน)	K	อสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง	ออกแบบและตกแต่งงานอย่างครบวงจร 4 ประเภท 1. ธุรกิจงานตกแต่งภายใน (Interiors) 2. ธุรกิจงานแสดงสินค้าและนิทรรศการ (Exhibitions) 3. ธุรกิจตลาดทางเลือก (Alternative Marketing) 4. ธุรกิจงานพิพิธภัณฑ์และสวนสนุกแนวคิด (Museums & Thematic Park)
ปี พ.ศ.2559					
25	23 มี.ค.	บริษัท เจตาแบค จำกัด (มหาชน)	GTB	สินค้าอุตสาหกรรม	ผลิต ประกอบ ซ่อมสร้างและจัดจำหน่ายเครื่องกำเนิดไอน้ำและระบบเผาไหม้ และเป็นผู้ให้บริการงานต่างๆ เกี่ยวกับเครื่องกำเนิดไอน้ำ ระบบเผาไหม้ และวิศวกรรมพลังงานความร้อนอย่างครบวงจร โดยผลิตภัณฑ์ของบริษัทแบ่งเป็น 2 กลุ่มหลัก คือ 1. ผลิตภัณฑ์ที่บริษัทผู้ผลิต ประกอบด้วยเครื่องกำเนิดไอน้ำแบบท่อไฟ เครื่องกำเนิดไอน้ำจากความร้อนทิ้งและเครื่องทำน้ำมันร้อน 2. ผลิตภัณฑ์ที่ใช้ลิขสิทธิ์การออกแบบจากเจ้าของเทคโนโลยี ประกอบด้วยเครื่องกำเนิดไอน้ำเชื้อเพลิงชีวมวลและเครื่องกำเนิดไอน้ำแบบท่อ
26	5 เม.ย.	บริษัท ชีวทัย จำกัด (มหาชน)	CHEWA	อสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อที่อยู่อาศัย
27	17 พ.ค.	บริษัท บางกอกซีทเม็ททัล จำกัด (มหาชน)	BM	สินค้าอุตสาหกรรม	ผลิตและจำหน่ายสินค้าแปรรูปผลิตภัณฑ์เหล็ก แบ่งออกเป็น 6 กลุ่มสินค้า ประกอบด้วย



ลำดับที่	วันเริ่มซื้อขาย	ชื่อบริษัท	หลักทรัพย์	กลุ่มอุตสาหกรรม	ประเภทธุรกิจ
					<ol style="list-style-type: none"> <li>1. รางและท่อร้อยสายไฟ</li> <li>2. ตู้สื่อสาร ตู้ไฟฟ้าและตู้โลหะ</li> <li>3. ตู้ควบคุมไฟฟ้าและคอมพิวเตอร์</li> <li>4. โลหะเชื่อมประกอบ</li> <li>5. แม่พิมพ์โลหะ เครื่องมือและอุปกรณ์</li> <li>6. ชิ้นส่วนโลหะ</li> </ol>
28	16 มิ.ย.	บริษัท เน็ตเบย์ จำกัด (มหาชน)	NETBAY	เทคโนโลยี	คิดค้น สร้างสรรค์และพัฒนา Digital Business Technology Platform ในการทำธุรกรรมทางอิเล็กทรอนิกส์และนำเสนอผลิตภัณฑ์นั้นๆในรูปแบบการใช้บริการอย่างครบวงจรระหว่างภาคธุรกิจและภาครัฐ ระหว่างภาคธุรกิจและภาคธุรกิจ และ ระหว่างภาคเอกชนและประชาชนหรือผู้บริโภค
29	11 ก.ค.	บริษัท บีที เวิร์ล อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน)	BTW	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	<p>ถือหุ้นในบริษัทอื่น โดยมีบริษัท เบสท์เทค แอนด์ เอ็นจิเนียริง จำกัด เป็นบริษัทแกนประกอบให้บริการแปรรูปผลิตภัณฑ์เหล็กและโครงสร้างเหล็ก ตามประเภทงานดังนี้</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. งานแปรรูปและประกอบกลุ่มชิ้นงานขนาดใหญ่ เป็นการผลิตโครงสร้างเหล็กหรือระบบการผลิตของโครงการอุตสาหกรรมขนาดใหญ่ เช่น เหมืองแร่ และก๊าซและปิโตรเลียม</li> <li>2. งานแปรรูปชิ้นงานเหล็ก เป็นกระบวนการแปลงสภาพวัตถุดิบ เช่น เหล็กแผ่น เหล็กรูปพรรณและท่อเหล็ก เป็นชิ้นงานโลหะตามแบบทางวิศวกรรม</li> <li>3. งานก่อสร้างโรงไฟฟ้าแบบครบวงจร เป็นผู้รับเหมาหลักของโครงการในการ</li> </ol>

ลำดับที่	วันเริ่มซื้อขาย	ชื่อบริษัท	หลักทรัพย์	กลุ่มอุตสาหกรรม	ประเภทธุรกิจ
					ออกแบบทางวิศวกรรม จัดหาเครื่องจักรอุปกรณ์ ก่อสร้างและบริหารโครงการ จนกระทั่งโรงไฟฟ้าสามารถดำเนินการเชิงพาณิชย์ได้ให้แก่ลูกค้าผู้ประกอบการ โรงไฟฟ้าต่าง ๆ โดยเฉพาะโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน
30	31 ส.ค.	บริษัท เทคโนโลยี เมดิคัล จำกัด (มหาชน)	TM	สินค้าอุปโภคบริโภค	ตัวแทนจำหน่ายเครื่องมือแพทย์และอุปกรณ์ทางการแพทย์ เพื่อจำหน่ายผลิตภัณฑ์ให้กับสถานพยาบาลชั้นนำในประเทศ ทั้งโรงพยาบาลของรัฐบาล โรงพยาบาลเอกชน คลินิกและบุคลากรทางการแพทย์ในประเทศไทย โดยได้รับการแต่งตั้งเป็น Exclusive Distributor จากผู้ผลิตชั้นนำจากต่างประเทศทั้งหมด 47 รายหลากหลายประเทศ เช่น สหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น สวีเดน เดนมาร์ก ออสเตรเลีย รวมถึงประเทศไทย โดยกลุ่มผลิตภัณฑ์เครื่องมือการแพทย์ที่บริษัทจำหน่าย แบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม 1. กลุ่มอุปกรณ์และวัสดุสิ้นเปลือง 2. กลุ่มอุปกรณ์และเครื่องมือทางการแพทย์
31	14 ก.ย.	บริษัท อินเทอร์เน็ต เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	ITEL	เทคโนโลยี	ประกอบธุรกิจ 1. ให้บริการเช่าโครงข่ายใยแก้วนำแสง 2. ให้บริการออกแบบก่อสร้างและรับเหมางานโครงการสายใยแก้วนำแสงและโครงการสื่อสารสัญญาณโทรคมนาคม 3. ให้บริการเช่าพื้นที่ดาต้าเซ็นเตอร์
32	18 ต.ค.	บริษัท ซีลิก คอร์ป จำกัด (มหาชน)	SELIC	สินค้าอุตสาหกรรม	ผลิตและจำหน่าย รวมทั้งวิจัยและพัฒนาภาวอุตสาหกรรมที่ใช้ในหลากหลายอุตสาหกรรมเพื่อจำหน่ายให้แก่ลูกค้าทั้งในและต่างประเทศ

ลำดับที่	วันเริ่มซื้อขาย	ชื่อบริษัท	หลักทรัพย์	กลุ่มอุตสาหกรรม	ประเภทธุรกิจ
33	22 ธ.ค.	บริษัท อาม่า มารีน จำกัด (มหาชน)	AMA	บริการ	1. ให้บริการขนส่งสินค้าเหลวทางเรือระหว่างประเทศ ได้แก่ ผลิตภัณฑ์น้ำมัน ปาล์มและน้ำมันพืชชนิดต่าง ๆ ไปยังประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ และภูมิภาคเอเชียตะวันออก 2. บริษัทย่อยให้บริการขนส่งสินค้าเหลวทางรถในประเทศ ได้แก่ น้ำมันเชื้อเพลิง และไปโตดีเซล B100
34	23 ธ.ค.	บริษัท ออฟเตอร์ ยู จำกัด (มหาชน)	AU	เกษตรและ อุตสาหกรรม อาหาร	1. ร้านอาหาร 2. การขายสินค้าและวัตถุดิบ 3. การขายและการจัดการนอกสถานที่ 4. เฟรนไชส์
ปี พ.ศ.2560					
35	15 ก.พ.	บริษัท บุรพา เทคโนโลยี เอ็นจิเนียริ่ง จำกัด (มหาชน)	ETE	บริการ	ประกอบธุรกิจ 4 กลุ่ม ดังนี้ 1. ธุรกิจบริหารจัดการ ได้แก่ การบริหารจัดการบุคลากร ระบบงานธุรกิจ และรถเช่าพร้อมพนักงานขับรถ 2. ธุรกิจบริการงานวิศวกรรม ได้แก่ วิศวกรรมระบบไฟฟ้า และระบบโทรคมนาคม 3. ธุรกิจพลังงานทดแทนจากพลังงานแสงอาทิตย์ 4. ธุรกิจจัดการและจำหน่ายอุปกรณ์ความปลอดภัย
36	23 ก.พ.	บริษัท เมกาเคม (ประเทศไทย) จำกัด	MGT	สินค้า อุตสาหกรรม	จัดจำหน่ายและให้คำปรึกษาเกี่ยวกับเคมีภัณฑ์แบบครบวงจร

ลำดับที่	วันเริ่มซื้อขาย	ชื่อบริษัท	หลักทรัพย์	กลุ่มอุตสาหกรรม	ประเภทธุรกิจ
		(มหาชน)			
37	3 เม.ย.	บริษัท เดนทัล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	D	บริการ	ให้บริการทางทันตกรรมแบบครบวงจรในรูปแบบโรงพยาบาลทันตกรรมและคลินิกทันตกรรมและประกอบธุรกิจจำหน่ายวัสดุและอุปกรณ์ทันตกรรม
38	11 เม.ย.	บริษัท มัดแมน จำกัด (มหาชน)	MM		
39	17 ส.ค.	บริษัท ซิก้า อินโนเวชั่น จำกัด (มหาชน)	ZIGA	สินค้าอุตสาหกรรม	ผลิตและจำหน่ายเหล็กโครงสร้าง ประเภท Pre-zinc ภายใต้ตราสินค้า “ZIGA” และท่อเหล็กร้อยสายไฟประเภท Pre – zinc ภายใต้ตราสินค้า “DAIWA”
40	15 ก.ย.	บริษัท อินฟอร์เมชั่น แอนด์ คอมมิวนิเคชั่น เน็ทเวิร์คส จำกัด (มหาชน)	ICN	เทคโนโลยี	ประกอบธุรกิจ 1. ธุรกิจรับเหมาวางระบบ: ให้บริการออกแบบและวางโครงข่ายสื่อสารโทรคมนาคม รวมทั้งให้บริการออกแบบและวางระบบงานก่อสร้างและวางระบบไฟฟ้าอื่น ๆ 2. ธุรกิจจำหน่ายอุปกรณ์และบำรุงรักษา: จำหน่ายอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจสื่อสารโทรคมนาคมทุกประเภทและบำรุงรักษาโครงข่ายระบบสื่อสารโทรคมนาคม
41	27 ก.ย.	บริษัท เสริมสร้าง พาวเวอร์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	SSP	ทรัพยากร	ถือหุ้นบริษัทอื่น ที่ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน และธุรกิจที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ ทั้งในและต่างประเทศ ทั้งนี้บริษัท เสริมสร้าง พลังงาน จำกัด เป็นบริษัทดำเนินโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ ตั้งอยู่ที่ จ. สพบุรี มีปริมาณพลังงานไฟฟ้าเสนอขายตามสัญญา 40 เมกะวัตต์

ลำดับที่	วันเริ่มซื้อขาย	ชื่อบริษัท	หลักทรัพย์	กลุ่มอุตสาหกรรม	ประเภทธุรกิจ
42	5 ต.ค.	บริษัท เชียงใหม่ริมดอย จำกัด (มหาชน)	CRD	อสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง	รับเหมาก่อสร้าง สิ่งปลูกสร้างทั่วไปและงานระบบสาธารณูปโภค
43	1 พ.ย.	บริษัท ฟลอยด์ จำกัด (มหาชน)	FLOYD	อสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง	ให้บริการรับเหมาติดตั้งงานระบบไฟฟ้า ระบบสื่อสาร ระบบสุขาภิบาลและระบบป้องกันอัคคีภัย และระบบปรับอากาศ โดยเริ่มตั้งแต่จัดหาวัสดุอุปกรณ์ ให้คำปรึกษา ออกแบบและติดตั้งอุปกรณ์ภายในอาคาร
44	23 พ.ย.	บริษัท ไทยมุย คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	THMUI	บริการ	จัดจำหน่ายลวดสลิง สลิงผ้าใบ โซ่ อุปกรณ์ยกหิ้วและอื่น ๆ รวมทั้งการให้บริการเปลี่ยนลวดสลิง ทดสอบความสามารถในการรับแรงดึง ตรวจสอบเครนและลวดสลิงและการให้คำแนะนำการใช้งาน ติดตั้ง ซ่อมแซม และอบรม
45	23 พ.ย.	บริษัท สหไทย เทอร์มินอล จำกัด (มหาชน)	PORT	บริการ	ให้บริการธุรกิจดังนี้ 1. ให้บริการท่าเทียบเรือเชิงพาณิชย์ครบวงจร 2. ให้บริการขนส่งตู้คอนเทนเนอร์ทางบก 3. ให้บริการพื้นที่จัดเก็บตู้คอนเทนเนอร์และคลังสินค้า 4. การให้บริการที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ
46	30 พ.ย.	บริษัท เจเคเอ็น โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน)	JKN	บริการ	ดำเนินธุรกิจดังนี้ 1. ธุรกิจให้บริการและจำหน่ายลิขสิทธิ์คอนเทนต์ 2. ธุรกิจให้บริการเวลาเพื่อโฆษณาและประชาสัมพันธ์สินค้าทางสถานีโทรทัศน์ 3. ธุรกิจจำหน่ายผลิตภัณฑ์
47	21 ธ.ค.	บริษัท วินท์คอม เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	VCOM	เทคโนโลยี	ตัวแทนจำหน่ายผลิตภัณฑ์ระบบเทคโนโลยีสารสนเทศ และให้บริการด้านเทคโนโลยีสารสนเทศที่เกี่ยวข้องกับผลิตภัณฑ์ที่บริษัทเป็นตัวแทนจำหน่าย โดยมี

ลำดับที่	วันเริ่มซื้อขาย	ชื่อบริษัท	หลักทรัพย์	กลุ่มอุตสาหกรรม	ประเภทธุรกิจ
					<p>บริษัทย่อย 4 บริษัท ได้แก่</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>บริษัท วีเชิร์ฟพลัส จำกัด ประกอบธุรกิจให้บริการด้านเทคโนโลยีสารสนเทศและการให้บริการหลังการขาย</li> <li>บริษัท วินท์คอม เทคโนโลยี (เมียนมาร์) จำกัด ประกอบธุรกิจให้คำปรึกษาให้บริการติดตั้งและซ่อมบำรุงเกี่ยวกับระบบคอมพิวเตอร์ โดยเน้นให้บริการสำหรับผลิตภัณฑ์ที่บริษัทได้รับแต่งตั้งเป็นตัวแทนจำหน่ายในเมียนมาร์</li> <li>บริษัท วินท์คอม เทคโนโลยี (เอสจี) จำกัด จัดทะเบียนจัดตั้งในประเทศสาธารณรัฐสิงคโปร์ ประกอบธุรกิจเป็นตัวแทนจำหน่ายผลิตภัณฑ์ระบบเทคโนโลยี</li> <li>บริษัท ไอ - ซีเคียว จำกัด ประกอบธุรกิจการดำเนินการเฝ้าระวังระบบรักษาความปลอดภัยทางคอมพิวเตอร์และระบบเครือข่ายหรือบริการ MSSP</li> </ol>
	ปี พ.ศ. 2561				
48	20 มิ.ย.	บริษัท ดีโอดี ไปโอเทค จำกัด (มหาชน)	DOD	สินค้าอุปโภคบริโภค	รับจ้างผลิตผลิตภัณฑ์เสริมอาหารได้ตราสินค้าของลูกค้าและตรา
49	7 ส.ค.	บริษัท เอ็มวิชั่น จำกัด (มหาชน)	MVP	บริการ	<p>ประกอบธุรกิจดังนี้</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>ธุรกิจการจัดงาน</li> <li>ธุรกิจงานโฆษณาและเอเจนซี่สื่อออนไลน์และผู้ทรงอิทธิพล</li> <li>ธุรกิจพาณิชย์และอื่น ๆ</li> </ol>
50	5 ก.ย.	บริษัท ไทยอุตสาหกรรม	TPLAS	สินค้า	ผลิตและจัดจำหน่ายถุงพลาสติกบรรจุอาหารและถุงพลาสติกหิ้ว ภายใต้อตรา

ลำดับที่	วันเริ่มซื้อขาย	ชื่อบริษัท	หลักทรัพย์	กลุ่มอุตสาหกรรม	ประเภทธุรกิจ
		พลาสติก (1994) จำกัด (มหาชน)		อุตสาหกรรม	สินค้า “หมากรุก” फिल्मยืดห่อหุ้มอาหาร ภายใต้ตราสินค้าและ “B-Leaf”
51	1 ต.ค.	บริษัท เค ดับบลิว เม็ททัลเวิร์ค จำกัด (มหาชน)	KWN		
52	19 ต.ค.	บริษัท โซนิค อินเทอร์เน็ต จำกัด (มหาชน)	SONIC	บริการ	ให้บริการจัดระบบโลจิสติกส์ระหว่างประเทศและในประเทศแบบครบวงจร ให้บริการทั้งนำเข้าและส่งออกทั้งทางทะเลและทางอากาศให้บริการด้านพิธีการกรมศุลกากร การขนส่งในประเทศ การขนส่งข้ามแดน รวมถึงให้บริการศูนย์รวมการกระจายสินค้า
53	24 ต.ค.	บริษัท ไทยอิงเกอร์ โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	TIGER	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	ถือหุ้นบริษัทอื่น มีบริษัท อิงเกอร์ จำกัด เป็นบริษัทแกน ซึ่งประกอบธุรกิจให้บริการรับเหมาก่อสร้างงานวิศวกรรมโยธาทุกประเภท รวมทั้งงานออกแบบวิศวกรรมและสถาปัตยกรรม
54	19 พ.ย.	บริษัท เจ้าพระยามหานคร จำกัด (มหาชน)	CMC	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	ประกอบธุรกิจ 3 กลุ่มดังนี้ 1. พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อที่อยู่อาศัย ประกอบด้วยคอนโดมิเนียม ทาวน์เฮ้าส์ ทาวน์โฮมและบ้านเดี่ยว โดยเน้นพัฒนาโครงการประเภทคอนโดมิเนียมเป็นหลัก 2. พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อให้เช่า 3. รับเหมาก่อสร้างและโรงงานผลิตเฟอร์นิเจอร์และผนัง
55	29 พ.ย.	บริษัท เอสไอบีเอสบี จำกัด (มหาชน)	SISB	บริการ	ประกอบธุรกิจโรงเรียนนานาชาติ ซึ่งใช้หลักสูตรการศึกษาของประเทศสิงคโปร์ เป็นหลักสูตรพื้นฐาน โดยได้รับใบอนุญาตจัดตั้งโรงเรียนตามพระราชบัญญัติโรงเรียนเอกชน ปัจจุบันมีโรงเรียนนานาชาติภายในกลุ่มบริษัท 5 โรงเรียน

ลำดับที่	วันเริ่มซื้อขาย	ชื่อบริษัท	หลักทรัพย์	กลุ่มอุตสาหกรรม	ประเภทธุรกิจ
56	19 ธ.ค.	บริษัท สโตนเฮ็นจ์ อินเตอร์ จำกัด (มหาชน)	STI	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	ดำเนินธุรกิจที่ปรึกษาและควบคุมงานก่อสร้างและให้บริการออกแบบด้านสถาปัตยกรรมและวิศวกรรม งานตกแต่งภายในและอนุรักษ์โบราณสถาน



### ประวัติผู้เขียน

ชื่อ – นามสกุล                      จิราภรณ์ จันทร์วงศ์

#### ประวัติการศึกษา

- พ.ศ. 2553                      - ปริญญาโท สาขาบัญชี มหาวิทยาลัยรามคำแหง  
พ.ศ. 2547                      - ปริญญาตรี สาขาการบัญชี มหาวิทยาลัยรามคำแหง

#### ประสบการณ์ทำงาน

- พ.ศ.2554                      - อาจารย์ประจำหลักสูตรบัญชีบัณฑิต  
คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏสุราษฎร์ธานี ต.ขุนทะเล อ.เมือง  
สุราษฎร์ธานี  
พ.ศ. 2548                      - เจ้าหน้าที่บัญชี โครงการพัฒนาคุณภาพชีวิตเด็กเร่ร่อนเมืองพัทยา  
มูลนิธิศุภนิมิตแห่งประเทศไทย