

การจัดการกำไรและผลตอบแทนของการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน: การศึกษาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



นางสาวแว้ววัน ปรามค์ธวัช

สถาบันวิทยบริการ

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน


คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2545

ISBN 974-171-1613-3

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

EARNINGS MANAGEMENT AND THE PERFORMANCE OF SEASONED OFFERINGS:
EVIDENCE FROM THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND



Miss Waeowan Prangthawat

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Science in Finance

Department of Banking and Finance
Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic Year 2002

ISBN 974-171-1613-3

หัวข้อวิทยานิพนธ์	การจัดการกำไรและผลตอบแทนของการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน: การศึกษาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
โดย	นางสาวแหววัน ปรางค์วิช
สาขาวิชา	การเงิน
อาจารย์ที่ปรึกษา	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สันติ ธิรพัฒน์

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้บัณฑิตวิทยาลัย วิทยานิพนธ์ ฉบับนี้ เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ

.....คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วิรัช อภิเมธีธำรง)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วิรัช อภิเมธีธำรง)

..... อาจารย์ที่ปรึกษา
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สันติ ธิรพัฒน์)

..... กรรมการ
(อาจารย์ ดร.รัชชัย จิตรภาณุพันธ์)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

แหว่วัน ปรางค์รัช : การจัดการกำไรและผลตอบแทนของการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน: การศึกษาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (EARNINGS MANAGEMENT AND THE PERFORMANCE OF SEASONED EQUITY OFFERINGS: EVIDENCE FROM THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND) อ. ที่ปรึกษา : ผศ. ดร. สันติ อธิพัฒน์, 55 หน้า. ISBN 974-171-613-3.

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ศึกษาเกี่ยวกับการจัดการกำไรและการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน โดยตัวแปรทดสอบการจัดการกำไรคือการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร การศึกษาใช้ตัวอย่างของหุ้นสามัญเพิ่มทุน 115 บริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระหว่าง พ.ศ.2539-2543 ทดสอบโดยใช้แบบจำลอง modified Jones (1991)

วิธีการทดสอบแบ่งเป็น 2 ส่วน ส่วนแรกทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงกำไรกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจฝ่ายบริหาร ส่วนสองทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจฝ่ายบริหาร

ผลการศึกษาพบว่ามีการจัดการกำไรในช่วงปีเพิ่มทุนส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงกำไรเพิ่มขึ้นในปีเพิ่มทุนผ่านทางรายการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจฝ่ายบริหาร อย่างไรก็ตามรายการพึงรับพึงจ่ายไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงกำไรหลังการเพิ่มทุนได้ แต่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนเกินปกติของหุ้น 2 ปีหลังการเพิ่มทุนกับการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่านักลงทุนไม่ได้คาดการณ์เกี่ยวกับการจัดการกำไรในงบการเงิน นอกจากนี้ นักลงทุนยังสนใจกำไรของบริษัทในปีก่อนเพิ่มทุนมากกว่าสนใจข้อมูลที่ซับซ้อนในงบการเงิน

สถาบันวิทยบริการ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน

ลายมือชื่อนิติ.....

สาขาวิชา การเงิน

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....

ปีการศึกษา 2545

KEY WORD: EARNINGS MANAGEMENT / DISCRETIONARY ACCRUALS / SEASONED EQUITY OFFERINGS

WAEOWAN PRANGTHAWAT: EARNINGS MANAGEMENT AND THE PERFORMANCE OF SEASONED EQUITY OFFERINGS: EVIDENCE FROM THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND. THESIS ADVISOR: ASST. PROF. SUNTI TIRAPAT, Ph.D., 55 pp. ISBN 974-171-613-3.

The study investigates whether earnings management around the time of seasoned equity offerings can explain subsequent poor performance, using discretionary current accruals as proxy for earnings management. I examine a sample of 115 equity offerings are obtained from The Stock Exchange of Thailand between 1996-2000. I examine earnings management by using modified Jones model (1991), Predicting discretionary accruals, the difference between realized accruals and predicted non-discretionary accruals.

The study is divided into two parts. Firstly, I investigate the relation between earnings change and discretionary current accruals. Secondly, I test the relation between abnormal returns and discretionary current accruals.

The results indicate evidence of income-increasing accruals in offerings year. The evidence do not, however, find that discretionary current accruals have no reliable predictive ability poor earnings changes after issued year. There is relation between abnormal returns two years later and discretionary accruals. These finding suggest that investors may naively extrapolating pre-issue earnings without adjusting for possible manipulation of reported earnings. In addition, the investors interested in earning of issued firm rather than complicate financial statement data.

Department of Banking and Finance

Student's signature.....

Field of study Finance

Advisor's signature.....

Academic year 2002

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดีด้วยความช่วยเหลือของอาจารย์ที่ปรึกษา ผศ. ดร. สันติ ธิรพัฒน์ ผู้ซึ่งให้ความกรุณาแนะนำหัวข้อวิทยานิพนธ์ตลอดจนวิธีการศึกษาการทำวิทยานิพนธ์ นอกจากนี้ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ ผศ. ดร. วิรัช อภิเมธีธำรง คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี และ อ. ดร. ธวัชชัย จิตรภักษ์นันท์ ผู้ซึ่งเป็นประธานในการสอบวิทยานิพนธ์และกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ที่ช่วยสละเวลาและให้คำแนะนำอันเป็นประโยชน์อย่างยิ่งต่อการทำวิทยานิพนธ์

ผู้เขียนขอขอบคุณเพื่อนๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งคุณบุศรินทร์ บวรศักดิ์ดา คุณอังคณา ชูวะเจริญพานิช คุณชาติโรจน์ โรจนอาภา คุณณฤมิต จริยะโสภิต และ พี่ๆ ร่วมหลักสูตรที่ได้ให้คำแนะนำ อันเป็นประโยชน์ และกำลังใจทำให้ผู้เขียนมีแรงใจในการจัดทำวิทยานิพนธ์ และมีความภาคภูมิใจที่ได้มีโอกาสร่วมชั้นเรียนกับเพื่อนๆ และพี่ๆ นอกจากนี้ขอขอบคุณเจ้าหน้าที่ห้องปฏิบัติการทางการเงิน และเจ้าหน้าที่ประจำห้องหลักสูตรทุกท่านที่คอยช่วยเหลือ และประสานงานให้เสร็จลุล่วงไปด้วยดี

สุดท้ายนี้ ผู้เขียนใคร่ขอกราบขอบพระคุณบิดา-มารดา น้องชาย และครอบครัววระสม ซึ่งให้การสนับสนุน และให้กำลังใจตลอดจนความห่วงใยจนผู้เขียนสำเร็จการศึกษา หากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใดผู้เขียนขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

แหววัน ปรางค์รัช

พฤษภาคม 2546

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ

		หน้า
	บทคัดย่อภาษาไทย	ง
	บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	จ
	กิตติกรรมประกาศ	ฉ
	สารบัญ	ช
	สารบัญตาราง	ฉ
บทที่		
1	บทนำ	1
	1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
	1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย	3
	1.3 ขอบเขตการดำเนินงานวิจัย	4
	1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	4
	1.5 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย	4
2	คำนิยามที่เกี่ยวข้องและวรรณกรรมปริทัศน์	5
	2.1 คำนิยามที่เกี่ยวข้อง	5
	2.1.1 การจัดการกำไร	5
	2.1.2 การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน	5
	2.1.3 รายการพึงรับพึงจ่าย	5
	2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการจัดการกำไร	6
	2.3 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	7
	2.3.1 งานวิจัยเกี่ยวกับผลตอบแทนของหุ้นหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน	7
	2.3.2 งานวิจัยเกี่ยวกับผลของการจัดการกำไรและการเสนอขายหุ้นสามัญ แก่ประชาชนครั้งแรก	10
	2.3.3 งานวิจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรและการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน	13
3	วิธีดำเนินการวิจัย	17
	3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	17

สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
3.1.1	หลักเกณฑ์ในการคัดเลือกบริษัทที่ประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนของกลุ่ม ข้อมูลที่น่ามาศึกษา.....17
3.1.2	แหล่งข้อมูล.....18
3.2	วิธีการดำเนินการวิจัย.....18
3.2.1	ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานที่เปลี่ยนแปลง ของบริษัทหลังออกหุ้นเพิ่มทุนกับการจัดการกำไร.....19
3.2.2	ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นหลังการออกหุ้น เพิ่มทุนกับการจัดการกำไร.....22
4	ผลการศึกษา.....28
4.1	ข้อมูลเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างของหุ้นสามัญเพิ่มทุน ที่ใช้ในการศึกษา.....28
4.2	การทดสอบผลการดำเนินงานที่เปลี่ยนแปลงของบริษัทหลังออกหุ้น เพิ่มทุนกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย โดยดุลยพินิจของ ฝ่ายบริหาร ณ ปีเพิ่มทุน.....31
4.2.1	ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของสินทรัพย์ในปีเพิ่มทุน ถึง 2 ปี หลังเพิ่มทุนกับ การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย ณ ปีเพิ่มทุน.....31
4.2.2	ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีเพิ่มทุน ถึง 2ปี หลังเพิ่มทุน กับ การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย ณ ปีเพิ่มทุน35
4.3	การทดสอบผลตอบแทนของหุ้นหลังการออกหุ้นเพิ่มทุนกับการ เปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย โดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีเพิ่มทุน.....36
5	สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ.....46
5.1	สรุปผลการศึกษา.....46
5.2	ข้อจำกัดในการวิจัย.....47
5.3	ข้อเสนอแนะ.....48
รายการอ้างอิง49
ภาคผนวก51
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์55

สารบัญญัตินำ

ตาราง	หน้า
4.1 จำนวนตัวอย่างการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนที่ใช้ทดสอบ ในระหว่างปี พ.ศ.2539 – พ.ศ.2543.....	29
4.2 ข้อมูลทางสถิติของการออกหุ้นเพิ่มทุน ในช่วงปี พ.ศ.2539 – พ.ศ.2543.....	30
4.3 ข้อมูลทางสถิติของผลตอบแทนของสินทรัพย์และการเปลี่ยนแปลงกำไร ตั้งแต่ 2 ปีก่อนการเพิ่มทุน ถึง 2ปีหลังการเพิ่มทุน.....	32
4.4 ผลตอบแทนของสินทรัพย์หลังเพิ่มทุนกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย โดยดุลพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีเพิ่มทุน.....	33
4.5 การเปลี่ยนแปลงของกำไรหลังเพิ่มทุนกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย โดยดุลพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีเพิ่มทุน.....	34
4.6 ข้อมูลทางสถิติของผลตอบแทนของหุ้นเพิ่มทุนในช่วงปีก่อนการเพิ่มทุนถึง 2 ปี หลังเพิ่มทุน.....	37
4.7 ผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นหลังเพิ่มทุนปีแรกกับการเปลี่ยนแปลงรายการ พึงรับพึงจ่ายโดยดุลพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีเพิ่มทุน.....	38
4.8 ผลตอบแทนของหุ้น ณ ปีแรก และปีที่สองหลังเพิ่มทุน กับการเปลี่ยนแปลงรายการ พึงรับพึงจ่ายโดยดุลพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีเพิ่มทุน.....	39
4.9 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของราคาหุ้นตามวิธี Market adjust return ตั้งแต่เดือน 1 ถึงเดือน 4 หลังการประกาศเพิ่มทุนกับการเปลี่ยนแปลงรายการ พึงรับพึงจ่าย โดยดุลพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ไตรมาสก่อนการเพิ่มทุน.....	40
4.10 ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นปีแรกหลังการประกาศเพิ่มทุน.....	44
ภาคผนวก	
ผ.1 รายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษา.....	52
ผ.2 วิธีคำนวณการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย.....	53

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การจัดการแหล่งเงินทุนสามารถกระทำได้สองทางคือจากแหล่งเงินทุนภายใน ได้แก่ กำไรสะสม และแหล่งเงินทุนภายนอกซึ่งสามารถจัดหาเงินทุนได้หลายรูปแบบ เช่น การกู้ยืม การออกหุ้นกู้ การออกหุ้นสามัญ เป็นต้น การออกหุ้นสามัญเป็นวิธีหนึ่งที่แพร่หลายและบริษัทนิยมนำมาปฏิบัติในการระดมทุนเช่นในประเทศสหรัฐอเมริกาที่นิยมจัดหาเงินทุนจากการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์มากกว่าการกู้ยืม การที่บริษัทต้องผลักดันตัวเองเข้าไประดมทุนในตลาดทุนนั้น เป็นเหตุให้บริษัทต้องดึงดูความสนใจจากนักลงทุน โดยใช้ผลประกอบการที่ผ่านมาเป็นสิ่งจูงใจผ่านทางข้อมูลในงบการเงิน ถ้าเป็นกรณีที่บริษัทออกหุ้นเป็นครั้งแรกย่อมเกิดโอกาสที่นักลงทุนมีข้อมูลที่ไม่เพียงพอในการวิเคราะห์หลักทรัพย์เพราะไม่มีราคาในอดีตเป็นตัวบ่งชี้จึงต้องอาศัยข้อมูลในงบการเงินเป็นหลัก และอาจนำไปสู่สถานะข้อมูลข่าวสารไม่เท่าเทียมกันมากกว่ากรณีของการออกหุ้นเพิ่มทุน เพื่อเป็นการปกป้องและช่วยเหลือนักลงทุนในการประเมินผลตอบแทนในอนาคตและความเสี่ยงที่เกี่ยวข้อง คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ จำเป็นต้องเข้ามามีบทบาทในการกำหนดข้อบังคับต่างๆ ตลอดจนมาตรฐานของงบการเงินและการเปิดเผยข้อมูลอย่างเพียงพอและมากกว่าบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียน อย่างไรก็ตามข้อกำหนดนั้นก็ไม่ได้รับประกันถึงความถูกต้องทั้งหมดของข้อมูลที่บริษัทเผยแพร่ เนื่องจากปัจจัยหลายอย่างทั้งในส่วนของข้อกำหนดเองและในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการจัดการของผู้บริหารบริษัท

ข้อมูลข่าวสารที่บริษัทสื่อออกมาเป็นประเด็นที่ผู้ลงทุนให้ความสนใจซึ่งเป็นธรรมดาก่อนการตัดสินใจลงทุน นักลงทุนต้องศึกษาข้อมูลพื้นฐานของบริษัทไม่ว่าจะเป็นผลการดำเนินงาน ตลอดจนข่าวสารที่เกี่ยวข้องรวมทั้งศึกษาข้อมูลการซื้อขายของหลักทรัพย์นั้น เพื่อนำมาพิจารณาแนวโน้มของผลตอบแทนที่จะได้รับในอนาคตว่าคุ้มค่าหรือไม่ นักลงทุนตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์ก็ต้องการลงทุนในบริษัทที่ผลการดำเนินงานดี มีความเติบโตของบริษัทสม่ำเสมอ มีพื้นฐานของบริษัทที่ดี นอกจากนั้นกรอบแนวคิดในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ สามารถแบ่งได้เป็น 2 แนวคิดหลักๆ คือการวิเคราะห์ทางเทคนิค เช่น การใช้ข้อมูลราคาการซื้อขายในอดีตมาพยากรณ์ เป็นต้น และสองคือการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ได้แก่ การวิเคราะห์สถานะทางเศรษฐกิจ สภาพตลาดหุ้น การวิเคราะห์อุตสาหกรรม และการวิเคราะห์ตัวบริษัท เป็นต้น งบการเงินเป็นแหล่งข้อมูลสำคัญในการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ไม่ว่าจะเป็ผลการดำเนินงาน โครงสร้างเงินทุน สภาพคล่องของ บริษัท ตลอดจนบัญชีของบริษัทต้องการสื่อสารกับผู้ใช้ข้อมูลในงบการเงิน จะเห็นว่า

รายงานทางการเงินเป็นปัจจัยที่สำคัญอย่างหนึ่งในการกำหนดราคาของหลักทรัพย์ ดังนั้นจึงทำให้เกิดข้อสงสัยถึงความเป็นไปได้ที่ผู้บริหารเข้ามามีส่วนจัดการควบคุมกำไรก่อนการออกหุ้นชั่วคราวหรือการเลือกใช้นโยบายทางบัญชีที่แตกต่างกันตามแต่ละบริษัท เช่น นโยบายการตัดค่าเสื่อมราคา การรับรู้รายได้ ความพยายามในการปกปิดและบิดเบือนผลประกอบการทางธุรกิจ การตกแต่งตัวเลขทางบัญชีเพื่อจงใจให้เข้าใจผิดเกี่ยวกับฐานะที่แท้จริงของบริษัท โดยตกแต่งให้ผลประกอบการของบริษัทมีความน่าสนใจและจงใจให้นักลงทุนมาลงทุนในบริษัท โดยผู้บริหารอาศัยความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลออกหุ้นเพิ่มทุนช่วงที่ราคาหุ้นสูงกว่าที่ควรจะเป็น หรือทำให้ตลาดเข้าใจผิดว่าบริษัทมีผลประกอบการดี ซึ่งเป็นผลดีต่อผู้ถือหุ้นเดิม ส่งผลให้ช่วงหลังการออกหุ้น เมื่อตลาดรับรู้ความเป็นจริงทำให้ราคาหลักทรัพย์ ปรับตัวลดลงสู่สภาพที่ควรจะเป็น อย่างไรก็ตามสถานการณ์ดังกล่าวก็สามารถพิจารณาได้ 2 ลักษณะ คือ บริษัทอาจออกหุ้นในช่วงที่มีผลการดำเนินงานอยู่ในช่วงที่ดีจริงๆ หรือ ผู้บริหารมีการทำบางอย่างเพื่อให้ข้อมูลทางการเงินสะท้อนภาพในแง่บวกในช่วงที่ออกหุ้น

ประเทศสหรัฐอเมริกาศึกษาเกี่ยวกับการจัดการกำไร (Earning Management) อย่างแพร่หลาย เช่น Teoh, Welch and Wong (1998) ศึกษาเกี่ยวกับการจัดการกำไร ในช่วงการออกหุ้นสามัญแก่ประชาชนครั้งแรก ผลการศึกษาพบว่าผลประกอบการระยะยาวของบริษัทที่ออกหุ้นแยกกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทลักษณะเดียวกันที่ไม่ได้ออกหุ้น และงานวิจัย Balatbat and Lim (2002) พบว่าการตกแต่งกำไรที่มาก ส่งผลให้ผลประกอบการหลังการออกหุ้นสามัญแยกกว่าเมื่อเทียบกับการตกแต่งกำไรที่น้อยกว่า และ Healy (1985), Gaver et al. (1995) ศึกษาเกี่ยวกับการตกแต่งกำไรพบว่าผู้จัดการเพิ่มกำไรสุทธิเพื่อให้ได้ผลประโยชน์จากเงินพิเศษ เป็นต้น นอกจากนี้ประเทศไทยในช่วงก่อนการเปิดขายหุ้นให้นักลงทุนประมาณ 2-3 ไตรมาสตัวเลขกำไรจะออกมาสวยงาม และหลังจากหุ้นซื้อขายไปแล้วไม่สามารถรักษาผลประกอบการดำเนินงานที่ดีเหมือนก่อนเข้าซื้อขายในตลาดหรือใกล้เคียงกับที่บริษัทคาดการณ์ก่อนเสนอหุ้นให้นักลงทุนได้เลย ทั้งที่ความเป็นจริงบริษัทน่าจะได้รับสิทธิพิเศษทางภาษีจากการเข้าตลาดได้รับเงินจากการระดมทุนจากการออกหุ้น แต่ไม่ช่วยให้ผลประกอบการหลังจากการออกหุ้นเพิ่มทุนดีขึ้น

ดังนั้นน่าจะสนใจว่าตลาดหุ้นที่กำลังพัฒนาอย่างประเทศไทยอาจจะตกแต่งกำไรเหมือนกันยิ่งไปกว่านั้นการทดสอบในประเทศไทยเกี่ยวกับผลประกอบการก่อนและหลังการเพิ่มทุน Anchalee (2002) พบว่าช่วงก่อนออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนผลประกอบการของบริษัทดี แต่กลับแยกลงหลังการออกหุ้นเพิ่มทุนเทียบกับบริษัทจับคู่เหมือน (matched firms) อาจเป็นไปได้ที่ช่วงเพิ่มทุนที่ปรึกษาทางการเงินหรือบริษัทพยายามสร้างตัวเลขกำไรให้ดีเกินจริงและสร้างภาพให้ดูสวยงามก็เป็นได้

ประเด็นการบิดเบือนผลประกอบการเป็นประเด็นที่กำลังเป็นที่สนใจ โดยเฉพาะเมื่อผลประกอบการตกแต่งกำไรถูกเปิดเผยและส่งผลกระทบต่อกิจการอย่างมากมายเสียจนทำให้บริษัทยักษ์ใหญ่ใน

ประเทศสหรัฐอเมริกาต้องล้มละลายไป อย่างเช่น บริษัท Enron Corp บริษัทธุรกิจพลังงาน หรือกรณีของบริษัทเวิลด์คอม Worldcom Inc. บริษัทให้บริการสื่อสารโทรคมนาคมและข้อมูล ทั้งนี้ยังไม่นับรวมบริษัทใหญ่ๆ ในสหรัฐฯ อีกหลายแห่งที่ประสบปัญหาทางธุรกิจถูกกล่าวหาว่าเสนอข้อมูลตัวเลขทางบัญชีไม่ตรงกับความเป็นจริงเช่น Xerox Corp., Qwest Communications International Inc., AOL Time Warner เป็นต้น ทั้งหมดเป็นบริษัทในสหรัฐฯ ซึ่งเป็นประเทศที่ให้ความสำคัญกับข้อกำหนดด้านการเปิดเผยข้อมูลทางบัญชีอย่างมากประเทศหนึ่ง และเป็นประเทศที่เรียกร้องให้ประเทศอื่นๆ ต้องมีบรรษัทภิบาลและความโปร่งใสในการดำเนินธุรกิจ การบิดเบือนทางบัญชี เกิดจากการตัดสินใจของผู้บริหารตั้งแต่ในระดับเรื่องเล็กน้อยหรือเป็นเรื่องที่ซึ่งผู้บริหารทำได้ภายใต้กรอบข้อบังคับหรือมาตรฐานที่กำหนดไว้ ยกตัวอย่างเช่น การเลือกนโยบายการตัดค่าเสื่อมราคา หรือการเลื่อนค่าใช้จ่ายบางรายการไปจ่ายในอนาคตเพื่อไม่ให้ผลการดำเนินงานปัจจุบันเกิดรายจ่ายที่มากเกินไป เป็นต้น ไปจนถึงประเด็นที่มีสาระสำคัญมาก มีเงื่อนไขทางกฎหมายหรือข้อกำหนดเข้ามาเกี่ยวข้องหรือมีผลทำให้เปลี่ยนแปลงการตัดสินใจของผู้ใช้ข้อมูลที่ต่างไปโดยสิ้นเชิงหรือเปลี่ยนจากขาดทุนเป็นกำไรเลยทีเดียว

อย่างไรก็ดีการจัดการกำไรมีทั้งข้อดีและข้อเสียกล่าวคือ ข้อเสียจากการจัดแต่งรายได้ ได้แก่ ต้นทุนทางกฎหมายหากบริษัทถูกตรวจสอบว่ามีการตกแต่งงบทางบัญชี ขาดความน่าเชื่อถือจากบริษัทอื่น บริษัทเสียชื่อเสียง ถูกปรับ ต้นทุนค่าเสียโอกาส และความยืดหยุ่นทางบัญชีในอนาคตลดลง เพราะการตกแต่งกำไร เป็นการนำเอากำไรจากอนาคตมาใช้ก่อน หรือเลื่อนค่าใช้จ่ายออกไปในงวดหน้า ดังนั้นในอนาคตบริษัทจึงต้องรับผิดชอบผลที่จะเกิดขึ้น ส่วนข้อดีต่อบริษัทคือจงใจให้นักลงทุนเข้ามาลงทุนได้ เนื่องจากนักลงทุนถูกบิดเบือนความจริงโดยเข้าใจว่าบริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี จากที่นักลงทุนมองเห็นข้อมูลได้ไม่ชัดเจนเท่ากับบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน แต่ก็เพียงช่วงเวลาหนึ่ง

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สนใจศึกษาว่าในช่วงที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนนั้นบริษัทในประเทศไทยมีการจัดการกำไรหรือไม่ หากมีการจัดการกำไรแล้วก็น่าจะมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและผลตอบแทนของหุ้นที่เพิ่มทุน

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาว่าในช่วงที่มีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตกแต่งผลการดำเนินงานก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุนหรือไม่ และการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายสามารถอธิบายผลการดำเนินงานและผลตอบแทนของหุ้นหลังจากการเพิ่มทุนได้หรือไม่

1.3 ขอบเขตของการวิจัย

ข้อมูลหุ้นสามัญเพิ่มทุนในช่วงปีพ.ศ.2539-2543 จำนวน 115 บริษัท ไม่รวมกลุ่มธุรกิจในกลุ่มสถาบันการเงินการธนาคาร และกลุ่มประกันภัย ข้อมูลในงบการเงินรายไตรมาสที่ศึกษามาจากแผ่น I-SIM ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลในช่วงปีพ.ศ.2535-2545 ดัชนีผลตอบแทนหุ้นรายวันและดัชนีรายวันของตลาดจากฐานข้อมูล DataStream และข้อมูลหุ้นเพิ่มทุนจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ผลการศึกษาวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ทำให้ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไร กับผลตอบแทนหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน นอกจากนี้ทำให้ทราบว่าบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการตกแต่งกำไร เพื่อดึงดูดนักลงทุนเข้ามาลงทุนหรือไม่ หากเป็นเช่นนั้นจริงนักลงทุนควรตระหนักถึงข้อมูลที่ได้รับและใช้ความระมัดระวังก่อนการตัดสินใจลงทุน ไม่ให้บริษัทเพิ่มทุนบิดเบือนข้อมูลที่ถูกต้องได้

1.5 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีขั้นตอนการนำเสนอดังต่อไปนี้ บทที่ 2 ประกอบด้วย คำนิยามที่เกี่ยวข้อง แนวคิด เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง บทที่ 3 กล่าวถึง ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย การดำเนินการวิจัย สมมติฐานของการศึกษา บทที่ 4 อธิบายผลการศึกษากำไรกับการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน บทที่ 5 กล่าวถึง การสรุปผลการวิจัย ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะ เพื่อศึกษาต่อไปในอนาคต

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 2

คำนิยามที่เกี่ยวข้องและวรรณกรรมปริทรรศน์

2.1 คำนิยามที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 การจัดการกำไร

การจัดการกำไร หมายถึง การตกแต่งผลการดำเนินงานของฝ่ายบริหารซึ่งอาศัยความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยใช้ดุลยพินิจในการทำงานงบการเงิน หรือปรับเปลี่ยนโครงสร้างทางบัญชี การจัดทำรายงานทางงบการเงินที่ไม่ชัดเจนและคลุมเครือ ที่เสนอต่อบุคคลภายนอกที่ใช้งบการเงินด้วยเพื่อสร้างภาพลักษณ์ที่ดี ให้เป็นไปตามความต้องการของผู้บริหารและความคาดหวังของนักลงทุน เมื่องบการเงินของบริษัทดูดี ก็สามารถดึงดูดนักลงทุนให้เข้ามาลงทุนได้ และผู้ถือหุ้นเดิมได้ผลประโยชน์เท่ากับว่าเป็นการโอนความมั่งคั่งจากผู้ถือหุ้นใหม่ไปสู่ผู้ถือหุ้นเดิม การทำเช่นนี้เป็นการบิดเบือนข้อมูลที่แท้จริงส่งผลให้ในอนาคตมูลค่าบริษัทอาจลดลงได้

2.1.2 การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน หมายถึง การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนครั้งใหม่หลังจากที่บริษัทเคยออกหุ้นสามัญสู่สาธารณะมาก่อนหน้านี้แล้ว ซึ่งการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบ่งออกเป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ คือการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่สาธารณชน (Public offerings) เป็นการเสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไป การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเสนอแก่นักลงทุนเฉพาะราย หมายถึง การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทขนาดเล็กหรือให้แก่นักลงทุนไม่กี่ราย เช่นการจำหน่ายเฉพาะบุคคลในครอบครัว การให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นเดิมซื้อหุ้นที่ออกใหม่ก่อนบุคคลภายนอก (right offering) หรืออาจเป็นการจำหน่ายหุ้นสามัญให้แก่ผู้บริหารหรือพนักงานของกิจการ

2.1.3 รายการพึงรับพึงจ่าย

รายการพึงรับพึงจ่าย หมายถึง การบันทึกรายรับ หรือรายจ่ายที่เกิดขึ้นแล้ว ถึงแม้ว่าจะยังไม่ได้เงินสดเข้ามาหรือจ่ายออกไปก็ตาม ซึ่งจะกระทบกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการในอนาคตได้ เนื่องจากกำไรสุทธิของบริษัทประกอบไปด้วย 2 ส่วนคือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานกับรายการพึงรับพึงจ่าย โดยกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเป็นรายการเงินสดที่เกิดขึ้นใน

งวดนั้น ดังนั้นถ้าบริษัทจัดการกำไรจะสามารถทำผ่านทางรายการพึงรับพึงจ่าย โดยการรับรู้กำไร ก่อนถึงแม้ยังไม่ได้เงินสดเข้ามา และชะลอการใช้จ่ายออกไป

รายการพึงรับพึงจ่ายสามารถแบ่ง Accruals ออกเป็น 2 ประเภท คือแบ่งตามระยะเวลา ได้แก่ ระยะสั้น (current accruals) และระยะยาว (long-term accruals) และแบ่งตามการควบคุม ได้แก่ ที่ผู้จัดการควบคุม (discretionary accruals) กับที่บริษัทควบคุมไม่ได้ (non-discretionary accruals)

รายการพึงรับพึงจ่ายจากฝ่ายบริหารหมายถึงรายการพึงรับพึงจ่ายซึ่งถูกควบคุมจากบริษัท เป็นการเปลี่ยนแปลงที่เกิดจากการควบคุมของฝ่ายบริหาร

รายการพึงรับพึงจ่ายจากการดำเนินธุรกิจ หมายถึงรายการพึงรับพึงจ่ายที่เกิดตามภาวะเศรษฐกิจไม่สามารถควบคุมได้ เกี่ยวข้องกับระดับการเติบโตของยอดขายในอุตสาหกรรม รวมถึงเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดจากสภาวะต่างๆไปของเศรษฐกิจ

รายการพึงรับพึงจ่ายระยะสั้น หมายถึง รายการพึงรับพึงจ่ายที่เกี่ยวกับการปรับเปลี่ยนสินทรัพย์หรือหนี้สินหมุนเวียน และเกี่ยวกับการดำเนินงานวันต่อวัน ตัวอย่างเช่น ผู้จัดการสามารถเปลี่ยนรายการพึงรับพึงจ่ายโดยการบันทึกรายการรับรู้รายได้ล่วงหน้า ชะลอการจ่ายค่าใช้จ่ายต่างๆ การบันทึกรายการหนี้เสียน้อยๆ และ/หรือ เปลี่ยนนโยบายในการบันทึกบัญชี เป็นต้น

รายการพึงรับพึงจ่ายระยะยาว หมายถึง รายการพึงรับพึงจ่ายที่เกี่ยวกับการปรับเปลี่ยนสินทรัพย์หรือหนี้สินระยะยาว เช่นการชะลอการจ่ายค่าเสื่อมราคา การลดภาษีค้างจ่าย การรับรู้รายได้จากรายการพิเศษ

2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการจัดการกำไร

การจัดการกำไรเป็นการรับรู้กำไรในอนาคตเอาไว้ในงวดปัจจุบัน และชะลอการบันทึกค่าใช้จ่ายออกไปข้างหน้าให้เป็นไปตามที่บริษัทต้องการ การจัดการกำไรทำได้โดยการเลือกใช้นโยบายทางบัญชีที่หละหลวม เปลี่ยนแปลงวิธีการบันทึกบัญชีใหม่ เช่นการคำนวณค่าเสื่อมราคาในวิธีที่ต่างกัน แรงจูงใจในการตกแต่งกำไร ได้แก่ ความต้องการระดมเงินทุนจากการออกหุ้นสามัญครั้งแรก และการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ในส่วนของการออกหุ้นสามัญครั้งแรกนักลงทุนมีข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทน้อยมากเมื่อเทียบกับการออกหุ้นเพิ่มทุน ดังนั้นเป็นโอกาสของบริษัทที่จะอาศัยความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล การตกแต่งกำไรจึงเป็นทางเลือกหนึ่งที่ใช้ สำหรับสมมติฐานเกี่ยวกับการจัดการกำไรกับการออกหุ้น กล่าวว่ถ้าบริษัทมีโอกาสดในการเพิ่มกำไรก่อนการระดมทุนเพิ่ม นักลงทุนจะถูกบิดเบือนข้อมูลชั่วคราวจากการตกแต่งกำไรของบริษัท เมื่อนักลงทุนเห็นประกอบการของบริษัทว่าดี ทำให้นักลงทุนคาดหวังเกี่ยวกับมูลค่าหุ้นของบริษัทว่าในอนาคตการลงทุนในบริษัทนี้จะได้รับผลตอบแทนที่ดี แต่ในความเป็นจริงหลังจากการเพิ่มทุน หรือนำหุ้นเข้าซื้อขายในตลาดแล้ว ความจริงจากการตกแต่งบัญชีปรากฏทำให้ราคาหุ้น และผลประโยชน์การหลังการเพิ่มทุน

แย้ง โดยสมมติฐานคาดการณ์ว่าการจัดการกำไรจะมีผลเชิงลบกับผลประกอบการหลังการเพิ่มทุนแล้ว โดยผู้บริหารนำเอารายการพึงรับพึงจ่ายซึ่งเป็นส่วนประกอบหนึ่งของกำไรสุทธิมาใช้บิดเบือนผลประกอบการที่แย่มาก เพื่อให้ผลตอบแทนของบริษัทดูดี นอกจากนี้หากผู้บริหารสร้างความมั่งคั่งให้กับบริษัทได้ตามเจ้าของต้องการ ผู้จัดการจะได้รับเงินพิเศษตามระดับประสิทธิภาพงานที่ออกมา ซึ่งงบการเงินเป็นปัจจัยหนึ่งที่ชี้วัดผลการปฏิบัติงานของผู้จัดการ ดังนั้นการจัดการกำไรอาจเกิดขึ้นหากผู้บริหารต้องการได้รับเงินพิเศษ สาเหตุอีกอย่างหนึ่งของการตกแต่งกำไร คือการลดความไม่แน่นอนและความเสี่ยงเนื่องจากความผันผวนในการดำเนินธุรกิจ ทำให้บริษัทต้องตกแต่งงบการเงินให้ดูดีเพื่อสร้างความมั่นใจให้แก่นักลงทุน

2.3 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยที่ศึกษาผลประกอบการและผลตอบแทนของหุ้นหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนกับการจัดการกำไรมีอย่างแพร่หลายในต่างประเทศ นอกจากนี้ยังมีผู้วิจัยเกี่ยวกับการออกหุ้นเพิ่มทุนและการออกหุ้นเสนอขายแก่ประชาชนกับการจัดการกำไรในประเทศไทย เช่นเดียวกัน ดังรายละเอียดต่อไปนี้

2.3.1 งานวิจัยเกี่ยวกับผลตอบแทนของหุ้นหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

Spieß and Graves (1995) ทดสอบผลตอบแทนระยะยาวของหุ้นหลังออกหุ้นเพิ่มทุนว่าเป็นเช่นไร เมื่อเทียบกับบริษัทจับคู่เหมือน ศึกษาในช่วงปี ค.ศ. 1975-1989 โดยวัดผลการดำเนินงานเปรียบเทียบ 3 วิธีได้แก่ 1.บริษัทที่มีขนาดใกล้เคียงกัน 2.บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันและมีขนาดใกล้เคียงกัน 3.บริษัทที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าทางตลาด และขนาดบริษัทที่ใกล้เคียงกัน นอกจากนี้ต้องไม่ออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา โดยการทดสอบเพื่อดูผลการดำเนินงานหลังจากมีการออกหุ้นว่าบริษัทมีผลการดำเนินงานที่แย่งหรือไม่ โดยแบ่งการทดสอบเป็น 4 แบบ คือ 1. ปีที่ออก 2. แบ่งตามอายุของบริษัทที่นำมาเป็นตัวอย่าง 3. แบ่งตามลักษณะของบริษัท มีตัวแทนในการวัด คือ มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าทางตลาด และมูลค่าทางตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น 4. แบ่งตามลักษณะของอุตสาหกรรม ทุกส่วนเป็นการตรวจสอบความถูกต้องของแต่ละวิธีไปในตัว จากการศึกษาพบว่า ผลตอบแทนของหุ้นทั้งช่วง 3 ปี และ 5 ปีแย่งกว่าที่ควรจะเป็น โดยผลตอบแทนช่วง 5 ปีหลังการเพิ่มทุนได้ลดลงมากกว่าผลตอบแทนของหุ้นในช่วง 3 ปี นอกจากนี้ยังพบว่าบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนที่เป็นบริษัทเล็กสุด อายุน้อยที่สุด มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าทางตลาดที่ต่ำสุด จะมีผลตอบแทนแย่งสุด เมื่อเทียบกับแบบอื่นๆ และการทดสอบกล่าวว่าการออกหุ้นสามัญครั้งแรก หรือการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ผู้จัดการมักจะอาศัยช่วงเวลาที่มูลค่าหุ้นอยู่สูงกว่าที่ควรจะเป็นในการออกหุ้น เพื่อรับประโยชน์จากส่วนต่างของราคาหุ้นใหม่ที่ออกกับหุ้นที่มีอยู่เดิม

Loughran and Ritter (1997) ศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานหลังจากบริษัทมีการออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วง 4 ปีก่อนและหลังการออกหุ้นเพิ่มทุนช่วงปีค.ศ.1979-1989 โดยมีวัตถุประสงค์การทดสอบ คือ 1.ผลการดำเนินงานเสื่อมถอยลงหลังออกหุ้นเพิ่มสามัญทุนหรือไม่ 2. รูปแบบผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีขนาดใหญ่และขนาดเล็กมีผลต่างกันหรือไม่ 3.ผู้จัดการมองบริษัทในแง่ดีเหมือนกับนักลงทุนหรือไม่โดยวัดจากการตัดสินใจลงทุน 4.บริษัทที่เติบโตอย่างรวดเร็วจะมีการเสื่อมถอยลงของผลการดำเนินงานหรือไม่ การทดสอบใช้อัตราส่วนทางบัญชีมาวัดได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร (ROA, profit margin), ความสามารถในการใช้สินทรัพย์ (OBID/Asset), เงินลงทุนบวกค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาทั้งหมดหารด้วยสินทรัพย์รวม (R&D expense/Asset)

เนื่องจากข้อมูลทางบัญชีที่นำมาใช้มีการกระจายแบบเบ้ (Skewness Distribution) จึงนำวิธีวัดค่ากลาง (median) มาใช้ทดสอบแทน พบว่าในปีก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุนผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับบริษัทจับคู่เหมือน บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีผลการดำเนินงานที่แย่กว่าบริษัทจับคู่เหมือนหลังการเพิ่มทุน นอกจากนี้พบว่าบริษัทขนาดเล็กสุดมีผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้นในปีก่อนการเพิ่มทุนและลดลงอย่างรวดเร็วหลังการออกหุ้นเพิ่มทุน โดยแบ่งขนาดของบริษัทออกเป็น 4 ส่วน โดยใช้มูลค่าของสินทรัพย์เป็นเกณฑ์

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของบริษัทและผลตอบแทนของหุ้นหลังการระดมทุนเพิ่ม โดยคำนวณผลตอบแทนของหุ้นปรับโดยผลตอบแทนตลาดหลายๆ วิธีมาใช้ในการทดสอบ ผลที่ได้คือบริษัทที่ยอดขายเติบโตอย่างรวดเร็วและบริษัทที่ลงทุนสูงจะมีผลตอบแทนระยะยาวต่ำกว่าบริษัทที่เติบโตช้ากว่า และผลตอบแทนหลังจากการระดมทุนเพิ่มมีผลการดำเนินงานที่แย่กว่าเมื่อเทียบกับบริษัทจับคู่เหมือน ณ ระดับอัตราการเติบโตเท่ากัน

ในประเทศไทยมีการศึกษาถึงผลประกอบการและผลตอบแทนของหุ้นก่อนและหลังการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน ศึกษาโดยใช้ตัวแปรทางด้านบัญชีและตัวแปรทางตลาดในการทดสอบเป็นงานวิจัยของ **Anchalee Ngamwutikul (2002)** ศึกษาผลการดำเนินงานก่อนและหลังการออกหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนแห่งประเทศไทย ศึกษาระหว่างปีค.ศ.1991-1994 เพื่อทดสอบผลการดำเนินงานหลังการออกหุ้นเพิ่มทุนนั้นว่ามีการลดลงของกำไรในช่วง 3 ปีต่อมาหรือไม่ ทดสอบด้วย Wilcoxon sign rank test วัดค่ากลางเพื่อเลี่ยงปัญหาการเบ้ของข้อมูลจากการใช้ข้อมูลทางบัญชี เปรียบเทียบเทียบกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน เนื่องจากตลาดทุนในประเทศไทยยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นและระบบทางกฎหมายที่ยังขาดประสิทธิภาพ ขาดการเปิดเผยข้อมูลที่ดี ทำให้เกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารจากตลาดไม่มีประสิทธิภาพ โดยทดสอบใน 2 ประเด็นได้แก่

1. ทดสอบผลการดำเนินงานหลังการออกหุ้นเพิ่มทุน

ข้อสมมติฐานมาจากแนวคิดของ Jensen and Meckling(1976) เกี่ยวกับสมมติฐานกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow Hypothesis) ที่กล่าวว่ากระแสเงินสดของบริษัทเพิ่มขึ้นจากการระดมทุนเพิ่ม บริษัทนำเงินไปลงทุนในกิจการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นลบ (Negative net present value) หรือลงทุนกิจการไม่ก่อประโยชน์เช่น แทนที่ผู้จัดการนำเงินไปพัฒนาเทคโนโลยีใหม่ๆหรือพัฒนาบุคลากร แต่กลับนำเงินไปสร้างออฟฟิศ ลงทุนสร้างห้องทำงานเป็นต้น จากทฤษฎีนี้ทำให้คาดว่าผลการดำเนินงานแย่งลงหลังจากมีการเพิ่มทุน

2. ทดสอบถึงระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล

งานวิจัยใช้ สินทรัพย์รวมของบริษัทเป็นตัวแทนการทดสอบขนาดของบริษัท โดยบริษัทขนาดเล็กน่าจะมีระดับของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลสูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ส่งผลให้การดำเนินงานของบริษัทขนาดเล็กน่าจะแย่กว่าบริษัทที่ใหญ่กว่า สาเหตุจากโอกาสการลงทุนของบริษัทขนาดเล็กน้อยกว่าบริษัทขนาดใหญ่ นอกจากนี้ยังมีข้อจำกัดต่างๆ เช่นการขอสินเชื่อความน่าเชื่อถือของบริษัทซึ่งบริษัทขนาดเล็กจะมีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลสูงเนื่องมาจากนักลงทุนไม่สนใจที่จะลงทุนในบริษัทเล็ก ขาดการวิเคราะห์จากนักวิเคราะห์ เพราะมักจะให้ความสนใจบริษัทที่มีขนาดใหญ่มากกว่า

ผลการทดสอบบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยพบว่ามีผลการดำเนินงานที่ลดลง วิธีทดสอบใช้การวัดแบ่งเป็น 2 ตัว คือการวัดทางบัญชี (ROA ,ROE) กับการวัดทางตลาด (Tobin's q) โดยผลทางตลาดมีนัยสำคัญมากกว่าวิธีวัดทางบัญชี นอกจากนี้พบว่าในประเทศไทยยังมีระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร

Pichai Lertsupongkit (2002) ศึกษาถึงผลตอบแทนของราคาหุ้นหลังประกาศเพิ่มทุนโดยมีจำนวนตัวอย่าง 59 บริษัท ช่วงเวลาศึกษาคือปีค.ศ. 1994-2001 โดยสมมติฐานคือบริษัทจะออกหุ้นเพิ่มทุนเมื่อราคาสูงกว่าที่ควรจะเป็น ส่งผลให้หลังการประกาศเพิ่มทุนผลตอบแทนของหุ้นควรจะลดลงโดยใช้แบบจำลอง market model ทดสอบหาผลตอบแทนเกินปกติ(Abnormal returns) นอกจากนั้นยังศึกษาว่าปัจจัยใดที่สามารถอธิบายผลตอบแทนของหุ้นหลังการประกาศเพิ่มทุน โดยมีตัวแปรคือ อัตราส่วนมูลค่าทางตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี จำนวนหุ้นที่ออกจำหน่าย อัตราการเติบโตของบริษัท อัตราส่วนราคาที่สูงต่อราคาตามตลาด

ผลการศึกษาพบว่าตลาดตอบสนองต่อบริษัทที่มีการประกาศเพิ่มทุนในทิศทางที่แย่งลง ในช่วง 2 วันหลังการประกาศเพิ่มทุนอย่างมีนัยสำคัญ การศึกษานี้เหมือนกับงานวิจัยต่างประเทศที่ศึกษา แต่อย่างไรก็ดีไม่พบปัจจัยใดที่จะใช้เป็นตัวแปรอธิบายผลตอบแทนของหุ้นหลังการประกาศเพิ่มทุนได้ อาจเนื่องจากจำนวนตัวอย่างหุ้นเพิ่มทุนน้อยเกินไป

2.3.2 งานวิจัยเกี่ยวกับผลของการจัดการกำไรและการเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนครั้งแรก

การศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา และประเทศไทยพบความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไร กับการออกหุ้นสามัญแก่สาธารณชน โดยแต่ละงานวิจัยได้ผลสรุปคล้ายคลึงกัน ดังต่อไปนี้

Teoh, Welch and Wong (1998) ศึกษาเกี่ยวกับการตกแต่งทางบัญชี (Earning Management) กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นสามัญครั้งแรก ข้อมูลที่ทดสอบอยู่ในช่วงปีค.ศ. 1980 – 1992 ใช้ข้อมูลหุ้นสามัญที่ออกครั้งแรกต่อสาธารณชนมี 1,649 บริษัท การทดสอบใช้ผลตอบแทนเกินปกติในการคำนวณผลตอบแทนของกลุ่มตัวอย่าง สมมติฐานการวิจัยคือ การเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่ายสามารถอธิบายถึงผลตอบแทนของหุ้นหลังจากระดมทุนครั้งแรกสู่สาธารณชนว่ามีผลการดำเนินงานที่แย่กว่าที่ควรจะเป็น พบว่าบริษัทที่ออกหุ้นสามัญครั้งแรกที่มีการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (discretionary accruals) ที่สูงจะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นที่แย่ลงหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน 3 ปี นอกจากนี้ยังแบ่งการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (discretionary accruals) ออกเป็น 2 ส่วนใหญ่ๆ คือส่วนที่เป็นการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายสูง (high discretionary accruals) และส่วนการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายต่ำ (low discretionary accruals) ซึ่งพบว่าผลประกอบการระยะยาวของ 2 ส่วนนี้มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยผลตอบแทน 3 ปีนับจากวันที่มีการออกหุ้นสามัญครั้งแรกของส่วนที่เป็นเกณฑ์คงค้างสูง จะน้อยกว่าส่วนที่เป็นเกณฑ์คงค้างต่ำ และบริษัทที่ใช้เกณฑ์พึงรับพึงจ่ายน้อยๆ มีแนวโน้มที่จะออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนหลังจากมีการออกหุ้นครั้งแรกมากกว่าบริษัทที่มี การใช้เกณฑ์พึงรับพึงจ่าย (discretionary accruals) สูงๆ

Balatbat and Lim (2002) ทดสอบการตกแต่งรายได้กับผลตอบแทนของราคาหุ้นที่เสนอขายแก่ประชาชนในช่วงปี ค.ศ. 1982-1997 จำนวนตัวอย่าง หุ้นสามัญ 326 บริษัท การทดสอบนำแบบจำลองของ Jones(1991) มาใช้ นอกจากนั้นยังวิเคราะห์สมการถดถอยหาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้น 36 เดือนกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย นอกจากนี้ยังมีตัวแปรอื่นๆ เช่นมูลค่าตลาดของหุ้น การเปลี่ยนแปลงของเงินลงทุนระยะยาว การเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ ผลตอบแทนของหุ้นวันแรกที่บริษัทที่ขายหุ้น แต่กลับไม่พบความแตกต่างของผลตอบแทนของราคาหุ้นเมื่อเทียบกับบริษัทจับคู่เหมือนเปรียบเทียบ โดยเกณฑ์ของบริษัทจับคู่เหมือนเปรียบเทียบต้องอยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน และมีปริมาณสินทรัพย์ที่ใกล้เคียงกับบริษัทตัวอย่าง แต่อย่างไรก็ตามเมื่อแบ่งการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายแบ่งเป็นระดับสูงและต่ำพบว่า การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายที่มีค่าสูง มีผลการดำเนินงานที่แย่ลงเมื่อเทียบกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้น ผลการ

ทดสอบทำให้ทราบว่าบริษัทที่ออกหุ้นสร้างกำไรให้สูงเพื่อประโยชน์ต่อราคาหุ้นที่เสนอขายต่อสาธารณชน

DuCharme, Malatesta and Sefcik (2000) วัตถุประสงค์การทดสอบคล้ายกับTeoh, Welch and Wong (1998) คือศึกษาผลการดำเนินงาน 3 ปีหลังจากมีการออกหุ้นสามัญครั้งแรก โดยใช้ตัวอย่างในการทดสอบ 171 บริษัท ในระหว่างปีค.ศ. 1982 –1987 การวิเคราะห์การตกแต่งกำไรซึ่งตัวแทนการวัด คือ การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยฝ่ายบริหาร (discretionary accruals) ในช่วงก่อนการออกหุ้นจนถึงขณะที่ออกหุ้นสามัญครั้งแรก นำแบบจำลองของ Jones (1991) มาใช้โดยแบ่งกำไรออกเป็น 3 ส่วนคือกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายในการบันทึกบัญชีที่บริษัทควบคุมได้ และ รายการที่ใช้เกณฑ์คงค้างในการบันทึกบัญชีที่ควบคุมไม่ได้ นอกจากนี้ยังได้ใช้วิธีการวัดผลตอบแทนของบริษัทหลังจากมีการออกหุ้นสามัญสู่สาธารณชนครั้งแรก 6 วิธีในการทดสอบเพื่อความแม่นยำ และยังศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไร (Earning Management) กับมูลค่าของบริษัทแรกเริ่ม โดยพบว่าผู้ประกอบการมีโอกาสที่ดีเพื่อเพิ่มกำไรโดยใช้ประโยชน์จากรายการที่ใช้เกณฑ์พึงรับพึงจ่ายบันทึกบัญชี ก่อนการออกหุ้นสามัญครั้งแรก ข้อสมมติฐานของการทดสอบ 2 อย่าง คือ การตกแต่งกำไรทางบัญชี ก่อนการออกหุ้นสามัญสู่สาธารณชนครั้งแรก ส่งผลให้มูลค่าแรกเริ่มของบริษัทมากขึ้น และข้อสอง คือ disappointment hypothesis หรือการทำนายความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการตกแต่งกำไร ก่อนการออกหุ้นสามัญครั้งแรกกับผลประกอบการหลังจากออกหุ้นสามัญครั้งแรก

ผลการทดสอบพบว่า มูลค่าแรกเริ่มของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายก่อนการออกหุ้นครั้งแรกออกสู่สาธารณชน(Pre -IPO accruals) เพราะนักลงทุนอาศัยความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลช่วงที่ราคาหุ้นสูงกว่าความเป็นจริงและการบิดเบือนในการเสนอข้อมูลงบการเงิน และอีกผลการทดสอบหนึ่งก็พบว่า การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายเกินปกติช่วงที่มีการออกหุ้นสามัญครั้งแรกนั้นมีความสัมพันธ์เป็นลบกับผลประกอบการ 3 ปีหลังจากมีการออกหุ้นของบริษัท ผลการทดสอบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Teoh, Welch and Wong (1998) และการวิจัยยังได้แบ่งการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายออกเป็น 4 ส่วน โดยพบว่าบริษัทที่ตกแต่งกำไรมาก จะมีผลในการเพิ่มมูลค่าของบริษัทมากขึ้น และยังทำให้ผลการดำเนินงานแย่งหลังจากปีที่ออกหุ้นสามัญด้วย

นอกจากนี้ยังศึกษาพฤติกรรมกรรมการตกแต่งกำไรทางบัญชีในประเทศไทยเช่นกัน เป็นงานวิจัยของ Black, Carnes and Narktabtee (2000) ศึกษาเกี่ยวกับการตกแต่งกำไร (Earning Management) ของการออกหุ้นสามัญสู่สาธารณชนครั้งแรกกับผลตอบแทนของหุ้นในประเทศที่ตลาดทุนกำลังพัฒนา (Emerging market) โดยใช้ตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปีค.ศ.1991-1995 จำนวนตัวอย่าง 43 บริษัท โดยมีวัตถุประสงค์ 2 ข้อคือ ผู้จัดการใน

ประเทศไทยจัดการกำไรให้เพิ่มขึ้นในช่วงก่อนการออกหุ้นสามัญครั้งแรกหรือไม่ และข้อสองผลประกอบการหลังจากมีการออกหุ้นสามัญไปแล้วเป็นอย่างไรเมื่อเทียบกับตลาด โดยมีการตั้งสมมติฐาน 3 ข้อ คือ

1. การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย (Discretionary accruals) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับปีก่อนการออกหุ้นสามัญครั้งแรก

2. ทดสอบว่าบริษัทเพิ่มกำไรก่อนการนำหุ้นเข้าซื้อขายในตลาด ดังนั้นมองว่าการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย (Discretionary accruals) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับปีที่มีการออกหุ้นสามัญครั้งแรกสู่สาธารณชน

3. ทดสอบการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย (Discretionary accruals) ว่ามีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับผลการดำเนินงานหลังจากการออกหุ้นสามัญครั้งแรก จากแนวคิดที่ว่าหลังจากที่มีการใช้เกณฑ์รับรู้รายได้แบบคงค้างเพื่อเพิ่มกำไรควรจะมีการวกกลับไปสู่จุดที่แท้จริงว่าบริษัทที่แท้จริงมีผลประกอบการเป็นเช่นไรเมื่อการออกหุ้นสามัญครั้งแรกผ่านไปแล้ว

การทดสอบโดยใช้แบบจำลองของ Jones(1991) ทดสอบด้วยสมการถดถอยกำลังสองน้อยที่สุดตัวแปรตามได้แก่ การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย ตัวแปรต้นคือ การเปลี่ยนแปลงของยอดขาย (changes in sales) สินทรัพย์ถาวร (fixed assets) ปีก่อนออกหุ้นสามัญครั้งแรก IPO(-2) IPO(-1) ปีที่ออกหุ้นสามัญครั้งแรก IPO(0) และหลังออกหุ้นสามัญ 2 ปีต่อมา IPO(2), IPO(1)

จากข้อสมมติฐานข้อ 1 และ 2 เนื่องจากคาดการณ์ว่ามีการตกแต่งรายได้ก่อนมีการออกหุ้นเพิ่มทุนโดยการใช้เกณฑ์รับรู้รายได้แบบคงค้าง (accruals) ดังนั้นคาดว่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปร IPO(-2), IPO(-1), IPO(0) ควรจะเป็นบวก และคาดการณ์ว่าระดับรายการคงค้างของบริษัทจะลดลงหลังจากออกหุ้น ดังนั้นสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปร IPO(2), IPO(1) ควรจะเป็นลบ นอกจากนี้สัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงของยอดขายควรจะเป็นบวก เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของยอดขายมีผลโดยตรงต่อการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน เมื่อยอดขายเพิ่มยอดค้างรับค้างจ่าย ควรจะเพิ่มด้วย สำหรับสินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย (accruals) เนื่องจากเมื่อมีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรเพิ่มขึ้นทำให้มีค่าใช้จ่ายตามมาเช่น ค่าเสื่อมราคาส่งผลให้รายการคงค้างลดลง

นอกจากนี้ยังมีการวิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivity Analysis) โดยเพิ่มตัวแปรจำลอง (Dummy variable) เข้าไป ได้แก่ ตัวแปรจำลองของอุตสาหกรรมบริษัทที่นำมาทดสอบ, ปีที่ออกเพื่อควบคุมสถานะทางเศรษฐกิจในแต่ละปี, อัตราส่วนของหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยผลการทดสอบไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรจำลองกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย

ผลการทดสอบการตกแต่งกำไรทางบัญชีในประเทศไทยพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันจากการใช้เกณฑ์พึงรับพึงจ่ายที่เพิ่มกำไรในช่วง 2 ปีก่อนมีการออกหุ้นสามัญครั้งแรก และ

ในปีที่มีการออกหุ้นสามัญ แต่อย่างไรก็ตามพบว่าผลตอบแทนของหุ้นมีการเคลื่อนไหวไปตามทิศทางของตลาดหุ้น ไม่พบผลตอบแทนเกินปกติของหุ้น หลังจากมีการออกหุ้นในช่วง 2 ปีแรกหลังจากการออกหุ้นเพิ่มทุน อย่างไรก็ตามในปีที่ 3 พบว่าผลตอบแทนเกินปกติเริ่มมีค่าเป็นลบเล็กน้อยเมื่อเทียบกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย

2.3.3 งานวิจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรและการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

นอกจากนี้ยังศึกษาเกี่ยวกับจัดการกำไรกับผลการดำเนินงานหลังจากมีการระดมทุนเพิ่ม โดยการออกหุ้นสามัญ เป็นงานวิจัยของ Teoh, Welch and Wong (1998) และ Rangan (1998) โดยทั้ง 2 งานวิจัยมีข้อสมมติฐานที่คล้ายคลึงกันโดยมองว่าใช้การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเพื่อเพิ่มกำไรก่อนมีการระดมทุนเพิ่มเพื่อดึงดูดนักลงทุน โดยงานวิจัยแต่ละชิ้นมีรายละเอียดเป็นเช่นนี้

Teoh, Welch and Wong (1998) ศึกษาความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานที่แยกลงหลังการออกหุ้นเพิ่มทุน พบว่า บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนสามารถรายงานกำไรให้เพิ่มขึ้นโดยใช้การเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary accruals) ผู้จัดการใช้นโยบายทางบัญชีที่ยืดหยุ่นสร้างกำไรสุทธิให้สูงขึ้นก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุนไปถึงช่วงที่มีการออกหุ้นสามัญ และยังพบว่าหลังจากการระดมทุนเพิ่ม ผลตอบแทนของหุ้นและกำไรสุทธิของบริษัทมีแนวโน้มผลการดำเนินงานที่แยกลงโดยเทียบกับบริษัทจับคู่เหมือน

ช่วงเวลาศึกษาตั้งแต่ปีค.ศ.1970 –1989 นอกจากนี้แบ่งการทดสอบการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายออกเป็น 4 ส่วน ได้แก่การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายระยะสั้นโดยฝ่ายบริหาร (discretionary current accruals), การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายระยะยาวโดยฝ่ายบริหาร (discretionary long-term accruals), การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายจากการดำเนินงานระยะสั้น (non- discretionary current accruals), การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายจากการดำเนินงานระยะยาว (non-discretionary long-term accruals) เพื่อให้ทราบว่าแบบไหนที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงทั้งกำไรและผลตอบแทนของหุ้นมากที่สุด โดยทดสอบว่าส่วนไหนที่มีผลต่อกำไรสุทธิ ซึ่งกำไรสุทธิประกอบจากสองส่วนคือกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายรวม กระแสเงินสดจากการดำเนินงานหรือการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายรวมที่มีรูปแบบเดียวกับกำไรสุทธิที่ตั้งสมมติฐานว่าสามารถจัดการกำไรผ่านตัวแปรนั้น ทดสอบโดยใช้วิธีการวัดผลการดำเนินงานของกำไรทางบัญชีและกระแสเงินสด 3 วิธี พบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีรูปแบบตรงข้ามกับกำไรสุทธิดังนั้นปัจจัยที่มีผลกับกำไรสุทธิคือ การเปลี่ยนแปลงรายการค้างรับค้างจ่ายรวม (total accruals)

การทดสอบแบ่งออกเป็น 2 หัวข้อใหญ่ คือ การอธิบายกำไรสุทธิหลังการระดมทุนเพิ่มด้วยการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่าย (discretionary accruals) และใช้การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายก่อนการเพิ่มทุนทำนายถึงผลตอบแทนของหุ้นหลังจากมีการระดมทุนเพิ่ม

การทดสอบสมมติฐานแรกศึกษาโดยแบ่งการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายออกเป็น 2 ส่วน คือ บริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายสูง (high discretionary current accruals) และ บริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายต่ำ (low discretionary current accruals) ทดสอบกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิหารด้วยการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ต้นงวด โดยเปรียบเทียบกับบริษัทจับคู่เหมือน เป็นเวลา 3 ปีก่อนและหลังการออกหุ้นเพิ่มทุน ผลทดสอบพบว่าบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายสูง (high discretionary current accruals) มีผลการดำเนินงานที่แย่กว่าการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายที่ต่ำนอกจากนี้ยังหาความสัมพันธ์โดยใช้ Spearman rank ระหว่างการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายระยะสั้น (discretionary current accruals) และการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายระยะยาว (discretionary long-term accruals) กับการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิพบว่าตัวแปรที่สามารถอธิบายถึงกำไรหลังจากมีการเพิ่มทุนคือการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายระยะสั้น โดยฝ่ายบริหาร

ส่วนการทดสอบตามสมมติฐานข้อ 2 ใช้สมการถดถอยกำลังสองน้อยที่สุด ตัวแปรต้น คือ การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายระยะสั้น ระยะยาว และตัวแปรตามคือ ผลตอบแทนของหุ้นรายปี โดยใช้วิธีวัดผลตอบแทน 3 แบบ คือ raw return, market -adjusted return, Fama-French adjust return ผลการทดสอบพบว่า การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายระยะสั้นสามารถอธิบายถึงผลการดำเนินงานหลังจากการออกหุ้นเพิ่มทุนได้ มีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างกัน กล่าวคือนักลงทุนคาดการณ์กำไรของบริษัทโดยไม่คำนึงถึงการตกแต่งกำไรในงบการเงินบริษัท หรือนักลงทุนโดนบิดเบือนข้อมูลโดยไม่รู้ตัวนั่นเอง

Rangan (1998) ศึกษาการตกแต่งผลกำไรในช่วงที่มีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนว่าสามารถอธิบายถึงผลการดำเนินงานที่แย่ลงหลังการเพิ่มทุนได้หรือไม่ การทดสอบใช้ข้อมูลเป็นรายไตรมาสศึกษาช่วงปี ค.ศ. 1987-1990 แบ่งการทดสอบเป็น 2 ส่วนเหมือนกับ Teoh, Welch and Wong (1998) ส่วนแรกทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรหลังจากการออกหุ้นเพิ่มทุน โดยวิธีวัดผลการดำเนินงานใช้การเปลี่ยนแปลงของกำไรก่อนหักรายการพิเศษต่อสินทรัพย์รวม (ROA) เป็นตัวแปรตาม โดยมี การเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่ายปีที่ 0 เป็นตัวแปรอิสระ โดยคาดว่า จะมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามเนื่องจากผลการดำเนินงานที่แท้จริงจะปรากฏให้เห็นหลังจากการเพิ่มทุนผ่านไปแล้ว จากการทดสอบพบว่ามีความสัมพันธ์กัน โดยตัวแปรการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยฝ่ายบริหาร (discretionary current accruals) ปีที่ 0 สามารถอธิบายกำไรว่าลดลงหลังจากมีการระดมทุนเพิ่ม อย่างที่สองทดสอบว่าผล

ตอบแทนหลังจากมีการออกหุ้นมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยฝ่ายบริหารหรือไม่ การทดสอบสนใจผลตอบแทนของหุ้นหลังการเพิ่มทุน 1 ปี มองว่าถ้ามีการตกแต่งกำไรจริง จะเห็นผลตอบแทนที่แยกลงในปีแรกหลังเพิ่มทุน ใช้วิธีผลตอบแทนของหุ้นรายวันปรับด้วยผลตอบแทนของตลาดในการคำนวณ จากการทดสอบได้ผลตามที่ตั้งสมมติฐานไว้ การทดสอบทั้ง 2 แบบนี้ได้ใช้การเปลี่ยนแปลงของยอดขายและการเปลี่ยนแปลงของเงินลงทุนในการทดสอบโดยมองว่าบริษัทที่มีการเติบโตของยอดขายรวดเร็วจะส่งผลให้กำไรลดลงหลังการเพิ่มทุน เนื่องจากคนภายนอกสนใจจะเข้ามาลงทุนในอุตสาหกรรมนั้น การเติบโตของยอดขายสูง ส่งผลให้กำไรลดลงหลังเพิ่มทุน ส่วนเงินลงทุนหากมีการลงทุนในสินทรัพย์กว่าจะได้ผลประโยชน์จากการลงทุนต้องใช้เวลาดังนั้น คิดว่ากำไรของบริษัทเพิ่มทุนจะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเติบโตของยอดขายและเงินลงทุน

ข้อแตกต่างของงานวิจัย 2 ฉบับ คือ Rangan (1998) มองว่าช่วงเวลาที่เกิดการตกแต่งรายได้คือช่วงไตรมาสก่อนการประกาศเพิ่มทุน และหลังจากการประกาศเพิ่มทุนอีก 2 ไตรมาส ดังนั้นปีเพิ่มทุน เริ่มนับจากไตรมาสก่อนการเพิ่มทุน 1 ไตรมาส และสิ้นสุด 2 ไตรมาสหลังการเพิ่มทุน และวิธีการคำนวณ การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยฝ่ายบริหารโดยการประมาณการจากตัวอย่าง กล่าวคือการคำนวณการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสที่มีข้อมูลทางการเงินตั้งแต่ 6 ไตรมาสขึ้นไปมาประมาณค่า หลังจากนั้นนำสัมประสิทธิ์ที่ได้ ไปแทนค่าในสมการการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายจากการดำเนินธุรกิจ (non-discretionary accruals) แล้วคำนวณการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายจากฝ่ายบริหาร (discretionary accruals) จากส่วนต่างระหว่างค่าที่เกิดขึ้นจริงๆ กับค่าที่ประมาณการได้ โดยเป็นลักษณะการทดสอบเป็นช่วงเหตุการณ์ (event study) โดยช่วงปี 0 คือ ไตรมาสก่อนการเพิ่มทุน 1 ไตรมาส ถึง 2 ไตรมาสหลังการเพิ่มทุน แต่สำหรับ Teoh, Welch and Wong (1998) คำนวณจากบริษัทจับคู่เปรียบเทียบที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันและมีขนาดใกล้เคียงกันในการประมาณค่าการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายจากการดำเนินธุรกิจ (non-discretionary accruals) แต่ใช้แบบจำลองของ modified Jones (1991) เหมือนกัน โดยศึกษาข้อมูลเป็นรายปีโดยปีที่เพิ่มทุนคือปี 0 Teoh, Welch and Wong (1998) ยังศึกษาการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย (accruals) 4 ประเภท แต่เนื่องจากผลการทดสอบพบว่ารายการพึงรับพึงจ่ายโดยฝ่ายบริหาร (discretionary current accruals) เท่านั้น ที่มีผลต่อการดำเนินงานหลังจากมีการออกหุ้นนั้น และวิธีการวัดผลตอบแทนของทั้ง 2 งานศึกษาใช้ การปรับด้วยราคาตลาด แต่ของ Teoh, Welch and Wong (1998) จะมีเพิ่มอีก 2 วิธี คือ raw return , Fama-French adjust return การเปรียบเทียบในการศึกษาของ Teoh, Welch and Wong (1998) จะใช้บริษัทจับคู่เหมือนในการเปรียบเทียบทุกช่วงในการทดสอบ นอกจากนั้น ยังให้ความสำคัญกับการแบ่งการเปลี่ยนแปลง รายการพึงรับพึงจ่ายโดยฝ่ายบริหารออกเป็น 2 ส่วนนั่นคือในส่วนของ aggressive และ conservative

เพื่อให้ทราบผลที่ชัดเจนขึ้นว่า การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยฝ่ายบริหารมากหรือน้อยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานแยกแวกัน

แต่ผลสรุปของทั้งสองงานวิจัยได้ผลที่เหมือนกันคือพบว่า การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยฝ่ายบริหาร (Discretionary accruals) สามารถอธิบายผลของการดำเนินงานและราคาหุ้น หลังจากมีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน โดยพบว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงลบ และยิ่งมีการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่ายสูงก็จะทำให้ผลการดำเนินงานนั้นแยกแวกว่าเมื่อเทียบกับรายการพึงรับพึงจ่ายที่ต่ำกว่า

ผลการศึกษาของ Teoh, Welch and Wong (1998) พบว่า การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายระยะยาว ไม่มีความสัมพันธ์กับการดำเนินงานที่แยกแวก นอกจากนั้นเมื่อเทียบการสร้างกำไรระยะสั้นกับระยะยาวนั้น การตกแต่งกำไรระยะยาวสามารถมองเห็นได้ง่ายกว่าระยะสั้น ดังนั้นในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงสนใจศึกษาเฉพาะส่วนการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายระยะสั้น โดยฝ่ายบริหาร (discretionary current accruals)

ในส่วนการศึกษาการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนครั้งแรกกับการจัดการกำไรมีการศึกษาซึ่งเป็นงานของ Black, Carnes and Narktabtee (2000) ดังนั้นวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะศึกษาถึงความสัมพันธ์ของการจัดการกำไรกับการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อศึกษาว่าลักษณะบริษัทที่เพิ่มทุนในประเทศนั้นตกแต่งกำไรเหมือนงานวิจัย

บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษาใช้ข้อมูลการออกหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ระหว่างปี พ.ศ.2539-พ.ศ.2543 (ค.ศ.1996 – ค.ศ.2000) บริษัทตัวอย่างต้องมีข้อมูลเพียงพอที่ใช้ในการคำนวณหาผลการดำเนินงานในช่วง 2 ปีก่อนและหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ข้อมูลเบื้องต้นของหุ้นสามัญที่เพิ่มทุนในช่วงปีที่มีศึกษามี 115 ตัว¹

3.1.1 หลักเกณฑ์ในการคัดเลือกบริษัทที่ประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนของกลุ่มข้อมูลที่นำมาศึกษา

1. บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วงปีพ.ศ. 2539-2543 การศึกษาครั้งนี้จะพิจารณารวมถึงหุ้นเพิ่มทุนที่ออกให้นักลงทุนแบบเฉพาะเจาะจง (private placement) และการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนให้สิทธิผู้ถือหุ้นเดิม (right offering) โดยถือว่าวันที่คณะกรรมการมีมติเป็นวันประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน
2. บริษัทหนึ่งๆ ถ้ามีการออกหุ้นเพิ่มทุนหลายครั้งในช่วงที่การทดสอบ จะใช้การออกหุ้นครั้งแรกสุดเพื่อหลีกเลี่ยงการซ้อนกันของข้อมูล
3. การระดมทุนด้วยการออกหุ้นสามัญใหม่นั้น จะไม่ใช้การออกหุ้นสามัญครั้งแรกต่อสาธารณชน (Initial public offerings) มาพิจารณา รวมทั้งการจำหน่ายหุ้นทุนที่ประกาศว่า จะมีการไถ่ถอนคืน, หุ้นที่ออกร่วมกับตราสารหนี้, สิทธิในการซื้อตราสารทุนและ การจำหน่ายหน่วยลงทุน
4. ในที่นี้ไม่นำบริษัทที่อยู่ในธุรกิจธนาคาร ประกันภัย และการเงิน เนื่องจากโครงสร้างของบริษัทเหล่านี้แตกต่างจากธุรกิจอื่นๆ และผลการดำเนินงานของบริษัทก็ไม่สามารถเปรียบเทียบได้กับกลุ่มตัวอย่าง

¹ รายละเอียดรายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้ในการวิจัยได้ที่ภาคผนวก

3.1.2 แหล่งข้อมูล

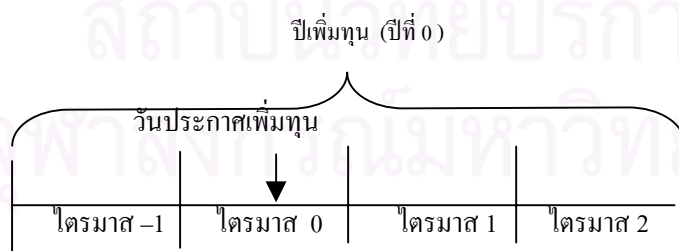
การศึกษานี้รวบรวมข้อมูลมาจาก 3 แหล่ง ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Intergrated-SET Information Management System, I-SIM CD) เป็นข้อมูลงบการเงินของแต่ละบริษัทเป็นรายไตรมาสของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วงปี พ.ศ. 2535-2545 ข้อมูลบริษัทออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนได้จากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ข้อมูลดัชนีผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ที่ออกหุ้นเพิ่มทุน (Total return index) ดัชนีผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Set index) มูลค่าตลาดของบริษัทที่เพิ่มทุน นำมาจากฐานข้อมูล DATASTEAM

3.2 วิธีการดำเนินการวิจัย

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ใช้การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary accrual) เป็นตัวแปรของการจัดการกำไร ขั้นตอนในการวิจัยแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับการเปลี่ยนแปลงกำไรหลังการเพิ่มทุน และศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นหลังการเพิ่มทุน

การปรับแต่งผลการดำเนินงานน่าจะเกิดในช่วงรอบๆ ปีที่มีการระดมทุนเพิ่ม นั่นคือไตรมาสก่อนมีการประกาศระดมเพิ่มทุน และหลังจากมีการประกาศเพิ่มทุน 2 ไตรมาสถัดมา หากมีการลดลงอย่างรวดเร็วของรายได้ อาจทำให้บริษัทโดนตรวจสอบ หรือโดนฟ้องร้องตามกฎหมายได้ ดังนั้นกำหนดให้ 4 ไตรมาสนี้เท่ากับ ปีที่ 0 ดังรูปต่อไปนี้

การกำหนดช่วงเหตุการณ์



โดย ไตรมาสที่ 0 คือ ไตรมาสที่มีการประกาศเพิ่มทุน

การประเมินการจัดการกำไร (Earning Management) ต้องมีการสร้างตัวแทนในการวัดคือการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่าย กำไรสุทธิประกอบไปด้วย 2 ส่วน คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและส่วนที่เป็นรายการคงค้าง โดยทั่วไปใช้หลักเกณฑ์พึงรับพึงจ่ายในการการบันทึก

บัญชี ดังนั้นหากมีการจัดตั้งกำไรสามารถทำผ่านทาง การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย เนื่อง จากในส่วนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเป็นรายการเงินสดที่เกิดขึ้นในงวดนั้น ซึ่งต่างจาก การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายที่บันทึกบัญชีทันทีโดยไม่คำนึงว่ารายการนั้นจะได้รับเงินสด เข้ามาหรือรายจ่ายได้จ่ายออกไปหรือยัง

3.2.1 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานที่เปลี่ยนแปลงไปของบริษัทหลัง ออกหุ้นเพิ่มทุนกับการจัดการกำไร

. วิธีคำนวณการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

กำไรสุทธิที่อยู่ในงบกำไรขาดทุนนั้นประกอบไปด้วย ส่วนที่เป็นเงินสดในงวดกับส่วนที่ไม่ใช่เงินสด โดยการจัดการกำไรกระทำผ่านทางรายการส่วนที่ไม่ใช่เงินสด ซึ่งตัวแปรในการวัด การจัดการกำไร คือการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

วิธีการคำนวณการจัดการกำไร ใช้วิธีการทดสอบช่วงเหตุการณ์ (Event study) ตามแบบ จำลองของ modified Jones (1991) โดยคำนวณการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจ ของฝ่ายบริหาร จากความแตกต่างระหว่างค่าการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่ายรวมที่เกิดขึ้น จริงกับค่าการเปลี่ยนแปลงของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายจากการดำเนินงานทางธุรกิจที่ ประมาณการได้จากสมการตามวิธีต่อไปนี้

คำนวณการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายระยะสั้นโดยรวม เป็นการเปลี่ยนแปลงของ สินทรัพย์ระยะสั้นที่ไม่ใช่เงินสด ลบด้วยการเปลี่ยนแปลงของหนี้สินระยะสั้น การจัดการกำไรเพื่อ ให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นต้องพยายามจัดการส่วนรายได้ให้มาก และเลื่อนค่าใช้จ่ายออกไป ดังสมการข้างล่าง

$$ACC = (\Delta CA - \Delta CASH) - (\Delta CL - \Delta STD)$$

ΔCA การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียน

$\Delta CASH$ การเปลี่ยนแปลงของเงินสด

ΔCL การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียน

ΔSTD การเปลี่ยนแปลงของหนี้ระยะยาวที่ครบกำหนดชำระในปี

หนี้ระยะยาวที่ครบกำหนดชำระในปีไม่มีผลต่อการคำนวณกำไรสุทธิ ดังนั้นจึงลบการ เปลี่ยนแปลงของหนี้ระยะยาวที่ครบกำหนดชำระใน 1 ปีออกจากตัวหนี้สินระยะสั้น หากไม่มีข้อมูล กำหนดให้รายการนี้เป็นศูนย์

การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายจากการดำเนินงานตามวัฏจักรทางธุรกิจ Non-discretionary accruals) จำนวนจากสมการถดถอยเชิงเส้นกำลังสองน้อยที่สุดของการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่ายรวมเพื่อประมาณค่าสัมประสิทธิ์

ขั้นแรกประมาณการการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายบันทึกรวมที่ไม่เกี่ยวข้องกับการตกแต่งกำไร นั่นคือถ้าบริษัทมีการเติบโต ทั้งไม่ว่าจะเป็นยอดขายหรือค่าใช้จ่ายก็ต้องการเงินทุนหมุนเวียนเพิ่มในการดำเนินงาน ดังนั้นการประมาณจะใช้ช่วงก่อนการเพิ่มทุนสำหรับแต่ละบริษัท ดังสมการข้างล่าง

$$\frac{ACC_{it}}{TA_{i,t-1}} = a_{0i} \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + a_{1i} \left(\frac{\Delta SALES_{it}}{TA_{i,t-1}} \right) + a_{2i} \left(\frac{\Delta COGS_{it}}{TA_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{jt} \quad (1)$$

โดย $\Delta SALES$ การเปลี่ยนแปลงของยอดขายสำหรับบริษัท i ในไตรมาส t

$\Delta COGS$ การเปลี่ยนแปลงของต้นทุนขายสำหรับบริษัท i ในไตรมาส t

แต่ละบริษัทต้องมีข้อมูลอย่างน้อย 6 ไตรมาสติดต่อกันนับจากไตรมาส -4 แต่ละบริษัทจะมีจุดข้อมูลเริ่มต้นที่แตกต่างกัน เนื่องจากแต่ละบริษัทมีข้อมูลย้อนหลังไม่เท่ากัน ช่วงเวลาที่ใช้ประมาณมีข้อมูลเฉลี่ย 14 ไตรมาส และช่วงประมาณการณ์การมีช่วงตั้งแต่ 31 ไตรมาส ถึง 6 ไตรมาส

ต่อไปคำนวณ ณ ช่วงที่มีการเพิ่มทุน (Event period) เริ่มต้นไตรมาสก่อนการเพิ่มทุน 1 ไตรมาสถึง 2 ไตรมาสหลังเพิ่มทุน การประมาณค่าสัมประสิทธิ์จากสมการถดถอยเชิงเส้นสมการ (1) นำค่าสัมประสิทธิ์แทนค่าในสมการ จากแนวคิดที่ว่าถ้ามีการจัดการกำไรจะเพิ่มกำไรผ่านทางยอดขายเชื่อและลูกหนี้การค้า ดังนั้นจึงปรับลดผลกระทบจากการจงใจทำรายการพึงรับพึงจ่ายโดยนำการเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้ ลบออกจากการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย

$$NDISC_{ip} = \hat{a}_{0i} \left(\frac{1}{TA_{i,p-1}} \right) + \hat{a}_{1i} \left(\frac{\Delta SALES_{ip} - \Delta A/R_{ip}}{TA_{i,p-1}} \right) + \hat{a}_{2i} \left(\frac{\Delta COGS_{ip}}{TA_{i,p-1}} \right) \quad (2)$$

โดย $\hat{a}_{0i}, \hat{a}_{1i}, \hat{a}_{2i}$ หาได้จากการประมาณค่าสัมประสิทธิ์จากสมการ (1)

$\Delta A/R_{ip}$ การเปลี่ยนแปลงของรายการลูกหนี้การค้าในไตรมาส p สำหรับบริษัท i

สุดท้ายคำนวณการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary accruals) ตามสมการข้างล่าง

$$DISC_{ip} = \frac{ACC_{ip}}{TA_{i,p-1}} - NDISC_{ip} \quad (3)$$

- ข. ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานที่เปลี่ยนแปลงไปของบริษัทหลังจากออกหุ้นเพิ่มทุนกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีเพิ่มทุน

การทดสอบตรวจสอบการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary accruals) สามารถอธิบายผลการเปลี่ยนแปลงของกำไรหลังเพิ่มทุนว่าแย่งได้หรือไม่

Loughran and Ritter(1997) พบว่าผลการดำเนินงานหลังการระดมทุนเพิ่มนั้นแย่งเทียบกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งผู้จัดการของบริษัทที่เพิ่มทุนอาจมีการตกแต่งรายได้บางส่วนก่อนการระดมทุนเพิ่ม โดยอาศัยความไม่เท่าเทียมกันของข่าวสารข้อมูล (Asymmetric information) ดังนั้นนักลงทุนและตลาดสามารถทราบผลจากการตกแต่งผลกำไร โดยจะสะท้อนออกมาในรูปของผลการดำเนินงานหรือผลตอบแทนของหุ้นแย่งภายหลังจากการระดมทุน ดังนั้นข้อสมมติฐานจากการศึกษาจะเป็นดังนี้

การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหารสามารถอธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงของกำไรหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนได้ว่ามีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้าม นั่นคือ ผลประกอบการจะลดลงหลังมีการระดมทุนเพิ่ม เนื่องจากกำไรในอนาคตถูกเลื่อนมาใช้ในช่วงที่มีการเพิ่มทุน ส่งผลให้ผลประกอบการของบริษัทแย่ง

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ตัวแปรที่ใช้วัดผลการดำเนินงานของบริษัท คือ การเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (Change in return on asset) ซึ่งการใช้ข้อมูลรายปีสามารถลดความผิดพลาดได้มากกว่าการใช้ข้อมูลรายไตรมาส ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายในการบันทึกบัญชีจึงคำนวณจากการรวมข้อมูล 4 ไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาส -1 ถึง ไตรมาส 2 ให้ถือเป็นปีที่เพิ่มทุน และหารด้วยสินทรัพย์รวมเริ่มต้นของ 4 ไตรมาส ทั้งหมดนี้คือ $DISC$ ปีที่เพิ่มทุน

ส่วน ROA ปีเพิ่มทุน หากจากผลรวมกำไรก่อนรายการพิเศษตั้งแต่ไตรมาสก่อนการเพิ่มทุนถึง 2 ไตรมาสหลังเพิ่มทุนหารด้วยสินทรัพย์รวม ณ ต้นงวดของ 4 ไตรมาส และสร้าง ROA ในปีเพิ่มทุน ถึง 2 ปีหลังเพิ่มทุนตามวิธีที่กล่าวมาข้างต้น โดยใช้สมการ

$$\Delta ROA_t = a + b_1 DISC_0 + v_1$$

งานวิจัยของ Rangan(1998) สนใจเพียงช่วงปีแรกหลังจากการเพิ่มทุน แต่ในการศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะทดสอบการเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีเพิ่มทุนจนถึงปีที่สองหลังการเพิ่มทุนด้วย โดยการวัดผลการดำเนินงาน ใช้สมการถดถอยมีการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary accruals) ณ ปีที่เพิ่มทุน เป็นตัวแปรต้น และ ตัวแปรตาม คือ การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ณ ปีที่ t โดยที่ t เท่ากับ ΔROA ณ ปีที่เพิ่มทุนถึงปีที่ 2 หลังเพิ่มทุน

ตัวแปรต้นที่ใช้อธิบายคือ การเติบโตของยอดขาย ณ ปีที่เพิ่มทุน เนื่องจากกำไรควรจะเกี่ยวข้องกับกำไรโตของยอดขาย ถ้าบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีการเติบโตของยอดขายรวดเร็ว ก็เป็นการดึงดูดบุคคลอื่นเข้ามาลงทุนในอุตสาหกรรมนั้น ผลที่ตามมาของการเพิ่มผู้แข่งขันคือกำไรของบริษัทควรจะลดลงในปีแรกหลังเพิ่มทุน และอาจกล่าวได้ว่าการจัดการกำไรเป็นการรับรู้กำไรในอนาคตจากยอดขายเข้ามาก่อน ดังนั้นเมื่อเวลาผ่านไปกำไรโตของยอดขายในอนาคตจะน้อยกว่าที่ควรจะเป็น ส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงกำไรในปีแรกหลังเพิ่มทุนจะลดลงด้วย นอกจากนี้งานวิจัย Lougthran and Ritter (1997) พบว่าการเติบโตอย่างรวดเร็วของยอดขายจะส่งผลให้กำไรหลังจากมีการเพิ่มทุนลดลงมากกว่าบริษัทที่มีการเติบโตช้ากว่า สรุปคืออัตรากำไรโตของยอดขายปีเพิ่มทุนสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงกำไรในปีแรกหลังการเพิ่มทุนว่าจะลดลง

$$\Delta ROA_t = a + b_1 DISC_0 + b_2 SGRO_0 + v_1$$

ΔROA_t	=	การเปลี่ยนแปลงกำไร ณ ปีที่ t
$DISC_0$	=	การเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่าย ณ ปีที่เพิ่มทุน
$SGRO_0$	=	การเปลี่ยนแปลงของยอดขายปีก่อนการเพิ่มทุน ถึงปีเพิ่มทุนหารด้วยสินทรัพย์รวม ต้นปี -1

3.2.2. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานที่เปลี่ยนแปลงไปของบริษัทหลังออกหุ้นเพิ่มทุนกับการจัดการกำไร

. วิธีคำนวณผลตอบแทนของหุ้น

การคำนวณผลตอบแทนของหุ้นในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ใช้วิธีการหาผลตอบแทนของหุ้น 4 วิธี โดยช่วงของการทดสอบผลตอบแทนของหุ้นใช้ข้อมูลรายวัน หากตั้งแต่ปีเพิ่มทุนถึง หลังการเพิ่มทุน 2 ปี โดยนิยามผลตอบแทนปีแรกหลังเพิ่มทุน เริ่มต้นจากไตรมาส 3 ถึงไตรมาส 6 โดยไตรมาส 0 คือไตรมาสที่มีการระดมทุนเพิ่ม ซึ่งวิธีการคำนวณผลตอบแทนของหุ้นแต่ละวิธีเป็นดังนี้

1. Raw return การหาผลตอบแทนวิธีนี้เป็นวิธีที่สะดวกสุด โดยนำเอาผลตอบแทนรายวันของหุ้นแต่ละตัวมาหาค่าเฉลี่ยเรขาคณิตให้เป็นผลตอบแทนรายปี

$$R_{it} = \prod_{i=1}^n (1 + R_i)^n - 1$$

โดย R_{it} = อัตราผลตอบแทนของหุ้นบริษัท i ณ ช่วงเวลา t

2. Market model สาเหตุที่เลือกวิธีนี้ เนื่องจากเป็นรูปแบบที่เข้าใจง่ายและรูปแบบแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของตลาดกับผลตอบแทนของหุ้นในรูปแบบของสมการเส้นตรง ดังสมการต่อไปนี้

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_m + \varepsilon_{it}$$

โดย R_{it} = อัตราผลตอบแทนของหุ้นบริษัท i ณ ช่วงเวลา t

α_i = ค่าอัลฟาของหุ้นบริษัท i

β_i = ค่าเบต้าของหุ้นบริษัท i

R_m = อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ช่วงเวลา t

หาค่าอัลฟา (α_i) และค่าเบต้า (β_i) ของหุ้นจากการแก้สมการถดถอยกำลังน้อยที่สุด โดยใช้ข้อมูลผลตอบแทนของหุ้น กับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์รายวันในช่วงการประกาศเพิ่มทุน 200 วัน แล้วนำค่าอัลฟา (α_i) และค่าเบต้า (β_i) ที่คำนวณได้ของแต่ละบริษัทไปคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected return) โดยแทนค่าลงในสมการแรก ผลตอบแทนเกินปกติ (AR) ของหุ้นใด ๆ ณ เวลาหนึ่งเท่ากับผลต่างระหว่างผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง (Actual return) กับผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected return) เมื่อได้ค่าผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นแล้วก็นำมาค่าเฉลี่ยเรขาคณิตในแต่ละปี ของแต่ละบริษัท

3. Mean-adjusted return นำวิธีนี้มาใช้ในการคำนวณ เพื่อพิจารณาว่าอัตราผลตอบแทนที่หาได้สอดคล้องกับแบบจำลอง Market model หรือไม่ จะทดสอบอัตราผลตอบแทนหุ้นที่มากกว่าตลาดในช่วงเวลาทดสอบหรือไม่ ตามสมการดังต่อไปนี้

$$AR = [(R_{i,t} - R_{m,t}) - AVERAGE(R_i - R_m)]$$

โดย R_{it} = อัตราผลตอบแทนของหุ้นบริษัท i ณ ช่วงเวลา t

$$R_m = \text{อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ช่วงเวลา } t$$

4. Market- adjusted return การใช้ข้อมูลรายวัน อาจเกิดการแกว่งของข้อมูลมาก นำข้อมูลผลตอบแทนของหุ้นรายสัปดาห์มาใช้ในการทดสอบ วิธีเป็นการหาผลตอบแทนของหุ้นซึ่งปรับค่าด้วยผลตอบแทนของตลาด มองว่าผลตอบแทนของหุ้นต่างจากผลตอบแทนของตลาดไปเท่าไร หาผลตอบแทนของหุ้นแต่ละตัวนำมาหาค่าเฉลี่ยสะสมเรขาคณิตแต่ละปี นำมาลบด้วยค่าเฉลี่ยสะสมเรขาคณิตของตลาด ตามสมการต่อไปนี้

$$\prod_{i=1}^t (1 + R_i) - \prod_{m=1}^t (1 + R_m)$$

$$\begin{aligned} \text{โดย } R_{it} &= \text{อัตราผลตอบแทนของหุ้นบริษัท } i \text{ ณ ช่วงเวลา } t \\ R_m &= \text{อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ช่วงเวลา } t \end{aligned}$$

ข. ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นหลังออกหุ้นเพิ่มทุนกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีเพิ่มทุน

สมมติฐานของการทดสอบคือ ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary accruals) ปีที่เพิ่มทุนกับผลตอบแทนของหุ้นหลังการระดมทุนเพิ่ม โดยคาดการณ์ว่ามีความสัมพันธ์ของตัวแปร 2 ตัวนี้เป็นไปในเชิงผกผัน เนื่องจากมีความเป็นไปได้ว่า หากช่วงก่อนมีการออกหุ้นเพิ่มทุนมีการทำปรับแต่งผลกำไรทำให้หลังจากเพิ่มทุนผลตอบแทนจะสะท้อนถึงผลตอบแทนที่แท้จริงของหุ้น การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหารสามารถอธิบายถึงผลตอบแทนของหุ้นหลังจากมีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนได้ว่ามีความสัมพันธ์ในทางตรงข้าม

ถ้าตลาดมีประสิทธิภาพบริษัทออกหุ้นเพิ่มทุนไม่สามารถใช้ประโยชน์จากการตกแต่งบัญชีได้ เพราะนักลงทุนจะทราบข้อมูลข่าวสารเท่าเทียมกันในตลาด แต่ในทางตรงข้ามหากมีการตกแต่งทางบัญชีชั่วคราวก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อบิดเบือนนักลงทุน มูลค่าของบริษัทควรจะลดลงหลังการออกหุ้นเพิ่มทุน โดยในหัวข้อนี้จะแบ่งการทดสอบออกเป็น 2 ส่วน คือ

1. เบื้องต้นสังเกตผลตอบแทนของหุ้น โดยใช้ผลตอบแทนของหุ้น ปีก่อนการเพิ่มทุน นั่นคือ ปีก่อนการเพิ่มทุน และ 2 ปีหลังการเพิ่มทุน ว่ามีรูปแบบเป็นไปในทิศทางใด ตามวิธีคำนวณผลตอบแทนของหุ้น 4 วิธี

2. ส่วนต่อไปทดสอบโดยใช้สมการถดถอยกำลังสองน้อยที่สุด โดยแบ่งออกเป็น 2 วิธี ตัวแปรต้นคือการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีเพิ่มทุน (Discretionary current accruals) ตัวแปรตามได้แก่ผลตอบแทนของหุ้นหลังการเพิ่มทุน 1 ปี คาดหมายว่าผลการทดสอบของสมการจะมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกัน โดยมีตัวแปรควบคุมคือขนาดโดยใช้มูลค่าทางตลาด (market capitalization) ในรูปค่าลอการิทึม และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (book- to-market)

สมการแบบที่ 1

$$\Delta ROA_1 = a + b_1 DISC_0 + v_1, \alpha_1 < 0 \quad (1)$$

$$AR_1 = \beta_0 + \beta_1 \Delta ROA_1 + \varepsilon_1 \quad (2)$$

$$AR_1 = (\beta_0 + \beta_1 a) + \beta_1 v_1 + b_1 DISC_0 + \varepsilon_1 \quad (3)$$

$$AR_1 = \gamma_0 + \gamma_1 UE_1 + \gamma_2 DISC_0 + \varepsilon_1 \quad (4)$$

ข้อสมมติฐานที่ 1 คาดว่าความสัมพันธ์ของกำไรที่เปลี่ยนแปลงไป กับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary current accruals) ปีที่เพิ่มทุน มีความสัมพันธ์เชิงผกผัน และสมมติว่าตลาดไม่เข้าใจถึงความสัมพันธ์ที่เป็นลบระหว่างผลตอบแทนกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร การเปลี่ยนแปลงกำไรมีการเคลื่อนที่แบบไร้ทิศทาง (random walk) สนใจทดสอบว่าตลาดคาดการณ์เกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงกำไรที่ลดลงหรือไม่ กรณีนี้คาดว่ากำไรเหนือการคาดหว้งในปีที่แรกหลังเพิ่มทุน เท่ากับ การเปลี่ยนแปลงของกำไร และจากสมการที่ 2 หากการเปลี่ยนแปลงของกำไรมากก็น่าจะทำให้ผลตอบแทนเกินปกติก็น่าจะสูงด้วย หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่าผลตอบแทนของหุ้นก็มีผลการทดสอบเหมือนการเปลี่ยนแปลงของรายได้ แทนสมการ (1) ลงในสมการ (2) โดยแทน AR_1 ในรูปของ ΔROA_1 เป็นสมการที่(3) โดยให้ v_1 คือ UE_1 (กำไรเหนือความคาดหว้ง)

จากสมการที่ 4 สามารถอธิบายได้ว่าผลตอบแทนเกินปกติแบ่งออกเป็น 2 ส่วนใหญ่ๆ คือ ส่วนที่ไม่ได้คาดหว้ง หรือค่าผิดพลาดของสมการ (1) ในการวัดการเปลี่ยนแปลงของกำไรปีแรกหลังเพิ่มทุน ส่วนที่ 2 คือการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายปีที่ 0 ในตลาดที่มีประสิทธิภาพตลาดควรจะสะท้อนแต่ส่วนที่ไม่ได้คาดหว้ง (unexpected) เพราะนักลงทุนรับรู้การจัดการกำไรของบริษัทที่เพิ่มทุน ดังนั้นสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่ายควรจะเท่ากับ 0

แต่เนื่องจากสมมติฐานคาดว่า $DISC_0$ มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของกำไร ณ ปีที่ 1 ดังนั้นสัมประสิทธิ์ของการจัดการกำไร γ_2 ควรจะมีค่าเป็นลบ นั่นคือ การจัดการกำไรส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงกำไรของบริษัทแย่งต่างจากที่นักลงทุนคาดการณ์ไว้ในปีเพิ่มทุน นักลงทุนคาดว่ากำไรเติบโตของบริษัทดี กำไรของบริษัทในอนาคตน่าจะดีเหมือนปีที่เพิ่มทุนจึงเข้ามาลงทุน แต่ความจริงกำไรที่เห็นเกิดจากการตกแต่งกำไร ดังนั้นส่งผลให้ผลตอบแทนของหุ้นหลังเพิ่มทุนน่าจะแย่ง นอกจากนี้คาดว่า การเปลี่ยนแปลงของยอดขายในปีที่ 0 สัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของกำไรที่ลดลงเนื่องจากถ้าบุคคลภายนอกมองเห็นว่าบริษัทมีอัตราการเติบโตที่ดี ทำให้นักลงทุนเข้ามาแข่งขันเพิ่มขึ้น ส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงของกำไรหลังการเพิ่มทุนน่าจะลดลงด้วย ดังนั้นในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะนำตัวแปรนี้มาร่วมในการอธิบายด้วย

สมการแบบที่ 2

ทดสอบโดยใช้สมการถดถอยกำลังสองน้อยที่สุด ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นหลังเพิ่มทุนกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย ตามสมการดังต่อไปนี้

$$AR_1 = a + b_1 DISC_0 + b_2 SGRO_0 + v_1, \alpha_1 < 0 \quad (1)$$

โดย AR_1 = อัตราผลตอบแทนของหุ้น ณ ปีที่ 1
 $DISC_0$ = การเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่าย ณ ปีที่ 0
 $SGRO_0$ = การเปลี่ยนแปลงของยอดขายปี -1 ถึง ปี 0 หารด้วยสินทรัพย์รวม ต้นปี -1

เพื่อเป็นการตรวจสอบความถูกต้องวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ใช้วิธีการวัดผลตอบแทนของหุ้น 4 วิธี แลหน้าผลตอบแทนปีที่ 1 และ 2 มาใช้คำนวณด้วย

การตรวจสอบความถูกต้อง (Robustness check)

การหาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนเกินปกติหลังการเพิ่มทุนปีแรกกับการจัดการกำไร สำหรับตลาดในประเทศไทยนั้นการใช้ช่วงเวลาทดสอบผลตอบแทนเกินปกติเป็นรายปีอาจจะไม่เห็นผลกระทบจากการตกแต่งกำไร ดังนั้นใช้สมการถดถอยกำลังสองน้อยที่สุดหาความสัมพันธ์ของผลตอบแทนเกินปกติรายเดือนในช่วงหลังการประกาศเพิ่มทุนเป็นเวลา 4 เดือน กับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย ณ ไตรมาสก่อนการเพิ่มทุน ($DISCQ_{-1}$) มาจากความคิดว่าหากมีการตกแต่งผลการดำเนินการก่อนการประกาศเพิ่มทุน ตัวแปรคือการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย ณ ไตรมาส ก่อนการเพิ่มทุน จะส่งผลให้ผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นหลังการประกาศเพิ่มทุนนั้นมีผล

ตอบแทนที่แย่ง ใช้วิธี market- adjusted return ในหาคำนวณผลตอบแทนเกินปกติ ตามสมการดังต่อไปนี้

$$AR_t = a + b_1 DISCq_{-1} + v_1, \alpha_1 < 0$$

โดย AR_t = อัตราผลตอบแทนของหุ้น ณ เดือนที่ 1 ถึงเดือน 4 นับจากวันประกาศเพิ่มทุน

$DISCq_{-1}$ = การเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่าย ณ ไตรมาสก่อนการเพิ่มทุน



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 4

ผลการศึกษา

เนื้อหาบทนี้นำเสนอผลการศึกษาดังกล่าวตามวิธีการศึกษาที่ได้อธิบายไว้ในบทที่ 3 โดยผลการศึกษานี้จะแบ่งออกเป็น 2 ส่วนหลักได้แก่ ส่วนแรก ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน กับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายปีเพิ่มทุนส่วนที่ 2 ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นหลังการเพิ่มทุน กับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายปีเพิ่มทุน

4.1 ข้อมูลเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างหุ้นสามัญเพิ่มทุนที่ใช้ศึกษา

จากตารางที่ 4.1 ส่วน ก แสดงรายละเอียดเกี่ยวกับการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในระหว่าง พ.ศ.2539 -พ.ศ.2543 โดยแบ่งตามลักษณะของการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน โดยปี พ.ศ. 2539 ซึ่งเป็นปีก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจมีการออกหุ้นเพิ่มทุนมากที่สุดคิดเป็น 37.93% นอกจากนั้นการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเสนอขายแก่ผู้ถือหุ้นเดิมมีจำนวนมากที่สุด คิดเป็น 48.27% ในประเทศไทยช่วง 10 ปีที่ผ่านมาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการระดมทุนเพิ่มแบบที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมมากกว่าการออกหุ้นแบบอื่น เนื่องจากสามารถทำได้ทันทีไม่ต้องขออนุญาต ขั้นตอนไม่ซับซ้อนและมีต้นทุนการออกที่น้อยกว่าการระดมทุนในรูปแบบอื่น ๆ

จากตารางที่ 4.1 ส่วน ข แสดงรายละเอียดการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนที่แบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่าอุตสาหกรรมที่ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมากที่สุดคือ กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์คิดเป็น 19.13% โดยจำนวนตัวอย่างหุ้นสามัญเพิ่มทุนครอบคลุม 22 กลุ่มอุตสาหกรรม

จากตารางที่ 4.2 แสดงข้อมูลทางสถิติของตัวอย่างที่ใช้ทดสอบ พบว่า ค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของสินทรัพย์รวม เท่ากับ 8605.60 ล้านบาท และ 4773.51 ล้านบาทตามลำดับ และมีการแกว่งตัวสำหรับตัวอย่างที่ทดสอบอย่างมากเท่ากับ 11532.11 ล้านบาท ค่าเฉลี่ยของอัตราการเติบโตของยอดขายเท่ากับ 14.17% ซึ่งสูงเมื่อเทียบกับค่ากลาง 5.13% ดังที่ Loughram and Ritter (1997) กล่าวไว้ว่าบริษัทที่เพิ่มทุนมักจะมีอัตราการเติบโตของยอดขายค่อนข้างสูง นอกจากนั้นหากเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยมูลค่าหุ้นสามัญตามราคาตลาดกับค่าเฉลี่ยของมูลค่าหุ้นสามัญตามราคาทางบัญชีจะเห็นว่าอัตราส่วนค่าเฉลี่ยของมูลค่าหุ้นสามัญตามราคาตลาดเกือบ 2 เท่าของค่าเฉลี่ยของมูลค่าหุ้นสามัญตามราคาทางบัญชีเป็นอีกตัวแปรหนึ่งที่บ่งชี้ถึงอัตราการเติบโตของบริษัทที่ทดสอบว่ามีการเติบโตมาก ส่วนอัตราส่วนของการก่อหนี้ต่อสินทรัพย์รวมก่อนการเพิ่มทุนมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 72.5% ซึ่งสูงมาก อาจเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้บริษัทต้องออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน เนื่องจากบริษัทอาจไม่สามารถกู้

ตารางที่ 4.1

จำนวนตัวอย่างการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนที่ใช้ทดสอบ ในระหว่างปี พ.ศ.2539 – พ.ศ.2543

รายละเอียดจำนวนตัวอย่างหุ้นสามัญเพิ่มทุนที่ใช้ทดสอบแบ่งตามการเสนอขายให้แก่สาธารณชน การเสนอขายให้นักลงทุนเฉพาะรายและการเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นรายเดิม ในระหว่างปี พ.ศ.2539 – พ.ศ.2543

ส่วน ก: ตัวอย่างหุ้นสามัญเพิ่มทุนที่ใช้ทดสอบแบ่งตามลักษณะการออกหุ้นเพิ่มทุนระหว่างปีพ.ศ.2539-2543				
ปี	Public Offerings ¹	Private Placement ²	Right offerings ³	รวม
2539	4	11	28	44
2540	1	6	13	20
2541	2	16	11	29
2542	2	11	3	16
2543	2	4	1	7
รวม	11	48	56	115

¹ Public offerings คือการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแก่ประชาชน วิทยาลัยพณิชยการบดินทร์ไม่รวมการออกหุ้นเพิ่มทุนแก่ประชาชนครั้งแรก

² Private Placement คือ การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนที่เสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่นักลงทุนแบบเฉพาะเจาะจง

³ Right offerings คือ การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนที่เสนอขายหลักทรัพย์ให้ผู้ถือหุ้นเดิม

ส่วน ข: จำนวนตัวอย่างหุ้นสามัญเพิ่มทุนที่ใช้ทดสอบแบ่งตามอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนตัว	%ของตัว	กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนตัว	%ของตัว
	อย่างหุ้น	อย่างทั้ง		อย่างหุ้น	อย่างทั้งหมด
	สามัญ	หมด		สามัญ	
พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	22	19.13	บันเทิงและสันทนาการ	4	3.48
วัสดุก่อสร้างและตกแต่ง	10	8.70	โรงแรมและบริการท่องเที่ยว	3	2.61
เคมีภัณฑ์และพลาสติก	8	6.96	บรรจุภัณฑ์	3	2.61
อาหารและเครื่องดื่ม	8	6.96	เชื้อกระดาษและกระดาษ	3	2.61
ธุรกิจการเกษตร	7	6.09	ยานพาหนะและอุปกรณ์	3	2.61
สิ่งทอเครื่องนุ่งห่ม	7	6.09	พลังงาน	2	1.74
สื่อสาร	6	5.22	การแพทย์	2	1.74
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	6	5.22	ของใช้ในครัวเรือน	2	1.74
การพิมพ์และสิ่งพิมพ์	6	5.22	ขนส่ง	2	1.74
พาณิชย์	5	4.35	เหมืองแร่	1	0.87
เครื่องใช้ไฟฟ้า	4	3.48	อื่นๆ	1	0.87

ตารางที่ 4.2

ข้อมูลทางสถิติของการออกหุ้นเพิ่มทุน ในช่วงปี พ.ศ.2539 – พ.ศ.2543

ข้อมูลทางสถิติของกลุ่มตัวอย่าง 115 บริษัท ที่ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแสดงรายละเอียดเกี่ยวกับค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่ามากที่สุด ค่าน้อยสุด เปอร์เซ็นไทล์ที่ 25 เปอร์เซ็นไทล์ที่ 75 ในระหว่างปีพ.ศ. 2539 – พ.ศ.2543 โดย สินทรัพย์รวม คือ สินทรัพย์รวม ณ ไตรมาสสุดท้ายก่อนการประกาศเพิ่มทุน หนี้สินรวม คือ หนี้สินสุทธิไตรมาสสุดท้ายก่อนการประกาศเพิ่มทุน มูลค่าหุ้นสามัญตามราคาตลาด หาได้จากราคาหุ้นคูณจำนวนหุ้นที่ออกขาย ณ ไตรมาสสุดท้ายก่อนวันประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน มูลค่าสามัญตามบัญชี คือมูลค่าทางบัญชีของส่วนผู้ถือหุ้นไตรมาสสุดท้ายก่อนวันประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน มูลค่าหุ้นออกจำหน่าย คือ มูลค่าหุ้นของบริษัทที่ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ณ ช่วงเวลานั้น อัตราส่วนการก่อหนี้ก่อนการเพิ่มทุน คือ อัตราส่วนของหนี้สินรวมสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวมสุทธิ ณ ไตรมาสสุดท้ายก่อนประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน อัตราการเติบโตของยอดขาย คือ การเปลี่ยนแปลงของอัตราการเติบโตของยอดขายจากปีก่อนการเพิ่มทุนถึงปีที่เพิ่มทุน

	สินทรัพย์รวม(ล้านบาท)	หนี้สินรวม(ล้านบาท)	มูลค่าหุ้นสามัญตามราคาตลาด (ล้านบาท)	มูลค่าหุ้นสามัญตามบัญชี (ล้านบาท)	มูลค่าหุ้นออกจำหน่าย (ล้านบาท)	อัตราส่วนการก่อหนี้ก่อนการเพิ่มทุน	อัตราการเติบโตของยอดขาย
ค่าเฉลี่ย	8605.60	6254.52	5625.32	2182.30	10579.89	0.725	0.1417
ค่ามัธยฐาน	4773.51	3281.25	1470	1103.95	5000.0	0.678	0.0513
ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	11532.11	8122.54	14439.07	4078.46	22286.6	0.372	0.4407
ค่ามากที่สุด	68026.98	45147.03	127000.9	32983.77	193100.0	3.192	3.1595
ค่าน้อยสุด	291.71	20.22	20.4	-3339.62	400.0	0.063	-0.2904
เปอร์เซ็นไทล์ที่ 25	1654.29	1101.63	339.36	362.46	2210.0	0.551	-0.0284
เปอร์เซ็นไทล์ที่ 75	10538.22	7585.55	3838.928	2684.39	10440.0	0.802	0.1313

เงินจากที่อื่นได้ และการจัดการกำไรอาจเกิดขึ้นได้ เนื่องจากบริษัทต้องการระดมทุนจากตลาดทุนให้ได้มากที่สุด

4.2 การทดสอบผลการดำเนินงานที่เปลี่ยนแปลงไปของบริษัทหลังออกหุ้นเพิ่มทุนกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีเพิ่มทุน

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เน้นการศึกษาเกี่ยวกับการจัดการกำไรในช่วงมีการเพิ่มทุน ดังนั้นการทดสอบในส่วนนี้ทดสอบข้อสมมติฐานว่าหากมีการจัดการกำไรก่อนการเพิ่มทุนจะส่งผลให้กับผลตอบแทนของสินทรัพย์ และการเปลี่ยนแปลงของกำไรหลังการเพิ่มทุนลดลง

4.2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของสินทรัพย์ ปีแรกหลังเพิ่มทุน เทียบกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีเพิ่มทุน

เบื้องต้นศึกษาแนวโน้มของผลตอบแทนของสินทรัพย์ และการเปลี่ยนแปลงของกำไรเพื่อทดสอบว่าความสามารถในการทำกำไรรายปีของบริษัทตัวอย่างในช่วงปีแรกที่เพิ่มทุน ถึง 2 ปีหลังเพิ่มทุนมีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรเช่นไร จากตาราง 4.3 พบว่าค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนของสินทรัพย์ รวมมีค่าเป็นบวกก่อนปีเพิ่มทุน แต่มีค่าติดลบหลังจากปีที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน โดย ROA ปีที่ 0, +1, +2 มีค่าเป็น 0.0216, -0.0487, -0.0456 ตามลำดับ ถือว่าสอดคล้องกับการทดสอบว่าหากมีการจัดการกำไรก่อนการเพิ่มทุนจะมีกำไรเพิ่มขึ้นแล้วจะลดลงหลังการเพิ่มทุน นอกจากนั้นยังแสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัทหลังการเพิ่มทุนแยกลง ซึ่งอาจมีสาเหตุมาจากบริษัทอาจลงทุนในสินทรัพย์มากเกินไปหรือยอดขายบริษัทได้ชะลอตัวลงหลังการเพิ่มทุน ส่วนค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของกำไรมีค่าเฉลี่ยของการเปลี่ยนแปลงเป็นลบทุกปียกเว้นปีเพิ่มทุน จะเห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของกำไรหลังปีเพิ่มทุนลดลงเมื่อเทียบกับปีเพิ่มทุน

จากตารางที่ 4.4 ส่วน ก ทดสอบว่าค่ามัธยฐานของผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมในปีต่างๆ เมื่อเทียบกับปีที่ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมีค่าที่แตกต่างกันหรือไม่ โดยใช้ Wilcoxon sign rank test ทดสอบ พบว่าผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมในปี +1 และ +2 เมื่อเทียบกับปีที่ออกหุ้นเพิ่มทุน ผลตอบแทนของสินทรัพย์แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ และเมื่อดูเปอร์เซ็นต์ที่เป็นลบ พบว่าความสามารถในการทำกำไรในปี 0 มีแนวโน้มดีขึ้นจาก 56.52% เป็น 38.53% และ 40% เมื่อเทียบกับปี +1 และ +2 อย่างเห็นได้ชัด ส่วน ข ทดสอบความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ($DISC_p$) กับความสามารถในการทำกำไร (ROA) หากมีการจัดการกำไร ความสามารถในการทำกำไรหลังเพิ่มทุนควรจะลดลงเนื่องจากกำไรในอนาคตถูกนำมาใช้ปีที่เพิ่มทุน นอกจากนั้นค่าใช้จ่ายที่ชะลอการจ่ายออกไปในช่วงปีเพิ่มทุนก็ครบกำหนด

ตารางที่ 4.3

ข้อมูลทางสถิติของผลตอบแทนของสินทรัพย์และการเปลี่ยนแปลงกำไรตั้งแต่ 2 ปีก่อนการเพิ่มทุน
ถึง 2 ปีหลังเพิ่มทุน

ข้อมูลทางสถิติแสดงรายละเอียดเกี่ยวกับ ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ระหว่างปีก่อนการเพิ่มทุน 2 ปีและ หลังการเพิ่มทุน 2 ปี ของผลตอบแทนของสินทรัพย์และการเปลี่ยนแปลงของกำไร โดยส่วน ก แสดงผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) ปีเพิ่มทุน หาได้จากผลรวมกำไรสุทธิก่อนหักรายการพิเศษไตรมาสก่อนการเพิ่มทุน ถึง 2 ไตรมาสหลังการเพิ่มทุน และปรับค่าด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวดของทั้ง 4 ไตรมาส และการสร้างผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) ในช่วง 2 ปีก่อนการเพิ่มทุน ถึง 2 ปีหลังการเพิ่มทุนทำเช่นเดียวกับ ROA ปีเพิ่มทุน และส่วน ข แสดงการเปลี่ยนแปลงของกำไร สามารถคำนวณได้จากผลต่างของกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวมแต่ละปี

ส่วน ก: แสดงค่าทางสถิติของอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวมตั้งแต่ปี -2 ถึงปี +2

ปี	ROA_{-2}	ROA_{-1}	ROA_0	ROA_1	ROA_2
ค่าเฉลี่ย	0.0067	-0.0092	0.0216	-0.0487	-0.0456
ค่ามัธยฐาน	0.04189	0.0191	0.0253	-0.0103	0.0013
ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	0.1408	0.1568	0.2034	0.1726	0.1594
จำนวนตัวอย่าง	115	115	115	109	95

ส่วน ข: แสดงค่าทางสถิติของการเปลี่ยนแปลงของกำไรตั้งแต่ปี -2 ถึงปี +2

ปี	ΔROA_{-2}	ΔROA_{-1}	ΔROA_0	ΔROA_1	ΔROA_2
ค่าเฉลี่ย	-0.0257	-0.0150	0.0184	-0.0467	0.0057
ค่ามัธยฐาน	-0.0191	-0.0233	-0.0099	-0.0322	-0.0023
ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	0.1544	0.1605	0.2059	0.1764	0.1735
จำนวนตัวอย่าง	109	114	114	109	95

ตารางที่ 4.4

ผลตอบแทนของสินทรัพย์หลังเพิ่มทุนกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลพินิจ
ของฝ่ายบริหาร ณ ปีเพิ่มทุน

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวมกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลพินิจของผู้บริหารปีเพิ่มทุน โดยส่วน ก อธิบายค่ามัธยฐานของผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม โดยใช้ Wilcoxon Sign Rank test ทดสอบ การเปลี่ยนแปลงเทียบกับปีที่ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน โดยผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม สำหรับปีที่เพิ่มทุนหาได้จากผลรวมของกำไรสุทธิตั้งแต่ไตรมาสก่อนการเพิ่มทุนถึง 2 ไตรมาสหลังการเพิ่มทุนและปรับค่าด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวดของ 4 ไตรมาส กำไรใน 3 ปีก่อนการเพิ่มทุนถึง 2 ปีหลังการเพิ่มทุน สามารถคำนวณเช่นเดียวกับวิธีที่กล่าวมาเบื้องต้น และส่วน ข สมการถดถอยแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวมกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลพินิจของผู้บริหารปี 0 โดย ตัวแปรต้น ROA_t คือกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม ณ ปีแรกหลังเพิ่มทุนและ 2 ปีหลังการเพิ่มทุน ตัวแปรตาม ได้แก่ $DISC_0$ คือการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลพินิจของผู้บริหารปีเพิ่มทุน $SGRO_0$ คืออัตราการเติบโตของยอดขายปีเพิ่มทุนหาได้จากการเปลี่ยนแปลงของอัตราการเติบโตของยอดขายจากปีก่อนการเพิ่มทุนถึงปีที่เพิ่มทุน สมการที่ใช้ทดสอบ คือ

$$ROA_t = a + b_1 DISC_0 + b_2 SGRO_0 + \epsilon_{it}$$

ส่วน ก: ค่ามัธยฐานของกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม

ปี	-3 to 0	-2 to 0	-1 to 0	+1 to 0	+2 to 0
Z- statistics	-1.9091	-1.2390	-0.3265	-2.8887	-2.2753
Wilcoxon p-value	0.0562	0.2153	0.7440	0.0038	0.0228
% negative	59.63%	61.73%	56.52%	38.53%	40%
N	109	115	115	109	95

ส่วน ข: สมการถดถอยของผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมในปีเพิ่มทุน ถึง 2 ปีหลังการเพิ่มทุนเทียบกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลพินิจของฝ่ายบริหาร ปีเพิ่มทุน

Independent variable	Dependent variable		
	ROA_0	ROA_1	ROA_2
Constant	-0.0136 (-0.9698)	-0.0626*** (-3.6333)	-0.0522*** (-2.8558)
$DISC_0$	0.1266*** (3.3116)	0.0932** (1.8535)	0.0519 (0.8811)
$SGRO_0$	0.26676*** (4.1769)	0.1884** (2.4508)	0.0780 (1.0230)
N	109	105	92
R^2	20.99%	8.46%	1.97%
Adjust R^2	19.50%	6.66%	-0.23%

*** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99%

** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95%

* มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 90%

ตารางที่ 4.5

การเปลี่ยนแปลงของกำไรหลังเพิ่มทุนกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจ

ของฝ่ายบริหาร ณ ปีเพิ่มทุน

ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของกำไรหลังเพิ่มทุนกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหารปีเพิ่มทุน โดยส่วน ก อธิบายค่ามัธยฐานของการเปลี่ยนแปลงกำไร โดยใช้ Wilcoxon Sign Rank test ทดสอบ การเปลี่ยนแปลงเทียบกับปีที่ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน โดยผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม สำหรับปีเพิ่มทุน หาได้จากผลรวมของกำไรสุทธิตั้งแต่ไตรมาสก่อนการเพิ่มทุน ถึงไตรมาส 2 หลังการเพิ่มทุน และปรับค่าด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวดของ 4 ไตรมาส กำไรใน 2 ปีก่อนการเพิ่มทุน ถึง 2 ปีหลังการเพิ่มทุน สามารถคำนวณเช่นเดียวกับวิธีที่กล่าวมาเบื้องต้น การเปลี่ยนแปลงของกำไรสามารถคำนวณได้จากผลต่างของกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวมแต่ละปี ส่วน ข ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรทดสอบโดยใช้สมการถดถอยกำลังสองน้อยที่สุด สมการที่ใช้ทดสอบได้แก่

$$\Delta ROA_t = a + b_1 DISC_0 + b_2 SGRO_0 + \mathcal{E}_{it}$$

โดย 3 คอลัมน์แรกทดสอบสมการถดถอยเชิงเดี่ยว (univariate regression) ΔROA_t คือการเปลี่ยนแปลงของกำไรปีเพิ่มทุน ถึง 2 ปีหลังเพิ่มทุน $DISC_0$ คือการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของผู้บริหารปีเพิ่มทุน โดยการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของผู้บริหารในปีเพิ่มทุน ค่ารวมจากผลรวมของ $DISC_0$ ไตรมาสก่อนการเพิ่มทุนถึง 2 ปรับค่าด้วยสินทรัพย์รวม ต้นงวดของ 4 ไตรมาส $SGRO_0$ คืออัตราการเติบโตของยอดขายปีเพิ่มทุนหาได้จากการเปลี่ยนแปลงของอัตราการเติบโตของยอดขายจากปีก่อนการเพิ่มทุนถึงปีเพิ่มทุนยกเว้นตัวอย่างที่มีมูลค่าการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย และการเปลี่ยนแปลงกำไรที่เป็นค่าสัมบูรณ์ที่เกิน 100% ตัวเลขที่อยู่ในวงเล็บแสดงค่า t-statistics

ส่วน ก : ค่ามัธยฐานของการเปลี่ยนแปลงกำไร

ปี	-1	0	1	2
Z- statistics	-0.6835	-0.1569	-2.4292	-1.3882
Wilcoxon p-value	0.4943	0.8753	0.0151	0.1651
% negative	57.40%	48.24%	64.22%	48.42%
N	108	114	109	95

ส่วน ข: สมการถดถอยของการเปลี่ยนแปลงกำไรปี 0 ถึง 2 กับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหารปีเพิ่มทุน

Independent variable	Dependent variable					
	ΔROA_0	ΔROA_1	ΔROA_2	ΔROA_0	ΔROA_1	ΔROA_2
Constant	0.0134 (0.7384)	-0.0487*** (-2.8798)	0.0020 (0.1101)	0.0074 (0.3793)	-0.0406** (-2.1860)	0.0139 (0.7028)
$DISC_0$	0.1472*** (2.7491)	0.0314 (0.5880)	-0.0712 (-1.1319)	0.1553*** (2.9191)	0.0275 (0.5078)	-0.0743 (-1.1660)
$SGRO_0$				0.0249 (0.2807)	-0.0826 (-0.9967)	-0.1214 (-1.4713)
N	112	108	95	109	105	92
R ²	6.42%	0.32%	1.35%	7.49%	1.21%	3.75%
Adjust R ²	5.57%	-0.62%	0.29%	5.74%	-0.72%	1.58%

*** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99%

** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95%

* มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 90%

ชำระในงวดถัดไป ดังนั้นคาดว่า การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร จะอธิบายความสามารถในการทำกำไรของบริษัทว่าลดลงหลังปีเพิ่มทุน ซึ่งผลการศึกษพบว่า การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายสามารถอธิบายถึงผลตอบแทนของสินทรัพย์ได้ 2 ปี คือปีเพิ่มทุน และหลังเพิ่มทุน 1 ปี มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% และ 95% ภายใต้อัตราการเติบโตของยอดขายสามารถอธิบายความสัมพันธ์ใน ทิศทางกับความสามารถในการทำกำไรที่เพิ่มทุนและปีถัดไปได้ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% และ 95% ตามลำดับ ซึ่งตรงกับที่คาดการณ์ไว้หากบริษัทมีอัตราการเติบโตของยอดขายเพิ่มขึ้น เป็น ส่วนที่ทำให้กำไรสุทธิเพิ่มขึ้น แสดงว่าผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ควรจะเพิ่มขึ้นด้วย เนื่องจากยอด ขายมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับกำไรสุทธิ

4.2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของกำไรปีแรกหลังเพิ่มทุน กับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีเพิ่มทุน

จากตารางที่ 4.5 ส่วน ก ทดสอบว่าค่ามัธยฐานของการเปลี่ยนแปลงกำไรในแต่ละปีมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ ทดสอบด้วย Wilcoxon sign rank test ผลการทดสอบ พบว่า การเปลี่ยนแปลงกำไรปีแรกหลังเพิ่มทุนเทียบกับปีเพิ่มทุนแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% และแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงกำไรหลังเพิ่มทุนแย่งจาก 48.24% ในปี 0 เป็น 64.22% ในปี +1

จากตาราง 4.5 ส่วน ข แสดงความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรว่าสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงกำไรหลังเพิ่มทุนได้หรือไม่ จาก 3 คอลัมน์แรกสนใจทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรเพียง 2 ตัวคือการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรพบว่า การเปลี่ยนแปลงกำไรปรับตัวเพิ่มขึ้น ในปีเพิ่มทุน ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% แต่หลังจากการเพิ่มทุน 2 ปี พบว่าตัวแปรการจัดการกำไรไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของกำไรได้ ถึงแม้ผลการทดสอบจะไม่สอดคล้องกับ Rangan (1998) ที่พบความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงกำไรลดลงในช่วงปีแรกหลังการเพิ่มทุน แต่ผลการทดสอบคล้ายงานวิจัยของ Black, Carnes and Narktabtee (2000) ซึ่งงานวิจัยดังกล่าวศึกษาเกี่ยวกับการออกหุ้นสามัญครั้งแรกกับการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยผลการทดสอบพบว่า การจัดการกำไรมีความสัมพันธ์กับปีก่อนออกหุ้นและปีที่ออกหุ้น แต่การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายไม่มีความสัมพันธ์กับปีหลังออกหุ้น ส่วน 3 คอลัมน์ถัดมาเป็นการเพิ่มตัวแปรการเติบโตของยอดขายเพื่อเป็นตัวแปรควบคุมพบว่า การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายยังคงอธิบายการเปลี่ยนแปลงกำไรในปี 0 ว่า การเปลี่ยนแปลงกำไรเพิ่มขึ้นในปีเพิ่มทุน ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% ภายใต้อัตราการเติบโตของยอดขายได้ R^2 7.49% แต่การ

เปลี่ยนแปลงกำไรในปี สองหลังเพิ่มทุนเป็นลบแต่ไม่มีนัยสำคัญ ส่วนการเติบโตของยอดขายไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของกำไรหลังเพิ่มทุนว่าลดลงได้ อาจเนื่องจากบางบริษัทที่ออกหุ้นซ้อนกัน 2 ปีมีการจัดการกำไรต่อเนื่องทำให้ทดสอบไม่เจอความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายกับการเปลี่ยนแปลงของกำไร เพราะหากสังเกตค่าเฉลี่ยของการเปลี่ยนแปลงกำไรในปีแรกหลังเพิ่มทุนพบว่าแยกว่าการเปลี่ยนแปลงกำไรปีเพิ่มทุน

สรุป การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหารสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของกำไรปีเพิ่มทุนได้ แต่ไม่พบความสัมพันธ์หลังการเพิ่มทุนระหว่างการจัดการกำไรกับการเปลี่ยนแปลงกำไร สาเหตุอาจเนื่องจากบางบริษัทอาจไม่ได้ตกแต่งกำไรและมีผลประกอบการที่ดีจริงก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุนแล้วออกหุ้นเพิ่มทุนช่วงนั้น

4.3 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นหลังการออกหุ้นเพิ่มทุนกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีเพิ่มทุน

การทดสอบส่วนนี้ทำตามข้อสมมติฐานการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหารในปีเพิ่มทุนสามารถอธิบายถึงการผลตอบแทนของหุ้นที่เปลี่ยนแปลงหลังการเพิ่มทุนได้หรือไม่ โดยสังเกตผลตอบแทนของหุ้นในช่วงก่อนและหลังการเพิ่มทุนว่ามีลักษณะอย่างไร จากตารางที่ 4.6 แสดงค่าทางสถิติของอัตราผลตอบแทนของหุ้น 4 วิธีตั้งแต่ปีก่อนการเพิ่มทุน ถึง 2ปีหลังการเพิ่มทุน พบว่าค่าเฉลี่ย และค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนของหุ้นมีค่าเป็นลบทุกปี ยกเว้นวิธี market-adjusted return ที่พบว่าผลตอบแทนของหุ้นทุกปีเป็นบวกยกเว้นปีแรกหลังการเพิ่มทุนเท่านั้นที่มีค่าเฉลี่ยที่เป็นลบ โดยสรุป ปีแรกหลังการเพิ่มทุน ผลตอบแทนของหุ้นทุกวิธีจะมีผลตอบแทนที่เป็นลบ มีแนวโน้มว่าการจัดการกำไรอาจเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้ผลตอบแทนของหุ้นหลังเพิ่มทุนแยกลง

จากนั้นจึงทดสอบสมมติฐานที่กล่าวว่าการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายสามารถอธิบายผลตอบแทนของหุ้นหลังเพิ่มทุนว่าแยกลงได้หรือไม่ จากตารางที่ 4.7 ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับผลตอบแทนเกินปกติ โดยใช้ค่าความผิดพลาดจากการทดสอบในหัวข้อ 4.5 รวมไว้ในการทดสอบโดยใช้สมการถดถอยเพื่อทดสอบว่ากำไรที่ลดลงของบริษัทที่เพิ่มทุนเป็นสิ่งที่อยู่เหนือความคาดหวังของตลาดหรือไม่ ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายกับผลตอบแทนเกินปกติ ไม่ว่าจะทดสอบด้วยผลตอบแทนวิธีใดก็ตาม นอกจากนั้นอัตราการเติบโตของยอดขายไม่สามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนได้เช่นกัน นั่นอาจแสดงว่านักลงทุนบางกลุ่มอาจทราบถึงการจัดการกำไรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ช่วงที่มีการเพิ่มทุน และได้สะท้อนการจัดการกำไรเข้าไปในผลตอบแทนที่คาดหวังแล้ว ทำให้ไม่พบผลตอบแทนเกินปกติขึ้น

ตารางที่ 4.6

ข้อมูลทางสถิติของผลตอบแทนของหุ้นเพิ่มทุนในช่วงปีก่อนการเพิ่มทุนถึงสองปีหลังเพิ่มทุน

รายละเอียดค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนของหุ้น 4 วิธี ได้แก่ Raw return จำนวนโดยนำผลตอบแทนของหุ้นรายวันมาหาค่าสะสมเรขาคณิตรายปี Market model จำนวนจากผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงหักด้วยผลตอบแทนที่คาดหวังจากการประมาณการณัสมการถดถอย Mean-adjusted return ผลตอบแทนของหุ้นรายวันหักผลตอบแทนเฉลี่ยรายปีแล้วหาค่าสะสมรายปีและMarket-adjusted return ผลตอบแทนของหุ้นรายวันสะสมเป็นรายปีหักด้วยผลตอบแทนของตลาดรายวันสะสมเป็นรายปีอัตราผลตอบแทนของหุ้นปีเพิ่มทุน เริ่มต้นจากไตรมาสก่อนการเพิ่มทุน ถึง ไตรมาสที่สองหลังการประกาศเพิ่มทุน

ส่วน ก: ค่าทางสถิติผลตอบแทนของหุ้นตามวิธี raw return				
	-1	0	+1	+2
ค่าเฉลี่ย	-0.2044	-0.2236	-0.2673	-0.0669
ค่ามัธยฐาน	-0.2532	-0.3219	-0.2976	-0.1649
ค่าเบี่ยงเบน	0.3507	0.5232	0.4758	0.5906

ส่วน ข: ค่าทางสถิติผลตอบแทนของหุ้นตามวิธี market model				
	-1	0	+1	+2
ค่าเฉลี่ย	-0.1733	-0.2130	-0.2257	-0.3450
ค่ามัธยฐาน	-0.0772	-0.1111	-0.1378	-0.1909
ค่าเบี่ยงเบน	0.2805	0.2618	0.2555	0.3546

ส่วน ค: ค่าทางสถิติผลตอบแทนของหุ้นตามวิธี mean-adjusted model				
	-1	0	+1	+2
ค่าเฉลี่ย	-0.1992	-0.2638	-0.2698	-0.3150
ค่ามัธยฐาน	-0.1196	-0.1853	-0.2046	-0.2509
ค่าเบี่ยงเบน	0.2033	0.2288	0.1989	0.2168

ส่วน ง: ค่าทางสถิติผลตอบแทนของหุ้นตามวิธี market-adjusted model				
	-1	0	+1	+2
ค่าเฉลี่ย	0.0117	0.0790	-0.0663	0.0365
ค่ามัธยฐาน	-0.0373	-0.0130	-0.1027	-0.0084
ค่าเบี่ยงเบน	0.4113	0.4951	0.5013	0.5220

ตารางที่ 4.7
ผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นหลังเพิ่มทุนปีแรกกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจ
ของฝ่ายบริหาร ณ ปีเพิ่มทุน

ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหุ้นหลังเพิ่มทุนปีแรกกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหารปีเพิ่มทุน สมการถดถอยที่ใช้ทดสอบ ได้แก่

$$AR_t = a + b_1 UE_t + b_2 DISC_0 + b_3 SGRO_0 + \varepsilon_{it}$$

ตัวแปรตาม AR_t คือผลตอบแทนของหุ้นปีแรกหลังเพิ่มทุนผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นหาจาก 3 วิธีได้แก่ วิธี Market model, Mean-adjusted return และ Market-adjusted return อัตราผลตอบแทนของหุ้นปี1 ประกอบไปด้วยไตรมาส 3 ถึงไตรมาส 6 ตัวแปรอิสระได้แก่ $DISC_0$ การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจผู้บริหารปีเพิ่มทุน UE_t คือ ค่าประมาณการณความผิดพลาดในสมการถดถอยของการเปลี่ยนแปลงกำไรปีหลังการเพิ่มทุน กับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย $SGRO_0$ คืออัตราการเติบโตของยอดขายปีเพิ่มทุน หาได้จากการเปลี่ยนแปลงของอัตราการเติบโตของยอดขายจากปีก่อนการเพิ่มทุนถึงปีเพิ่มทุน ทุกสมการถดถอยจะรวมค่าลอการิทึมขนาดของบริษัท และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางตลาดของหุ้นสามัญ (book-to-equity ratio) ณ จุดสุดท้ายก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุนเป็นตัวแปรควบคุม ทุกสมการถดถอยยกเว้นตัวอย่างที่มีผลตอบแทนของหุ้นที่เกิน150% นอกจากนี้รวมถึงมูลค่าการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย ที่เป็นค่าสัมบูรณ์ที่เกิน 100% ตัวเลขที่อยู่ในวงเล็บแสดงค่า t-statistics

Independent variable	Dependent variable					
	Market model	Mean-adjusted return	Market-adjusted return	Market model	Mean-adjusted return	Market-adjusted return
<i>CONSTANT</i>	-0.2258*** (-8.5129)	-0.2724*** (-13.7459)	-0.0748 (-1.4522)	-0.2281 (-0.8810)	-0.5205 (-2.7253)	0.2873 (0.6037)
UE_t	-0.1934 (-1.1707)	-0.1345 (-1.1707)	-0.4203 (-1.2971)	-0.2175 (-1.2491)	-0.1315 (-1.1008)	-0.3951 (-1.2307)
$DISC_0$	0.0042 (0.0499)	0.0461 (0.7444)	-0.1922 (-1.1952)	0.0082 (0.0894)	0.0641 (0.9672)	-0.1231 (-0.7508)
$SGRO_0$				0.0942 (0.7079)	0.1571 (1.5857)	0.7760*** (2.9320)
<i>N</i>	97	105	96	94	101	93
R^2	1.43%	1.82%	3.47%	2.21%	6.17%	10.95%
<i>Adjust R²</i>	-0.66%	-0.10%	1.39%	-3.34%	1.23%	5.83%

- *** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99%
- ** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95%
- * มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 90%



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.8

ผลตอบแทนของหุ้น ณ ปีแรกหลังการเพิ่มทุน และปีที่สองหลังการเพิ่มทุน กับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจผู้บริหาร ณ ปีเพิ่มทุน

ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหุ้นกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจผู้บริหาร โดยคอลัมน์ 1 ถึง 4 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนเกินปกติ 1 ปีหลังการเพิ่มทุนกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย โดยดุลยพินิจผู้บริหารความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหุ้น ณ ปีที่ 1 หลังการเพิ่มทุนและ ปีที่ 2 หลังการเพิ่มทุน กับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหารปีเพิ่มทุน และ คอลัมน์ที่ 5 ถึง คอลัมน์ที่ 8 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนเกินปกติปีที่ 2 กับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจผู้บริหารปีเพิ่มทุน สมการถดถอยที่ใช้ทดสอบ ได้แก่

$$AR_t = a + b_1 DISC_0 + b_2 SGRO_0 + \mathcal{E}_{it}$$

ตัวแปรตามได้แก่ผลตอบแทนของหุ้น 1 ปีหลังการเพิ่มทุน ผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นมาจาก 3 วิธีได้แก่ วิธี Market model, Mean-adjusted return และMarket-adjusted return อัตราผลตอบแทนของหุ้น 1 ปีหลังการเพิ่มทุน ประกอบไปด้วยไตรมาส 3 ถึงไตรมาส 6 ตัวแปรอิสระได้แก่ การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจผู้บริหารปีเพิ่มทุน อัตราการเติบโตของยอดขายปีเพิ่มทุน หากจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราการเติบโตของยอดขายจากก่อนปีเพิ่มทุน ถึงปีเพิ่มทุน โดยทุกสมการถดถอยจะรวมค่าลอการิทึมขนาดของบริษัท และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางตลาดของหุ้นสามัญ (book-to-equity ratio) ณ จุดสุดท้ายก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุนเป็นตัวแปรควบคุม ทุกสมการถดถอยจะยกเว้นตัวอย่างที่มีผลตอบแทนของหุ้นที่มากกว่า 150% นอกจากนี้รวมถึงมูลค่าการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย และการเปลี่ยนแปลงกำไรที่เป็นค่าสัมบูรณ์ที่เกิน 100% ตัวเลขที่อยู่ในวงเล็บแสดงค่า t-statistic

Independent variable	Dependent variable							
	Raw return	Market model	Mean-adjusted return	Market-adjusted return	Raw return	Market model	Mean-adjusted return	Market-adjusted return
Constant	0.2125 (0.4632)	-0.2377 (-0.9536)	-0.4784*** (-2.6318)	0.2870 (0.6044)	-0.0575 (-0.0975)	-0.6032* (-1.6707)	-0.6063*** (-3.1342)	-0.9217* (-1.8974)
DISC ₀	-0.0637 (-0.3986)	-0.0185 (-0.2103)	0.0658 (1.0279)	-0.1482 (-0.9146)	0.3440* (1.6825)	-0.0386 (-0.3170)	0.1620** (2.4038)	0.4016** (2.3225)
SGRO ₀	0.3753 (1.6007)	0.0881 (0.6710)	0.1522 (1.5634)	0.7328*** (2.7989)	-0.2013 (-0.6644)	0.1448 (0.7748)	0.0997 (0.9755)	-0.2879 (-1.1270)
N	96	97	105	94	86	83	99	90
R ²	3.63%	1.05%	5.24%	9.34%	4.43%	2.10%	8.71%	9.75%

*** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% ** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% * มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 90%

ตารางที่ 4.9

ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของราคาหุ้นตามวิธี Market adjust return ตั้งแต่เดือน 1 ถึงเดือน 4 หลังการประกาศเพิ่มทุนกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย โดยดุลยพินิจ ของฝ่ายบริหาร ณ ไตรมาสก่อนการเพิ่มทุน

ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นหลังการเพิ่มทุน 4 เดือนนับจากวันประกาศเพิ่มทุนกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย ณ ไตรมาสก่อนการเพิ่มทุน สมการถดถอยทดสอบที่ใช้ ได้แก่

$$AR_t = a + b_1 DISCQ_{-t} + \varepsilon_{it}$$

ตัวแปรตามได้แก่ AR_t ผลตอบแทนของหุ้นเดือน 1 ถึงเดือน 4 ตามวิธี market-adjusted return จำนวนโดย

$$\prod_{i=1}^t (1 + R_i) - \prod_{m=1}^t (1 + R_m)$$

โดย R_{it} = อัตราผลตอบแทนของหุ้นบริษัท i ณ ช่วงเวลา t
 R_m = อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ช่วงเวลา t

ตัวแปรอิสระ ($DISCQ_{-t}$) คือ การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจผู้บริหารปีไตรมาสก่อนการเพิ่มทุนการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของผู้บริหารในไตรมาสก่อนการประกาศเพิ่มทุน จำนวนจากค่าความแตกต่างระหว่างการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายที่เกิดขึ้นจริงหักด้วยการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายที่ประมาณการได้ ปรับค่าด้วยสินทรัพย์รวม ณ ต้นงวด

Independent variable	Dependent variable			
	AR ₁	AR ₂	AR ₃	AR ₄
Constant	0.0100 (0.4503)	0.0598** (2.3000)	-0.0238 (-1.3650)	-0.0064 (-0.3409)
DISCQ _{-t}	0.0572 (0.3066)	-0.2019 (-0.9180)	0.1166 (0.7942)	-0.0728 (-0.4572)
N	108	109	108	109
R ²	0.08%	0.78%	0.59%	0.19%
Adjust R ²	-0.85%	-0.15%	-0.35%	-0.74%

*** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99%

** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95%

* มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 90%

จากตารางที่ 4.8 ทดสอบความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายปีที่เพิ่มทุน กับผลตอบแทนของหุ้นหลังเพิ่มทุน 2 ปีแรก เพื่อจะทดสอบว่าการจัดการกำไรสามารถอธิบายผลตอบแทนที่เกิดขึ้นได้หรือไม่ โดยใน 4 คอลัมน์แรกทดสอบสมการถดถอยการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายกับผลตอบแทนของหุ้น ปีแรกหลังเพิ่มทุน โดยใช้วิธีหาผลตอบแทน 4 วิธี ผลการทดสอบพบว่า การเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่ายไม่สามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนของหุ้นได้ แต่อย่างไรก็ตามแนวโน้มความสัมพันธ์ตามวิธี raw return ,market model และmarket adjusted return มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายแต่ไม่มีนัยสำคัญซึ่งอาจจะกล่าวโดยนัยได้ว่านักลงทุนบางส่วนโดนบิดเบือนข้อมูลในช่วงการประกาศเพิ่มทุน ส่วน 4 คอลัมน์สุดท้ายทดสอบโดยใช้สมการถดถอยการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายกับผลตอบแทนของหุ้น ปีที่สองหลังเพิ่มทุน โดยมีตัวแปรควบคุม คือค่าลอการิทึมของมูลค่าตลาด กับอัตราส่วนมูลค่าทางตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี พบว่า การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหุ้นตามวิธี raw return, market model และmarket adjusted return ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% และ 90% ตามลำดับ สามารถอธิบายได้ว่าผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นปีแรกหลังการเพิ่มทุนที่มีค่าเป็นลบ แสดงว่านักลงทุนบางส่วนถูกบิดเบือนข้อมูลช่วงออกหุ้นเพิ่มทุน และการเปลี่ยนแปลงกำไรของบริษัทในปีแรกหลังเพิ่มทุนก็ลดลง ผิดจากที่นักลงทุนคาดการณ์ว่าบริษัทจะดีต่อไปในอนาคตส่งผลให้นักลงทุนคาดหวังผลตอบแทนในปีที่สองหลังเพิ่มทุนลดลง แต่สิ่งที่เกิดขึ้นคือนักลงทุนอาจคาดการณ์ผลตอบแทนที่คาดหวังต่ำมาก แต่ผลที่เกิดขึ้นจริงกลับเป็นว่าผลตอบแทนต่ำแต่ไม่เท่ากับที่นักลงทุนคาดหวังส่งผลให้เกิดการ overreact ผลตอบแทนเกินปกติจึงมีค่าเป็นบวกกับการจัดการกำไร ซึ่งหากมองอีกนัยหนึ่งอาจสรุปได้ว่านักลงทุนอาจไม่ทราบว่ามีการจัดการกำไรในปีที่เพิ่มทุน จึงเกิดผลตอบแทนเกินปกติขึ้นแต่เป็นไปในทิศทางเดียวกับการจัดการกำไร

เนื่องจากตลาดในประเทศไทยมีลักษณะ โครงสร้างที่แตกต่างจากสหรัฐอเมริกา ซึ่งการวัดผลตอบแทนเกินปกติในช่วง 1 ปี อาจทำให้ไม่เห็นผลการเปลี่ยนแปลง เพื่อตรวจสอบความถูกต้องจึงทดสอบช่วงเวลาสั้น ๆ หลังการประกาศเพิ่มทุนเลย ดังนั้นนำการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย ณ ไตรมาสก่อนเพิ่มทุน ทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติของหุ้น 4 เดือนหลังจากวันประกาศเพิ่มทุน โดยใช้สมการถดถอยกำลังสองน้อยที่สุด ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับผลตอบแทนเกินปกติแม้ว่าจะทดสอบในช่วงสั้นๆ ก็ตาม และลักษณะนักลงทุนในประเทศไทยมักเป็นการลงทุนระยะสั้นเพื่อเก็งกำไร ดังนั้นปัจจัยที่นักลงทุนใช้ในการลงทุนอาจเป็นเพียงภาพรวมของบริษัทมากกว่ารายการที่ซับซ้อนทางบัญชี

นอกจากทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นหลังการเพิ่มทุนกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ศึกษาปัจจัยอื่นที่อาจมีผลต่อผลตอบแทนของหุ้น ภาย

ได้แนวคิดที่ว่าผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นน่าจะมีความสัมพันธ์ที่เป็นบวกกับกำไรของบริษัท นั่นคือ นักลงทุนจะใช้กำไรในอดีต และปัจจุบันของบริษัทในการตัดสินใจลงทุน จากตารางที่ 4.10 ใช้สมการถดถอยทดสอบโดยแบ่งออกเป็น 3 ส่วน โดยส่วนแรกพบความสัมพันธ์ที่เป็นบวกระหว่างกำไรปีเพิ่มทุนกับผลตอบแทนเกินปกติของหุ้น แต่การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนเกินปกติปีแรกได้ โดยผลตอบแทนเกินปกติหาจากวิธี market model mean-adjusted return และ market-adjusted return โดยผลตอบแทนเกินปกติ 2 วิธีแรก มีระดับนัยสำคัญที่ 99% ส่วนผลตอบแทนวิธีสุดท้าย มีความสัมพันธ์ที่เป็นบวก ณ ระดับความเชื่อมั่น 90% 3 คอลัมน์ถัดมาเปลี่ยนตัวแปรเป็นความสามารถในการทำกำไรปีแรกหลังการเพิ่มทุน พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของกำไรปีที่แรก ต่อผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นมีค่าเป็นบวก ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% สำหรับผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นตามวิธี mean-adjusted return ในส่วนของผลตอบแทนตามวิธี market model และ market-adjusted return มีความสัมพันธ์ที่เป็นบวก แต่ไม่มีนัยสำคัญ ส่วน 3 คอลัมน์สุดท้ายทดสอบสมการถดถอยโดยรวมตัวแปรกำไร ณ ปีเพิ่มทุน และปีแรกหลังเพิ่มทุน อัตราการเติบโตของยอดขายปีที่เพิ่มทุน ในการอธิบายด้วย พบว่าความสามารถในการทำกำไรในปีเพิ่มทุน ตามวิธี market model ,mean-adjusted return ยังคงอธิบายความสัมพันธ์ที่เป็นบวกกับผลตอบแทนเกินปกติของหุ้น ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% และการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย โดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบแต่ไม่มีนัยสำคัญเช่นกัน

สรุป การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของปีเพิ่มทุนสามารถอธิบายความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหุ้นหลังจากการเพิ่มทุนปีที่สองหลังการเพิ่มทุนภายใต้ตัวแปรควบคุมคือค่าลอการิทึมของมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ และอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตามตลาดของหุ้นสามัญ ว่าผลตอบแทนเกินปกติมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการจัดการกำไรซึ่งต่างจากงานวิจัยต่างประเทศที่กล่าวว่าหากมีการจัดการกำไรผลตอบแทนหลังออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแนวโน้มแยกลง นอกจากนี้ยังพบว่าความสามารถในการทำกำไรในปีที่เพิ่มทุนสามารถอธิบายผลตอบแทนของหุ้นถึงความสัมพันธ์ที่เป็นบวกกับอาจกล่าวได้ว่านักลงทุนสนใจความสามารถในการทำกำไรในอดีตของบริษัทมากกว่าที่จะเข้าไปดูถึงรายละเอียดที่ซับซ้อนในงบการเงินของบริษัท อย่างไรก็ตาม ผลที่ได้จากการทดสอบอยู่ภายใต้ข้อจำกัดของจำนวนตัวอย่างในการทดสอบที่มีเพียง 115 ตัว หากมีจำนวนข้อมูลมากกว่านี้อาจทำให้ผลการทดสอบต่างไปจากนี้ได้ งานวิจัยของ Black, Carnes and Narktabtee (2000) ศึกษาการจัดการกำไรในประเทศไทยกับการออกหุ้นสามัญแก่สาธารณชนครั้งแรกก็ไม่พบผลตอบแทนเกินปกติในช่วง 2 ปีแรกหลังการเพิ่มทุนพบว่าผลตอบแทนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับตลาด แต่พบผลตอบแทนเกินปกติในปีที่ 3 หลังเพิ่มทุน แต่อย่างไรก็ดีผลการศึกษามีความแตกต่างจากงานวิจัยในประเทศสหรัฐอเมริกา Teoh, Welch and Wong (1998) และ Rangan (1998) ที่กล่าวว่าบริษัทที่เพิ่มทุนมีการจัดการกำไรในช่วงก่อนการเพิ่มทุน

เพื่อให้บริการเงินของบริษัท และการกระทำนั้นส่งผลให้ผลประโยชน์ตอบแทนเกิน
ปกติหลังการเพิ่มทุนแล้ว



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.10

ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นปีแรกหลังการประกาศเพิ่มทุน

ตารางข้างล่างแสดงปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นปีแรกหลังการประกาศเพิ่มทุน สมการที่ใช้ทดสอบได้แก่

$$AR_{it} = a + b_1 DISC_{it} + b_2 ROA_{it} + b_3 ROA_{it} + b_4 SGRO_{it} + \epsilon_{it}$$

ตัวแปรตามได้แก่ผลตอบแทนของหุ้น 1 ปีหลังเพิ่มทุน โดยผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นหาจาก 3 วิธีได้แก่ วิธี Market model, Mean-adjusted return และ Market-adjusted return อัตราผลตอบแทนของหุ้น 1 ปีหลังการเพิ่มทุน ประกอบไปด้วยไตรมาส 3 ถึงไตรมาส 6 ตัวแปรอิสระได้แก่ การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจผู้บริหารปีเพิ่มทุน โดยที่ ROA_0 คือ ผลตอบแทนของสินทรัพย์ปีเพิ่มทุน ROA_1 คือ ผลตอบแทนของสินทรัพย์ 1 ปีหลังการเพิ่มทุน โดย อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม สำหรับปีเพิ่มทุน คำนวณได้จากผลรวมของกำไรสุทธิตั้งแต่ 1 ไตรมาสก่อนการเพิ่มทุน ถึง 2 ไตรมาสหลังการเพิ่มทุน และปรับค่าด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวดของ 4 ไตรมาส อัตราการเติบโตของยอดขายปีเพิ่มทุน หาได้จากการเปลี่ยนแปลงของอัตราการเติบโตของยอดขายจาก 1 ปีก่อนเพิ่มทุน ถึงปีเพิ่มทุน โดยทุกสมการถดถอยจะรวมค่าลอการิทึมขนาดของบริษัท และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางตลาดของหุ้นสามัญ (book-to-equity ratio) ณ งวดสุดท้ายก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุนเป็นตัวแปรควบคุม และทุกสมการจะยกเว้นตัวอย่างที่มีผลตอบแทนของหุ้นเกิน 150% นอกจากนี้รวมถึงมูลค่าการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย ที่เป็นค่าสัมบูรณ์ที่เกิน 100% ตัวเลขที่อยู่ในวงเล็บแสดงค่า t-statistics

ตารางที่ 4.10 (ต่อ)
ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นปีแรกหลังการประกาศเพิ่มทุน

Independent variable	Dependent variable								
	Market model	Mean- adjusted return	Market - adjusted return	Market model	Mean- adjusted return	Market - adjusted return	Market model	Mean- adjusted return	Market- adjusted return
<i>Constant</i>	-0.3291 (-1.4175)	-0.5731*** (-3.4822)	0.2355 (0.4876)	-0.2482 (-0.9895)	-0.5101*** (-2.7796)	0.2213 (0.4468)	-0.2658 (-1.0889)	-0.5539*** (-3.0788)	0.2713 (0.5665)
<i>DISC</i>	-0.0192 (-0.2338)	0.0338 (0.5767)	-0.2293 (-1.3778)	-0.0152 (-0.1693)	0.0307 (0.4691)	-0.2357 (-1.3600)	-0.0061 (-0.0700)	0.0268 (0.4220)	-0.1121 (-0.6696)
<i>ROA₀</i>	0.5885*** (3.0295)	0.5446*** (4.3787)	0.7606* (1.8800)				0.9035*** (3.5501)	0.5479*** (3.4540)	0.3919 (0.8059)
<i>ROA₁</i>				0.1963 (1.2445)	0.2527** (2.1466)	0.0664 (0.2138)	-0.0346 (-0.2012)	0.0742 (0.5934)	-0.3961 (-1.1571)
<i>SGRO₀</i>							-0.1273 (-0.9234)	-0.0044 (-0.0428)	0.7445** (2.5453)
<i>N</i>	100	108	97	97	104	96	94	101	93
<i>R²</i>	9.38%	18.17%	5.74%	1.72%	6.85%	2.18%	14.41%	18.16%	10.95%
<i>Adjust R²</i>	5.56%	14.99%	1.64%	-2.55%	3.09%	-2.11%	8.51%	12.94%	4.73%

*** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% ** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% * มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 90%

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

การศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้มุ่งความสนใจที่จะศึกษาว่ามีการจัดการกำไรในช่วงออกหุ้นเพิ่มทุนหรือไม่ โดยโยงความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของกำไร และผลตอบแทนของหุ้นปีแรกหลังการเพิ่มทุนเข้ากับตัวแปรในการวัดนั้นคือการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลพินิจของผู้บริหาร ณ ปีเพิ่มทุน โดยงานวิจัยหลายในต่างประเทศพบว่าการจัดการกำไรในช่วงการออกหุ้นเพิ่มทุน โดยใช้การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายอธิบายผลการดำเนินงานและผลตอบแทนของหุ้นว่ามีแนวโน้มที่แยกลงหลังการเพิ่มทุนได้

การศึกษาใช้จำนวนตัวอย่างการเพิ่มทุนจำนวน 115 บริษัท ในช่วงปีพ.ศ.2539 - พ.ศ. 2543 โดยแบ่งการทดสอบเป็น 2 ส่วน ส่วนแรกศึกษาการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีเพิ่มทุน สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงกำไรหลังการออกหุ้นเพิ่มทุนได้หรือไม่ ผลการทดสอบพบการจัดการกำไรในปีที่เพิ่มทุนมีความสัมพันธ์เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการเปลี่ยนแปลงกำไร นั่นคือ มีการจัดการกำไรปีเพิ่มทุน ส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงกำไรในปีนั้นเพิ่มขึ้นเช่นกัน แต่ไม่พบความสัมพันธ์การเปลี่ยนแปลงของกำไรหลังการเพิ่มทุนในปีที่ 1 กับการจัดการกำไรตามงานวิจัยของ Rangan (1998) ส่วนตัวแปรการเติบโตของยอดขายของบริษัท ณ ปีที่เพิ่มทุนแนวโน้มที่เป็นลบกับการเปลี่ยนแปลงกำไรใน 2 ปีแรกหลังเพิ่มทุนแต่ไม่มีนัยสำคัญ

ส่วนที่ 2 ทดสอบเกี่ยวกับผลตอบแทนของหุ้นปีแรกและปีที่สองหลังการเพิ่มทุน กับการจัดการกำไรปี 0 ใช้วิธีการคำนวณหาผลตอบแทน 4 วิธีได้แก่ raw return, mean-adjusted return, market model, market-adjusted return เพื่อตรวจสอบความถูกต้อง แนวโน้มความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นหลังเพิ่มทุนปีแรกกับการจัดการกำไรเป็นลบแต่ไม่มีนัยสำคัญ นอกจากนี้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นปีสองหลังเพิ่มทุนกับการจัดการกำไร พบว่ามีความสัมพันธ์เป็นบวกต่อกันเนื่องจากนักลงทุนคาดการณ์จากปีแรกหลังเพิ่มทุนว่าบริษัทมีผลประกอบการที่แยกลงจากการที่กำไรของบริษัทลดลงแต่การคาดการณ์นั้นมากกว่าที่ตลาดเกิดขึ้น ส่งผลให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนเกินปกติจากการจัดการกำไรไป นอกจากนี้การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนเกินปกติในช่วง 4 เดือนแรก หลังการประกาศเพิ่มทุนกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ไตรมาสก่อนการเพิ่มทุนผลการศึกษายังคงไม่พบความสัมพันธ์ของผลตอบแทนเกินปกติในช่วง 4 เดือนแรก หลังการประกาศเพิ่มทุนกับ

การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ไตรมาสก่อนการเพิ่มทุน การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ไม่สามารถอธิบายถึงผลตอบแทนของหุ้นสามัญหลังการเพิ่มทุนได้ ต่างจากงานวิจัยของ Rangan (1998) ที่กล่าวว่าหากมีการตกแต่งกำไรก่อนการเพิ่มทุนจะส่งผลให้ผลตอบแทนของหุ้นลดลงหลังการเพิ่มทุน แต่ผลจากการศึกษากลับคล้ายงานวิจัยของ Black, Carnes and Narktabtee (2000) ศึกษาการจัดการกำไรของบริษัทในประเทศไทยที่ไม่พบผลตอบแทนเกินปกติใน 2 ปีแรกหลังการเพิ่มทุน

นอกจากนี้ทดสอบปัจจัยอื่นที่มีผลต่อผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นหลังเพิ่มทุน พบว่ากำไร ณ ปีที่เพิ่มทุนสามารถอธิบายความสัมพันธ์ที่เป็นบวกกับผลตอบแทนได้ อย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่าถ้าความสามารถในการทำกำไรของบริษัทดีจะดึงดูดให้นักลงทุนเข้ามาลงทุนส่งผลให้ผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นเพิ่มขึ้นได้

สรุปว่ามีการจัดการกำไรในช่วงการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน จากปีที่มีการออกหุ้นสามัญ ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายกับการเปลี่ยนแปลงกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวก เหมือนกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าช่วงก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุนจะมีการเพิ่มกำไรเพื่อดึงดูดนักลงทุน แต่หลังการเพิ่มทุนไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของกำไรด้วยการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายได้ นอกจากนี้ พบความสัมพันธ์สำหรับผลตอบแทนของหุ้นหลังการเพิ่มทุน 2 ปีกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของผู้บริหาร ณ ปีเพิ่มทุน การทดสอบยังสะท้อนได้ว่านักลงทุนในประเทศไทยสนใจเพียงแต่กำไรของบริษัทในการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้คำนึงถึงส่วนประกอบตัวอื่นที่มีความซับซ้อนในงบการเงิน เช่นการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย หรือมองอีกแง่หนึ่งคือนักลงทุนได้รวมการจัดการกำไรเข้าไปในผลตอบแทนที่คาดหวังแล้ว

5.2 ข้อจำกัดในการวิจัย

1. ข้อมูลหุ้นสามัญเพิ่มทุนในงานวิจัยฉบับนี้ อยู่ระหว่างปีพ.ศ. 2539-2543 เป็นช่วงที่ประเทศไทยเกิดวิกฤตทางการเงิน แต่การทดสอบไม่สามารถขยายช่วงเวลาการทดสอบให้มากขึ้นหรือทดสอบในช่วงเวลาอื่นๆ เนื่องจากข้อจำกัดการใช้ข้อมูลงบการเงิน ซึ่งหากทดสอบในช่วงเวลาที่มากกว่านี้หรือทดสอบในช่วงเวลาอื่น อาจทำให้ผลการศึกษาดูแตกต่างออกไปจากงานวิจัยฉบับนี้
2. ค่าเบต้า (β) ซึ่งเป็นตัวแปร (Parameter) ของสมการ market model ที่นำมาทดสอบอาจไม่ใช่ค่าคงที่ตลอดเวลาในการทดสอบ หากค่าเบต้า (β) เปลี่ยนแปลงตลอดเวลา (non-stationary) ค่าความผิดพลาดของหุ้นแต่ละบริษัทที่คำนวณได้ อาจเป็นค่าที่คลาดเคลื่อนได้

5.3 ข้อเสนอแนะ

ผลการทดสอบจากการศึกษาเป็นผลตามวิธีการ ข้อยกจำกัด สำหรับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เท่านั้น หากต้องการทดสอบเพิ่มเติมในอนาคตอาจพิจารณาเปลี่ยนแปลงเรื่องดังต่อไปนี้

1. จำนวนตัวอย่างของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปมีจำนวนน้อย ในอนาคตหากมีข้อมูลหุ้นสามัญเพิ่มทุนเพิ่มขึ้นควรแยกบริษัทที่ประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบเสนอขายแก่ประชาชนออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบขายแก่บุคคลเฉพาะเจาะจงและขายแก่ผู้ถือหุ้นเดิมออกจากกันทำให้เห็นผลการศึกษาชัดเจนขึ้น
2. การประมาณการการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของผู้บริหาร โดยวิธีอื่น เช่น การประมาณการการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายที่เกิดขึ้นตามปกติจากบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน และมีจำนวนสินทรัพย์อยู่ในระดับใกล้เคียงกัน เป็นต้น
3. งานวิจัยที่ผ่านมา พบว่า ณ ระดับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายที่ต่างกันก็ทำให้ผลการวิจัยต่างกันด้วย ดังนั้นในอนาคต ควรแบ่งข้อมูลการการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับเป็นช่วงมากและน้อย เพื่อทดสอบถึงความแตกต่างระหว่างข้อมูลทั้ง 2 ช่วง
4. การทดสอบนี้นำเอาแต่ข้อมูลงบการเงินมาใช้ในการทดสอบ ไม่ได้คำนึงถึงปัจจัยภายนอกซึ่งอาจจะมีผลต่อการทดสอบ ดังนั้นควรนำปัจจัยภายนอกเข้ามาในการวิเคราะห์ด้วย เช่น การทำนายการเติบโตของบริษัทจากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

ฉันทลักษณ์ ณ ป้อมเพชร, เขวามาลัย เมธาภิรักษ์ และ ศรีเพ็ญ ทรัพย์มันชัย. 2541. สถิติเพื่อการวางแผน. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

ภาษาอังกฤษ

Anchalee Ngamwutikul. 2002. Operating performance in seasoned equity firms: Evidence from Thailand. Master of science program in finance, Faculty of Commerce and Accountancy, Thammasat University.

Black, L., Carnes, A., and Narktabtee K. 2000. Earning management around initial public offerings in Thailand. Working paper, University of Arkansas.

Breton, G., Stolowy, H. 2000. A framework for the classification of accounts manipulations.

Balabat, C.A. M., and Lim., Y. C. 2002. Earning management and share market performance: further evidence from equity carve-outs. Working paper, University of New South Wales.

Dechow, P. M. 1994. Accounting earnings and cash flow as measures of firm performance: The role of accounting accruals. Journal of Accounting and Economics 18(1): 3-40.

DuCharme, L., Malatesta, H., Sefcik E. 2000. Earning management: IPO valuation and subsequent performance. Working paper, University of Washington school of business.

Jones, Jennifer J. 1991. Earnings management during import relief investigations. Journal of Accounting Research 29: 193-228.

Loughran, T., Ritter, J. 1997. The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. Journal of Finance 52: 1823-1850.

McNichols, F. M. 2000. Research design issues in earnings management studies. Journal of Accounting and public Policy 19: 313-345.

Pichai Lertsupongkit. 2001. Thai stock market's reaction to equity offering announcements. Master of science program in finance, Faculty of Commerce and Accountancy, Thammasat University.

Rangan, S. 1998. Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. Journal of Financial Economics 50: 101-122.

Teoh, S., Welch, I., Wong, T. 1998. Earnings management and the under- performance of seasoned equity offerings. Journal of Financial Economics 50: 63-99.

Teoh, S., Welch, I., Wong, T. 1998. Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. Journal of Finance 53: 1935-1974.



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตาราง ผ.1.
รายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษา

แสดงรายชื่อหลักทรัพย์ที่ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในช่วงปี พ.ศ.2539 –พ.ศ.2543

AA	KRP	SINGER
ADVANC	LH	SIRI
AFC	LOXLEY	SMC
AMARIN	LST	SPP
APC	MAKRO	SSI
BANPU	MALEE	SSPORT
BGH	MATI	STA
BH	MBK-PD	STECON
BIG C	MHOME	SUNTEC
BJC	MK	SUPALAI
BNC	MODERN	SVI
CAPE	NATION	SYNTEC
CK	APURE	TCCC
CM	NFC	TCMC
CNT	NOBLE	TCP
CPF	N-PARK	TEIC
CSC	NWR	TF
CTW	OCC	TFI
CVD	PA	TGP
DCC	PCM	TGPRO
DELTA	PDI	T-LUXE
D-MARK	PERFEC	TNL
DOI	PG	TNPC
DTC	MFG	TPC
DTM	PUMPUI	TPCORP
EASTAR	POST	TPI
FSTAR	PTTEP	TPIPL
GOLD	QH	T-RUBB
HANA	RANCH	TUF
HTC	RCL	TUNTEX
UBC	RGR	UNIVES
IEC	ROJANA	UTL
IRC	SAFARI	UV
JASMIN	SAMART	VARO
JCC	SATTLE	VNG
KARAT	SCCC	VNT
KCE	SE-ED	WACOAL
KKC	SHIN	
KMC	SIAM	

ตาราง ผ.2

วิธีคำนวณการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย

กำไรสุทธิที่อยู่ในงบกำไรขาดทุนนั้นประกอบไปด้วย ส่วนที่เป็นเงินสดในงวดกับส่วนที่ไม่ใช่เงินสด โดยการจัดการกำไรกระทำผ่านทางรายการส่วนที่ไม่ใช่เงินสด ซึ่งตัวแปรในการวัดการจัดการกำไร คือการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

วิธีการคำนวณการจัดการกำไร ใช้วิธีการทดสอบช่วงเหตุการณ์ (Event study) ตามแบบจำลองของ modified Jones (1991) โดยคำนวณการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร จากความแตกต่างระหว่างค่าการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่ายรวมที่เกิดขึ้นจริงกับค่าการเปลี่ยนแปลงของการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายจากการดำเนินงานทางธุรกิจที่ประมาณการได้จากสมการตามวิธีต่อไปนี้

คำนวณการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายระยะสั้นโดยรวม เป็นการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ระยะสั้นที่ไม่ใช่เงินสด ลบด้วยการเปลี่ยนแปลงของหนี้สินระยะสั้น การจัดการกำไรเพื่อให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีนั้นต้องพยายามจัดการส่วนรายได้ให้มาก และเลื่อนค่าใช้จ่ายออกไป ดังสมการข้างล่าง

$$ACC = (\Delta CA - \Delta CASH) - (\Delta CL - \Delta STD)$$

- ΔCA การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียน
 $\Delta CASH$ การเปลี่ยนแปลงของเงินสด
 ΔCL การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียน
 ΔSTD การเปลี่ยนแปลงของหนี้ระยะยาวที่ครบกำหนดชำระในปี

หนี้ระยะยาวที่ครบกำหนดชำระในปีไม่มีผลต่อการคำนวณกำไรสุทธิ ดังนั้นจึงลบการเปลี่ยนแปลงของหนี้ระยะยาวที่ครบกำหนดชำระใน 1 ปีออกจากตัวหนี้สินระยะสั้น หากไม่มีข้อมูลกำหนดให้รายการนี้เป็นศูนย์

การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายจากการดำเนินงานตามวัฏจักรทางธุรกิจ (Non-discretionary accruals) คำนวณจากสมการถดถอยเชิงเส้นกำลังสองน้อยที่สุดของการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่ายรวมเพื่อประมาณค่าสัมประสิทธิ์

ขั้นแรกประมาณการการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายบันทึกรวมที่ไม่เกี่ยวข้องกับตกแต่งกำไร นั่นคือถ้าบริษัทมีการเติบโต ทั้งไม่ว่าจะเป็นยอดขายหรือค่าใช้จ่ายก็ต้องการเงินทุนหมุนเวียนเพิ่มในการดำเนินงาน ดังนั้นการประมาณจะใช้ช่วงก่อนการเพิ่มทุนสำหรับแต่ละบริษัท ดังสมการข้างล่าง

ตาราง ผ.2(ต่อ)

วิธีคำนวณการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย

$$\frac{ACC_{it}}{TA_{i,t-1}} = a_{0i} \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + a_{1i} \left(\frac{\Delta SALES_{it}}{TA_{i,t-1}} \right) + a_{2i} \left(\frac{\Delta COGS_{it}}{TA_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{jt} \quad (1)$$

โดย $\Delta SALES$ การเปลี่ยนแปลงของยอดขายสำหรับบริษัท i ในไตรมาส t
 $\Delta COGS$ การเปลี่ยนแปลงของต้นทุนขายสำหรับบริษัท i ในไตรมาส t

แต่ละบริษัทต้องมีข้อมูลอย่างน้อย 6 ไตรมาสติดต่อกันนับจากไตรมาส -4 แต่ละบริษัทจะมีจุดข้อมูลเริ่มต้นที่แตกต่างกัน เนื่องจากแต่ละบริษัทมีข้อมูลย้อนหลังไม่เท่ากัน ช่วงเวลาที่ใช้ประมาณมีข้อมูลเฉลี่ย 14 ไตรมาส และช่วงประมาณการณการมีช่วงตั้งแต่ 31 ไตรมาส ถึง 6 ไตรมาส

ต่อไปคำนวณ ณ ช่วงที่มีการเพิ่มทุน (Event period) เริ่มต้นไตรมาส -1 ถึงไตรมาส 2 การประมาณค่าสัมประสิทธิ์จากสมการถดถอยเชิงเส้นสมการ (1) นำค่าสัมประสิทธิ์แทนค่าในสมการ จากแนวคิดที่ว่าถ้ามีการจัดการกำไรจะเพิ่มกำไรผ่านทางยอดขายเชื่อและลูกหนี้การค้า ดังนั้นจึงปรับลดผลกระทบจากการจงใจทำรายการพึงรับพึงจ่ายโดยการเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้ ลบออกจากการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย

$$NDISC_{ip} = \hat{a}_{0i} \left(\frac{1}{TA_{i,p-1}} \right) + \hat{a}_{1i} \left(\frac{\Delta SALES_{ip} - \Delta A/R_{ip}}{TA_{i,p-1}} \right) + \hat{a}_{2i} \left(\frac{\Delta COGS_{ip}}{TA_{i,p-1}} \right) \quad (2)$$

โดย $\hat{a}_{0i}, \hat{a}_{1i}, \hat{a}_{2i}$ หาได้จากการประมาณค่าสัมประสิทธิ์จากสมการ (1)

$\Delta A/R_{ip}$ การเปลี่ยนแปลงของรายการลูกหนี้การค้าในไตรมาส p สำหรับบริษัท i

สุดท้ายคำนวณการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดูคลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary accruals) ตามสมการข้างล่าง

$$DISC_{ip} = \frac{ACC_{ip}}{TA_{i,p-1}} - NDISC_{ip} \quad (3)$$

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาวแวววัน ปรางค์ธวัช เกิดวันที่ 12 มีนาคม พ.ศ.2523 จังหวัดขอนแก่น สำเร็จการศึกษาระดับมัธยมศึกษาตอนปลายจากโรงเรียนขอนแก่นวิทยายน ในปีการศึกษา 2539 จบการศึกษาระดับปริญญาตรีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีสาขาการเงินมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ปีการศึกษา 2543 และเข้าศึกษาต่อในหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย เมื่อพ.ศ. 2544



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย