

## ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกและการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)

Determinants of Initial Return of Initial Public Offering and Earning Management  
Companies Listed on the Market for Alternative Investment (mai)

จิราภรณ์ จันทรวงษ์<sup>1\*</sup> พัทธนันท์ เพชรเชิดชู<sup>2</sup> ศิริเดช คำสุพรหม<sup>3</sup> พนารัตน์ ปานมณี<sup>4</sup>

<sup>1,2,3</sup>วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

<sup>4</sup>คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยศิลปากร

Jiraporn Jantarawong<sup>1\*</sup> Pattanant Petchchedchoo<sup>2</sup> Siridech Kumsuprom<sup>3</sup> Panarat Panmanee<sup>4</sup>

<sup>1,2,3</sup>College of Innovation Business and Accountancy, Dhurakij Pundit University

<sup>4</sup>Faculty of Management Science, Silpakorn University

\*Corresponding Author E-mail: jjantarawong@gmail.com

(Received: September 5, 2022; Revised: November 4, 2022; Accepted: January 23, 2023)

### บทคัดย่อ

การวิจัยในครั้งนี้มุ่งศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนครั้งแรก และความสัมพันธ์กันระหว่างการจัดการกำไรโดยใช้ดุลยพินิจผู้บริหารกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนครั้งแรกใน พ.ศ. 2557 - 2561 กลุ่มตัวอย่างเป็นกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชนครั้งแรกระหว่าง พ.ศ. 2557 - 2561 จำนวน 56 บริษัท และสถิติที่ใช้ในงานวิจัยนี้คือการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ

ผลการศึกษาพบว่าอัตราการเติบโตของยอดขาย (2 ปีก่อนเข้าตลาด) และอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับ .05 อัตราการเติบโตของยอดขาย (3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (2 ปีก่อนเข้าตลาด) ไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก และการจัดการกำไรไม่มีความสัมพันธ์กัน

**คำสำคัญ:** ผลตอบแทนเริ่มแรก, หลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก, การจัดการกำไรตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

## Abstract

The purposes of this research were to study about factors of initial returns of initial public offerings on financial and the relevant of earnings management regarding discretionary accruals (DCA) of initial returns of initial public offerings on financial in 2014 – 2018. The sample group used as companies listed on the market for alternative Investment of 56 companies. The statistics used in this research analysis are multiple regression analysis.

The results indicated that, the Sales Growth return 2Y and EBITDA Growth return 3Y affects to initial returns of initial public offerings on financial, with the statistically significant level of 0.05. In addition, the Sales Growth a return 3Y Earnings before Interest Taxes and Depreciation (EBITDA) Growth return 2Y showed no effects of initial returns of initial public offerings on financial. and the initial returns of initial public offerings on financial and the earnings management are no correlated with the statistically significant

**Keywords:** Initial Return, Initial Public Offering, Earning Management, Market for Alternative Investment

## บทนำ

ทุนเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญต่อการพัฒนาและการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศจะส่งผลต่อระดับรายได้และความเป็นอยู่ดีของประชาชนการเพิ่มขึ้นของการลงทุนจะส่งผลต่อการเพิ่มผลผลิต ภาวะการจ้างงาน และตัวแปรอื่น ๆ ในเศรษฐกิจมหภาค ตลาดการเงิน (Financial Market) เป็นแหล่งเงินทุนในด้านการระดมทุนของผู้ต้องการเงินทุนและเป็นแหล่งการปล่อยเงินทุนสำหรับผู้ที่ต้องการปล่อยเงินทุนส่วนเกินตลาดการเงินอำนวยความสะดวกแก่บุคคลทั้งสองฝ่ายสามารถทำธุรกรรมได้สะดวกขึ้นโดยมีสถาบันการเงินเป็นสื่อกลางในการระดมเงินออมจากประชาชน ภาคธุรกิจและภาครัฐบาล ตลาดทุนเป็นส่วนหนึ่งของตลาดการเงินมีบทบาทที่สำคัญอย่างยิ่งต่อการพัฒนาเศรษฐกิจไทยโดยเฉพาะตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นกลไกและช่องทางการระดมทุนของผู้ประกอบการธุรกิจให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุน

การออกจำหน่ายหลักทรัพย์แก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก (IPOs) เป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก บริษัทจะออกหุ้นเพิ่มเติมให้สาธารณชนทั่วไปเข้ามาลงทุนเป็นเจ้าของบริษัทเพื่อนำเงินทุนไปใช้ในการพัฒนาและการขยายธุรกิจโดยต้องดำเนินการตามขั้นตอนที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดเมื่อได้รับอนุญาตแล้วบริษัทสามารถเสนอขายหลักทรัพย์

IPO ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Securities Exchange of Thailand: SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (Market for Alternative Investment: MAI) ขึ้นอยู่กับทุนจดทะเบียนของบริษัท การจัดหาเงินทุนของบริษัทโดยการออกหุ้นสามัญจำหน่ายให้แก่ประชาชนเป็นครั้งแรกมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ซึ่งจะสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทได้รับความสำเร็จในการจัดหาเงินทุน และผู้ลงทุนได้รับประโยชน์จากผลตอบแทนจากการจำหน่ายหุ้นไอพีโอของบริษัทจดทะเบียน

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก เกิดจากการซื้อขายหุ้นไอพีโอในวันแรกมีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งหากนักลงทุนจองซื้อหุ้น IPO ในราคาจองและขายหุ้นที่จองในวันแรกที่ตลาดหลักทรัพย์อนุญาตให้สามารถซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ได้ นักลงทุนมักจะได้รับผลตอบแทนที่สูงมาก เช่น Beatty (1989) กล่าวว่ากำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าสามารถเกิดขึ้นได้ระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดการจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุน ผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะออกหนังสือชี้ชวน มีข้อมูลต่าง ๆ เกี่ยวกับบริษัท พยายามลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยการใช้ผู้ตรวจสอบบัญชีและผู้จัดการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียง ซึ่ง Kao, Wu & Yang (2009) เห็นด้วยกับแนวคิดนี้ การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่ต่ำกว่าราคาหุ้นจะเป็นการจูงใจให้นักลงทุนมาลงทุนในกิจการ ผู้บริหารของบริษัทยินยอมขายหุ้นของบริษัทในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงเพื่อเป็นการชดเชยความเสี่ยงให้กับนักลงทุน เนื่องจากหุ้นของบริษัทเป็นหุ้นใหม่ไม่เคยมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มาก่อนการระดมทุนผ่านการจัดจำหน่ายหุ้นให้แก่บุคคลภายนอกเป็นช่องทางสำคัญในการระดมทุนของกิจการ (พิมพ์ิศา พรหมมา, 2561)

การจัดการกำไร (Earning Management) คือ การจัดการรายงานทางการเงินโดยผู้บริหารใช้ดุลยพินิจเพื่อเปลี่ยนแปลงข้อมูลในรายงานทางการเงิน ผู้บริหารแสดงผลกำไรในระดับที่ทำให้ผู้ใช้งบการเงินพึงพอใจนำไปสู่การหาช่องว่างของมาตรฐานการบัญชี โดยเปลี่ยนแปลงตัวเลขในรายงานทางการเงินเพื่อให้มีผลกำไรตามที่ต้องการ สามารถแบ่งประเภทออกได้ 2 วิธี ได้แก่ 1) การเลือกใช้นโยบายการบัญชี และ 2) การตกแต่งรายการผ่านรายการคงค้าง (Accrual Transaction) ซึ่งวิธีแรกนั้นการเลือกใช้นโยบายการบัญชีโดยผู้บริหารมักถูกจำกัดขอบเขตโดยข้อกำหนดของสภาวิชาชีพ ได้แก่ มาตรฐานการบัญชี (Thai Accounting Standard) มาตรฐานการรายงานทางการเงิน (Thai Financial Reporting Standard) หรือแนวปฏิบัติทางการบัญชี (Thai Standard Interpretations Committee) ซึ่งข้อกำหนดเหล่านี้ถือเป็นเรื่องที่ผู้บริหารต้องปฏิบัติตามอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ มิฉะนั้นอาจส่งผลกระทบต่อความเห็นของผู้สอบบัญชีที่มีต่องบการเงินของบริษัทได้ ด้วยข้อจำกัดต่าง ๆ เหล่านี้ ทำให้หลากหลายงานวิจัยเลือกใช้การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างแทน Healy & Wahlen (1999) ได้สนับสนุนแนวคิดเช่นกัน โดยได้ให้ความเห็นว่า การจัดการกำไรจะเกิดขึ้นเมื่อมีการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารเข้ามาแทรกแซงการทำธุรกรรมโดยปกติของกิจการไม่ว่าจะเป็นการสร้างรายการคงค้างหรือการกำหนดนโยบายการจัดการกำไร Mckee (2005) ระบุว่า การจัดการกำไร หมายถึง การจัดการและการรายงานตัวเลขในรายงานทางการเงินอย่าง

ถูกกฎหมายเพื่อให้บรรลุเป้าหมายทางการเงินที่ต้องการ Akers, Giacomino & Gissel (2007) ระบุว่าการจัดการกำไร คือ ความพยายามของผู้บริหารในการจัดการตัวเลขกำไรในรายงานการเงิน โดยใช้นโยบาย หรือวิธีการทางการเงินบัญชี การรับรู้รายการทางการเงินที่เกิดขึ้นครั้งเดียวในวันเริ่มต้นโครงการ (One – Time Non – Recurring) และรายการค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นซ้ำในระหว่างการดำเนินงาน การเลื่อน รับรู้เรื่องค่าใช้จ่าย รับรู้รายได้ หรือวิธีการใด ๆ ที่ส่งอิทธิพลต่อกำไรระยะสั้นของบริษัทในการประมาณการมูลค่าทางบัญชี Yoon & Miller (2002) ได้เสนอแนวคิดว่าการจัดรายการคงค้างเป็น ต่ำ กลางและสูง โดยใช้ดุลยพินิจผู้บริหารบริษัทที่มีรายการคงค้างต่ำจะถูกกำหนดให้เป็นบริษัทที่มีรายได้ลดลงในขณะที่บริษัทที่รายการค้างสูงถูกพิจารณาให้เป็นบริษัทที่มีรายได้เพิ่มขึ้นการบริหารจัดการรายได้โดยใช้ดุลยพินิจผู้บริหารแนวทางรายการคงค้างตามดุลยพินิจผู้บริหารต้องมีความระมัดระวังโดยบทสรุปของค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงานจะเป็นตัวแทนสำหรับรายการคงค้างที่ใช้ดุลยพินิจผู้บริหาร เปรมารัช วิลาสัย (2562) กล่าวว่า การจัดการกำไรที่เกิดจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ค่าใช้จ่ายที่อยู่ในดุลยพินิจผู้บริหาร ต้นทุนการผลิตและรายการเกณฑ์คงค้างต่างมีความสำคัญที่ส่งให้เกิดการจัดการกำไร

จากที่มาและความสำคัญดังกล่าวข้างต้นจะเห็นว่าการซื้อขายหลักทรัพย์ไอพีโอวันแรกมีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงหากนักลงทุนจองซื้อหุ้นไอพีโอและขายหุ้นในวันแรกที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอนุญาตให้ขายได้ นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนที่สูงมากงานวิจัยนี้จึงสนใจศึกษาประเด็นด้านปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก รวมถึงความสัมพันธ์การจัดการกำไรและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอในประเทศไทยโดยมุ่งหวังให้ผลการศึกษางานวิจัยครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการนำข้อมูลไปใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกและผู้บริหารใช้เป็นแนวทางในการวางแผนและการกำหนดกลยุทธ์ของบริษัทในการเสนอขายหุ้นต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

### วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาอิทธิพลอัตราการเติบโตของยอดขายที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ของประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาอิทธิพลอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ของประเทศไทย
3. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ของประเทศไทย

## กรอบแนวคิดการวิจัย

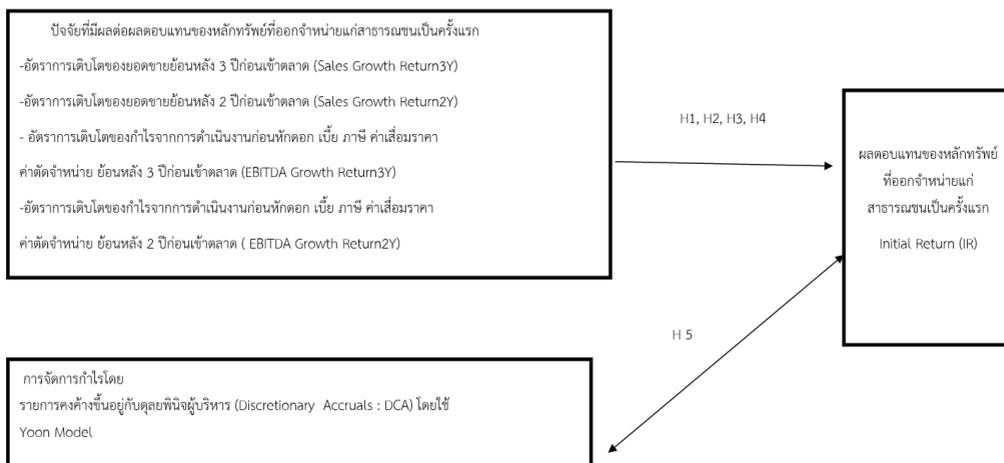
ระบบบัญชีและงบการเงินของบริษัทเป็นข้อมูลทางการเงินที่สำคัญในการประกอบธุรกิจ ข้อมูลทางการเงินจะให้รายละเอียดเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกิจการ ฐานะการเงินของกิจการ ทำให้ผู้บริหารสามารถคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตได้ บริษัทสามารถนำข้อมูลทางการเงินเพื่อวิเคราะห์สภาพคล่องและประเมินคุณภาพผลการดำเนินงานของบริษัทได้

งานวิจัยในอดีตจะพบว่าเมื่อยอดขายของบริษัทมีการเติบโตเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจะสะท้อนให้เห็นถึงความต้องการของสินค้าที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ทำให้บริษัทต้องการแหล่งเงินทุนเพื่อการขยายการผลิตมากขึ้นหากแหล่งเงินทุนภายในของบริษัทที่มีอยู่ไม่เพียงพอบริษัทจึงต้องหาแหล่งเงินทุนนอกที่มาจาก การเสนอขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้การศึกษาของ Zheng & Stangelgeland (2007) พบว่าการที่บริษัทกำหนดราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง เป็นการส่งสัญญาณคุณภาพของบริษัท ซึ่ง IPO Underpricing วัดจากผลตอบแทนวันแรก ผลการทดสอบพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับยอดขาย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ Pagano, Panetta & Zingales (1998) และพิมพ์ิศา พรหมมา (2561) พบว่าอัตราการเติบโตของยอดขายมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์

งานวิจัยในอดีตจะพบว่า การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายรายได้ก่อนดอกเบี้ยจ่ายภาษีค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย จะคำนวณเพื่อใช้วัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในการคำนวณจะคำนึงถึงเฉพาะค่าใช้จ่ายที่จำเป็นในการดำเนินธุรกิจเป็นประจำทุกวัน Hasan, Hadad & Gorener (2013) พบว่า อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) เป็นสัญญาณสื่อเกี่ยวกับคุณภาพของบริษัท นอกจากนี้ Zheng & Stangelgeland (2007) พบว่าการที่บริษัทกำหนดราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงเป็นการส่งสัญญาณคุณภาพของบริษัท ซึ่ง IPO Underpricing วัดจากผลตอบแทนวันแรก อัตราการเติบโตของกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายรายได้ก่อนดอกเบี้ยจ่ายภาษีค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย จากการทดสอบพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับ พิมพ์ิศา พรหมมา (2561) จากการศึกษาพบว่าอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์

ผลตอบแทนของหุ้นในช่วงแรกของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายผ่านรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหารมากกว่าปกติเมื่อเทียบกับช่วงก่อนเสนอขายหุ้นสามัญต่อสาธารณชนครั้งแรกเนื่องจากสาเหตุในด้านของข้อมูลช่วงที่ราคาหุ้นสูงกว่าราคาความเป็นจริง การนำเสนองบการเงินที่ตกแต่งกำไร และการเปลี่ยนแปลงของรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจผู้บริหารในช่วงเสนอขายหุ้น

สามัญต่อสาธารณชนครั้งแรก มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานในช่วง 3 ปีหลังจากที่เสนอขายหุ้นสามัญต่อสาธารณชนครั้งแรก Shen, Coakley & Insterfjord (2014) พบว่าความหลากหลายทางเลือกในการรับรู้รายการทางบัญชีโดยผ่านการตัดสินใจโดยผู้มีอำนาจเป็นสิ่งทีกระตุ้นการสร้างโอกาสในการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างมากขึ้น หลักทรัพย์ที่มีการจัดการกำไรในปีก่อน การเสนอขายหุ้นสามัญต่อสาธารณชนครั้งแรก ส่งผลให้ผลตอบแทนหุ้นในวันที่เสนอขายครั้งแรกมากกว่าผลตอบแทนของหุ้น หลังวันที่เสนอขายครั้งแรก Malates & Sefcick (2000) ผลตอบแทนของหุ้น ในช่วงแรกของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายผ่านรายการคงค้างในดุลยพินิจผู้บริหารมากกว่าปกติ Ahaomy, Lin & Loeb (1993) บริษัทที่จะเสนอขายหุ้นใหม่ครั้งแรกแก่สาธารณชนจะมีแรงจูงใจในการจัดการกำไรและมาตรฐานการบัญชียังเปิดโอกาสในการเลือกใช้นโยบาย การบัญชี ทำให้บริษัทที่เสนอขายหุ้นใหม่แก่สาธารณชนเลือกใช้นโยบายการบัญชีที่ทำให้งบการเงินมีกำไรสูงในช่วงก่อนปีที่เสนอขายหุ้นใหม่ครั้งแรกแก่สาธารณชน จากแนวคิดทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องผู้วิจัยได้พัฒนากรอบแนวคิดในการวิจัยดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

### สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ 1: อัตราการเติบโตของยอดขาย 3 ปีก่อนเข้าตลาดมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

สมมติฐานที่ 2: อัตราการเติบโตของยอดขาย 2 ปีก่อนเข้าตลาดมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

สมมติฐานที่ 3: อัตราการเติบโตของของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย 3 ปีก่อนเข้าตลาดมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

สมมติฐานที่ 4: อัตราการเติบโตของของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย 2 ปีก่อนเข้าตลาดมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

สมมติฐานที่ 5: ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก และการจัดการกำไรไม่มีความสัมพันธ์กัน

### วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในปี พ.ศ. 2557 - 2561 รวมทั้งสิ้น 74 บริษัท (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2562)

กลุ่มตัวอย่างใช้ในวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 56 บริษัท โดยผู้วิจัยได้มีการกำหนดเกณฑ์ในการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง คือ ไม่นับรวมกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน 4 บริษัท บริษัทที่ไม่มีข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์ 5 บริษัท และข้อมูลไม่ครบถ้วน 9 บริษัท

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

งานวิจัยครั้งนี้เป็นงานวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) เก็บข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) กำหนดระดับการมีนัยสำคัญทางสถิติไว้ที่ระดับ .05 การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นการวิเคราะห์ลักษณะทั่วไปของกลุ่มตัวอย่าง เช่น ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าต่ำสุด (Minimam) ค่าสูงสุด (Maximam) และการวิเคราะห์เชิงสถิติอนุมาน (Inference Statistic) เป็นการวิเคราะห์ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation) ใช้วัดค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร 2 ตัวแปร และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรเชิงปริมาณที่มีตัวแปรตั้งแต่ 2 ตัวแปรขึ้นไป

วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยได้เก็บข้อมูล 3 ปีก่อนออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรกจากหนังสือชี้ชวน และข้อมูลหลังปีที่ออกหลักทรัพย์จำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรกจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) รายงานประจำปี (56-2)

## ตัวแปรในการวิจัย

ตัวแปรในการวิจัยแสดงรายละเอียดดังนี้

IR	=	ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก
SGR return3Y	=	อัตราการเติบโตของยอดขาย ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์
SGR return2Y	=	อัตราการเติบโตของยอดขาย ย้อนหลัง 2 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์
G-EBITDA return3Y	=	อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์
G-EBITDA return2Y	=	อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย ย้อนหลัง 2 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์

## ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีต่อผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก

1. ผลการคำนวณค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโดยการหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Intercorrelation)

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Correlation Matrix) ที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก ประกอบด้วย อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA Growth)

	SGR return3Y	SGR return2Y	G-EBITDA return3Y	G-EBITDA return2Y
IR	.0762	.185	.025	-.055
SGR return3Y		.591	-.716	.076
SGR return2Y			-.718	-.182
G-EBITDA return3Y				.341

จากตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโดยการหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน ระหว่างตัวแปรอิสระที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก ประกอบด้วย อัตราการเติบโตของยอดขาย อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน

ก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย ไม่มีตัวแปรอิสระตัวใดในการศึกษาครั้งนี้ที่มีความสัมพันธ์กันจะเกิดปัญหา (Multicollinearity) โดยหาค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกแสดงว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน แต่หากมีค่าเป็นลบแสดงว่ามีค่าความสัมพันธ์ตรงกันข้าม ผลการวิเคราะห์ที่ไม่มีตัวแปรอิสระตัวใดที่มีความสัมพันธ์กันในระดับเกินกว่า .80 ซึ่งสอดคล้องกับระดับความสัมพันธ์ในงานวิจัยของ Archambeault (2000) และ Shen, Coakley & Insterfjord (2014)

## 2. ผลการวิเคราะห์สมมติฐาน

ตารางที่ 2 ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

ตัวแปร	Unstandardized Coefficients B	Standardized Coefficients B	t	P-Value
(Constant)	.319			
SGR return3Y	-.870	.154	.792	.434
SGR return2Y	.982	.142	2.141	.033*
G-EBITDA return3Y	.032	.461	1.992	.050*
G-EBITDA return2Y	-.051	-.114	-.784	.431
R	.326			
Adj.R	.036			

\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

จากตารางที่ 2 เมื่อพิจารณาอัตราการเติบโตของยอดขาย จะพบว่าอัตราการเติบโตของยอดขาย (3 ปีก่อนเข้าตลาด) ไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก (ค่า Sig. มีค่าเท่ากับ .434 ซึ่งมีค่ามากกว่า .05) อัตราการเติบโตของยอดขาย (2 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก (ค่า Sig. มีค่าเท่ากับ .033 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า .05) สำหรับอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก (ค่า Sig. มีค่าเท่ากับ .050 ซึ่งมีค่าเท่ากับ .05) และอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (2 ปีก่อนเข้าตลาด) ไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก (ค่า Sig. มีค่าเท่ากับ .431 ซึ่งมีค่ามากกว่า .05)

3. การวิเคราะห์ข้อมูลรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหาร โดยใช้แบบจำลอง Yoon Model การจัดการกำไรที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหาร (Discretionary Accrual) โดยใช้แบบจำลอง Yoon Model ของ Yoon, Meller & Jiraporn (2006) ประกอบด้วย

ขั้นตอนที่ 1 การจัดการกำไรที่ขึ้นอยู่กับผู้บริหารจะคำนวณโดยการหารายการคงค้างทั้งหมด (Total Accruals) คำนวณจากกำไรสุทธิที่กระแสดเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่แสดงในงบกระแสเงินสด

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

ขั้นตอนที่ 2 คำนวณค่าสัมประสิทธิ์ในสมการที่ 2 โดยการใช้วิธีกำลังสองน้อยสุด Ordinary Least Squares (OLS) Regressions และหารด้วยรายได้รวมของปีปัจจุบันเพื่อลดการเกิดปัญหาความไม่คงที่ของค่าแปรปรวนคลาดเคลื่อน (Heteroscedastic) ดังแสดงในตารางที่ 3

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

ตารางที่ 3 ค่าสัมประสิทธิ์ของกลุ่มตัวอย่าง

	$\beta_0$	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$
	-.085	.600	-.018	.454
P-value	.002	.526	.787	.832

โดยที่

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

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

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

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

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

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

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

$\Delta$  = การเปลี่ยนแปลงของปีปัจจุบันกับปีก่อนหน้า

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

$\varepsilon_{it}$  = ค่าความคลาดเคลื่อนจากการประมาณรายการคงค้างทั้งหมด

ขั้นตอนที่ 3 นำค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้ในขั้นตอนที่ 2 มาประมาณระดับของรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหาร (Non – Discretionary Accruals (NDCA)

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

ขั้นตอนที่ 4 จะคำนวณหารายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจผู้บริหาร (DCA) โดยนำค่า TA มาจากสมการ 1 หักค่าของรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหาร (NDCA) จากสมการที่ 3 ผลลัพธ์ที่ได้จะเป็นรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหาร

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

ตารางที่ 4 สรุปความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายครั้งแรกแก่สาธารณชนกับการจัดการกำไรโดยใช้ดุลยพินิจผู้บริหาร

ตัวแปร	การจัดการกำไรโดยรายการคงค้าง ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหาร (Discretionary Accruals: DCA) โดยใช้ Yoon Model
ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่าย ต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก	
Pearson Correlation	-.030
Sig.(2-tailed)	.830

หมายเหตุ : \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

จากตารางที่ 4 เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายครั้งแรกแก่สาธารณชนกับการจัดการกำไรโดยใช้ดุลยพินิจผู้บริหารพบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไร (ค่า Sig. มีค่าเท่ากับ .830 ซึ่งมีค่ามากกว่า .05)

ตาราง 5 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก และการจัดการกำไรในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

สมมติฐาน	รายละเอียด	ผลการทดสอบ	P-Value
H1	อัตราการเติบโตของยอดขาย 3 ปีก่อนเข้าตลาด มีอิทธิพลผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก	ปฏิเสธสมมติฐาน	.434
H2	อัตราการเติบโตของยอดขาย 2 ปีก่อนเข้าตลาด มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก	ยอมรับสมมติฐาน	.033
H3	อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน ก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย 3 ปีก่อนเข้าตลาด มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก	ยอมรับสมมติฐาน	.050
H4	อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน ก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย 2 ปีก่อนเข้าตลาด มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก	ปฏิเสธสมมติฐาน	.431
H5	การจัดการกำไรและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกมีความสัมพันธ์กัน	ปฏิเสธสมมติฐาน	.830

จากตารางที่ 5 อัตราการเติบโตของยอดขาย 2 ปีก่อนเข้าตลาด มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก และอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย 3 ปีก่อนเข้าตลาด มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกยอมรับสมมติฐานที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .05 อัตราการเติบโตของยอดขาย 3 ปีก่อนเข้าตลาดไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย 2 ปีก่อนเข้าตลาดไม่มีอิทธิพลต่อ

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก และการจัดการกำไรและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกไม่มีความสัมพันธ์กัน

## สรุปการวิจัย

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก และความสัมพัทธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ผู้วิจัยสรุปผลและอภิปรายผลวิจัยในแต่ละประเด็นได้ดังนี้

1. อัตราการเติบโตของยอดขาย 3 ปีก่อนเข้าตลาดมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

อัตราการเติบโตของยอดขาย 3 ปีก่อนเข้าตลาดไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก ผลการศึกษาในครั้งนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ รัชชก สำเนียงลำ (2562) พบว่า บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจพิจารณาปัจจัยอัตราการเติบโตของยอดขาย 3 ปีก่อนเข้าตลาดในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุนอาจจะให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินในหนังสือชี้ชวนของบริษัทเกี่ยวกับความสามารถในการเพิ่มยอดขายเพื่อวัดความสามารถในการทำกำไร และคุณภาพของบริษัทมากกว่าการให้ความสำคัญกับข้อมูลทางการเงินเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยงทางการเงินในอดีตและข้อมูลที่น่ามาใช้เป็นข้อมูลภายใต้สถานการณ์ต่าง ๆ ที่มีความผันผวนของปัจจัยภายนอกมีผลกระทบต่อรายได้ของบริษัท เช่น การเปลี่ยนแปลงของคณะกรรมการ สถานการณ์ความขัดแย้งทางการเมือง ผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจและการเมืองภายนอกประเทศ

2. อัตราการเติบโตของยอดขาย 2 ปีก่อนเข้าตลาดมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

อัตราการเติบโตของยอดขาย 2 ปีก่อนเข้าตลาดมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกแสดงว่าบริษัทที่มีการเติบโตจากการขายที่เพิ่มมากขึ้นก็จะสะท้อนไปยังรายได้ของบริษัทที่เพิ่มมากขึ้นไปด้วย บริษัทจึงให้ความสำคัญกับอัตราการเติบโตของยอดขายมากเพราะสามารถวัดผลการดำเนินงานของบริษัทจากงานวิจัยในอดีตของ Zheng & Stangelgeland (2007) การที่บริษัทกำหนดราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงเป็นการส่งสัญญาณคุณภาพของบริษัท ซึ่ง IPO Underpricing วัดจากผลตอบแทนวันแรก คุณภาพของบริษัทวัดจากการเติบโตของยอดขาย ผลการทดสอบพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับยอดขายอย่างมีนัยสำคัญทาง นอกจากนี้ Chang et al. (2008) และ Shen, Coakley & Insterfjord (2014) พบว่าการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์กันกับอัตราการเติบโตของยอดขายสอดคล้องกับภารตี รัตมี (2554) และ Hasan, Hadad &

Gorener (2013) อัตราส่วนของกำไรสุทธิคำนวณจากกำไรสุทธิหารด้วยยอดขาย และอัตรากำไรจากการดำเนินงาน คำนวณจากกำไรจากการดำเนินงานหารด้วยยอดขายสุทธิสามารถอธิบายประสิทธิภาพของหลักทรัพย์ IPO ได้อย่างเหมาะสมอัตราการทำกำไรของบริษัทมีผลมาจากยอดขาย

3. อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย 3 ปีก่อนเข้าตลาดมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย 3 ปีก่อนเข้าตลาดมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก จากการศึกษาของ Hasan, Hadad & Gorener (2013) ซึ่งให้เห็นว่ากำไรในอดีตของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งได้แก่กำไรจากการดำเนินงานสามารถสื่อถึงคุณภาพของบริษัทและผลตอบแทนเมื่อปรับด้วยผลตอบแทนของตลาดระยะแรกได้อย่างเหมาะสมผล Zheng & Stangelgeland (2007) การที่บริษัทกำหนดราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงเป็นการส่งสัญญาณคุณภาพของบริษัท ซึ่ง IPO Underpricing วิตจากผลตอบแทนวันแรก คุณภาพของบริษัทวัดจากเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย การทดสอบพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับพิมพิศา พรหมา (2561) พบว่าอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

4. อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย 2 ปี ก่อนเข้าตลาดมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย 2 ปีก่อนเข้าตลาดไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจจะพิจารณาปัจจัยอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย และภาษีค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุนอาจจะให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินต่าง ๆ ในหนังสือชี้ชวนของบริษัทเกี่ยวกับความสามารถในการเพิ่มยอดขายเพื่อวัดความสามารถในการทำกำไร และคุณภาพของบริษัทมากกว่าการให้ความสำคัญกับข้อมูลทางการเงินเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทน และความเสียหายทางการเงินในอดีตข้อมูลที่น่ามาใช้เป็นข้อมูลภายใต้สถานการณ์ต่าง ๆ ที่มีการเปลี่ยนแปลงทั้งภายใน และภายนอกในส่วนของปัจจัยภายในมีมาตรการต่างๆที่รัฐบาลนำมาใช้ส่งผลให้ผู้บริหารแต่ละบริษัทพิจารณาถึงประโยชน์ระยะสั้น และระยะยาว เช่น การลดภาษีนำเข้าเพื่อกระตุ้นบริษัทต่าง ๆ ได้พิจารณาซื้อเครื่องจักรกล อุปกรณ์โรงงานจากต่างประเทศทำให้ลดค่าใช้จ่ายในการนำเข้า

และนโยบายการเพิ่มดอกเบี้ยภายในประเทศจากภาวะเงินเฟ้อผู้บริหารจึงจำเป็นต้องจ่ายชำระหนี้ให้กับเจ้าหนี้เพื่อลดภาระหนี้สินที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต

5. การจัดการกำไร และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกมีความสัมพันธ์กัน

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก และการจัดการกำไรของบริษัทจะทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอไม่มีความสัมพันธ์กัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Welch (1989) เสนอแนวคิดที่ว่าบริษัทที่มีคุณภาพต่ำ (Low Quality Firms) นักลงทุนจะไม่ลงทุนในบริษัทนั้นจะมีพฤติกรรมเลียนแบบพฤติกรรมบริษัทที่มีคุณภาพสูงในการส่งสัญญาณให้นักลงทุนจากการ IPO Underpricing บริษัทที่มีคุณภาพสูงสามารถกำหนดราคาหุ้น IPO ด้วยราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงซึ่งบริษัทที่มีคุณภาพต่ำไม่สามารถเลียนแบบได้ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยมีลักษณะโครงสร้างที่แตกต่างกับประเทศเกาหลี การวัดผลตอบแทนวันแรกอาจทำให้ไม่เห็นการเปลี่ยนแปลงแต่จะหาความสัมพันธ์กันกับการจัดการอย่างไรก็ตามรายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจผู้บริหารไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการเพิ่มทุนได้แต่จะพบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลังเข้าตลาดไปแล้ว 2 ปี ในประเทศไทยนักลงทุนส่วนใหญ่มักจะลงทุนระยะสั้นเพื่อเก็งกำไรอาจจะดูแค่ข้อมูลเบื้องต้น

### ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะการนำผลการวิจัยไปใช้

อัตราการเติบโตของยอดขาย 2 ปีก่อนเข้าตลาด และอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย 3 ปีก่อนเข้าตลาด ในงานวิจัยนี้ส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก นักลงทุนสามารถนำผลการวิจัยไปใช้เพื่อประกอบการพิจารณาเพื่อตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อสามารถวางแผนและคาดการณ์แนวโน้มของผลตอบแทนที่ได้เหมาะสม หน่วยงานกำกับดูแลสามารถนำผลการศึกษาไปใช้เพื่อส่งเสริม สนับสนุน หรือกำหนดหลักเกณฑ์ของส่วนงานภายใต้กำกับที่เกี่ยวข้องกับการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป

การเก็บข้อมูลกลุ่มตัวอย่างเพิ่มเติมจากช่วงเวลาของงานวิจัยเพื่อเพิ่มขนาดกลุ่มตัวอย่างหรือเพื่อการเปรียบเทียบต่อไป ในงานวิจัยครั้งต่อไปควรเพิ่มหรือเปลี่ยนตัวแปรอื่นที่สามารถสะท้อนผลการวิจัยที่ให้มุมมองในด้านต่าง ๆ เพิ่มมากขึ้นในงานวิจัยครั้งต่อไปผู้วิจัยอาจเลือกใช้แบบจำลองชนิดอื่นในการศึกษา และเปรียบเทียบเพื่อยืนยันถึงประสิทธิภาพของแบบจำลองและพิสูจน์ว่าแบบจำลองชนิดใดสามารถอธิบายการจัดการ

กำไรได้ดีที่สุดและเหมาะสมสำหรับรูปแบบงบการเงินตามมาตรฐานของบัญชีประเทศนั้น ๆ เพื่อให้ได้ค่าการจัดการกำไรที่แม่นยำขึ้น

### เอกสารอ้างอิง

- เปรมราช วิลาลัย. (2562). การจัดการกำไรผ่านการใช้จ่ายเงินผู้บริหารในการสร้างรายการทางธุรกิจ และการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างกับความสามารถในการทำกำไรอนาคต. วิทยานิพนธ์ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.
- พิมพ์ิศา พรหมมา. (2561). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรก ต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอของประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.
- ภารดี รัตมี. (2554). Underpricing and Firm Quality: Evidence from Thai IPO Firms. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- รัชกร สำเนียงลำ. (2562). ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2562). ข้อมูลบริษัทจดทะเบียน. สืบค้นเมื่อ 20 มกราคม 2565 จาก <https://www.sec.or.th>.
- Aharony, J., Lin C. & Loeb, M. (1993). Initial Public Offering, Accounting Choices and Earning Management. *Cotemporary Accounting Research*, 10(1), 61-81.
- Akers, M. D., Giacomino, D. & Gissel, J. L. (2007). Earnings Management and Its Implications. *Accounting Faculty Research and Publications*. 8(77), 64-68.
- Archambeault, S.D. (2000). *The Relation Between Corporate Governance Strength and Fraudulent Financial Reporting*. Doctor of Philosophy in the Culverhouse School of Accountancy. The University of Alabama
- Beatty, P. R. (1989). Auditor Reputation and The Pricing of Initial Offering. *The Accounting Review*, 4(64), 693-709.
- Chang, X. et al. (2008). Audit Quality, Auditor Compensation and IPO Underpricing. *Accounting & Finance*, 48(3), 337-518.

- Hasan, T., Hadad, M. & Gorener, R. (2013). Value Relevance of Accounting Information and IPO Performance in Indonesia. **Accounting and Finance Research**, 2(1), 90.
- Healy, P. M. & Wahlen, J. M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature & Its Implications for Standard Setting. **Accounting Horizons**, 13(4), 365-383.
- Kao, J. L., Wu, D. & Yang, Z. (2009). Regulations, Earning Management, and Post IPO-Performance: The Chinese Evidence. **Journal of Banking and Finance**, 33(1), 63-76.
- Malatesta & E.Sefcik. (2000). Earning Management: IPO Valuation and Subsequent Performance. **Journal of Accounting, Auditing & Finance October 2001**, 16(4), 369-396
- Mckee, T. E. (2005). **What is Earnings Management? An Executive Perspective**. Ohio: Sage Publications.
- Pagano, M., Panetta, F. & Zingales, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. **Journal of the American Finance Association**, 53(1), 27-64.
- Shen, Z., Coakley, J. & Insterfjord, N. (2014). Earning Management and IPO Anomalies in China. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 42(1), 69.
- Welch, I. (1989). Seasoned Offering, Imitation Costs and the Underpricing of Public Offerings. **The Journal of Finance**, 44, 421-449.
- Yoon, S. & Miller, G. A. (2002). Earning Management of Seasoned Equity Offering Firms in Korea. **The International Journal of Accounting**, 37(1), 57-78.
- Yoon, S., Miller, G. A. & Jiraporn, P. (2006). Earning Management Vehicles for Korean Firms. **Journal of International Financial Management and Accounting**, 17, 85-109.
- Zheng, S. X. & Stangeland, D. A. (2007). IPO Underpricing Firm Quality and Analyst Forecast. **Financial Management**, 36(2), 1-20.