

ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่เสนอขาย หลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relation between Firm's Profitability and Firm Values of Initial Public Offering Firms in the Stock Exchange of Thailand

ปทุมวดี โปงุเหลืออม

นักศึกษาระดับบัณฑิตศึกษา คณะบริหารธุรกิจ สาขาวิชาการบัญชี มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี

Email: Patumwadee_b@mail.rmutt.ac.th

ผศ.ดร.ชัยมงคล ผลแก้ว

คณะบริหารธุรกิจ สาขาวิชาการบัญชี มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา 1) ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2) มูลค่ากิจการของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 3) ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การวิจัยครั้งนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ โดยศึกษาข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วง พ.ศ. 2551 ถึงปี พ.ศ. 2559 รวม 214 ข้อมูล สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์และทดสอบสมมติฐาน คือ ค่าเฉลี่ย ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน และการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ

ผลการวิจัย พบว่า 1) ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่เสนอขาย คือ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรก่อนและหลังจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าเฉลี่ยที่แตกต่างกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับอัตราส่วนผลตอบแทนสินทรัพย์และอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลก่อนและหลังจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าเฉลี่ยที่แตกต่างกันอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ 2) มูลค่ากิจการของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชน ภายหลังจากที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ พบว่ามูลค่ากิจการที่วัดจากค่า Tobin's Q มีค่ามากกว่า 1 แสดงถึงกิจการสามารถบริหารสินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลต่อมูลค่าทางการตลาดของกิจการ มากกว่ามูลค่าของสินทรัพย์ที่ใช้ไป 3) อัตราส่วนทางการเงินที่แสดงความสามารถในการทำกำไรที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชน คือ อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ ผลการวิจัยทำให้นักลงทุนสามารถประเมินมูลค่าของกิจการ คาดการณ์ผลตอบแทนในการลงทุนและใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุนกับหลักทรัพย์ที่เสนอขายฯ และเพื่อพัฒนาความสามารถทางการแข่งขันของกิจการต่อไปในอนาคต



คำสำคัญ: มูลค่ากิจการ ความสามารถในการทำกำไร หลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรก

ABSTRACT

This research investigates the relationship between profitability and firm values of initial public offering firms (IPO) in the Stock Exchange of Thailand (SET). The purpose of this research consists of 1) profitability of IPO in the SET, 2) firm value of IPO in the SET, the relationship between profitability and firm value of IPO in the SET. The research used secondary data from listed companies between 2009 and 2016, with 214 set of information. Statistical analysis including mean, standard deviation, and multiple regression

The research findings indicate that 1) profitability ratios (such as operating profit margin, net profit margin ratio, return on asset, earnings per share, and price earnings ratio) before and after registered in the SET were different. In contrast, return on asset and dividend payout ratios before and after registered in the SET were similar. 2) Firm value based on Tobin's Q was more than one. This result implied that efficient asset management affected to firm values more value of assets used. 3) Financial ratios such as net profit margin ratio, earnings per share, price earnings ratio had a positive relation to firm value. This research contributed to the ability of investors to determine firm values, return forecasting, and decision making on IPO investment as well as increasing future competitive advantage.

Keywords: Firm Values, Profitability, Initial Public Offering

1. บทนำ

เงินทุนเป็นปัจจัยสำคัญในการดำเนินธุรกิจของบริษัทที่เพื่อการพัฒนาและเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน โดยทั่วไปบริษัทสามารถระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายในและภายนอก เพื่อขยายการดำเนินธุรกิจ โดยบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์แก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก มีความต้องการระดมทุนจำนวนมากเพื่อนำไปเป็นเงินทุนหมุนเวียนหรือขยายธุรกิจ โดยไม่ต้องกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน ซึ่งจะต้องชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยตามงวดเวลาที่กำหนด ซึ่งการระดมทุนจากสาธารณชนทั่วไปเรียกว่าการทำ Initial Public Offering (IPO) ช่วยให้กิจการสามารถระดมทุนจำนวนมากโดยไม่ต้องกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน ซึ่งจะต้องชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยตามงวดเวลาที่กำหนด การเสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดครั้งแรกเป็นเรื่องที่มีความสำคัญและส่งผลกระทบต่อวงกว้าง ภายใต้การกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้เกิดความมั่นใจว่าบริษัทมีการรักษาสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเป็นธรรม และเปิดเผยข้อมูลอันเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจในการลงทุน ได้กำหนดให้บริษัทที่ขอจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย จะต้องมีการดำเนินงานต่อเนื่องไม่ต่ำกว่า 3 ปี โดยอยู่ภายใต้การจัดการของผู้บริหารกลุ่มเดียวกันมากกว่า 1 ปีก่อนการยื่นคำขอ

เพื่อให้ผลการดำเนินงานที่ปรากฏ สามารถสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการบริหารงานของผู้บริหารดังกล่าว กำไรสุทธิ ในระยะเวลา 2 ปีหรือ 3 ปีล่าสุดก่อนยื่นขอรวมกันไม่น้อยกว่า 50 ล้านบาท โดยปีล่าสุดมีกำไรสุทธิไม่น้อยกว่า 30 ล้านบาท และมีกำไรสุทธิในงวดสะสมก่อนยื่นคำขอจดทะเบียน ฐานะการเงินและสภาพคล่อง ต้องมีส่วนของผู้ถือหุ้นไม่น้อยกว่า 300 ล้านบาท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2559) การที่ผู้ลงทุนจะตัดสินใจลงทุน เป็นการมองมูลค่ากิจการในอนาคตที่มีโอกาสในการเจริญเติบโตและความสามารถในการทำกำไร ซึ่งเป็นตัวกำหนดความสามารถของกิจการในการสร้างข้อ ได้เปรียบในการแข่งขันและโอกาสในการลงทุนสูง ซึ่งจะให้ผลตอบแทนกับผู้ลงทุนในอนาคตทั้งเงินปันผลและกำไรจากการ ขายหลักทรัพย์

แม้ว่าจะมีข้อกำหนดและหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้ความคุ้มครองแก่นักลงทุน แต่ ทั้งนี้การจัดการกำไรผ่านนโยบายการบัญชีก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์ เพื่อให้งบการเงินแสดง ความสามารถในการทำ กำไรที่ดี เนื่องจากข้อมูลที่แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรก่อนที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เป็นข้อมูลที่มี สร้างแรงจูงใจให้ผู้ลงทุนตัดสินใจลงทุน ซึ่งภายหลังจากเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ฯ แล้วนั้น บริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์อาจมี ความสามารถในการทำกำไรและผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นภายหลังจากจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ลดลง ซึ่ง ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์นั้นมิได้สะท้อนมูลค่ากิจการในอนาคตของบริษัทที่เสนอขาย หลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชน

ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่เสนอขาย หลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ว่ามีศักยภาพในการบริหารงานภายหลังจากจด ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ แล้วนั้น จะสะท้อนถึงมูลค่ากิจการในอนาคตหรือไม่ โดยหากบริษัทที่ต้องการระดมทุนจาก สาธารณชนแล้วสามารถนำไปสร้างโอกาสในการลงทุนได้ดี และมีความสามารถในการทำกำไรที่ดี ก็จะไปสู่ความเชื่อมั่นใน การลงทุนที่ดีและสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ลงทุนได้ในอนาคต

2. ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎี Tobin's Q

ทฤษฎี Tobin's Q เป็นแนวคิดที่นำเสนอโดย Professor James T. Tobin ศาสตราจารย์แห่งมหาวิทยาลัย Yale ซึ่งได้รับรางวัลโนเบลสาขาเศรษฐศาสตร์ในปี ค.ศ. 1981 เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดผสมผสานโดย ใช้ข้อมูลในงบการเงินของกิจการร่วมกับมูลค่าทางการตลาดของกิจการร่วมกัน ซึ่งคำนวณโดยการหารราคาตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์ขององค์กรด้วยราคาเปลี่ยนแปลง (Replacement Cost) ของสินทรัพย์นั้น ซึ่งราคาตลาดของสินทรัพย์ จะวัดจากมูลค่าทางการตลาดของหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้นและหนี้สิน ดังนั้น องค์กรที่มีค่า Tobin's Q มากกว่า 1 จะจัดเป็น องค์กรที่สามารถใช้ทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้องค์กรได้รับผลตอบแทนของเงินทุนในอัตราที่สูงกว่าต้นทุนของ เงินทุน ซึ่งส่งผลให้มูลค่าทางการตลาดขององค์กรมีค่ามากกว่ามูลค่าของสินทรัพย์ที่ใช้ไป เพื่อก่อให้เกิดมูลค่านั้น ในทาง ตรงกันข้ามองค์กรที่มีค่า Tobin's Q น้อยกว่า 1 จะจัดเป็นองค์กรที่ไม่สามารถใช้สินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์อย่างเต็ม ประสิทธิภาพ กล่าวคือ ได้รับผลตอบแทนหรือกำไรจากการลงทุนต่ำ จะเห็นได้ว่าค่า Tobin's Q สะท้อนให้เห็นถึงคุณภาพ การตัดสินใจจ่ายลงทุนที่ผ่านมาของผู้บริหารว่าการตัดสินใจลงทุนในโครงการให้ผลตอบแทนที่คุ้มค่าหรือไม่ รวมทั้งข้อมูลทั้ง



เกี่ยวกับโอกาสในการเจริญเติบโตในอนาคต Landsman and Shapiro (1995) ข้อมูลจากงบการเงินและตัวเลขทางบัญชี นั้นซึ่งมีการผสมผสานกันระหว่างตัวเลขทางบัญชีและมูลค่าตลาดขององค์กร ยังสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าทางเศรษฐกิจและผลการปฏิบัติงานที่แท้จริงขององค์กร เช่น ราคาตลาดของหุ้น (มนวิภา ผดุงสิทธิ์, 2549)

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับ Tobin's Q

Tifow and Sayilir (2015) ศึกษาโครงสร้างเงินทุนซึ่งถือเป็นส่วนสำคัญของบริษัท เพื่อให้เกิดผลการดำเนินงานและการตลาดที่มีประสิทธิภาพ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานจากบริษัทผู้ผลิต 130 บริษัท ที่จดทะเบียนใน Borsa Istanbul โดยวิเคราะห์ตัวแปรอิสระ ได้แก่ หนี้สินระยะสั้นสุทธิต่อสินทรัพย์รวม และหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ตัวแปรตาม คือ ผลการดำเนินงาน ได้แก่ ROE , ROA, EPS และอัตราส่วน Tobin's Q โดยกำหนดตัวแปรควบคุมได้แก่ ยอดขายและขนาดบริษัทพบว่า หนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROA, EPS และ Tobin's Q

Palmatier and Steenkamp (2008) ศึกษาประสิทธิภาพของกลยุทธ์การบริการในการสร้างมูลค่าผู้ถือหุ้น โดยศึกษาการจากข้อมูลทุดียกมี 477 บริษัท การซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 1990-2005 โดยใช้ Tobin's Q ในการวัดค่าประสิทธิภาพ ซึ่งประสิทธิภาพการให้บริการกับมูลค่าองค์กร โดยตัวแปรที่ศึกษาคืออัตราส่วนรายได้รวมจากการให้บริการของกิจการ, อัตราการเจริญเติบโตในอุตสาหกรรมผลิตภัณฑ์, การเปลี่ยนแปลงกลยุทธ์การบริการและความผันผวนของอุตสาหกรรมกับตัวแปรมูลค่าองค์กร โดยอัตราส่วน Tobin's Q คือ อัตราส่วนของตลาดมูลค่าของบริษัท เท่ากับค่าใช้จ่ายเปลี่ยนแปลงแทนของสินทรัพย์ระยะยาว แต่เนื่องจากราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ไม่สามารถวัดได้ชัดเจน ซึ่งการคำนวณค่า Tobin's Q ตามแนวคิดของ Chung and Pruitt's (1994) $Tobin's Q = (MVE + PS + DEBT)/TA$ โดย MVE ใช้ราคาปิดของหุ้นที่แสดงในงบการเงินคูณด้วยจำนวนหุ้นสามัญ PS คำนวณจากมูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน และ TA คำนวณจากมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม พบว่า อัตราส่วนรายได้รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ สำหรับการเปลี่ยนแปลงกลยุทธ์การบริการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการในสภาวะที่มีความผันผวนของอุตสาหกรรม

คนพล จรุงโรจน์ ณ อยุธยา (2556) ได้ศึกษาผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการภายหลังปฏิบัติตามมาตรฐานการบัญชีที่มีผลบังคับใช้ในปี พ.ศ. 2554 โดยใช้ทฤษฎี Tobin's Q โดยศึกษาข้อมูลจากงบการเงินบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2 ช่วง คือ ช่วงที่ 1 ก่อนการนำมาตรฐานการบัญชีมาปฏิบัติ ระหว่างปี พ.ศ. 2551 จนถึงปี พ.ศ. 2553 และช่วงที่ 2 ภายหลังจากนำมาตรฐานการบัญชีมาปฏิบัติ ระหว่างปี พ.ศ. 2554 จนถึงปี พ.ศ. 2555 จำนวน 237 บริษัท โดยศึกษาการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์รวมสุทธิ การเปลี่ยนแปลงของมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ การเปลี่ยนแปลงความสามารถในการจ่ายชำระหนี้ของบริษัท ค่าเฉลี่ยอัตรา Tobin's Q และการเติบโตของ GDP ของประเทศ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงของ Tobin's Q ส่วนการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญของบริษัท ค่าเฉลี่ยอัตรา Tobin's Q ของอุตสาหกรรม และราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์เฉลี่ย ภายหลังจากปฏิบัติตามมาตรฐานการบัญชีที่มีผลบังคับใช้ในปี พ.ศ. 2554 พบว่าอัตราส่วนที่ศึกษามีค่าลดลง เนื่องจากแนวคิดของมาตรฐานการบัญชีที่ปรับปรุงใหม่จะเน้นการบันทึกบัญชีด้วยมูลค่ายุติธรรมมากขึ้น และกำหนดให้รับรู้รายการหนี้สินในงบแสดงฐานะการเงินมากขึ้น ผล

ประกอบของกิจการจะลดลง โดยส่งผลต่อราคาหุ้นของกิจการในตลาดหลักทรัพย์ที่มีราคาตกลง ทำให้มูลค่าของกิจการที่วัดโดยอัตราส่วน Tobin's Q ลดลงตามไป

วรวพ เสือพลาย (2554) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับมูลค่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในระหว่างปี พ.ศ. 2550 ถึง พ.ศ. 2553 จำนวน 42 บริษัท โดยใช้การวิเคราะห์คุณภาพกำไรด้วยวิธีคงค่างจากการดำเนินงานสุทธิรวมและวิเคราะห์มูลค่าของกิจการด้วยวิธี Tobin's Q และนำตัวแปรควบคุมอีก 2 ปัจจัย คือ ขนาดของกิจการที่วัดจากยอดสินทรัพย์รวมเป็นตัวแทนขนาดของบริษัท และอัตราส่วนระหว่างหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแทนของโครงสร้างเงินทุน พบว่าคุณภาพกำไรที่วัดด้วยวิธีคงค่างจากการดำเนินงานสุทธิรวมกับการวิเคราะห์มูลค่าของกิจการด้วยวิธี Tobin's Q คุณภาพกำไรไม่ส่งผลต่อมูลค่าบริษัท แต่ขนาดของกิจการที่วัดจากมูลค่าสินทรัพย์รวม สามารถนำมาใช้ในการพยากรณ์มูลค่าของกิจการได้อย่างมีนัยสำคัญ

2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ IPO

Joanna and Leszek. (2014) ศึกษาด้านราคาหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรก IPO ซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์วอร์ซอ โดยมุ่งเน้นความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของบริษัทกับความสามารถในการทำกำไรหลังการขาย เพื่อประเมินผลการดำเนินงานระยะสั้นและระยะยาวของการเสนอขายหุ้นในโปแลนด์ ความผิดปกติในการเสนอขายหุ้นไม่ว่าจะเป็นความแตกต่างด้านขนาดบริษัท และการเปลี่ยนแปลงความสามารถในการทำกำไร พบว่า ขนาดของบริษัทที่ออกจำหน่ายมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาขายและผลตอบแทนที่สูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก สำหรับผลการดำเนินงานในระยะยาว พบว่ามีความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับขนาดและผลตอบแทน นอกจากนี้ยังพบว่าความสามารถในการทำกำไรจะมีอัตราที่สูงก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์ IPO เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีประสบการณ์ในการปรับกำไรให้สูงขึ้น

Zhou and Varshney. (2010) ศึกษาผลกระทบของการจัดการรายได้ของบริษัท IPO ในตลาดหุ้นว่าตลาดหุ้นมีประสิทธิภาพเพียงพอที่จะรับรู้ถึงการจัดการรายได้ก่อนทำ IPO และการดำเนินการหลังการขายหุ้น IPO ดีเท่าที่ควรหรือไม่ การทดสอบการจัดการรายได้ ได้แก่ วิธีการคำนวณตามเกณฑ์คงค่าง, วิธีการคงค่างของเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงานและวิธีการคงค่างรวม Jones (1991) และแบบจำลองของ Jones (Dechow et al. 1995) ได้รวบรวมข้อมูลทางการเงินสำหรับ บริษัท IPO จากหนังสือชี้ชวนจากฐานข้อมูล University Academic University Lexisnexis และบริษัทที่ทำการควบคุมแต่ละรายจากฐานข้อมูล Research Insight ผลของการวิจัย พบว่า นักลงทุนสามารถได้รับผลตอบแทนที่ผิดปกติ ถูกกำหนดให้เป็นเงินคงค่างต่อหุ้นเงินทุนหมุนเวียนคงค่างต่อหุ้นและรายการคงค่างรวมต่อหุ้นตามลำดับอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าการจัดการรายได้ก่อนทำ IPO ผ่านรายการบัญชีตามวิธีเกณฑ์คงค่าง, วิธีการคงค่างของเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงานและวิธีการคงค่างรวม มีบทบาทสำคัญต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน

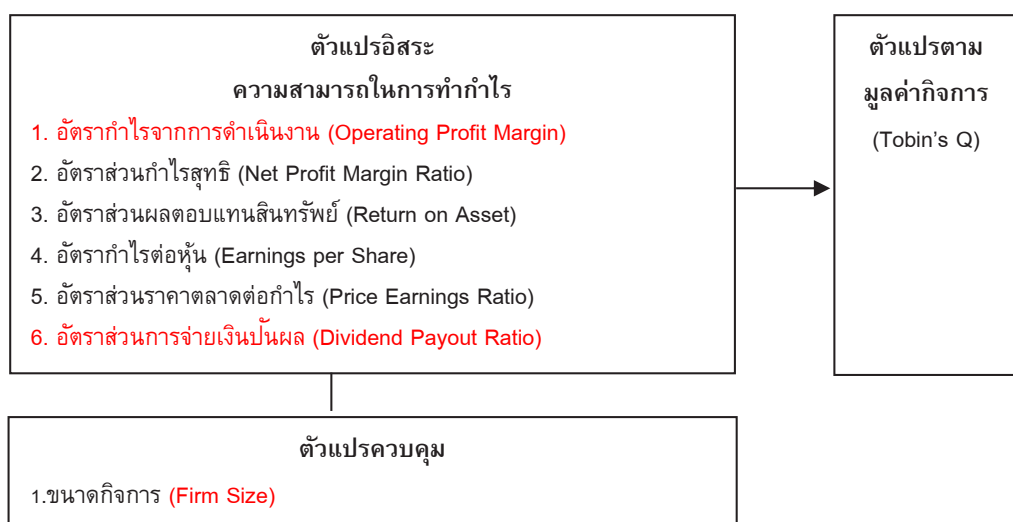
เวสาร์ช จรัสวรวิมลกุล (2557) ศึกษาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใหม่ (หุ้น IPO) กรณีเป็นบริษัทย่อยของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2547-2557 เพื่อศึกษาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใหม่ระหว่างกรณีที่เป็นบริษัททั่วไปกับกรณีที่เป็นบริษัทที่เป็นบริษัทย่อยของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ มีความแตกต่างกันและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใหม่มีความสัมพันธ์กับคุณภาพของบริษัทที่แตกต่างกัน แบบจำลองศึกษา



ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราการเติบโตด้านการดำเนินงานของบริษัท แบ่งเป็นการเติบโต 3 ส่วน คือ การเติบโตของรายได้ การเติบโตของกำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย และการเติบโตของกำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ พบว่า ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใหม่ ณ วันแรกที่ทำการซื้อขาย หรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วง 1-3 เดือนหลังจากเข้าทำการซื้อขายนั้นมีหลักทรัพย์ใหม่ที่เป็นบริษัทย่อยของบริษัทที่จดทะเบียนนั้น (ถือหุ้นมากกว่า 25%) มีผลในทิศทางบวกต่อผลตอบแทน ณ วันแรกที่ทำการซื้อขาย ซึ่งผลตอบแทน ณ วันแรกของบริษัทย่อยสามารถบ่งบอกถึงคุณภาพของบริษัท แต่หลักทรัพย์ใหม่ที่เป็นบริษัทย่อยนั้นไม่ส่งผลตอบแทนในช่วง 1-3 เดือนหลังจากเข้าทำการซื้อขาย ซึ่งลักษณะของหลักทรัพย์ใหม่ที่มีผลต่อผลตอบแทนในช่วง 1-3 เดือนหลังจากเข้าทำการซื้อขาย คือหลักทรัพย์ใหม่ที่ไม่เป็นบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนโดยมีผลในทิศทางลบ

อริยพงษ์ พันธุ์ศรีวงศ์ (2559) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนระยะยาวและผลการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียของกิจการที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาทิศทางผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ IPO และผลการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียส่งผลเช่นไร ซึ่งวัดจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์หักลบด้วยผลตอบแทนของตลาด หากมีค่าเป็นบวก แสดงว่าอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์นั้นมีการดำเนินงานที่ดีกว่าตลาด หากมีค่าเป็นศูนย์ แสดงว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นมีการดำเนินงานเท่ากับตลาด และหากมีค่าติดลบ แสดงว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นมีการดำเนินงานที่น้อยกว่าตลาด พบว่า อัตราผลตอบแทนระยะยาวมีค่าต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดในระยะสั้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Ritter (1991) เนื่องจากในช่วงแรกของการซื้อขาย นักลงทุนมีความคาดหวังและมุมมองในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์แตกต่างกัน ทั้งมุมมองที่เป็นลบต่อหลักทรัพย์นั้น จะตัดสินใจไม่ลงทุนเนื่องจากตลาดของหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกไม่สามารถยึดหลักทรัพย์มาขายก่อนแล้วซื้อเพื่อชำระคืน (Short Selling) ในภายหลังได้ สำหรับนักลงทุนที่มีมุมมองเป็นบวกต่อหลักทรัพย์จะประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์สูงเกินความเป็นจริง ทำให้ราคาหลักทรัพย์มีความผันผวนและเพิ่มสูงเกินมูลค่าที่แท้จริงในช่วงแรกของการที่เสนอขายต่อสาธารณชน และเมื่อเวลาผ่านไปในระยะยาว ความคาดหวังและมุมมองต่อหลักทรัพย์นั้นมีความแตกต่างกันน้อยลง จึงส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์กลับเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริง จึงทำให้อัตราผลตอบแทนระยะยาวนั้นต่ำลง

2.4 กรอบแนวคิดการวิจัย



สำหรับกรอบแนวคิดการวิจัย ผู้วิจัยใช้ทฤษฎี Tobin's Q ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชน ซึ่ง Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดผลการปฏิบัติงานเชิงเศรษฐศาสตร์ เกิดจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลระหว่างการบัญชี การเงิน เศรษฐศาสตร์ และมูลค่าตลาดของหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้นและหนี้สินต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดที่ดีที่จะสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าของกิจการซึ่งได้รวมทั้งข้อมูลที่เกิดขึ้นในอดีต รวมถึงข้อมูลที่คาดการณ์เกี่ยวกับโอกาสการลงทุนในอนาคต สำหรับตัวแปรอิสระ ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไรทั้ง 6 ตัวแปร เนื่องจากเป็นตัวแปรที่แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของกิจการ สำหรับงานวิจัยของนัจษร วุฒิพิงศาธร, (2553) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratios) เป็นตัวแปรที่ศึกษา ได้แก่ อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย (Gross Profit Margin) อัตราส่วนผลตอบแทนจากกำไรสุทธิ (Net Profit Margin) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity) อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร (Price Earnings Ratio) อัตราส่วนเงินปันผลต่อราคาหุ้น และอัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อหุ้น พบว่า ปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้แก่ ราคาตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรสุทธิต่อหุ้น และงานวิจัยของ Borhan, Moohamed and Azmi (2014) ศึกษาผลกระทบของอัตราส่วนทางการเงินต่อประสิทธิภาพทางการเงินของบริษัทเคมีในประเทศอินเดีย เพื่อทำการศึกษารความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรและประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ โดยความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratios) จากอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit Margin) และ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย (Net Profit Margin) พบว่า อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขายมีความสัมพันธ์ทางบวกกับประสิทธิภาพทางการเงินของบริษัท ในขณะที่อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ทางลบกับประสิทธิภาพทางการเงินของบริษัท จากการศึกษา งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ผู้วิจัยจึงเลือกใช้ใช้อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรเป็นตัวแปรในการศึกษา เพื่อศึกษาความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการในกรอบแนวคิดการวิจัยครั้งนี้ ที่จะสะท้อนถึงศักยภาพของกิจการ ซึ่งถือเป็นอัตราส่วนทางการเงินที่นักลงทุนจะใช้ในการตัดสินใจลงทุน

3. วิธีดำเนินการวิจัย

3.1 วิธีเก็บข้อมูล

ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) บริษัทที่ยื่นขอจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ระหว่างปี พ.ศ. 2551 – 2559 จำนวน 214 ข้อมูล จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นธุรกิจการเงินและกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากมีแนวปฏิบัติทางบัญชีที่แตกต่างไปจากอุตสาหกรรมทั่วไป ข้อมูลบริการออนไลน์ ได้แก่ งบกำไรขาดทุน งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ งบแสดงฐานะการเงินและหนังสือชี้ชวน ระหว่างปีพ.ศ. 2551 – 2559 ซึ่งเป็นข้อมูลงบการเงินก่อนและหลังจากจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการ ตามแนวทางการคำนวณของ Chung and Pruitt, (1994)

$$\text{Tobin's Q} = (\text{MVS} + \text{MVP} + \text{Debt}) / \text{Total Assets}$$



โดยที่ MVS	=	มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ	คำนวณจากราคาตลาดของหุ้นสามัญ
		คูณด้วยจำนวนหุ้นที่ถืออยู่ในมือผู้ถือหุ้น	
MVP	=	มูลค่าของหุ้นบุริมสิทธิเท่ากับมูลค่าได้ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ	
Debt	=	มูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน	
Total Assets	=	สินทรัพย์รวมของกิจการ	

สำหรับอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร โดยมีวิธีวัดค่าตัวแปร ดังนี้

1. อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit Margin) คำนวณจากกำไรจากการดำเนินงาน ต่อยอดขายสุทธิ ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่วัดความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินงาน ดังนั้นกำไรจากการดำเนินงาน ถือว่าเป็นกำไรที่เกิดจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการ ว่าเป็นที่เปอร์เซ็นต์ของรายได้จากการขาย ถ้าอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานสูง แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรสูง

2. อัตราส่วนกำไรสุทธิ (Net Profit Margin Ratio) คำนวณจากกำไรสุทธิต่อยอดขาย ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่วัดความสามารถในการทำกำไรสุทธิของกิจการว่าเป็นที่เปอร์เซ็นต์ของยอดขาย ถ้าอัตราส่วนกำไรสุทธิสูงจะแสดงถึงความสามารถในการทำกำไรสุทธิ ข้อสังเกตถ้าอัตรากำไรสุทธิสูงย่อมแสดงถึงนโยบายการกำหนดราคาขายที่ดี นโยบายการจัดซื้อและนโยบายการผลิตที่ดี การควบคุมค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารและค่าใช้จ่ายอื่นที่ดีด้วย

3. อัตราส่วนผลตอบแทนสินทรัพย์ (Return on Asset) คำนวณจากกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่วัดความสามารถของกิจการในการนำสินทรัพย์ที่มีทั้งหมดไปทำกำไรสุทธิกลับเข้ามาให้กิจการในปีนั้นเป็นที่เปอร์เซ็นต์ของสินทรัพย์ที่มีทั้งหมด ถ้าอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์สูง แสดงว่ากิจการสามารถนำสินทรัพย์รวมไปทำกำไรสุทธิกลับเข้ามาได้มาก ข้อสังเกตอัตราส่วนผลตอบแทนสินทรัพย์นี้จะแสดงถึงผลตอบแทนโดยทั่วไปหรือโดยรวมของกิจการ

4. อัตรากำไรต่อหุ้น (Earnings per Share) คำนวณจากกำไรสุทธิต่อจำนวนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของหุ้นสามัญที่ถือโดยบุคคลภายนอก เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดกำไรสุทธิที่ผู้ถือหุ้นแต่ละหุ้นจะได้รับจากการดำเนินงาน ถ้ากำไรต่อหุ้นสูงแสดงว่าผู้ถือหุ้นแต่ละหุ้นจะได้รับกำไรสุทธิจากกิจการจำนวนมาก กำไรต่อหุ้นจะเป็นปัจจัยสำคัญปัจจัยหนึ่งที่ช่วยให้บุคคลภายนอกหรือนักลงทุนสนใจที่จะลงทุน

5. อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร (Price Earnings Ratio) คำนวณจากราคาตลาดหุ้นสามัญต่อกำไรต่อหุ้น เป็นอัตราส่วนใช้วัดราคาตลาดของหุ้นสามัญว่าเป็นที่เท่าของกำไร ถ้าอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสูง แสดงว่าหุ้นสามัญของกิจการเป็นที่นิยมของตลาดหุ้น แต่อย่างไรก็ตามอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสูงมากเกินไป ซึ่งในทางปฏิบัติพบว่าเป็นช่วงที่หุ้นสามัญของกิจการถูกปั่นราคาให้สูงกว่าราคาตลาดปกติ ดังนั้น หุ้นสามัญควรจะมีย่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสูงกว่าอุตสาหกรรมประเภทเดียวกันเล็กน้อย แต่ถ้าอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสูงกว่าอุตสาหกรรมประเภทเดียวกันมาก อาจมีความเสี่ยงที่เกิดจากราคาตลาดหุ้นสามัญของกิจการลดต่ำลงได้

6. อัตราการจ่ายเงินปันผลต่อกำไร (Dividend Payout Ratio) คำนวณจากเงินปันผลต่อกำไรต่อหุ้น เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดการจ่ายเงินปันผลของกิจการเมื่อเปรียบเทียบกับกำไรสุทธิ ถ้าอัตราส่วนเงินปันผลต่อกำไรสูง แสดงถึงในปีนั้นกิจการจ่ายเงินปันผลเมื่อเปรียบเทียบกับกำไรมาก แสดงถึงนโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการ ดังนั้นอัตราส่วนเงินปันผลต่อกำไรจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยให้บุคคลภายนอกหรือนักลงทุนใช้วิเคราะห์การตัดสินใจลงทุน

3.2 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

เมื่อเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินและจากการคำนวณอัตราส่วนทางการเงิน ได้ทำการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อสรุปผลการวิจัยในครั้งนี้โดยสถิติที่ทดสอบสมมติฐาน ได้แก่

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) จากข้อมูล (Data) ที่เก็บรวบรวม และการหาค่าสถิติ ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean), ค่ามัธยฐาน (Median), ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) เพื่ออธิบายลักษณะข้อมูล
2. การวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยความสามารถในการทำกำไรด้วยสถิติ Two Related Sample Wilcoxon Test เพื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของบริษัทก่อนและหลังเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชนว่ามีความสามารถในการทำกำไรแตกต่างกัน

3. วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรหลายตัว ด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ดังนี้

ขั้นที่ 1 กำหนดตัวแปรอิสระ (Independent Variable) ที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม (Dependent Variable) ดังนี้

ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) จำนวน 6 ตัว ซึ่งเป็นตัวแปรเชิงปริมาณ

1. อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit Margin)
2. อัตราส่วนกำไรสุทธิ (Net Profit Margin Ratio)
3. อัตราส่วนผลตอบแทนสินทรัพย์ (Return on Asset)
4. อัตรากำไรต่อหุ้น (Earnings per Share)
5. อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร (Price Earnings Ratio)
6. อัตราการจ่ายเงินปันผลต่อ (Dividend Payout Ratio)

ตัวแปรตาม (Dependent Variable) 1 ตัว เป็นตัวแปรเชิงปริมาณ คือ มูลค่ากิจการ (Tobin's Q)

ตัวแปรควบคุม (Variable Control) 1 ตัว เป็นตัวแปรเชิงปริมาณ ดังนี้

1. ขนาดกิจการ (Size) วัดจากขนาดสินทรัพย์รวมของกิจการ

ขั้นที่ 2 สร้างสมการแสดงความสัมพันธ์ ระหว่างตัวแปรอิสระ (Independent Variable) ที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม (Dependent Variable) ดังสมการต่อไปนี้

$$\text{Firm Values} = \beta_0 + \beta_1(\text{OPM}) + \beta_2(\text{NPM}) + \beta_3(\text{ROA}) + \beta_4(\text{EPS}) + \beta_5(\text{PE}) + \beta_6(\text{DR}) + \beta_7(\text{SIZE}) + \varepsilon$$

โดย Firm Values = มูลค่ากิจการ

OPM = อัตรากำไรจากการดำเนินงาน



NPR	=	อัตราส่วนกำไรสุทธิ
ROA	=	อัตราส่วนผลตอบแทนสินทรัพย์
EPS	=	อัตรากำไรต่อหุ้น
PE	=	อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร
DR	=	อัตราการจ่ายเงินปันผล
SIZE	=	ขนาดกิจการ
β_0	=	ส่วนตัดแกน Y เมื่อ $x_1 = x_2 = \dots = 0$
ϵ	=	ค่าความคลาดเคลื่อน

ขั้นที่ 3 วิเคราะห์ความแปรปรวนแบบทางเดียว (One-Way ANOVA) ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่าง Y กับ x_1, \dots, x_k โดยตั้งสมมติฐาน ดังนี้

$H_0: \beta_i = 0$ แสดงว่า ตัวแปรอิสระ K ตัวไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม

$H_1: \beta_i \neq 0$ แสดงว่า ตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม

ขั้นที่ 4 ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม โดยทำการทดสอบสมมติฐาน K ครั้ง สำหรับตัวแปรอิสระ K ตัว สำหรับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง Y กับ X_i สามารถตั้งสมมติฐานเพื่อการทดสอบ ดังนี้

$H_0: \beta_i = 0$ แสดงว่า ตัวแปรอิสระตัวที่ X_i ไม่สัมพันธ์กับตัวแปรตาม

$H_1: \beta_i \neq 0$ แสดงว่า ตัวแปรอิสระตัวที่ X_i มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม

4. ผลการวิจัย

4.1 จำนวนกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชน คุณสมบัติของหลักทรัพย์ที่ยื่นคำขอจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ หลักทรัพย์ที่มีทุนชำระแล้ว หลังการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนมากกว่าหรือเท่ากับ 300 ล้านบาท มีกำไรสุทธิในระยะเวลา 2 ปี หรือ 3 ปี ล่าสุดก่อนยื่นคำขอรวมกันมากกว่าหรือเท่ากับ 50 ล้านบาท โดยในปีล่าสุดก่อนยื่นคำขอมีกำไรสุทธิมากกว่าหรือเท่ากับ 30 ล้านบาท และคุณสมบัติของหลักทรัพย์ที่ยื่นคำขอจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ได้แก่ หลักทรัพย์ที่มีทุนชำระแล้ว หลังการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนมากกว่าหรือเท่ากับ 20 ล้านบาท มีผลการดำเนินงานต่อเนื่องไม่น้อยกว่า 2 ปี ภายใต้การจัดการของผู้บริหารส่วนใหญ่อุบัติร่วมกันอย่างน้อย 1 ปีก่อนยื่นคำขอ ผู้วิจัยได้กำหนดกลุ่มตัวอย่างตามโครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ในหมวดธุรกิจกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากวิธีการบัญชีที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น

ตารางที่ 1 จำนวนกลุ่มตัวอย่างจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เกษตรและ อุตสาหกรรมอาหาร	สินค้า อุปโภคบริโภค	สินค้า อุตสาหกรรม	อสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง	ทรัพยากร	บริการ	เทคโนโลยี	
BRR	AJA	APCH	ANAN	CKP	AAV	JMART	
CBG	TSR	IVL	BJCHI	GUNKUL	BA	SMT	
ICHI		PCSGH	PACE	PTG	BEAUTY	SYMC	
KBS		SUTHA	PPP	TAE	CHG		
KTIS			RICHY		CSS		
M			SENA		GLOBAL		
SAPPE			SRICHA		MC		
VPO			TTCL		MEGA		
			WHA		NOK		
					NYT		
					VIH		
รวม	8	2	4	9	4	11	3
%	19.51	4.88	9.76	21.95	9.76	26.83	7.32

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, (2559)

เมื่อวิเคราะห์ข้อมูลตามกลุ่มอุตสาหกรรมที่ยื่นขอจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ช่วงปี 2552-2557 พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ มีจำนวนข้อมูลบริษัทที่ยื่นเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มากที่สุด คือ จำนวน 11 หลักทรัพย์ คิดเป็น 26.83% รองลงมาคือกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 9 หลักทรัพย์ คิดเป็น 21.95% กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 8 หลักทรัพย์ คิดเป็น 19.51% ตามลำดับ



ตารางที่ 2 จำนวนกลุ่มตัวอย่างจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชน
ในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

เกษตรและ อุตสาหกรรมอาหาร	สินค้า อุปโภคบริโภค	สินค้า อุตสาหกรรม	อสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง	ทรัพยากร	บริการ	เทคโนโลยี	
HOTPOT	APCH	CHOW	ARROW	AIE	AKP	PLANET	
TMILL	ECF	CHO	BKD	ARIP	AUCT	SPVI	
XO	JUBILE	COLOR	HYDRO	AGE	COL	SKY	
	OCEAN	FPI	JSP	EA	DNA	UPA	
	MOONG	GIFT	PPS	NINE	EFORL		
		HTECH	SMART	PSTC	FSMART		
		KCM	THANA	QTC	FVC		
		PDG	TPOLY	SEAOIL	HARN		
		PJW	VTE	TAKUNI	KIAT		
		SANKO		TSE	LDC		
		TMC		UWC	MONO		
		TMI			NBC		
		UAC			NCL		
		UREKA			OTO		
		2S			PHOL		
					QLT		
					SPA		
					TVD		
					WINNER		
รวม	3	5	15	9	11	19	4
%	4.55	7.58	22.73	13.64	16.67	28.79	6.06

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, (2559)

เมื่อวิเคราะห์ข้อมูลตามกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ มีจำนวนข้อมูลบริษัทที่ยื่นเสนอขาย
หลักทรัพย์ต่อสาธารณชน ในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ มากที่สุด คือ จำนวน 19 หลักทรัพย์ คิดเป็น 28.79% รองลงมา

คือกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม 15 หลักทรัพย์ คิดเป็น 22.73% อันดับที่สาม คือ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่ม
ทรัพยากร จำนวน 9 หลักทรัพย์ คิดเป็น 13.64%

4.2 การวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่
สาธารณชน ก่อนและหลังจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยสถิติแบบ Nonparametric Two Related
Sample Wilcoxon Test เป็นการทดสอบผลต่างของค่าเฉลี่ยอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่ทำการ
เสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชนก่อนและหลังเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตารางที่ 3 ผลสถิติการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรก
แก่สาธารณชน ก่อนและหลังจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Variables	Mean		Mean Difference	Wicoxon test Sig. (2-tailed)
	Before	After		
Operating Profit Margin	0.11	0.08	-0.03	.003*
Net Profit Margin	9.44	7.18	-2.26	.005*
Return on Asset	8.63	9.44	0.81	.162
Earnings per Share	0.44	0.30	-0.14	.014*
Price Earnings Ratio	16.95	21.00	4.05	.005*
Dividend Payout Ratio	0.22	0.27	0.05	.055

*มีนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

จากตารางที่ 3 พบว่า อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่
สาธารณชนก่อนและหลังจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ มี 4 อัตราส่วน ที่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติน้อยกว่า 0.05 (sig. <
0.05) ได้แก่ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน มีค่าเฉลี่ยลดลง -0.03 เท่า อัตราส่วนกำไรสุทธิ มีค่าเฉลี่ยลดลง -2.26 เท่า
อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น มีค่าเฉลี่ยลดลง -0.14 เท่า และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร มีค่าเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 4.05 เท่า สรุปได้ว่า
อัตราส่วนดังกล่าวหลังจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ มีค่าเฉลี่ยก่อนและหลังจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่แตกต่างกัน
อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ มีค่าเฉลี่ยเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.81 และอัตราการจ่ายเงินปันผล มี
ค่าเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 0.05 เท่า สรุปได้ว่ามีค่าเฉลี่ยก่อนและหลังจดทะเบียน แตกต่างกันอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

4.3 การวิเคราะห์มูลค่ากิจการ ภายหลังจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยทฤษฎี Tobin's Q คำนวณจาก
(Closing Price x Common Stock) + Debt / Total Assets เพื่อวิเคราะห์มูลค่ากิจการที่มีค่า Tobin's Q มากกว่า 1 แสดง
ถึงมูลค่าทางการตลาดของกิจการมากกว่ามูลค่าของสินทรัพย์และ Tobin's Q น้อยกว่า 1 แสดงถึงมูลค่าทางการตลาดของ



กิจการน้อยกว่ามูลค่าของสินทรัพย์ รวมถึงการวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงมูลค่ากิจการภายในระยะเวลา 2 ปีหลังจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ดังนี้

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ Tobin's Q ของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชน ภายหลังจากจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

หลักทรัพย์	Tobin's Q เพิ่มขึ้น		Tobin's Q ลดลง	
	หลักทรัพย์	ร้อยละ	หลักทรัพย์	ร้อยละ
107	58	54	49	46

จากตารางที่ 4 พบว่าภายหลังจากจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ มีบริษัทที่มีมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นค่า Tobin's Q มีอัตราที่สูงขึ้นจำนวน 58 หลักทรัพย์ คิดเป็นร้อยละ 54 ซึ่งปัจจัยที่สำคัญต่อมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้น คือ ราคาตลาดของหุ้น มีการปรับตัวของราคาหุ้นที่สูงขึ้นส่งผลให้มูลค่ากิจการมีมูลค่าตลาดที่เพิ่มขึ้น สำหรับบริษัทที่มีมูลค่ากิจการลดลงค่า Tobin's Q มีอัตราลดลง จำนวน 49 หลักทรัพย์ คิดเป็นร้อยละ 46 ซึ่งปัจจัยที่สำคัญต่อมูลค่ากิจการที่ลดลง คือ ราคาตลาดของหุ้น มีการปรับตัวของราคาหุ้นที่ลดลงเช่นกัน

4.4 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการ รวมถึงตัวแปรควบคุมที่มีผลต่อมูลค่ากิจการ โดยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ซึ่งในการศึกษาได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์โดยใช้ค่าสถิติ Variance Inflation Factor พบว่าตัวแปรอิสระมีค่าอยู่ระหว่าง 0.010 – 2.507 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 10 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวไม่มีความสัมพันธ์กันเองในระดับที่ทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ผู้วิจัยเลือกใช้การวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อศึกษาตัวแปรอิสระสามารถพยากรณ์ตัวแปรตามได้หรือไม่ มากน้อยเพียงใด โดยมีแบบจำลองสำหรับการวิเคราะห์ (Models of Analysis) ดังนี้

$$\text{Firm Values} = \beta_0 + \beta_1(\text{OPM}) + \beta_2(\text{NPM}) + \beta_3(\text{ROA}) + \beta_4(\text{EPS}) + \beta_5(\text{PE}) + \beta_6(\text{DR}) + \beta_7(\text{SIZE}) + \varepsilon$$

ตารางที่ 5 ค่าสถิติสมการถดถอยเชิงพหุ (Model Summary)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.655 ^a	.429	.376	.12855

จากตารางที่ 5 เมื่อพิจารณาค่า Adjusted R Square สามารถสรุปได้ว่าอัตราส่วนกำไรสุทธิก่อนดอกเบี้ยและภาษี อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราส่วนผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น

อัตราส่วนเงินปันผลต่อกำไร และขนาดกิจการ สามารถพยากรณ์มูลค่ากิจการได้ร้อยละ 37.60 ซึ่งส่วนที่เหลืออาจเกิดจากอิทธิพลปัจจัยอื่น

ตารางที่ 6 ค่าสถิติการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการ

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Collinearity Statistics		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1 (Constant)	-.604	.268		-2.252	.027		
OPM	-.085	.048	-.393	-1.785	.078	.155	6.433
NPM	.310	.141	.514	2.192	.031*	.137	7.320
ROA	.013	.021	.074	.611	.543	.515	1.942
EPS	.222	.052	.520	4.281	.000*	.509	1.966
PE	.231	.067	.356	3.436	.001*	.700	1.428
DR	.000	.073	.000	.004	.997	.909	1.100
Firm Size	-2.722	1.501	-.206	-1.813	.074	.580	1.725

*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ผู้วิจัยจึงนำค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรพยากรณ์มาเขียนเป็นสมการพยากรณ์อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ สมการพยากรณ์ ได้ดังนี้

$$\text{Firm Values} = .604 - .085(\text{OPM}) + .310(\text{NPM}) + .013(\text{ROA}) + .222(\text{EPS}) + .231(\text{PE}) + .00(\text{DR}) - 2.722(\text{FIRM SIZE}) + .268$$

จากตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการภายหลังจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ผู้วิจัยทำการทดสอบ Multicollinearity โดยวิเคราะห์ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม มีค่าสถิติตั้งแต่ 1.100 – 7.320 ซึ่งน้อยกว่า 10 แสดงว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมไม่มีความสัมพันธ์กัน (Black, 2006) สามารถสรุปผลการวิเคราะห์ตัวแปรที่มีอิทธิพลกับมูลค่ากิจการ อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรที่มีอิทธิพลกับมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ได้แก่ อัตราส่วนกำไรสุทธิ (B = .310) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ แสดงถึงเมื่ออัตราส่วนกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 1 หน่วย มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น .310 หน่วย อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (B = .222) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ แสดงถึงเมื่ออัตราส่วนกำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้น 1 หน่วย มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น .222 หน่วย และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร (B = .231) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ แสดงถึงเมื่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรเพิ่มขึ้น 1 หน่วย มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น .231



หน่วย สำหรับอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราการจ่ายเงินปันผล และขนาดกิจการ ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

5. อภิปรายผลการวิจัย

5.1 ผลการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชนก่อนและหลังจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร มีค่าเฉลี่ยแตกต่างกัน โดยพบว่าค่าเฉลี่ยภายหลังจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ มีค่าเฉลี่ยลดลง สอดคล้องกับงานวิจัยของศิริพร ศรีบุญเจริญ (2540) ผลการดำเนินงานระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่เข้าสู่ตลาดฯ โดยผลตอบแทนเฉลี่ยเริ่มแรกของหุ้นที่ออกใหม่สูง ซึ่งเป็นสาเหตุสำคัญในการจูงใจนักลงทุน นอกจากนี้ยังศึกษาผลการดำเนินงานหลังจากเข้าสู่ตลาด โดยวัดผลการดำเนินงานจาก ROA , Total asset Turnover, EPS และ M/B Ratio ซึ่งพบว่า มีระดับที่ลดลง ซึ่งการลดลงของผลการดำเนินงานเกิดจากที่บริษัทมีการตกแต่งงบการเงิน ทำให้ผลการดำเนินงานก่อนเข้าสู่ตลาดนั้นสูงเกินความเป็นจริง สอดคล้องกับงานวิจัยของ Ibbotson (1975), Paudyal, Saadouni and Briston (1998) พบว่าอัตราผลตอบแทนในวันแรกที่ทำการเสนอขายนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนระยะยาว ยิ่งอัตราผลตอบแทนในวันแรกสูงก็จะทำให้อัตราผลตอบแทนในระยะยาวลดลง สำหรับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราการจ่ายเงินปันผล มีค่าเฉลี่ยก่อนและหลังจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แตกต่างกันอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้นแสดงถึงภายหลังจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กิจการยังคงมีประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ รวมถึงนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่ดี ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญช่วยให้บุคคลภายนอกหรือนักลงทุนใช้วิเคราะห์ในการตัดสินใจลงทุนในกิจการ

5.2 ผลการวิเคราะห์มูลค่ากิจการ ภายหลังจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยราคาตลาดของหุ้นเป็นปัจจัยที่สำคัญที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Landsman and Shapiro (1995) ข้อมูลจากงบการเงินและตัวเลขทางบัญชีนั้นซึ่งมีการผสมผสานกันระหว่างตัวเลขทางบัญชีและมูลค่าตลาดขององค์กร ยังสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าทางเศรษฐกิจและผลการปฏิบัติงานที่แท้จริงขององค์กร เช่น ราคาตลาดของหุ้น เป็นการวัดมูลค่ากิจการจากการประเมินราคาตลาดของหุ้น ซึ่งเป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพในการดำเนินงานยังเป็นสิ่งผลักดันให้องค์กรเกิดมูลค่า ที่สามารถสะท้อนในการคาดการณ์การตัดสินใจลงทุนในอนาคต (มนวิกา ผดุงสิทธิ์, 2549)

5.3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน อัตราส่วนผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราการจ่ายเงินปันผล และขนาดกิจการ ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ สำหรับอัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ สอดคล้องกับงานวิจัยของ มนวิกา ผดุงสิทธิ์ (2549) พบว่า กำไรต่อหุ้น มีความสัมพันธ์กับมูลค่าที่แท้จริงทางเศรษฐศาสตร์ขององค์กรซึ่งวัดด้วย Tobin's Q ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Landsman and Shapiro (1995) ในส่วนที่องค์กรสามารถใช้ตัวชี้วัดผลการปฏิบัติงานทางบัญชีเป็นตัวแทนมูลค่าที่แท้จริงเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ สอดคล้องกับ

งานวิจัยของ Beaver (1989) และ Mande (1994) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร เป็นอัตราส่วนที่พยากรณ์ของกำไรในอนาคตของกิจการซึ่งเชื่อมโยงกับราคาหุ้น ซึ่งเป็นผลจากความคาดหวังกำไรในอนาคต ช่วยให้นักลงทุนสามารถประเมินความสามารถในการจ่ายเงินปันผลของกิจการ และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Anderson and Brooks (2006) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร เป็นตัวชี้วัดที่ใช้กันอย่างแพร่หลายในการคาดการณ์ผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรจะเปลี่ยนแปลงไปในแต่ละปี เนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงความเชื่อมั่นของนักลงทุน

6. สรุปผลการวิจัย

6.1 ผลการวิเคราะห์อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชนก่อนจดทะเบียนและหลังจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ พบว่า อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร มีค่าเฉลี่ยก่อนและหลังจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน ซึ่งภายหลังจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรข้างต้นที่มีค่าเฉลี่ยลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราจ่ายเงินปันผลมีค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมก่อนจดทะเบียนและหลังจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แตกต่างกัน อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งภายหลังการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรดังกล่าวที่มีค่าเฉลี่ยเพิ่มขึ้น

6.2 ผลการวิเคราะห์มูลค่ากิจการ ภายหลังจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ภายในระยะเวลา 2 ปี พบว่ามูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้น คิดเป็นร้อยละ 29.08 และมูลค่ากิจการที่ลดลง คิดเป็นร้อยละ 32.35 เนื่องจากปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงมูลค่ากิจการมากที่สุด ได้แก่ ราคาตลาดของหุ้นสามัญ

6.3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการ พบว่า อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราจ่ายเงินปันผล และขนาดกิจการ ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ สำหรับอัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ข้อเสนอแนะในการวิจัย

การศึกษานี้เป็นปัจจัยหนึ่งซึ่งผู้ลงทุนจะต้องพิจารณาในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกแก่สาธารณชน ผู้ลงทุนอาจต้องคำนึงถึงอีกหลายปัจจัย เช่น การประเมินความเสี่ยงของหลักทรัพย์ ระดับราคาและผลตอบแทนระยะสั้นของหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรก นักลงทุนอาจจะประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายไว้สูงเกินจริง ผู้วิจัยได้ศึกษาเพียงอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการ ซึ่งถือเป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงผลการดำเนินงานเท่านั้น ดังนั้นควรมีการศึกษาอัตราส่วนทางการสภาพคล่อง อัตราส่วนวัดสภาพหนี้ และอัตราส่วนวัดประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ เพื่อจะได้ข้อมูลที่สะท้อนมูลค่ากิจการมากยิ่งขึ้น



7. บรรณานุกรม

- คนพล จรุงบุญใจณ์ ณ อยุธยา. (2556). ผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการภายหลังปฏิบัติตามมาตรฐานการบัญชีที่มีผลบังคับ
ใช้ในปี พ.ศ. 2554 โดยใช้ทฤษฎี Tobin's Q. การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- นัจษร วุฒิพงศาธร. (2553). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทย กรณีศึกษา หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยรวมและแยกตามกลุ่ม
อุตสาหกรรม. สถาบันวิจัยและให้คำปรึกษาแห่ง มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- มนวิกา ผดุงสิทธิ์. (2548). การประเมินผลการปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin-Tobin's Q. วารสารบริหารธุรกิจคณะ
พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. ปีที่ 28 ฉบับที่ 106: 13-22.
- วรภพ เสือพลาย. (2554). ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับมูลค่าบริษัท. การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต.
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- เวสราวิช จรัสวรวิภูฒิกุล. (2557). ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใหม่ (หุ้น IPO) กรณีเป็นบริษัทย่อยของบริษัทที่จดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต.
สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์.
- ศิริพร ศรีบุญเจริญ. (2540). ผลการดำเนินงานในระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกแก่ประชาชน: ในช่วงปี
2535-2536. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต. จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- อริยะพงษ์ พันธุ์ศรีวงศ์. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนระยะยาวและผลการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียของ
กิจการที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. งานวิจัย คณะ
บริหารธุรกิจ. มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- Abdulkadir Ali, T., & Ozlem, S. (2015). Capital Structure and Firm Performance: An Analysis of Manufacturing
Firms in Turkey. Eurasian Journal of Business and Management, Vol 3, Iss 4, Pp 13-22
- Anderson, K., & Brooks, C. (2006). Decomposing the price-earnings ratio. Journal of Asset Management, 6(6),
456-469
- Asiri, B. K., & Hameed, S. A. (2014). Financial Ratios and Firm's Value in the Bahrain Bourse. Journal of
Finance and Accounting. Vol.5, No.7,2014
- Beaver, W. (1989). Financial reporting: An accounting revolution (Second edition). Saddle River, NJ: Prentice
Hall. Research Journal of Finance
- Chung-Cheng, C. (2013). The IPO Stock Price Performance Analysis of Taiwan and Mainland China.
- Chung, K.H., and Pruitt, S.W. 1994. A simple approximation of Tobin's q. Financial Management. 23(3): 70-74.



- Halimanhton B., Rozita N., & Mohamed N. A. (2014). "The impact of financial ratios on the financial performance of a chemical company." *World Journal of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development* 10 (2), 154-160.
- Fang, E., Palmatier, R.W.j & Steenkam, J.E. (2008). Effect of Service Transition Strategies of Firm Value. *Journal of Marketing*, 72(5), 1-4.
- Ibbotson, R. G. (1975). Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics*, 2(3), 235-272
- Joanna, L., & Leszek, C. (2014). Performance of Polish IPO Firms: Size and Profitability Effect.
- Lewellen, Wibur G. & Badrinath S.G. (1997). "On the Measurement of Tobin's Q", *Journal of Financial Economic*, Vol.44, 77-122.
- Landsman, W.R. & Shapiro, A.C. (1995), "Tobin's Q and the Relation between Accounting ROI and Economic Return", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol,10, No.1: 1030118
- Mc Taggart, J.M., Kontes, P.W. and Mankins, M. (1994). *Value Imperative: Managing for Superior Shareholder Returns*, The Free Press, New York, pp.367.
- Pattaranutaporn, P. (2005). *The Relationship between Underpricing, Ownership Concentration and Aftermarket Performance (An Empirical Study in Thailand)*. Independent Study (Master of Science). Thammasat University, Faculty of Commerce and Accountancy.
- Paudyal, K., Saadouni, B., & Briston, R. (1998). Privatization Initial Public Offering in Malaysia: Initial Premium and Long-Term Performance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 6, 427-451.
- Ritter, J.R. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, 46, 3-27.
- Xiong, Y., Zhou, H., & Varshney, S. (2010). The economic profitability of pre-IPO earnings management and IPO underperformance. *Journal of Economics & Finance*, 34(3), 229.