The Impact on Operating Performance of Initial Public Offering Companies in Thailand

Naratip Tabtieng*

Received: June 6, 2019 / Accepted: August 23, 2019

Abstract

This study uses initial public offering (IPO) companies in SET and MAI from 2001 to 2014 to study the operating performance after becoming listed in the stock exchange. Operating performance was measured by using operating return on assets, operating cash flow on total assets, sales, assets turnover and capital expenditure.

The results of section 1 show that the operating performance after being listed in the stock exchange significantly changed. Sales and expansion of investments in the form of capital expenditure improved, but the efficiency of assets management, profitability showed a decline. The reason for the decline may be due to a change in the shareholding structure after becoming a listed company; causing agency costs, or from window dressing by the company's management to advertise good performance to facilitate the selling of initial public offering shares to investors.

Section 2 study the factors that have a significant relationship with the change in operating performance after being listed in the stock exchange by using 2 variables to evaluate the operating performance, i.e. operating return on assets and operating cash flow on total assets. The operating performance measures were obtained by using: (1) the change in operating performance after listed in the stock exchange (median change) and (2) the change in operating performance after listed in the stock exchange adjusted by the change in operating performance of the same industry, sector and same year as the IPO companies (median industry-adjusted).

The results of section 2 show that only BankLoan has a significant negative relationship between median change and median industry-adjusted change in these two operating performance measures. Since source of funds from borrowing causes higher risks in terms of liquidity and cash flow management, this directly affects its operations and profitability. However, other factors were found to have significant relations with changes in operating performance after being listed in the stock exchange; which vary on each operating performance variable.

Keyword: operating performance, initial public offering, operating return on assets, cash return on assets, asset turnover and capital expenditure.

* NIDA Business School, National Institute of Development Administration
118 Seri Thai Rd., Bangkok, Thailand 10240, E-mail : tnaratip@yahoo.com

ISSN 1905-6826
Journal Homepage :
http://mba.nida.ac.th

ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ภายหลังการเสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก

อ.นราทิพย์ ทับเที่ยง*

บทคัดย่อ

การศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ตั้งแต่ พ.ศ. 2544-2557 เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทภายหลังการเสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก โดยผลการดำเนินงานวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Operating Return on Assets) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Assets) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Sales/TA) ยอดขายและค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน (Capital Expenditure)

ผลการศึกษาในส่วนแรกพบว่า ผลการดำเนินงานแต่ละช่วงปีภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ บริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่มีการเติบโตของยอดขาย และมีการลงทุนในสินทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินงานเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่ประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์เพื่อให้เกิดรายได้ และความสามารถในการทำกำไรปรับตัวลดลง สาเหตุอาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างผู้ถือหุ้นภายหลังบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ส่งผลให้เกิดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) หรืออาจเนื่องจากผู้บริหารตกแต่งงบการเงินของบริษัทเพื่อให้ไม่สะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริง หรืออาจเกิดจากการที่ผู้บริหารตัดสินใจเข้าจดทะเบียนในช่วงที่ผลการดำเนินงานของบริษัทอยู่ในระดับดี เพื่อเอื้อประโยชน์ในการเสนอขายหุ้นให้แก่นักลงทุน

การศึกษาส่วนที่ 2 ศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานภายหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งการศึกษาครั้งนี้ได้กำหนดตัวแปร 2 ตัวเพื่อใช้ในการวัดผลการดำเนินงาน ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Operating Return on Assets) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Assets) โดยจำแนกรูปแบบการวัดการเปลี่ยนแปลงที่แตกต่างกัน ได้แก่ (1) การวัดการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Median Change) และ (2) การวัดการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานภายหลังปรับด้วยค่ากลางของผลการดำเนินงานของบริษัททั้งหมดในกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจเดียวกัน (Median Industry-Adjusted Change)

ผลการศึกษาส่วนที่ 2 พบว่า มีเพียงตัวแปรเงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน (BankLoan) เท่านั้นที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานเมื่อวัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Operating Return on Assets) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Assets) โดยมีความสัมพันธ์ทั้ง 2 รูปแบบการวัดการเปลี่ยนแปลง เนื่องจากหนี้สินจากการกู้ยืมเป็นแหล่งเงินทุนที่มีความเสี่ยงสูง โดยเฉพาะในด้านการบริหารสภาพคล่องและกระแสเงินสด ซึ่งส่งผลกระทบโดยตรงต่อการดำเนินงานและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท อย่างไรก็ตาม ตัวแปรอื่นมีความสัมพันธ์ต่อการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นั้น ขึ้นอยู่กับกำหนดรูปแบบการวัดการเปลี่ยนแปลง

* คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
E-mail : tnaratip@yahoo.com

บทนำ (Introduction)

การตัดสินใจลงทุนในหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายแก่ประชาชนครั้งแรกนั้น นักลงทุนส่วนใหญ่มักตัดสินใจลงทุนโดยคาดหวังผลตอบแทนระยะสั้นของหลักทรัพย์จากส่วนต่างของราคาจองกับราคาปิดวันแรกที่บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประกอบกับการพิจารณาผลการดำเนินงานที่นำเสนอและเปิดเผยโดยบริษัทเท่านั้น ดังนั้นสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงมีหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดในการคัดเลือกบริษัทที่ต้องการระดมทุนด้วยการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก โดยพิจารณาจากประวัติผลการดำเนินงาน การกำกับดูแลกิจการที่ดีและระบบควบคุมภายใน เป็นต้น ซึ่งตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 28/2551 เรื่อง การเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ต่อประชาชนเป็นการทั่วไป หมวด 1 การเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ต่อประชาชนเป็นครั้งแรก ส่วนที่ 1 หลักเกณฑ์การอนุญาตและวิธีการยื่นคำขออนุญาต[1] ได้กำหนดให้ “...บริษัทมหาชนจำกัดที่ยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ต่อประชาชนเป็นครั้งแรกต้องไม่มีเหตุที่ทำให้สงสัยว่าข้อมูลที่เปิดเผยต่อประชาชนหรือต่อสำนักงานไม่ครบถ้วน ไม่ตรงตามความเป็นจริง ไม่เพียงพอต่อการตัดสินใจลงทุน หรือมีข้อความที่อาจทำให้ผู้ลงทุนสำคัญผิด และงบการเงินของผู้ขออนุญาตและงบการเงินรวมประจำงวดปีบัญชีล่าสุด และงบการเงินไตรมาสสุดท้ายก่อนยื่นคำขอต้องถูกต้อง น่าเชื่อถือ...”

นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์ยังได้กำหนดหลักเกณฑ์ในการรับหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน ซึ่งมีการพิจารณาคุณสมบัติของบริษัทมหาชนจำกัดที่ยื่นคำขอในด้านฐานะการเงินและสภาพคล่อง รวมทั้งผลการดำเนินงาน โดยพิจารณาการดำเนินงานต่อเนื่อง และมีการกำหนดเกณฑ์กำไรสุทธิ และมูลค่าราคาตลาดของหลักทรัพย์[2]

การกำหนดหลักเกณฑ์ดังกล่าวก็เพื่อเป็นการคุ้มครองผลประโยชน์ของนักลงทุน ดังนั้นหากบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นบริษัทที่มีคุณภาพ มีสถานะทางการเงินที่มั่นคง มีศักยภาพในการเติบโตและมีความโปร่งใสในการนำเสนอข้อมูล ดังนั้นนักลงทุนจึงควรคาดหวังได้ว่าผลการดำเนินงานภายหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทควรที่จะอยู่ในระดับเดิมหรือดีขึ้นกว่าเดิม แต่ทั้งนี้เนื่องมาจากผลการดำเนินงานของบริษัทขึ้นอยู่กับหลายปัจจัย เช่น ความสามารถในการแข่งขันของบริษัทและสภาวะเศรษฐกิจ เป็นต้น จึงอาจเป็นสาเหตุให้บริษัทมีผลการดำเนินงานปรับตัวลดลงภายหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

และจากการสำรวจการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (นราทิพย์ ทับเที่ยง, 2555)[3] ผลการศึกษาภาพรวมในช่วง 12 ปีที่ผ่านมา ตั้งแต่ พ.ศ. 2544-2555 พบว่า สัดส่วนจำนวนหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกส่วนใหญ่อยู่ในช่วง 20%-25% ของจำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วทั้งหมดภายหลังการเสนอขาย ซึ่งสาเหตุที่บริษัทส่วนใหญ่เสนอขายหุ้นในสัดส่วนดังกล่าว อาจเนื่องมาจากการที่สัดส่วนจำนวนหุ้นที่เสนอขายส่งผลกระทบโดยตรงต่อความเป็นเจ้าของหรือสิทธิออกเสียงของผู้ถือหุ้นเดิม

---

[1] ดูรายละเอียดใน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 2559 (30 กันยายน) ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 39/2559 การขออนุญาตและการอนุญาตให้เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ (ฉบับประมวล)

[2] ดูรายละเอียดใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2561 คู่มือการเข้าจดทะเบียนใน SET และ MAI (SET and MAI IPO and Listing Guide)

[3] ดูรายละเอียดใน นราทิพย์ ทับเที่ยง, การสำรวจการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย, Working Paper, ธันวาคม 2555

ในสัดส่วนที่เท่ากัน ดังนั้นบริษัทจึงพิจารณาสัดส่วนจำนวนหุ้นที่เสนอขายโดยเปรียบเทียบจำนวนเงินระดมทุนที่บริษัทต้องการ และการรักษาสิทธิของผู้ถือหุ้นเดิมให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม

ดังนั้นสัดส่วนจำนวนหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกจึงอาจเป็นปัจจัยอีกประการที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากเมื่อบริษัทดำเนินการกระจายหุ้นสามัญเพิ่มทุนหรือหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมให้แก่นักลงทุนทั่วไป จะส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้น ซึ่งภายหลังการเสนอขายหุ้น สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายเก่าจะลดลง เนื่องจากจำนวนหุ้นที่ถือครองโดยนักลงทุนทั่วไปเพิ่มขึ้น ส่งผลกระทบต่อความเป็นเจ้าของกิจการ เนื่องจากการสูญเสียอำนาจในการบริหารจัดการให้แก่ผู้ถือหุ้นรายใหม่ และเป็นผลให้บริษัทมีโครงสร้างการบริหารและการดำเนินงานที่ซับซ้อนมากขึ้น ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในที่สุด ดังนั้นการศึกษาในครั้งนี้จึงมีความสนใจมุ่งเน้นการศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทภายหลังการเสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก รวมทั้งศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 14 ปีที่ผ่านมา ตั้งแต่ พ.ศ. 2544-2557

การทบทวนวรรณกรรม (Literature Reviews)

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า ที่ผ่านมามีการศึกษาเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนภายหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และความสัมพันธ์ของสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่เสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก เช่น การศึกษาของ Jain and Kini (1994) ศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัทภายหลังการเสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก โดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา ผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Operating Return on Assets) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Assets) ปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้ผลการศึกษาพบว่า ยอดขาย (Sales) และค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน (Capital Expenditure) ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเมื่อเทียบกับอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Assets Turnover) ปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่าประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์รวม เมื่อเทียบกับยอดขายลดลง อาจเนื่องมาจากการที่บริษัทมีสินทรัพย์มากเกินความต้องการ ผลการดำเนินงานที่ปรับตัวลดลงนี้ เกิดจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้นส่งผลให้เกิดต้นทุนตัวแทน ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) หรืออาจเนื่องจากการตกแต่งงบการเงิน หรืออาจเกิดจากการที่ผู้บริหารตัดสินใจเข้าจดทะเบียนในช่วงที่ผลการดำเนินงานของบริษัทอยู่ในระดับดี เป็นต้น นอกจากนี้ ผลการศึกษายังพบว่า ผลการดำเนินงานและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ โดยผลการดำเนินงานของกลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายเดิมภายหลังเข้าตลาดหลักทรัพย์ในสัดส่วนสูงปรับตัวลดลงน้อยกว่าเมื่อเทียบกับกลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายเดิมภายหลังเข้าตลาดหลักทรัพย์ในสัดส่วนต่ำ ซึ่งหมายถึงบริษัทที่มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายเดิมภายหลังเข้าตลาดหลักทรัพย์ในสัดส่วนสูงส่งผลให้เกิดความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ของตัวแทนในระดับต่ำ

และการศึกษาของ Mikkelson, Partch and Shah (1997) ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของโครงสร้างของผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่เสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก โดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Operating Return on Assets) ปรับตัวลดลงอย่างมี

นัยสำคัญทางสถิติ และผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นโดยกรรมการและผู้บริหารปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเมื่อเปรียบเทียบในช่วงปีแรกภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กับในอีก 10 ปีต่อมา แต่ทั้งนี้ผลการดำเนินงานและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิม อันได้แก่ กรรมการและผู้บริหาร ภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดไม่มีความสัมพันธ์ทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนั้น ผลการศึกษายังพบว่า อายุของกิจการ ซึ่งนับตั้งแต่เริ่มก่อตั้งจนกระทั่งเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และขนาดของกิจการ ซึ่งวัดจากสินทรัพย์รวมของบริษัทที่เสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงาน โดยบริษัทที่มีอายุกิจการไม่ยาวนาน และบริษัทที่มีขนาดเล็ก จะมีผลการดำเนินงานปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

การศึกษาของ Kim, Kitsabunnarat and Nofsinger (2004) ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่เสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก โดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Operating Return on Assets) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Assets) ปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ยอดขาย (Sales) ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Assets Turnover) ปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้ค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน (Capital Expenditure) ปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเพียงในปีแรกที่บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น

รวมทั้งผลการศึกษาการวิเคราะห์ความถดถอยในช่วงปีที่ 1 หลังจากบริษัทเข้าจดทะเบียนเทียบกับปีก่อนหน้าเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (t(-1,1)) พบว่า สำหรับการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นมีตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน ได้แก่ สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงเส้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในเชิงบวกระหว่างผลการดำเนินงานวัดโดยกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Assets) เงินกู้ระยะยาวจากสถาบันการเงิน มีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงาน วัดโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Operating Return on Assets) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Assets) และการเติบโตของยอดขายมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงาน วัดโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Operating Return on Assets)

การศึกษาของ Wang (2005) ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของความเป็นเจ้าของกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่เสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก โดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในประเทศสาธารณรัฐประชาชนจีน ผลการศึกษาพบว่า ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Operating Return on Assets) สัดส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์ ปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ยอดขาย (Sales) ปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้ ผลการศึกษายังพบว่า การเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว ซึ่งวัดจากสัดส่วนการถือหุ้นจากการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 10 อันดับแรกในปีที่บริษัทเสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก ทั้งนี้ความสัมพันธ์ดังกล่าวนี้ขึ้นอยู่กับประเภทของผู้ถือหุ้น โดยหากประเภทของผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ของบริษัทเป็นรัฐวิสาหกิจหรือหน่วยงานของรัฐ และนักลงทุนรายย่อย พบว่า โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แต่หากประเภทของผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ของบริษัทเป็นนิติบุคคลซึ่งเป็นบริษัทเอกชน พบว่า โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในเชิงบวก

Connelly, Limpaphayom and Siraprapasiri (2004) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่เสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก โดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ซึ่งได้กำหนดการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นจากการวัดสัดส่วนการถือหุ้นจากการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก ณ เดือนสุดท้ายของไตรมาสที่บริษัทเสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จากส่วนต่างของราคาจองกับราคาปิดวันแรกที่บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ รวมทั้งพบว่า บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวในสัดส่วนสูงจะมีผลการดำเนินงานปรับตัวลดลงมากกว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวที่ต่ำกว่า

Xiaozhou, Jin, and Hong (2008) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่เสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก โดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในประเทศสาธารณรัฐประชาชนจีน ผลการศึกษาพบ ความสัมพันธ์แบบไม่เป็นเส้นตรงในรูปแบบกำลังสามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างผลการดำเนินงานซึ่งวัดจากผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets) และสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมรายใหญ่ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก โดยพบว่าหากสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่อยู่ในระดับกลาง มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการปรับตัวดีขึ้นของผลการดำเนินงานของบริษัท ทั้งนี้หากสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่อยู่ในระดับต่ำหรือระดับสูง มีความสัมพันธ์ในทางลบกับการปรับตัวดีขึ้นของผลการดำเนินงานของบริษัท

การศึกษาของ Boubaker and Mezhoud (2010) ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของการถือหุ้นโดยกรรมการและผู้บริหารที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่เสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก โดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปารีส (Paris Stock Exchange) ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นโดยกรรมการและผู้บริหาร และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนปรับลดลงในช่วง 2 ปีภายหลังบริษัทเสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก โดยสัดส่วนการถือหุ้นโดยกรรมการและผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการปรับตัวดีขึ้นของผลการดำเนินงานของบริษัท ตามสมมติฐานการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่น (Entrenchment Hypothesis) นอกจากนี้ ผลการศึกษายังพบว่า อายุของกิจการ ซึ่งนับตั้งแต่เริ่มก่อตั้งจนกระทั่งเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงาน โดยบริษัทที่มีอายุกิจการยาวนาน จะมีผลการดำเนินงานวัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) ในระดับดีกว่าบริษัทที่เพิ่งก่อตั้ง

การศึกษาของ Wong (2012) ศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่เสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก โดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในประเทศฮ่องกง ผลการศึกษาพบว่า ผลการดำเนินงานวัดโดยอัตราการเติบโตของกำไรสุทธิ อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets) และผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity) ปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ รวมทั้งผลการศึกษายังพบว่า ผลการดำเนินงานและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ โดยภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ คือ ผู้ถือหุ้นเดิม ปรับตัวลดลงน้อยกว่ากลุ่มบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายเดิมในสัดส่วนที่ต่ำ นอกจากนี้ผลการศึกษาการวิเคราะห์ความถดถอยพบว่า มีความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างขนาดของกิจการ วัดโดยขนาดของสินทรัพย์รวมและสัดส่วนหนี้สินต่อทุนกับการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานวัดจากผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets) ในช่วงปีที่ 1 หลังจากบริษัทเข้าจดทะเบียนเทียบกับปีก่อนหน้าเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (t(-1,1)) โดยบริษัทที่มีขนาดเล็ก และบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินต่อทุนในระดับสูง มีผลการดำเนินงานปรับตัวลดลงเมื่อเทียบกับกลุ่มตัวอย่างอีกกลุ่ม

อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับผลการศึกษาเกี่ยวกับทฤษฎีตัวแทน และอำนาจในการควบคุมกิจการของกรรมการและผู้บริหาร ซึ่งเป็นผู้มีอำนาจควบคุมบริษัทพบว่า การถือหุ้นของกรรมการและผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับผลประโยชน์และมูลค่าตลาดของบริษัท เช่น การศึกษาของ Jensen and Meckling (1976) ศึกษาทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) โดยอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวการ (Principle) ได้แก่ ผู้ถือหุ้นและตัวแทน (Agent) ได้แก่ กรรมการและผู้บริหาร ซึ่งหากความสัมพันธ์ระหว่างตัวการและตัวแทนเป็นไปด้วยดี โดยมีวัตถุประสงค์และผลประโยชน์ของทั้งสองฝ่ายสอดคล้องกัน กรรมการหรือผู้บริหารจะปฏิบัติงานโดยมุ่งหวังสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่บริษัท เพื่อสร้างผลตอบแทนที่คุ้มค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น ทั้งนี้หากความสัมพันธ์ระหว่างตัวการและตัวแทนขัดแย้งกัน โดยตัวแทนมีวัตถุประสงค์ปฏิบัติงานเพื่อมุ่งสร้างผลประโยชน์ส่วนตัว (Conflict of Interests) จะทำให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทนขึ้น (Agency Problem)

การศึกษาของ Morck, Shleifer, Vishny (1988) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของผู้บริหารและมูลค่าตลาดของบริษัท ซึ่งวัดด้วยมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลบริษัทที่อยู่ในรายชื่อของการจัดอันดับบริษัทที่มีรายได้จากการประกอบการสูงสุดในประเทศสหรัฐอเมริกา (Fortune 500) ผลการศึกษาพบว่า มูลค่าตลาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างการถือหุ้นของผู้บริหาร ซึ่งหากผู้บริหารถือหุ้น 0%-5% ของหุ้นที่ออกและชำระแล้ว มูลค่าตลาดของบริษัทจะเพิ่มสูงขึ้น จนกระทั่งสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารอยู่ในช่วง 5%-25% ของหุ้นที่ออกและชำระแล้ว ซึ่งเป็นผลให้มูลค่าตลาดของบริษัทปรับตัวลดลง และหากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารอยู่ในช่วง 25%-100% ของหุ้นที่ออกและชำระแล้ว มูลค่าตลาดของบริษัทจะกลับมาเพิ่มสูงขึ้นอีกครั้ง โดยเมื่อสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารสูงในระดับหนึ่ง จนนำไปสู่การมีอำนาจในการควบคุมบริษัท จะเป็นผลให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการบริหารงานเพื่อสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้บริษัทเพื่อรักษาผลประโยชน์ของตน

การศึกษาของ Claessens and Fan (2002) สำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในภูมิภาคเอเชีย ผลการศึกษาพบว่า ในภูมิภาคเอเชียมีการปกป้องผลประโยชน์สิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยอย่างจำกัด เป็นผลให้ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมบริษัทมีอำนาจเหนือผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งการมีระบบการจัดการภายในที่โปร่งใสในระดับต่ำ การจัดการรายการระหว่างกัน การรวมโครงสร้างบริหาร การมีโครงสร้างทางการเงินที่เสี่ยง เป็นสาเหตุให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) มากขึ้น ทั้งนี้หากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมบริษัทมีสิทธิในการบริหารงานในระดับหนึ่ง จะเป็นการสร้างแรงจูงใจในการบริหารงานเพื่อสร้างประโยชน์ให้แก่บริษัท ซึ่งจะนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัท และเป็นการสร้างผลตอบแทนที่คุ้มค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นในที่สุด

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า กรรมการและผู้บริหาร เป็นกลุ่มบุคคลที่มีบทบาทสำคัญในการกำหนดนโยบายการจัดการ หรือการดำเนินงานของบริษัท จึงอาจถือเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ทั้งนี้เนื่องจากที่ผ่านมามีการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของการถือหุ้นโดยกรรมการและผู้บริหารที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่เสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก แต่ยังไม่มีการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของการถือหุ้นโดยผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัท การศึกษาครั้งนี้จึงนำสัดส่วนการถือหุ้นโดยกรรมการและผู้บริหาร ซึ่งเป็นผู้มีอำนาจควบคุมบริษัทมาเป็นตัวแปรอิสระเพิ่มเติมสำหรับการทดสอบ

วัตถุประสงค์ของการศึกษา (Research Objectives)

การศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยภายหลังการเสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกตั้งแต่ พ.ศ. 2544-2557 มีวัตถุประสงค์การศึกษา ดังนี้

1. เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนภายหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยวัดการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานจากตัวแปร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Operating Return on Assets) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Assets) ยอดขาย (Sales) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Assets Turnover) และค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน (Capital Expenditure)

2. เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานภายหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ขอบเขตและข้อจำกัดของการศึกษา (Limitations of the Study)

การศึกษาในครั้งนี้ศึกษาเฉพาะข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ยกเว้นกองทุนอสังหาริมทรัพย์ รวมทั้งใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ตั้งแต่ พ.ศ. 2544-2557 โดยไม่นับรวมบริษัทที่ออกจากตลาดหลักทรัพย์ในช่วงเวลาดังกล่าว

เนื่องจากการศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในช่วง พ.ศ. 2544-2557 ดังนั้นข้อมูลผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนจึงอาจได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์สำคัญ เช่น ความไม่สงบทางการเมือง พ.ศ. 2552 เหตุการณ์อุทกภัยครั้งใหญ่ พ.ศ. 2554 และการบังคับใช้มาตรฐานบัญชีและมาตรฐานการรายงานทางการเงินอ้างอิงจาก IFRS พ.ศ. 2554 เป็นต้น

วิธีการศึกษา (Research Methodology)

การศึกษาครั้งนี้แบ่งออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ส่วนที่ 1 การศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนภายหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยเก็บข้อมูลจำนวนบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกตั้งแต่ พ.ศ. 2544-2557 รวม 328 บริษัท แบ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) รวม 200 บริษัท และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) 128 บริษัท ทั้งนี้ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ไม่นับรวมบริษัทจดทะเบียนที่ดำเนินการเพิกถอนหุ้นของบริษัทออกจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน (Delist) 56 บริษัท และบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนสำหรับการศึกษา 51 บริษัท ดังนั้นคงเหลือข้อมูลที่ใช้ในการศึกษารวม 221 บริษัท ดังภาพที่ 1

Total (SET + MAI), 221								
AGRO	CONSUMP	FINCIAL	INDUS	PROPCON	RESOURC	SERVICE	TECH	Total
12, 3.03%	9, 4.55%	23, 7.58%	53, 30.3%	34, 12.12%	25, 10.61%	48, 25.76%	17, 6.06%	221, 100.00%

SET, 155								
AGRO	CONSUMP	FINCIAL	INDUS	PROPCON	RESOURC	SERVICE	TECH	Total
10, 6.45%	6, 3.87%	18, 11.61%	33, 21.29%	26, 16.77%	18, 11.61%	31, 20.00%	13, 8.39%	155, 100.00%

MAI, 66								
AGRO	CONSUMP	FINCIAL	INDUS	PROPCON	RESOURC	SERVICE	TECH	Total
2, 3.03%	3, 4.55%	5, 7.58%	20, 30.30%	8, 12.12%	7, 10.61%	17, 25.76%	4, 6.06%	66, 100.00%

* ชื่อย่อกลุ่มอุตสาหกรรม AGRO = เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร, CONSUMP = สินค้าอุปโภคบริโภค, FINCIAL = การเงิน, INDUS = สินค้าอุตสาหกรรม, PROPCON = อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง, RESOURC = ทรัพยากร, SERVICE = บริการ, TECH = เทคโนโลยี

ภาพที่ 1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ จำแนกตามประเภทบริษัทจดทะเบียน

จากข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้รวม 221 บริษัท พบว่า ในปีก่อนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ บริษัทจดทะเบียนมีสินทรัพย์รวมเฉลี่ย 4,365.68 ล้านบาท และมีระยะเวลาที่บริษัทเริ่มดำเนินกิจการนับตั้งแต่เริ่มก่อตั้งบริษัทจนกระทั่งเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เฉลี่ยเท่ากับ 14.86 ปี สำหรับสัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมก่อนการเสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกเฉลี่ยร้อยละ 76.76 และสัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้มีอำนาจควบคุมกิจการก่อนการเสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกเฉลี่ยร้อยละ 40.11 นอกจากนี้ ในด้านการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้มีมูลค่าเงินระดมทุนจากการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกเฉลี่ย 954.19 ล้านบาท โดยมีราคาเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกเฉลี่ย 9.33 บาท ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 รายละเอียดของข้อมูลบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้

รายละเอียด	Mean	Median	25th Percentile	75th Percentile
สินทรัพย์รวม (ล้านบาท)	4,365.68	957.49	434.71	1,987.41
ระยะเวลาที่บริษัทเริ่มดำเนินกิจการนับตั้งแต่เริ่มก่อตั้งบริษัท จนกระทั่งเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (ปี)	14.86	12.68	7.92	19.92
มูลค่าเงินระดมทุนจากการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (ล้านบาท)	954.19	270.00	147.20	706.20
ราคาเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (บาท)	9.33	4.75	2.80	11.90
สัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมหลังการเสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (ร้อยละ)	76.76	76.67	74.07	80.00
สัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้มีอำนาจควบคุมกิจการหลังการเสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (ร้อยละ)	40.11	39.01	16.56	61.06

การเก็บรวบรวมข้อมูลใช้การศึกษาจากเอกสาร (Document Research) ทำการศึกษาค้นคว้าและรวบรวมจากข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนจากฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ช่วง 1 ปีก่อนบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (t = -1) ถึงช่วง 3 ปีหลังจากบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (t = 3) โดยเก็บข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการวัดผลการดำเนินงาน ซึ่งการศึกษาครั้งนี้คัดเลือกตัวแปรที่เป็นรายการสำคัญในงบการเงิน และอัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งเป็นตัวแทนที่ใช้เป็นเครื่องมือในการประเมินศักยภาพในการเติบโต และสถานะการเงินของบริษัท เพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการพิจารณาตัดสินใจลงทุน และคัดเลือกตัวแปรโดยอ้างอิงจากการศึกษาของ Jain and Kini (1994) และ Kim, Kitsabunnarat and Nofsinger (2004) ได้แก่

1. อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการทำงาน (Efficiency Ratio) ซึ่งเป็นอัตราส่วนสำคัญที่ชี้ถึงประสิทธิภาพของบริษัทในการนำสินทรัพย์ไปลงทุนให้เกิดผลตอบแทน ประกอบด้วย
    1.1 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Operating Return on Assets; กำไรสุทธิก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี หารด้วย สินทรัพย์รวม)
    1.2 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Assets; กำไรสุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีและค่าเสื่อมราคา หารด้วย สินทรัพย์รวม)
    1.3 อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Assets Turnover; ยอดขาย หารด้วย สินทรัพย์รวม)

2. ยอดขาย (Sales; รายได้รวมตามรอบบัญชีของปี) ซึ่งเป็นรายการสำคัญที่แสดงการเติบโตของบริษัท

3. ค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน (Capital Expenditure) หมายถึง ค่าใช้จ่ายในการลงทุนซื้อสินทรัพย์มาเพื่อใช้ในการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งประกอบด้วย ค่าใช้จ่ายเพื่อซื้อสินทรัพย์ใหม่ (New Investment CAPEX) ค่าใช้จ่ายในการบำรุงรักษาให้สินทรัพย์เก่าอยู่ในสภาพที่ใช้งานได้ (Maintenance CAPEX) และค่าใช้จ่ายในการซื้อสินทรัพย์ใหม่เพื่อทดแทนสินทรัพย์เก่าที่มีอายุการใช้งานแน่นอน (Replacement CAPEX)[4] โดยค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน (Capital Expenditure) จัดเป็นตัวแปรที่สำคัญตัวหนึ่งในการประเมินอัตราการเติบโตของบริษัท ซึ่งบริษัทที่มีศักยภาพในการเติบโตโดยมีค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน (Capital Expenditure) ที่ต่ำจะมีความได้เปรียบในการแข่งขันเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทอื่น

รวมทั้งเก็บข้อมูลเพิ่มเติมสำหรับบริษัทจดทะเบียนอื่นในช่วง พ.ศ. 2544-2557 ซึ่งอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ และใช้ข้อมูลทางการเงินในปีเดียวกันกับบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในการศึกษา เพื่อทำการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกภายหลังปรับด้วยค่ากลางของผลการดำเนินงานของบริษัททั้งหมดในกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจเดียวกัน

ซึ่งการศึกษาครั้งนี้ได้จัดกลุ่มหมวดธุรกิจสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ที่ใช้ในการเปรียบเทียบรวม 22 กลุ่ม โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ไม่มีบริษัทจดทะเบียนในหมวดธุรกิจแฟชั่น ธนาคาร เหมืองแร่ พาณิชย์ และการแพทย์

จากนั้นนำข้อมูลตัวแปรที่ได้มาหาค่ากลางของการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานแต่ละช่วงปีภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (Median Change) และหาค่ากลางของการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานแต่ละช่วงปีภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกภายหลังปรับด้วยค่ากลางของผลการดำเนินงานของบริษัททั้งหมดในกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจเดียวกัน (Median Industry-Adjusted Change) ซึ่งหาได้จากการเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกปรับด้วยการเปลี่ยนแปลงในค่ากลางของผลการดำเนินงานบริษัทจดทะเบียนทุกบริษัทซึ่งอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจเดียวกัน แล้วนำค่าที่ได้มาวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติด้วย Wilcoxon Signed Ranks Test โดยมีสมมติฐาน คือ

H_0 : ค่ากลางของการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานแต่ละช่วงปีภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (Median Change) ไม่แตกต่างจากก่อนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

และ H_0 : ค่ากลางของการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานแต่ละช่วงปีภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกภายหลังปรับด้วยค่ากลางของผลการดำเนินงานของบริษัททั้งหมดในกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจเดียวกัน (Median Industry-Adjusted Change) ไม่แตกต่างจากก่อนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

สำหรับการศึกษาส่วนที่ 2 การศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานภายหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ รวบรวมค่าตัวแปรอิสระที่คาดว่ามีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานแต่ละช่วงปีภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

[4] ดูรายละเอียดในอดิศรา พุทธธรรมวงศ์, เทคนิคการสร้างแบบจำลองทางการเงินเพื่อประเมินมูลค่าหุ้น (3), บทความจากศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน (Thailand Securities Institute: TSI), กุมภาพันธ์ 2557

โดยการศึกษาครั้งนี้ได้นำตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้มีอำนาจควบคุมบริษัทมาเป็นตัวแปรอิสระเพิ่มเติมสำหรับการทดสอบ เนื่องจากกรรมการและผู้บริหารเป็นกลุ่มบุคคลที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบาย การจัดการ หรือการดำเนินงานของบริษัท หากบริษัทมีกลุ่มกรรมการและผู้บริหารถือหุ้น ซึ่งจัดเป็นผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัท อาจเป็นผลให้เกิดความมุ่งมั่นที่จะสร้างผลประโยชน์ และสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่บริษัท เพื่อปกป้องผลประโยชน์ของตนที่ควรจะได้รับส่งผลในเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

ตามประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กจ. 17/2551 เรื่อง การกำหนดบทนิยามในประกาศเกี่ยวกับการออกและเสนอขายหลักทรัพย์[5] ได้กำหนดนิยาม “ผู้มีอำนาจควบคุม คือ บุคคลที่มีสิทธิออกเสียงไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อมเกินกว่าร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของบริษัท...” และต่อมาประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กจ. 7/2555 เรื่อง การกำหนดบทนิยามในประกาศเกี่ยวกับการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 4)[6] ได้แก้ไขนิยามของอำนาจควบคุมกิจการใหม่ให้หมายถึง “การถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงในบริษัทเกินกว่าร้อยละ 50 ของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของบริษัทนั้น...” โดยประกาศฉบับนี้ใช้บังคับตั้งแต่วันที่ 16 กรกฎาคม พ.ศ. 2555 ดังนั้นการศึกษาครั้งนี้จึงใช้เกณฑ์การเป็นผู้มีอำนาจควบคุมโดยนับการถือหุ้นในสัดส่วนตั้งแต่ร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของบริษัท เนื่องจากข้อมูลบริษัทที่ใช้ในการศึกษาส่วนใหญ่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก่อนวันที่ 16 กรกฎาคม พ.ศ. 2555 แล้วนำมาสร้างแบบจำลองในรูปการวิเคราะห์ความถดถอยพหุเชิงเส้น (Multiple Linear Regression Analysis)

$$\Delta OPP_{i,\,t_{(a,\,b)}} = \beta_0 + \beta_1 Alpha_{i,\,t=b} + \beta_2 Director_{i,\,t=b} + \beta_3 Age_{i,\,t=0} + \beta_4 FirmSize_{i,\,t=b} + \beta_5 CAPEX_{i,\,t=b} + \beta_6 Growth_{i,\,t_{(a,\,b)}} + \beta_7 BankLoan_{i,\,t=b} = \varepsilon_i$$

ΔOPP_i คือ การเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานแต่ละช่วงปีภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัท i

$t_{(a,\,b)}$ คือ ช่วงเวลาโดยกำหนดให้ $t = 0$ คือ ปีที่บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ $t = a$ คือ ปีก่อนหน้าเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และ $t = b$ คือ ปีภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

$Alpha_{i,\,t=b}$ คือ สัดส่วนร้อยละจำนวนหุ้นที่ถือโดยกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมหลังการเสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกของบริษัท i ณ เวลา $t = b$

$Director_{i,\,t=b}$ คือ สัดส่วนร้อยละจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้มีอำนาจควบคุมกิจการหลังการเสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกของบริษัท i ณ เวลา $t = b$

$Age_{i,\,t=0}$ คือ ระยะเวลา (ปี) ที่บริษัทเริ่มดำเนินกิจการนับตั้งแต่เริ่มก่อตั้งบริษัทจนกระทั่งเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัท i ณ เวลา $t = 0$

[5] ดูรายละเอียดใน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 2551 (15 ธันวาคม) ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กจ. 17/2551 การกำหนดบทนิยามในประกาศเกี่ยวกับการออกและเสนอขายหลักทรัพย์

[6] ดูรายละเอียดใน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 2555 (3 กรกฎาคม) ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กจ. 7/2555 การกำหนดบทนิยามในประกาศเกี่ยวกับการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 4)

$FirmSize_{i,\ t=b}$ คือ ขนาดของบริษัท i ซึ่งหาได้จากค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวม ณ เวลา $t = b$

$CAPEX_{i,\ t=b}$ คือ ค่าใช้จ่ายฝ่ายทุนหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท i ณ เวลา $t= b$

$Growth_{i,\ t(a,\ b)}$ คือ ร้อยละของการเปลี่ยนแปลงของยอดขายของบริษัท i ในช่วง $t = a$ เทียบกับ $t = b$

$BankLoan_{i,\ t=b}$ คือ เงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงินหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท i ณ เวลา $t= b$

ε_i คือ ค่าความคลาดเคลื่อนของบริษัท i

ผลการศึกษาส่วนที่ 1 : การศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนภายหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

จากผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของค่ากลางของการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานแต่ละช่วงปีภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (Median Change) และค่ากลางของการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานแต่ละช่วงปีภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกภายหลังปรับด้วยค่ากลางของผลการดำเนินงานของบริษัททั้งหมดในกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจเดียวกัน (Median Industry-Adjusted Change) พบว่า มีการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานแต่ละช่วงปีอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (ปฏิเสธสมมติฐาน H_0) ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ผลการทดสอบสมมติฐานของค่ากลางของการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงาน

ตัวแปรการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงาน	$t_{(-1, 0)}$	$t_{(-1, 1)}$	$t_{(-1, 2)}$	$t_{(-1, 3)}$
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (EBIT/TA)				
Median Change (%)	-15.702	-36.642	-57.792	-71.592
Sig. (2-tailed)	**0.020	**0.020	***0.000	***0.000
Median Industry-Adjusted Change (%)	-8.394	-10.669	-19.001	-21.440
Sig. (2-tailed)	0.242	***0.000	***0.000	***0.000
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CF/TA)				
Median Change (%)	-10.324	-24.335	-42.410	-48.099
Sig. (2-tailed)	***0.005	***0.000	***0.000	***0.000
Median Industry-Adjusted Change (%)	-1.021	-15.211	-19.893	-7.232
Sig. (2-tailed)	0.125	***0.001	***0.000	***0.000
ยอดขาย (Sales)				
Median Change (%)	21.412	36.332	48.646	73.496
Sig. (2-tailed)	***0.000	***0.000	***0.000	***0.000
Median Industry-Adjusted Change (%)	7.779	14.971	14.856	20.388
Sig. (2-tailed)	0.159	0.565	*0.082	***0.001
อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Sales/TA)				
Median Change (%)	-9.904	-11.406	-15.109	-15.704
Sig. (2-tailed)	***0.000	***0.000	***0.000	***0.000
Median Industry-Adjusted Change (%)	-10.977	-15.473	-12.988	-17.858
Sig. (2-tailed)	***0.000	***0.000	***0.000	***0.000
ค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน (Capital Expenditure)				
Median Change (%)	49.272	41.857	51.577	42.239
Sig. (2-tailed)	***0.000	***0.000	***0.000	***0.001
Median Industry-Adjusted Change (%)	25.065	12.632	20.430	1.007
Sig. (2-tailed)	***0.003	0.650	0.611	0.662

*** ระดับความเชื่อมั่น 99%, ** ระดับความเชื่อมั่น 95%, * ระดับความเชื่อมั่น 90%

การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร (Profitability Measure) ภายหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทมีการปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% และ 99% ซึ่งค่ากลางของการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Operating Return on Assets) แต่ละช่วงปีภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (Median Change) ปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยในช่วงปีที่ 1 หลังจากบริษัทเข้าจดทะเบียนเทียบกับปีก่อนหน้าเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (t(-1,1)) ปรับตัวลดลงถึง 36.64% และในช่วงปีที่ 3 หลังจากบริษัทเข้าจดทะเบียนเทียบกับปีก่อนหน้าเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (t(-1,3)) ปรับตัวลดลงถึง 71.59%

อย่างไรก็ตาม การปรับตัวลดลงนี้ไม่ได้เกิดขึ้นเนื่องจากความแตกต่างในกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ โดยค่ากลางของการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Operating Return on Assets) แต่ละช่วงปีภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกภายหลังปรับด้วยค่ากลางของผลการดำเนินงานของบริษัททั้งหมดในกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจเดียวกัน (Median Industry-Adjusted Change) เป็นไปในทิศทางเดียวกัน โดยในช่วงปีที่ 1 หลังจากบริษัทเข้าจดทะเบียนเทียบกับปีก่อนหน้าเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (t(-1,1)) ปรับตัวลดลง 10.67% และในช่วงปีที่ 3 หลังจากบริษัทเข้าจดทะเบียนเทียบกับปีก่อนหน้าเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (t(-1,3)) ปรับตัวลดลง 21.44%

ค่ากลางของการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานวัดโดยกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Assets) แต่ละช่วงปีภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (Median Change) ปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% โดยในช่วงปีที่ 1 หลังจากบริษัทเข้าจดทะเบียนเทียบกับปีก่อนหน้าเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (t(-1,1)) ปรับตัวลดลงถึง 24.34% และในช่วงปีที่ 3 หลังจากบริษัทเข้าจดทะเบียนเทียบกับปีก่อนหน้าเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (t(-1,3)) ปรับตัวลดลงถึง 48.10%

และค่ากลางของการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานวัดโดยกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Assets) แต่ละช่วงปีภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกภายหลังปรับด้วยค่ากลางของผลการดำเนินงานของบริษัททั้งหมดในกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจเดียวกัน (Median Industry-Adjusted Change) เป็นไปในทิศทางเดียวกัน

ค่ากลางของการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานวัดโดยค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน (Capital Expenditure) ภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (Median Change) ในแต่ละช่วงปีที่ทำการทดสอบปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

อย่างไรก็ตาม ค่ากลางของการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานวัดโดยค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน (Capital Expenditure) ภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกภายหลังปรับด้วยค่ากลางของผลการดำเนินงานของบริษัททั้งหมดในกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจเดียวกัน (Median Industry-Adjusted Change) ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% เพียงในช่วงปีที่บริษัทเข้าจดทะเบียนเทียบกับปีก่อนหน้าเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (t(-1,0)) เท่านั้น

รวมทั้งเมื่อพิจารณาอัตราส่วนวัดประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ (Assets Management Efficiency Measure) พบว่า ค่ากลางของการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานวัดโดยอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Sales/TA) ภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (Median Change)

ในแต่ละช่วงปีที่ทำการทดสอบปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับค่ากลางของการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานวัดโดยอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Sales/TA) แต่ละช่วงปีภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกภายหลังปรับด้วยค่ากลางของผลการดำเนินงานของบริษัททั้งหมดในกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจเดียวกัน (Median Industry-Adjusted Change)

เมื่อเปรียบเทียบผลการศึกษาครั้งนี้กับผลการศึกษาก่อนหน้า พบว่า ค่ากลางของการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (Median Change) และค่ากลางของการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกภายหลังปรับด้วยค่ากลางของผลการดำเนินงานของบริษัททั้งหมดในกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจเดียวกัน (Median Industry-Adjusted Change) สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Jain and Kini (1994) และ Kim, Kitsabunnarat and Nofsinger (2004) ยกเว้นการเปลี่ยนแปลงในค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน (Capital Expenditure) สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Jain and Kini (1994) แต่ขัดแย้งกับผลการศึกษาของ Kim, Kitsabunnarat and Nofsinger (2004) อาจเนื่องมาจากข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นคนละช่วงเวลา โดยการศึกษาของ Kim, Kitsabunnarat and Nofsinger (2004) ใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในช่วง พ.ศ. 2530-2536 ในขณะที่การศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในช่วง พ.ศ. 2544-2557 ทำให้มีสภาพแวดล้อมในการลงทุนที่แตกต่างกัน เช่น สภาวะเศรษฐกิจ การเติบโตของตลาดหุ้น เป็นต้น การใช้เงินลงทุนของบริษัทจดทะเบียนจึงอาจแตกต่างกัน

ในภาพรวมผลการศึกษาสามารถสรุปได้ว่า ถึงแม้บริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่มีการเติบโตของยอดขาย และมีการลงทุนในสินทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินงานเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่เมื่อพิจารณาประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์เพื่อให้เกิดรายได้กลับพบว่า สินทรัพย์รวมสามารถนำมาใช้สร้างยอดขายได้ระดับต่ำกว่าก่อนบริษัทเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และความสามารถในการทำกำไรของบริษัทมีการปรับตัวลดลง โดยสาเหตุของผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนปรับตัวลดลง อาจเกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างผู้ถือหุ้นภายหลังบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งก่อให้เกิดความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารมากขึ้น ดังนั้นจึงส่งผลให้เกิดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) หรืออาจเนื่องจากผู้บริหารตกแต่งงบการเงินของบริษัทเพื่อให้ไม่สะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริง เอื้อประโยชน์ในการเสนอขายหุ้นของบริษัทแก่นักลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Jain and Kini (1994) หรืออาจเกิดจากการที่ผู้บริหารตัดสินใจเข้าจดทะเบียนในช่วงที่ผลการดำเนินงานของบริษัทอยู่ในระดับดี ซึ่งเป็นระดับผลการดำเนินงานที่ไม่ยั่งยืน และอาจไม่เกิดขึ้นอีกในอนาคตเพื่อหวังโอกาสในการระดมเงินทุนมาใช้ในการดำเนินงาน

ผลการศึกษาส่วนที่ 2 : การศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานภายหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

2.1 ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานวัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Operating Return on Assets) ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (Median Change)

ผลการทดสอบทางสถิติด้วยการวิเคราะห์ความถดถอยพหุเชิงเส้น (Multiple Linear Regression Analysis) พบว่า มีตัวแปรที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ อายุของบริษัท (Age) การเติบโตของยอดขาย (Growth) เงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน (BankLoan) ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลการทดสอบทางสถิติของปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานวัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Operating Return on Assets) ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (Median Change)

ตัวแปรอิสระ	$t_{(-1, 0)}$			$t_{(-1, 1)}$			$t_{(-1, 2)}$			$t_{(-1, 3)}$		
	Unstandardized Coefficients B	t	Sig.	Unstandardized Coefficients B	t	Sig.	Unstandardized Coefficients B	t	Sig.	Unstandardized Coefficients B	t	Sig.
(Constant)	-275.110	-0.414	0.679	-485.213	-0.797	0.426	-863.767	-2.025	**0.044	-488.066	-1.461	0.146
Alpha	-3.533	-0.548	0.585	0.429	0.072	0.942	3.411	0.971	0.333	4.622	1.641	0.102
Director	1.017	0.440	0.660	-1.164	-0.550	0.583	0.293	0.203	0.839	-0.202	-0.172	0.863
Age	-0.376	-0.103	0.918	1.312	0.390	0.697	1.309	0.567	0.571	3.896	2.069	**0.040
FirmSize	48.212	0.712	0.478	49.328	0.823	0.412	50.605	1.245	0.215	-0.947	-0.030	0.976
CAPEX	-247.348	-0.757	0.450	-111.713	-0.436	0.664	-33.457	-0.164	0.870	1.187	0.008	0.993
Growth	0.025	0.054	0.957	0.002	1.702	*0.091	0.355	0.834	0.405	0.972	2.076	**0.039
BankLoan	-312.296	-1.061	0.290	59.145	0.267	0.790	-371.295	-2.490	**0.014	-178.158	-1.641	0.102

*** ระดับความเชื่อมั่น 99%, ** ระดับความเชื่อมั่น 95%, * ระดับความเชื่อมั่น 90%

	$t_{(-1, 0)}$	$t_{(-1, 1)}$	$t_{(-1, 2)}$	$t_{(-1, 3)}$
Adjusted R Square	0.026	0.009	0.052	0.074
Sample Size	221	221	221	221

2.2 ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานวัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Operating Return on Assets) ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกภายหลังปรับด้วยค่ากลางของผลการดำเนินงานของบริษัททั้งหมดในกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจเดียวกัน (Median Industry-Adjusted Change)

ผลการทดสอบทางสถิติด้วยการวิเคราะห์ความถดถอยพหุเชิงเส้น (Multiple Linear Regression Analysis) พบว่า มีตัวแปรที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ ค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน (CAPEX) และเงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน (BankLoan) ดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ผลการทดสอบทางสถิติของปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานวัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Operating Return on Assets) ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกภายหลังปรับด้วยค่ากลางของผลการดำเนินงานของบริษัททั้งหมดในกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจเดียวกัน (Median Industry-Adjusted Change)

ตัวแปรอิสระ	$t_{(-1, 0)}$			$t_{(-1, 1)}$			$t_{(-1, 2)}$			$t_{(-1, 3)}$		
	Unstandardized Coefficients B	t	Sig.	Unstandardized Coefficients B	t	Sig.	Unstandardized Coefficients B	t	Sig.	Unstandardized Coefficients B	t	Sig.
(Constant)	936.721	0.860	0.391	1176.060	0.297	0.767	-364.628	-0.106	0.916	1966.952	0.875	0.383
Alpha	3.130	0.296	0.768	37.251	0.963	0.337	26.398	0.930	0.353	3.191	0.168	0.866
Director	2.136	0.564	0.574	-6.571	-0.477	0.634	-3.214	-0.275	0.784	-1.675	-0.212	0.832
Age	-3.569	-0.597	0.551	26.553	1.212	0.227	19.496	1.045	0.297	11.039	0.872	0.385
FirmSize	-137.269	-1.235	0.218	-423.781	-1.084	0.280	-177.610	-0.541	0.589	-228.228	-1.073	0.285
CAPEX	585.131	1.092	0.276	858.627	0.514	0.608	3098.993	1.886	*0.061	1475.498	1.512	0.132
Growth	0.000	0.111	0.912	1.473	0.485	0.629	1.178	0.342	0.732	-1.963	-0.623	0.534
BankLoan	-280.473	-0.581	0.562	-31.406	-2.328	**0.021	-459.034	-0.381	0.704	-455.959	-0.624	0.533

*** ระดับความเชื่อมั่น 99%, ** ระดับความเชื่อมั่น 95%, * ระดับความเชื่อมั่น 90%

	$t_{(-1, 0)}$	$t_{(-1, 1)}$	$t_{(-1, 2)}$	$t_{(-1, 3)}$
Adjusted R Square	0.021	0.020	0.032	0.028
Sample Size	221	221	221	221

2.3 ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานวัดจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Assets) ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (Median Change)

ผลการทดสอบทางสถิติด้วยการวิเคราะห์ความถดถอยพหุเชิงเส้น (Multiple Linear Regression Analysis) พบว่า มีตัวแปรที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ ตัวแปรสัดส่วนร้อยละจำนวนหุ้นที่ถือโดยกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมก่อนการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (Alpha) ค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน (CAPEX) และเงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน (BankLoan) ดังตารางที่ 5

ตารางที่ 5 ผลการทดสอบทางสถิติของปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานวัดจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Assets) ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (Median Change)

ตัวแปรอิสระ	$t_{(-1, 0)}$			$t_{(-1, 1)}$			$t_{(-1, 2)}$			$t_{(-1, 3)}$		
	Unstandardized Coefficients B	t	Sig.	Unstandardized Coefficients B	t	Sig.	Unstandardized Coefficients B	t	Sig.	Unstandardized Coefficients B	t	Sig.
(Constant)	-154.439	-1.008	0.315	-362.662	-1.590	0.114	-478.945	-2.944	***0.004	-200.536	-1.015	0.311
Alpha	0.620	0.416	0.678	4.255	1.914	*0.057	-44.968	-1.501	0.135	0.185	0.111	0.912
Director	0.315	0.591	0.555	6.359	1.678	*0.095	0.271	0.491	0.624	0.215	0.310	0.757
Age	0.089	0.106	0.916	1.107	0.878	0.381	0.859	0.975	0.331	-1.188	-1.067	0.287
FirmSize	9.109	0.583	0.561	3.429	0.153	0.879	19.968	1.288	0.199	15.040	0.804	0.422
CAPEX	-22.613	-0.300	0.764	213.224	2.219	**0.028	199.229	2.568	**0.011	278.578	3.249	***0.001
Growth	0.164	0.936	0.351	0.031	0.177	0.860	0.171	1.055	0.293	0.236	0.853	0.395
BankLoan	-76.198	-1.122	0.263	0.438	0.005	0.996	-116.494	-2.048	**0.042	-132.220	-2.060	**0.041

*** ระดับความเชื่อมั่น 99%, ** ระดับความเชื่อมั่น 95%, * ระดับความเชื่อมั่น 90%

	$t_{(-1, 0)}$	$t_{(-1, 1)}$	$t_{(-1, 2)}$	$t_{(-1, 3)}$
Adjusted R Square	0.282	0.057	0.097	0.078
Sample Size	221	221	221	221

2.4 ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานวัดจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Assets) ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกภายหลังปรับด้วยค่ากลางของผลการดำเนินงานของบริษัททั้งหมดในกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจเดียวกัน (Median Industry-Adjusted Change)

ผลการทดสอบทางสถิติด้วยการวิเคราะห์ความถดถอยพหุเชิงเส้น (Multiple Linear Regression Analysis) พบว่า มีตัวแปรที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ ตัวแปรสัดส่วนร้อยละจำนวนหุ้นที่ถือโดยกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมก่อนการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (Alpha) ตัวแปรสัดส่วนร้อยละจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้มีอำนาจควบคุมกิจการ (Director) ตัวแปรขนาดของบริษัท (FirmSize) และเงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน (BankLoan) ดังตารางที่ 6

ตารางที่ 6 ผลการทดสอบทางสถิติของปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานวัดจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Assets) ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกภายหลังปรับด้วยค่ากลางของผลการดำเนินงานของบริษัททั้งหมดในกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจเดียวกัน (Median Industry-Adjusted Change)

ตัวแปรอิสระ	$t_{(-1, 0)}$			$t_{(-1, 1)}$			$t_{(-1, 2)}$			$t_{(-1, 3)}$		
	Unstandardized Coefficients B	t	Sig.	Unstandardized Coefficients B	t	Sig.	Unstandardized Coefficients B	t	Sig.	Unstandardized Coefficients B	t	Sig.
(Constant)	22.906	0.023	0.982	-2153.732	-0.616	0.539	-2519.855	-0.742	0.459	-4285.384	-1.206	0.229
Alpha	3.472	0.355	0.723	2.911	2.173	**0.031	-22.314	-0.654	0.514	-27.397	-0.915	0.362
Director	-0.250	-0.071	0.943	7.772	2.050	**0.042	9.849	0.855	0.394	14.623	1.173	0.242
Age	-7.467	-1.353	0.178	10.709	0.554	0.580	3.867	0.210	0.834	-2.441	-0.122	0.903
FirmSize	-15.381	-0.150	0.881	386.536	1.121	0.264	540.377	1.668	*0.097	572.350	1.702	*0.090
CAPEX	42.958	0.087	0.931	-913.393	-0.620	0.536	248.389	0.153	0.878	-317.494	-0.206	0.837
Growth	0.000	-0.211	0.833	0.665	0.248	0.804	-3.924	-1.157	0.249	0.410	0.082	0.935
BankLoan	-559.811	-0.388	0.698	-1666.986	-3.739	***0.000	-2637.071	-2.220	**0.028	-2526.014	-2.188	**0.030

*** ระดับความเชื่อมั่น 99%, ** ระดับความเชื่อมั่น 95%, * ระดับความเชื่อมั่น 90%

	$t_{(-1, 0)}$	$t_{(-1, 1)}$	$t_{(-1, 2)}$	$t_{(-1, 3)}$
Adjusted R Square	0.085	0.013	0.055	0.055
Sample Size	221	221	221	221

ผลการศึกษาครั้งนี้พบว่า ตัวแปรสัดส่วนร้อยละจำนวนหุ้นที่ถือโดยกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมก่อนการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (Alpha) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานภายหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยบริษัทที่มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายเดิมภายหลังเข้าตลาดหลักทรัพย์ในสัดส่วนสูงส่งผลให้เกิดความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ของตัวแทนในระดับต่ำ ซึ่งส่งผลในเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

ตัวแปรสัดส่วนร้อยละจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้มีอำนาจควบคุมกิจการ (Director) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานภายหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากกรรมการและผู้บริหารเป็นกลุ่มบุคคลที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบาย การจัดการ หรือการดำเนินงานของบริษัท หากบริษัทมีกลุ่มกรรมการและผู้บริหารถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 25 ซึ่งจัดเป็นผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัท อาจเป็นผลให้เกิดความมุ่งมั่นที่จะสร้างผลประโยชน์ และสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่บริษัท เพื่อปกป้องผลประโยชน์ของตนที่ควรจะได้รับ ส่งผลในเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

อายุของบริษัท (Age) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานภายหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากระยะเวลาในการดำเนินกิจการนับตั้งแต่เริ่มก่อตั้งบริษัทจนกระทั่งเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทส่งผลต่อความได้เปรียบในการแข่งขัน หากบริษัทดำเนินธุรกิจมาเป็นเวลานาน ทำให้มีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญในการดำเนินธุรกิจ ซึ่งอาจเป็นผลให้มีประสิทธิภาพในการกำหนดกลยุทธ์และทิศทางในการบริหารงานได้ดีกว่าบริษัทที่เพิ่งก่อตั้ง

ตัวแปรขนาดของบริษัท (FirmSize) ความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานภายหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากธุรกิจขนาดใหญ่มักมีความได้เปรียบในการแข่งขัน โดยเฉพาะการประหยัดจากขนาด (Economies of Scale) เป็นผลให้ธุรกิจขนาดใหญ่มีต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการดำเนินการอาจต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก ประกอบกับมีความได้เปรียบในด้านการบริหารจัดงาน โดยมีเงินทุนในการว่าจ้างบุคลากรและผู้บริหารที่มีประสบการณ์และความสามารถ รวมทั้งมีข้อได้เปรียบในด้านการระดมเงินทุน ซึ่งมีต้นทุนที่ต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก

ค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน (CAPEX) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานภายหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากหากบริษัทมีการวางแผนและวิเคราะห์การลงทุนซื้อสินทรัพย์หรือพัฒนาและปรับปรุงคุณภาพของสินทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินงานของบริษัทอย่างเหมาะสม อาจเป็นผลให้บริษัทมีกำลังการผลิตและประสิทธิภาพในการใช้ทรัพย์สินเพื่อก่อให้เกิดการเติบโตของรายได้ในระดับที่ดีขึ้น จนส่งผลในเชิงบวกต่อระดับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

การเติบโตของยอดขาย (Growth) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานภายหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากหากบริษัทมีความสามารถในการบริหารงานจนเป็นผลให้ยอดขาย หรือรายได้เติบโตขึ้น รวมทั้งสามารถรักษาระดับต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการดำเนินการ เช่น ต้นทุนผลิต ต้นทุนขายและบริการ ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร เป็นต้น ส่งผลให้บริษัทมีความสามารถในการทำกำไรที่ดีขึ้น

เงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน (BankLoan) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานภายหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ สาเหตุอาจเนื่องมาจากโดยส่วนใหญ่แล้วเงินกู้ยืมระยะยาวจากธนาคารมักนำมาใช้สำหรับการลงทุนระยะยาว เช่น การซื้อเครื่องจักรใหม่ การขยายโรงงานและสายการผลิต เป็นต้น ซึ่งหากบริษัทมีแหล่งเงินทุนหลักเป็นหนี้สินจากการกู้ยืม อาจเป็นผลให้บริษัทมีความเสี่ยงเพิ่มมากขึ้น เนื่องจากการชำระดอกเบี้ยและเงินต้นแก่ธนาคารเป็นต้นทุนทางการเงินคงที่ และหากบริษัทมีสัดส่วนหนี้สินต่อทุนในระดับสูง อาจทำให้ธนาคารให้กู้ในอัตราดอกเบี้ยที่สูง เพื่อชดเชยความเสี่ยงสำหรับการถูกรอนสิทธิ์ในกระแสเงินสดของบริษัทจากเจ้าหนี้รายอื่น อาจเป็นผล

ให้บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่ไม่เหมาะสม ซึ่งส่งผลกระทบต่อกระแสเงินสดของกิจการ อันมีผลโดยตรงต่อการดำเนินงานและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท และอาจกระทบต่อความมั่นคงในการดำเนินธุรกิจระยะยาว

ในภาพรวมสามารถสรุปได้ว่า มีเพียงตัวแปรเงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน (BankLoan) ที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานเมื่อวัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Operating Return on Assets) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Assets) โดยมีความสัมพันธ์ทั้ง 2 รูปแบบการวัดการเปลี่ยนแปลง ในขณะที่ความสัมพันธ์ของตัวแปรอื่นที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นั้น ขึ้นอยู่กับกำหนดตัวแปรที่ใช้ในการวัดผลการดำเนินงานและรูปแบบการวัดการเปลี่ยนแปลงที่แตกต่างกัน

นอกจากนี้ เมื่อเปรียบเทียบผลการศึกษาครั้งนี้กับผลการศึกษาที่มีก่อนหน้า ในช่วงปีที่ 1 หลังจากบริษัทเข้าจดทะเบียนเทียบกับปีก่อนหน้าเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (t(-1,1)) ตามตารางที่ 7 พบว่า การเติบโตของยอดขาย (Growth) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงาน (Median Change) วัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Operating Return on Assets) ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก เนื่องจากระยะเวลาในการดำเนินกิจการนับตั้งแต่เริ่มก่อตั้งบริษัทจนกระทั่งเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทส่งผลต่อความได้เปรียบในการแข่งขัน หากบริษัทดำเนินธุรกิจมาเป็นเวลานาน ทำให้มีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญในการดำเนินธุรกิจ ซึ่งอาจเป็นผลให้มีประสิทธิภาพในการกำหนดกลยุทธ์และทิศทางในการบริหารงานได้ดีกว่าบริษัทที่เพิ่งก่อตั้ง ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Mikkelson, Partch and Shah (1997) แต่ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Wong (2012)

เงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน (BankLoan) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานเมื่อวัดด้วยกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Assets) โดยมีความสัมพันธ์ทั้ง 2 รูปแบบการวัดการเปลี่ยนแปลง สาเหตุอาจเนื่องมาจากโดยส่วนใหญ่แล้วเงินกู้ยืมระยะยาวจากธนาคารมักนำมาใช้สำหรับการลงทุนระยะยาว เช่น การซื้อเครื่องจักรใหม่ การขยายโรงงานและสายการผลิต เป็นต้น ซึ่งหากบริษัทมีแหล่งเงินทุนหลักเป็นหนี้สินจากการกู้ยืม อาจเป็นผลให้บริษัทมีความเสี่ยงเพิ่มมากขึ้น เนื่องจากการชำระดอกเบี้ยและเงินต้นแก่ธนาคารเป็นต้นทุนทางการเงินคงที่ และหากบริษัทมีสัดส่วนหนี้สินต่อทุนในระดับสูง อาจทำให้ธนาคารให้กู้ในอัตราดอกเบี้ยที่สูง เพื่อชดเชยความเสี่ยงสำหรับการถูกรอนสิทธิ์ในกระแสเงินสดของบริษัทจากเจ้าหนี้รายอื่น อาจเป็นผลให้บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่ไม่เหมาะสม ซึ่งส่งผลกระทบต่อกระแสเงินสดของกิจการ อันมีผลโดยตรงต่อการดำเนินงานและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท และอาจกระทบต่อความมั่นคงในการดำเนินธุรกิจระยะยาว ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Kim, Kitsabunnarat and Nofsinger (2004)

ตัวแปรสัดส่วนร้อยละจำนวนหุ้นที่ถือโดยกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมก่อนการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (Alpha) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานเมื่อวัดด้วยกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Assets) โดยมีความสัมพันธ์ทั้ง 2 รูปแบบการวัดการเปลี่ยนแปลง โดยบริษัทที่มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายเดิมภายหลังเข้าตลาดหลักทรัพย์ในสัดส่วนสูงส่งผลให้เกิดความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ของตัวแทนในระดับต่ำ ซึ่งส่งผลในเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Kim, Kitsabunnarat and Nofsinger (2004)

อย่างไรก็ตาม ตัวแปรสัดส่วนร้อยละจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้มีอำนาจควบคุมกิจการ (Director) ซึ่งมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานเมื่อวัดด้วยกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Assets) สำหรับความสัมพันธ์ทั้ง 2 รูปแบบการวัดการเปลี่ยนแปลง โดยในกรณีที่ผู้มีอำนาจควบคุมกิจการมีส่วนร่วมในการถือหุ้น อาจส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากช่วยให้ผลประโยชน์ของผู้มีอำนาจควบคุมกิจการสอดคล้องกับผู้ถือหุ้นมากขึ้น เป็นผลให้ผู้มีอำนาจควบคุมกิจการมุ่งบริหารงานเพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่กิจการ และมีผลทำให้มูลค่าหุ้นสูงขึ้นตามไปด้วย ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการปรับผลประโยชน์เข้าหากัน (Alignment Hypothesis)

ตารางที่ 7 สรุปตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานในช่วงปีที่ 1 หลังจากบริษัทเข้าจดทะเบียนเทียบกับปีก่อนหน้าเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ t(-1,1)

ตัวแปรอิสระ	อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Operating Return on Assets)					กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Assets)		
	Median Change			Median Industry-Adjusted Change		Median Change	Median Industry-Adjusted Change	
	ครั้งนี้	ปี 1997	ปี 2012	ครั้งนี้	ปี 2004	ครั้งนี้	ครั้งนี้	ปี 2004
Alpha	ไม่มี	ไม่มี	+	ไม่มี	ไม่มี	+	+	+
Director	ไม่มี	N/A	N/A	ไม่มี	N/A	+	+	N/A
Age	ไม่มี	+	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มี
FirmSize	ไม่มี	+	+	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มี
CAPEX	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มี	+	ไม่มี	ไม่มี
Growth	+	+	ไม่มี	ไม่มี	+	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มี
BankLoan	ไม่มี	ไม่มี	-	-	-	ไม่มี	-	-

“ไม่มี” หมายถึง ตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ
“+” หมายถึง ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในเชิงบวก
“-” หมายถึง ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในเชิงลบ
“N/A” หมายถึง ตัวแปรอิสระยังไม่เคยมีการศึกษา

สรุปผลการศึกษา (Conclusion)

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ที่เสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกในช่วง พ.ศ. 2544-2557 เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทภายหลังการเสนอขายหุ้นออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกในช่วงระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ในช่วงปีที่ 1 ก่อนจากบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (t = -1) จนถึงปีที่ 3 หลังจากบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (t = 3)

ผลการศึกษาส่วนที่ 1 พบว่า ผลการดำเนินงานแต่ละช่วงปีภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยผลการดำเนินงานวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Operating Return on Assets) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Assets) และอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Sales/TA) ปรับตัวลดลง ส่วนการเปลี่ยนแปลงในยอดขายมีการเติบโตเพิ่มมากขึ้น สอดคล้องกับผลการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาของ Jain and Kini (1994) และผลการศึกษาในประเทศไทยของ Kim, Kitsabunnarat and Nofsinger (2004) นอกจากนี้ การเปลี่ยนแปลงในค่าใช้จ่ายฝ่ายทุน (Capital Expenditure) ปรับตัวเพิ่มขึ้น สอดคล้องกับผลการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาของ Jain and Kini (1994) แต่ขัดแย้งกับผลการศึกษาในประเทศไทยของ Kim, Kitsabunnarat and Nofsinger (2004)

ในภาพรวมผลการศึกษาสามารถสรุปได้ว่า ภายหลังการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์บริษัทจดทะเบียนมีประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์เพื่อให้เกิดรายได้ และความสามารถในการทำกำไรลดลง ซึ่งสาเหตุอาจมาจากต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) ที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างผู้ถือหุ้น ทำให้เกิดความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ หรืออาจเนื่องจากผู้บริหารตกแต่งงบการเงิน หรือเลือกเข้าจดทะเบียนในช่วงที่ผลการดำเนินงานอยู่ในระดับดี เพื่อหวังโอกาสในการระดมเงินทุนมาใช้ในการดำเนินงาน

ผลการศึกษาส่วนที่ 2 สามารถสรุปได้ว่า ตัวแปรเงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน (BankLoan) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานเมื่อวัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Operating Return on Assets) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow on Total Assets) โดยมีความสัมพันธ์ทั้ง 2 รูปแบบการวัดการเปลี่ยนแปลง เนื่องจากหากบริษัทมีแหล่งเงินทุนหลักเป็นหนี้สินจากการกู้ยืม อาจเป็นผลให้บริษัทมีความเสี่ยงเพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะในด้านการบริหารสภาพคล่องและกระแสเงินสด ซึ่งส่งผลกระทบโดยตรงต่อการดำเนินงานและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ทั้งนี้ความสัมพันธ์ของตัวแปรอื่นที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานภายหลังบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นั้น ขึ้นอยู่กับกำหนดตัวแปรที่ใช้ในการวัดผลการดำเนินงานและรูปแบบการวัดการเปลี่ยนแปลงที่แตกต่างกัน

ข้อเสนอแนะจากการศึกษา (Recommendations)

1. สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ควรมีการกำหนดหลักเกณฑ์ที่เหมาะสมในการพิจารณารับหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน เพื่อให้บริษัทมหาชนมีผลการดำเนินงานที่เติบโตอย่างยั่งยืนต่อเนื่องทั้งก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ตลอดจนเพื่อให้บริษัทมีงบการเงินที่ถูกต้องตามที่ควรและเป็นไปตามมาตรฐานการบัญชี และการนำเสนอผลการดำเนินงานมีความโปร่งใสและน่าเชื่อถือ เพื่อเป็นการคุ้มครองสิทธิของนักลงทุน

2. บริษัทจดทะเบียนควรพิจารณาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานภายหลังการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยเฉพาะการกู้ยืม เพื่อให้บริษัทมีการจัดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ซึ่งช่วยให้ผลการดำเนินงานของบริษัทเติบโตอย่างยั่งยืน

3. นักลงทุนควรให้ความสำคัญในการวิเคราะห์ความยั่งยืนของผลการดำเนินงานของบริษัทที่ต้องการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยเฉพาะประเด็นความสามารถในการสร้างผลการดำเนินงานที่ดีในระยะยาว และศักยภาพในการสร้างและรักษาความแข็งแกร่งทางด้านเงินของบริษัทจดทะเบียน นอกจากนี้ นักลงทุนควรให้ความสำคัญในการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของบริษัทจดทะเบียน สภาพของตลาดหลักทรัพย์ แนวโน้มเศรษฐกิจ และสภาวะอุตสาหกรรม เพื่อใช้เป็นข้อมูลสำคัญประกอบการตัดสินใจลงทุนในหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก

ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาครั้งต่อไป (Suggestion)

1. ควรศึกษาเพิ่มเติมสำหรับตัวแปรอื่นที่อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน เช่น ตัวแปรหนี้สินระยะยาว แทนตัวแปรเงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน เพื่อสะท้อนการจัดหาเงินทุนอื่นๆ ของบริษัทจดทะเบียน เช่น การออกหุ้นกู้ การกู้ยืมเงินจากกรรมการ เป็นต้น

2. ควรศึกษาเพิ่มเติมสำหรับความสัมพันธ์แบบไม่เป็นเชิงเส้นตรง (Nonlinear) ของตัวแปรสัดส่วนร้อยละจำนวนหุ้นที่ถือโดยกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมก่อนการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (Alpha)

3. ควรศึกษารวบรวมและวิเคราะห์ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในระยะยาว เพื่อพิจารณาความสามารถในการสร้างผลการดำเนินงานที่ดีในระยะยาว และศักยภาพในการสร้างและรักษาความแข็งแกร่งทางด้านเงินของบริษัทจดทะเบียน

References

Boubaker, A., and Mezhoud, M., 2010. "Impact of Managerial Ownership on Operating Performance of IPO Firms: French Context" International Journal of Management Science and Engineering Management 6(3), 191-197.

Claessens, S., and Fan, J., P., H., 2002. "Corporate Government in Asia: A Survey" International Review of Finance 3, 71-103.

Connelly, J., T., Limpaphayom, P., and Siraprapasiri, V., 2004. "Ownership Concentration and Initial Public Offering Performance: Empirical Evidence from Thailand" Working Paper.

Jain, B.,A., Kini, O., 1994. "The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms" Journal of Finance 49, 1699-1726.

Jensen., M., C., and Meckling, W., H., 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" Journal of Financial Economics 3, 305-360.

Kim, K., A., Kitsabunnarat, P., and Nofsinger, J., R., 2004. "Ownership and Operating Performance in an Emerging Market Evidence From Thai IPO Firms" Journal of Corporate Finance 10, 355-381.

Mikkelson, W., H., Partch, M., M., and Shah, K., 1997. "Ownership and Operating Performance of Companies that Go Public" Journal of Financial Economics 44, 281-307.

Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R., W., 1988. "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis" Journal of Financial Economics 20, 293-315.

Wang, C., 2005. "Ownership and Operating Performance of Chinese IPOs" Journal of Banking & Finance 29, 1835-1856.

Wong, J., 2012. "Operating Performance of Initial Public Offering Companies in Hong Kong" Journal of Modern Accounting and Auditing 8, 46-65.

Xiaozhou, X., Jin, L., and Hong, W., 2008. "Stock Ownership Concentration and Firm Performance – An Empirical Study Based on IPO Companies in China" International Management Review 4, 37-47.

http://www.sec.or.th/

http://www.set.or.th/