ตัวชี้วัดเกณฑ์ทางการเงิน ตัวชี้วัดที่ไม่ใช่เกณฑ์ทางการเงิน ลักษณะของกิจการที่เสนอขายหุ้นแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก และการจัดการกำไรหลังเข้าตลาดทุนของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

FINANCIAL INDICATORS, NON-FINANCIAL INDICATORS, FIRM CHARACTERISTICS OF INITIAL PUBLIC OFFERINGS, AND POST-IPO EARNINGS MANAGEMENT OF LISTED FIRMS IN THAILAND

Received: 16 July, 2022
Revised: 24 October, 2022
Accepted: 2 November, 2022

มงคล เฉียดผักแว่น*
Mongkol Shiadphukwan*
พัทธนันท์ เพชรเชิดชู**
Pattanant Petchchedchoo**
ศิริเดช คำสุพรหม***
Siridech Kumsuprom***

*นักศึกษาปริญญาเอก สาขาวิชาการบัญชี วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์
*Ph.D. Candidate, Doctor of Philosophy Program in Accountancy, College of Innovative Business and Accounting, Dhurakij Pundit University
*Email: mongkol.shiadphukwan@gmail.com
**ผู้ช่วยศาสตราจารย์ รองอธิการบดีสายงานวิชาการ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์
**Vice President for Academic Affairs, Dhurakij Pundit University
**Email: Pattanant.peo@dpu.ac.th
***ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณบดีวิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์
***Dean, College of Innovative Business and Accountancy, Dhurakij Pundit University
***Email: Siridech.kum@dpu.ac.th

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาสถิติเชิงพรรณนาตัวชี้วัดเกณฑ์ทางการเงิน ตัวชี้วัดที่ไม่ใช่เกณฑ์ทางการเงิน ลักษณะของกิจการ ราคาหุ้นที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกต่ำกว่าราคาตลาดและการจัดการกำไรหลังเข้าตลาดทุน ซึ่งเป็นการวิจัยเชิงปริมาณ กลุ่มตัวอย่างการวิจัยเชิงปริมาณ คือ บริษัทจดทะเบียนเสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกระหว่างปีพุทธศักราช 2557 - 2561 ในประเทศไทยจำนวน 138 ตัวอย่าง สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล คือ สถิติเชิงพรรณนา ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่จดทะเบียนเสนอขายหุ้นแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกมีราคาเฉลี่ยวันแรกที่ 8.48 บาทต่อหุ้น โดยราคาเฉลี่ยสูงสุดจะเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค อุตสาหกรรมที่มีอัตราการเสนอขายหุ้นต่ำกว่าราคาตลาดสูงสุด ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี แสดงให้เห็นว่านักลงทุนในประเทศไทยมีความสนใจที่จะลงทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมากกว่าอุตสาหกรรมอื่น การจัดการกำไรหลังเข้าตลาดทุนมีค่าสูงสุดในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค ส่วนการศึกษาตัวแปรตัวชี้วัดเกณฑ์ทางการเงิน พบว่า ค่าเฉลี่ยของตัวแปรกลุ่มนี้อยู่ในเกณฑ์ดีถึงดีมาก แสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยมีการเตรียมความพร้อมในแง่ของตัวชี้วัดทางการเงินอย่างดีก่อนจะนำเสนอขายหุ้นครั้งแรก ตัวแปรกลุ่มตัวชี้วัดที่ไม่ใช่เกณฑ์ทางการเงินมีการค้นพบที่น่าสนใจ คือ ประธานเจ้าหน้าที่บริหารประมาณร้อยละ 86 เป็นผู้ก่อตั้งบริษัท และยังพบอีกว่ามีเพียง 7 ตัวอย่างที่มีกลุ่มทุนสนับสนุน แสดงให้เห็นว่าในช่วงเวลาที่ศึกษากลุ่มทุนสนับสนุนที่ลงทุนในบริษัทจดทะเบียนยังมีน้อย ส่วนการศึกษาลักษณะของกิจการ พบว่า บริษัทที่เสนอขายหุ้นครั้งแรกมีสินทรัพย์รวมเฉลี่ย 4.6 พันล้านบาท และมีการทำธุรกิจมาแล้วประมาณ 19 ปี

คำสำคัญ: หุ้นไอพีโอต่ำกว่าราคาตลาด การจัดการกำไร ราคาหุ้น การเสนอขายหุ้นแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก ไอพีโอ

Abstract

This research aimed to analyze the descriptive results of financial indicators, non-financial indicators, firm characteristics, underpricing of initial public offerings, and post-IPO earnings management. This research relied on quantitative methods. The study sample was listed firms in Thailand during the year 2014 to 2018 with 138 examples. The statistics used for data analysis are descriptive statistics. The research found that the average price of the listed firms is 4.84 baht per share. The highest average price based on the industry is the consumer product industry. The highest underpricing rate is the technology industry which means that investors in Thailand are interested in the technology industry more than other industries. Post-IPO earnings management is quite high in the consumer product industry. Also, financial indicator variables are in a good range indicating that IPO firms are well-prepared for their financial performance before the IPO. The highlights of the non-financial indicator variables are the discovery that 86 percent of the chief executive officer is the company's founder. And there are 7 examples that were found supported by a venture capital company. The finding shows

that there are few venture capital companies investing in newly listed firms in Thailand during the study periods. In addition, the study of firm characteristic variables found that firms listing in Thailand had an average total asset of approximately 4.6 billion baht and were established about 19 years before the IPO.

Keywords: IPO Underpricing, Earnings Management, Stock Price, Initial Public Offerings, IPO

บทนำ

ปัจจุบันผู้คนให้ความสนใจศึกษาและลงทุนในตราสารต่าง ๆ กันมากขึ้น ซึ่งการลงทุนไม่ว่าจะเป็นตราสารชนิดใด ผู้ลงทุนต้องใช้ความรู้ความเข้าใจอย่างถ่องแท้ เนื่องจากการลงทุนแต่ละอย่างมีระดับความเสี่ยงที่ไม่เท่ากัน และผลตอบแทนจากการลงทุนก็มีความผันผวนตามความเสี่ยงด้วย โดยวัตถุประสงค์ของนักลงทุนก็แตกต่างกันไป มีทั้งการลงทุนระยะยาว และการลงทุนระยะสั้นเพื่อจะทำรายได้จากส่วนต่างขของราคาซื้อ และราคาขายของตราสาร ดังนั้นการเข้าใจในปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นจึงเป็นประเด็นที่นักลงทุนให้ความสนใจ รวมถึงหน่วยงานต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องไม่ว่าจะเป็นคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) รวมถึงตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) ต่างก็เป็นหน่วยงานที่เกี่ยวข้องและสามารถใช้ประโยชน์จากการศึกษานี้ด้วย

จากที่กล่าวมาแล้วข้างต้น ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมถึงที่มาและความสำคัญของการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ การกำหนดราคา รวมถึงการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาจากข้อมูลที่มีในเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และจากงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง โดยในส่วนแรก คือ ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นการทำให้ผู้วิจัยเข้าใจถึงข้อดีและข้อเสียของการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดทุน ทั้งในแง่ของนักลงทุนและประโยชน์ต่อตัวบริษัทเอง รวมถึงทำให้ผู้วิจัยได้เข้าใจถึงกระบวนการในการเข้าสู่ตลาดทุน ว่าจะต้องเริ่มต้นและเตรียมตัวอย่างไร กล่าวคือ การที่บริษัทจะเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ได้นั้น บริษัทต้องแปลงสภาพกิจการเป็นบริษัทมหาชนก่อน จะมีกระบวนการแปลงสภาพธุรกิจตามประกาศกรมพัฒนาธุรกิจการค้า หลังจากนั้นบริษัทต้องแต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงินเพื่อทำการตรวจสอบความพร้อมในทางการเงินรวมถึงเตรียมการสำหรับเข้าสู่ตลาดทุน หลังจากนั้นเข้าสู่กระบวนการยื่นเอกสารเพื่อขอจดทะเบียนกับทางสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และเมื่อได้รับอนุมัติแล้วก็จะสามารถเข้าทำการเสนอขายหุ้นแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกได้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2561) จากการศึกษางานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับการเสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในส่วนของปัจจัยที่มีผลต่อราคาหุ้นที่เสนอขายต่ำกว่าราคาตลาด มีผลการศึกษาทั้งในประเทศและต่างประเทศโดยที่ส่วนใหญ่แล้วหุ้นที่นำเสนอขายครั้งแรกจะต่ำกว่าราคาตลาด ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นก็มีหลากหลายปัจจัย เช่น ขนาดของกิจการ (Firm size) (Paleari & Vismara, 2007; Wu, 2012; Z. Xu & L. Xu, 2012; Hull et al., 2013; Dumrongwong, 2016; Zhang et al., 2020; Cox, 2020) อายุของกิจการ (Firm age) (Z. Xu & L. Xu, 2007; Zhang et al., 2020; Cox, 2020; Huang et al., 2021) ผลประกอบการย้อนหลัง (Prior performance) (Paleari & Vismara, 2007; Z. Xu & L. Xu, 2012; Cox; Habib et al., 2013) เป็นต้น

นอกจากนี้ปัญหาที่สำคัญของการเป็นบริษัทจดทะเบียนที่ระดมทุนจากประชาชนทั่วไปคือปัญหาของตัวแทน (Agency problem) เนื่องจากผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนซึ่งเป็นเจ้าของกิจการมีจำนวนมากและ

เพื่อให้การบริหารงานของบริษัทมีประสิทธิภาพสูงสุด จึงต้องมีตัวแทนในการบริหาร ซึ่งตัวแทนจะได้รับผลตอบแทนตามที่ตกลงกัน ดังนั้นจึงเกิดคำถามและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องอีกมากมาย โดย หนึ่งในนั้นคือ การจัดการกำไร (Earnings management) การจัดการกำไรนั้นเป็นปัญหาที่เกิดจากการใช้ดุลยพินิจ (Discretionary) ของตัวแทนในการเปิดเผยและรายงานผลการดำเนินงาน (McColgan, 2001) มีบทความและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องมากมาย ผู้วิจัยคิดว่าราคาหุ้นและการจัดการกำไรมีความสัมพันธ์กัน จึงทำการศึกษาปัจจัยต่าง ๆ ที่ส่งผลต่อราคาหุ้น และมีผลต่อการจัดการกำไรในเวลาเดียวกัน เพื่อทำการวิเคราะห์โครงสร้างของราคาหุ้น และการจัดการกำไร ซึ่งจะทำให้เห็นภาพของกิจการในอนาคตได้จากการดูองค์ประกอบในปัจจุบัน โดยการจัดการกำไรนั้นมีวิธีการได้หลายอย่าง และมีความหมายแฝงอยู่ บางครั้งการจัดการกำไรเป็นเพียงการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารเพียงเล็กน้อย แต่บางครั้งการจัดการกำไรก็เป็นการดัดแปลงตัวเลขในงบการเงินเพื่อให้ได้ผลประกอบการที่เป็นไปตามเป้าหมาย จากการศึกษาที่ผ่านมาของการจัดการกำไรมีอยู่สองแบบคือ การจัดการกำไรจากกิจกรรมทางธุรกิจจริง (Real earnings management) และการจัดการกำไรผ่านเกณฑ์คงค้าง (Accrual earnings management) (Dechow & Skinner, 2000) โดยการจัดการกำไรโดยเกณฑ์คงค้างเป็นการจัดการกำไรที่ผู้วิจัยใช้เป็นตัวแทนการจัดการกำไรในงานวิจัยนี้ เพราะการจัดการกำไรโดยเกณฑ์คงค้างเป็นการใช้ดุลยพินิจตามหลักการบัญชี เพื่อให้ได้มาซึ่งตัวเลขประมาณการทางบัญชี ผู้บริหารจึงใช้ดุลยพินิจของตนเองเพื่อทำการจัดการผลประกอบการให้เป็นไปตามที่ต้องการ โดยการกำหนดราคาหลักทรัพย์สูงกว่าหรือต่ำกว่าราคาตลาดของบริษัท IPO และการจัดการกำไรจากการศึกษาที่กล่าวมาแล้วมีตัวแปรสำคัญร่วมกันอยู่จำนวนมาก การศึกษาในคุณลักษณะของข้อมูลตัวแปรต่าง ๆ และการศึกษาในเชิงพรรณนาจะช่วยในผู้วิจัยเข้าใจลักษณะของข้อมูลดังกล่าวอย่างลึกซึ้งมากขึ้น สามารถนำผลการศึกษาไปต่อยอดและพัฒนาเป็นการวิจัยระดับสูงขึ้นได้ จึงทำให้ผู้วิจัยสนใจศึกษากลุ่มตัวแปรดังกล่าว

จากความสำคัญที่นักลงทุนต้องศึกษาเกี่ยวการการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในหุ้นที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมถึงการจัดการกำไรหลังเข้าตลาดหลักทรัพย์จากงานวิจัยในอดีต และปัจจัยที่ทำให้ราคาหุ้นมีราคาสูงขึ้น ผู้วิจัยจึงพัฒนางานวิจัยเพื่อศึกษาเชิงพรรณนาของตัวแปรต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง โดยมีวัตถุประสงค์ดังนี้

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาเชิงพรรณนาตัวแปรกลุ่มตัวชี้วัดเกณฑ์ทางการเงิน (Financial indicator variables) ตัวแปรกลุ่มตัวชี้วัดที่ไม่ใช่เกณฑ์ทางการเงิน (Non-financial indicator variables) ตัวแปรลักษณะของกิจการ (Firm characteristics) ราคาหุ้นที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกต่ำกว่าราคาตลาด (IPO underpricing) และการจัดการกำไร

แนวคิดและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

1. ตัวแปรกลุ่มตัวชี้วัดเกณฑ์ทางการเงิน (Financial indicator variables) ได้แก่ อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sale growth rate) อัตรากำไรต่อหุ้น (Earnings per share) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (Leverage ratio)

อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sale growth rate) ปัจจัยด้านอัตราการเติบโตของบริษัทที่จะเข้าตลาดหลักทรัพย์ก็เป็นปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนใช้พิจารณาในการตัดสินใจลงทุน ดังนั่นจึงมาการศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยดังกล่าวกับราคาหุ้นที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก (Paleari & Vismara, 2007; Z. Xu & L. Xu, 2012; Cox, 2020; Habib et al., 2013) และการเติบโตของบริษัทยังเป็น

ตัวชี้วัดการจัดการกำไรในบางกรณีจึงมีการศึกษาความสัมพันธ์ทางสถิติเช่นเดียวกัน (Wang et al., 2018; Carvalho et al., 2020) โดยจากการศึกษาที่ผ่านมาวัดค่าโดยใช้ผลต่างยอดขายปีปัจจุบันและปีก่อนหน้าหารด้วยยอดขายปีก่อนหน้า และถัวเฉลี่ย 3 ปี ใช้ตัวย่อ GROWTH ในการวิเคราะห์ข้อมูล

อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) ผลประกอบการของกิจการที่กำลังเข้าตลาดหลักทรัพย์ก็เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้นักลงทุนสนใจลงทุนในกิจการนั้น ซึ่งมีการศึกษาความสัมพันธ์ของผลประกอบการก่อนที่บริษัทจะเริ่มเสนอขายหุ้นเพื่อเข้าจดทะเบียนในตลาดทุนครั้งแรกกับราคาหุ้นที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกด้วย (Z. Xu & L. Xu, 2012; Cox, 2020) รวมถึงมีการศึกษาปัจจัยเรื่องผลประกอบการก่อนเข้าตลาดและการจัดการกำไรด้วย (Lee & Masulis, 2011) โดยการวัดค่าจะวัดค่าเฉลี่ยกำไรต่อหุ้น (Earnings per share : EPS) สามปีก่อนเข้าสู่ตลาดทุน และใช้ตัวย่อ EPS ในวิเคราะห์ข้อมูล

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ก็เป็นอีกหนึ่งตัวแทนที่นักลงทุนจะตรวจสอบก่อนการตัดสินใจลงทุน โดยมีการศึกษาอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์กับราคาหุ้นที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกโดย Too and Yusoff (2015), Cox (2020) และ Li and Zhang (2021) รวมถึงการศึกษาอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์กับการจัดการกำไรโดย Lee and Masulis (2011) และ Hwang et al. (2013) ซึ่งการวัดค่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์จะวัดโดยคำนวณอัตรากำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม และถัวเฉลี่ย 3 ปีก่อนเข้าตลาดทุน ใช้ตัวย่อ ROA ในการวิเคราะห์ทางสถิติ

อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (Leverage) อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน หรืออัตราความสามารถในการก่อหนี้ (Leverage) เป็นอัตราส่วนที่นักลงทุนใช้ศึกษาสภาพคล่องของบริษัทซึ่งหากกิจการมีอัตราส่วนดังกล่าวสูง แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีโอกาสในการจัดหาเงินจากการก่อหนี้ได้ดี โดยมีการศึกษาเกี่ยวกับความสามารถในการก่อหนี้กับราคาหุ้นที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกมากมาย (Kim et al., 2008; Mehmood et al., 2020; Huang et al., 2021; Gounopoulos et al., 2021) รวมถึงการศึกษาความสามารถในการก่อหนี้กับการจัดการกำไรก็มีการศึกษามากมายทั่วโลกเช่นเดียวกัน (Lin & Rong, 2012; Kim et al., 2017; Hsieh et al., 2018; Wang et al., 2018; Bouaziz et al., 2020; Priscilla & Siregar, 2020; Nikbakht et al., 2021; Kumala & Siregar, 2021) โดยการวัดค่าจะวัดโดยใช้อัตราส่วนความสามารถในการก่อหนี้ถัวเฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาดทุน โดยใช้ตัวย่อ LEVERAGE ในการวิเคราะห์ทางสถิติ

2. ตัวแปรกลุ่มตัวชี้วัดที่ไม่ใช่เกณฑ์ทางการเงิน (Non-financial indicator variables) ได้แก่ ประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นผู้ก่อตั้ง (CEO founder) ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่าย (Underwriter reputation) ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี (Auditor) และกลุ่มทุนสนับสนุน (Venture capital background)

ประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นผู้ก่อตั้ง (CEO founder) การบริหารบริษัทจะมีผู้บริหารสูงสุดหรือ ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) เป็นผู้มีอำนาจในการตัดสินใจในการดำเนินงานของบริษัทโดยตามหลักทฤษฎีตัวแทน ผู้บริหารจะเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้น หรือนักลงทุนในการบริหารบริษัท แต่อย่างไรก็ตามในบางครั้งผู้ก่อตั้ง (Founder) ก็มีโอกาสที่จะเป็นประธานเจ้าหน้าที่บริหารเช่นกันดังที่จะพบได้ในงานวิจัยของ Z. Xu and L. Xu (2012) และงานวิจัยของ Gao and Jain (2012) ซึ่งเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของซีอีโอกับมูลค่าหุ้นที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก โดยการวัดค่าจะเป็นการวัดค่าแบบตัวแปรทวิภาค (Dichotomous Variable) คือมีค่าเป็นไปได้สองค่า คือถ้าซีอีโอเป็นผู้ก่อตั้งจะให้ค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่ค่าจะเป็น 0 โดยใช้ตัวย่อ CEO ในการวิเคราะห์ข้อมูล

ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่าย (Underwriter reputation) ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นตัวแปรที่ใช้ในการศึกษามูลค่าของหุ้นที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกมาโดยตลอด (Z. Xu & L. Xu, 2012; Dumrongwong, 2016; Zhang et al., 2020; Ong et al., 2020; Cox, 2020) และยังเป็นตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบการจัดการกำไรด้วยจากการศึกษาของ Nikbakht et al., 2021 โดยการวัดค่าตัวแปรนี้จะใช้การวัดค่าแบบตัวแปรทวิภาค (Dichotomous Variable) คือมีค่าเป็นไปได้สองค่า คือถ้าบริษัทผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีชื่อเสียงดีอยู่ในสิบอันดับแรกจากการจัดอันดับของสมาคมตราสารหนี้ไทยให้ค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่ค่าจะเป็น 0 โดยใช้ตัวย่อ UNDWR ในการวิเคราะห์ข้อมูล

ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี (Auditor) ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชีก็เป็นปัจจัยที่ผู้วิจัยนำมาศึกษาในครั้งนี้ด้วยเพราะมีการศึกษาในอดีตเกี่ยวกับการวัดมูลค่าหุ้นที่เสนอขายครั้งแรกที่มีความสัมพันธ์กับชื่อเสียงของผู้สอบ (Westfall & Omer, 2018) รวมถึงมีการศึกษาความสัมพันธ์ของชื่อเสียงผู้สอบและการจัดการกำไร (Hutchinson & Leung, 2007; Lee & Masulis, 2011) โดยใช้การวัดค่าแบบตัวแปรทวิภาค (Dichotomous Variable) คือมีค่าเป็นไปได้สองค่า คือถ้าผู้สอบบัญชีของบริษัทไอพีโอเป็นผู้สอบบัญชีสี่รายใหญ่ของโลก (Big 4) ซึ่ง ได้แก่ EY, Deloitte, KPMG และ PwC จะให้ค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่ค่าจะเป็น 0 โดยใช้ตัวย่อ BIG4 ในการวิเคราะห์ข้อมูล

กลุ่มทุนสนับสนุน (Venture capital background) ตัวแปรอีกตัวที่สำคัญและมีการศึกษาความสัมพันธ์กับมูลค่าหุ้นที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก ได้แก่ ตัวแปรกลุ่มทุนสนับสนุน (Paleari & Vismara, 2007; Lee & Masulis, 2011; Z. Xu & L. Xu, 2012; Dumrongwong, 2016; Zhang et al., 2020) และก็มีการศึกษากลุ่มทุนสนับสนุนกับการจัดการกำไรด้วย (Wang et al., 2018) โดยอ้างอิงจากการศึกษาที่ผ่านมา ผู้วิจัยใช้การวัดค่าแบบตัวแปรทวิภาค (Dichotomous Variable) คือมีค่าเป็นไปได้สองค่า คือถ้าบริษัทที่เสนอขายหุ้นแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกมีกลุ่มทุนสนับสนุนให้ค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่ค่าจะเป็น 0 โดยใช้ตัวย่อ VC ในการวิเคราะห์ข้อมูล

3. ตัวแปรลักษณะของกิจการ (Firm characteristics) ได้แก่อายุกิจการ (Firm age) และขนาดกิจการ (Firm size)

อายุกิจการ (Firm age) อายุของกิจการก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์เข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์เป็นปัจจัยที่ใช้ในงานวิจัยเกี่ยวกับการค้นหาความสัมพันธ์กับกิจการที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกมาตลอด (Z. Xu & L. Xu, 2012; Zhang et al., 2020 Cox, 2020; Huang et al., 2021) รวมถึงใช้ในการศึกษาการจัดการกำไรก็มีการใช้อายุของกิจการเป็นตัวแปรในการศึกษาเช่นเดียวกัน (Lee & Masulis, 2011; Wang et al., 2018) โดยแทนค่าตัวแปรเป็น AGE ในการวิเคราะห์ข้อมูล วิธีการคำนวณคือใช้ปีที่เข้าตลาด (IPO year) ลบด้วยปีที่ก่อตั้งกิจการ (Establish year) บวก 1 จะได้จำนวนปีที่ดำเนินธุรกิจก่อนเสนอขายหุ้น

ขนาดกิจการ (Firm size) ขนาดของกิจการก็เป็นตัวแปรสำคัญในการวิเคราะห์ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณที่ศึกษาปัจจัยและความมีอิทธิพลต่อผลประกอบการ รวมถึงการมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรก (Paleari & Vismara, 2007; Wu, 2012; Z. Xu & L. Xu, 2012; Hull et al., 2013; Dumrongwong, 2016; Zhang et al., 2020; Cox, 2020) และการจัดการกำไร (Lin & Rong, 2012; Kim et al., 2017; Bouaziz et al., 2020; Priscilla & Siregar, 2020) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ด้วย โดยผู้วิจัยใช้การวัดค่าขนาดของกิจการโดยการใช้ Natural logarithm ของสินทรัพย์รวมตามบัญชี (Priscilla & Siregar, 2020) ใช้ตัวย่อ SIZE ในการวิเคราะห์ข้อมูล

4. ราคาหุ้นที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกต่ำกว่าราคาตลาด (IPO underpricing) ราคาหุ้นของหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรก (IPO) จะเริ่มต้นโดยราคาเสนอขาย (Offer price) เป็น

ราคาที่กำหนดโดยวิธีการประเมินราคาอย่างสมเหตุสมผลโดยผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) โดยหลังจากเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ ราคาของหลักทรัพย์ก็จะเปลี่ยนไปตามความต้องการของตลาด หรือเรียกอีกอย่างว่าเป็นราคาตลาด (Market price) โดย ณ สิ้นวันทำการของตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยจะเป็นราคาปิดของหลักทรัพย์ (First day closing price) ซึ่งหากราคาปิดสูงกว่าราคาเสนอขายครั้งแรกจะเรียกว่าเป็นราคาหุ้นที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกต่ำกว่าราคาตลาด (Underpricing) อย่างไรก็ตามจากการทบทวนวรรณกรรมจะใช้ราคาเฉลี่ยของหุ้นในการวัดค่าตัวแปรราคาหุ้นที่ต่ำกว่าราคาตลาด (Ong et al., 2020) รวมถึงศึกษาอัตราการเสนอขายหุ้นต่ำกว่าราคาตลาดด้วย

5. การจัดการกำไร (Earnings management) การจัดการกำไรตามที่ผู้วิจัยศึกษา และรวบรวมข้อมูลจากงานวิจัยในอดีต พบว่าเป็นเรื่องที่ได้รับความสนใจสูงมาก มีทั้งงานวิจัยในระดับประเทศและระดับนานาชาติมากมาย ในบางกรณีอาจจะมองว่าการจัดการกำไรคือการตกแต่งงบการเงิน หรือการจัดทำตัวเลขทางการเงินเพื่อให้ผู้จัดทำได้ประโยชน์ หรือเพื่อปิดบังการกระทำผิด หรือผลประกอบการที่ไม่เป็นไปตามเป้าหมายที่วางไว้ ซึ่งการจัดการกำไรจากวรรณกรรมในอดีตจะแบ่งออกเป็นการจัดการกำไรตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual basis) (Healy, 1985; Watt & Zimmerman, 1986; DeAngelo, 1986; McNichols & Wilson, 1988; Jones, 1991; Defond & Jiambalvo, 1994; Dechow et al., 1995; Kothari et al., 2005; Dechow & Skinner, 2000; Leuz et al., 2003) และการจัดการกำไรด้วยกิจกรรมทางธุรกิจ (Real activity) (Roychowdhury, 2006; Cohen et al., 2008) โดยการจัดการกำไรด้วยกิจกรรมทางธุรกิจเป็นการจัดการกำไรที่ไม่ใช่การประมาณค่า เช่น การมีการส่งเสริมการขายโดยการให้ส่วนลดที่สูงกว่ากิจกรรมปกติ หรือการเลื่อนการส่งมอบสินค้าเพื่อกระจายยอดขายไปในรอบบัญชีถัดไป โดยการกระทำนั้นไม่ได้เป็นการดัดแปลงตัวเลข หรือเปลี่ยนแปลงตัวเลขจากการประมาณการ แต่เป็นตัวเลขที่สะท้อนกิจกรรมจริงทางธุรกิจ ดังนั้นผู้วิจัยจึงไม่ศึกษาและทดสอบตัวเลขในกรณีนี้ ในขณะที่การจัดการกำไรตามเกณฑ์คงค้างเป็นการจัดการกำไรที่ต้องใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร ผนวกกับการใช้หลักเกณฑ์ทางบัญชีเพื่อให้ตัวเลขรายงานทางการเงินออกมาตามที่ผู้จัดการต้องการ ดังนั้นการจัดการกำไรโดยวิธีนี้มีโอกาสที่สูงที่จะมีการใช้ดุลยพินิจในทางตกแต่งมากเกินไป จนทำให้ข้อมูลทางการเงินที่รายงานแตกต่างจากที่ควรจะเป็น (Dechow & Skinner, 2000; Leuz et al., 2003) ผู้วิจัยเลือกใช้วิธีในการคำนวณค่าการจัดการกำไรที่ตัวแบบการปรับปรุงผลการดำเนินงานโดยใช้ดุลยพินิจตามเกณฑ์คงค้าง (Performance-adjusted discretionary accruals model) โดย Kim et al. (2017) และ Kothari et al. (2005) ดังนี้

โดยที่

$$\frac{TACC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{NI_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

TACC	=	รายการคงค้างรวม (กำไรสุทธิ – กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน)
TA	=	สินทรัพย์รวม
ΔREV	=	การเปลี่ยนแปลงของยอดขาย
ΔREC	=	การเปลี่ยนแปลงของบัญชีลูกหนี้
PPE	=	อสังหาริมทรัพย์ อาคาร และอุปกรณ์
NI	=	กำไรสุทธิ

วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษานี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative research approach) โดยประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เสนอขายหุ้นแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในช่วงปีพุทธศักราช 2557 ถึง 2561 มีจำนวนทั้งสิ้น 148 บริษัท และหลังจากคัดกรองแล้วเหลือกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาทั้งสิ้น 138 บริษัท ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 1 การคัดเลือกตัวอย่างในงานวิจัย

แหล่งข้อมูล	จำนวน ประชากร	อุตสาหกรรม การเงิน	ข้อมูลไม่ ครบถ้วน	กลุ่มตัวอย่าง ที่ใช้ในการศึกษา
SET	74	-5	0	69
mai	74	-4	-1	69
รวม	**148**	**-9**	**-1**	**138**

เครื่องมือในการวิจัย

เครื่องมือในการเก็บรวบรวมข้อมูลใช้แบบบันทึกข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ (Secondary data) โดยผู้วิจัยจะเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี (Annual report) หนังสือชี้ชวน (Prospectus) และขอมูลจากฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีผลการดำเนินงานติดต่อกันระหว่างปีพุทธศักราช 2557 - 2561 รวมระยะเวลาในการศึกษา 5 ปี ซึ่งไม่รวมบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ บริษัทที่แจ้งว่าไม่ประสงค์จะให้เปิดเผยข้อมูล บริษัทที่ข้อมูลไม่สมบูรณ์ หรือบริษัทที่มีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงเกี่ยวกับผลการดำเนินงานในระหว่างปี โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทั้งเชิงคุณภาพและเชิงปริมาณเพื่อมาทำการบันทึกข้อมูลเป็นรหัส ก่อนเข้าสู่กระบวนการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษานี้ใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ในการวิเคราะห์และอธิบายผล ผู้วิจัยได้ใช้สถิติเชิงพรรณนา เช่น ร้อยละ (Percentage) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) เพื่ออธิบายผลจากแบบบันทึกหรือเครื่องมือการวิจัยที่เก็บรวบรวมข้อมูลตามตัวแปรและองค์ประกอบต่าง ๆ จากรายงานประจำปี (Annual Report) หนังสือชี้ชวน (Prospectus) และฐานข้อมูลจาก SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ผลการวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive analysis)

ผลการวิเคราะห์ของตัวอย่างกลุ่มตัวชี้วัดเกณฑ์ทางการเงินพบว่า อัตราการเติบโตของยอดขาย (GROWTH) มีค่าต่ำสุดร้อยละ -18.00 มีค่าสูงสุดร้อยละ 11,441.00 มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 115.60 โดยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 9.788 ลำดับถัดมาอัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) มีค่าต่ำสุด -1.92 บาทต่อหุ้น มีค่าสูงสุด 76.23 บาทต่อหุ้น มีค่าเฉลี่ย 1.47 บาทต่อหุ้น โดยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าเท่ากับ 6.884 ลำดับถัดมาอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีค่าต่ำสุดร้อยละ -3.800 มีค่าสูงสุด

ร้อยละ 55.08 ค่าเฉลี่ยร้อยละ 10.35 โดยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 8.937 ถัดมาค่าอัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (LEVERAGE) พบว่าค่าต่ำสุดคือ -56.96 เท่า มีค่าสูงสุด 34.10 เท่า ค่าเฉลี่ย 2.12 เท่า โดยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 6.477

ตัวแปรในกลุ่มที่ไม่ใช้ตัวชี้วัดเกณฑ์ทางการเงินซึ่งเป็นตัวแปรกลุ่มที่วัดค่าโดยใช้หลักการแบบทวิภาคซึ่งทำให้ค่ามีแค่ 0 หรือ 1 ดังนั้นค่าต่ำสุดและสูงสุดของตัวแปรกลุ่มนี้จะวัดค่าได้ 0 และ 1 ตามลำดับ ส่วนค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานสำหรับประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นผู้ก่อตั้งบริษัท (CEO) มีค่า 0.855 และ 0.353 ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UNDWR) มีค่า 0.681 และ 0.468 ประเภทของผู้สอบบัญชี (AUDIT) มีค่า 0.594 และ 0.493 กลุ่มทุนสนับสนุน (VC) มีค่า 0.051 และ 0.220 ตามลำดับ

ตัวแปรกลุ่มลักษณะของกิจการซึ่งประกอบไปด้วยอายุของกิจการ (AGE) โดยจากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดอายุของกิจการก่อนเสนอขายหุ้นครั้งแรกมีอายุต่ำสุด 2 ปี สูงสุด 54 ปี ค่าเฉลี่ย 19 ปี และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 10.749 และขนาดของกิจการ (SIZE) เป็น Natural logarithm ของสินทรัพย์รวมตามบัญชี ณ วันที่รายงานทางการเงินปีล่าสุดก่อนเข้าตลาดฯ มีค่าต่ำสุด 2.140 สูงสุด 4.881 ค่าเฉลี่ย 3.125 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.614

ตัวแปรราคาเฉลี่ยของหุ้นวันที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (PD1) มีราคาต่ำสุด 1.47 บาทต่อหุ้น ราคาสูงสุด 88.87 บาทต่อหุ้น มีค่าเฉลี่ยทั้งหมด 8.48 บาทต่อหุ้น โดยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 9.796 และตัวแปรภายนอกตัวสุดท้าย ได้แก่ การจัดการกำไรปีแรกหลังเสนอขายหุ้น (EMY1) มีค่าประมาณการการใช้เกณฑ์คงค้างจากดุลยพินิจต่ำสุด 0.000 สูงสุด 0.330 ค่าเฉลี่ย 0.045 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.048 ซึ่งสามารถสรุปได้ตามตารางที่ 2

ตารางที่ 2 สรุปการวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนาของตัวอย่างทั้งหมด

ตัวแปร	จำนวนตัวอย่าง	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
GROWTH	138	-0.180	114.410	1.156	9.788
EPS	138	-1.923	76.233	1.465	6.884
ROA	138	-3.800	55.083	10.345	8.937
LEVERAGE	138	-56.963	34.103	2.122	6.477
CEO	138	0.000	1.000	0.855	0.353
UNDWR	138	0.000	1.000	0.681	0.468
AUDIT	138	0.000	1.000	0.594	0.493
VC	138	0.000	1.000	0.051	0.220
AGE	138	2.000	54.000	18.906	10.749
SIZE (NL)	138	2.140	4.881	3.125	0.614
PD1	138	1.470	88.870	8.479	9.796
EMY1	138	0.000	0.330	0.045	0.048

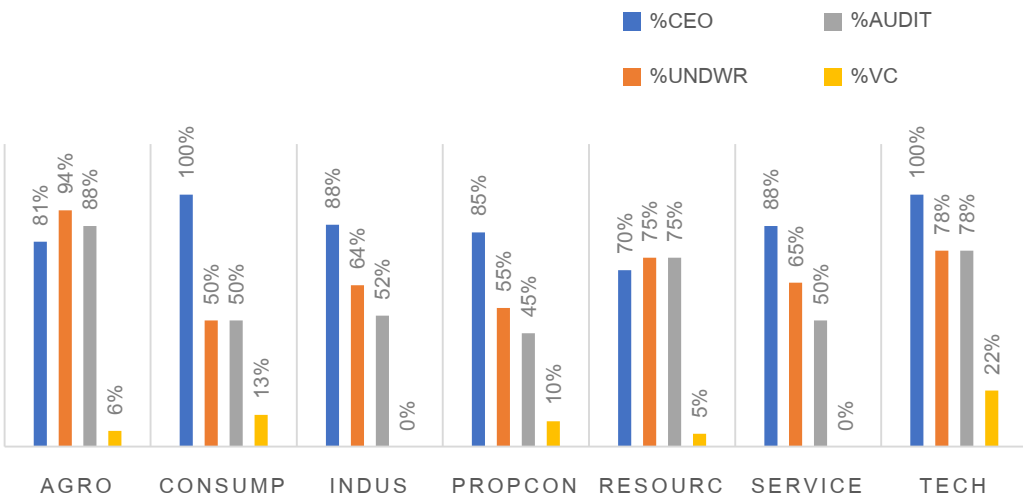
การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา

1. อัตราการเติบโตของยอดขาย (GROWTH) จากการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยอัตราการเติบโตของยอดขายในตารางที่ 1 พบว่ามีค่าเฉลี่ยของตัวอย่างทั้งหมดเท่ากับร้อยละ 115.60 และเมื่อเปรียบเทียบตามกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่า เกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีอัตราการเติบโตของยอดขายร้อยละ 18.00 สินค้าอุปโภคบริโภคร้อยละ 20.00 สินค้าอุตสาหกรรมร้อยละ 3.00 อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างร้อยละ 26.00 ทรัพยากรร้อยละ 669.00 บริการร้อยละ 16.00 และเทคโนโลยีร้อยละ 97.00 ซึ่งอุตสาหกรรมทรัพยากรมีค่าเฉลี่ยสูงสุด และสินค้าอุตสาหกรรมมีค่าเฉลี่ยต่ำสุด

2. อัตราการกำไรต่อหุ้น (EPS) จากการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยอัตราการกำไรต่อหุ้นในตารางที่ 1 พบว่ามีค่าเฉลี่ยของตัวอย่างทั้งหมดเท่ากับ 1.47 บาทต่อหุ้น และเมื่อเปรียบเทียบตามกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่าเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีค่าเฉลี่ยอัตราการกำไรต่อหุ้นเท่ากับ 1.08 บาทต่อหุ้น สินค้าอุปโภคบริโภคมีค่าเฉลี่ยอัตราการกำไรต่อหุ้นเท่ากับ 11.86 บาทต่อหุ้น สินค้าอุตสาหกรรมมีค่าเฉลี่ยอัตราการกำไรต่อหุ้นเท่ากับ 0.59 บาทต่อหุ้น อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีค่าเฉลี่ยอัตราการกำไรต่อหุ้นเท่ากับ 0.46 บาทต่อหุ้น ทรัพยากรมีค่าเฉลี่ยอัตราการกำไรต่อหุ้นเท่ากับ 1.67 บาทต่อหุ้น บริการมีค่าเฉลี่ยอัตราการกำไรต่อหุ้นเท่ากับ 0.57 บาทต่อหุ้น และเทคโนโลยีมีค่าเฉลี่ยอัตราการกำไรต่อหุ้นเท่ากับ 1.07 บาทต่อหุ้น ซึ่งอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีค่าเฉลี่ยสูงสุด และอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีค่าเฉลี่ยต่ำสุด

3. อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) จากการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในตารางที่ 1 พบว่ามีค่าเฉลี่ยของตัวอย่างทั้งหมดเท่ากับร้อยละ 10.35 และเมื่อเปรียบเทียบตามกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่า เกษตรและอุตสาหกรรมอาหารค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ร้อยละ 7.64 สินค้าอุปโภคบริโภคค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ร้อยละ 16.75 สินค้าอุตสาหกรรมค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ร้อยละ 12.10 อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ร้อยละ 13.27 ทรัพยากรค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ร้อยละ 4.87 บริการค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ร้อยละ 10.22 และเทคโนโลยีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ร้อยละ 10.80 ซึ่งอุตสาหกรรมสิ้นค้าอุปโภคบริโภคมีค่าเฉลี่ยสูงสุด และทรัพยากรมีค่าเฉลี่ยต่ำสุด

4. อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (LEVERAGE) จากการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนโครงสร้างทางการเงินในตารางที่ 1 พบว่าค่าเฉลี่ยหนี้สินต่อทุนของตัวอย่างทั้งหมดเท่ากับ 2.12 เท่า และเมื่อเปรียบเทียบตามกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่า เกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีค่าเฉลี่ยหนี้สินต่อทุน 0.94 เท่า สินค้าอุปโภคบริโภคมีค่าเฉลี่ยหนี้สินต่อทุน 1.62 เท่า สินค้าอุตสาหกรรมมีค่าเฉลี่ยหนี้สินต่อทุน 1.16 เท่า อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีค่าเฉลี่ยหนี้สินต่อทุน 2.85 เท่า ทรัพยากรมีค่าเฉลี่ยหนี้สินต่อทุน 3.01 เท่า บริการมีค่าเฉลี่ยหนี้สินต่อทุน 2.57 เท่า และเทคโนโลยีมีค่าเฉลี่ยหนี้สินต่อทุน 1.75 เท่า ซึ่งอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ทรัพยากร และบริการมีค่าเฉลี่ยการก่อหนี้สูงกว่า 2 เท่า และกลุ่มเกษตรและอาหารมีค่าเฉลี่ยต่ำสุดที่ 0.94 เท่า



ภาพที่ 1 การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรกลุ่มตัวชี้วัดที่ไม่ใช่เกณฑ์ทางการเงิน

5. ตัวแปรประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นผู้ก่อตั้งบริษัท (CEO) เมื่อเปรียบเทียบตามกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่า กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมี CEO เป็นผู้ก่อตั้ง 13 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 81 ของกลุ่มอุตสาหกรรม สินค้าอุปโภคบริโภคมี CEO เป็นผู้ก่อตั้ง 8 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 100 ของกลุ่มอุตสาหกรรม สินค้าอุตสาหกรรมมี CEO เป็นผู้ก่อตั้ง 22 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 88 ของกลุ่มอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมี CEO เป็นผู้ก่อตั้ง 17 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 85 ของกลุ่มอุตสาหกรรม ทรัพยากรมี CEO เป็นผู้ก่อตั้ง 14 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 70 ของกลุ่มอุตสาหกรรม บริการมี CEO เป็นผู้ก่อตั้ง 35 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 88 ของกลุ่มอุตสาหกรรม และเทคโนโลยีมี CEO เป็นผู้ก่อตั้ง 9 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 100 ของกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งมีอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และเทคโนโลยีที่ผู้ก่อตั้งเป็น CEO ของกิจการด้วยทุกตัวอย่าง และอุตสาหกรรมทรัพยากรมีอัตราการ CEO เป็นผู้ก่อตั้งต่ำสุดที่ร้อยละ 70 อย่างไรก็ตามในภาพรวมถือว่ากิจการตัวอย่างทั้งหมดนั้นมี CEO เป็นผู้ก่อตั้งเป็นส่วนใหญ่

6. ตัวแปรชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UNDWR) เมื่อเปรียบเทียบตามกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่า กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์อยู่ในการจัดอันดับ 15 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 94 ของกลุ่มอุตสาหกรรม สินค้าอุปโภคบริโภคมี 4 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 50 ของกลุ่มอุตสาหกรรม สินค้าอุตสาหกรรมมี 16 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 64 ของกลุ่มอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมี 11 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 55 ของกลุ่มอุตสาหกรรม ทรัพยากรมี 15 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 75 ของกลุ่มอุตสาหกรรม บริการมี 26 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 65 ของกลุ่มอุตสาหกรรม และเทคโนโลยีมีผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์อยู่ในการจัดอันดับ 7 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 78 ของกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งอุตสาหกรรมเกตรและอาหารมีอัตราส่วนของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงสูงสุดถึงร้อยละ 94 ของการจดทะเบียนทั้งหมดในระดับอุตสาหกรรม และอุตสาหกรรมอุปโภคบริโภคมีค่าต่ำสุดที่ร้อยละ 50

7. ตัวแปรประเภทของผู้สอบบัญชี (AUDIT) เมื่อเปรียบเทียบตามกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่า กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารใช้บริการผู้สอบบัญชี Big4 ทั้งหมด 14 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 88 ของกลุ่มอุตสาหกรรม สินค้าอุปโภคบริโภคใช้บริการผู้สอบบัญชี Big4 ทั้งหมด 4 ตัวอย่าง คิดเป็น

ร้อยละ 50 ของกลุ่มอุตสาหกรรม สินค้าอุตสาหกรรมใช้บริการผู้สอบบัญชี Big4 ทั้งหมด 13 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 52 ของกลุ่มอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างใช้บริการผู้สอบบัญชี Big4 ทั้งหมด 9 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 45 ของกลุ่มอุตสาหกรรม ทรัพยากรใช้บริการผู้สอบบัญชี Big4 ทั้งหมด 15 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 75 ของกลุ่มอุตสาหกรรม บริการใช้บริการผู้สอบบัญชี Big4 ทั้งหมด 20 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 50 ของกลุ่มอุตสาหกรรม และเทคโนโลยีใช้บริการผู้สอบบัญชี Big4 ทั้งหมด 7 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 78 ของกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งมีอุตสาหกรรมเกตรและอาหารมีอัตราส่วนของการใช้บริการผู้สอบบัญชี Big4 สูงสุดร้อยละ 88 ของการจดทะเบียนทั้งหมดในระดับอุตสาหกรรม และอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีค่าต่ำสุดที่ร้อยละ 45

8. ตัวแปรกลุ่มทุนสนับสนุน (VC) เมื่อเปรียบเทียบตามกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่า กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีกลุ่มทุนสนับสนุน 1 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 6 ของกลุ่มอุตสาหกรรม สินค้าอุปโภคบริโภคมีกลุ่มทุนสนับสนุน 1 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 13 ของกลุ่มอุตสาหกรรม สินค้าอุตสาหกรรมมีกลุ่มทุนสนับสนุน 0 ตัวอย่าง อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีกลุ่มทุนสนับสนุน 2 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 10 ของกลุ่มอุตสาหกรรม ทรัพยากรมีกลุ่มทุนสนับสนุน 1 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 5 ของกลุ่มอุตสาหกรรม บริการมีกลุ่มทุนสนับสนุน 0 ตัวอย่าง และเทคโนโลยีมีกลุ่มทุนสนับสนุน 2 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 22 ของกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งมีอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีอัตราส่วนของการมีกลุ่มทุนสนับสนุนสูงสุดร้อยละ 22 ของการจดทะเบียนทั้งหมดในระดับอุตสาหกรรม และอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมและบริการไม่มีกลุ่มทุนสนับสนุนเลยจากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด

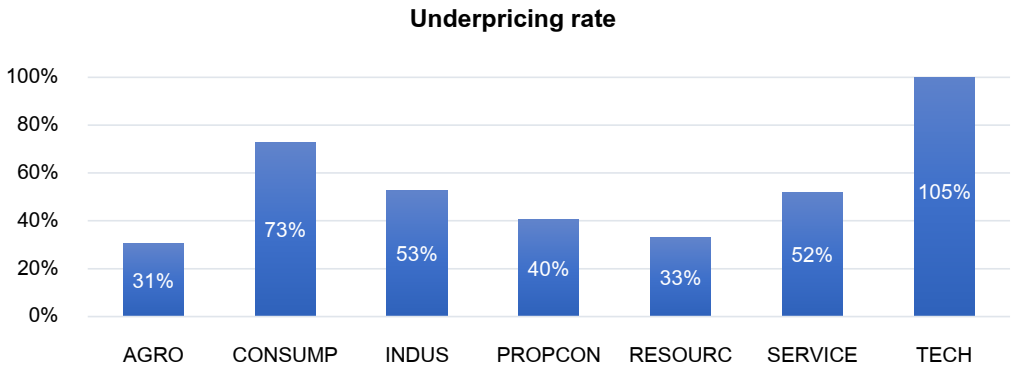
9. ตัวแปรอายุของกิจการ (AGE) เป็นอายุของการดำเนินธุรกิจก่อนเสนอขายหุ้นแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก โดยเมื่อเปรียบเทียบตามกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่า กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีการดำเนินธุรกิจก่อนการจดทะเบียนโดยเฉลี่ย 21 ปี สินค้าอุปโภคบริโภคมีการดำเนินธุรกิจก่อนการจดทะเบียนโดยเฉลี่ย 16 ปี สินค้าอุตสาหกรรมมีการดำเนินธุรกิจก่อนการจดทะเบียนโดยเฉลี่ย 18 ปี อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีการดำเนินธุรกิจก่อนการจดทะเบียนโดยเฉลี่ย 17 ปี ทรัพยากรมีการดำเนินธุรกิจก่อนการจดทะเบียนโดยเฉลี่ย 17 ปีเช่นกัน บริการมีการดำเนินธุรกิจก่อนการจดทะเบียนโดยเฉลี่ย 22 ปี และเทคโนโลยีมีการดำเนินธุรกิจก่อนการจดทะเบียนโดยเฉลี่ย 17 ปี ซึ่งค่าเฉลี่ยจากตัวอย่างทั้งหมดก็อยู่ในช่วงเดียวกัน

10. ตัวแปรขนาดของกิจการ (SIZE) คำนวณจากค่า Natural logarithm สินทรัพย์ก่อนการเสนอขายหุ้นครั้งแรก โดยเมื่อเปรียบเทียบตามกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่า กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.41 สินค้าอุปโภคบริโภคมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.77 สินค้าอุตสาหกรรมมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.03 อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.14 ทรัพยากรมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.72 บริการมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.93 และเทคโนโลยีมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.70 ซึ่งค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมทรัพยากรมีค่าสูงสุด และอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีค่าต่ำสุด

11. ตัวแปรราคาหุ้น (PD1) เป็นราคาเฉลี่ยวันแรกที่ทำการซื้อขายหุ้นในตลาดทุน โดยเมื่อเปรียบเทียบตามกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่า กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีราคาเฉลี่ยจากการซื้อขายวันแรก 11 บาทต่อหุ้น สินค้าอุปโภคบริโภคมีราคาเฉลี่ยจากการซื้อขายวันแรก 18.83 บาทต่อหุ้น สินค้าอุตสาหกรรมมีราคาเฉลี่ยจากการซื้อขายวันแรก 6.02 บาทต่อหุ้น อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีราคาเฉลี่ยจากการซื้อขายวันแรก 6.98 บาทต่อหุ้น ทรัพยากรมีราคาเฉลี่ยจากการซื้อขายวันแรก 9.21 บาทต่อหุ้น บริการมีราคาเฉลี่ยจากการซื้อขายวันแรก 7.61 บาทต่อหุ้น และเทคโนโลยีมีราคาเฉลี่ยจากการซื้อขายวันแรก 7.21 บาทต่อหุ้น ซึ่งค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมอุปโภคบริโภคมีค่าสูงสุด และอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมมีค่าต่ำสุด

12. ตัวแปรการจัดการกำไรปีแรก (EMY1) เป็นค่าคงเหลือจากการวิเคราะห์การจัดการกำไรโดยเกณฑ์คงค้างตามตัวแบบที่ปรับปรุงจากตัวแบบ Modified jones ซึ่งเป็นตัวแทนของค่าการใช้เกณฑ์คงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary accrual) โดยเมื่อเปรียบเทียบตามกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีค่าการจัดการกำไรโดยใช้ดุลยพินิจตามเกณฑ์คงค้างเท่ากับ 0.0389 สินค้าอุปโภคบริโภคค่าการจัดการกำไรโดยใช้ดุลยพินิจตามเกณฑ์คงค้างเท่ากับ 0.0839 สินค้าอุตสาหกรรมมีค่าการจัดการกำไรโดยใช้ดุลยพินิจตามเกณฑ์คงค้างเท่ากับ 0.0451 อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีค่าการจัดการกำไรโดยใช้ดุลยพินิจตามเกณฑ์คงค้างเท่ากับ 0.0664 ทรัพยากรมีค่าการจัดการกำไรโดยใช้ดุลยพินิจตามเกณฑ์คงค้างเท่ากับ 0.0348 บริการมีค่าการจัดการกำไรโดยใช้ดุลยพินิจตามเกณฑ์คงค้างเท่ากับ 0.0310 และเทคโนโลยีมีค่าการจัดการกำไรโดยใช้ดุลยพินิจตามเกณฑ์คงค้างเท่ากับ 0.0656 ซึ่งจากกลุ่มตัวอย่างอุตสาหกรรมอุปโภคบริโภคมีค่าการจัดการกำไรสูงสุด และอุตสาหกรรมบริการมีค่าต่ำสุด

13. การศึกษาอัตราราคาหุ้นต่ำกว่าราคาตลาด (IPO underpricing) พบว่าจากกลุ่มตัวอย่าง ราคาหุ้นจากกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีอัตราการเสนอขายด้วยราคาต่ำกว่าราคาตลาดสูงสุดร้อยละ 105 รองลงมาคือกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และอุตสาหกรรมเกตรและอาหาร เป็นกลุ่มที่มีอัตราราคาต่ำกว่าราคาตลาดต่ำสุดที่ร้อยละ 31 สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ สามารถดูได้จากภาพที่ 2



ภาพที่ 2 อัตราราคาหุ้นต่ำว่าราคาตลาด

อภิปรายผล

การศึกษาตัวแปรทั้งหมดเป็นการศึกษาเชิงพรรณนาเพื่อให้ทราบลักษณะของข้อมูลที่เกี่ยวข้อง ซึ่งเป็นการเก็บข้อมูลในลักษณะเดียวกันกับการศึกษาในอดีตเพื่อสร้างพื้นฐานสำหรับการศึกษาการมีอิทธิพลและความสัมพันธ์ในอนาคต การศึกษาเกี่ยวกับตัวแปรกลุ่มตัวชี้วัดเกณฑ์ทางการเงิน ตัวแปรกลุ่มตัวชี้วัดที่ไม่ใช่เกณฑ์ทางการเงิน ตัวแปรกลุ่มลักษณะของกิจการ ตัวแปรราคาหุ้นและอัตราราคาหุ้นต่ำกว่าราคาตลาด และตัวแปรการจัดกากำไร พบว่า ข้อมูลที่เก็บได้มีลักษณะสอดคล้องกับการศึกษาในอดีต ได้แก่ อัตราการเติบโตของยอดขายโดย Cox (2020) อัตรากำไรต่อหุ้นโดย Lee and Masulis (2011) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์โดย Hwang et al. (2013) อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงินโดย Kim et al. (2017) ประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นผู้ก่อตั้งบริษัทโดย Gao and Jain (2012) ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์โดย Cox (2020) ประเภทของผู้สอบบัญชีโดย Hutchinson and

Leung (2007) บริษัทที่มีกลุ่มทุนสนับสนุนโดย Lee and Masulis (2011) การศึกษาอายุของกิจการโดย Cox (2020) ขนาดของกิจการโดย Wu (2012) ราคาเฉลี่ยของหุ้นโดย Ong et al. (2020) การจัดการกำไรโดย Kim et al. (2017) และอัตราราคาหุ้นต่ำกว่าราคาตลาดโดย Cox (2020)

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

สรุปผลการวิจัย

ผลการศึกษาตัวแปรกลุ่มตัวชี้วัดเกณฑ์ทางการเงินพบว่าอัตราการเติบโตของยอดขาย (GROWTH) อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (Leverage) แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่เสนอขายหุ้นใหม่ครั้งแรกจะมีผลการดำเนินงานจากตัวชี้วัดทางการเงินที่ศึกษาอยู่ในเกณฑ์ดีถึงดีมาก ทั้งนี้ผู้วิจัยคิดว่าผลดังกล่าวเป็นการดึงดูดความสนใจให้นักลงทุนเข้ามาลงทุน และเพื่อแสดงให้เห็นถึงศักยภาพในการเติบโตในอนาคตด้วย

ผลการศึกษาตัวแปรกลุ่มตัวชี้วัดที่ไม่ใช่เกณฑ์ทางการเงินพบว่า (1) บริษัทจดทะเบียนใหม่ที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นผู้ก่อตั้งบริษัท (CEO) พบว่า หากมองในภาพรวมของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดพบกว่ามี CEO เป็นผู้ก่อตั้งทั้งหมด 118 ตัวอย่างหรือคิดเป็นร้อยละ 86 ของบริษัทจดทะเบียนในช่วงเวลาดังกล่าว แสดงให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่ในประเทศไทยผู้ก่อตั้งจะเป็นผู้บริหารของกิจการ (2) ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UNDWR) พบว่า มีผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์อยู่ในการจัดอันดับ 94 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 68 ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดซึ่งส่วนใหญ่ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดทุนก็ใช้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียง แสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่เลือกใช้บริการผู้จัดจำหน่ายที่มีชื่อเสียง (3) ประเภทของผู้สอบบัญชี (AUDIT) ในภาพรวมมีการใช้บริการผู้สอบบัญชี Big4 ทั้งหมด 82 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 59 ของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในช่วงเวลาดังกล่าวซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่จะใช้บริการผู้สอบบัญชี Big4 (4) ตัวแปรกลุ่มทุนสนับสนุน (VC) พบว่า ตัวอย่างที่ศึกษาทั้งหมดมีกลุ่มทุนสนับสนุนเพียง 7 ตัวอย่าง หรือ ร้อยละ 5 เท่านั้นแสดงให้เห็นว่าในประเทศไทยบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่จะเป็นกลุ่มทุนเดิม มีกลุ่มทุนสนับสนุนลงทุนด้วยเพียงส่วนน้อย ผลการศึกษาตัวแปรกลุ่มลักษณะของกิจการพบว่า (1) จากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดอายุของกิจการก่อนเสนอขายหุ้นครั้งแรกมีอายุระหว่าง 2 ถึง 54 ปี โดยมีอายุเฉลี่ย 19 ปี (2) ขนาดของกิจการเป็นค่า Natural logarithm ของสินทรัพย์รวมตามบัญชี ณ วันที่รายงานทางการเงินปีล่าสุดก่อนเข้าตลาดฯ มีค่าต่ำสุด 2.140 สูงสุด 4.881 และค่าเฉลี่ย 3.125

ผลการศึกษาตัวแปรราคาหุ้นที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกต่ำกว่าราคาตลาด (IPO underpricing) ระหว่างปีพุทธศักราช 2557 - 2561 โดยในงานวิจัยใช้ราคาเฉลี่ยของหุ้นวันที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (PD1) เป็นตัวแทนตัวแปรดังกล่าว และจากการศึกษา พบว่ากลุ่มตัวอย่างหุ้นที่ศึกษามีค่าเฉลี่ยทั้งหมด 8.48 บาทต่อหุ้น นอกจากนี้จากการศึกษาอัตราการเสนอขายหุ้นต่ำกว่าราคาตลาด หรืออัตราที่แสดงให้เห็นว่าราคาหุ้นที่เสนอขายต่ำไปมากเพียงใดเมื่อเทียบกับราคาปิด ณ วันที่ที่ผู้วิจัยศึกษา พบว่า อุตสาหกรรมเทคโนโลยีเป็นอุตสาหกรรมที่มีนักลงทุนให้ความสนใจสูงในตลาดทุนของไทย ในขณะที่อุตสาหกรรมเกตรและอาหารเป็นอุตสาหกรรมที่นักลงทุนสนใจน้อยที่สุด ผลการศึกษาการจัดการกำไร (Earnings management) ระหว่างปีพุทธศักราช 2557 - 2561 โดยใช้ค่าการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารตามเกณฑ์คงค้าง (Discretionary accrual) ตามตัวแบบทางสถิติซึ่งค่าการจัดการกำไรปีแรกหลังเสนอขายหุ้น (EMY1) พบว่า อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคเป็นอุตสาหกรรมที่มีค่าเฉลี่ยการจัดการกำไรสูงสุด และอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีค่าการจัดการกำไรรองลงมา ส่วนอุตสาหกรรมที่มีค่าเฉลี่ยการจัดการกำไรต่ำสุดได้แก่อุตสาหกรรมบริการ

ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย และการวิจัยในอนาคต

1. ผลการศึกษาที่สำคัญในบทความนี้คืออัตราราคาเสนอขายหุ้นต่ำกว่าราคาตลาดที่สะท้อนให้เห็นว่าอุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยีมีอัตราดังกล่าวค่อนข้างสูง แสดงให้เห็นว่าการซื้อขายหุ้นระยะสั้นของกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีเป็นที่สนใจของนักลงทุน โดยอัตราดังกล่าวเป็นค่าเฉลี่ยของราคาหุ้นวันแรกดังนั้นนักลงทุนระยะสั้นอาจใช้ข้อมูลนี้ประกอบการตัดสินใจลงทุนได้ อย่างไรก็ตาม การลงทุนมีความเสี่ยงและบทความนี้มิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อชี้แนะการลงทุน นักลงทุนควรศึกษาข้อมูลการลงทุนอย่างละเอียดก่อนตัดสินใจ

2. ผลการศึกษายังชี้ให้เห็นอีกว่าอุตสาหกรรมอุปโภคบริโภค และอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารในการจัดทำงบการเงินสูงกว่าอุตสาหกรรมอื่น ซึ่งอาจสะท้อนให้เห็นปัญหาตัวแทนของกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าว ดังนั้นนักลงทุนที่จะตัดสินใจลงทุนระยะยาวสามารถใช้ข้อมูลจากการศึกษานี้ประกอบเพื่อตัดใจได้อย่างระมัดระวัง

3. การศึกษาเชิงพรรณนาให้ข้อมูลพื้นฐานสำหรับการวิเคราะห์ในเบื้องต้นในงานวิจัยเท่านั้น ควรมีงานวิจัยเพิ่มเติมในอนาคตเพื่อศึกษาผลกระทบและความสัมพันธ์จากข้อมูลที่เก็บไว้แล้ว จะช่วยให้ได้ผลการศึกษาที่สมบูรณ์ขึ้น

4. การศึกษาตัวแปรเพิ่มเติมจากตัวแปรที่มีอยู่แล้วในงานวิจัยนี้เพื่อนำไปวิเคราะห์ในเชิงลึกมากขึ้น จะช่วยในงานวิจัยในอนาคตมีความน่าสนในมากขึ้นทั้งในมิติของความกว้างและความลึกในการศึกษา

บรรณานุกรม

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2561). *SET and mai IPO and listing guide.* www.set.or.th/th/products/listing2/files/Going__Public__Guide__2018.pdf

Baskaran, S., Nedunselian, N., Ng, C. H., Mahadi, N. & Abdul Rasid, S. Z. (2020). Earnings management: A strategic adaptation or deliberate manipulation?. *Journal of Financial Crime, 27*(2), 369-386. https://doi.org/10.1108/JFC-07-2019-0098

Boonlert-U-Thai, K., Meek, G. K., & Nabar, S. (2006). Earnings attributes and investor-protection: International evidence. *The International Journal of Accounting, 41*(4), 327-357. https://doi.org/10.1016/j.intacc.2006.09.008

Bouaziz, S. S., Fakhfakh, I. B. A., & Jarboui, A. (2020). Shareholder activism, earnings management and market performance consequences: French case. *International Journal of Law and Management, 62*(5), 395-415. https://doi.org/10.1108/IJLMA-03-2018-0050

Carvalho, A. G., Pinheiro, R. B., & Sampaio, J. O. (2020). The dynamics of earnings management in IPOs and the role of venture capital. *Research in International Business and Finance, 51.* Article 101084. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101084

Cassia, L., Paleari, S., & Vismara, S. (2004). The valuation of firms listed on the Nuovo Mercato: The peer comparables approach. G. Giudici and P. Roosenboom (Eds.), *The rise and fall of Europe's new stock markets (Advances in Financial Economics, Vol. 10)* (pp. 113-129). Emerald Group Publishing Limited. https://doi.org/10.1016/S1569-3732(04)10005-4

Cohen, D. A., Dey, A., & Lys, T. Z. (2008). Real and accrual−based earnings management in the pre−and post−Sarbanes−Oxley periods. *The Accounting Review, 83*(3), 757-787. https://www.jstor.org/stable/30244500

Cox, J. S. (2020). Pre-IPO cash flow volatility and aftermarket valuation. *Managerial Finance, 46*(1), 159-176. https://doi.org/10.1108/MF-06-2019-0288

DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review, 61*(3), 400-420. https://www.jstor.org/stable/247149

Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons, 14*(2), 235-250. https://doi.org/10.2308/acch.2000.14.2.235

Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review, 70*(2), 193-225. https://www.jstor.org/stable/248303

DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics, 17*(1-2), 145-176. https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90008-6

Dumrongwong, K. (2016). IPO advertising: A possible cause of short-term overvaluation. In *The spread of financial sophistication through emerging markets worldwide (Research in Finance, Vol. 32)* (pp. 145-163). Emerald Group Publishing Limited. https://doi.org/10.1108/S0196-382120160000032006

Gao, N., & Jain, B. A. (2012). Founder management and the market for corporate control for IPO firms: The moderating effect of the power structure of the firm. *Journal of Business Venturing, 27*(1), 112-126. https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2010.06.001

Gao, S., Brockman, P., Meng, Q., & Yan, X. (2020). Differences of opinion, institutional bids, and IPO underpricing. *Journal of Corporate Finance, 60,* Article 101540. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101540

Gounopoulos, D., Mazouz, K., & Wood, G. (2021). The consequences of political donations for IPO premium and performance. *Journal of Corporate Finance, 67,* Article 101888. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101888

Habib, A., Gong, R., & Hossain, M. (2013). Overvalued equities and audit fees: A research note. *Managerial Auditing Journal, 28*(8), 755-776. https://doi.org/10.1108/MAJ-01-2013-0818

He, D. S., Yang, D. C., & Guan, L. (2010). Earnings management and the performance of seasoned private equity placements: Evidence from Japanese issuers. *Managerial Auditing Journal, 25*(6), 569-590. https://doi.org/10.1108/02686901011054872

Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics, 7*(1-3), 85-107. https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90029-1

Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons, 13*(4), 365-383. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.156445

Hsieh, Y. T., Chen, T. K., Tseng, Y. J., & Lin, R. C. (2018). Top management team characteristics and accrual-based earnings management. *The International Journal of Accounting, 53*(4), 314-334. https://doi.org/10.1016/j.intacc.2018.11.004

Huang, Y., Yan, C., & Chan, K. C. (2021). Does aggressiveness help? Evidence from IPO corruption and pricing in China. *Journal of Corporate Finance, 67,* Article 101901. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101901

Hull, R., Walker, R., & Kwak, S. (2013). IPO valuation and insider manipulation of R&D. *Managerial Finance, 39*(10), 888-914. https://doi.org/10.1108/MF-05-2012-0125

Hutchinson, M., & Leung, S. (2007). An investigation of factors influencing the association between top management ownership and earnings management. *Journal of Contemporary Accounting & Economics, 3*(2), 130-153. https://doi.org/10.1016/S1815-5669(10)70026-6

Hwang, N. C. R., Chiou, J. R., & Wang, Y. C. (2013). Effect of disclosure regulation on earnings management through related-party transactions: Evidence from Taiwanese firms operating in China. *Journal of Accounting and Public Policy, 32*(4), 292-313. https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.04.003

Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research, 29*(2), 193-228. https://www.jstor.org/stable/2491047

Kamel, H. (2012). Earnings management and initial public offerings: A new perspective from Egypt. *Journal of Accounting in Emerging Economics, 2*(2), 96-118. https://doi.org/10.1108/20421161211229790

Kim, J., Kim, Y., & Zhou, J. (2017). Languages and earnings management. *Journal of Accounting and Economics, 63*(2-3), 288-306. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2017.04.001

Kim, J., Pukthuanthong-Le, K., & Walker, T. (2008). Leverage and IPO under—pricing: High—tech versus low—tech IPOs. *Management Decision, 46*(1), 106-130. https://doi.org/10.1108/00251740810846770

Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics, 39*(1), 163-197. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002

Kumala, R., & Siregar, S. V. (2021). Corporate social responsibility, family ownership and earnings management: The case of Indonesia. *Social Responsibility Journal, 17*(1), 69-86. https://doi.org/10.1108/SRJ-09-2016-0156

Lee, G., & Masulis, R. W. (2011). Do more reputable financial institutions reduce earnings management by IPO issuers?. *Journal of Corporate Finance, 17*(4), 982-1000. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.04.012

Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki P. D. (2003). Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics, 69*(3), 505-527. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00121-1

Li, P. Y. (2018). Top management team characteristics and firm internationalization: The moderating role of the size of middle managers. *International Business Review, 27*(1), 125-138. https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2017.05.011

Lin, W., & Rong, M. (2012). Impacts of other comprehensive income disclosure on earnings management. *Nankai Business Review International, 3*(1), 93-101. https://doi.org/10.1108/20408741211201944

McNichols, M., & Wilson, G. P. (1988). Evidence of earnings management from the provision for bad debts. *Journal of Accounting Research, 26*, 1-31. https://www.jstor.org/stable/2491176

Mehmood, W., Mohd-Rashid, R., Che-Yahya, N., & Ong, C.Z. (2020). Determinants of heterogeneity in investors' opinions on IPO valuation: Evidence from the Pakistan Stock Market. *Review of Behavioral Finance, 13*(5), 631-646. https://doi.org/10.1108/RBF-04-2020-0078

Miller, T. W. (2018). Terminal values for firms with growth opportunities: Explaining valuation and IPO price behavior. *Studies in Economics and Finance, 35*(2), 244-272. https://doi.org/10.1108/SEF-03-2016-0078

Nabar, S., & Boonlert–U–Thai, K. K. (2007). Earnings management, investor protection, and national culture. *Journal of International Accounting Research, 6*(2), 35-54. https://doi.org/10.2308/jiar.2007.6.2.35

Nikbakht, E., Sarkar, S., Smith, G. C., & Spieler, A. C. (2021). Pre-IPO earnings management: Evidence from India. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, 44*, Article 100400. https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2021.100400

Ong, C. Z., Mohd-Rashid, R., & Taufil-Mohd, K. N. (2020). Underwriter reputation and IPO valuation in an emerging market: Evidence from Malaysia. *Managerial Finance, 46*(10), 1283-1304. https://doi.org/10.1108/MF-11-2019-0579

Paleari, S., & Vismara, S. (2007). Over–optimism when pricing IPOs. *Managerial Finance, 33*(6), 352-367. https://doi.org/10.1108/03074350710748722

Priscilla, M., & Siregar, S. V. (2020). The effect of top management team expertise on corporate's accrual and real earnings management. In W. A. Barnett and B. S. Sergi (Eds.), *Advanced Issues in the economics of emerging markets* (pp. 79-101). Emerald Publishing Limited.

Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics, 42*(3), 335-370. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002

Spence, A. M. (1974). Market signaling: Informational transfer in hiring and related screening processes. *Harvard University Press.*

Too, S. W., & Yusoff, W. F. W. (2015). Exploring intellectual capital disclosure as a mediator for the relationship between IPO firm-specific characteristics and underpricing. *Journal of Intellectual Capital, 16*(3), 639-660. https://doi.org/10.1108/JIC-08-2014-0098

Wang, Q. S., Anderson, H., & Chi, J. (2018). VC political connections and IPO earnings management. *Emerging Markets Review, 35,* 148-163. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2018.02.005

Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory.* Prentice-Hall.

Westfall, T. J., & Omer, T. C. (2018). The emerging growth company status on IPO: Auditor effort, valuation, and underpricing. *Journal of Accounting and Public Policy, 37*(4), 315-334. https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2018.07.003

Wu, C. (2012). Country risk and valuation of US—listed foreign IPOs. *Managerial Finance, 38*(10), 939-957. https://doi.org/10.1108/03074351211255155

Xu, Z., & Xu, L. (2012). IPO valuation of entrepreneurial firms in China's new growth enterprise market: An examination of board composition, top management team's ownership and human capital. *Journal of Chinese Entrepreneurship, 4*(3), 206-220. https://doi.org/10.1108/17561391211262157

Zhang, F., Zhou, X. H., Su, J., Tsai, S. B., & Zhai, Y. M. (2020). Governance role of media information's uncertainty in IPO market-oriented pricing. *Kybernetes, 49*(12), 2849-2871. https://doi.org/10.1108/K-01-2019-0066