

อิทธิพลของกระแสเงินสดอิสระและประสิทธิภาพการดำเนินงาน
ต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกและอัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO
ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**Influence of Free Cash Flow and Efficiency Ratios
that Affecting to IPO Underpricing Ratio and First Year's Dividend Payout Ratio
of the Service Group Registration in the Stock Exchange of Thailand**

หทัยพันธ์ ศรีงาม* และพรทิศา แสงเขียว

Hataipan Sringam* and Porntiwa Saengkiew

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม จังหวัดกรุงเทพฯ 10900

School of Accountancy, Sripatum University, Bangkok 10900

*To whom correspondence should be addressed. e-mail: Spiderman3346@hotmail.com

Received: 21 April 2021, Revised: 27 May 2021, Accepted: 7 June 2021

บทคัดย่อ

ในการวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของกระแสเงินสดอิสระและประสิทธิภาพการดำเนินงานต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกและอัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างได้แก่ บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่ขึ้นของจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ ในช่วงปี พ.ศ. 2550 ถึงปี พ.ศ. 2562 รวมทั้งสิ้น 75 บริษัท สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ การวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ ผลการศึกษาพบว่า อัตราการเติบโตของยอดขายมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO และกระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลเชิงลบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO ในขณะที่อัตราการเติบโตของกำไรก่อนหักค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO จากผลการศึกษาครั้งนี้ผู้ใช้บริการเงินสามารถเลือกใช้อัตราส่วนทางการเงินเพื่อวิเคราะห์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO และใช้ประกอบการตัดสินใจเลือกซื้อหลักทรัพย์ อีกทั้งยังสามารถใช้กำหนดกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมกับตนเองได้อีกด้วย

คำสำคัญ : กระแสเงินสดอิสระ ประสิทธิภาพการดำเนินงาน อัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO อัตราการจ่ายเงินปันผล

Abstract

The purpose of this research were to study the influence of free cash flow and efficiency ratios that affecting to IPO underpricing and first year's dividend payout ratio of the service group registration in the stock exchange of Thailand during 2007 - 2019 totally 75 companies. The statistical techniques used for data analysis were descriptive statistics, correlation coefficient analysis and multiple regression analysis. The results showed that sales growth rate had positive affecting to IPO underpricing and free cash flow had negative affecting to first year's dividend payout ratio, while EBITDA growth rate had positive affecting to first year's dividend payout ratio. Therefore, stakeholders can use these financial ratios to analyze the IPO securities' returns and choose it for their best in vestment.

Keywords : Free Cash Flow, Efficiency Ratios, IPO Underpricing Ratio , Dividend Payout Ratio

บทนำ

โครงสร้างระบบเศรษฐกิจทั่วโลกมีการเปลี่ยนแปลงเป็นอย่างมาก บางธุรกิจต้องปิดตัวลง ขณะที่บางธุรกิจสามารถตอบสนองพฤติกรรมของผู้คนที่เปลี่ยนไปได้เป็นอย่างดี ส่งผลให้โลกธุรกิจมีการแข่งขันสูงมาก นักลงทุนจึงต้องตระหนักถึงปัจจัยต่าง ๆ ก่อนการตัดสินใจลงทุนในธุรกิจแต่ละประเภท สำหรับประเทศไทยนอกจากความเสี่ยงจากวิกฤตดังกล่าว ยังคงมีความเสี่ยงอื่นที่ต้องตระหนัก เช่น ความรุนแรงของสงครามการค้าที่เพิ่มขึ้น ขยายจนไปจนถึงสงครามเทคโนโลยี เป็นต้น นอกจากนี้ยังมีปัจจัยภายนอกจากประเทศอื่น ๆ เช่น การที่ประเทศอังกฤษออกจากการเป็นสมาชิกของสหภาพยุโรป (Brexit) หากพิจารณาดัชนีหุ้นไทยในช่วงปี พ.ศ. 2561 ถึงปี พ.ศ. 2562 เห็นได้ถึงความผันผวนของตลาดหุ้นในประเทศไทย ประกอบกับปัจจัยภายนอกประเทศที่ยังคงมีความไม่แน่นอน ส่งผลให้นักลงทุนต้องใช้ความระมัดระวังอย่างสูงในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ [1]

โดยเฉลี่ยแล้วอัตราผลตอบแทนวันแรกที่ได้จากการซื้อหลักทรัพย์ IPO จะมีค่าสูงมากเมื่อเทียบกับผลตอบแทนจากการลงทุนทั่วไป ปรากฏการณ์นี้พบได้ในตลาดหลักทรัพย์แทบทุกแห่งรวมทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วย เห็นได้จากการศึกษาของ Ritter [2] พบว่า ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกาตั้งแต่ปี ค.ศ.1975 -1984 สูงถึง 14.32% สอดคล้องกับการศึกษาของ Finn and Hgham [3] ที่พบว่า ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหุ้นออสเตรเลีย ตั้งแต่ปี ค.ศ.1996 - 1978 สูงถึง 29.2% อีกทั้งการศึกษาของ Mok and Hui [4] พบว่า ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหุ้นสาธารณรัฐประชาชนจีน สูงถึง 289% นอกจากนี้ผลตอบแทนวันแรกที่นักลงทุนคาดหวังจากหลักทรัพย์ IPO นักลงทุนยังคาดหวังเงินปันผลอีกด้วย เนื่องจากเป็นผลตอบแทนระยะยาว (Passive income) และสร้างความมั่นคงทางการเงินให้แก่ นักลงทุน จากการศึกษาและทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องเห็นได้ว่า สิ่งสำคัญสำหรับการประกอบธุรกิจ คือ ระบบบัญชีและงบการเงิน ดังนั้นผู้ใช้งบการเงินควรศึกษาข้อมูลเหล่านี้เนื่องจากแสดงถึงผลการดำเนินงานของบริษัทและสามารถคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตได้ สำหรับงบการเงินของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ที่รายงานในหนังสือชี้ชวนคืองบการเงินย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งบริษัทอาจใช้ข้อมูลเหล่านี้ส่งสัญญาณถึงคุณภาพและประสิทธิภาพความสามารถในการทำกำไรและเพิ่มความน่าเชื่อถือให้แก่หลักทรัพย์ IPO อีกทั้ง นักลงทุนอาจใช้ข้อมูลนี้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ IPO เนื่องจากไม่มีข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ IPO ในอดีต ดังนั้นอาจเกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO นักลงทุน และบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งข้อมูลงบการเงินที่เปิดเผยในหนังสือชี้ชวนจะช่วยส่งสัญญาณให้นักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลสามารถรับรู้ข้อมูลได้

ในการศึกษาครั้งนี้จะพิจารณาข้อมูลทางการเงินของบริษัทแบ่งเป็น 3 ปัจจัย ได้แก่ (1) กระแสเงินสดอิสระ เนื่องจากกระแสเงินสดอิสระเป็นเงินสดจากการดำเนินงานที่เหลือหลังจากหักรายจ่ายจากการลงทุนของบริษัท ซึ่งเป็นเงินสดที่เหลือจากการใช้งาน บริษัทที่สร้างกระแสเงินสดอิสระได้มากและมีการเติบโตของกระแสเงินสดอิสระสูงจะทำให้มูลค่าบริษัทสูงตาม (2) อัตราการเติบโตของยอดขาย เนื่องจากอัตราการเติบโตของยอดขายเป็นอีกปัจจัยที่กำหนดค่าไของบริษัทซึ่งนักลงทุนให้ความสำคัญเป็นอย่างมาก นักลงทุนส่วนใหญ่มองว่าหากบริษัทมีอัตราการเติบโตของยอดขายเพิ่มขึ้น จะสามารถให้ผลตอบแทนที่ดีในอนาคตได้ (3) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย เนื่องจากเป็นกำไรที่ได้รับจากการดำเนินงานโดยไม่หักค่าใช้จ่ายที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายที่เกิดจากต้นทุนทางการเงิน ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย จึงส่งผลให้สามารถรับรู้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงของบริษัท อีกทั้ง การศึกษาครั้งนี้เป็นขยายผลการศึกษาโดยให้ความสนใจอิทธิพลของกระแสเงินสดอิสระและประสิทธิภาพการดำเนินงานด้านอัตราการเติบโตของยอดขายและด้านอัตราการเติบโตของกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกและอัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่จดทะเบียน

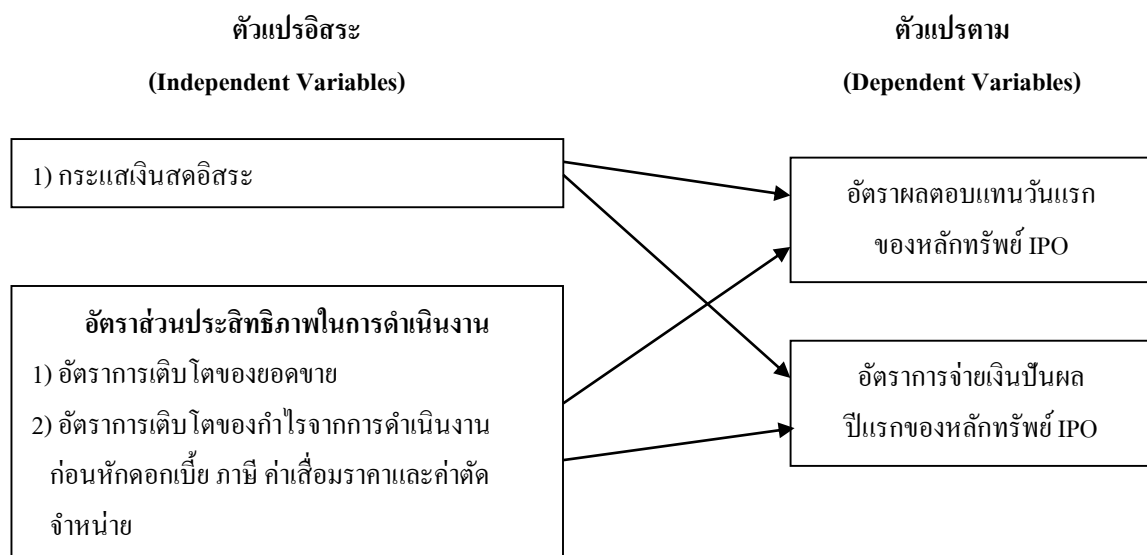
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อที่จะแสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนทางการเงินตัวใดบ้างที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกและอัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO และมีอิทธิพลมากน้อยแตกต่างกันอย่างไร และเป็นแนวทางให้แก่บริษัทที่มีความตั้งใจจะจดทะเบียนเป็นบริษัทมหาชนและเสนอขายหลักทรัพย์ IPO รวมถึงผู้ที่สนใจนำข้อมูลไปพิจารณาการลงทุนเพื่อนำไปสู่ผลตอบแทนที่ดีขึ้น

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาอิทธิพลของกระแสเงินสดอิสระและประสิทธิภาพการดำเนินงานต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาอิทธิพลของกระแสเงินสดอิสระและประสิทธิภาพการดำเนินงานต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กรอบแนวคิดการศึกษา

เพื่อให้การศึกษานี้ครอบคลุมตัวแปรที่คัดเลือกมาจากการศึกษาและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ผู้ศึกษาได้วางกรอบแนวคิดเพื่อเป็นแนวทางสำหรับการศึกษาค้นคว้า ดังนี้



รูปที่ 1 กรอบแนวคิดการศึกษา

สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO

สมมติฐานที่ 2 อัตราส่วนประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ด้านอัตราการเติบโตของยอดขายมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO

สมมติฐานที่ 3 อัตราส่วนประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ด้านอัตราการเติบโตของกำไรก่อนหักค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO

สมมติฐานที่ 4 กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO

สมมติฐานที่ 5 อัตราส่วนประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ด้านอัตราการเติบโตของยอดขายมีอิทธิพลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO

สมมติฐานที่ 6 อัตราส่วนประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ด้านอัตราการเติบโตของกำไรก่อนหักค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO

นิยามศัพท์

1) กระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow) คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เหลืออยู่หลังจากหักรายจ่ายจากการลงทุนของบริษัท ซึ่งเป็นเงินสดที่เหลือจากการใช้งาน ในการศึกษาครั้งนี้จะคำนวณกระแสเงินสดอิสระจากกระแสเงินสดจากการดำเนินการลบด้วยเงินลงทุนสำหรับการขยายธุรกิจ โดยนำกระแสเงินสดอิสระหารด้วยกำไรจากการดำเนินงาน เฉลี่ย 3 ปี ก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2) อัตราส่วนประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Efficiency Ratio) คือ อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงาน เพื่อให้ทราบว่ากิจการนำสินทรัพย์ทั้งหมดที่มีอยู่มาใช้ดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพมากน้อยเพียงใด เช่น อัตราส่วนแสดงความสัมพันธ์ระหว่างยอดขายกับสินทรัพย์แต่ละประเภท หากกิจการสามารถใช้สินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ อัตราส่วนนี้จะสูง แสดงถึงสินทรัพย์ที่กิจการมีอยู่ก่อให้เกิดยอดขายมาก แต่หากอัตราส่วนนี้ต่ำ แสดงถึงการไร้ประโยชน์จากสินทรัพย์ยังไม่คุ้มค่าหรือมีการลงทุนในสินทรัพย์มากเกินไป [5]

3) อัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO (IPO underpricing ratio) คือ ร้อยละของผลต่างระหว่างราคาปิดของหลักทรัพย์ IPO วันแรกในตลาดรอง (Secondary market) กับราคาจองซื้อ (Offering price) ของหลักทรัพย์ IPO ในตลาดแรก (Primary market)

4) อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend payout ratio) คำนวณจากมูลค่าปันผลต่อหุ้นคูณด้วยหนึ่งร้อยหารด้วยราคาตลาดของหุ้น

ระเบียบวิธีวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่ขึ้นของจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ ในช่วงปี พ.ศ. 2550 ถึงปี พ.ศ. 2562 รวมทั้งหมด 75 บริษัท

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้จะกำหนดกลุ่มตัวอย่างโดยวิธีการเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง (Purposive sampling) ซึ่งเป็นการเลือกกลุ่มตัวอย่างโดยพิจารณาจากการตัดสินใจของผู้วิจัยเอง นั่นคือบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่ขึ้นของจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ ในช่วงปี พ.ศ. 2550 ถึงปี พ.ศ. 2562 รวมทั้งหมด 75 บริษัท

เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษานี้เป็นการศึกษาเชิงปริมาณ (Quantitative research) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ประกอบด้วยรายงานประจำปี งบการเงิน หมายเหตุประกอบงบการเงิน หนังสือชี้ชวนของบริษัท แล้วนำมาแทนค่าเพื่อหาค่าของแต่ละตัวแปรดังต่อไปนี้

1) ตัวแปรอิสระ ประกอบด้วย

1.1) กระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow) เฉลี่ย 3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แทนค่าตัวแปรด้วย FCF คำนวณได้ดังสูตร

$$FCF = \frac{CFO - CAPEX}{PO}$$

โดยที่ CFO คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินการ (Cash flow from operating activities)
CAPEX คือ เงินลงทุนเพื่อขยายธุรกิจ (Capital expenditure)

PO คือ กำไรจากการดำเนินงาน (Profit from operating activities)

1.2) อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales growth rate) เฉลี่ย 3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แทนค่าตัวแปรด้วย SGR จำนวนได้ดังสูตร

$$SGR_i = (Sales_t - Sales_{t-1}) / Sales_{t-1}$$

โดยที่ Sales_t คือ ยอดขายปีปัจจุบัน
Sales_{t-1} คือ ยอดขายปีก่อน

1.3) อัตราการเติบโตของกำไรก่อนหักค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Earnings before interest, tax, depreciation and amortization growth rate) เฉลี่ย 3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แทนค่าตัวแปรด้วย EBITDA จำนวนได้ดังสูตร

$$EBITDA_i = (EBITDA_t - EBITDA_{t-1}) / EBITDA_{t-1}$$

EBITDA_t = อัตราการเติบโตของกำไรก่อนหักค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายปีปัจจุบัน

EBITDA_{t-1} = อัตราการเติบโตของกำไรก่อนหักค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายปีก่อน

$$EBITDA = \text{กำไรจากการดำเนินงาน}_i + \text{ค่าเสื่อมราคา}_i + \text{ค่าตัดจำหน่าย}_i$$

2) ตัวแปรตาม ประกอบด้วย

2.1) อัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO (IPO underpricing ratio) แทนค่าตัวแปรด้วย IR จำนวนได้ดังสูตร

$$IR = \left[\frac{P_1 - P_0}{P_0} \right] \times 100$$

โดยที่ P₁ = ราคาปิดของหลักทรัพย์ IPO วันแรกในตลาดรอง (Secondary Market)

P₀ = ราคาจองซื้อ (Offering price) ของหลักทรัพย์ IPO ในตลาดแรก (Primary market)

2.2) อัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO (First Year's Dividend Payout Ratio) แทนค่าตัวแปรด้วย DP จำนวนได้ดังสูตร

$$\text{อัตราการจ่ายเงินปันผล (\%)} = (\text{เงินปันผลต่อหุ้น} / \text{กำไรสุทธิต่อหุ้น}) \times 100$$

$$\text{Dividend Payout (\%)} = (\text{Dividend per share} / \text{earning per share}) \times 100$$

ตัวแบบที่ 1 อิทธิพลของกระแสเงินสดอิสระและประสิทธิภาพการดำเนินงานต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO

$$IR = \beta_0 + \beta_1 FCF + \beta_2 SGR + \beta_3 EBITDA$$

ตัวแบบที่ 2 อิทธิพลของกระแสเงินสดอิสระและประสิทธิภาพการดำเนินงานต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO

$$DP = \beta_4 + \beta_5 FCF + \beta_6 SGR + \beta_7 EBITDA$$

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

- 1) การวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics)
- 2) การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation coefficient analysis)
- 3) การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple regression analysis)

ผลการวิจัย

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics)

	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
FCF	0.1411	7.3651	0.3085	0.8513
SGR	0.0080	71.0805	3.8322	9.6820
EBITDA	0.0040	30.5220	1.2058	3.7743
IR	0.1100	200.0000	51.0184	54.2281
DP	0.0003	33.5000	0.9804	3.8220

จากตารางที่ 1 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรเชิงปริมาณ สามารถอธิบายสรุปได้ดังนี้

1) กระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow : FCF) สรุปได้ว่า มีค่าต่ำสุด เท่ากับ 0.1411 ค่าสูงสุด เท่ากับ 7.3651 โดยมีค่าเฉลี่ย อยู่ที่ 0.3085 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.8513

2) อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales growth rate : SGR) สรุปได้ว่า มีค่าต่ำสุด เท่ากับ 0.0080 ค่าสูงสุด เท่ากับ 71.0805 โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 3.8322 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 9.6820

3) อัตราการเติบโตของกำไรก่อนหักค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Earnings before interest, tax, depreciation and amortization growth rate : EBITDA) สรุปได้ว่า มีค่าต่ำสุด เท่ากับ 0.0040 ค่าสูงสุด เท่ากับ 30.5220 โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.2058 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 3.7743

4) อัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO (IPO underpricing ratio : IR) สรุปได้ว่า มีค่าต่ำสุด เท่ากับ 0.1100 ค่าสูงสุด เท่ากับ 200.0000 โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 51.0184 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 54.2281

5) อัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO (First year's dividend payout ratio : DP) สรุปได้ว่า มีค่าต่ำสุด เท่ากับ 0.0003 ค่าสูงสุด เท่ากับ 33.5000 โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.9804 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 3.8220

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation coefficient analysis)

ตัวแปรอิสระ	Correlation coefficient		
	FCF	SGR	EBITDA
FCF	1.000	-0.028	0.153
SGR		1.000	-0.043
EBITDA			1.000

จากตารางที่ 2 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ พบว่าตัวแปรอิสระทั้งหมดมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ น้อยกว่า 0.80 จึงไม่ก่อให้เกิดปัญหาภาวะร่วมเส้นตรง (Multicollinearity) ในการวิเคราะห์หาค่าสัมประสิทธิ์สมการถดถอยพหุคูณ

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ของตัวแบบที่ 1 อัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO

ตัวแบบที่ 1	Unstandardized		Standardized	t - Test	P-Value (Sig.)	Collinearity	
	Coefficients		Coefficients			Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	44.402	7.029		6.317	0.000*		
FCF	3.890	7.156	0.061	0.544	0.588	0.976	1.024
SGR	1.869	0.622	0.334	3.002	0.004*	0.998	1.002
EBITDA	-1.448	1.615	-0.101	-0.896	0.373	0.975	1.025

F = 3.384 p = 0.023 R = 0.354 R² = 0.125 Durbin-Watson = 1.772

*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 3 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณของตัวแบบที่ 1 พบว่าตัวแปรอิสระที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 มีหนึ่งตัวแปร ได้แก่ อัตราการเติบโตของยอดขาย (SGR) โดยมีน้ำหนักอิทธิพลมาตรฐานเท่ากับ 0.334 และมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO จากผลลัพธ์นี้จึงสนับสนุนสมมติฐานที่ 2

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ของตัวแบบที่ 2 อัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO

ตัวแบบที่ 2	Unstandardized		Standardized	t - Test	P-Value (Sig.)	Collinearity	
	Coefficients		Coefficients			Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	0.054	0.208		0.260	0.796		
FCF	-0.624	0.212	-0.139	-2.942	0.004*	0.976	1.024
SGR	-0.004	0.018	-0.011	-0.235	0.815	0.998	1.002
EBITDA	0.942	0.048	0.930	19.683	0.000*	0.975	1.025

F = 129.483 p = 0.000 R = 0.919 R² = 0.845 Durbin-Watson = 2.180

*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณของตัวแบบที่ 2 พบว่าตัวแปรอิสระที่ส่งผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 มีสองตัวแปร ได้แก่ กระแสเงินสดอิสระ และอัตราการเติบโตของกำไรก่อนหักค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย โดยมีน้ำหนักอิทธิพลมาตรฐานเท่ากับ -0.139 และ 0.930 ตามลำดับ ทั้งนี้ กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลเชิงลบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO ในขณะที่อัตราการเติบโตของกำไรก่อนหักค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO จากผลลัพธ์นี้จึงสนับสนุนสมมติฐานที่ 4 และสมมติฐานที่ 6

สรุปและอภิปรายผลการศึกษา

จากการศึกษาอิทธิพลของกระแสเงินสดอิสระและประสิทธิภาพการดำเนินงานต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกและอัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปและอภิปรายผลการศึกษาดังนี้

1) สมมติฐานที่ 2 อัตราส่วนประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ด้านอัตรากาเริบโตของยอดขายมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO พบว่า ค่า Sig. เท่ากับ 0.004 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และมีน้ำหนักอิทธิพลมาตรฐานเท่ากับ 0.334 แสดงว่า อัตราส่วนประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ด้านอัตรากาเริบโตของยอดขายมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีสัญญาที่กล่าวว่า อัตราการเติบโตของยอดขายเป็นเครื่องมืออย่างหนึ่งที่ส่งสัญญาณถึงคุณภาพ ความสามารถในการทำกำไรและความน่าเชื่อถือของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้แก่นักลงทุน [6] ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Zhang et al [7] พบว่า ปรากฏการณ์ IPO underpricing มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อการเติบโตของยอดขาย ทั้งนี้ ยังมีการศึกษาในประเทศไทย พบว่า อัตราผลตอบแทนในวันแรกของหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญกับการเติบโตของยอดขาย ซึ่งเป็นการแสดงว่าหลักทรัพย์ IPO มีการส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนว่าเป็นบริษัทที่มีคุณภาพดี โดยใช้การเติบโตของยอดขายเป็นตัววัดคุณภาพของบริษัท [8] และการศึกษาของ Hasan et al [9] ซึ่งให้เห็นว่า อัตราส่วนกำไรสุทธิ ซึ่งคำนวณจากกำไรสุทธิหารด้วยยอดขาย และอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน ซึ่งคำนวณจากกำไรจากการดำเนินงานหารด้วยยอดขายสุทธิ เป็นตัวแปรตัวหนึ่งที่ใช้วัดอัตราการทำกำไรในอดีตของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานสามารถอธิบายประสิทธิภาพของหลักทรัพย์ IPO ในระยะสั้นได้อย่างเหมาะสม ซึ่งจะเห็นได้ว่าอัตราการทำกำไรของบริษัทมีผลมาจากยอดขายของบริษัท

2) สมมติฐานที่ 4 กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO พบว่า ค่า Sig. เท่ากับ 0.004 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และมีน้ำหนักอิทธิพลมาตรฐานเท่ากับ -0.139 แสดงว่า กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลเชิงลบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานเกี่ยวกับกระแสเงินสดอิสระของ ธวัชชัย วรสุนทร [10] กล่าวว่า การมีกระแสเงินสดอิสระที่มากเกินไปจะนำไปสู่ค่าใช้จ่ายตัวแทน (Agency cost) และทำให้บริษัทพลาดโอกาสการลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net present value : NPV) ที่เป็นบวก โดยนักลงทุนในหลักทรัพย์ส่วนใหญ่จะเลือกลงทุนในบริษัทที่มีการสร้างกำไรอย่างต่อเนื่อง ดังนั้นการที่กิจการนำเงินสดไปลงทุนเพื่อเพิ่มผลกำไรส่งผลให้ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ อภิเดช แวสุวรรณ [11] ที่พบว่ากระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในอนาคตในทิศทางตรงกันข้าม นั่นคือ หากกิจการมีกระแสเงินสดเพิ่มขึ้น ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทจะลดลง เนื่องจากเงินสดเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนต่ำมากและโดยทั่วไปมักให้ผลตอบแทนต่ำกว่าอัตราเงินเฟ้อ การที่บริษัทมีเงินสดจำนวนมากแสดงถึงการดำเนินงานของบริษัทที่ยังไม่สามารถหาวิธีการลงทุนใหม่ที่คุ้มค่าไม่ได้

3) สมมติฐานที่ 6 อัตราส่วนประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ด้านอัตรากาเริบโตของกำไรก่อนหักค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO พบว่า ค่า Sig. เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และมีน้ำหนักอิทธิพลมาตรฐานเท่ากับ 0.930 แสดงว่า อัตราส่วนประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ด้านอัตรากาเริบโตของกำไรก่อนหักค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ รุธิษฐ์ สวโรจน์กิจเดโช [12] กล่าวว่า กำไรก่อนหักค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายเป็นกำไรที่ได้รับจากการดำเนินงานของบริษัทโดยไม่หักค่าใช้จ่ายที่ไม่ได้เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายที่เกิดจากต้นทุนทางการเงิน ภาษี ต้นทุนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย

ดังนั้นถ้าใครก่อนหักค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย เป็นตัวบ่งชี้ถึงผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงานจริงของบริษัทได้ และเมื่อผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น อัตราการจ่ายเงินปันผลก็จะสูงขึ้นตาม

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะสำหรับการนำผลการศึกษามาไปใช้

1.1 หน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ เช่น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรมพัฒนาธุรกิจการค้า กรมสรรพากร ฯลฯ สามารถนำผลการศึกษามาใช้ในการควบคุมการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO ของบริษัทที่จะจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ให้มีความเหมาะสม ถูกต้อง มีความน่าเชื่อถือ อีกทั้งนำผลการศึกษานี้ไปใช้เป็นตัวชี้วัดเพื่อกำหนดนโยบายภาครัฐให้สอดคล้องกับสถานการณ์และสภาพการณ์ได้ดียิ่งขึ้น

1.2 บริษัทที่ต้องการหาแหล่งเงินทุนในการพัฒนาหรือขยายธุรกิจ สามารถนำผลการศึกษามาเป็นข้อมูลเพื่อวางแผนในการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และเป็นแนวทางในการวิเคราะห์ความน่าจะเป็นของการจ่ายเงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับเพื่อให้คำแนะนำการลงทุนแก่นักลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

1.3 นักลงทุน นักวิเคราะห์เศรษฐกิจ และผู้ใช้งบการเงินทั่วไป สามารถเข้าใจคุณลักษณะของอัตราส่วนทางการเงินที่แตกต่างกันได้ดียิ่งขึ้น และใช้เป็นแนวทางในการเลือกใช้อัตราส่วนทางการเงินของงบการเงินเพื่อทำการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ที่กำลังจะเข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และได้รับผลตอบแทนจากการจ่ายเงินปันผลตามที่คาดการณ์ไว้เพื่อประกอบการตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์และกำหนดกลยุทธ์และนโยบายสำหรับการลงทุนที่เหมาะสมกับตนเอง

2. ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในอนาคต

2.1 ในการศึกษาครั้งนี้ ได้ศึกษาอิทธิพลของกระแสเงินสดอิสระและประสิทธิภาพการดำเนินงานต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO และอัตราการจ่ายเงินปันผลแรกของหลักทรัพย์ IPO โดยใช้กลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งหากนำบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นมาใช้ศึกษา อาจทำให้ได้ผลการศึกษาที่แตกต่างกัน ซึ่งอาจก่อให้เกิดประโยชน์และข้อสังเกตใหม่ที่น่าสนใจมากยิ่งขึ้น

2.2 สามารถนำผลการศึกษานี้ใช้เป็นฐานข้อมูลในการศึกษารั้งถัดไป เพื่อใช้เป็นแนวทางในการวิเคราะห์ และเป็นกรณีศึกษาเพื่อการพัฒนาการเรียนการสอน โดยศึกษาตัวแปรเพิ่มเติม เช่น สัดส่วนของคณะกรรมการบริษัทที่เป็นนักการเมือง สัดส่วนการถือหุ้นแบบครอบครัว ความสามารถในการชำระดอกเบี้ย และนอกจากปัจจัยภายในของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO แล้วอาจศึกษาปัจจัยภายนอกเพิ่มเติม เช่น สถานการณ์ทางด้านการเมือง กฎหมาย ที่อาจมีอิทธิพลต่อการเกิดปรากฏการณ์ IPO underpricing ซึ่งอาจทำให้มีผลการศึกษาที่แตกต่างกันและมีประโยชน์ต่อผู้มีผู้มีส่วนได้เสียต่อไป

เอกสารอ้างอิง

- [1] พิพัฒน์ สร้อยทอง. ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระและอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจและอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. [วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต]. กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยศรีปทุม; 2562.
- [2] Ritter. The long-run performance of initial public offerings. The journal of finance 1991; 46(1):3-27.
- [3] Finn and Hgham. The performance of unseasoned new equity issues-cum-stock exchange listings in Australia. Journal of Banking & Finance 1988; 12:333-351.
- [4] Mok and Hui. Underpricing and aftermarket performance of IPOs in Shanghai, China. Pacific-Basin Finance Journal 1998; 6:453-474.
- [5] สันตพงษ์ ค่องวีระชัย. การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ในหมวดธุรกิจหลักของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. [วิทยานิพนธ์ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต]. กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยกรุงเทพ; 2557.

- [6] พิมพ์า พรหมมา. ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI ของประเทศไทย. [คู่มือวิทยานิพนธ์ปริญญาปรัชญาดุษฎีบัณฑิต]. กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต; 2561.
- [7] Zhang et al. Audit quality, auditor compensation and IPO underpricing. *Accounting & Finance Journal* 2007; 48(3): 337-518.
- [8] ภาวดี รัชมี. Underpricing and firm quality : evidence from Thai IPO firms. [วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชัชมหาบัณฑิต]. กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์; 2554.
- [9] Hasan et al. Value relevance of accounting information and IPO performance in Indonesia. *Accounting and Finance Research* 2013; 2(1): 90-96.
- [10] ชวิชัย วรสุนทร. ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100. [วิทยานิพนธ์ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต]. นครราชสีมา: มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน; 2558.
- [11] อภิเดช แวสุวรรณ. ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. [วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชัชมหาบัณฑิต]. กรุงเทพมหานคร: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย; 2550.
- [12] รุธิษฐ์ สวโรจน์กิจเดโช. ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาบริษัทใน SET high dividend ของประเทศไทย. [วิทยานิพนธ์ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต]. กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยกรุงเทพ; 2558.