

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Factors Influencing on Return on Initial Public Offerings of Stock Exchange
of Thailand



ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Factors Influencing on Return on Initial Public Offerings of Stock Exchange of Thailand



การค้นคว้าอิสระเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน
มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
ปีการศึกษา 2559



© 2559

สายรุ่ง แก้วสิงห์

สงวนลิขสิทธิ์

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
อนุมัติให้การค้นคว้าอิสระเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน

เรื่อง ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกใน
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผู้วิจัย สายรุ่ง แก้วสิงห์

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

อาจารย์ที่ปรึกษา

(ดร.กาญจนา ส่งวัฒนา)

ผู้เชี่ยวชาญ

(ดร.คันสนีย์ เทพปัญญา)

(ดร.คันสนีย์ เทพปัญญา)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

25 พฤศจิกายน 2559

สายรุ้ง แก้วสังข์. ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน, พฤศจิกายน 2559,
บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (48 หน้า)

อาจารย์ที่ปรึกษา: ดร.กาญจนา ส่งวัฒนา

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลในการศึกษาระหว่างปี 2009 ถึง 2016 โดยตัวแปรที่ทำการศึกษาประกอบด้วย ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก มูลค่าทั้งหมดของหลักทรัพย์ ที่เสนอขาย อายุบริษัท ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันแรกวันแรก ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันที่หกสิบ อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล ดัชนีการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ดัชนีการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ข้อมูลดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม โดยใช้สมการถดถอยในการวิเคราะห์ข้อมูล (OLS Regression)

ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในวันแรกของการซื้อขายประกอบด้วย ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขาย มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ ที่เสนอขาย อายุบริษัท ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ซื้อขายวันแรก ส่วนปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ณ วันที่ทำการซื้อขายวันที่หกสิบประกอบด้วย มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันที่หกสิบ และดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม

คำสำคัญ: *หลักทรัพย์ IPO, ผลตอบแทนของการลงทุน , ปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค*

Keawsang, S. M.S. (Finance), November 2016, Graduate School, Bangkok University.

Factors Influencing on Return on Initial Public Offerings of Stock Exchange of Thailand (48 pp.)

Advisor: Karnjana Songwathana, Ph.D.

ABSTRACT

This research aims to study factors that influence the return of Initial Public Offering (IPO) of Stock Exchange of Thailand (SET). The study uses data in the period of 2009 to 2016. The variables are consisted of IPO price, offer size, SET Index of Day 1, SET Index of Day 60, interest rates on government bonds, the value of Foreign Direct Investment, Manufacturing Production Index. The Ordinary Least Square regression is applied in this study.

The results showed that the factors that influence the first day return of IPO of SET are consisted of SET Index of Day 1 and offer size. The factors that influence the 60th day return of IPO of SET are consisted of SET Index of Day 60, offer size and the change of manufacturing production index.

Keywords: Initial Public Offering, Short-Return, Macroeconomic Factors

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาครั้งนี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดีทั้งนี้ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณท่าน อาจารย์ ดร.กาญจนา ส่งวัฒนา อาจารย์ที่ปรึกษาในการศึกษาระดับนี้ ในการให้คำแนะนำและปรึกษา ไม่ว่าจะเป็นด้านวิชาการรวมถึงในการปฏิบัติ ตลอดจนติดตามผลการดำเนินงาน จนทำให้ การศึกษาครั้งนี้สำเร็จได้อย่างสมบูรณ์

ขอขอบพระคุณคณาจารย์ที่หลักสูตร MS Finance ที่ได้ถ่ายทอดความรู้จนสามารถนำมา ประยุกต์ใช้ได้กับการค้นคว้าอิสระในครั้งนี้ รวมถึง เพื่อนและพี่ที่ศึกษาหลักสูตรเดียวกัน ที่คอยให้ การช่วยเหลือมาโดยตลอด

สุดท้ายนี้ขอกราบขอบพระคุณครอบครัว และผู้ที่เกี่ยวข้องที่คอยให้การสนับสนุนจนทำให้ การค้นคว้าอิสระในครั้งนี้สำเร็จลุล่วงมาได้เป็นอย่างดี ข้าพเจ้าหวังเป็นอย่างยิ่งว่าการค้นคว้าอิสระเล่ม นี้จะเป็นประโยชน์ให้แก่ผู้อ่านทุกท่าน หากการศึกษานี้มีข้อผิดพลาดประการใด ข้าพเจ้าต้องกราบขอ อภัยมาล่วงหน้าใน ณ ที่นี้ด้วย

สายรุ้ง แก้วสังข์

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	จ
กิตติกรรมประกาศ	ฉ
สารบัญตาราง	ณ
สารบัญภาพ	ญ
บทที่ 1 บทนำ	
1.1 ความสำคัญและที่มาของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา	3
1.3 กรอบการศึกษา	4
1.4 ขอบเขตงานวิจัย	5
1.5 สมมติฐานของการศึกษา	5
1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	5
1.7 คำนิยามคำศัพท์เฉพาะ	6
บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	
2.1 ศึกษาแนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	8
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	14
บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย	
3.1 ขอบเขตการศึกษา	18
3.2 วิธีการคำนวณผลตอบแทน IPO และการเปลี่ยนแปลง	25
3.3 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย	26
3.4 วิธีการดำเนินการวิจัย	27
บทที่ 4 การวิเคราะห์ข้อมูล	
4.1 ผลการศึกษา	28
4.1.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	
4.1.2 การทดสอบสภาวะร่วม	
4.1.3 ค่าสถิติผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เสนอขายในวันแรก (ReturnP1) และ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เสนอขายในวันที่หกสิบ (ReturnP60)	

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 5 สรุปและอภิปรายผล	
5.1 สรุปผลการศึกษา	41
5.2 การอภิปรายผลการศึกษา	42
5.3 ข้อเสนอแนะ	44
บรรณานุกรม	45
ประวัติผู้เขียน	48
เอกสารข้อตกลงว่าด้วยการขออนุญาตให้ใช้สิทธิ์ในรายงานการค้นคว้าอิสระ	



สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 2.1: งานศึกษาวิจัยข้อมูลหลักทรัพย์ IPO ที่ผ่านมาในอดีต	14
ตารางที่ 3.1: หลักทรัพย์ในปี 2009 ที่นำมาศึกษา	18
ตารางที่ 3.2: หลักทรัพย์ในปี 2010 ที่นำมาศึกษา	19
ตารางที่ 3.3: หลักทรัพย์ในปี 2011 ที่นำมาศึกษา	19
ตารางที่ 3.4: หลักทรัพย์ในปี 2012 ที่นำมาศึกษา	19
ตารางที่ 3.5: หลักทรัพย์ในปี 2013 ที่นำมาศึกษา	20
ตารางที่ 3.6: หลักทรัพย์ในปี 2014 ที่นำมาศึกษา	21
ตารางที่ 3.7: หลักทรัพย์ในปี 2015 ที่นำมาศึกษา	22
ตารางที่ 3.8: หลักทรัพย์ในปี 2016 ที่นำมาศึกษา	23
ตารางที่ 3.9: ตัวแปรและคำอธิบายสมมุติฐาน	24
ตารางที่ 4.1: ค่าสถิติของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	28
ตารางที่ 4.2: ค่าสถิติทดสอบ Correlation	31
ตารางที่ 4.3: ค่าสถิติ Variance Inflation Factor (VIF) ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก (ReturnP1)	32
ตารางที่ 4.4: ค่าสถิติ Variance Inflation Factor (VIF) ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายวันแรกในวันที่หกสิบ (ReturnP60)	32
ตารางที่ 4.5: ค่าสถิติจากการคำนวณสมการถดถอย ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก (ReturnP1)	34
ตารางที่ 4.6: ค่าสถิติทดสอบ ความไม่คงที่ในความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน (Heteroskedasticity)	35
ตารางที่ 4.7: ค่าสถิติจากการคำนวณ สมการถดถอยของผลตอบแทน ของหลักทรัพย์ IPO วันแรก (ReturnP1) หลังจากทำการถ่วงน้ำหนัก (WeighSetP1)	36
ตารางที่ 4.8: ความแปรปรวนของตัวแปรตามที่คงที่ (Heteroscedasticity) โดยการถ่วงน้ำหนัก (Weight ReturnP1)	37
ตารางที่ 4.9: ค่าสถิติจากการคำนวณ สมการถดถอยของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบ (ReturnP60)	38
ตารางที่ 4.10: ค่าสถิติทดสอบความแปรปรวนของตัวแปรตามที่คงที่ (Heteroscedasticity) ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบ (ReturnP60)	40

สารบัญภาพ

	หน้า
ภาพที่ 1.1: จำนวน IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอัตรา ภาษีนิติบุคคลระหว่างปี 2007-2016	1
ภาพที่ 1.2: มูลค่า IPO ระหว่างปี 2007-2016 (หน่วย: ล้านบาท)	2
ภาพที่ 1.3: กรอบแนวความคิด	4



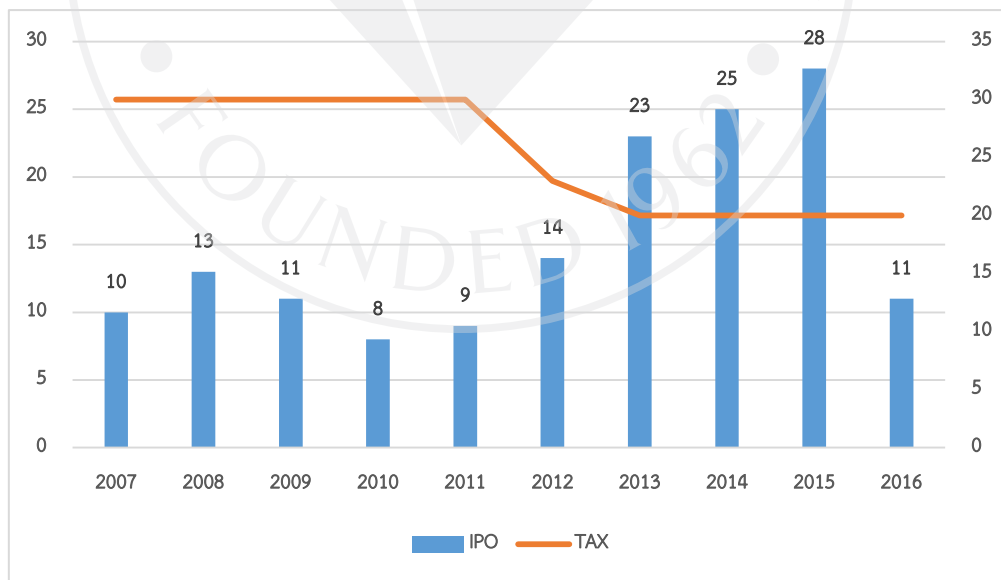
บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความสำคัญและที่มาของปัญหา

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) เริ่มมีการซื้อขายครั้งแรกในปี 1975 โดย SET มีหน้าที่ในการอำนวยความสะดวกในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ขึ้นทะเบียนไว้ และเป็นศูนย์กลางในการระดมทุนของบริษัทที่ต้องการเงินทุน กิจกรรมที่เกิดขึ้นการระดมเงินออมจากประชาชนให้มาลงทุนในหลักทรัพย์ (Securities) อันจะก่อให้เกิดการขยายตัวของธุรกิจและกิจกรรมทางเศรษฐกิจอื่นๆ ในอนาคต (วิไลพร วิเศษสมภาศย์, 2009) ซึ่งนับตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบันมีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกว่า 700 บริษัท โดยบริษัทที่ต้องการมองหาแหล่งเงินทุน (ที่นอกเหนือจากเงินกู้) เพื่อขยายกิจการสามารถเสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไป หรือ IPO (Initial Public Offering)

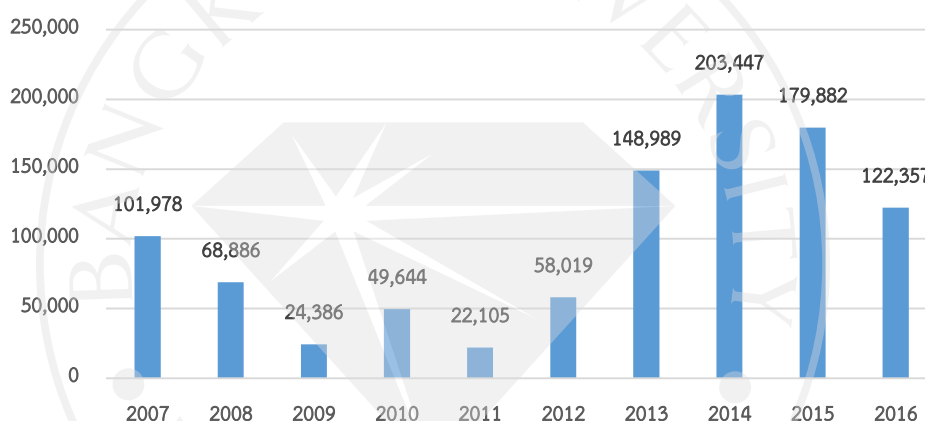
ภาพที่ 1.1: จำนวน IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอัตราภาษีนิติบุคคลระหว่างปี 2007-2016



ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2559). ข้อมูล วันที่จดทะเบียน อายุบริษัท ราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรก มูลค่าหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขาย ราคาหลักทรัพย์ IPO ที่ซื้อขายวันแรก และวันที่ทกลบ. สืบค้นจาก http://www.settrade.com/C13_Stockipo.jsp.

จากภาพที่ 1.1 เห็นได้ชัดว่าใน 10 ปีที่ผ่านมาได้มีการเพิ่มขึ้นของจำนวน IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะเห็นได้ชัดในปี 2012-2015 โดยในปี 2014 มูลค่าสูงสุดในรอบ 10 ปี และในช่วงเวลาดังกล่าวนั้นรัฐบาลได้มีนโยบายในการการลดภาษีเงินได้นิติบุคคลจาก 30% เป็น 23% และ 20% ในปีต่อมาจนถึงปัจจุบัน แสดงให้เห็นว่าบริษัทเล็งเห็นโอกาสในการระดมทุน โอกาสในการเติบโต จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งนักลงทุนทั้งใน และต่างประเทศนั้นมีโอกาส และทางเลือกในการลงทุนจากหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่เพิ่มมากขึ้นนั่นเอง

ภาพที่ 1.2: มูลค่า IPO ระหว่างปี 2007-2016 (หน่วย: ล้านบาท)



ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2559). ข้อมูล วันที่จดทะเบียน อายุบริษัท ราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรก มูลค่าหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขาย ราคาหลักทรัพย์ IPO ที่ซื้อขายวันแรก และวันที่ทกลบ. สืบค้นจาก http://www.settrade.com/C13_StockIpo.jsp.

จากภาพที่ 1.2 แสดงถึงมูลค่ารวม IPO ที่เสนอขายโดยมีมูลค่าเพิ่มสูงขึ้นอย่างเห็นได้ชัดตั้งแต่ปี 2012 โดยมูลค่า IPO ในปี 2014 มีมูลค่าสูงขึ้น 203,447 ล้านบาท ซึ่งสูงขึ้นจากปี 2012 ซึ่งมีมูลค่าที่ 22,105 ล้านบาทถึง 820%

ทั้งนี้การลงทุนใน IPO ได้รับความสนใจจากนักลงทุนเป็นจำนวนมาก เนื่องจากโดยมากแล้วนักลงทุนเชื่อว่า IPO มีราคาต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษาในอดีตที่พบว่าผลตอบแทนของ IPO วันแรกมีมูลค่าสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ (Ritter, 1991; Finn & Higham, 1988 และ Boudriga, Slama & Boulila, 2009) ซึ่งสอดคล้องกับงานของ (Güntürkün, Gürarda & Erdoğan, 2012) ที่พบว่าผลตอบแทน IPO ในวันแรกเฉลี่ยของประเทศตุรกีสูงถึง 7.7% (Bakara &

Uzak, 2013) ที่ศึกษาหลักทรัพย์ จำนวน 420 หลักทรัพย์ ในประเทศมาเลเซียพบว่าผลตอบแทนเฉลี่ย เท่ากับ 28.82% และ Bakara & Uzak (อ้างอิงใน Jelic, 2001) พบว่าผลตอบแทน IPO ในวันแรกเฉลี่ยของประเทศมาเลเซีย ระหว่างปี 1980-1995 เท่ากับ 99% ซึ่งงานศึกษาดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า IPO มีลักษณะการ Underpricing

สำหรับงานศึกษาในอดีตเกี่ยวข้องกับ IPO ในประเทศไทยนั้นยังมีจำกัด มีแต่เพียงงานศึกษาของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ (สวิมล ชูติจิรนาท, 2540 และชัยวัตร วรกวินไวยวงศ์, 2542) งานวิจัยต่างประเทศ Mohan (2007) ได้ทำการศึกษาการลงทุนจากต่างประเทศ (FDI) พบว่ามีนัยสำคัญต่อ GDP ซึ่งการไหลเข้าของเงินทุน ทำให้ประเทศเกิดรายได้ เกิดการจ้างงาน การบริโภค และกิจกรรมทางเศรษฐกิจทำให้บริษัทในประเทศมีผลประกอบการที่ดีมีความต้องการต้องการเงินทุนในการเติบโต จากความสำคัญของ IPO และลักษณะ Underpricing ของ IPO เป็นที่มาของการศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพล ต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.2 วัตถุประสงค์การศึกษา

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์ ดังนี้

- 1.2.1 เพื่อศึกษาปัจจัยภายนอกบริษัทที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของ IPO
- 1.2.2 เพื่อศึกษาปัจจัยภายในบริษัทที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของ IPO

1.3 กรอบการศึกษา

ภาพที่ 1.3: กรอบแนวความคิด

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

- ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก (Initial Price)
- มูลค่าหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขาย (Offer Size)
- อายุบริษัท (Age Years)
- ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันแรก (SetP1)
- ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันที่หกสิบ (SetP60)
- การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (DBond)
- การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (DMPI)
- การเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (DFDI)

ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

ผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO
วันแรก (ReturnP1)

ผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO
วันที่หกสิบ (ReturnP60)



1.4 ขอบเขตงานวิจัย

1.4.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้ สืบค้นข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET เท่านั้น โดยใช้ข้อมูลหลักทรัพย์ IPO จำนวน 102 หลักทรัพย์ โดยระยะเวลาในการเก็บข้อมูลระหว่างปี 2009-2016

1.4.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก (Initial Price) มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขาย (Offer Size) อายุบริษัท (Age Years) ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันแรก (SetP1) ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันที่หกสิบ (SetP60) อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (DBond) ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (DMPI) การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (DFDI)

1.5 สมมติฐานของการศึกษา

1.5.1 ปัจจัยเศรษฐกิจเชิงมหภาคที่ส่งผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO ได้แก่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันแรก (SetP1) ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันที่หกสิบ (SetP60) อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (DBond) ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (DMPI) และการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDIP)

1.5.2 ปัจจัยภายในของบริษัทที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO ได้แก่ ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก (Initial Price) มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขาย (Offer Size) และอายุบริษัท (Age Years)

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการศึกษาดังนี้

1.6.1 ทำให้นักลงทุนทราบว่าปัจจัยทางเศรษฐกิจและปัจจัยภายในบริษัทปัจจัยใดบ้างที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของ IPO เพื่อเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุน

1.6.2 เพื่อเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนประกอบการตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์ และกำหนดกลยุทธ์และนโยบายสำหรับการลงทุนที่เหมาะสมกับตนเอง

1.7 นิยามคำศัพท์เฉพาะ

1.7.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET หรือ The Stock Exchange of Thailand หมายถึง ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 1974 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปิดการซื้อขายหลักทรัพย์เมื่อวันที่ 30 เมษายน 1974 โดยทำหน้าที่เป็นแหล่งระดมทุนที่มีประสิทธิภาพเพื่อ การพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ และเป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์และ ให้บริการต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง ตลอดจนควบคุมดูแลให้การซื้อขายหลักทรัพย์เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพเป็นระเบียบ คล่องตัวและยุติธรรม

1.7.2 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET INDEX) เป็นดัชนีเปรียบเทียบมูลค่าตลาดรวม ในวันปัจจุบันของหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญทั้งหมดที่เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน และหลักทรัพย์รับอนุญาตในตลาดหลักทรัพย์กับมูลค่าตลาดโดยการคำนวณ SET Index คำนวณโดยใช้วิธีถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization Weighted) ด้วยการเปรียบเทียบมูลค่าตลาดในวันปัจจุบันของหลักทรัพย์ (Current Market Value: CMV) กับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ในวันฐานของหลักทรัพย์ (Base Market Value: BMV) วันที่ 30 เมษายน 2009 ซึ่งค่าดัชนีเริ่มต้นที่ 100 จุด สูตรการคำนวณดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) ดังนี้

$$\text{SET INDEX} = \frac{\text{มูลค่าตลาดรวมวันปัจจุบัน (Current Market Value)} \times 100}{\text{มูลค่าตลาดรวมวันฐาน (Base Market Value)}}$$

1.7.3 ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Manufacturing Index) หมายถึง ดัชนีรายเดือนครอบคลุม 45 ประเภทผลิตภัณฑ์อุตสาหกรรมโดยคิดเป็น 62.39% ของมูลค่าเพิ่ม ภาคอุตสาหกรรมโดยจำแนกออกเป็น 11 กลุ่มอุตสาหกรรม ตามการจัดหมวดหมู่ มาตรฐานอุตสาหกรรมของไทย (Thailand Standard Industry Classification : TSIC) โดยจำนวนผู้ประกอบการที่คัดเลือกนำมาใช้ในการคำนวณดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมมีจำนวนทั้งสิ้น 255 ราย โดยมีปี 1995 เป็นปีฐาน และระยะเวลาการเริ่มต้นของดัชนีคือ มกราคม 1987 ซึ่งดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมของ ธนาคารแห่งประเทศไทย ได้มีการปรับฤดูกาลแล้ว

1.7.4 อัตราดอกเบี้ยตั๋วเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปี (Bond) หมายถึง อัตราผลตอบแทน ของพันธบัตรรัฐบาล เมื่อถือครองครบระยะเวลา คิดเป็นอัตราดอกเบี้ยรายเดือน

1.7.5 ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก (Initial Price) หมายถึง ราคาหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.7.6 มูลค่ารวมหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขาย (Offer Size) หมายถึง มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก โดยคิดจาก (จำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขายทั้งหมด * ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขาย)

1.7.7 ดัชนีการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศวันแรก (FDI) การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ คือ การที่บริษัทที่ตั้งอยู่ในต่างประเทศหรือประเทศที่ มาลงทุน (Source Countries) ต้องการ มาลงทุนทำธุรกิจในประเทศไทยหรือ ประเทศที่รับการลงทุน (Host Countries) เพื่อสร้าง ผลกำไรส่งกลับไปยังบริษัทในประเทศของตน การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศนั้น สามารถ แบ่งตามผลกระทบต่อการค้าระหว่างประเทศได้เป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ ได้แก่

- การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในแนวนอน (Horizontal FDI) การลงทุนประเภทนี้ผู้ลงทุนจากต่างประเทศจะมาลงทุนในประเทศไทยเพื่อขายสินค้าของตนให้แก่ คนไทย
- การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในแนวตั้ง (Vertical FDI) การลงทุนประเภทนี้ผู้ลงทุนจากต่างประเทศจะมาลงทุนในประเทศไทยเพื่อใช้เป็นฐานการผลิต เพื่อส่งออกกลับไปยังประเทศของผู้ลงทุนเองหรือไปยังประเทศอื่นๆ (Davis, 2010)

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาในครั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวบรวมแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เพื่อนำมาศึกษา ดังต่อไปนี้

2.1 แนวคิด ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมาการศึกษาเป็นจำนวนมาก ผู้ศึกษาได้ทำการรวบรวมหลักการแนวคิดที่เกี่ยวข้อง ดังต่อไปนี้

2.1.1 ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด (“ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด”, 2551)

ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis: EMH) เป็นตลาดแข่งขันสมบูรณ์ ซึ่งเชื่อว่ามูลค่าที่ควรเป็นของหุ้นเท่ากับราคาตลาดเสมอ แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ณ เวลาใดเวลาหนึ่งจะเป็นข้อมูลสะท้อนข่าวสารอย่างสมบูรณ์ หากการตัดสินใจซื้อขายหุ้นของนักลงทุนในตลาดตั้งอยู่บนพื้นฐานของการคาดคะเน ด้วยเหตุผล (Rational Expectations) ราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้นหรือลดลงอย่างรวดเร็วเมื่อมีข้อมูลข่าวสารใหม่ๆเข้ามา ดังนั้นจึงไม่มีใครสามารถทำกำไรเกินปกติได้ ผลกำไรที่นักลงทุนได้รับจะเป็นกำไรในระดับปกติ (Normal Profit) สามารถกล่าวอีกอย่างหนึ่งว่าการเปลี่ยนแปลง ในราคาหุ้นจะสอดคล้องกับข่าวสารข้อมูลการเปลี่ยนแปลงในปัจจัยพื้นฐานของบริษัท เรียกตลาดหุ้นลักษณะนี้ว่า ตลาดที่มีประสิทธิภาพในการถ่ายทอดข้อมูลข่าวสาร หรือ ตลาดที่นักลงทุนใช้คาดการณ์ในตัวแปรที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นแบบคาดคะเน

ในระบบการแข่งขันเสรีราคาจะเป็นตัวผลักดันให้จัดสรรทรัพยากรไปยังส่วนต่างๆของระบบเศรษฐกิจได้อย่างถูกต้อง ถ้าตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่ในการจัดสรรเงินลงทุนได้อย่างเหมาะสม ราคาหุ้นจะสะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงตามปัจจัยพื้นฐาน (Intrinsic Value) ของแต่ละบริษัทซึ่งในโลกของความเป็นจริงแล้วตลาดประเภทนี้มีน้อยมากดังนั้น ทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพจึงตั้งบนสมมุติฐานดังนี้

1. จำนวนผู้ซื้อและผู้ขายมีมาก จนกระทั่งไม่มีบุคคลใดมีอำนาจในการกำหนดราคาหุ้นได้และราคาที่เกิดขึ้นจะเป็นราคาที่มีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพ

2. ผู้ลงทุนแต่ละคนมีพื้นฐานในการประเมินมูลค่าหุ้นเหมือนกัน (Homogeneous Expectation) ซึ่งกำหนดขึ้นจากความน่าจะเป็น (Probability Distribution) ของอัตราผลตอบแทน

3. ผู้ซื้อและผู้ขายในตลาดหลักทรัพย์มีความเกี่ยวข้องกับราคาและข่าวสารต่างๆของหุ้นอย่างสมบูรณ์ (Perfect Knowledge)

4. ผู้ลงทุนทุกคนเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ก่อให้เกิดอรรถประโยชน์สูงสุด ณ ระดับราคา ความเสี่ยงหนึ่งที่ทำให้ผลตอบแทนสูงสุด

ตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นถือว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาจะเป็นอิสระต่อกันไม่มีความสัมพันธ์กันและเชื่อว่า ราคา การค้นคว้า และการวิเคราะห์ข่าวสารที่เปิดเผยต่อสาธารณชน แม้กระทั่งข้อมูลที่เป็นความลับหรือรู้กันเพียงคนในวงจำกัด ราคาที่เกิดขึ้นจึงเป็นราคาที่มีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพ (Equilibrium Price) ซึ่งในตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นราคาดุลยภาพคือมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value)

เมื่อตลาดที่มีประสิทธิภาพตามสมมุติฐานที่กล่าวก็ตาม แต่ในทางปฏิบัติตลาดเหล่านั้นก็ไม่ได้มีประสิทธิภาพเท่าเทียมกันในทุกตลาด ซึ่งสามารถจำแนกความมีประสิทธิภาพของตลาด จากพฤติกรรมข่าวสารข้อมูลได้เป็น 3 ระดับดังนี้

1. ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพต่ำ (Weak Efficient Market) เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ราคามีการเคลื่อนไหวอย่างสุ่มและมีความยืดหยุ่นต่ำ เนื่องจากนักลงทุนสามารถศึกษาข้อมูลด้านราคาได้อย่างเท่าเทียมกันและข้อมูลด้านราคามีน้อยจึงไม่มีใครได้เปรียบจากข้อมูลด้านราคา ทำให้การเปลี่ยนแปลงของราคาในอดีตเป็นไปโดยไม่อาจคาดคะเนได้ ราคาหุ้นในปัจจุบันจึงมีการเคลื่อนไหวแบบเชิงสุ่ม คือ ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำนี้ ถือว่าข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายหุ้นในอดีตไม่สามารถนำมาใช้เป็นแนวทางในการคาดคะเนแนวโน้มราคาหุ้นในอนาคตได้ ซึ่งตลาด ประเภทนี้เน้นให้นักลงทุนซื้อขายหุ้นโดยวิธีที่เรียกว่า “Buy and Hold Investment” หมายถึงการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีราคาเท่าหรือต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของตลาดที่มีการคาดคะเนไว้ และถือหุ้นนั้นไว้รอให้ราคาสูงขึ้น ถือเป็นการลงทุนระยะยาว ซึ่งนอกจากจะได้กำไรที่เรียกว่า กำไรจากการขายแล้วยังได้เงินปันผลอีกด้วย การทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับนี้จึงเป็นการทดสอบว่าข้อมูลข่าวสารด้านราคาในอดีตสามารถใช้คาดคะเนราคาหุ้นในอนาคตได้หรือไม่ โดยพิจารณาจากความคลาดเคลื่อนที่มีความสัมพันธ์กัน (Serial Correlation) หรือวิธีการเปลี่ยนแปลงของราคาในลักษณะของช่วงวิ่ง (Run Test)

2. ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง (Semi-Strong Efficient Market) เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ราคาเป็นตัวแทนข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่ต่อ สาธารณชนทั่วไป ราคาดุลยภาพเปลี่ยนแปลงไป เมื่ออุปสงค์และอุปทานของหุ้นเปลี่ยนแปลงไป เมื่อได้รับข้อมูลข่าวสารใหม่ๆ จนกระทั่งเกิดดุลยภาพใหม่ เช่น ถ้าบริษัทใดประกาศแตกหุ้น (Split Par) ข่าวสารเหล่านี้จะมีการเผยแพร่ต่อสาธารณชนทั่วไปอย่างรวดเร็วโดยนักลงทุนจะประเมินมูลค่าของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง และราคาหุ้นก็จะปรับตัวทันทีในระหว่างที่มีข้อมูลข่าวสารใหม่นั้นนักวิเคราะห์การลงทุนจะมี

การประเมินมูลค่าหุ้นใหม่อยู่ตลอดเวลา ซึ่งการประเมินนี้ถือว่าเป็นการประเมินมูลค่าขั้นพื้นฐาน ตลาดหลักทรัพย์ที่มีความยืดหยุ่นปานกลางนี้จะมีการนำข้อมูลที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นมาคำนวณราคาพื้นฐานของหลักทรัพย์แต่ละตัวอย่างรวดเร็ว ดังนั้นการทดสอบความมีประสิทธิภาพในระดับนี้เป็นการทดสอบเกี่ยวกับข้อมูลข่าวสารที่เปิดเผยต่อสาธารณชนที่ออกมาใหม่ทำให้ราคาหุ้นปรับตัวตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารที่เข้ามา

3. ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพสูง (Strong Efficient Market) จะมีความยืดหยุ่นมากซึ่งตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพในระดับนี้ ราคาเป็นตัวสะท้อนข้อมูลข่าวสารใหม่ทุกชนิด ไม่เพียงแต่เป็นข้อมูลที่เผยแพร่ต่อสาธารณชนเท่านั้น แต่ยังรวมถึงข้อมูลภายใน (Inside Information) อีกด้วย หมายความว่า ไม่มีใครมีอำนาจผูกขาดในการใช้ข้อมูลภายใน (Inside) เพื่อสร้างกำไรที่ผิดปกติได้ ถึงแม้ว่าจะมีข้อมูลภายในก็ไม่สามารถนำมาใช้สร้างราคาได้ เพราะทุกคนรู้ข้อมูลภายในอย่างรวดเร็วเหมือนกัน

2.1.2 Signaling Theory (วิศิษฐ์ องค์กรพิพัฒน์กุล, 2549)

Signaling Theory หรือ ทฤษฎีการส่งสัญญาณ เป็นทฤษฎีที่ศึกษาถึงพฤติกรรมที่บริษัทหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่งสัญญาณให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อย อาจจะไปสู่การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นได้ พฤติกรรมที่เกิดกับ Signaling Theory ที่ควรศึกษามีดังนี้

กรณีที่หนึ่ง การที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ซื้อหุ้นเพิ่มทุนของบริษัท ถึงแม้ว่าราคาหุ้นเพิ่มทุนจะมีมูลค่าใกล้เคียง หรือสูงกว่าราคาของหุ้นที่ซื้อขายในตอนนั้น ซึ่งหมายถึง ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ยังคงมีความผูกพันกับบริษัท และจะยังคงไม่ละทิ้งบริษัทไป ภายหลังจากการเพิ่มทุนสำเร็จแล้ว ราคาหุ้นมักจะปรับตัวสูงขึ้น เนื่องจากความเสี่ยงในการล้มละลายลดลง

กรณีที่สอง การซื้อหุ้นคืนจากตลาดหลักทรัพย์ (Shares Repurchased) เรียกอีกอย่างว่า การทำ Treasury Stocks โดยที่ผู้บริหารอาจมองว่า ราคาหุ้นของบริษัทตนเองมีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น จึงซื้อหุ้นคืน โดยทำการซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นรายย่อยทั่วไป จะทำให้จำนวนหุ้นลดลงเท่ากับจำนวนที่ซื้อคืน และทำให้กำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้น ถ้าหุ้นที่ทำ Treasury Stocks ไม่สามารถขายคืนให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อยได้ และบริษัทถึงจะทำการลดทุนจดทะเบียน ถึงแม้ว่าการซื้อหุ้นคืน อาจเป็นการคาดการณ์โดยผู้บริหารส่งหุ้นที่มีราคาถูก แต่อีกนัยหนึ่งคือ บริษัทไม่สามารถทำการเติบโตโดยวิธีอื่นได้อีก คือ ไม่สามารถหาโครงการใหม่ๆ ที่ทำกำไรให้บริษัทได้ บ่งบอกถึงวิสัยทัศน์ของผู้บริหารฉะนั้น บริษัทที่มี Shares Repurchased นั้น ราคาหุ้นอาจจะปรับตัวขึ้นไม่มาก เท่ากับ P/E ที่ลดลงนั่นเอง

กรณีที่สาม Signaling ที่การส่งสัญญาณที่ดีที่สุดของราคาหุ้น คือ การที่บริษัทมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Cashflow From Operations) หลังหักด้วยกระแสเงินสดจากการลงทุน (Cashflow From Investment) หรือเราเรียกในภาษานักการเงินว่า "Free Cash Flow" เป็นบวก และถ้าเป็นบวกเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้นเช่นกัน เนื่องจากว่ากระแสเงินสดส่วนที่

เกิดจากเงินลงทุนบริษัทนำไปคืนเงินกู้หรือจ่ายเป็นเงินปันผล ซึ่งจะนำไปสู่การเพิ่มความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นนั่นเอง หรือ Signaling ที่มีผลต่อราคาหุ้นอีกอย่างหนึ่ง คือ การเริ่มจ่ายเงินปันผลของบริษัท หลังจากไม่ได้จ่ายเป็นเวลานาน การเริ่มจ่ายเงินปันผลนี้เองเราเรียกว่า "Dividend Signaling"

กรณีที่ดี มีการศึกษาถึงความสัมพันธ์ที่เป็นบวก (Positive) ระหว่างบริษัทที่กำลังเข้ากลุ่มฟื้นฟูกิจการกับบริษัทที่มีบริษัทร่วม (Associated Company) มากๆ (บริษัทร่วม หมายถึง การที่บริษัทแม่ถือหุ้นในระดับ 20-50%) เพราะฉะนั้น นักลงทุนควรจะใช้ความระมัดระวังเป็นพิเศษสำหรับบริษัทที่มีบริษัทร่วมจำนวนมาก เนื่องจากบริษัทแม่สามารถที่จะเฉลี่ยและโยกย้ายรายได้ ค่าใช้จ่าย หรือสินทรัพย์ระหว่างบริษัทร่วมต่างๆ เหล่านี้ได้ สิ่งที่น่าสนใจจากการศึกษา คือ สัดส่วนของนักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อย กลับไม่สามารถชี้ขาดได้เลยว่า บริษัทกำลังเข้าแผนฟื้นฟู แสดงว่าบริษัทที่กำลังเข้าแผนฟื้นฟู อาจมีการเฉลี่ยและโยกย้ายรายได้ ใช้จ่าย หรือสินทรัพย์ได้อย่างแนบเนียน จนกระทั่งหลอกนักลงทุนสถาบันได้

กรณีที่ทำ การที่บริษัทจ่าย Stock Dividends หรือหุ้นปันผล แทนที่จะจ่ายเป็นเงินสดปันผล (Cash Dividends) ซึ่งในทางการเงินถือว่า การจ่ายหุ้นปันผล จะก่อให้เกิดการเพิ่มขึ้นของจำนวนหุ้น (Share Outstanding) ซึ่งอาจเกิดการลดลงของกำไรต่อหุ้น (Earnings Dilution) ซึ่งราคาของบริษัทที่จ่ายหุ้นปันผลอาจจะไม่ได้รับการตอบสนองที่เป็นบวกมากนัก เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเป็นเงินสด

กรณีที่ยก ราคาหุ้น มีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลง สำหรับบริษัทที่ลดการจ่ายเงินปันผล (Decreasing Dividend Payout Ratio) จากการศึกษาพบว่า ราคาหุ้นจะปรับตัวลดลงแล้ว ก่อนวันที่บริษัทจะประกาศจริง และจะปรับตัวลดลงถึงจุดต่ำสุดในวันที่ประกาศลดการจ่ายเงินปันผล จากนั้นราคาหุ้นมีแนวโน้มจะติดกลับทันที ในทางกลับกัน ราคาหุ้นมีแนวโน้มจะปรับตัวสูงขึ้นถ้าบริษัทปรับเพิ่มการจ่ายเงินปันผล (Increasing Dividend Payout Ratio) และจากการศึกษาพบว่า ราคาหุ้นจะปรับตัวเพิ่มขึ้นก่อนวันที่ประกาศจริง และจะปรับตัวเพิ่มขึ้นถึงจุดสูงสุดในวันที่ประกาศเพิ่มการจ่ายเงินปันผล หลังจากนั้นราคาจะปรับตัวลดลงทันที ซึ่งส่วนหนึ่งของปรากฏการณ์นี้สามารถอธิบายด้วยทฤษฎีทางการเงิน คือ โดยปกติ นักลงทุนสถาบันมีแนวโน้มที่จะลงทุนหุ้นปันผลอยู่แล้ว ตามหลัก Prudent Rule Man เพราะฉะนั้นนักลงทุนสถาบันจะมี Overweight Position การเพิ่มขึ้นของการจ่ายเงินปันผล กลับเป็นสิ่งกระตุ้นให้นักลงทุนสถาบันขายหุ้นออกมามากกว่าที่จะซื้อเพิ่ม เนื่องจากอาจจะมองว่าบริษัทไม่มีโครงการลงทุนเพิ่มการเติบโต (Growth) ให้กับบริษัทได้ และบริษัทเลือกที่จะจ่ายเงินปันผลแทนที่จะหาโครงการใหม่ๆ ในการลงทุน

กรณีที่เจ็ด บริษัทที่มีความเสี่ยงในการเพิ่มทุนสูง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในรูปแบบการขายหุ้นเฉพาะเจาะจง (Private Placement หรือการขายหุ้นแก่ประชาชนรอบสอง Public Offering) มักจะเป็นบริษัทที่มีอัตราส่วนของราคาหุ้นต่อราคาบัญชีต่อหุ้นสูง หรือ Price / Book Value (P/BV) สูง

นั่นเอง เนื่องจากในช่วงที่ราคา P/BV สูง เป็นช่วงที่นักลงทุนให้ Premiums แก่ผู้บริหารของบริษัทสูง เป็นกรณีพิเศษ และเพิ่มโอกาสที่บริษัทนั้นจะออกหุ้นเพิ่มทุนในราคาที่ดีอีกด้วย แต่ถ้าบริษัทมี อัตราส่วน Price Per Share ใกล้เคียงกับมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น บริษัทมีแนวโน้มที่จะเลือกการเพิ่มทุน แบบ Right Issues หรือขายหุ้นให้กับผู้ถือหุ้นเดิมมากกว่า แต่อย่างไรก็ตาม การคาดการณ์ จังหวะ และเวลาเพิ่มทุนควรพิจารณากระแสเงินสดของบริษัทอีกด้วย

กรณีที่เปิด บริษัทที่มีการแตก Par หรือ Par Split มักจะเกิดขึ้น กับบริษัทที่คิดว่าบริษัทตัวเองค่อนข้าง Under Research โดยนักวิเคราะห์ จากการศึกษาพบว่าราคาหุ้นภายหลังการทำ Stock Split มักให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าปกติประมาณ 8% ในปีแรก และประมาณ 12% ในช่วงระยะเวลา 3 ปี

กรณีที่เก่า หุ้นที่มีการซื้อหุ้นคืนโดยใช้เงินบริษัทผ่านโครงการซื้อหุ้นคืน หรือ Stock Repurchase ซึ่งการซื้อหุ้นคืนแบบนี้ ทางตลาดหลักทรัพย์จะต้องให้บริษัทขายหุ้นคืนกลับภายใน ระยะเวลาที่กำหนด ถ้าบริษัทไม่สามารถขายหุ้นคืนได้ภายในกำหนด บริษัทจะต้องลดทุนจดทะเบียน ตามจำนวนหุ้นที่บริษัทได้ทำ Stock Repurchase ถึงแม้ว่าการซื้อหุ้นคืนจะเป็นการเพิ่มกำไรต่อหุ้น (EPS หรือ Earnings Per Share) วิธีหนึ่ง เนื่องจากจำนวนหุ้นได้ลดลง แต่นักลงทุนสถาบันอาจคิดว่า บริษัทไม่สามารถทำโครงการอื่นที่เพิ่มมูลค่าผู้ถือหุ้นได้ นักลงทุนสถาบันอาจจะไม่สนใจบริษัทที่ทำ Stock Repurchase มากนัก เนื่องจากสภาพคล่องของหุ้นจะลดลง จากการศึกษาพบว่า บริษัทที่มี การทำ Stock Repurchase และมีมูลค่าราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีต่ำ (Price Per Book Value ต่ำ) ต่ำกว่า 0.7 เท่า บริษัทนั้นอาจมีแนวโน้มที่จะ Outperform ในระยะยาว เพราะฉะนั้นนักลงทุนควร จะสนใจหุ้นที่ทำการ Repurchase และมี Price / Book value ในราคาต่ำ

กรณีที่สอง บริษัทที่มีการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ประชาชนเป็นครั้งแรก หรือเราเรียกว่า Initial Public Offering (IPO) จากการศึกษาในแง่ของ Behavior Finance พบว่า IPO ที่จะมี Outperform (ให้ผลตอบแทนสูง) หรือ Underperform (ให้ผลตอบแทนต่ำ) จะขึ้นอยู่กับปัจจัย ดังต่อไปนี้ คือ

ปัจจัยที่หนึ่ง จำนวนบริษัทที่มีการทำ IPO ในช่วงนั้น ถ้ามีจำนวนบริษัทที่มีการเสนอ ขายหุ้นให้แก่ประชาชนเป็นจำนวนมากหลายบริษัท ผลตอบแทนในวันแรกของ IPO (First Day Return) มีแนวโน้มจะไม่ดี ในทางจิตวิทยาสามารถอธิบายถึงว่านักลงทุนมีการรีบขายทำกำไรในหุ้น IPO นั้น เพื่อรีบจองซื้อหุ้น IPO ใหม่ทันที จากการศึกษาก็ยังพบอีกว่าหุ้น IPO ที่ให้ผลตอบแทนสูงในวันแรกของการซื้อขาย (First Day Trading) มักจะปรากฏในช่วงที่มีหุ้น IPO เสนอขายออกมาน้อย ทำให้ไม่มีการแบ่งเม็ดเงินกันและกัน

ปัจจัยที่สอง Demand และ Supply (อุปสงค์และอุปทาน) ของหุ้น IPO นั้น จาก ทฤษฎีของ Behavior Finance พบว่าหุ้น IPO ที่เสนอขายในราคาต่ำสุดของช่วง Book Build

Range หุ้น IPO ตัวนั้นมีแนวโน้มจะ Underperform ซึ่งสามารถอธิบายในเชิงของ Low Demand หรือความต้องการต่ำ แต่ถ้าหุ้น IPO ตัวไหนถูกเสนอขายที่ราคาสูงสุดของช่วง Book Build Range หุ้น IPO นั้นมีแนวโน้มจะ Outperform (ให้ผลตอบแทนสูง)

ปัจจัยที่สาม จากการซื้อหุ้น IPO ที่ถูกเสนอขายในราคาที่เป็น Price / Book Value ใกล้เคียงกับหุ้นในกลุ่ม คือ ไม่มี Discount (ส่วนลด) ให้แก่นักลงทุน หุ้น IPO นั้นมีแนวโน้มที่จะ Underperform ในระยะยาวนั่นเอง กล่าวโดยสรุป นักลงทุนต่างเลือกหุ้น IPO ที่มี Price Per Share / Book Value Per Share ที่มีส่วนลดจากกลุ่ม จึงขอเน้นว่า Price Per Share / Book Value Per Share ไม่ใช่ Price Per Share/ Earning Per Share หรือ P/E เพราะกำไรต่อหุ้นของหุ้น IPO มักจะมีความผิดพลาดสูงในการคาดการณ์

2.1.4 ข้อมูลพื้นฐานดัชนีต่างประเทศ (“ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อหุ้น”, 2558)

ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีและราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1. ภาวะเศรษฐกิจโดยรวม การขยายตัวทางเศรษฐกิจ สภาพคล่องในระบบการเงิน อัตราเงินเฟ้อ ผลกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ยในประเทศ อัตราการว่างงาน รายได้ของคนในประเทศ

2. ปัจจัยทางการเมือง ระบอบการปกครอง เสถียรภาพของรัฐบาล ประสิทธิภาพในการบริหาร การกระจายอำนาจ ปัญหาความโปร่งใสของนักการเมือง การประชุมชุมนุมต่าง ๆ ในประเทศ

3. ปัจจัยทางด้านต่างประเทศ ปัจจัยต่างๆ ที่มีผลกระทบไม่ว่าโดยตรงหรือโดยอ้อมต่อประเทศไทย ไม่ว่าจะเป็นทางด้านเศรษฐกิจ สังคมและการเมือง และที่สำคัญคือดัชนีตลาดหุ้นต่างประเทศมีผลทางด้านจิตวิทยาต่อการลงทุนในตลาดหุ้น เนื่องจากดัชนีหุ้นต่างประเทศจะสะท้อนถึงข่าวสารต่าง ๆ อย่างรวดเร็ว เช่นการงดนำเข้าสินค้าบางประเภทจากประเทศไทย เป็นต้น สำหรับการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ ที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พอสรุปได้ดังต่อไปนี้

3.1 ดัชนีตลาดหุ้นต่างประเทศเป็นปัจจัยที่สำคัญต่อดัชนีตลาดหุ้นไทย เนื่องจากดัชนีตลาดหุ้นต่างประเทศเป็นตัวบ่งชี้ แสดงถึงความเปลี่ยนแปลงของปัจจัยต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นในต่างประเทศ สาเหตุหลักๆ ที่มีผลต่อดัชนี ตามเหตุการณ์ที่เกิดขึ้น ได้แก่

- การสงครามที่เกิดขึ้นในต่างประเทศ เช่น สงครามอ่าวเปอร์เซีย สงครามในอิรัก เป็นต้น

- การเปลี่ยนแปลงรัฐบาล กษัตริย์ หรือประธานาธิบดีของประเทศที่สำคัญ ซึ่งจะมีผลต่อนโยบายต่าง ๆ ของประเทศ

- การปฏิวัติ รัฐประหาร

- สภาวะเศรษฐกิจของโลก อัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ย อัตราการว่างงาน
- ปัญหาเกี่ยวกับสถาบันการเงิน เช่น กลุ่มยุโรป ต้องผลิตเม็ดเงินเสริมสภาพ

คล่อง

- ฟองสบู่แตกในภาคสังหาริมทรัพย์ เช่น ประเทศจีน และ ญี่ปุ่น เป็นต้น
- การเคลื่อนไหวของปริมาณเงินทุนที่ล้นโลก ตลาดหุ้นที่แพง จะถูกขายทำกำไร

ไปลงทุนในตลาดหุ้นที่ยังมีราคาต่ำ สร้างผลตอบแทน

3.2 ดัชนีราคาหุ้นในตลาดหุ้นต่างประเทศที่มีผลต่อดัชนีตลาดหุ้นไทย ที่

สำคัญๆ เช่น

- ดัชนีดาวโจนส์ ของสหรัฐอเมริกา
- ดัชนีนิคเกอิ ของญี่ปุ่น
- ดัชนีฮั่งเส็ง ของฮ่องกง
- ดัชนีไฟแนนเชียลไทม์ ของอังกฤษ

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

เนื่องจากงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษานี้มีหลากหลายงานวิจัยตั้งนั้นในส่วนที่จะกล่าวต่อไปนี้จะจัดหางานวิจัยที่สามารถนำมาปรับใช้กับการศึกษานี้ได้เพื่อเป็นประโยชน์กับการศึกษาครั้งนี้มากที่สุด โดยจะเริ่มจากตารางที่ 2.2 เป็นส่วนสรุปของงานวิจัยที่จะใช้ในการศึกษาค้นคว้า

ตารางที่ 2.1: งานศึกษาวิจัยข้อมูลหลักทรัพย์ IPO ที่ผ่านมาในอดีต

ประเทศ	ผู้ทำการศึกษา	ผลตอบแทนวันแรก(%)
สหรัฐอเมริกา	Ibbotson (1975)	11.40
สหรัฐอเมริกา	Ritter (1991)	14.32
ออสเตรเลีย	Fin and Higham (1998)	29.20
ตูนิเซีย	Abdelkader Boudriga, Sarra Ben Slama & Neila Boulila (2009)	16.07
ตุรกี	Mustafa Hakan Güntürkün, Şevin Gürarda and Hilal Hümeysra Erdoğan (2012)	7.70
ไทย	Paratee Rasamee (2010)	19.00
ไทย	Gallayanee Parkatt (2016)	61.43

Ritter (1991) ประเทศสหรัฐอเมริกา ได้ทำการศึกษาหลักทรัพย์ IPO ระหว่างปี 1975-1984 จำนวน 1,256 หลักทรัพย์ พบว่าผลตอบแทนโดยเฉลี่ยในวันแรกอยู่ที่ 14.32% และผลตอบแทนในระยะยาวคือ 3 ปี อยู่ที่ 34.47% ซึ่ง Fin & Higham (1998) ประเทศออสเตรเลีย ได้ทำการศึกษาหลักทรัพย์ IPO ระหว่างปี 1966-1978 ซึ่งให้ผลตอบแทนในวันแรกโดยเฉลี่ยในวันแรกอยู่ที่ 29.2%

Boudriga, Slama & Boulila (2009) ประเทศตูนิเซีย ได้ทำการศึกษาหลักทรัพย์ IPO ระหว่างปี 1992-2008 การศึกษาปัจจัยใดที่ส่งผลทำให้หลักทรัพย์ IPO เกิดการ Underpriced ในประเทศที่กำลังพัฒนา พบว่าผลตอบแทนโดยเฉลี่ยในวันแรกอยู่ที่ 16.07% โดยที่ กำไรสะสม (Retained Capital) วาณิชธนกิจที่จัดทำ IPO (Underwriter's Price Support) สิทธิการจองหุ้นที่เกิน (Oversubscription) Listing Delay และราคาเสนอขาย IPO (Offer Price) มีนัยสำคัญต่อผลตอบแทน กล่าวคือ การเกิด Underpriced นั้นเอง ส่วนตัวแปร อายุบริษัท (Age of the Firm) และ มูลค่าหลักทรัพย์ที่นำเสนอขาย (The Size of the Offer) ไม่ส่งผลให้เกิด Underpriced

Boubake (2011) ประเทศตูนิเซีย ได้ทำการศึกษาปัจจัยส่วนประกอบของการเสนอขายหลักทรัพย์ IPO ประเทศอังกฤษจำนวน 143 หลักทรัพย์ ระหว่างปี 2006-2010 ด้วยวิธีภาคตัดขวาง (Cross-Sectional Analysis) โดยมีตัวแปร 11 ตัวแปรได้แก่ Listing Delay, Capital Collected Capitalization, Capital Collected, Oversubscription Ratio, Transaction Volume, Firms Size, Dummy Variable โดยที่ Offer Price ตัวแปรดังกล่าว มีทิศทางเดียวกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO

Parkatt (2016) ประเทศไทย ได้ทำการศึกษาหลักทรัพย์ IPO ระหว่างปี 2010-2014 โดยใช้ข้อมูลที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET และ MAI จำนวน 101 หลักทรัพย์ โดยมีตัวแปรทั้งหมด 3 ตัวได้แก่ อายุของกิจการผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO Log ของจำนวนเงินทุนที่ได้รับจากการจำหน่ายหุ้น IPO การเปลี่ยนแปลงดัชนีตลาดหลักทรัพย์ระหว่างวันแรกของการซื้อขายของหุ้น IPO แต่ละหุ้นกับดัชนีก่อนวันซื้อขายวันแรก 20 วัน พบว่าผลตอบแทนเฉลี่ยในวันแรกอยู่ที่ 61.43% โดยในปี 2014 ให้อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ในวันแรกสูงถึง 80.18% และในปีที่ให้อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ในวันแรกต่ำสุดคือปี 2010

Khananrurak (2011) ประเทศไทย ได้ทำการศึกษาหลักทรัพย์ IPO ระหว่างปี 1994-2004 โดยมีตัวแปรทั้งหมด 8 ตัวแปร ได้แก่ อายุบริษัท (Age) ขนาดบริษัท (Asset) ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี (Audit) สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารภายใน (Retention) ชื่อเสียงวาณิชธนกิจ (Underwriter) สภาพตลาดหุ้น (Market Return) ช่วงเวลาก่อนและหลังวิกฤตการเงิน (Period) มูลค่าการเสนอขาย IPO (IPO Value) ผลการศึกษา ก่อนวิกฤตการเงิน ผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO ในวันแรกอยู่ที่ 10.9% หลังวิกฤตการเงินอยู่ที่ 18.4% โดยตัวแปรที่ส่งผลต่อผลตอบแทนเริ่มแรก (Initial Return) ก่อนวิกฤตการเงินได้แก่ ขนาดบริษัท (Asset) สภาพตลาดหุ้น (Market Return)

หลังวิกฤตการเงิน ได้แก่ ขนาดบริษัท (Asset) สภาพตลาดทุน (Market Return) ซึ่งปัจจัยที่ผู้ศึกษานำมาพิจารณาในการนำเสนอจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เป็นปัจจัยภายในบริษัทอาจมีส่วนทำให้เกิดการ Underpriced

โดยปัจจัยที่ยกมานั้นถูกนำมาใช้ในงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา เนื่องจากมีการนำมาใช้ผู้ศึกษาจึงได้ทำการแบ่งเป็นดังนี้

อายุบริษัท

โดยงานวิจัยที่ผ่านมา (ณัฐจิรา คณานุรักษ์ อ้างใน Carter, 1998 และ Ritter, 1991, p. 15) ได้อธิบายไว้ว่า ความสัมพันธ์ระหว่างอายุของบริษัทก่อนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กับ ระดับการเกิด Under Priced ของหลักทรัพย์ IPO โดยที่บริษัทที่มีอายุน้อยกว่าจะมีความเสี่ยงที่สูงกว่าบริษัทที่ดำเนินการมานานกว่า ซึ่งบริษัทที่ดำเนินการมานานนั้นมีความเสถียรภาพและความสามารถในการดำเนินธุรกิจที่นานกว่าอีกทั้งยังมีงบการเงินที่เผยแพร่ต่อสาธารณะ ดังนั้นบริษัทที่มีอายุน้อยนั้นเมื่อซื้อขายวันแรกจะเกิดการ Underpriced มากกว่า สอดคล้องกับ Ritter (1991 อ้างใน Ritter, 1984; Hensler, 1997 และ Bilson, 2003, pp. 16-17) ซึ่งบริษัทที่มีอายุน้อยกว่าข้อมูลทางการเงินยังไม่ครบจึงเกิดความไม่สมดุล ของหลักทรัพย์ ซึ่งที่ว่าความไม่แน่นอนเหล่านี้เกี่ยวกับมุมมองอนาคตของบริษัทจะสะท้อนออกมาให้เห็นในรูปแบบ Underpriced มูลค่าของบริษัท

มูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET

มูลค่าการเสนอขายหลักทรัพย์ IPO จะตรงกันข้ามกับการ Under Priced ตามที่ Boudriga (อ้างใน Miller & Reilly, 1987; Clarkson & Simunic, 1994; Carter, 1998 และ Jain & Kini, 2000, p. 17) กล่าวว่า ขนาดของการเสนอขายบ่งบอกถึงความไม่แน่นอนเกี่ยวกับการเสนอขาย IPO มูลค่าที่เสนอ IPO ที่มากมักเป็นบริษัทที่ถูกนำเสนอโดยบริษัทที่รู้จักกันดีในปีที่ผ่านมาจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น ทำให้เกิดการลดความเสี่ยงการรับรู้ของการนำเสนอขายหุ้นต่อนักลงทุนได้

ราคาเสนอขายหลักทรัพย์ IPO

ราคาการเสนอขายหลักทรัพย์ IPO ครั้งแรก อาจบอกได้ว่า เกิดการ Under Pricing แม้ว่าระดับความสำคัญต่อเศรษฐกิจน้อย (Boudriga อ้างใน Fernando, 1999 และ Daily, 2003, p. 15) บริษัทไม่ได้กำหนดราคาโดยพลการ ซึ่งจุดประสงค์ของการเสนอขายหุ้นคือการสนับสนุนให้นักลงทุนให้มีส่วนร่วมกับบริษัท ผู้ออกหลักทรัพย์ตั้งราคาค่อนข้างต่ำเพื่อส่งเสริมให้นักลงทุนรายย่อยที่มีศักยภาพ ซึ่งระบบนี้จะนำไปสู่ความต้องการที่มากเกินไปสำหรับหลักทรัพย์ เพราะฉะนั้นจึงเกิดการ Under Pricing และยังให้เห็นว่าราคาที่เสนอขายที่สูงขึ้นนั้น มีความเกี่ยวข้องกับความไม่แน่นอนที่เกี่ยวกับการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ตรงกันข้ามบริษัทที่ต้องการดึงดูดนักลงทุนสถาบันกลับกัน บริษัทที่ต้องการดึงดูดนักลงทุนสถาบันมีแนวโน้มที่จะกำหนดราคาเสนอขายสูง

Boudriga (อ้างใน Gompers & Metrick, 1998; Jain & Kini, 1999 และ Ibbotson, 1988, p. 15) ซึ่งการมีสถาบันอยู่นั้นอาจนำไปสู่การ Under Pricing ที่สูงกว่าเพื่อชดเชยให้กับมูลค่าข้อมูลที่พวกเขาทำการตลาดให้ IPO นอกจากนี้ ราคาเสนอซื้อที่ต่ำอาจบ่งบอกถึงความต้องการมูลค่าหรือจำนวนเงินเล็กๆ น้อยหรือทั้งสองอย่าง และด้วยเหตุนี้ซึ่งมีความเกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานในระยะสั้นที่ต่ำ งานศึกษาที่ผ่านให้ผลการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างราคาเสนอซื้อและการ Under Pricing (Ibbotson, 1988) พบว่าบริษัทที่เสนอราคาที่ต่ำมากมักจะมีการ Under Pricing ในระดับที่สูง ได้โต้แย้งว่า การตั้งราคาที่ต่ำ แสดงว่ามีความเสี่ยงสูง และอาจมีการซื้อขายการเกร็งกำไร



บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย

3.1 ขอบเขตการศึกษา

ผู้ศึกษาได้ศึกษาเฉพาะหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรก (IPO) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เนื่องจากมีจำนวนทุนจดทะเบียนที่ชำระแล้วเฉพาะหุ้นสามัญมากกว่า 300 ล้านบาทและมีกำไรสุทธิในระยะเวลา 2 ปี หรือ 3 ปีล่าสุดก่อนยื่นคำขอรวมกันไม่น้อยกว่า 50 ล้านบาท โดยปีล่าสุดมีกำไรสุทธิไม่น้อยกว่า 30 ล้านบาท ซึ่งทำให้นักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศมาลงทุนมากกว่า ในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด (MAI) เนื่องจากบริษัทมีขนาดเล็กและจำนวนเงินทุนที่น้อย

โดยข้อมูลที่ใช้คือหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2009-2016 มีทั้งหมด 102 หลักทรัพย์ ผู้ศึกษาทำการสืบค้นข้อมูลจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังตารางที่ 3.1 - 3.8

ตารางที่ 3.1: หลักทรัพย์ในปี 2009 ที่นำมาศึกษา

ปี	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
2009	TTCL	บริษัท ทีทีซีแอล จำกัด (มหาชน)
2009	JMART	บริษัท เจ มาร์ท จำกัด (มหาชน)
2009	SENA	บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
2009	GLOBAL	บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)
2009	SMT	บริษัท สตาร์ส ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
2009	BLA	บริษัท กรุงเทพประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)
2009	TLOGIS	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่พาร์คโลจิสติกส์

ตารางที่ 3.2: หลักทรัพย์ในปี 2010 ที่นำมาศึกษา

ปี	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
2010	IVL	บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)
2010	IFS	บริษัท ไอเอฟเอส แคปปิตอล (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
2010	GUNKUL	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
2010	SYMC	บริษัท ซิมโฟนี่ คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)

ตารางที่ 3.3: หลักทรัพย์ในปี 2011 ที่นำมาศึกษา

ปี	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
2011	LHBANK	บริษัท แอล เอช ไฟแนนซ์เชียล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
2011	KBS	บริษัท น้ำตาลครบุรี จำกัด (มหาชน)
2011	APCS	บริษัท เอเชีย พรินซ์ชั่น จำกัด (มหาชน)

ตารางที่ 3.4: หลักทรัพย์ในปี 2012 ที่นำมาศึกษา

ปี	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
2012	VIH	บริษัท ศรีวิชัยเวชวิวัฒน์ จำกัด (มหาชน)
2012	AAV	บริษัท เอเชีย เอวิเอชั่น จำกัด (มหาชน)
2012	SRICHA	บริษัท ศรีราชาคอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
2012	VGI	บริษัท วี จี ไอ โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน)
2012	WHA	บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
2012	ANAN	บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
2012	BEAUTY	บริษัท บิวตี้ คอมมูนิตี้ จำกัด (มหาชน)

ตารางที่ 3.5: หลักทรัพย์ในปี 2013 ที่นำมาศึกษา

ปี	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
2013	PPP	บริษัท พรีเมียร์ โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)
2013	UREKA	บริษัท ยูเรกา ดีไซน์ จำกัด (มหาชน)
2013	ERWPF	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เอราวัณ โฮเทล โกรท
2013	BTSGIF	กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานระบบขนส่งมวลชนทางราง บีทีเอสโกรท
2013	KPNPF	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เคพีเอ็น
2013	CHG	บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์ จำกัด (มหาชน)
2013	PTG	บริษัท พีทีจี เอ็นเนอยี จำกัด (มหาชน)
2013	NOK	บริษัท สายการบินนกแอร์ จำกัด (มหาชน)
2013	CRYSTAL	กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์คริสตัล รีเทล โกรท
2013	MC	บริษัท แม็คกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
2013	CKP	บริษัท ซีเค พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน)
2013	PACE	บริษัท เพช ดีเวลลอปเมนต์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
2013	SPWPF	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์โรงแรมศรีพันวา
2013	M	บริษัท เอ็มเค เรสโตรองด์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
2013	CSS	บริษัท คอมมิวนิเคชั่น แอนด์ ซิสเต็มส์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)
2013	ABPIF	กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโรงไฟฟ้า อมตะ บี.กริม เพาเวอร์
2013	THREL	บริษัท ไทยรีประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)
2013	UNIPF	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ยูนิลอฟท์
2013	MEGA	บริษัท เมก้า ไลฟ์ไซแอนซ์ จำกัด (มหาชน)
2013	NYT	บริษัท นามยง เทอร์มินัล จำกัด (มหาชน)
2013	BJCHI	บริษัท บีเจซี เฮฟวี อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
2013	CPTGF	กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ ซี.พี.ทาวเวอร์ โกรท
2013	TGROWTH	กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ไทคอน อินดัสเทรียล โกรท
2013	DIF	กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล

ตารางที่ 3.6: หลักทรัพย์ในปี 2014 ที่นำมาศึกษา

ปี	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
2014	HPF	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่าเหมราชอินดัสเตรียล
2014	AJD	บริษัท คราวน์ เทค แอดวานซ์ จำกัด (มหาชน)
2014	PCSGH	บริษัท พี.ซี.เอส.แมชีน กรุ๊ปโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
2014	SUTHA	บริษัท สุธากัญจน์ จำกัด (มหาชน)
2014	SIRIP	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่าโรงแรมออฟฟิศ
2014	ICHI	บริษัท อิชิตัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
2014	KTIS	บริษัท เกษตรไทย อินเตอร์เนชั่นแนล ซูการ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
2014	SWAD	บริษัท ศรีสวัสดิ์ พาวเวอร์ 1979 จำกัด (มหาชน)
2014	TAE	บริษัท ไทย อะโกร เอ็นเนอร์ยี่ จำกัด (มหาชน)
2014	THIF	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่าไทยโฮเทลอินเวสเมนต์
2014	TSR	บริษัท เที่ยรสุรัตน์ จำกัด (มหาชน)
2014	M-PAT	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เอ็มเอฟซี ป่าตอง เฮอริเทจ
2014	SAPPE	บริษัท เซ็ปเป้ จำกัด (มหาชน)
2014	PPF	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ปิ่นทอง อินดัสเตรียล ปาร์ค
2014	RICHY	บริษัท ริชี่ เพลซ 2002 จำกัด (มหาชน)
2014	SSTSS	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ทรัพย์ศรีไทย สมาร์ท สโตร์
2014	IMPACT	ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์อิมแพ็คโกรท
2014	BA	บริษัท การบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
2014	BRR	บริษัท น้ำตาลบุรีรัมย์ จำกัด (มหาชน)
2014	NCL	บริษัท เอ็นซีแอล อินเตอร์เนชั่นแนล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน)
2014	CBG	บริษัท คาราบาวกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
2014	VPO	บริษัท วิจิตรภัณฑ์ปาล์มออยล์ จำกัด (มหาชน)
2014	MTLS	บริษัท เมืองไทย ลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน)
2014	WHART	ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่าดับบลิวเอชเอ พรีเมียม โกรท
2014	EPG	บริษัท อีสเทิร์นโพลีเมอร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 3.6 (ต่อ): หลักทรัพย์ในปี 2014 ที่นำมาศึกษา

ปี	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
2014	LHSC	ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช ซ้อปป์ง เซ็นเตอร์

ตารางที่ 3.7: หลักทรัพย์ในปี 2015 ที่นำมาศึกษา

ปี	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
2015	TREIT	ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่า อสังหาริมทรัพย์ไทคอน
2015	NDR	บริษัท เอ็น.ดี.รับเบอร์ จำกัด (มหาชน)
2015	JASIF	กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ต จัสมิน
2015	PLANB	บริษัท แพลน บี มีเดีย จำกัด (มหาชน)
2015	SCN	บริษัท สแกน อินเตอร์ จำกัด (มหาชน)
2015	S11	บริษัท เอส 11 กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
2015	PLAT	บริษัท เดอะ แพลทินัม กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
2015	PMTA	บริษัท พีเอ็ม โทริเซน เอเชีย โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
2015	SLP	บริษัท สาลี พรินท์ติ้ง จำกัด (มหาชน)
2015	GPSC	บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี่ จำกัด (มหาชน)
2015	AMATAR	ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่าอมตะซัมมิทโก รท
2015	EGATIF	กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน โรงไฟฟ้าพระนครเหนือ ชุดที่ 1 การ ไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย
2015	BR	บริษัท บางกอกแรนช์ จำกัด (มหาชน)
2015	WICE	บริษัท ไวส์ โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน)
2015	ASEFA	บริษัท อาซีฟา จำกัด (มหาชน)
2015	COM7	บริษัท คอมเซเว่น จำกัด (มหาชน)
2015	JWD	บริษัท เจดับเบิลยูดี อินโฟโลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน)

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 3.7 (ต่อ): หลักทรัพย์ในปี 2015 ที่นำมาศึกษา

ปี	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
2015	ORI	บริษัท ออริจิ้น พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
2015	TFG	บริษัท ไทยฟู้ดส์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
2015	SCI	บริษัท เอสซีไอ อิเล็คทริก จำกัด (มหาชน)
2015	LPH	บริษัท โรงพยาบาล ลาดพร้าว จำกัด (มหาชน)
2015	J	บริษัท เจเอเอส แอสเซ็ท จำกัด (มหาชน)
2015	WHABT	ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่าดับบลิวเอชเอ บิสซิเนส คอมเพล็กซ์
2015	TLHPF	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ไทยแลนด์ โฮสพิทาลิตี้
2015	TKN	บริษัท แก้วแก่น้อย ฟู้ดแอนด์มาร์เก็ตติ้ง จำกัด (มหาชน)
2015	SPRC	บริษัท สตาร์ ปีโตรเลียม รีไฟน์นิ่ง จำกัด (มหาชน)
2015	AMATAV	บริษัท อมตะ วิเอ็น จำกัด (มหาชน)
2015	LHHOTEL	ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล
2015	MIT	ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เอ็มเอฟซีอินดัสเตรียล

ตารางที่ 3.8: หลักทรัพย์ในปี 2016 ที่นำมาศึกษา

ปี	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
2016	TPBI	บริษัท ทีพีบีไอ จำกัด (มหาชน)
2016	GVREIT	ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์โกลด์เด็นเวนเจอร์

3.1.1 ข้อมูลที่เกี่ยวกับบริษัทในช่วงก่อนนำเสนอขาย IPO ได้แก่ ราคาที่เสนอขาย IPO มูลค่ารวมหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขาย สืบค้นจาก หนังสือชี้ชวนของหลักทรัพย์ที่ยื่นต่อตลาดหลักทรัพย์ และ เว็บไซต์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นข้อมูล รายวัน

3.1.2 ข้อมูลราคาปิดย้อนหลังของหุ้น IPO และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ สืบค้นข้อมูล จาก SETSMART โดยข้อมูลเป็นราคาปิดย้อนหลังรายวัน

3.1.3 ข้อมูลอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (Bond) ใช้อัตราดอกเบี้ย 1 ปี สืบค้นข้อมูลจาก เว็บไซต์ ธนาคารแห่งประเทศไทย (Bank of Thailand) เป็นข้อมูลรายเดือน

3.1.4 ข้อมูลดัชนีการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ Foreign Direct Investment สืบค้นจาก เว็บไซต์ ธนาคารแห่งประเทศไทย (Bank of Thailand) เป็นข้อมูลรายเดือน

3.1.5 ข้อมูลดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม Manufacturing Production Index สืบค้นจาก เว็บไซต์ ธนาคารแห่งประเทศไทย (Bank of Thailand) เป็นข้อมูลรายเดือน

3.1.6 เพื่อให้สอดคล้องกับราคาหลักทรัพย์ IPO หากราคาหลักทรัพย์ IPO ปิดในระยะเวลาที่ต่างกัน แต่อยู่ในเดือนเดียวกันกำหนดให้ใช้ข้อมูลเดียวกัน ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (Bond) ข้อมูลดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (Manufacturing Production Index) และดัชนีการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment) เพื่อให้สะดวกผู้ศึกษาจึงทำข้อมูลเป็นการเปลี่ยนแปลงโดยเทียบเดือนก่อนหน้า

ตารางที่ 3.9: ตัวแปรและคำอธิบายสมมุติฐาน

ตัวแปร	สัญลักษณ์	คำอธิบาย
ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก	Initial Price	ราคาหลักทรัพย์ IPO ที่นำเสนอขายให้กับประชาชนครั้งแรก
มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขาย	Offer Size	มูลค่าทั้งหมดของหลักทรัพย์ที่นำเสนอขาย
อายุบริษัท	Age Years	อายุบริษัทตั้งแต่ก่อตั้งจนถึงวันที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันแรกวันแรก	SetP1	ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ IPO ซื้อขายวันแรก
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันที่หกสิบ	SetP60	ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ IPO ซื้อขายวันที่หกสิบ
อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล	DBond	การเปลี่ยนแปลงดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล 1 ปี เมื่อเทียบกับเดือนก่อนหน้าก่อนหน้า
การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ	DFDI	การเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ เมื่อเทียบกับเดือนก่อนหน้า
ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม	DMPI	การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมเมื่อเทียบกับเดือนก่อนหน้า

3.2 วิธีการคำนวณผลตอบแทน IPO และการเปลี่ยนแปลง

3.2.1 วิธีคำนวณผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ที่ทำการซื้อขายวันแรก (Return P1) การศึกษานี้ใช้ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ IPO โดยนำราคาที่เสนอขายหลักทรัพย์ (Initial Price) และ ราคาปิดของหลักทรัพย์ IPO ที่ทำการซื้อขายวันแรก มาคำนวณ

$$\text{Return P1} = \frac{(P1-P0) \times 100}{P0}$$

โดย ReturnP1 = ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก

P0 = ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก

P1 = ราคาปิดของหลักทรัพย์ IPO ที่ทำการซื้อขายวันแรก

3.2.2 วิธีคำนวณผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบ (Return P60) การศึกษานี้ใช้ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ IPO โดยนำราคาปิดของหลักทรัพย์ IPO ที่ทำการซื้อขายวันแรก และราคาปิดของหลักทรัพย์ IPO ที่ทำการซื้อขายวันที่หกสิบคำนวณ

$$\text{Return P60} = \frac{(P60-P1) \times 100}{P1}$$

โดย ReturnP60 = ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบ

P1 = ราคาปิดของหลักทรัพย์ IPO ที่ทำการซื้อขายวันแรก

P60 = ราคาปิดของหลักทรัพย์ IPO ที่ทำการซื้อขายวันที่หกสิบ

3.2.3 วิธีคำนวณการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (DBond) การศึกษานี้ใช้ข้อมูลวันเดียวกับ หลักทรัพย์ IPO ที่ทำการซื้อขายวันที่หกสิบ และนำข้อมูลเทียบกับเดือนก่อนหน้า

$$\text{DBond} = \text{BondP1} - \text{BondP0}$$

โดยที่ DBond = การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล

BondP0 = อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล ณ เดือนก่อนหน้า

BondP1 = อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล ณ วันที่ IPO ทำการซื้อขายวันที่หกสิบ

3.2.4 วิธีคำนวณการเปลี่ยนแปลงการลงทุนจากต่างประเทศ (DFDI) การศึกษาใช้ข้อมูลวันเดียวกับ หลักทรัพย์ IPO ที่ทำการซื้อขายวันที่หกสิบ และนำข้อมูลเทียบกับเดือนก่อนหน้า

$$DFDI = FDIP1 - FDIP0$$

โดยที่ DFDI = การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล
 FDIP0 = การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ณ เดือนก่อนหน้า
 FDIP1 = การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ณ วันที่ IPO ทำการซื้อขายวันที่หกสิบ

3.2.5 วิธีคำนวณการเปลี่ยนแปลงของดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม โดยการการศึกษาใช้ข้อมูลวันเดียวกับ หลักทรัพย์ IPO ที่ทำการซื้อขายวันที่หกสิบ และนำข้อมูลเทียบกับเดือนก่อนหน้า

$$DMPI = MPIP1 - MPIP0$$

โดยที่ DMPI = การเปลี่ยนแปลงของดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม
 MPIP0 = ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ณ เดือนก่อนหน้า
 MPIP1 = ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ณ วันที่ IPO ที่ทำการซื้อขาย วันที่หกสิบ

3.3 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

3.3.1 การวิจัยครั้งนี้ผู้ศึกษาได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้วิธีสมการถดถอย (OLS Regression) ซึ่งพิจารณาจากตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก (ReturnP1) และผลตอบแทนหลักทรัพย์วันที่หกสิบ (ReturnP60) เพื่อหาความสัมพันธ์และทิศทางของตัวแปร ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก (Initial Price) มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO (Offer Size) อายุบริษัท (Age Years) ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันแรก (SetP1) ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันที่หกสิบ (SetP60) การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (DBond) การเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (DFDI) การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (DMPI)

3.3.2 แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา แบบจำลอง ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีดังนี้

$$Y = \alpha + \beta_1 (\text{Initial price}) + \beta_2 (\text{Offer Size}) + \beta_3 (\text{Age Years}) \\ + \beta_4 \left(\frac{\text{SetP1}}{\text{SetP60}} \right) + \beta_5 (\text{DBond}) + \beta_6 (\text{DFDI}) + \beta_7 (\text{DMPI})$$

โดยที่ Y คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก (Return P1) หรือ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบ (ReturnP60)

α	คือ Intercept (ส่วนตัดแกน Y)
Initial Price	คือ ราคาหลักทรัพย์ IPO ที่นำเสนอขายครั้งแรก
Offer Size	คือ มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO
Age Years	คือ อายุบริษัท
SetP1	คือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันแรก
SetP60	คือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันที่หกสิบ
DBond	คือ การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล
DFDI	คือ การเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ
DMPI	คือ การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม

3.4 วิธีการดำเนินการวิจัย

3.4.1 วิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของแต่ละตัวแปร ซึ่งการอธิบายจะใช้ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุด

3.4.2 ทดสอบความสัมพันธ์และทิศทางของตัวแปรอิสระที่ส่งผลต่อตัวแปรตาม ด้วยสมการถดถอย (OLS Regression) โดยตั้งสมมุติฐานที่ว่าตัวแปรอิสระต้องไม่มีความสัมพันธ์กัน เพื่อไม่ทำให้แปรอิสระเกิดการผิดพลาดของข้อมูล เพื่อให้ข้อสรุปเกี่ยวกับผลมีความน่าเชื่อถือ ผู้ศึกษาจึงทำการทดสอบสถานะร่วมโดยใช้โปรแกรม Stata ในการคำนวณ หาค่า (Correlation, Homoscedasticity, Variance Inflation Factor) โดยที่ค่า Correlation ไม่ควรเกิน 0.8 และค่า Variance Inflation Factor ไม่เกิน 5

3.4.3 การอธิบายผลลัพธ์เชิงสถิติที่ได้จากการคำนวณระหว่าง ตัวแปรตาม และตัวแปรอิสระ ได้แก่ ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก (Initial Price) มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขาย (Offer Size) อายุบริษัท (Age Years) ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันแรก (SetP1) ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันที่หกสิบ (SetP60) การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (DBond) การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (DMPI) การเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (DFDI) เพื่อศึกษาตัวแปรอิสระใดที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก (ReturnP1) และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบ (ReturnP60)

บทที่ 4

ผลการศึกษาและวิเคราะห์

4.1 ผลการศึกษา

การศึกษาในครั้งนี้มีจุดมุ่งหมายเพื่อปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2009-2016

4.1.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ข้อมูลที่แสดงนั้นประกอบไปด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Max) ค่าน้อยสุด (Min) แสดงผลข้อมูลดังตารางที่ 4.1 ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.1: ค่าสถิติของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ต่ำสุด	สูงสุด
ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก	19.94	31.39	-34.72	109.86
ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบ	24.56	39.60	-56.46	132.30
ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก	9.19	7.47	1.25	49.00
มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO	50.19	89.18	3.54	578.80
อายุบริษัท	13.17	13.39	0.01	58.04
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันแรก	1,351.73	249.85	590.60	1,617.89
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันที่หกสิบ	1,361.12	234.02	707.81	1,617.89
การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตร	-0.01	0.09	-0.22	0.25
การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม	0.58	5.81	-13.60	19.06
การเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ	-49.53	1,423.81	-4,186.45	5,736.56

ข้อมูลจากตาราง 4.1 สามารถอธิบายได้ดังนี้

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ในวันแรก (ReturnP1) ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 19.94% ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) อยู่ที่ 31.39 โดยผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ที่ให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ในวันแรก สูงสุดถึง 109.8% และในขณะเดียวกันให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ในวันแรก ตีลบสูงสุดที่ -34.7%

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ในวันที่หกสิบ (ReturnP60) ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 24.56% ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) อยู่ที่ 39.60 โดยผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ที่ให้ผลตอบแทนในวันที่หกสิบสูงสุดถึง 132.3% และในขณะเดียวกันให้ผลตอบแทนตีลบสูงสุด -56.5%

ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก (Initial price) ค่าเฉลี่ย (Mean) 9.19 บาท ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) อยู่ที่ 7.47 โดยราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก (IPO) ที่ได้ศึกษาราคาสูงสุดอยู่ที่ 49 บาท และราคาต่ำสุดอยู่ที่ 1.25 บาท

อายุบริษัท (Age Years) โดยอายุเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 13.17 ปี ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) 13.39 ในขณะที่อายุบริษัทที่มากที่สุดคือ 58.04 ปี และอายุที่น้อยที่สุดอยู่ที่ 1 วัน (กองทุน)

ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในวันนำเสนอขายครั้งแรก (SetP1) ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 1,351.73 จุด ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) อยู่ที่ 249.85 หน่วย ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในวันหลักทรัพย์ เสนอขายเป็นครั้งแรก ดัชนีสูงสุดอยู่ที่ 1,617.9 จุด และต่ำสุดอยู่ที่ 590 จุดในช่วงเวลาตั้งแต่ 2009-2016 ของการเก็บข้อมูล

ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในวันที่หกสิบ (SetP60) ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 1,361.12 จุด ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) อยู่ที่ 234.02 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในวันที่หกสิบ ดัชนีสูงสุดอยู่ที่ 1,617.89 จุด และต่ำสุดอยู่ที่ 707.81 จุดในช่วงเวลา ตั้งแต่ 2009-2016 ของการเก็บข้อมูล

การเปลี่ยนแปลงของดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (DBond) ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ -0.01% ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) อยู่ที่ 0.09% การเพิ่มขึ้นสูงสุดอยู่ที่ 0.25% และน้อยสุดอยู่ที่ -0.22%

การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (DMPI) ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 0.58% ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) อยู่ที่ 5.81% โดยการเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม สูงสุดอยู่ที่ 19.06% และการเติบโตน้อยสุดอยู่ที่ -13.6%

การเปลี่ยนแปลงของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (DFDI) ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 49.53 ล้านบาท การเปลี่ยนแปลงของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศมากที่สุดอยู่ที่ 5,736.56 ล้านบาท และการเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศน้อยที่สุดอยู่ที่ -4,186.45 ล้านบาท

4.1.2 การทดสอบสถานะร่วม

เป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Collinearity) และมีสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระมากกว่า 2 ตัวขึ้นไป การวัดค่า Correlation หากผลที่ได้เข้าใกล้ 1 ผลคือตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองมากเกินไป โดยการวัดค่า Variance Inflation Factor หากมีค่าเกิน 5 ข้อมูลจะมีความสัมพันธ์กันเองมากเกินไปและต้องทดสอบความไม่คงที่ในความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน (Heteroskedasticity) หากตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองมากเกินไปจะขัดกับสมมุติฐานที่ว่า ตัวแปรอิสระต้องไม่มีความสัมพันธ์กัน การที่เกิดปัญหานี้จะทำให้ค่าพารามิเตอร์ของตัวแปรอิสระเกิดการผิดพลาด ทำให้ข้อสรุปเกี่ยวกับ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก ReturnP1 และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ IPO วันที่หกสิบ ReturnP60 ของตัวแปรตามที่เกิดจากตัวแปรอิสระตัวนั้นๆอาจเกิดความผิดพลาดได้ โดยแสดงข้อมูลดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 4.2: ค่าสถิติทดสอบ Correlation

Variables	Initial Price	Offer Size 10m	Age Years	SetP1	SetP60	DBond	DMPI	DFDI
Initial Price	1							
Offer Size	-0.0122	1						
Age Years	0.0159	-0.2354	1					
SetP1	0.1543	0.1595	-0.1243	1				
SetP60	0.1229	0.1218	-0.1374	0.9203	1			
DBond	-0.2635	-0.031	0.2216	-0.5075	-0.4874	1		
DMPI	0.021	-0.0711	0.117	-0.2801	-0.3575	0.0564	1	
DFDI	0.0066	0.1356	-0.1954	0.0871	0.0674	-0.0989	-0.0664	1

ข้อมูลจากตาราง ที่ 4.2 ตัวแปรอิสระที่นำมาใช้ศึกษามีตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กันสูงสุด ได้แก่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันที่หกสิบ (SetP60) มีความสัมพันธ์กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันแรก (SetP1) อยู่ที่ 92.03% โดยตัวแปรนี้ไม่ส่งผลต่อกันเนื่องจาก ตัวแปรดังกล่าวไม่ได้ อยู่ในตัวแปรตามตัวเดียวกัน โดยที่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันแรก (SetP1) เป็นตัวแปรอิสระของผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO วันแรก (SetP1) ส่วนดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันที่หกสิบ (SetP60) เป็นตัวแปรอิสระของผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบ ส่วนตัวแปรอิสระอื่นๆ มีความสัมพันธ์กันต่ำกว่า 50%

ตารางที่ 4.3: ค่าสถิติ Variance Inflation Factor (VIF) ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO
วันแรก (ReturnP1)

ตัวแปร	ความแปรปรวน
การเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ	1.32
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันแรก (Weight)	1.32
อายุบริษัท	1.13
มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO	1.09
การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิต	1.07
ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก	1.06
การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม	1.05
ค่าเฉลี่ยความแปรปรวน	1.15

ข้อมูลจากตารางที่ 4.3 พบว่าค่าเฉลี่ย Variance Inflation Factor (VIF) ที่คำนวณได้ 1.15 ซึ่งค่าที่ได้นี้น้อยกว่า ดังนั้นจึงไม่เกิดสหสัมพันธ์ (Correlation) กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ

ตารางที่ 4.4: ค่าสถิติ Variance Inflation Factor (VIF) ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่นำเสนอขาย
วันแรกในวันที่หกสิบ (ReturnP60)

ตัวแปร	ความแปรปรวน
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันที่หกสิบ	1.56
การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล	1.49
การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม	1.19
อายุบริษัท	1.15
มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO	1.09
ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก	1.08
การเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ	1.05
ค่าเฉลี่ย ความแปรปรวน	1.23

ข้อมูลจากตารางที่ 4.4 พบว่าค่าเฉลี่ย Variance Inflation Factor ที่คำนวณได้ 1.15 ซึ่งค่าที่ได้นั้นไม่มากกว่า 5 ดังนั้นจึงไม่เกิดสหสัมพันธ์ (Correlation) กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ

4.1.3 ค่าสถิติผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เสนอขายในวันแรก (ReturnP1) และ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เสนอขายในวันที่หกสิบ (ReturnP60)

การวิเคราะห์ถดถอย (OLS Regression) เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ตัวแปรตาม (Dependent variable, Y) กับตัวแปรอิสระ (Independent variable, X) มากกว่าหนึ่งตัว โดยมี สมการดังนี้

$$\text{ReturnP1}(Y) = \alpha + \beta_1 (\text{Initial price}) + \beta_2 (\text{Offer Size}) + \beta_3 (\text{Age years}) + \beta_4 \left(\frac{\text{SetP1}}{\text{SetP60}} \right) + \beta_5 (\text{DBond}) + \beta_6 (\text{DFDI}) + \beta_7 (\text{DMPI})$$

โดยที่ Y	คือ	ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก (Return P1)
α	คือ	Intercept (ส่วนตัดแกน Y)
Initial Price	คือ	ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก
Offer Size	คือ	มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขาย
Age Years	คือ	อายุบริษัท
SetP1	คือ	ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันแรก
SetP60	คือ	ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันที่หกสิบ
DBond	คือ	การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล
DFDI	คือ	การเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ
DMPI	คือ	การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม

ตารางที่ 4.5: ค่าสถิติจากการคำนวณสมการถดถอย ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO
วันแรก (ReturnP1)

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก	Coefficient	Standard error	P>t
ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก	-0.9373	0.3894	0.018**
มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO	-0.0805	0.0329	0.016**
อายุบริษัท	0.4714	0.2255	0.039**
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันแรก	0.0520	0.0138	0.000***
การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตร	77.6209	38.6275	0.047**
การเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ	-0.0271	0.5084	0.958
การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม	0.0015	0.0020	0.449
ค่าคงที่	-42.9596	18.8146	0.025**
F(7, 93)		4.63	
Prob > F		0.0002	
R-squared		0.2584	
Number of obs		101	

หมายเหตุ *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%
** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5%
* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10%

ข้อมูลจากตารางที่ 4.5 พบว่าตัวแปรที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก (ReturnP1) ได้แก่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในวันนำเสนอขายวันแรก (SetP1) มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ในทิศทางเดียวกัน อายุบริษัท (Age Years) มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ในทิศทางเดียวกัน ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายในวันแรก (Initial Price) มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ในทิศทางตรงข้าม มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO ที่นำเสนอขาย (Offer Size) มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ในทิศทางตรงข้าม ส่วนตัวแปร การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (DMPI) การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (DBond) และการเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (DFDI) ไม่ส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ในวันแรก (ReturnP1) ที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

เนื่องจากข้อมูลดังกล่าวยังไม่ได้ทดสอบความไม่คงที่ในความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน (Heteroscedasticity) จึงแสดงผลดังตารางที่ 4.6

การทดสอบ Heteroscedasticity ซึ่งกำหนดระดับนัยสำคัญที่ 0.05 โดยตั้งสมมุติฐานดังนี้

Ho: Homoskedasticity

Ha: Non-Homoskedasticity

ตารางที่ 4.6: ค่าสถิติทดสอบ ความไม่คงที่ในความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน (Heteroscedasticity)

Source	chi2	df	prob
Heteroskedasticity	53.48	35	0.024
Skewness	19.07	7	0.008
Kurtosis	0.92	1	0.336
Total	73.48	43	0.003

ข้อมูลจากตารางที่ 4.6 ค่า $\chi^2(35) = 53.48$ Prob > $\chi^2 = 0.0236$ ซึ่งผลจากการทดสอบนั้นมีค่าเท่ากับ 0.0236 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 ดังนั้นจึงปฏิเสธ Ho ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ตัวแปรเกิดความไม่คงที่ในความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน Heteroscedasticity จึงต้องการแก้ปัญหา ดังนั้นผู้ศึกษาได้ทำการแก้ปัญหา โดยทำการใช้วิธี กำลังสองน้อยที่สุดถ่วงน้ำหนัก (Weighted Least Squares) หนึ่งตัวแปร โดยตัวแปรที่นำมา Weight คือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันแรก (SetP1) $SetP1 = 1 / SetP1$ เพื่อแก้ปัญหาค่าความไม่คงที่ในความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน การตรวจสอบ Heteroscedasticity ความไม่คงที่ในความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน โดยค่า R-Square ก่อนทำการ Weight เท่ากับ 25.84% และหลัง Weight เท่ากับ 24.16% หลังจากทำการแก้ปัญหาแล้วจึงแสดงผลดังตารางที่ 4.7

ตารางที่ 4.7: ค่าสถิติจากการคำนวณ สมการถดถอยของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก (ReturnP1) หลังจากทำการถ่วงน้ำหนัก (WeighSetP1)

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก	Coefficient	Standard error	P>t
ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก	-1.0153	0.397	0.012**
มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO	-0.0737	0.032	0.025**
อายุบริษัท	0.5194	0.234	0.029**
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันแรก (Weight)	-55431.5400	18868.160	0.004***
การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล	78.0846	41.156	0.061
การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม	-0.2103	0.554	0.705
การเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ	0.0013	0.002	0.524
ค่าคงที่	70.4811	15.905	0.000***
F(7, 93)		4.23	
Prob > F		0.0004	
R-squared		0.2416	
Number of obs		101	

หมายเหตุ *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%
 ** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5%
 * หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10%

ข้อมูลจากตาราง ที่ 4.7 ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก (ReturnP1) สามารถอธิบายได้ดังนี้

ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก (Initial Price) มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% เมื่อราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก เปลี่ยนแปลงไป 1 บาท มีโอกาสที่ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรกเปลี่ยนแปลงไป 1.01% ในทิศทางตรงข้าม

มูลค่าหลักทรัพย์ที่นำเสนอขาย (Offer Size) มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% เมื่อ

มูลค่าหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายเปลี่ยนแปลงไป 10 ล้านบาท มีโอกาสที่ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก (ReturnP1) เปลี่ยนแปลงไป 0.07% ในทิศทางตรงข้าม

อายุบริษัท (Age Years) นัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% เมื่ออายุบริษัทเปลี่ยนแปลงไป 1 ปี มีโอกาสที่ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก (ReturnP1) เปลี่ยนแปลงไป 0.51% ในทิศทางเดียวกัน

ส่วนตัวแปรการเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (DMPI) การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (DBond) การเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (DFDI) นั้นไม่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก (ReturnP1) ที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

โดยคุณภาพของโมเดลที่สามารถอธิบายการ Underprice ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก (ReturnP1) เท่ากับ 24.16% อธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระทั้งหมดสามารถอธิบายความสัมพันธ์ตัวแปรตาม (ReturnP1) ได้ 24.16%

ข้อมูลจากตารางดังกล่าวผู้ศึกษาได้ตั้งข้อสังเกตว่า อายุบริษัท (Age Years) หากยิ่งมากจะทำให้มีผลต่อผลตอบแทนมาก ซึ่งนักลงทุนมองเห็นว่าบริษัทมีความมั่นคง และบริษัทมีการแสดงผลดำเนินงานที่ผ่านมาทำให้นักลงทุนได้รับทราบข้อมูลบางส่วนแล้วจึงเกิดความเชื่อมั่นโดยสะท้อนการ Under Priced อายุยิ่งมากทำให้เกิดการ Underpriced ของหลักทรัพย์ที่มากขึ้น

เนื่องจากข้อมูลหลังจากใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุดที่ถูกถ่วงน้ำหนัก (Weighted Least Squares SetP1) ยังไม่ได้ทดสอบความไม่คงที่ในความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน (Heteroscedasticity) ผู้ศึกษาจึงแสดงข้อมูลดังตารางที่ 4.8

ตารางที่ 4.8: ความแปรปรวนของตัวแปรตามที่คงที่ (Heteroscedasticity) โดยการถ่วงน้ำหนัก (Weight ReturnP1)

Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	47.07	35	0.0836
Skewness	16.27	7	0.0228
Kurtosis	2.71	1	0.0999
Total	66.04	43	0.0135

ข้อมูลดังกล่าวจะต้องถูกทดสอบความไม่คงที่ในความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน (Heteroscedasticity) โดยตั้งสมมุติฐาน

Ho: Homoskedasticity

Ha: Non- Homoskedasticity

ข้อมูลจากตารางที่ 4.8 $\chi^2(35) = 53.48$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0836$ ซึ่งผลจากการทดสอบนั้นมีค่าเท่ากับ 0.0836 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05 ดังนั้นจึงยอมรับ Ho ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% แสดงว่าหลังจาก Weight ReturnP1 แล้ว สามารถแก้ปัญหาค่าความไม่คงที่ในความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน (Heteroscedasticity) ให้หายไป

ตารางที่ 4.9: ค่าสถิติจากการคำนวณ สมการถดถอยของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบ (ReturnP60)

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบ	Coefficient	Standard error	P > t
ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก	-0.3892	0.5215	0.457
มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO	-0.0928	0.0439	0.037**
อายุบริษัท	0.4349	0.3053	0.158
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันที่หกสิบ	0.0473	0.0201	0.021**
การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล	79.2140	51.6140	0.128
การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม	1.4873	0.7073	0.038**
การเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ	0.0032	0.0028	0.254
ค่าคงที่	-36.9870	27.8382	0.187
F(7, 91)		2.46	
Prob > F		0.0236	
R-squared		0.1589	
Number of obs		99	

หมายเหตุ *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%
 ** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5%
 * หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10%

ข้อมูลจากตารางที่ 4.9 ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบ (ReturnP60) สามารถอธิบายได้ดังนี้

มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขาย (Offer Size) มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% เมื่อมูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขายเปลี่ยนแปลงไป 1 บาท มีโอกาสที่ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบ (ReturnP60) เปลี่ยนแปลงไป 0.09% ในทิศทางตรงข้าม

ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันที่หกสิบ (SetP60) มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% เมื่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์วันที่หกสิบ เปลี่ยนแปลงไป 1 จุด มีโอกาสที่ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบ (ReturnP60) เปลี่ยนแปลงไป 0.05% ในทิศทางเดียวกัน

การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (DMPI) มีนัยสำคัญระดับความเชื่อมั่น 95% เมื่อการเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมเปลี่ยนแปลงไป 1 จุด มีโอกาสที่ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบ (ReturnP60) เปลี่ยนแปลงไป 1.49% ในทิศทางเดียวกัน

ส่วนตัวแปร ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก (Initial Price) อายุบริษัท (Age Years) การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (DBond) การเปลี่ยนแปลงของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (DFDI) นั้นไม่ส่งผลต่อการ Underprice ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

โดยใช้ค่า R-Square เป็นตัวชี้วัดคุณภาพของโมเดล ซึ่งที่ค่า R-Square เท่ากับ 15.89% ซึ่งหากเปรียบเทียบกับ อัตราผลตอบแทน ในวันแรก (ReturnP1) ค่า R-Square เท่ากับ 24.16% ซึ่งน้อยกว่า แสดงว่า ตัวแปรของผลตอบแทน ในวันแรก (ReturnP1) มีคุณภาพสามารถอธิบายการ Underprice ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ได้ดีกว่า แต่เนื่องจาก ข้อมูลของ ReturnP60 เป็นการใช้อัตราปิดของหลักทรัพย์ IPO ที่ทำการซื้อขายวันแรก และราคาปิดของหลักทรัพย์ IPO ที่ทำการซื้อขายวันที่หกสิบ มาคำนวณ ต่างจาก ReturnP1 ที่ใช้ ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก (Initial Price) กับราคาปิดของหลักทรัพย์ IPO ที่ทำการซื้อขายวันแรก ซึ่งแปลว่า ReturnP60 เป็นราคาที่ถูกปรับโดยตลาด (Market Adjust) เรียบร้อยแล้วจึงสะท้อนราคาได้ดีกว่า

ผู้ศึกษาได้ตั้งข้อสังเกตว่า ดัชนีตลาดหลักทรัพย์หลังจากที่นำเสนอขายอาจมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ซึ่งจากข้อมูลนั้นได้สอดคล้องกับสมมุติฐาน ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนในวันที่หกสิบ โดยที่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันที่หกสิบ (SetP60) เพิ่มขึ้น 1 จุด จะทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ในวันที่หกสิบเปลี่ยนแปลงไป 0.0473% ในทิศทางเดียวกันอาจกล่าวได้ว่า หากดัชนีตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ผลตอบแทนในวันที่ T จะเพิ่มขึ้น หาก ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ T ลดลง จะทำให้อัตราผลตอบแทนในวันที่ T ลดลงเช่นกัน

เนื่องจากข้อมูลดังกล่าวยังไม่ได้ทดสอบความไม่คงที่ในความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน (Heteroscedasticity) จึงแสดงข้อมูลดังตารางที่ 4.10

ตารางที่ 4.10: ค่าสถิติทดสอบความแปรปรวนของตัวแปรตามที่คงที่ (Heteroscedasticity) ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบ (ReturnP60)

Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	36.08	35	0.418
Skewness	12.86	7	0.0756
Kurtosis	1.63	1	0.2019
Total	50.57	43	0.1995

ข้อมูลดังกล่าวจะต้องถูกทดสอบความไม่คงที่ในความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน Heteroscedasticity โดยตั้งสมมุติฐาน

Ho: Homoscedasticity

Ha: Non-Homoscedasticity

ข้อมูลจากตาราง ที่ 4.10 $\chi^2(35) = 36.080$ Prob > $\chi^2 = 0.418$ ซึ่งผลจากการทดสอบนั้นมีค่าเท่ากับ 0.418 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05 ผลที่ได้ยอมรับ Ho ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% แสดงว่าไม่เกิดความไม่คงที่ในความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน Heteroscedasticity แสดงว่าข้อมูลมีความสมบูรณ์

บทที่ 5

สรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

การศึกษาดังกล่าวใช้ข้อมูล IPO ทั้งหมด 102 หลักทรัพย์ ในช่วงเวลา 2009-2016 มีตัวแปรอิสระคือ ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก (Initial Price) อายุบริษัท (Age Years) มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO (Offer Size) ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันแรก (SetP1) ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันที่หกสิบ (SetP60) การเปลี่ยนแปลงดอกเบี้ยพันธบัตร 1 ปี (DBond) การเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (DFDI) การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมวันแรก (DMPI) ตัวแปรตามได้แก่ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบ เพื่อหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ด้วยการใช้สมการถดถอย (OLS Regression) โดยใช้โปรแกรม Stata ในการคำนวณ

ผู้ศึกษาได้ทำการศึกษา 2 ช่วงระยะเวลาคือ ผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ IPO วันแรก อยู่ที่ 19.94% กับ ผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบ อยู่ที่ 24.56% ซึ่งแตกต่างกัน 4.62% ซึ่งถือว่าไม่แตกต่างกันมากนัก

ปัจจัยที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก ความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันได้แก่ อายุหลักทรัพย์ (Age Years) ปัจจัยที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก ความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามได้แก่ ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก (Initial Price) และมูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO (Offer Size) ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันแรกถ่วงน้ำหนัก (W_SetP1)

ปัจจัยที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบ (ReturnP60) ความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันคือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันที่หกสิบ (SetP60) และ การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (DMPI) และความสัมพันธ์ในทิศตรงข้ามคือ มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO (Offer Size)

โดยปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO เหมือนกันได้แก่ มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO (Offer Size) และโดยที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันแรก (SetP1) มีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบ แต่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก (ReturnP1) แสดงให้เห็นว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ มีนัยสำคัญที่มีผลต่อผลตอบแทนทั้ง 2 ระยะเวลา

5.2 อภิปรายผลการศึกษา

มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO (Offer Size) ที่มีบทบาทเด่นชัดในทั้ง 2 ระยะเวลาแสดงให้เห็นว่า ความต้องการของนักลงทุนสูงกว่าปริมาณหุ้นที่มีอยู่ ทำให้เกิดการ Under Priced สอดคล้องกับงานศึกษา Boudrigaet (2011) โดยผู้ศึกษาได้ตั้งข้อสังเกตว่า สัดส่วนจำนวนหุ้นที่นำเสนอขายนั้นน้อยกว่าเมื่อเทียบกับที่บริษัทถืออยู่ ซึ่งการบริษัทรับความเสี่ยงที่มากกว่าทำให้นักลงทุน มีการคาดการณ์เชื่อมั่นจึงเกิดการ Under Priced อีกสาเหตุที่อาจมีผลต่อการ Under Priced คือ สภาพคล่อง โดยการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายนั้น ซึ่งมีผู้ซื้อและผู้ขาย ผลจากการที่ราคาเปลี่ยนแปลง หากราคาเพิ่มขึ้น หลักทรัพย์ IPO ที่มีมูลค่ามากจะต้องใช้เงินในจำนวนที่มากกว่าเมื่อเทียบกับ หลักทรัพย์ IPO ที่มีมูลค่าน้อยกว่า และสอดคล้องงานวิจัยที่ผ่านมาสนับสนุนแนวคิดที่ว่ามีการเกร็งกำไรในหลักทรัพย์เพราะมีสภาพคล่องที่มากกว่านั่นเอง งานศึกษานี้ไม่สอดคล้องกับ Bouake (2011)

อายุบริษัท (Age Years) งานศึกษาวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีตที่ผ่านมา นั้น ตัวแปรอายุบริษัท นั้นไม่มีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบ โดย Bouake (อ้างใน Carter, 1998 และ Ritter, 1991) อธิบายว่าความสัมพันธ์ระหว่างอายุของบริษัท ก่อนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กับระดับการเกิด Under Priced ของหลักทรัพย์ IPO โดยที่บริษัทที่มีอายุน้อยกว่าจะมีความเสี่ยงที่สูงกว่าบริษัทที่ดำเนินการมานานกว่า ซึ่งบริษัทที่ดำเนินการมานานนั้นมีความเสถียรภาพ และความสามารถในการดำเนินธุรกิจที่นานกว่าอีกทั้งยังมีงบการเงินที่เผยแพร่ต่อสาธารณะ ดังนั้นบริษัทที่มีอายุน้อยนั้นเมื่อซื้อขายวันแรกจะเกิดการ Underpriced มากกว่าในวันแรกมากกว่า ผู้ศึกษาได้ตั้งข้อสังเกตว่า การที่ความสัมพันธ์ที่เป็นไปในทิศทางเดียวกันอาจเป็นเพราะ นักลงทุนที่มีศักยภาพ เช่นนักลงทุน สถาบันและนักลงทุน รายใหญ่ คาดการณ์โดยการประเมินมูลค่า Valuation ว่าในอนาคตบริษัทจะยังคงสามารถทำกำไร และสามารถจ่ายเงินปันผลได้ โดยให้ราคาปัจจุบันที่ต่ำ เมื่อเทียบกับอนาคต ทำให้ความต้องการถือหุ้นมากกว่าความต้องการขายจึงเกิดการ Under Price แต่ปัจจัยดังกล่าวไม่ได้ส่งผลต่อการ Under Price ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบอาจเป็นเพราะมีการรับรู้และสะท้อนราคาตั้งแต่วันแรกที่ทำการซื้อขายจึงทำให้ ในระยะยาวอาจจะเป็นผลดำเนินงานหรือปัจจัยอื่น ๆ ที่อาจส่งผลต่อการ Under Priced

ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก (Initial Price) ในการซื้อขายหลักทรัพย์ในวันแรก โดยมีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO สอดคล้องกับ Vhullar & Bhatnagar (2014) และ Boudriga (2009) อธิบายได้ว่า บริษัทไม่ได้กำหนดราคาโดยพลการ ซึ่งจุดประสงค์ของการเสนอขายหลักทรัพย์ คือการสนับสนุนให้นักลงทุนให้มีส่วนร่วมกับบริษัท ผู้ออกหลักทรัพย์ตั้งราคาค่อนข้างต่ำ เพื่อส่งเสริมให้นักลงทุนมีรายย่อยที่มีศักยภาพ ซึ่งระบบนี้จะนำไปสู่ความต้องการ

ที่มากเกินไปสำหรับหลักทรัพย์ จึงทำให้เกิดการ Under Pricing การศึกษานี้ไม่สอดคล้องกับ Boubaker (2011)

ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (Set Index) ผลการศึกษาพบว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO สอดคล้องกับงานศึกษา ญัฐจิรา คณานุรักษ์ (2557) และกัลยานี ภาคออต (2559) ทำการศึกษาโดยใช้ การเปลี่ยนแปลงดัชนีตลาดหลักทรัพย์ระหว่างวันแรกของการซื้อขายของ หุ้นไอพีโอแต่ละหุ้นกับดัชนีก่อนวันซื้อขายวันแรก 20 วันเป็นตัววัดผล โดยผลที่ได้คือ มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกัน โดยได้อธิบายไว้ว่า ผู้จำหน่ายหลักทรัพย์จะกำหนดวันเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรกในช่วงที่มีการซื้อขายอย่างหนาแน่น เพราะมีสภาพคล่องสูง

ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (DMPI) ผลการศึกษาพบว่า มีความสัมพันธ์ ในทิศทางเดียว กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันที่หกสิบ (ReturnP60) ซึ่งงานศึกษา Güntürkün (2012) ได้ศึกษา ปัจจัย ดัชนีราคาผู้บริโภค Consumer Confidence Index (CCI) การศึกษาในช่วงปี 2006-2011 พบว่า มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกับผลตอบแทน

ตัวแปรที่ไม่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ได้แก่การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (DBond) ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว เนื่องจากการเข้าทำการซื้อขายของหลักทรัพย์ นักลงทุนที่ลงทุนในตราสารทุนและตราสารหนี้ไม่ได้อยู่ในตลาดเดียวกันและการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยอาจไม่มีนัยสำคัญต่อการตัดสินใจขายพันธบัตรเพื่อมาลงทุนในหลักทรัพย์ IPO การเปลี่ยนแปลงของดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (DMPI) ในวันแรกของการซื้อขาย ปัจจัยนี้ยังไม่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO เนื่องจากความไม่แน่นอนของหลักทรัพย์ที่เพิ่งเข้าตลาดในวันแรกซึ่งนักลงทุนอาจใช้ปัจจัยภายในมาพิจารณามากกว่า แต่เมื่อหลักทรัพย์ได้เข้าตลาดไประยะหนึ่งนักลงทุน อาจใช้ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมนี้ในการคาดคะเนผลการดำเนินงานของบริษัทจึงสะท้อนออกมาทางราคาหลักทรัพย์นั่นเอง

ดัชนีการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (DFDI) ตัวแปรนี้ไม่ส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO เนื่องจากเป็นการลงทุนโดยตรงภายในประเทศ เช่น โรงงาน โครงสร้างพื้นฐาน เป็นต้น จากผลการวิจัยจะเห็นได้ว่าตัวแปรส่วนใหญ่เกิดจากปัจจัยภายในบริษัทเองที่ทำให้เกิดการ Under Priced เนื่องจากปัจจัยภายนอก จึงไม่ได้ส่งผลกระทบต่อผลประกอบการในทันทีทันใดซึ่งสะท้อนในรูปแบบผลประกอบการซึ่งจะต้องรอประกาศงบของแต่ละบริษัท

5.3 ข้อเสนอแนะ

การศึกษาเป็นการ Buy-And-Hold เป็นวิธีที่นิยมใช้กันในงานศึกษาวิจัย โดย นันทินี วิทเลย์ศปัญญา (อ้างใน Fama, 1988) กล่าวว่าด้วยวิธีนี้อาจทำให้เกิดการโน้มเอียง Bias ทำให้ผลตอบแทนเกินจริง เนื่องจาก หลักทรัพย์ IPO ที่จำหน่ายในช่วงระยะเวลาใกล้เคียงกัน ทำให้เกิดความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่คำนวณได้ จึงแนะนำให้เปลี่ยนวิธีการทดสอบจึงให้ผลที่แตกต่าง

สำหรับนักลงทุนที่ได้อ่านงานศึกษานี้ซึ่งเป็นการศึกษาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลในอดีตมิได้ยืนยันว่าข้อมูลในอนาคตนั้นผลตอบแทนจะเท่าเดิมหรือมากกว่า การลงทุนมีความเสี่ยงผู้ศึกษาควรศึกษาลักษณะบริษัท และโครงสร้างการดำเนินธุรกิจให้เข้าใจก่อนลงทุน เพราะการศึกษานี้เป็นการศึกษาภาพกว้างและใช้ข้อมูลจำนวน 102 หลักทรัพย์ในการคำนวณหาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO

การศึกษาในครั้งนี้ปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคมาใช้ ดังนั้นผลกระทบของเศรษฐกิจอาจส่งผลไม่แน่ชัดหรืออาจส่งผลทางอ้อม ผู้ลงทุนควรติดตามและวิเคราะห์ข้อมูลเศรษฐกิจทั้งในและต่างประเทศประกอบการตัดสินใจ และปรับกลยุทธ์ตามสภาพตลาดใน ณ เวลานั้น ๆ

การศึกษานี้อาจมีความคลาดเคลื่อนเนื่องจากบริษัทออกหลักทรัพย์ IPO อาจตั้งราคาต่ำกว่าปกติเพื่อดึงดูดนักลงทุนหรือด้วยเหตุผลอื่น ดังนั้นตัวแทนของข้อมูลอาจไม่สมบูรณ์ ควรเพิ่มข้อมูลหรือเพิ่มระยะเวลาของปีที่เก็บข้อมูลเพื่อให้ข้อมูลมีความน่าเชื่อถือมากขึ้น

การศึกษานี้เป็นการเก็บข้อมูลติดต่อกันซึ่งข้อมูลในอดีตอาจมีข้อมูลคลาดเคลื่อนเช่น วันหยุดยาว วันสำคัญต่างๆ หรือ วิกฤตเศรษฐกิจการต้มยำกุ้ง และวิกฤตการณ์แฮมเบอร์เกอร์ หากเป็นไปได้ควรแยกระยะเวลาดังกล่าวเพื่อเปรียบเทียบ โดยผลที่ได้อาจแตกต่างกันไปตามช่วงระยะเวลา

ในการออกหลักทรัพย์ IPO อาจมีความไม่สมมาตรในการรับรู้ข่าวสาร (Asymmetric Information) ซึ่งอาจเป็นตัวแปรที่มีผลต่อการ Under Priced เพราะข่าวสารอาจไม่ทั่วถึงทุกกลุ่มของนักลงทุน ซึ่งในการศึกษานี้ไม่ได้นำตัวแปรดังกล่าวศึกษา หากผู้สนใจศึกษาโดยทำการเพิ่มตัวแปรซึ่งจะได้ตัวแปรที่อธิบายผลเพิ่มขึ้นซึ่งจะเป็นประโยชน์กับนักลงทุนและผู้ศึกษา

ปัจจัยทางเศรษฐกิจยังมีตัวแปรที่สามารถนำมาใช้อีกจำนวนมาก เช่น อัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ยเงินฝากเงินฝาก การส่งออก ต้นทุนทางการเงิน ต้นทุนขาย กำไรต่อหุ้น เป็นต้น มาใช้ในการศึกษา โดยนำมาซึ่งความหลากหลายของผลทดสอบและคำอธิบายงานวิจัยที่ศึกษาอยู่ที่เพิ่มขึ้น

บรรณานุกรม

- กัลป์ยานี ภาคอิต. (2559). ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ไทย. *วารสารมหาวิทยาลัยศิลปากร*, ๙(1).
- ณัฐจิรา คณานุรักษ์. (2554). *ผลกระทบของการตั้งราคา IPO ต่อชื่อเสียงวาณิชยกรรม*. การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ดัชนีตลาดหลักทรัพย์. (2559ก). สืบค้นจาก <http://siamchart.com/stock/>.
- ดัชนีตลาดหลักทรัพย์. (2559ข). สืบค้นจาก <http://www.setsmart.com/ism/login.jspbot.or.th/statistics/BOTWEBSTAT.aspx?reportID=401&language=TH>.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2559). *ข้อมูลวันที่จดทะเบียน อายุบริษัท ราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรก มูลค่าหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขาย ราคาหลักทรัพย์ IPO ที่ซื้อขายวันแรก และวันที่หกลบ*. สืบค้นจาก http://www.settrade.com/C13_StockIpo.jsp.
- นนทินี วิทย์เลิศปัญญา. (2553). *บทบาทของตัวกลางและสัดส่วนนักลงทุนสถาบันต่อหุ้นเข้าใหม่ในตลาดหลักทรัพย์เพื่อทางเลือกในการลงทุน (MAI)*. การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด. (2551). สืบค้นจาก <https://www.salamanderr.wordpress.com/2008/12/16/>.
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2559ก). *ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม*. สืบค้นจาก <http://www2.bot.or.th/statistics/BOTWEBSTAT.aspx?reportID=401&language=TH>.
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2559ข). *การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ*. สืบค้นจาก <http://www2.bot.or.th/statistics/BOTWEBSTAT.aspx?reportID=654&language=THA>.
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2559ค). *ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล*. สืบค้นจาก <https://www.bot.or.th/Thai/Statistics/FinancialMarkets/InterestRate/Pages/InterestRate.aspx>.
- ณัชชล เอื้อศิริพันธ์. (2554). *ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. การศึกษาอิสระปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.

- ปริญานุษ เหมือนขาว และกฤษฎาภรณ์ รุจิธำรงกุล. (2558). *ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยรังสิต.*
- ปัจจัยที่มีผลกระทบกับหุ้น.* (2558). สืบค้นจาก <http://cymiz.com/forum/index.php?topic=1966.0>.
- ภารตี รัตมี. (2554). *Underpricing and Firm Quality: Evidence from Thai IPO Firms.* การศึกษาอิสระปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- วิศิษฐ์ องค์พิพัฒนกุล. (2549). *Signaling Theory.* สืบค้นจาก <http://thaiknowledgemanagement.blogspot.com/2006/12/signaling-theory.html>.
- Binti, N., Bakara A., & Uzakib, K. (2013). An Empirical Study of Initial Public Offerings Underpricing For Shariah-compliant Companies: The Case of Malaysian Market. *International Journal of Economics, Business and Finance. International Journal of Economics, Business and Finance, 1(9).*
- Boudriga, A., Slama, S.B., & Boulila, N. (2009). What determines IPO underpricing? Evidence from a frontier market, MPRA Paper. *Journal of Insurance and Financial Management, 2(1).*
- Finn, F.J., & Higham, R. (1988). The Performance of Unseasoned New Equity Issues-Cum-Stock Exchange Listings in Australia. *Journal of Banking and Finance, 12,* 333-351.
- Güntürkün, M.H., Gürarda, S., & Erdoğan, H.H. (2012). Impact of Macroeconomic Factors on Underpricing of Initial Public Offerings before and after the Recent Global Financial Crisis Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Journal of Applied Finance & Banking, 2(5),* 261-273.
- Ibbotson, R.G. (1975). Price Performance of Common Stock New Issues. *Journal of Financial Economics, 2(3),* 235-272.
- Mohan, R. (2007). A Panel Data Analysis of FDI, Trade Openness, and Liberalization on Economic Growth of the ASEAN-5. *The Empirical Economics Letters, 4(1).*
- Ritter, J. R. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance, 46(1),* 3-27.

Vhullar, P. S., & Bhatnagar, D. (2014). Analysis of facting Short Term Performance IPOs India. *Pacific Bussiness International*, 7(5).



ประวัติผู้เขียน

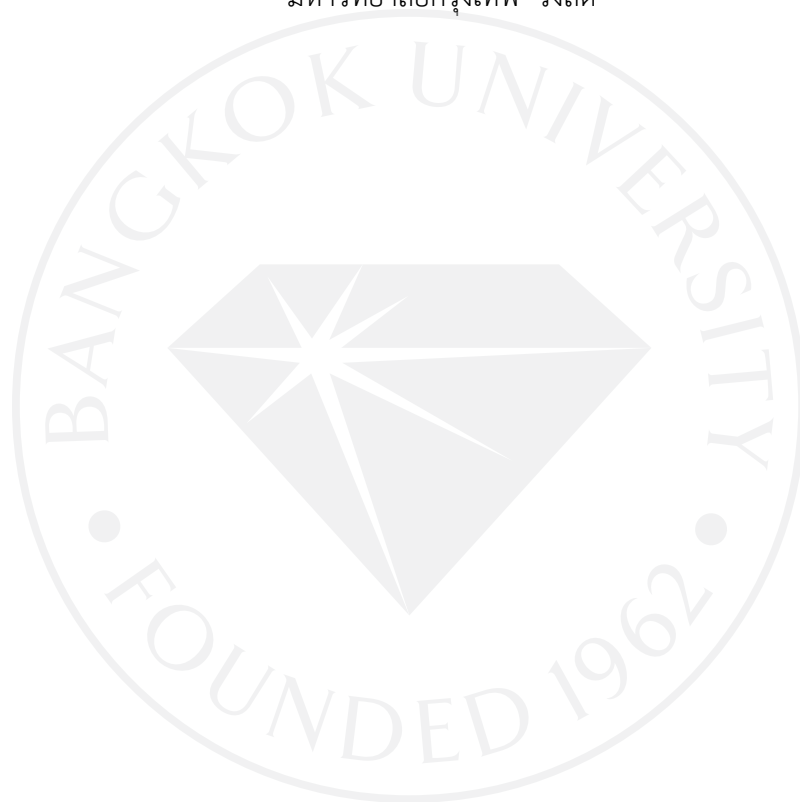
ชื่อ-นามสกุล

นายสายรุ่ง แก้วสิงห์

อีเมล

sairung.kk@gmail.com

ประวัติการศึกษา

ปริญญาตรี คณะบริหารธุรกิจ ภาควิชาการจัดการ
มหาวิทยาลัยกรุงเทพ รังสิต

สัญญาฉบับนี้ทำขึ้นสองฉบับ มีข้อความเป็นอย่างเดียวกัน คู่สัญญาได้อ่านและเข้าใจข้อความในสัญญาโดยละเอียดแล้ว จึงได้ลงลายมือชื่อไว้เป็นสำคัญต่อหน้าพยาน และเก็บรักษาไว้ฝ่ายละฉบับ

ลงชื่อ.....
(*ดิบุรุษ แสงสว่าง*)

ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ

ลงชื่อ.....
(อาจารย์ อัญญา จุลพิสิฐ)
ผู้อำนวยการสำนักหอสมุดและศูนย์การเรียนรู้

ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิ

ลงชื่อ.....
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ กฤติกา ลีมลาลัย)
รองคณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

พยาน

ลงชื่อ.....
(ดร.สุเมณี ศุภกรโกศล)
ผู้อำนวยการหลักสูตร/ ผู้รับผิดชอบหลักสูตร

พยาน