

การเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนต่ำกว่ามูลค่าทางทฤษฎี กรณีศึกษา บริษัทที่  
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

IPOs Underpricing: Evidence from Stock Exchange of Thailand



การเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนต่ำกว่ามูลค่าทางทฤษฎี กรณีศึกษา บริษัทที่จดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

IPOs Underpricing: Evidence from Stock Exchange of Thailand



การค้นคว้าอิสระเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน  
มหาวิทยาลัยกรุงเทพ  
ปีการศึกษา 2560



© 2560

ชูเกียรติ มงคลเกียรติชัย

สงวนลิขสิทธิ์

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยกรุงเทพ  
อนุมัติให้การค้นคว้าอิสระเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน

เรื่อง การเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน: กรณีศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด  
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผู้วิจัย ชูเกียรติ มงคลเกียรติชัย

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

อาจารย์ที่ปรึกษา

(ดร.กนต์พนัส ดำรงวงศ์)

ผู้เชี่ยวชาญ

(ดร.สุมนี ศุภกรโกศล)

(ดร.คันสนีย์ เทพปัญญา)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

12 ธันวาคม 2560

ชูเกียรติ มงคลเกียรติชัย. ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน, ธันวาคม 2560,  
บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

การเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนต่ำกว่ามูลค่าทางทฤษฎี: กรณีศึกษาบริษัทที่จดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (39 หน้า)

อาจารย์ที่ปรึกษา: ดร.กนต์พนัส ดำรงวงศ์

### บทคัดย่อ

กรณีศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการประเมินมูลค่าทางทฤษฎี (Theoretical Intrinsic Value) ของราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน (Initial Public Offering: IPO) โดยใช้ชุดข้อมูลทั้งหมด 123 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2548 ถึงปี พ.ศ. 2559 จำนวนระยะเวลา 12 ปี สังเกตว่ามีผลตอบแทนที่สูงผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ จากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน คือราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก (Price Closing First-Day) สูงกว่าราคาเสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน (Underpricing) หรือมีการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนต่ำกว่ามูลค่าทางทฤษฎี

ผลการศึกษาพบว่ามีผลตอบแทนที่สูงผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ ผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นจากราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรกสูงกว่าราคาเสนอขายโดยเฉลี่ย 28.05% ทดสอบค่าเฉลี่ยโดยใช้วิธีทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) รวมทั้งประเมินมูลค่าระหว่างราคาหลักทรัพย์กับรายได้บริษัท (Earning) ซึ่งการเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรกเป็นปรากฏการณ์ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ ว่าราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนต่ำกว่ามูลค่าทางทฤษฎี (Underpricing)

คำสำคัญ: มูลค่าทางทฤษฎี, ราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน, ราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก, รายได้บริษัท

Mongkonkietichai, C. M.S. (Finance), December 2017, Graduate School,  
Bangkok University.

IPOs Underpricing: Evidence from Stock Exchange of Thailand. (39 pp.)

Advisor: Konpanas Dumrongwong, Ph.D.

## ABSTRACT

The purpose of this research was to study the Theoretical Intrinsic Value of Initial Public Offering (IPO), using a total of 123 companies listed on the Stock Exchange of Thailand with a period of 12 years between 2005 to 2016. It was observed that the returns from the investment in Initial Public Offering were significantly unusually high, that is, Price Closing First Day was higher than the Initial Public Offering (Underpricing) or the Initial Public Offering were more underpriced than the Theoretical Intrinsic Value.

The results showed that there were significantly unusually high returns. The upside from the Price Closing First Day was 28.05% significantly higher than the average offering price. The average value of the stock was based on descriptive statistics and the valuation between the stock price and earning. The increase of Closing Price First Day was a phenomenon in the valuation of securities to show that the Initial Public Offering was lower than the Theoretical Intrinsic Value (Underpricing).

*Keywords: Theoretical Intrinsic Value, Initial Public Offering, Price Closing First-Day, Earning*

### กิตติกรรมประกาศ

การเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนต่ำกว่ามูลค่าทางทฤษฎี กรณีศึกษาหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาในหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยกรุงเทพ ผู้วิจัยงานวิจัยฉบับนี้ขอขอบพระคุณอาจารย์ ดร.กนต์พนัส ดำรงวงศ์ เป็นอย่างสูงที่ได้สละเวลาในการให้คำปรึกษาและแก้ไขข้อบกพร่องทำให้งานวิจัยฉบับนี้สำเร็จสมบูรณ์ ขอขอบพระคุณคณาจารย์หลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยกรุงเทพทุกท่านที่ได้ประสิทธิประสาทวิชาความรู้ ให้คำแนะนำด้านวิชาการเพื่องานวิจัยฉบับนี้สมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

ขอขอบพระคุณธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ที่ได้ให้การสนับสนุนการศึกษา และอำนวยความสะดวกงานวิจัยฉบับนี้สำเร็จลุล่วงด้วยดี ขอขอบคุณ บิดา มารดา และครอบครัว ที่ได้ให้กำลังใจเสมอมาตลอดการทำงานวิจัยฉบับนี้ และขอบคุณเพื่อนนักศึกษามหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยกรุงเทพทุกท่าน ที่ได้ให้ความช่วยเหลือแก่ผู้วิจัยเสมอมา ผู้วิจัยจึงขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูง มาไว้ ณ โอกาสนี้

ชูเกียรติ มงคลเกียรติชัย

## สารบัญ

|                                                                                | หน้า |
|--------------------------------------------------------------------------------|------|
| บทคัดย่อภาษาไทย                                                                | ง    |
| บทคัดย่อภาษาอังกฤษ                                                             | จ    |
| กิตติกรรมประกาศ                                                                | ฉ    |
| สารบัญตาราง                                                                    | ณ    |
| สารบัญภาพ                                                                      | ญ    |
| บทที่ 1 บทนำ                                                                   |      |
| 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา                                             | 1    |
| 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย                                                    | 2    |
| 1.3 ขอบเขตของงานวิจัย                                                          | 2    |
| 1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ                                                  | 2    |
| 1.5 คำนิยามศัพท์เฉพาะ                                                          | 3    |
| บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง                                  |      |
| 2.1 แนวคิด ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง                                                  | 5    |
| 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง                                                      | 7    |
| บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย                                                       |      |
| 3.1 ประเภทของงานวิจัย                                                          | 9    |
| 3.2 ข้อมูลและแหล่งข้อมูล                                                       | 9    |
| 3.3 สมมติฐานในการวิจัย                                                         | 10   |
| 3.4 วิธีการดำเนินการวิจัย                                                      | 11   |
| บทที่ 4 การวิเคราะห์ข้อมูล                                                     |      |
| 4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน | 14   |
| 4.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลการประเมินค่ามูลราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก                | 17   |
| 4.3 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลค่าผลตอบแทนหลักทรัพย์                                  | 19   |
| บทที่ 5 สรุปผล และอภิปรายผล                                                    |      |
| 5.1 สรุปผลการศึกษา                                                             | 23   |
| 5.2 ข้อเสนอแนะเพื่อการนำไปใช้                                                  | 24   |
| 5.3 ข้อจำกัดในการวิจัย                                                         | 24   |

## สารบัญ (ต่อ)

|                                                                   | หน้า |
|-------------------------------------------------------------------|------|
| บรรณานุกรม                                                        | 25   |
| ภาคผนวก                                                           | 26   |
| ประวัติผู้เขียน                                                   | 39   |
| เอกสารข้อตกลงว่าด้วยการขออนุญาตให้ใช้สิทธิในรายงานการค้นคว้าอิสระ |      |



## สารบัญตาราง

|                                                                                           | หน้า |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| ตารางที่ 4.1: ผลการทดสอบสมมติฐานค่าเฉลี่ยมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรก<br>ต่อประชาชน | 15   |
| ตารางที่ 4.2: ผลทดสอบสมมติฐานค่ามัธยฐานมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรก<br>ต่อประชาชน   | 16   |
| ตารางที่ 4.3: ผลการทดสอบสมมติฐานค่าเฉลี่ยมูลค่าราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก                    | 18   |
| ตารางที่ 4.4: ผลทดสอบสมมติฐานค่ามัธยฐานมูลค่าราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก                      | 18   |
| ตารางที่ 4.5: ผลการทดสอบสมมติฐานค่าเฉลี่ยผลตอบแทน                                         | 20   |
| ตารางที่ 4.6: ผลการทดสอบสมมติฐานค่ามัธยฐานผลตอบแทน                                        | 21   |



## สารบัญภาพ

ภาพที่ 2.1: แผนภูมิเส้นแสดงอุปสงค์และอุปทาน

หน้า

6



## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

กระแสการระดมเงินทุนของหน่วยธุรกิจผ่านการซื้อขายหลักทรัพย์เข้ามามีบทบาทมากขึ้น เมื่อมีการก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) เมื่อปี พ.ศ. 2517 เพื่อให้ดำเนินงานในรูปของหน่วยงานที่มีได้มุ่งหวังกำไร โดยทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางซื้อขายหลักทรัพย์ รวมทั้งกำหนดกฎเกณฑ์ ให้การซื้อขายหลักทรัพย์เป็นไปด้วยความมีระเบียบ คล่องตัว และยุติธรรม

โดยบริษัทที่จะเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนได้ ต้องเป็นบริษัทมหาชน จำกัด ซึ่งต้องมีคุณสมบัติเป็นไปตามหลักเกณฑ์ในเรื่องการกำกับธุรกิจที่ดี แสดงถึงความมั่นคงทางการเงินและผลการดำเนินงานเติบโตอย่างต่อเนื่องก่อนเข้าสู่ตลาด ซึ่งการระดมทุนจากตลาดเงินและตลาดทุนโดยตรง แทนการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน จำเป็นต้องใช้บริการของวาณิชธนกิจ (Investment Banking: IB) ที่เป็นมืออาชีพในการบริหารการออกหลักทรัพย์ (Originator) เนื่องจากการออกหลักทรัพย์เพื่อขายหลักทรัพย์ในตลาดแรก มีความยุ่งยากและมีความเสี่ยงในการขายหลักทรัพย์อยู่มาก โดยเฉพาะในกรณีที่มีการระดมทุนเป็นจำนวนมาก

วาณิชธนกิจจึงเข้ามามีบทบาทริเริ่มให้กับบริษัทว่าจะจัดหาเงินทุนโดยวิธีใด จึงจะเหมาะสมกับโครงสร้างธุรกิจของบริษัท ทั้งนี้ประเด็นที่นักวิจัย นักวิชาการสาขาการเงิน เกือบทั่วโลกให้ความสนใจเป็นอย่างมาก คือมีการตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนต่ำกว่ามูลค่าทางทฤษฎี ส่งผลให้มีผลตอบแทนที่สูงผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน (Initial Public Offering: IPO) ซึ่งต่างก็ยืนยันถึงผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ

คำถามที่เกิดขึ้น คือทำไมผู้บริหารของบริษัทจึงยินยอมขายหลักทรัพย์ของบริษัทให้กับนักลงทุนในราคาต่ำกว่ามูลค่าทางทฤษฎี หรือการที่บริษัทจำเป็นต้องขายหลักทรัพย์ของบริษัทในราคาต่ำกว่ามูลค่าทางทฤษฎีนั้น เพื่อเป็นการชดเชยความเสี่ยงให้กับนักลงทุน เนื่องจากหลักทรัพย์ที่นำออกเสนอขายต่อประชาชนนั้นเป็นหลักทรัพย์ใหม่ ไม่เคยมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มาก่อน ดังนั้นนักลงทุนจึงต้องเผชิญความเสี่ยงเกี่ยวกับสภาพคล่องที่ไม่แน่นอนของหลักทรัพย์ อีกทั้งไม่สามารถหาข้อมูลอ้างอิงเกี่ยวกับราคาหลักทรัพย์ในตลาดรอง (Secondary Market) เหล่านี้ได้ อย่างไรก็ตามคำอธิบายนี้ไม่สามารถใช้อธิบายได้ เมื่อนักลงทุนต้องการชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ในช่วงระหว่างการจองซื้อหลักทรัพย์ จนถึงวันแรกทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ และเป็นไปไม่ได้ที่ความเสี่ยงของหลักทรัพย์จะหมดไปทันที เมื่อเริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์

ประเด็นเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนที่กล่าวมาข้างต้น ได้รับความสนใจ และมีการศึกษาจากนักวิจัย นักวิชาการสาขาการเงิน แต่ก็ไม่สามารถอธิบายที่เป็นข้อสรุปได้ถึงปรากฏการณ์ผลตอบแทนที่สูงผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น งานวิจัยฉบับนี้จึงมุ่งหมายที่จะประเมินการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนเปรียบเทียบกับมูลค่าทางทฤษฎี กรณีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และอธิบายถึงผลการวิจัยเชิงประจักษ์พร้อมทั้งเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

- 1.2.1 เพื่อศึกษาราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนเปรียบเทียบกับมูลค่าทางทฤษฎี
- 1.2.2 เพื่อศึกษาราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรกเปรียบเทียบกับมูลค่าทางทฤษฎี
- 1.2.3 เพื่อศึกษาผลตอบแทนที่เกิดจากการลงทุนในหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน

## 1.3 ขอบเขตของงานวิจัย

- 1.3.1 ข้อมูลทางสถิติ คือข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) ไม่รวมตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure Fund: IFF) ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust: REIT) และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure Trust)
- 1.3.2 ข้อมูลทางสถิติตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2548 ถึงปี พ.ศ. 2559 จำนวนระยะเวลา 12 ปี เป็นข้อมูลทั้งสิ้น 123 บริษัท ณ ราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนและราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก
- 1.3.3 ศึกษาราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนและราคาหลักทรัพย์วันแรกเปรียบเทียบกับกำไรประเมินมูลค่าทางทฤษฎี โดยใช้สถิติเชิงพรรณนาทดสอบค่าทางสถิติ พร้อมทั้งทดสอบสมมติฐานงานวิจัยฉบับนี้

## 1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

- 1.4.1 นักลงทุนสามารถคาดการณ์แนวโน้มราคาปิดหลักทรัพย์วันแรกจากการประเมินมูลค่าทางทฤษฎี และเป็นข้อมูลพิจารณาตัดสินใจลงทุนหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.4.2 ผู้ที่สนใจศึกษาบทวิเคราะห์ ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการประเมินมูลค่าทางทฤษฎี ในการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 1.5 คำนิยามศัพท์เฉพาะ

### 1.5.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET)

แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 1 (พ.ศ. 2504 - 2509) เพื่อรองรับการเติบโต และส่งเสริมความมั่นคงทางเศรษฐกิจและพัฒนาคุณภาพชีวิตของประชาชน ต่อมาแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 2 (พ.ศ. 2510 - 2514) ได้เสนอให้มีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ที่มีระบบระเบียบขึ้นเป็นครั้งแรก โดยเน้นให้มีบทบาทสำคัญในการเป็นแหล่งระดมเงินทุน เพื่อสนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมของประเทศ หลังจากนั้นได้มีการประกาศใช้พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 โดยมีวัตถุประสงค์ เพื่อจะจัดให้มีแหล่งกลางสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อส่งเสริมการออมทรัพย์และการระดมเงินทุนในประเทศ ตามมาด้วยการแก้ไขบทบัญญัติเกี่ยวกับรายได้เพื่อให้สามารถนำเงินออมมาลงทุนในตลาดทุนได้ ในปี พ.ศ. 2518 รูปแบบทางกฎหมายต่าง ๆ ได้รับการปรับแก้จนลงตัว และในวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภาษาอังกฤษในขณะนั้นคือ (The Securities Exchange of Thailand) ได้เปิดทำการซื้อขายขึ้นอย่างเป็นทางการครั้งแรก และได้ทำการเปลี่ยนชื่อภาษาอังกฤษเป็น The Stock Exchange of Thailand (SET) เมื่อวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2534

### 1.5.2 มูลค่าทางทฤษฎี (Theoretical Intrinsic Value)

มูลค่าทางทฤษฎี คือมูลค่าของบริษัทหรือหลักทรัพย์ที่ยืนอยู่บนปัจจัยพื้นฐานของทุก ๆ อย่าง ทั้งในรูปแบบที่จับต้องได้และจับต้องไม่ได้ การประเมินมูลค่าทางทฤษฎีของหลักทรัพย์ นักลงทุน คาดหวังว่าจะเจอการลงทุนที่คุ้มค่า จึงใช้เทคนิคต่าง ๆ คำนวณหามูลค่าทางทฤษฎี ถ้าราคาหลักทรัพย์ในตลาดต่ำกว่ามูลค่ามากหรือหลักทรัพย์คุณค่า (Value Stock) ควรซื้อหลักทรัพย์เก็บไว้ เพราะเชื่อว่า ในที่สุดราคาหลักทรัพย์ก็จะปรับตัวขึ้นไปที่ราคาที่แท้จริง หรือราคาที่ควรจะเป็น ในทางตรงกันข้าม ถ้าราคาหลักทรัพย์สูงกว่ามูลค่า ก็ไม่ควรซื้อหรือถ้ามีหลักทรัพย์อยู่ก็ควรขาย เพราะในที่สุดราคาหลักทรัพย์ก็จะปรับตัวลงมากหามูลค่า แต่ปัญหาของการคำนวณหามูลค่าทางทฤษฎีคืออะไรคือมูลค่าทางทฤษฎี และจะคำนวณหาได้อย่างไร

### 1.5.3 การเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน (Initial Public Offering: IPO)

การที่บริษัทต้องการแหล่งเงินทุนเพื่อขยายธุรกิจ บริษัทผู้เสนอขายหลักทรัพย์ (Issuer) ก็จะปรึกษากับที่ปรึกษาทางการเงินจัดทำหนังสือชี้ชวนการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ให้มีข้อมูลครบถ้วน ถูกต้อง เพื่อให้ให้นักลงทุนอ่านทำความเข้าใจก่อนตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์ได้ โดยจะต้องทำผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับความเห็นชอบจาก สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาด

หลักทรัพย์ (Securities and Exchange Commission: SEC) และต้องจัดทำหนังสือชี้ชวนตามหลักเกณฑ์ โดยบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตจัดจำหน่ายให้เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน แต่ครั้งจะไม่มีเกณฑ์แน่นอนว่าจะจองด้วยวิธีใด ผ่านช่องทางไหน จ่ายเงินอย่างไร หรือจัดสรรอย่างไร ผู้ลงทุนจะต้องศึกษารายละเอียดต่างๆ จากหนังสือชี้ชวนเอง เมื่อหลักทรัพย์ได้รับจัดสรรเรียบร้อยแล้ว ก็จะถูกเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้ผู้ถือหลักทรัพย์มีโอกาสซื้อขายเปลี่ยนมือบนกระดานตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

#### 1.5.4 ราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก (Price Closing First-Day)

การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์สำหรับการเสนอซื้อเสนอขายแต่ละครั้ง ต้องเป็นไปตามช่วงราคาที่กำหนด โดยราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก คือราคาปิดของวันแรกหลังจากที่หลักทรัพย์เข้าตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งขึ้นอยู่กับระดับราคาของแต่ละหลักทรัพย์

#### 1.5.5 วาณิชธนกิจ (Investment Banking: IB)

คือกิจกรรมทางการเงินที่มีไว้เพื่อการระดมทุนให้แก่หน่วยธุรกิจต่าง ๆ โดยการเสนอขายตราสารทางการเงินหรือหลักทรัพย์ เช่น พันธบัตร หุ้นกู้ หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นสามัญ และหน่วยลงทุนให้แก่ประชาชนทั่วไป นับเป็นการระดมเงินออมจากประชาชนเพื่อนำไปใช้ลงทุนในธุรกิจโดยตรง ซึ่งวาณิชธนกิจมีหน้าที่ที่สำคัญ ดังนี้

1. ริเริ่มการออกหลักทรัพย์ (Originator) เป็นผู้ริเริ่มให้กับบริษัทว่าจะจัดหาเงินทุนโดยวิธีใด จะออกหุ้นชนิดใด ในราคาใด จึงจะเหมาะสมกับโครงสร้างธุรกิจของบริษัท
2. รับประกันการขาย (Underwriter) เป็นผู้รับประกันว่าจะขายหลักทรัพย์นั้นให้ทั้งหมดหรือตกลงจะรับซื้อหลักทรัพย์เป็นบางส่วน ถ้าหลักทรัพย์นั้นขายไม่หมด ทำให้บริษัทได้รับเงินทุนครบตามจำนวนที่ต้องการได้
3. จัดจำหน่าย (Distributor) โดยจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่หรือที่มีจำหน่ายอยู่แล้วให้กับผู้ลงทุน อาจทำหน้าที่ทั้งหมดเพียงผู้เดียว หรืออาจจะร่วมกันทำหน้าที่ระหว่างหลาย ๆ วาณิชธนกิจก็ได้ เรียกว่า Syndication
4. ค้าหลักทรัพย์ (Dealer) ทำหน้าที่เป็นผู้ค้าหลักทรัพย์ที่มีการจำหน่ายอยู่แล้ว อาจเป็นการซื้อไว้เพื่อเก็งกำไรเอง หรือซื้อไว้เนื่องจากรับประกันการขายไว้และขายไม่หมดจนต้องรับซื้อไว้ก็ได้
5. ตัวแทนหรือนายหน้า (Broker) เป็นตัวแทนให้ผู้ลงทุนในการซื้อขายหลักทรัพย์ทุกชนิดตามความต้องการของนักลงทุน ไม่ว่าหลักทรัพย์นั้นจะอยู่ในหรือนอกตลาดหลักทรัพย์ก็ตาม
6. ที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Advisor) ให้บริการธุรกิจ โดยเป็นที่ปรึกษาทางการเงินไม่ว่าในด้านของการลงทุน ด้านซื้อขายหลักทรัพย์และข่าวสารเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์

## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยฉบับนี้เป็นการศึกษาการประเมินราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนต่ำกว่ามูลค่าทางทฤษฎี ส่งผลให้มีผลตอบแทนที่สูงผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญจริงหรือไม่ ซึ่งมีแนวคิดทฤษฎี และผู้วิจัยได้มีการรวบรวมทฤษฎีที่เกี่ยวข้องดังหัวข้อต่อไปนี้

#### 2.1 แนวคิด ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

##### 2.1.1 สมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis: EMH)

เป็นตลาดแข่งขันสมบูรณ์ ซึ่งเชื่อว่ามูลค่าทางทฤษฎีของหลักทรัพย์เท่ากับราคาตลาดเสมอ แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ณ เวลาใดเวลาหนึ่งจะเป็นข้อมูลสะท้อนข่าวสารอย่างสมบูรณ์ หากการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนในตลาดตั้งอยู่บนพื้นฐานของการคาดคะเน ด้วยเหตุผล (Rational Expectations) ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้นหรือลดลงอย่างรวดเร็ว เมื่อมีข้อมูลข่าวสารใหม่ๆ เข้ามา ดังนั้นจึงไม่มีใครสามารถทำกำไรเกินปกติได้ ผลกำไรที่นักลงทุนได้รับจะเป็นกำไรในระดับปกติ (Normal Profit) สามารถกล่าวอีกอย่างหนึ่งว่าการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์จะสอดคล้องกับข่าวสารข้อมูลการเปลี่ยนแปลงในปัจจุบันพื้นฐานของบริษัท ในระบบการแข่งขันเสรีราคาจะเป็นตัวผลักดันให้จัดสรรทรัพยากรไปยังส่วนต่างๆ ของระบบเศรษฐกิจได้อย่างถูกต้อง ถ้าตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่ในการจัดสรรเงินลงทุนได้อย่างเหมาะสม ราคาหลักทรัพย์ก็จะสะท้อนถึงมูลค่าทางทฤษฎีตามปัจจัยพื้นฐาน (Intrinsic Value) ของแต่ละบริษัท ดังนั้น ทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพจึงตั้งบนสมมุติฐานดังนี้

1. จำนวนผู้ซื้อและผู้ขายมีมากมายจนกระทั่งไม่มีบุคคลใดมีอำนาจในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ได้และราคาที่เกิดขึ้นจะเป็นราคาที่มีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพ
2. ผู้ลงทุนแต่ละคนมีพื้นฐานในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์เหมือนกัน (Homogeneous Expectation) ซึ่งกำหนดขึ้นจากความน่าจะเป็น (Probability Distribution) ของอัตราผลตอบแทน
3. ผู้ซื้อและผู้ขายในตลาดหลักทรัพย์มีความรู้เกี่ยวข้องกับราคาและข่าวสารต่างๆ ของหลักทรัพย์อย่างสมบูรณ์ (Perfect Knowledge)
4. ผู้ลงทุนทุกคนเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ก่อให้เกิดอรรถประโยชน์สูงสุด ณ ระดับราคาความเสี่ยงหนึ่งที่ทำให้ผลตอบแทนสูงสุด

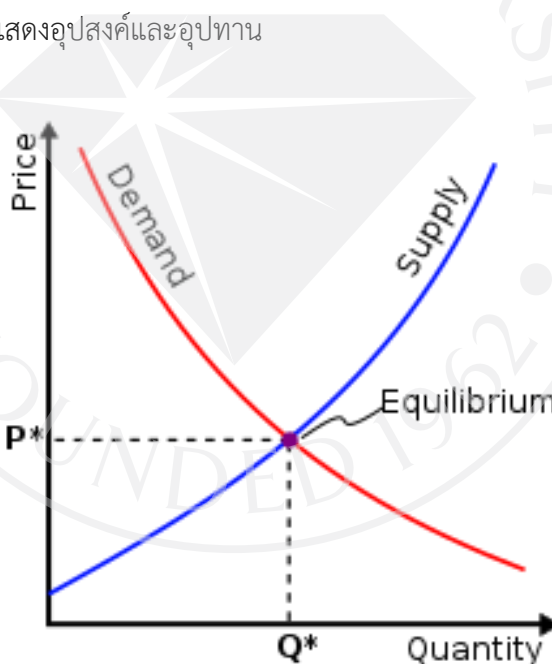
ตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นถือว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาจะเป็นอิสระต่อกันไม่มีความสัมพันธ์กันและเชื่อว่าราคา การค้นคว้า และการวิเคราะห์ข่าวสารที่เปิดเผยต่อสาธารณะชน

แม้กระทั่งข้อมูลที่เป็นความลับหรือรู้กันเพียงคนในวงจำกัด ราคาที่เกิดขึ้นจึงเป็นราคาที่มีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพ (Equilibrium Price) ซึ่งในตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นราคาดุลยภาพคือมูลค่าทางทฤษฎี

### 2.1.2 กฎอุปสงค์และอุปทาน (Demand and Supply)

เป็นแบบจำลองพื้นฐานที่อธิบายความสัมพันธ์ของผู้ซื้อและผู้ขายสินค้าในตลาดที่มีการแข่งขันถือว่าอุปสงค์และอุปทาน เป็นตัวแปรที่กำหนดปริมาณและราคาของสินค้าแต่ละชนิดในตลาด โดยกฎอุปสงค์ระบุว่าปริมาณความต้องการซื้อสินค้าหรือเรียกว่าปริมาณอุปสงค์ (Quantity Demanded) มีความสัมพันธ์ในทางลบกับราคา เมื่อปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลนั้นคงที่ กล่าวคือเมื่อราคาสินค้าเพิ่มสูงขึ้นผู้บริโภคมีแนวโน้มที่จะต้องการซื้อสินค้านั้นน้อยลง กฎอุปทานระบุว่าปริมาณสินค้าที่ต้องการขายหรือปริมาณอุปทาน (Quantity Supplied) มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับราคา เมื่อปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลนั้นคงที่ กล่าวคือเมื่อราคาสินค้าเพิ่มสูงขึ้นผู้ขายมีแนวโน้มที่จะต้องการขายสินค้ามากขึ้น

ภาพที่ 2.1: แผนภูมิเส้นแสดงอุปสงค์และอุปทาน



### 2.1.3 ทฤษฎีความไม่สมมาตรหรือสมมาตรของข้อมูล

ทฤษฎีความไม่สมมาตรหรือสมมาตรของข้อมูล คือทฤษฎีที่มีการศึกษาผ่านนักวิจัยและนักวิชาการหลายแขนง ซึ่งหลักการก็คือความไม่สมมาตรของข้อมูลเป็นสิ่งที่ไม่สามารถกำจัดหรือจัดทิ้งไปได้ ทำให้เกิดรายการระหว่างกันหรือการซื้อขาย (Transaction Trade) แต่ถ้าข้อมูลแตกต่างกันมากเกินไปหรือมากอย่างมีนัยสำคัญ ก็มักจะทำให้เกิดการใช้ข้อมูลในทางทุจริตหลายอย่าง โดยมักจะมีการยกทฤษฎีเลือกผิด Adverse Selection หรือข้อมูลไม่ครบถ้วน Moral Hazard เกิดขึ้น ความ

ไม่สมมาตรของข้อมูลนั้นได้มาจากข้อมูลของฝ่ายผู้ส่งหรือฝ่ายปฏิบัติการหรือฝ่ายบริหารกับฝ่ายรับมีความแตกต่างกัน อาจเป็นเพราะข้อมูลไม่ครบถ้วนหรือข้อมูลสื่อสารไม่ได้คุณภาพ รวมถึงข้อมูลนั้นไม่ทันต่อเวลา ซึ่งทำให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล แต่เนื่องด้วยความไม่สมมาตรของข้อมูลไม่มีตัววัดหรือเครื่องมือที่สามารถสะท้อนให้เห็นภาพเปรียบเทียบได้ จึงทำให้ยังคงเป็นปัญหาในการอธิบาย รวมถึงวิจัยต่อยอดต่าง ๆ โดย George A. Akerlof คือผู้เขียนเรื่องนี้ขึ้นในปี 1970 มีชื่อเรื่องว่า “The Market for “Lemon” Quality Uncertainty and The Market Mechanize” แต่มีการโยงทฤษฎีบรรษัทภิบาลว่าเพิ่มความโปร่งใส รวมทั้งยกระดับมาตรฐานและคุณภาพในการเปิดเผยข้อมูล ซึ่งสร้างความเชื่อว่าจะทำให้ลดความไม่สมมาตรของข้อมูลได้ในระดับหนึ่ง

#### 2.1.4 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) เป็นทฤษฎีที่ศึกษาถึงพฤติกรรมที่บริษัทหรือผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่ส่งสัญญาณให้กับผู้ถือหลักทรัพย์รายย่อย ซึ่งอาจจะนำไปสู่การเพิ่มขึ้นหรือลดลงของราคาหลักทรัพย์ได้ กรณีศึกษาการเงินเชิงพฤติกรรม (Behavior Finance) พบว่าบริษัทที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน มีผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ จะขึ้นอยู่กับปัจจัยดังต่อไปนี้

1. จำนวนบริษัทที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน ในช่วงนั้น ถ้ามีจำนวนบริษัทเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนเป็นจำนวนมาก ผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์ปีตัวแรก มีแนวโน้มจะไม่ดี ในทางจิตวิทยาสามารถอธิบายถึงว่านักลงทุนมีการรับขายทำกำไรในหลักทรัพย์นั้น เพื่อรีบจองซื้อหลักทรัพย์ใหม่ทันที จากการศึกษายังพบอีกว่า ผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์ปีตัวแรกจะสูงในช่วงที่หลักทรัพย์มีการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน ออกมาน้อย

2. อุปสงค์ (Demand) และอุปทาน (Supply) ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน จากทฤษฎีการเงินเชิงพฤติกรรม พบว่าในช่วงทดสอบราคาต่ำสุดที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อนักลงทุนสถาบัน (Book Building) ที่มีอุปสงค์ต่ำจะมีแนวโน้ม Underperform และในช่วงทดสอบราคาสูงสุดที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อนักลงทุนสถาบัน จะมีแนวโน้ม Outperform

3. การเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนในราคาใกล้เคียงมูลค่าหลักทรัพย์ คือไม่มีส่วนลด (Discount) ให้แก่นักลงทุน หลักทรัพย์นั้นจะมีแนวโน้มที่จะ Underperform

## 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Ritter & Welch (2002) ข้อมูลไม่สมมาตรไม่น่าจะอธิบายถึงผลตอบแทนในหลักทรัพย์วันแรก การเล็งเห็นถึงความสำคัญของการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน เกิดจากความสำเร็จประสิทธิผลในการดำเนินการหลังการขายหรือมีคำอธิบายได้เกี่ยวกับพฤติกรรมมากกว่าที่จะเป็น

เพราะความไม่สมมาตรของข้อมูล สามารถอ้างอิงจากผลการวิจัยของ Ljungqvist & Wilhelm (2003) ที่อธิบายถึงความไร้ประสิทธิภาพหลังการขาย

Purnanandam & Swaminathan (2004) มีการเสนอขายหลักทรัพย์ราคาสูงกว่าข้อเสนอเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทอื่น เมื่อคำนวณด้วยวิธีการคูณราคา ซึ่งการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนอาจมีมูลค่าสูงและมีราคาต่ำกว่าในเวลาเดียวกัน และอาจยังมีเหตุผลอื่นที่อยู่เบื้องหลังเป็นปัจจัยของการจัดจำหน่ายของวณิชธนกิจ

Gallayane (2016) ปรากฏการณ์ของผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์ไทย โดยวิเคราะห์ลักษณะของผลตอบแทนวันแรก และระบุปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2557 ผลการวิจัยพบว่า หลักทรัพย์ออกเสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ส่วนใหญ่ซื้อขายวันแรกในเดือนพฤศจิกายน ธันวาคม ตุลาคม พฤษภาคม และเดือนกันยายน ตามลำดับ อัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์ไทย ประมาณ 61.43% ซึ่งสูงกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันที่สามและวันที่ห้า โดยปี พ.ศ. 2557 มีอัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยสูงสุดคือ 80.18% ในขณะที่ปี พ.ศ. 2553 มีอัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยต่ำสุดคือ 38.30% ปัจจัยขนาดของเงินลงทุนที่จัดหาและภาวะตลาดหลักทรัพย์เป็นปัจจัยสำคัญที่อธิบายระดับของผลตอบแทนวันแรกของ หลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน

Paratee (2011) ผลตอบแทนในวันแรกของหลักทรัพย์ที่เสนอครั้งแรกต่อประชาชนมีความสัมพันธ์เป็นในทิศทางบวกกับการเติบโตของรายได้ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนมีการส่งสัญญาณ (Signaling) ไปยังนักลงทุนว่าเป็นบริษัทคุณภาพดี โดยการใช้การเติบโตของรายได้เป็นตัววัดคุณภาพบริษัท แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรก่อนภาษีดอกเบี้ยค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Earning before Interest Tax Depreciation and Amortization) และกำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ (Net Income before Extraordinary Items) อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นถ้าใช้การเติบโตของรายได้บริษัทเป็นตัววัดคุณภาพของบริษัท จะสามารถส่งสัญญาณการออกหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนให้มีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Underpricing) ในการแยกคุณภาพบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับงานของ Kim & Ritter (1999) ที่ศึกษาการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน และงานของ Logue, Rogalski, Seward & Jonhson (2002) ที่ศึกษาผลกระทบกิจกรรมการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน โดยใช้รายได้บริษัทตัวแปร ในการทดสอบ

### บทที่ 3

#### ระเบียบวิธีวิจัย

งานวิจัยการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนต่ำกว่ามูลค่าทางทฤษฎี กรณีศึกษา บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีผลตอบแทนในวันแรกจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน มีขั้นตอนการดำเนินการวิจัยดังนี้

- 3.1 ประเภทของงานวิจัย
- 3.2 ข้อมูลและแหล่งข้อมูล
- 3.3 สมมติฐานในการวิจัย
- 3.4 วิธีการดำเนินการวิจัย

#### 3.1 ประเภทของงานวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้มีเป็นงานวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) และใช้เครื่องมือทางสถิติในการวิเคราะห์ เพื่อทำการทดสอบข้อสมมติฐานตามวัตถุประสงค์ของงานวิจัยฉบับนี้

#### 3.2 ข้อมูลและแหล่งข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ศึกษางานวิจัยครั้งนี้ คือข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) ทั้งหมด 123 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2548 ถึงปี พ.ศ. 2559 รวมระยะเวลาทั้งหมด 12 ปี จากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Source) ดังนี้

- 3.2.1 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (Securities and Exchange Commission of Myanmar: SEC)
- 3.2.2 ฐานข้อมูล SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) ดำเนินการโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- 3.2.3 ฐานข้อมูล SET Trade ดำเนินการโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 3.3 สมมติฐานในการวิจัย

สมมติฐานที่ 1: การเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน มีการประเมินมูลค่าราคาเสนอราคาเป็นไปตามมูลค่าทางทฤษฎี

$$H_0: \left(\frac{P}{V}\right)_{IPO} = 1$$

$$H_a: \left(\frac{P}{V}\right)_{IPO} \neq 1$$

สมมติฐานที่ 2: การประเมินราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรกเป็นไปตามมูลค่าทางทฤษฎี

$$H_0: \left(\frac{P}{V}\right)_{PC} = 1$$

$$H_a: \left(\frac{P}{V}\right)_{PC} \neq 1$$

สมมติฐานที่ 3: ผลตอบแทนในวันแรกไม่มีความสัมพันธ์ จากการลงทุนเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนอย่างมีนัยสำคัญ

$$H_0: \text{Abnormal Return} = 0$$

$$H_a: \text{Abnormal Return} \neq 0$$

$$\text{Abnormal Return} = \text{Return}_{IPO} - \text{Return}_{\text{market}}$$

หรือ

$$\text{Abnormal Return} = \text{Return}_{IPO} - \text{Return}_{\text{industry}}$$

### 3.4 วิธีการดำเนินการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้ต้องการประเมินมูลค่าระหว่างมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน และมูลค่าหลักทรัพย์เมื่อเข้าตลาดหลักทรัพย์วันแรก เพื่อเปรียบเทียบมูลค่าทางทฤษฎี ว่าจะมีผลตอบแทนที่ผิดปกติในตลาด จากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนหรือไม่ โดยใช้ตัวแปรในการวัดผลการวิจัยดังนี้

1. ค่าคาดการณ์อัตราส่วนระหว่างราคาหลักทรัพย์กับความสามารถในการทำกำไรในแต่ละอุตสาหกรรม (Price to Earnings Ratio)

2. งบการเงินประจำปีของแต่ละบริษัท ที่ยื่นขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์และแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และหนังสือชี้ชวน (Prospectus)

3. จำนวนหลักทรัพย์ที่นำออกเสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน

4. ราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน

5. ราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก

3.4.1 กรณีศึกษาในครั้งนี้เป็นการศึกษาเหตุการณ์ที่สนใจ (Event Study) โดยใช้ข้อมูลราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนและราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก เพื่อนำมาวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) คำนวณค่าเฉลี่ย (Mean Value) และค่ามัธยฐาน (Median) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 123 บริษัท

3.4.2 การประเมินมูลค่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ค่าเฉลี่ยมูลค่าบริษัทระหว่างราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนและราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรกเทียบกับมูลค่าทางทฤษฎี เพื่อทราบถึงการเปลี่ยนแปลงของราคา ที่อาจทำให้มีผลตอบแทนที่เกิดขึ้น จากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน ซึ่งมีขั้นตอนดังนี้

1. การประเมินความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ระหว่างราคาเสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนต่อรายได้บริษัท และราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรกต่อรายได้บริษัท

$$\left(\frac{P}{E}\right)_{IPO} = \frac{\text{Offer Price}_{IPO} \times \text{Shares Outstanding}}{\text{Prior Fiscal Year Earnings}}$$

$$\left(\frac{P}{E}\right)_{PC} = \frac{\text{Offer Price}_{PC} \times \text{Shares Outstanding}}{\text{Prior Fiscal Year Earnings}}$$

2. สมการหลักทรัพย์ของ Shares Outstanding ซึ่งรวมถึงหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน เพื่อเทียบเคียงมูลค่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรม ได้ดังนี้

$$\left(\frac{P}{E}\right)_{\text{Industry}} = \frac{\text{Offer Price} \times \text{Shares Outstanding}}{\text{Prior Fiscal Year Earnings}}$$

3. คำนวณราคาเฉลี่ยมูลค่าบริษัท ระหว่างราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนและราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก เพื่อประเมินมูลค่าบริษัททั้ง 2 ช่วงราคา เทียบเคียงมูลค่าทางทฤษฎี

$$\left(\frac{P}{V}\right)_{\text{IPO}} = \frac{(P/E)_{\text{IPO}}}{(P/E)_{\text{Industry}}}$$

$$\left(\frac{P}{V}\right)_{\text{PC}} = \frac{(P/E)_{\text{PC}}}{(P/E)_{\text{Industry}}}$$

### 3.4.3 การทดสอบสมมติฐานทางสถิติ

ทดสอบสมมติฐานทางสถิติ T-Test หาค่าเฉลี่ย (Mean Value) ด้วยวิธีระเบียบวิธี t-statistic และทดสอบสมมติฐานค่ามัธยฐาน (Median) ด้วยวิธีระเบียบวิธี Wilcoxon Signed Rank เพื่อเปรียบเทียบมูลค่าราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนกับมูลค่าทางทฤษฎีสมมติฐานทางสถิติคือ

$$H_0: \left(\frac{P}{V}\right)_{\text{IPO}} = 1$$

$$H_a: \left(\frac{P}{V}\right)_{\text{IPO}} \neq 1$$

กำหนดระดับนัยสำคัญ  $\alpha=0.05$

ทดสอบสมมติฐานทางสถิติ T-Test หาค่าเฉลี่ย (Mean Value) ด้วยวิธีระเบียบวิธี t-statistic และทดสอบสมมติฐานค่ามัธยฐาน (Median) ด้วยวิธีระเบียบวิธี Wilcoxon Signed Rank เพื่อเปรียบเทียบมูลค่าราคาหลักทรัพย์ปิดซื้อขายวันแรกกับมูลค่าทางทฤษฎี สมมติฐานทางสถิติคือ

$$H_0: \left(\frac{P}{V}\right)_{PC} = 1$$

$$H_a: \left(\frac{P}{V}\right)_{PC} \neq 1$$

กำหนดระดับนัยสำคัญ  $\alpha=0.05$

ทดสอบสมมติฐานทางสถิติ T-Test หาค่าเฉลี่ย (Mean Value) ด้วยวิธีระเบียบวิธี t-statistic และทดสอบสมมติฐานค่ามัธยฐาน (Median) ด้วยวิธีระเบียบวิธี Wilcoxon Signed Rank เพื่อหาผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน สมมติฐานทางสถิติคือ

$$H_0: \text{Abnormal Return} = 0$$

$$H_a: \text{Abnormal Return} \neq 0$$

กำหนดระดับนัยสำคัญ  $\alpha=0.05$

สมมติฐานแยงที่เป็นไปได้คือ

$$H_a: \text{Abnormal Return} > 0$$

$$H_a: \text{Abnormal Return} < 0$$

การทดสอบสมมติฐานข้างต้น แม้ว่าค่าเฉลี่ยจะเป็นตัวประมาณผลตอบแทนกลุ่มตัวอย่าง แต่การปลอมปนก็จะเป็นสาเหตุให้ตัวประมาณค่าเฉลี่ยมีประสิทธิภาพลดลง จึงได้ทดสอบสมมติฐานด้วยวิธี Trimmed Mean and Winsorized Mean ที่มีสัดส่วนการปลอมปน  $\alpha=0.05$  เพื่อเป็นตัวประมาณค่าที่มีความแกร่ง (Robust) มากที่สุดในการประมาณค่าเฉลี่ยผลตอบแทน

## บทที่ 4

### การวิเคราะห์ข้อมูล

การทดสอบสถิติเชิงพรรณนาจากการเก็บรวบรวมข้อมูลราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนและราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2548 ถึงปี พ.ศ. 2559 จำนวนระยะเวลา 12 ปี เป็นข้อมูลทั้งสิ้น 123 บริษัท ทดสอบสถิติ T-Test ค่าเฉลี่ย (Mean Value) ด้วยระเบียบวิธี t-statistic และค่ามัธยฐาน (Median) ด้วยระเบียบวิธี Wilcoxon Signed Rank เพื่อทราบผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน รวมทั้งการประเมินมูลค่าบริษัทเปรียบเทียบกับมูลค่าทางทฤษฎี

#### 4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน

##### 4.1.1 การคำนวณมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน

$$\left(\frac{P}{E}\right)_{\text{IPO}} = \frac{\text{Offer Price} \times \text{Shares Outstanding}}{\text{Prior Fiscal Year Earnings}}$$

ประเมินมูลค่าหลักทรัพย์บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน

$$\left(\frac{P}{E}\right)_{\text{Industry}} = \frac{\text{Offer Price} \times \text{Shares Outstanding}}{\text{Prior Fiscal Year Earnings}}$$

คำนวณหลักทรัพย์ของ Shares Outstanding โดยใช้รายได้บริษัทปีก่อนหน้าเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน เทียบเคียงค่าความสามารถในการทำกำไรของกลุ่มอุตสาหกรรมบริษัทเดือนนั้น ๆ เพื่อประเมินมูลค่าหลักทรัพย์บริษัทในช่วงเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน

$$\left(\frac{P}{V}\right)_{\text{IPO}} = \frac{(P/E)_{\text{IPO}}}{(P/E)_{\text{Industry}}}$$

ประเมินมูลค่าทางทฤษฎีเทียบเคียงราคาบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน

#### 4.1.2 การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน

สมมติฐานทางสถิติคือ มีการประเมินราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนเป็นไปตามมูลค่าทางทฤษฎี

$$H_0: \left(\frac{P}{V}\right)_{IPO} = 1$$

$$H_a: \left(\frac{P}{V}\right)_{IPO} \neq 1$$

กำหนดระดับนัยสำคัญ  $\alpha=0.05$

ตารางที่ 4.1: ผลการทดสอบสมมติฐานค่าเฉลี่ยมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน

---

Hypothesis Testing for PV\_IPO

Date: 11/28/17 Time: 16:42

Sample: 1 123

Included observations: 123

Test of Hypothesis: Mean = 1.000000

Sample Mean = 0.747088

Sample Std. Dev. = 3.169780

| Method      | Value     | Probability |
|-------------|-----------|-------------|
| t-statistic | -0.884898 | 0.3780      |

---

ผลการทดสอบสมมติฐาน มีการประเมินราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนเป็นไปตามมูลค่าทางทฤษฎี คือยอมรับสมมติฐานหลักและปฏิเสธสมมติฐานรอง โดยค่าเฉลี่ยมูลค่าบริษัทอยู่ที่ 0.747088 ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ตารางที่ 4.2: ผลทดสอบสมมติฐานค่ามัธยฐานมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน

| Test of Hypothesis: Median = 1.000000 |           |             |
|---------------------------------------|-----------|-------------|
| Sample Median = 0.231800              |           |             |
| Method                                | Value     | Probability |
| Sign (exact binomial)                 | 113       | 0.0000      |
| Sign (normal approximation)           | 9.197030  | 0.0000      |
| Wilcoxon signed rank                  | 7.457239  | 0.0000      |
| van der Waerden (normal scores)       | -6.138308 | 0.0000      |
| Median Test Summary                   |           |             |
| Category                              | Count     | Mean Rank   |
| Obs > 1.000000                        | 10        | 85.8000000  |
| Obs < 1.000000                        | 113       | 59.8938053  |
| Obs = 1.000000                        | 0         |             |
| Total                                 | 123       |             |

ผลการทดสอบสมมติฐานค่ามัธยฐานการประเมินมูลค่าราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน มีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าทางทฤษฎี คือพบว่าความถี่ข้อมูลการประเมินราคาหลักทรัพย์สูงกว่ามูลค่าทางทฤษฎีมีจำนวน 10 บริษัท และความถี่ข้อมูลการประเมินราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าทางทฤษฎีมีจำนวน 113 บริษัท ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

## 4.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลการประเมินมูลค่าราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก

### 4.2.1 การคำนวณมูลค่าราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก

$$\left(\frac{P}{E}\right)_{PC} = \frac{\text{Offer Price} \times \text{Shares Outstanding}}{\text{Prior Fiscal Year Earnings}}$$

ประเมินมูลค่าราคาหลักทรัพย์บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก

$$\left(\frac{P}{E}\right)_{\text{Match}} = \frac{\text{Offer Price} \times \text{Shares Outstanding}}{\text{Prior Fiscal Year Earnings}}$$

คำนวณหลักทรัพย์ของ Shares Outstanding โดยใช้รายได้บริษัทปีก่อนหน้าราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก เทียบเคียงค่าความสามารถในการทำกำไรของกลุ่มอุตสาหกรรมบริษัทเดือนนั้นๆ เพื่อประเมินมูลค่าหลักทรัพย์บริษัทในช่วงหลักทรัพย์ปิดตลาดวันแรก

$$\left(\frac{P}{V}\right)_{IPO} = \frac{(P/E)_{IPO}}{(P/E)_{\text{Match}}}$$

ประเมินมูลค่าทางทฤษฎีเทียบเคียงราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก

### 4.2.2 การประเมินมูลค่าราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก

สมมติฐานทางสถิติคือ การประเมินราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรกเป็นตามมูลค่าทางทฤษฎี

$$H_0: \left(\frac{P}{V}\right)_{PC} = 1$$

$$H_a: \left(\frac{P}{V}\right)_{PC} \neq 1$$

กำหนดระดับนัยสำคัญ  $\alpha=0.05$

ตารางที่ 4.3: ผลการทดสอบสมมติฐานค่าเฉลี่ยมูลค่าราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก

| Hypothesis Testing for PV_CLOSING   |           |             |
|-------------------------------------|-----------|-------------|
| Date: 11/28/17 Time: 23:19          |           |             |
| Sample: 1 123                       |           |             |
| Included observations: 123          |           |             |
| Test of Hypothesis: Mean = 1.000000 |           |             |
| Sample Mean = 0.906436              |           |             |
| Sample Std. Dev. = 3.715456         |           |             |
| Method                              | Value     | Probability |
| t-statistic                         | -0.279287 | 0.7805      |

ผลการทดสอบสมมติฐาน มีการประเมินราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรกเป็นไปตามมูลค่าทางทฤษฎี คือยอมรับสมมติฐานหลักและปฏิเสธสมมติฐานรอง โดยค่าเฉลี่ยมูลค่าบริษัทอยู่ที่ 0.906436 ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ตารางที่ 4.4: ผลทดสอบสมมติฐานค่ามัธยฐานมูลค่าราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก

| Test of Hypothesis: Median = 1.000000 |           |             |
|---------------------------------------|-----------|-------------|
| Sample Median = 0.325100              |           |             |
| Method                                | Value     | Probability |
| Sign (exact binomial)                 | 105       | 0.0000      |
| Sign (normal approximation)           | 7.754359  | 0.0000      |
| Wilcoxon signed rank                  | 6.281040  | 0.0000      |
| van der Waerden (normal scores)       | -4.832585 | 0.0000      |

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 4.4 (ต่อ): ผลทดสอบสมมติฐานค่ามัธยฐานมูลค่าราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก

Test of Hypothesis: Median = 1.000000

#### Median Test Summary

| Category       | Count | Mean Rank  |
|----------------|-------|------------|
| Obs > 1.000000 | 18    | 73.5555556 |
| Obs < 1.000000 | 105   | 60.0190476 |
| Obs = 1.000000 | 0     |            |
| Total          | 123   |            |

ผลการทดสอบสมมติฐานค่ามัธยฐานการประเมินมูลค่าราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรกมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าทางทฤษฎี คือพบว่าความถี่ข้อมูลการประเมินราคาหลักทรัพย์สูงกว่ามูลค่าทางทฤษฎีมีจำนวน 18บริษัท และความถี่ข้อมูลการประเมินราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าทางทฤษฎีมีจำนวน 105 บริษัท ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

### 4.3 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลค่าผลตอบแทนหลักทรัพย์

4.3.1 ทดสอบสมมติฐานทางสถิติ T-Test หาค่าเฉลี่ย (Mean Value) ด้วยวิธีระเบียบวิธี t-statistic และทดสอบสมมติฐานค่ามัธยฐาน (Median) ด้วยวิธีระเบียบวิธี Wilcoxon Signed Rank เพื่อหาผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน สมมติฐานทางสถิติคือ

$$H_0: \text{Abnormal Return} = 0$$

$$H_a: \text{Abnormal Return} \neq 0$$

กำหนดระดับนัยสำคัญ  $\alpha=0.05$

สมมติฐานแย้งที่เป็นไปได้คือ

$$H_a: \text{Abnormal Return} > 0$$

$$H_a: \text{Abnormal Return} < 0$$

ตารางที่ 4.5: ผลการทดสอบสมมติฐานค่าเฉลี่ยผลตอบแทน

---

Hypothesis Testing for INT\_RET

Date: 11/28/17 Time: 23:45

Sample: 1 123

Included observations: 123

Test of Hypothesis: Mean = 0.000000

Sample Mean = 0.280497

Sample Std. Dev. = 0.459672

| <u>Method</u> | <u>Value</u> | <u>Probability</u> |
|---------------|--------------|--------------------|
| t-statistic   | 6.767570     | 0.0000             |

---

ผลการทดสอบสมมติฐานผลตอบแทนค่าเฉลี่ยกลุ่มตัวอย่างจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน มีผลตอบแทนที่สูงผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญที่ 28.05% ดังนั้นปฏิเสธสมมติฐานหลัก ละยอมรับสมมติฐานรองที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

ตารางที่ 4.6: ผลการทดสอบสมมติฐานค่ามัธยฐานผลตอบแทน

| Test of Hypothesis: Median = 0.000000 |          |             |
|---------------------------------------|----------|-------------|
| Sample Median = 0.140000              |          |             |
| Method                                | Value    | Probability |
| Sign (exact binomial)                 | 90       | 0.0000      |
| Sign (normal approximation)           | 5.500191 | 0.0000      |
| Wilcoxon signed rank                  | 6.743567 | 0.0000      |
| van der Waerden (normal scores)       | 6.722847 | 0.0000      |
| Median Test Summary                   |          |             |
| Category                              | Count    | Mean Rank   |
| Obs > 0.000000                        | 90       | 67.9277778  |
| Obs < 0.000000                        | 29       | 35.3965517  |
| Obs = 0.000000                        | 4        |             |
| Total                                 | 123      |             |

เมื่อทดสอบค่ามัธยฐานพบว่าความถี่ข้อมูลผลตอบแทนเกิดสมมติฐานแย้ง ซึ่งจำนวนความถี่ข้อมูลมีค่าเป็นบวกมีจำนวน 90 บริษัท จำนวนความถี่ข้อมูลที่เป็นลบมี 29 บริษัท จำนวนข้อมูลความถี่ที่เป็นไปตามสมมติฐานหลักมีเพียง 4 บริษัท และค่ามัธยฐานกลุ่มตัวอย่างจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนมีผลตอบแทนที่สูงผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ

การทดสอบสมมติฐานข้างต้น แม้ว่าค่าเฉลี่ยจะเป็นตัวประมาณผลตอบแทนกลุ่มตัวอย่าง แต่การปลอมปนก็จะเป็นสาเหตุให้ตัวประมาณค่าเฉลี่ยมีประสิทธิภาพลดลง จึงได้ทดสอบสมมติฐานด้วยวิธี Trimmed Mean and Winsorized Mean ที่มีสัดส่วนการปลอมปน  $\alpha=0.05$  เพื่อเป็นตัวประมาณค่าที่มีความแกร่ง (Robust) มากที่สุดในการประมาณค่าเฉลี่ยผลตอบแทน โดยผลค่าเฉลี่ยกลุ่มตัวอย่างจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนมีผลตอบแทนที่สูงผิดปกติ

อย่างมีนัยสำคัญ ของ Trimmed Mean อยู่ที่ 25.18% และของ Winsorized Mean อยู่ที่ 27.21%  
ที่ความเชื่อมั่น 95% ของชุดข้อมูลกลุ่มตัวอย่าง



## บทที่ 5

### สรุป และอภิปรายผล

#### 5.1 สรุปผลการศึกษา

กรณีศึกษางานวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการประเมินมูลค่าทางทฤษฎี ของราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน โดยใช้ชุดข้อมูลทั้งหมด 123 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2548 ถึงปี พ.ศ. 2559 จำนวนระยะเวลา 12 ปี ด้วยวิธีทางสถิติพรรณนา พร้อมทั้งทดสอบสมมติฐานค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐาน จากการสังเกตราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนเมื่อเปรียบเทียบราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรกมีการปรับราคาสูงขึ้น ซึ่งอาจเป็นสาเหตุทำให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ จึงตั้งสมมติฐานการประเมินมูลค่าราคาเสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนว่าเป็นไปตามมูลค่าทางทฤษฎีหรือไม่ อย่างไร

ผลการวิจัยสมมติฐานที่ 1 พบว่าการประเมินราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนเป็นไปตามมูลค่าทางทฤษฎีอย่างมีนัยสำคัญ โดยค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.747088 แต่ค่ามัธยฐานบอกถึงคุณภาพของข้อมูลเพียง 0.231800 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนต่ำกว่ามูลค่าทางทฤษฎีอย่างมีนัยสำคัญ

ผลการวิจัยสมมติฐานที่ 2 พบว่าค่าเฉลี่ยราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรกเป็นไปตามมูลค่าทางทฤษฎีอย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน โดยค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.906436 แต่ค่ามัธยฐานบอกชี้ถึงคุณภาพของมูลค่าที่เพิ่มขึ้นจากเดิมเป็น 0.325100 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรกมีราคาต่ำกว่ามูลค่าทางทฤษฎีอย่างมีนัยสำคัญ

ผลการวิจัยในสมมติฐานที่ 1 และสมมติฐานที่ 2 พบว่าการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์มีค่าเฉลี่ยสูงขึ้นเข้าใกล้มูลค่าทางทฤษฎี และคุณภาพของข้อมูลที่เพิ่มขึ้น แสดงให้เห็นว่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนมีการส่งสัญญาณ (Signaling) ไปยังนักลงทุนว่าเป็นบริษัทคุณภาพดี โดยใช้การเติบโตของรายได้เป็นตัววัดคุณภาพบริษัท ซึ่งผลการวิจัยเป็นไปตามงานวิจัยฉบับอื่นๆ ที่นักวิจัย นักวิชาการสาขาการเงิน มีผลการวิจัยว่าการเสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนต่ำกว่ามูลค่าทางทฤษฎีอย่างมีนัยสำคัญ

เมื่อการประเมินมูลค่าการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าทางทฤษฎี และมีการเพิ่มขึ้นของมูลค่าหลักทรัพย์เมื่อเข้าสู่ตลาด ผู้วิจัยจึงได้ทำการทดสอบสมมติฐานที่ 3 คือผลตอบแทนในวันแรกไม่มีความสัมพันธ์การเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน ผลการทดสอบสมมติฐาน ปรากฏผลตอบแทนค่าเฉลี่ยกลุ่มตัวอย่างจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน มีผลตอบแทนที่สูงผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญที่ 28.05% ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐาน

จึงได้ทดสอบสมมติฐานด้วยวิธี Trimmed Mean and Winsorized Mean เพื่อลดส่วนการปลอมปน  $\alpha=0.05$  การประมาณค่าที่มีความแกร่ง (Robust) โดยผลค่าเฉลี่ยกลุ่มตัวอย่างจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนมีผลตอบแทนที่สูงผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ ของ Trimmed Mean อยู่ที่ 25.18% และของ Winsorized Mean อยู่ที่ 27.21% ที่ความเชื่อมั่น 95%

## 5.2 ข้อเสนอแนะเพื่อการนำไปใช้

5.2.1 งานวิจัยครั้งนี้เป็นการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ โดยใช้อัตราส่วนระหว่างราคาของหลักทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรของบริษัทนั้นๆ เท่านั้น ซึ่งไม่ครอบคลุมงบการเงินของบริษัทที่ควรนำมาประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ หากสามารถใช้ข้อมูลงบการเงินบริษัทด้านอื่นๆ จะทำให้ข้อมูลนี้มีความแม่นยำขึ้น

5.2.2 ข้อมูลทางสถิติในการวิจัยครั้งนี้ไม่ได้นำข้อมูลตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ กองทุนรวม โครงสร้างพื้นฐาน ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน มาทดสอบสมมติฐานด้วย ในการวิจัยครั้งต่อไปหากนำใช้ในข้อมูลทางสถิติก็จะประเมินมูลค่าครอบคลุมตลาดมากยิ่งขึ้น

5.2.3 งานวิจัยฉบับนี้ผู้วิจัยไม่ได้นำวิธีคิดของ Fama French Factors Model มาทดสอบสมมติฐานรวมด้วย หากเพิ่มเครื่องมือในการทดสอบสมมติฐาน จะทำให้ผลของข้อมูลมีประสิทธิภาพมากขึ้น

## 5.3 ข้อจำกัดในการวิจัย

5.3.1 งานวิจัยฉบับนี้ผู้วิจัยไม่ได้นำวิธีคิดของ Fama French Factors Model มาทดสอบสมมติฐานรวมด้วย โดยผู้วิจัยต้องศึกษาขั้นตอนดำเนินการทดสอบอย่างเข้าใจ จึงเป็นขั้นตอนหนึ่งที่สามารถนำมาวิจัยในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ครั้งนี้ได้ภายหลัง

5.3.2 ผู้วิจัยต้องการศึกษาครอบคลุมถึงการเปรียบเทียบมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยราคาต่อยอดขาย (Price Per Sales Ratio) และมูลค่าสุทธิของหลักทรัพย์ต่อกำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา ค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (Earning Value per Earning before Interest Tax Depreciation Amortization) ซึ่งค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมหลักทรัพย์จากฐานข้อมูล SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) ดำเนินการโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่มีฐานข้อมูล จึงไม่สามารถดำเนินการได้

### บรรณานุกรม

- กัลป์ยานี ภาคอิต. (2559). ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ไทย. *วารสารมหาวิทยาลัยศิลปากร*, 9(1).
- จิโรจน์ บุณศิริ. (2557). แนวคิดการตั้งราคา หุ้นเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก. *วารสารสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ*, 17, 274-286.
- ภาวดี รัชมี. (2554). *Underpricing and Firm Quality: Evidence from Thai IPO Firms*. การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- Kim, M., & Ritter, J. (1999). Valuing IPOs . *Journal of Financial Economics*, 53(3), 409–437.
- Ljungqvist, A.K., & Wilhelm, W.J. (2003). IPO Pricing in the Dot-com Bubble. *Journal of Finance*, 58, 723–752.
- Logue, D.E., Rogalski, R.J., Seward, J.K., & Lynn, F.-J. (2002). What is special about the Roles of Underwriter Reputation and Market Activities in initial Public Offering?. *Journal of Business*, 75, 213–243.
- Purnanandam, A.K., & Swaminathan, B. (2004). Are IPOs Really Underpriced?. *Review of Financial Studies*, 17(3), 811–848.
- Ritter, J.R., & Welch, L. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *Journal of Finance*, 57, 1795–1828.



ตารางที่ 1: ตารางแสดงรายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักแห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ.  
2548 ถึงปี พ.ศ. 2559 ชุดข้อมูลทั้งหมด 123 บริษัท

| ชื่อย่อหลักทรัพย์ | ชื่อบริษัท                                                  |
|-------------------|-------------------------------------------------------------|
| IHL               | บริษัท อินเตอร์ไฮด์ จำกัด (มหาชน)                           |
| CSP               | บริษัท ซีเอสพี สตีลเซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)                  |
| GREEN             | บริษัท กรีน รีซอร์สเซส จำกัด (มหาชน)                        |
| GC                | บริษัท โกลบอล คอนเน็คชั่นส์ จำกัด (มหาชน)                   |
| PREB              | บริษัท พรีเมียร์ลีก จำกัด (มหาชน)                           |
| KCAR              | บริษัท กรุงไทยคาร์เร้นท์ แอนด์ ลีส จำกัด (มหาชน)            |
| DRT               | บริษัท ผลิตภัณฑ์ตราเพชร จำกัด (มหาชน)                       |
| UOBKH             | บริษัท หลักทรัพย์ยูโอบี เคย์เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) |
| TWZ               | บริษัท ทีดับบลิวแซด คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)              |
| PRIN              | บริษัท ปริญญาสิริ จำกัด (มหาชน)                             |
| EASON             | บริษัท อีซัน เพ้นท์ จำกัด (มหาชน)                           |
| PRINC             | บริษัท พรินซ์เฟิล แคปิตอล จำกัด (มหาชน)                     |
| ASK               | บริษัท เอเชียเซริมิกจีสซิ่ง จำกัด (มหาชน)                   |
| MCS               | บริษัท เอ็ม.ซี.เอส.สตีล จำกัด (มหาชน)                       |
| PERM              | บริษัท เพ็มสินสตีลเว็คส์ จำกัด (มหาชน)                      |
| TSC               | บริษัท ไทยสตีลเคเบิล จำกัด (มหาชน)                          |
| SMIT              | บริษัท สหมิตรเครื่องกล จำกัด (มหาชน)                        |
| GLOW              | บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)                          |
| SUPER             | บริษัท ซุปเปอร์บล็อก จำกัด (มหาชน)                          |
| SOLAR             | บริษัท โซลาร์ตรอน จำกัด (มหาชน)                             |

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 1 (ต่อ): ตารางแสดงรายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักแห่งประเทศไทย ระหว่างปี  
พ.ศ. 2548 ถึงปี พ.ศ. 2559 ชุดข้อมูลทั้งหมด 123 บริษัท

| ชื่อย่อหลักทรัพย์ | ชื่อบริษัท                                                  |
|-------------------|-------------------------------------------------------------|
| SMM               | บริษัท สยามอินเตอร์มัลติมีเดีย จำกัด (มหาชน)                |
| KSL               | บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)                          |
| TMT               | บริษัท ค้าเหล็กไทย จำกัด (มหาชน)                            |
| SPPT              | บริษัท ชิงเกิ้ล พอยท์ พาร์ท (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)       |
| BSBM              | บริษัท บางสะพานบาร์มิล จำกัด (มหาชน)                        |
| SAT               | บริษัท สมบูรณ์ แอ็ดวานซ์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)            |
| JTS               | บริษัท จัสมิน เทเลคอม ซิสเต็มส์ จำกัด (มหาชน)               |
| FORTH             | บริษัท ฟอर्थ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)                     |
| RICH              | บริษัท ริช เอเชีย คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)                |
| AKR               | บริษัท เอกรัฐวิศวกรรม จำกัด (มหาชน)                         |
| TOG               | บริษัท ไทยออปติคอล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)                      |
| CITY              | บริษัท ซิตี้ สตีล จำกัด (มหาชน)                             |
| GSTEL             | บริษัท จี สตีล จำกัด (มหาชน)                                |
| MJD               | บริษัท เมเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)                 |
| BWG               | บริษัท เบตเตอร์ เวิลด์ กรีน จำกัด (มหาชน)                   |
| DTAC              | บริษัท โทเทิล แอ็คเซส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)           |
| UNIQ              | บริษัท ยูนิค เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) |
| SYNEX             | บริษัท ซินเน็ค (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)                    |
| SGP               | บริษัท สยามแก๊ส แอนด์ ปีโตรเคมีคัลส์ จำกัด (มหาชน)          |
| AS                | บริษัท เอเชียซอฟท์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)               |
| PM                | บริษัท พรีเมียร์ มาร์เก็ตติ้ง จำกัด (มหาชน)                 |

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 1 (ต่อ): ตารางแสดงรายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักแห่งประเทศไทย ระหว่างปี  
พ.ศ. 2548 ถึงปี พ.ศ. 2559 ชุดข้อมูลทั้งหมด 123 บริษัท

| ชื่อย่อหลักทรัพย์ | ชื่อบริษัท                                                  |
|-------------------|-------------------------------------------------------------|
| TTW               | บริษัท ทีทีดับบลิว จำกัด (มหาชน)                            |
| SABINA            | บริษัท ซาบีน่า จำกัด (มหาชน)                                |
| ESSO              | บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)                     |
| LHK               | บริษัท โลหะกิจ เม็ททอล จำกัด (มหาชน)                        |
| BLA               | บริษัท กรุงเทพประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)                     |
| SMT               | บริษัท สตาร์ส ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) |
| GLOBAL            | บริษัท สยามโกลบอลเฮาส์ จำกัด (มหาชน)                        |
| SENA              | บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)                     |
| JMART             | บริษัท เจ มาร์ท จำกัด (มหาชน)                               |
| TTCL              | บริษัท ทีทีซีแอล จำกัด (มหาชน)                              |
| SYMC              | บริษัท ซิมโฟนี คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)                  |
| GUNKUL            | บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)                    |
| IFS               | บริษัท ไอเอฟเอส แคปปิตอล (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)          |
| IVL               | บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)                    |
| APCS              | บริษัท เอเชีย พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)                   |
| KBS               | บริษัท น้ำตาลครบุรี จำกัด (มหาชน)                           |
| LHBANK            | บริษัท แอล เอช ไฟแนนซ์เชียล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)             |
| VIH               | บริษัท ศรีวิชัยเวชวิวัฒน์ จำกัด (มหาชน)                     |
| BEAUTY            | บริษัท บิวตี้ คอมมูนิตี้ จำกัด (มหาชน)                      |
| ANAN              | บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)                  |

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 1 (ต่อ): ตารางแสดงรายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักแห่งประเทศไทย ระหว่างปี  
พ.ศ. 2548 ถึงปี พ.ศ. 2559 ชุดข้อมูลทั้งหมด 123 บริษัท

| ชื่อย่อหลักทรัพย์ | ชื่อบริษัท                                                   |
|-------------------|--------------------------------------------------------------|
| JMT               | บริษัท เจ เอ็ม ที เน็ตเวิร์ค เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)          |
| WHA               | บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)               |
| VGI               | บริษัท วี จี ไอ โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน)                  |
| SRICHA            | บริษัท ศรีราชาคอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)                     |
| BJCHI             | บริษัท บีเจซี เฮฟวี่ อินดสทรี จำกัด (มหาชน)                  |
| NYT               | บริษัท นามยง เทอร์มินัล จำกัด (มหาชน)                        |
| MEGA              | บริษัท เมก้าไลฟ์ไชนเอนซ์ จำกัด (มหาชน)                       |
| THREL             | บริษัท ไทยรีประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)                        |
| CSS               | บริษัท คอมมิวนิเคชั่น แอนด์ ซิสเต็มส์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน) |
| M                 | บริษัท เอ็มเค เรสโตรองด์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)                 |
| PACE              | บริษัท เพช ดีเวลลอปเม้นท์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)         |
| CKP               | บริษัท ซีเค พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน)                           |
| MC                | บริษัท แม็คกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)                               |
| NOK               | บริษัท สายการบินนกแอร์ จำกัด (มหาชน)                         |
| PTG               | บริษัท พีทีจี เอ็นเนอยี จำกัด (มหาชน)                        |
| CHG               | บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์ จำกัด (มหาชน)                      |
| PPP               | บริษัท พรีเมียร์ โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)                      |
| EPG               | บริษัท อีสเทิร์นโพลีเมอร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)                |
| MTLS              | บริษัท เมืองไทย ลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน)                        |
| VPO               | บริษัท วิจิตรภัณฑ์ปาล์มมอยล์ จำกัด (มหาชน)                   |
| CBG               | บริษัท คาราบาวกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)                            |

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 1 (ต่อ): ตารางแสดงรายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักแห่งประเทศไทย ระหว่างปี  
พ.ศ. 2548 ถึงปี พ.ศ. 2559 ชุดข้อมูลทั้งหมด 123 บริษัท

| ชื่อย่อหลักทรัพย์ | ชื่อบริษัท                                                          |
|-------------------|---------------------------------------------------------------------|
| BRR               | บริษัท น้ำตาลบุรีรัมย์ จำกัด (มหาชน)                                |
| BA                | บริษัท การบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)                                  |
| RICHY             | บริษัท ริชี เฟลซ 2002 จำกัด (มหาชน)                                 |
| SAPPE             | บริษัท เชื้อปเป้ จำกัด (มหาชน)                                      |
| TSR               | บริษัท เทียร์สตัน จำกัด (มหาชน)                                     |
| TAE               | บริษัท ไทย อะโกร เอ็นเนอร์ยี่ จำกัด (มหาชน)                         |
| SAWAD             | บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)                        |
| KTIS              | บริษัท เกษตรไทย อินเตอร์เนชั่นแนล ชูการ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) |
| ICHI              | บริษัท อิชิตัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)                                  |
| SUTHA             | บริษัท สุธากัญจน์ จำกัด (มหาชน)                                     |
| PCSGH             | บริษัท พี.ซี.เอส. แมชีน กรุ๊ป โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)                 |
| AMATAV            | บริษัท อมตะ วิเอ็น จำกัด (มหาชน)                                    |
| SPRC              | บริษัท สตาร์ ปิโตรเลียม รีไฟน์นิ่ง จำกัด (มหาชน)                    |
| TKN               | บริษัท แก้วแก่น้อย ฟู้ดแอนด์มาร์เก็ตติ้ง จำกัด (มหาชน)              |
| J                 | บริษัท เจเอเอส แอสเซ็ท จำกัด (มหาชน)                                |
| LPH               | บริษัท โรงพยาบาล ลาดพร้าว จำกัด (มหาชน)                             |
| SCI               | บริษัท เอสซีไอ อิเล็คทริก จำกัด (มหาชน)                             |
| TFG               | บริษัท ไทยฟู้ดส์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)                                |
| ORI               | บริษัท ออริจิ้น พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)                         |
| JWD               | บริษัท เจดับเบิลยูดี อินโฟโลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน)                  |
| COM7              | บริษัท คอมเซเว่น จำกัด (มหาชน)                                      |

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 1 (ต่อ): ตารางแสดงรายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักแห่งประเทศไทย ระหว่างปี  
พ.ศ. 2548 ถึงปี พ.ศ. 2559 ชุดข้อมูลทั้งหมด 123 บริษัท

| ชื่อย่อหลักทรัพย์ | ชื่อบริษัท                                           |
|-------------------|------------------------------------------------------|
| ASEFA             | บริษัท อาซีฟา จำกัด (มหาชน)                          |
| WICE              | บริษัท ไวส์ โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน)                 |
| BR                | บริษัท บางกอกแรนซ์ จำกัด (มหาชน)                     |
| GPSC              | บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี่ จำกัด (มหาชน)     |
| SLP               | บริษัท สาลี พรินท์ติ้ง จำกัด (มหาชน)                 |
| PMTA              | บริษัท พีเอ็ม โทรีเซน เอเชีย โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน) |
| PLAT              | บริษัท เดอะ แพลทินัม กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)             |
| S11               | บริษัท เอส 11 กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)                    |
| SCN               | บริษัท สแกน อินเตอร์ จำกัด (มหาชน)                   |
| PLANB             | บริษัท แพลน บี มีเดีย จำกัด (มหาชน)                  |
| TNR               | บริษัท ไทยนิปปอนรับเบอร์อินดัสตรี จำกัด (มหาชน)      |
| FN                | บริษัท เอฟเอ็น แพคตอรี เอ๊าท์เลท จำกัด (มหาชน)       |
| ALLA              | บริษัท ออลล่า จำกัด (มหาชน)                          |
| BPP               | บริษัท บ้านปู เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน)                 |
| SQ                | บริษัท สหกลอิควิปเมนต์ จำกัด (มหาชน)                 |
| BCPG              | บริษัท บีซีพีจี จำกัด (มหาชน)                        |
| RJH               | บริษัท โรงพยาบาลราชธานี จำกัด (มหาชน)                |
| EKH               | บริษัท เอกชัยการแพทย์ จำกัด (มหาชน)                  |
| ALT               | บริษัท เอแอลที เทเลคอม จำกัด (มหาชน)                 |
| TPBI              | บริษัท ทีพีบีไอ จำกัด (มหาชน)                        |

ตารางที่ 2: ตารางแสดงราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน ราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก และอัตราผลตอบแทน

| ชื่อย่อหลักทรัพย์ | ราคา IPOs | ราคาปิด | ผลตอบแทน |
|-------------------|-----------|---------|----------|
| IHL               | 18.25     | 16.6    | -9.04%   |
| CSP               | 3         | 2.6     | -13.33%  |
| GREEN             | 8         | 8.25    | 3.13%    |
| GC                | 2.34      | 2.4     | 2.56%    |
| PREB              | 3.25      | 2.5     | -23.08%  |
| KCAR              | 4.4       | 4.94    | 12.27%   |
| DRT               | 7.8       | 6.25    | -19.87%  |
| UOBKH             | 6.2       | 8.55    | 37.90%   |
| TWZ               | 3.8       | 3.24    | -14.74%  |
| PRIN              | 2.8       | 2.56    | -8.57%   |
| EASON             | 3         | 3.42    | 14.00%   |
| PRINC             | 7         | 8.65    | 23.57%   |
| ASK               | 8.9       | 8.9     | 0.00%    |
| MCS               | 2.4       | 2.22    | -7.50%   |
| PERM              | 3.5       | 5.4     | 54.29%   |
| TSC               | 9.2       | 13.3    | 44.57%   |
| SMIT              | 2.75      | 5.25    | 90.91%   |
| GLOW              | 24        | 22.5    | -6.25%   |
| SUPER             | 4.9       | 4.86    | -0.82%   |
| SOLAR             | 8         | 11.6    | 45.00%   |
| SMM               | 2.65      | 2.72    | 2.64%    |

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 2 (ต่อ): ตารางแสดงราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน ราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก และอัตราผลตอบแทน

| ชื่อย่อหลักทรัพย์ | ราคา IPOs | ราคาปิด | ผลตอบแทน |
|-------------------|-----------|---------|----------|
| KSL               | 4.3       | 4.42    | 2.79%    |
| TMT               | 5.95      | 6.3     | 5.88%    |
| SPPT              | 2.4       | 3.04    | 26.67%   |
| BSBM              | 3.8       | 3.9     | 2.63%    |
| SAT               | 12.9      | 16.6    | 28.68%   |
| JTS               | 3.2       | 3.16    | -1.25%   |
| FORTH             | 5         | 5.1     | 2.00%    |
| RICH              | 2.25      | 3.08    | 36.89%   |
| AKR               | 2.7       | 2.82    | 4.44%    |
| TOG               | 2.8       | 2.8     | 0.00%    |
| CITY              | 2.94      | 2.88    | -2.04%   |
| GSTEL             | 1.6       | 1.33    | -16.88%  |
| MJD               | 4.7       | 4.42    | -5.96%   |
| BWG               | 3         | 7.4     | 146.67%  |
| DTAC              | 40        | 41.75   | 4.38%    |
| UNIQ              | 1.8       | 1.83    | 1.67%    |
| SYNEX             | 2.9       | 2.88    | -0.69%   |
| SGP               | 8         | 9.1     | 13.75%   |
| AS                | 12        | 12      | 0.00%    |
| PM                | 3.1       | 2.88    | -7.10%   |
| TTW               | 4.2       | 4.36    | 3.81%    |

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 2 (ต่อ): ตารางแสดงราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน ราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก และอัตราผลตอบแทน

| ชื่อย่อหลักทรัพย์ | ราคา IPOs | ราคาปิด | ผลตอบแทน |
|-------------------|-----------|---------|----------|
| SABINA            | 32        | 40.5    | 26.56%   |
| ESSO              | 10        | 10.5    | 5.00%    |
| LHK               | 2.76      | 2.1     | -23.91%  |
| BLA               | 13.5      | 15.3    | 13.33%   |
| SMT               | 4.95      | 5.75    | 16.16%   |
| GLOBAL            | 2.55      | 2.32    | -9.02%   |
| SENA              | 1.98      | 2       | 1.01%    |
| JMART             | 1.8       | 1.9     | 5.56%    |
| TTCL              | 4.25      | 4.54    | 6.82%    |
| SYMC              | 8.8       | 10.8    | 22.73%   |
| GUNKUL            | 5.4       | 8.6     | 59.26%   |
| IFS               | 1.35      | 1.76    | 30.37%   |
| IVL               | 10.2      | 10      | -1.96%   |
| APCS              | 5.45      | 5.25    | -3.67%   |
| KBS               | 9.1       | 9.3     | 2.20%    |
| LHBANK            | 1.4       | 1.79    | 27.86%   |
| VIH               | 1.25      | 3.04    | 143.20%  |
| BEAUTY            | 8         | 16.1    | 101.25%  |
| ANAN              | 4.2       | 3.8     | -9.52%   |
| JMT               | 4         | 12      | 200.00%  |
| WHA               | 13.25     | 20      | 50.94%   |

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 2 (ต่อ): ตารางแสดงราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน ราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก และอัตราผลตอบแทน

| ชื่อย่อหลักทรัพย์ | ราคา IPOs | ราคาปิด | ผลตอบแทน |
|-------------------|-----------|---------|----------|
| WHA               | 13.25     | 20      | 50.94%   |
| VGI               | 35        | 55      | 57.14%   |
| SRICHA            | 15        | 16.8    | 12.00%   |
| BJCHI             | 30        | 38.25   | 27.50%   |
| NYT               | 11.9      | 13.4    | 12.61%   |
| MEGA              | 17.5      | 21.3    | 21.71%   |
| THREL             | 9.5       | 9.9     | 4.21%    |
| CSS               | 3         | 2.12    | -29.33%  |
| M                 | 49        | 53      | 8.16%    |
| PACE              | 3.5       | 2.7     | -22.86%  |
| CKP               | 13        | 16      | 23.08%   |
| MC                | 15        | 16      | 6.67%    |
| NOK               | 26        | 26.5    | 1.92%    |
| PTG               | 3.9       | 4.6     | 17.95%   |
| CHG               | 6.3       | 8.7     | 38.10%   |
| PPP               | 5         | 12.3    | 146.00%  |
| EPG               | 5.8       | 6.65    | 14.66%   |
| MTLS              | 5.5       | 11.9    | 116.36%  |
| EPG               | 5.8       | 6.65    | 14.66%   |
| MTLS              | 5.5       | 11.9    | 116.36%  |
| VPO               | 2.7       | 2.94    | 8.89%    |

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 2 (ต่อ): ตารางแสดงราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน ราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก และอัตราผลตอบแทน

| ชื่อย่อหลักทรัพย์ | ราคา IPOs | ราคาปิด | ผลตอบแทน |
|-------------------|-----------|---------|----------|
| CBG               | 28        | 32.5    | 16.07%   |
| BRR               | 6.8       | 8.7     | 27.94%   |
| BA                | 25        | 22      | -12.00%  |
| RICHY             | 3.3       | 4.32    | 30.91%   |
| SAPPE             | 13.5      | 27.75   | 105.56%  |
| TSR               | 3.5       | 5.35    | 52.86%   |
| TAE               | 2         | 5.6     | 180.00%  |
| SAWAD             | 6.9       | 10.6    | 53.62%   |
| KTIS              | 10        | 9.7     | -3.00%   |
| ICHI              | 13        | 16.2    | 24.62%   |
| SUTHA             | 3.7       | 6.2     | 67.57%   |
| PCSGH             | 8.6       | 8.75    | 1.74%    |
| AMATAV            | 7.5       | 8.7     | 16.00%   |
| SPRC              | 9         | 8       | -11.11%  |
| TKN               | 4         | 5.75    | 43.75%   |
| J                 | 2.77      | 3.88    | 40.07%   |
| LPH               | 5         | 7.1     | 42.00%   |
| SCI               | 5.9       | 7       | 18.64%   |
| TFG               | 1.95      | 1.91    | -2.05%   |
| ORI               | 9         | 8.9     | -1.11%   |
| JWD               | 11        | 15.9    | 44.55%   |

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 2 (ต่อ): ตารางแสดงราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน ราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก และอัตราผลตอบแทน

| ชื่อย่อหลักทรัพย์ | ราคา IPOs | ราคาปิด | ผลตอบแทน |
|-------------------|-----------|---------|----------|
| COM7              | 3.35      | 4.16    | 24.18%   |
| ASEFA             | 3.7       | 5.95    | 60.81%   |
| WICE              | 2.1       | 3.84    | 82.86%   |
| BR                | 8.8       | 10.3    | 17.05%   |
| GPSC              | 27        | 26      | -3.70%   |
| SLP               | 2.16      | 2.16    | 0.00%    |
| PMTA              | 18        | 25.75   | 43.06%   |
| PLAT              | 7.4       | 6.45    | -12.84%  |
| S11               | 5.3       | 15.9    | 200.00%  |
| SCN               | 5         | 12.4    | 148.00%  |
| PLANB             | 2         | 4.78    | 139.00%  |
| TNR               | 16        | 25.75   | 60.94%   |
| FN                | 3.88      | 5.65    | 45.62%   |
| ALLA              | 2.88      | 3.42    | 18.75%   |
| BPP               | 21        | 27.25   | 29.76%   |
| SQ                | 3.2       | 4       | 25.00%   |
| BCPG              | 10        | 10.7    | 7.00%    |
| RJH               | 16        | 18.5    | 15.63%   |
| EKH               | 3.05      | 6.6     | 116.39%  |
| ALT               | 4.7       | 7.55    | 60.64%   |
| TPBI              | 10.8      | 14.3    | 32.41%   |

## ประวัติผู้เขียน

|                       |                                                                                                    |
|-----------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ชื่อ-นามสกุล          | นายชูเกียรติ มงคลเกียรติชัย                                                                        |
| Name & Last Name      | Mr. Chookiet Mongkonkietichai                                                                      |
| วัน เดือน ปีเกิด      | 15 ธันวาคม 2534                                                                                    |
| Date of birth         | Dec 15 <sup>th</sup> , 1991                                                                        |
| สถานที่ติดต่อ         | 997/36 ถ.รัชดาประชาอุทิศ แขวงวังทองหลาง<br>เขตวังทองหลาง กรุงเทพมหานคร 10300                       |
| Address               | 997/36 Ratchada Prachauthit Rd., Wangthonglang Sub-District, Wangthonglang District, Bangkok 10300 |
| อีเมล                 | c.mongkkonkietichai@gmail.com                                                                      |
| ประวัติการศึกษา       | ปริญญาตรี เศรษฐศาสตรบัณฑิต สาขาวิชาทฤษฎีและการวิจัย<br>มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย                      |
| Education             | Bachelor of Economics in Theory and Research<br>University of Thai Chamber of Commerce             |
| ประวัติการทำงาน       |                                                                                                    |
| พ.ศ. 2554 ถึงปัจจุบัน | ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)<br>ตำแหน่ง เจ้าหน้าที่อาวุโสฝ่ายลูกค้าสัมพันธ์                      |
| Experience            |                                                                                                    |
| 2014 – Current        | Siam Commercial Bank Public Company Limited<br>Senior Personal Banker                              |

มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

ข้อตกลงว่าด้วยการอนุญาตให้ใช้สิทธิในวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์

วันที่ 12 เดือน มีนาคม พ.ศ. 2560

ข้าพเจ้า (นาย/นาง/นางสาว) ...  
ชื่อย่อ ...  
อำเภอ/เขต ... จังหวัด ... รหัสไปรษณีย์ ...

เป็นนักศึกษาของมหาวิทยาลัยกรุงเทพ รหัสประจำตัว ...

ระดับปริญญา ...

หลักสูตร ... สาขาวิชา ...

คณะ ... ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า “ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ” ฝ่ายหนึ่ง และ

มหาวิทยาลัยกรุงเทพ ตั้งอยู่เลขที่ 119 ถนนพระราม 4 แขวงพระโขนง เขตคลองเตย กรุงเทพมหานคร

10110 ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า “ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิ” อีกฝ่ายหนึ่ง ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ และผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้

สิทธิ ตกลงทำสัญญากันโดยมีข้อความดังต่อไปนี้

ข้อ 1. ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิขอรับรองว่าเป็นผู้สร้างสรรค์และเป็นผู้มีสิทธิแต่เพียงผู้เดียวในงานวิทยานิพนธ์ /

สารนิพนธ์หัวข้อ

การเสนอขอ ...

ซึ่งถือเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร ...

(ต่อไปนี้จะเรียกว่า “วิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์”)

ข้อ 2. ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิตกลงยินยอมให้ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิโดยปราศจากค่าตอบแทนและไม่มีกำหนด

ระยะเวลาในการนำวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์ ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ต่อสาธารณชน

ให้เข้าต้นฉบับหรือสำเนา งาน ให้ประโยชน์อันเกิดจากลิขสิทธิ์แก่ผู้อื่น อนุญาตให้ผู้อื่นใช้สิทธิโดยจะกำหนดเงื่อนไข

อย่างหนึ่งอย่างใดด้วยหรือไม่ก็ได้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน หรือการกระทำอื่นใดในลักษณะทำนองเดียวกัน

ข้อ 3. หากกรณีมีข้อขัดแย้งในปัญหาสิทธิในวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์ ระหว่างผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิกับ

บุคคลภายนอกก็ดี หรือระหว่างผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิกับบุคคลภายนอกก็ดี หรือมีเหตุขัดข้องอื่นๆ เกี่ยวกับ

ลิขสิทธิ์ อันเป็นเหตุให้ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิไม่สามารถนำงานนั้นออกทำซ้ำ เผยแพร่ หรือโฆษณาได้ ผู้อนุญาตให้

ใช้สิทธิยินยอมรับผิดชอบและชดเชยค่าเสียหายแก่ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิในความเสียหายต่างๆ ที่เกิดขึ้นแก่ผู้ได้รับ

อนุญาตให้ใช้สิทธิทั้งสิ้น

สัญญานี้ทำขึ้นสองฉบับ มีข้อความเป็นอย่างเดียวกัน คู่สัญญาได้อ่านและเข้าใจข้อความในสัญญานี้โดยละเอียดแล้ว จึงได้ลงลายมือชื่อให้ไว้เป็นสำคัญต่อหน้าพยาน และเก็บรักษาไว้ฝ่ายละฉบับ

ลงชื่อ..........ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ  
( ..... )

ลงชื่อ..........ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิ  
(อาจารย์ อภิธิภา จุลพิสิฐ)  
ผู้อำนวยการสำนักหอสมุดและศูนย์การเรียนรู้

ลงชื่อ..........พยาน  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ กฤติกา ลิ้มลาวัลย์)  
รองคณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

ลงชื่อ..........พยาน  
(ดร.สุมนี ศุภกรโกศล)  
ผู้อำนวยการหลักสูตร/ ผู้รับผิดชอบหลักสูตร