

ผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก
กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย

Long-run Performance IPOs: Evidence from Stock Exchange in Thailand



ผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก กรณีศึกษาตลาด
หลักทรัพย์ในประเทศไทย

Long-run Performance IPOs: Evidence from Stock Exchange in Thailand



การค้นคว้าอิสระเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน
มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
ปีการศึกษา 2561



© 2562

ชัยวุฒิ สิทธิมา

สงวนลิขสิทธิ์

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
อนุมัติให้การค้นคว้าอิสระเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน

เรื่อง ผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก กรณีศึกษา
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผู้วิจัย ชัยวุฒิ สิทธิมา

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

อาจารย์ที่ปรึกษา

(ดร.กนต์พนัส ดำรงวงศ์)

ผู้เชี่ยวชาญ

(ดร.สุมนี ศุภกรโกศัย)

(ดร.สุชาดา เจริญพันธุ์ศิริกุล)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

21 มกราคม 2562

ชัยวุฒิ สิทธิมา. ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน, มกราคม 2562, บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

ผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก: กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย (91 หน้า)

อาจารย์ที่ปรึกษา: ดร.กนต์พนัส ดำรงวงศ์

บทคัดย่อ

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงผลตอบแทนระยะยาวของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) เปรียบเทียบกับผลตอบแทนของตลาดและดัชนีราคากลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ โดยเลือกหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) ระหว่างปี พ.ศ. 2546 ถึงปี พ.ศ. 2561 จำนวน 298 บริษัท เป็นตัวอย่างในการทดสอบและใช้ชุดข้อมูลหลักทรัพย์จาก SETTRADE และ SETSMART ระหว่าง เดือนมกราคม ปี พ.ศ. 2546 ถึง เดือน กรกฎาคม ปี พ.ศ. 2561 ซึ่งผู้วิจัยมีความสนใจว่าการลงทุนระยะยาวในหลักทรัพย์ IPO เมื่อเปรียบเทียบกับราคาปิดวันแรก เป็นรายเดือน ตั้งแต่ เดือนที่ 1 ถึงเดือนที่ 60 จะมีผลตอบแทนในระยะยาวที่ผิดปกติหรือไม่ และต้องการทราบถึงแนวโน้มของผลตอบแทนที่จะเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติในทิศทางที่เป็นบวกหรือลบ

ผลจากการศึกษาพบว่า การทดสอบหาผลตอบแทนเฉลี่ยแบบถ่วงน้ำหนัก ด้วยวิธี Buy and Hold Abnormal Return (BHAR), Cumulative Abnormal Return (CAR) และ Abnormal Return (AR) ไม่พบผลตอบแทนระยะยาวที่เกินปกติแต่สามารถเอาชนะตลาดได้โดยมีแนวโน้มที่ลดลงอย่างไม่มีนัยสำคัญ เมื่อนำไปเปรียบเทียบกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ และดัชนีราคากลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ แต่หลักทรัพย์ IPO ที่อยู่ใน Portfolio SET100 กลับพบผลตอบแทนที่ผิดปกติสามารถเอาชนะตลาดได้ แต่มีแนวโน้มลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ: หลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก, ผลตอบแทนระยะยาว, ผลตอบแทนตลาด

Sitthima, C. M.S. (Finance), January 2019, Graduate School, Bangkok University.
Long-run Performance IPOs: Evidence from Stock Exchange in Thailand (91 pp.)
Advisor: Konpanas Dumrongwong, Ph.D.

ABSTRACT

The objective of this research is to study the long-term returns of investment in Initial Public Offering (IPO) compared with the return of the market and industry group index food business. The securities listed in Stock Exchange of Thailand (SET) and the Market for Alternative Investment (MAI). During the year 2003 - 2018 a total of 298 companies in testing and using the data from SETSMART and SETTRADE between January, 2003 since July, 2018. The researcher is interested in the long-term investment in the securities IPO compared with price off the first day, monthly since the month. As 1- 60 month will the long-term abnormal return or not. And want to know the trend of the returns to be abnormal return in a direction that is positive or negative.

Results from the study found that the test returns the average weighted Abnormal Buy and Hold Return way (BHAR), Cumulative Abnormal Return (CAR) and the Abnormal Return (AR). No long-term returns that exceed the normal but can win the market by decreasing significantly. When compared with the return of the stock exchange, the stock exchange alternative investment and industry group index food business. But the IPO securities that are in the Portfolio yield SET100 found abnormalities can beat the market. But declining significantly.

Keywords: Initial Public Offering, Long-run Performance, Market Return

กิตติกรรมประกาศ

กรณีศึกษาผลตอบแทนระยะยาวของการเสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาในหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยกรุงเทพมหานคร งานวิจัยฉบับนี้สำเร็จลุล่วงด้วยดี จากความกรุณาของ ดร.กนต์พนัส ดำรงวงศ์ อาจารย์ที่ปรึกษา งานวิจัย ที่เป็นผู้ให้คำแนะนำ อีกทั้งยังสละเวลาในการตรวจสอบแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ ที่เกิดขึ้นในขั้นตอนการจัดทำงานวิจัยนี้ จนทำให้งานวิจัยฉบับนี้เสร็จสมบูรณ์ ทั้งนี้ขอขอบพระคุณคณาจารย์ หลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยกรุงเทพทุกท่าน ที่ได้ประสิทธิประสาทวิชาความรู้ ให้กับข้าพเจ้า ทำให้มีความเข้าใจและมีความรู้เพิ่มขึ้น อีกทั้งยังมีคำแนะนำอื่นๆ จนทำให้วิจัยฉบับนี้สมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

ขอขอบพระคุณ ธนาการไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ที่ได้สนับสนุนเงินทุนในการศึกษา และสนับสนุนผู้ศึกษา จนทำให้งานวิจัยฉบับนี้สำเร็จลุล่วงด้วยดี ขอขอบพระคุณ บิดา มารดา และครอบครัว ที่ได้ให้กำลังใจเสมอมาตลอดการทำงานวิจัยฉบับนี้ ขอขอบคุณเพื่อนนักศึกษาสาขาวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยกรุงเทพ ที่ได้ให้ความช่วยเหลือ และสนับสนุนผู้ศึกษาเสมอมา ผู้ศึกษาจึงขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูง มาไว้ ณ โอกาสนี้

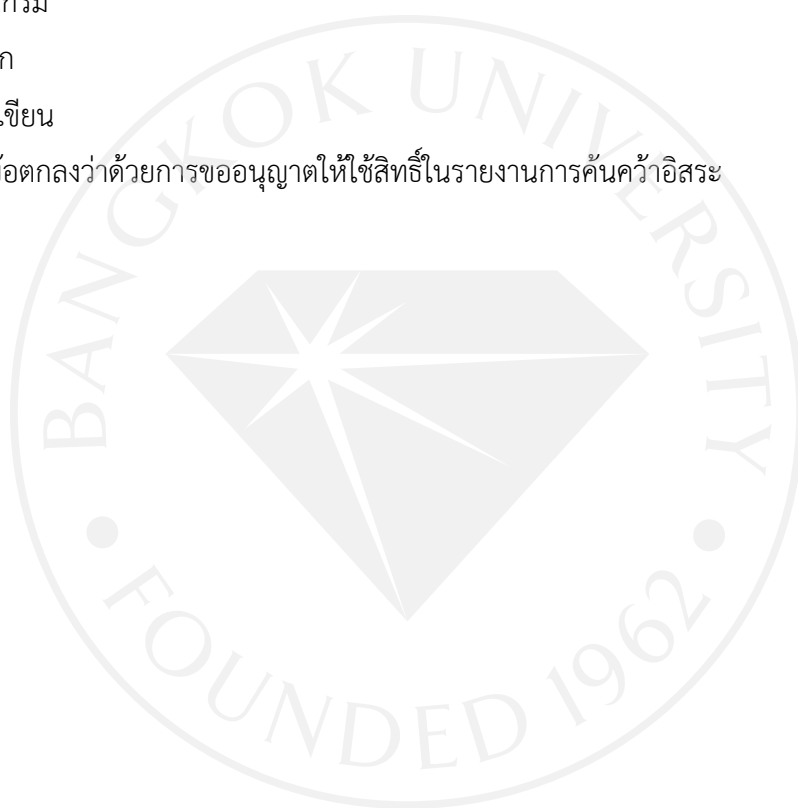
ชัยวุฒิ สิทธิมา

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	จ
กิตติกรรมประกาศ	ฉ
สารบัญตาราง	ณ
สารบัญภาพ	ญ
บทที่ 1 บทนำ	
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย	4
1.3 ขอบเขตของงานวิจัย	4
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	5
1.5 คำนิยามศัพท์เฉพาะ	5
บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	
2.1 แนวคิด ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	10
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	14
บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย	
3.1 ประเภทของงานวิจัย	18
3.2 ข้อมูลและแหล่งข้อมูล	18
3.3 สมมติฐานในการวิจัย	19
3.4 วิธีการดำเนินการวิจัย	20
บทที่ 4 การวิเคราะห์ข้อมูล	
4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลการประเมินผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ด้วยวิธี BHAR	23
4.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลการประเมินผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ด้วยวิธี CAR	27
4.3 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลการประเมินผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ด้วยวิธี AR	31

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 5 สรุป และอภิปรายผล	
5.1 สรุปผลการศึกษา	36
5.2 ข้อเสนอแนะเพื่อการนำไปใช้	42
5.3 ข้อจำกัดในการวิจัย	43
บรรณานุกรม	44
ภาคผนวก	48
ประวัติผู้เขียน	91
เอกสารข้อตกลงว่าด้วยการขออนุญาตให้ใช้สิทธิ์ในรายงานการค้นคว้าอิสระ	



สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 1.1: ข้อมูลจำนวนหลักทรัพย์ IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 ถึง ปี พ.ศ. 2561 (Stock Exchange of Thailand (SET), 2561)	3
ตารางที่ 4.1: ผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ด้วยวิธี BHAR	24
ตารางที่ 4.2: ผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ด้วยวิธี BHAR	25
ตารางที่ 4.3: ผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่อยู่ใน Portfolio SET100 ด้วยวิธี BHAR	26
ตารางที่ 4.4: ผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ด้วยวิธี CAR	28
ตารางที่ 4.5: ผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ด้วยวิธี CAR	29
ตารางที่ 4.6: ผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่อยู่ใน Portfolio SET100 ด้วยวิธี CAR	30
ตารางที่ 4.7: ผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ด้วยวิธี AR	32

สารบัญภาพ

	หน้า
ภาพที่ 5.1: สรุปผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ SET, mai ด้วยวิธี BHAR	37
ภาพที่ 5.2: สรุปผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่อยู่ใน Portfolio SET100 ด้วยวิธี BHAR	37
ภาพที่ 5.3: สรุปผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ SET, mai ด้วยวิธี CAR	39
ภาพที่ 5.4: สรุปผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่อยู่ใน Portfolio SET100 ด้วยวิธี CAR	39
ภาพที่ 5.5: สรุปผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ SET ด้วยวิธี AR	40



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

จากการศึกษาเรื่องผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก (Initial Public Offering : IPO) ที่มีอยู่จำนวนมาก ทั้งงานศึกษาในอดีต และงานศึกษาในปัจจุบัน จากในประเทศ และต่างประเทศ ผู้ศึกษาได้พบว่าแนวทางการศึกษาส่วนใหญ่เน้นให้ความสำคัญในประเด็นเรื่อง ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ Returns ซึ่งพบผลตอบแทนที่ผิดปกติ ทั้งนี้แยกออกเป็น 2 ลักษณะ คือ 1.) ผลตอบแทนในวันแรกที่ราคาเสนอขายต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงจนเป็นผลให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงเกินปกติ (Underpricing) 2.) ผลตอบแทนระยะยาวต่ำกว่าปกติที่ควรจะเป็นเมื่อเทียบกับผลตอบแทนจาก Benchmark Portfolio (Long-run Underperformance) ดังนั้นการลงทุนระยะสั้นในหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณะเป็นครั้งแรกจึงเป็นที่ดึงดูดความสนใจให้กับนักลงทุนที่ต้องการเก็งกำไร เนื่องจากจะได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าปกติ (Shiller, 1990 อ้างใน อริยพงษ์ พันธุ์ศรีวงศ์, 2559, หน้า 9) กลับกันการลงทุนหลักทรัพย์ที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกในระยะยาวกลับไม่ให้ผลตอบแทนที่น่าพอใจ จึงเป็นสาเหตุให้ผู้วิจัยสนใจ และต้องการศึกษาอัตราผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย

ผลจากงานศึกษาเรื่องอัตราผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) ที่มีอยู่มากมายนั้น จะมีทั้งงานศึกษาที่พบ Abnormal Returns เป็นบวกและลบ โดยงานศึกษาในประเทศที่พัฒนาแล้ว จะพบว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกในระยะยาวจะมีค่าต่ำกว่าผลตอบแทนเปรียบเทียบของตลาดหลักทรัพย์ อย่างเช่น งานศึกษาของ Ibbotson & Jaffe (1975); Miller (1997); Ritter (1991); Loughran & Ritter (1995); Barber & Lyon (1997); Ritter & Welch (2002) และ Schultz (2003) ที่พบว่าหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก ในวันแรกของการเสนอขายมักจะได้รับผลตอบแทนที่สูงเกินปกติ นักลงทุนส่วนใหญ่จึงมักจะแสวงหาการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก หากแต่ผลตอบแทนในระยะยาวกลับให้ผลตอบแทนที่ผิดปกติไปในทางตรงกันข้าม คือ ผลตอบแทนจะมีค่าต่ำกว่าอย่างมีนัยสำคัญเมื่อเลือกลงทุนระยะยาวในหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก

ส่วนงานศึกษาในประเทศที่เป็นตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่ จะพบว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกนั้นเป็นไปได้ทั้งสองแนวทาง คือ พบว่าผลตอบแทนระยะยาวต่ำกว่าผลตอบแทนตลาดเหมือนเช่นตลาดหลักทรัพย์ในประเทศที่พัฒนาแล้ว

ตามงานศึกษาของ Drobetz, Kammermann & Waelchli (2005) และพบผลที่เป็นบวกคือ ผลตอบแทนระยะยาวสามารถเอาชนะผลตอบแทนตลาดได้อย่างมีนัยสำคัญ เช่น งานศึกษาของ Aggarwal, Leal & Hernandez (1993); Nurwati, Campbell & Goodacre (2007); Su & Fleisher (1997) และ Chi & Padgett, (2002) จากผลการศึกษาในเรื่องผลตอบแทนระยะยาวของ หลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกดังที่ได้กล่าวมานั้น ยังไม่อาจสามารถสรุปได้ อย่างแน่นอนว่าผลตอบแทนระยะยาวจะให้ผลที่เป็นลบหรือบวก เมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทน เปรียบเทียบของตลาด

ส่วนการศึกษาเรื่องผลตอบแทนหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกใน ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยของ Vithessonthi (2008); Phansriwong (2016) และ Jarasworawuthkul (2017) ผลการศึกษาตรงตามงานศึกษาส่วนใหญ่ คือพบว่าผลตอบแทนระยะ ยาวที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกจะเป็นลบเมื่อเทียบกับ ผลตอบแทนตลาดเปรียบเทียบ โดยทั้งหมดมีการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่มีขนาดเท่ากันและจัดทำเป็น Portfolio แล้วจึงทำการศึกษาและทดสอบหาผลตอบแทนที่ไม่ปกติ แต่เนื่องจากผู้ศึกษาต้องการ ทราบถึงผลตอบแทนที่ไม่ปกติของหลักทรัพย์ที่เสนอขายใหม่แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกทั้งหมดที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ระหว่างปี พ.ศ. 2546 – ปี พ.ศ. 2559 จึงไม่ได้มีการตัดข้อมูลหลักทรัพย์บางตัวออก ยกเว้นหลักทรัพย์บางชุดข้อมูลที่มีการ ทดสอบกับดัชนีอุตสาหกรรมเนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่งมีการจัดทำดัชนี อุตสาหกรรมสำหรับหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ เมื่อปี พ.ศ.2558 ที่ผ่านมา

ทั้งนี้ประเทศไทยถือว่าเป็นประเทศที่อยู่ในกลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนาที่มีการขยายตัวทาง เศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง จากข้อมูล SETSMART โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2546 ถึงปี พ.ศ. 2561 มีบริษัทที่ออกขายหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ รวมกันจำนวน 480 บริษัท โดย แบ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 315 บริษัท และที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 165 บริษัท โดยมีมูลค่าระดมทุนรวม 959,523.66 ล้านบาท และมีมูลค่าหลักทรัพย์รวม 2,561,236.70 ล้านบาท

ตารางที่ 1.1: ข้อมูลจำนวนหลักทรัพย์ IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 ถึง ปี พ.ศ. 2561 (Stock Exchange of Thailand (SET), 2561)

ปี	จำนวนบริษัท/หลักทรัพย์จดทะเบียน					รวม	มูลค่าระดมทุน (ล้านบาท)	มูลค่าหลักทรัพย์ ณ ราคา IPO (ล้านบาท)
	SET				mai			
	Stock	IFF	PFUND/REIT	รวม	Stock			
2561	1	-	3	4	3	7	12,873.90	20,043.30
2560	22	1	6	29	17	46	106,279.61	426,349.09
2559	12	-	4	16	13	29	52,781.08	157,766.41
2558	22	2	6	30	13	43	130,602.37	289,321.64
2557	17	-	9	26	20	46	113,989.96	304,796.99
2556	13	3	7	23	15	38	191,599.84	346,505.65
2555	8	-	6	14	10	24	52,466.45	101,007.58
2554	5	-	6	11	7	18	18,462.99	40,211.65
2553	4	-	4	8	7	15	12,587.56	58,332.02
2552	7	-	5	12	11	23	11,587.32	35,683.30
2551	9	-	5	14	3	17	27,437.30	79,163.53
2550	7	-	4	11	6	17	17,252.10	110,781.73
2549	12	-	4	16	6	22	60,862.53	119,844.51
2548	36	-	6	42	14	56	48,284.34	132,620.93
2547	36	-	-	36	14	50	77,340.81	233,195.01
2546	21	-	2	23	6	29	25,115.50	105,613.36
	232	6	77	315	165	480	959,523.66	2,561,236.70

จะเห็นได้ว่างานวิจัยฉบับนี้มีจุดมุ่งหมายที่จะศึกษาถึงผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และต้องการพิสูจน์สมมติฐานผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนครั้งแรกว่าจะมีผลตอบแทนที่ผิดปกติหรือไม่ และจะมีผลที่เป็นบวกหรือลบเมื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทนตลาดตามแนวทางงานศึกษาส่วนใหญ่ที่อ้างอิงไว้ในเบื้องต้นโดยประจักษ์ และเพื่อต้องการทราบถึงแนวโน้มของผลตอบแทนระยะยาวจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of

Thailand: SET) และในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative: MAI) รวมถึงข้อมูลผลตอบแทนดัชนีของทั้ง 2 ตลาด ระหว่างเดือนมกราคม ปี พ.ศ. 2546 ถึงเดือนกรกฎาคม ปี พ.ศ. 22561 ในการคำนวณผลตอบแทนของตัวหลักทรัพย์ และคำนวณผลตอบแทนของหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับผลตอบแทนตลาด ตั้งแต่เดือน ที่ 1 ถึงเดือนที่ 60 ด้วยวิธีการ CAR (Cumulative Abnormal Returns) และ BHAR (Buy and Hold Abnormal Returns) เพื่อที่จะได้ทราบผลการทดสอบ และแนวโน้มของผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย เพื่อเป็นประโยชน์ในการนำข้อมูลจากงานวิจัยนี้ไปต่อยอดในการศึกษาปัจจัยอื่นๆเพิ่มเติม และใช้เป็นข้อมูลในการเลือกลงทุนหลักทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1.2.1 เพื่อพิสูจน์ผลตอบแทนระยะยาว (12, 24, 36, 48, 60 เดือน) ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก เมื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทนตลาดตามทฤษฎี กรณีหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยวิธีสถิติพรรณนาด้วยวิธี CAR และ BHAR แบบถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าหลักทรัพย์ตลาด

1.2.2 เพื่อพิสูจน์ผลตอบแทนระยะยาว (12, 24, 36, 48, 60 เดือน) ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก เมื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทนตลาดตามทฤษฎี ของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ด้วยวิธีสถิติพรรณนาวิธี CAR และ BHAR แบบถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าหลักทรัพย์ตลาด

1.2.3 เพื่อศึกษาถึงแนวโน้มผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3 ขอบเขตของงานวิจัย

1.3.1 เลือกกลุ่มตัวอย่างจากหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) และที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative: MAI) ที่ยังดำเนินการอยู่ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 จนถึง ปี พ.ศ. 2559 เท่านั้น รวมทั้งสิ้น 298 บริษัท แบ่งเป็นหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 175 บริษัท และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 123 บริษัท ฐานข้อมูล SETTRADE ดำเนินการโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ทั้งนี้ได้มีการตัดข้อมูลหลักทรัพย์ที่ออกจากตลาดหลักทรัพย์ไปก่อน 3 ปี จำนวน 99 บริษัท (คิดเป็น 25% จากหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงดังกล่าวทั้งหมด 397 บริษัท) ซึ่งไม่ทำให้เกิด Survival Bias

1.3.2 ใช้ข้อมูลราคาหลักทรัพย์, ข้อมูลดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ, ข้อมูลดัชนีราคากลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ และข้อมูลหลักทรัพย์ที่อยู่ใน Portfolio SET100 ตั้งแต่ เดือนมกราคม ปี พ.ศ. 2546 ถึง เดือน กรกฎาคม ปี พ.ศ. 2561 จำนวนระยะเวลา 15 ปี 7 เดือน จากฐานข้อมูล SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) ดำเนินการโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ทั้งนี้ข้อมูลดัชนีราคากลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ พึ่งมีการจัดกลุ่มและเก็บข้อมูลเมื่อปี พ.ศ.2558 ทำให้งานศึกษาชิ้นนี้จึงไม่ได้นำหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ มาคำนวณหาผลตอบแทนที่ไม่ปกติที่เปรียบเทียบกับดัชนีราคากลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ และหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกที่อยู่ใน Portfolio SET100 มีจำนวน 30 บริษัทที่ใช้ในการทดสอบครั้งนี้

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.4.1 นักลงทุนสามารถนำผลการศึกษานี้ไปวิเคราะห์แนวโน้มผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จากการประเมินผลตอบแทนระยะยาวเมื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทนตลาด และใช้เป็นข้อมูลในการตัดสินใจเลือกลงทุนหลักทรัพย์ในอนาคต

1.4.2 สำหรับผู้ที่สนใจศึกษาเกี่ยวกับผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สามารถนำข้อมูล และผลการศึกษานี้ไปต่อยอดเพิ่มเติม

1.5 คำนิยามศัพท์เฉพาะ

1.5.1 การเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) คือ การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก โดยที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์มีวัตถุประสงค์เพื่อต้องการระดมทุนในการขยายกิจการที่นอกเหนือจากการกู้เงิน ทั้งนี้ต้องกระจ่ายการถือครองหุ้นให้ประชาชนทั่วไปผ่านทางผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และต้องผ่านความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ (Issuer) และ ที่ปรึกษาทางการเงิน ต้องจัดทำหนังสือชี้ชวนให้มีข้อมูลครบถ้วนตามหลักเกณฑ์ที่

ก.ล.ต. กำหนด เพื่อให้ให้นักลงทุนได้อ่านและทำความเข้าใจเพื่อใช้เป็นข้อมูลในการตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์

ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) คือบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตให้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ได้มีหน้าที่เสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไปแทนบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ การออกขาย IPO ในแต่ละครั้งจะไม่มีกฎเกณฑ์ที่แน่นอนว่าจะจองด้วยวิธีใด ผ่านช่องทางไหน ชำระเงินอย่างไร หรือมีวิธีการจัดสรรยอดแบบไหน ซึ่งเป็นหน้าที่ของนักลงทุนเองที่ต้องศึกษารายละเอียดต่างๆ เหล่านี้จากหนังสือชี้ชวนที่ได้รับ และเมื่อนักลงทุนได้รับจัดสรรแล้วหลักทรัพย์จะถูกนำเข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้ นักลงทุนสามารถใช้เป็นตลาดรองซื้อขายแลกเปลี่ยนบนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อไป

หลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกนั้นเปิดขายให้แก่ประชาชนทั่วไปก็จริง แต่ยังมีข้อจำกัดในการซื้อขายกรณี ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ กรรมการและผู้บริหาร ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ นั้นๆ จะไม่สามารถทำการขายการจองซื้อหลักทรัพย์บริษัทของตนได้

1.5.2 ผลตอบแทนระยะยาว

หมายถึง ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นหลังจากความจริงได้เกิดขึ้นแล้วหรือได้รับผลตอบแทนนั้นแล้ว หักลบด้วยผลตอบแทนของตลาด หากมีค่าเป็นบวกแสดงว่าอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์นั้นมีการดำเนินการที่ดีกว่าตลาด หากมีค่าเป็นศูนย์แสดงว่าอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์นั้นมีการดำเนินการเท่ากับตลาด หากมีค่าเป็นลบแสดงว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นมีการดำเนินการที่น้อยกว่าตลาด

1.5.3 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand : SET)

เป็นตลาดทุนที่มีแผนริเริ่มจากแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 1 (พ.ศ.2504-2509) เพื่อรองรับการเติบโต และส่งเสริมความมั่นคงทางเศรษฐกิจและพัฒนาคุณภาพชีวิตของประชาชน และต่อมาในแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 2 (พ.ศ.2510-2514) ได้มีการเสนอจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ที่มีระบบระเบียบโดยมีการประกาศใช้พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2517 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อจัดให้มีแหล่งกลางสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อส่งเสริมการออมทรัพย์และการระดมทุนในประเทศ ตามมาด้วยการแก้ไขบทบัญญัติที่เกี่ยวข้องกับรายได้เพื่อให้สามารถนำเงินออมมาลงทุนในตลาดทุนได้ในปี พ.ศ.2518 และได้ปรับแก้รูปแบบทางกฎหมายจนใช้งานได้ จึงเปิดให้มีการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ครั้งแรกในวันที่ 30 เมษายน ปี พ.ศ.2518 ภายใต้ชื่อ The Securities Exchange of Thailand และได้เปลี่ยนชื่อมาเป็น (Stock Exchange of Thailand : SET) เมื่อวันที่ 1 มกราคม พ.ศ.2534 ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อเป็นแหล่งระดมทุนระยะยาวของบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งมีทุนชำระแล้วหลัง IPO ตั้งแต่ 300 ล้านบาทขึ้นไป ควบคุมโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) กระทรวงการคลัง

1.5.4 ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment : MAI)

เป็นตลาดทุนที่จัดตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ก่อตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 21 มิถุนายน พ.ศ.2542 และเปิดให้มีการซื้อขายได้ในวันที่ 17 กันยายน พ.ศ. 2554 เพื่อเป็นแหล่งระดมทุนที่เปิดโอกาสให้ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมที่มีศักยภาพการเติบโตสูง ให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนทำให้ธุรกิจเติบโตอย่างยั่งยืนด้วยความโปร่งใส มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อเป็นแหล่งระดมทุนของธุรกิจที่มีศักยภาพขนาดกลางและเล็ก ซึ่งมีทุนชำระแล้วหลัง IPO ตั้งแต่ 50 ล้านบาทขึ้นไป โดยเน้นธุรกิจที่มีการเติบโตสูง และมีแนวโน้มการเติบโตในอนาคต ควบคุมโดย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) กระทรวงการคลัง

1.5.5 การแตกพาร์ (Stock Split)

การที่บริษัทแตกหลักทรัพย์จดทะเบียนที่มีอยู่ออกตามสัดส่วนที่ต้องการ ส่งผลให้จำนวนหลักทรัพย์มีเพิ่มมากขึ้นในขณะที่ Market Capitalization ยังคงเท่าเดิม หลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นจึงไม่ได้ทำให้มูลค่าบริษัทเพิ่มขึ้น แต่จะไปลดมูลค่าหลักทรัพย์เดิมตามสัดส่วนที่แตกออกมาแทน ยกตัวอย่าง การแตกพาร์ สมมติว่าบริษัท A มีหลักทรัพย์อยู่ทั้งหมดจำนวน 1,000,000 หน่วย ราคาตลาดอยู่ที่ 500 บาทต่อหน่วย Market Cap จะเท่ากับ 500 ล้านบาท ต่อมาบริษัทแตกพาร์ที่ 10 ต่อ 1 ทำให้จำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมดเพิ่มเป็น 10,000,000 หน่วย และราคาต่อหลักทรัพย์จะลดลงเหลือ 50 บาท ส่วน Market Cap ยังคงเท่าเดิม การแตกพาร์เพื่อเพิ่มสภาพคล่องของหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น

1.5.6 ช่วงเวลาห้ามขายหุ้น (Lock Up Period)

ช่วงระยะเวลาที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดห้ามผู้ที่เข้าขาย Strategic Shareholders อาทิ เช่น ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ผู้เกี่ยวข้องกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทจดทะเบียนใหม่ ในการนำหุ้นบริษัทดังกล่าวที่ตนถือครองอยู่ออกขาย โดยทั่วไปช่วงเวลาห้ามขาย หุ้นจะประมาณ 6 เดือนนับแต่วันแรกที่ให้มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ แต่ในบางกรณีอาจจะกำหนดให้นานกว่า 6 เดือนก็ได้ แต่ไม่เกิน 3 ปี

แต่สำหรับในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยผู้เข้าขาย Strategic Shareholders จะถูกห้ามนำหุ้นของตนซึ่งมีจำนวนรวมกัน 55% ของทุนชำระแล้วหลัง IPO ออกขายภายในกำหนดระยะเวลา 3 ปี นับแต่วันที่หุ้นเริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม หลังจากหุ้นซื้อขายครบ 1 ปี สามารถทยอยขายหุ้นได้ในอัตราส่วนไม่เกิน 20% ของหุ้นที่ถูกห้ามขาย และเมื่อครบกำหนดระยะเวลาทุก 6 เดือน สามารถทยอยขายหุ้นได้อีก 20% ของหุ้นที่ถูกห้ามขาย

1.5.7 กลุ่มทุนที่ร่วมลงทุน (VC-Back or Venture Capitalist)

เป็นวิธีการลงทุนแบบร่วมทุน ที่เป็น Private Equity Capital ประเภทหนึ่ง ซึ่งเป็นการลงทุนโดยบุคคลภายนอก เพื่อลงทุนในกิจการที่เกิดขึ้นใหม่ในช่วงกำลังเติบโต โดยเป็นการลงทุนซื้อหุ้นของ

บริษัทด้วยเงินสดซึ่งให้ผลตอบแทนที่สูงแต่ก็มีความเสี่ยงสูงเช่นเดียวกันตามสัดส่วนที่ลงทุน โดยมี Venture Capitalist เป็นผู้ดำเนินการจัดการ ให้คำแนะนำในการลงทุน และมีสิทธิออกเสียงในที่ประชุมได้ แต่จะไม่เข้าไปยุ่งในส่วนการดำเนินงานของบริษัท แต่จะเป็นที่ปรึกษาและแนะนำเรื่องเทคนิคในการบริหารให้กับบริษัทเท่านั้น ทั้งนี้การลงทุนแบบร่วมทุนอาจอยู่ในรูปแบบกองทุนร่วมลงทุน (Venture Capital Fund) ที่เป็นการลงทุนจากหลายๆ กลุ่ม เพราะการลงทุนในกิจการของบริษัทจะมีความเสี่ยงสูงเกินมาตรฐานการให้สินเชื่อของธนาคารพาณิชย์หรือตลาดทุน จึงเป็นการลงทุนเฉพาะกลุ่มที่เจาะจง อาทิเช่น กลุ่ม นักลงทุนที่มีความมั่งคั่ง (Wealth Investor), วาณิชธนกิจ (Investment Bank) และสถาบันการเงินอื่นๆ ที่เข้ามาร่วมลงทุนกับบริษัทที่มีประสิทธิภาพในการเติบโตและสร้างผลกำไรให้กับผู้ร่วมทุน

การรวมตัวกันของนักลงทุนที่จะนำเงินเข้าไปร่วมถือหุ้นในบริษัท ที่มีแนวโน้มที่ดี คาดหวังว่า จะสามารถสร้างผลตอบแทนที่ดีได้ในอนาคต แต่ไม่มีเงินทุน เหมือนการสนับสนุนทางการเงินเพื่อให้บริษัทสามารถดำเนินกิจการได้ เมื่อได้ผลกำไรก็นำมาแบ่งกันตามสัดส่วนการถือหุ้น ทั้งนี้กลุ่มทุนที่เป็นกลุ่มทุนนี้ไม่ได้มีความต้องการที่จะถือหลักทรัพย์ของบริษัทนี้ไปตลอด วัตถุประสงค์หลักในการร่วมลงทุนคือแสวงหาผลตอบแทนสูงสุดเป็นที่ตั้ง ฉะนั้นเมื่อถือหุ้นไปสักระยะหนึ่งประมาณ 2-3 ปีขึ้นไป ก็ขายหลักทรัพย์ออกไป ยกตัวอย่างเช่น กลุ่มร่วมลงทุนจะเข้าไปลงทุนกับบริษัทในช่วงเริ่มต้น โดยสนับสนุนเงินทุน และผลักดันให้บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หากสามารถเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำเร็จกลุ่มร่วมลงทุนจะร่วมลงทุนไปสักระยะหนึ่งเมื่อเห็นว่าบริษัทไม่สามารถเติบโตและผลตอบแทนคงที่หรือลดลงก็จะขายหลักทรัพย์นั้นออกไปเพื่อหาแหล่งลงทุนใหม่ แต่ถ้าไม่สามารถผลักดันบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้กลุ่มร่วมลงทุนก็จะขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมตามราคาที่ตกลงไว้ก่อนหน้านี้ที่จะเข้าร่วมลงทุนซึ่งก็ยังให้ผลตอบแทนที่สูงอยู่ดี แต่การลงทุนในการร่วมลงทุนนี้มีความเสี่ยงสูงอยู่พอสมควร เพราะถ้าหากไม่วิเคราะห์การลงทุนที่ดีเลือกลงทุนในบริษัทที่มีการดำเนินการต่ำจนบริษัทล้มละลาย เงินลงทุนของกลุ่มทุนก็จะศูนย์ไปเช่นกัน

ในประเทศไทยมีบริษัทขนาดใหญ่ที่มีเงินทุนจำนวนมากและต้องการนำเงินทุนนี้ไปลงทุนเพิ่ม ทั้งนี้ CFO ของบริษัทจะแสวงหาช่องทางการลงทุนใหม่ Corporate Venture Capital (CVC) ก็เป็นอีกรูปแบบหนึ่ง ตัวอย่างเช่น InVent ของ Intouch (AIS), Digital Ventures ของ SCB, Beacon Venture ของ KBANK, AddVentures ของ SCG, Expresso ของ ปตท., Singha Ventures ของ บุญรอด (สิงห์) และ SiriVentures ของ แสตนลิริ เป็นต้น นอกจากนี้ยังมีการลงทุนทางอ้อมโดยการจัดตั้งกองทุนรวมโดยบริษัทหลักทรัพย์ภายใต้การควบคุมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อระดมเงินทุนจากนักลงทุนรายย่อย โดยกองทุนนี้มีนโยบายการลงทุนในธุรกิจ StartUp กลุ่มเงินทุน (Venture Capital) เหล่านี้จะมีส่วนทำให้งบการเงิน กระแสเงินสด และราคาของหลักทรัพย์นั้นๆ

เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งรวมถึงราคาของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกเช่นกัน ใน IPO ที่มีการเพิ่มทุนจาก Venture Capital จะทำให้เกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติในทางบวกในช่วงระยะเวลาแรกที่มีการเติมเงินเข้าไปในธุรกิจ แต่ในระยะยาวหากบริษัทนั้นๆ ไม่มีการจัดการที่ดี หรือมีลงทุนที่ผิดพลาดจากการตัดสินใจที่ผิดของผู้บริหารจะทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทลดลง หรือบางครั้ง Venture Capital ที่เข้ามาดักดวงผลกำไรจากการลงทุนเมื่อถึงระยะเวลาหนึ่งที่ผลตอบแทนคงที่หรือลดลงจะมีการดึงเงินลงทุนกลับเพื่อหาแหล่งลงทุน และผลตอบแทนใหม่ๆ อีกต่อไปเรื่อยๆ



บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยฉบับนี้เป็นการศึกษาผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาด ซึ่งมีแนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้องดังต่อไปนี้

2.1 แนวคิด ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 สมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis: EMH)

เป็นตลาดแข่งขันที่สมบูรณ์ ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็ว และนักลงทุนทุกคนจะสามารถรับรู้ข่าวสารนั้นพร้อมกัน และจะตอบสนองต่อข่าวสารนั้นด้วยความเข้าใจเดียวกัน ทำให้ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินที่ผิดปกติได้ (Abnormal Returns) ข้อมูลข่าวสารทั้งหมดจะอยู่ในราคาหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้ว ในตลาดที่มีประสิทธิภาพเช่นนี้ ราคาหลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์จะเท่ากับมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value)

Fama (1995) ได้ขยายความจากงานของ Louis Bachelier “Theory of Speculation” และได้ตีพิมพ์ผลงานเรื่องนี้เป็นครั้งแรกในปี ค.ศ. 1995 โดยระบุว่า Efficient Market Hypothesis (EMH) จะเป็นตลาดที่สมบูรณ์และทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ กล่าวคือ ราคาของหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารต่างๆ ได้อย่างถูกต้อง และเป็นตัวประเมินค่าที่ไม่เอนเอียงที่ดีที่สุดของมูลค่าที่แท้จริงสำหรับสินทรัพย์ในตลาด การที่ตลาดจะมีประสิทธิภาพนั้นจะต้องอาศัยปัจจัย ดังต่อไปนี้

1. จำนวนผู้ซื้อและผู้ขายมีจำนวนมากจนกระทั่งไม่มีบุคคลใดมีอำนาจในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ได้ และราคาที่เกิดขึ้นจะเป็นราคาที่มีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพ
2. ผู้ลงทุนแต่ละคนมีพื้นฐานในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์เหมือนกัน (Homogeneous Expectation) ซึ่งกำหนดขึ้นจากความน่าจะเป็น (Probability Distribution) ของอัตราผลตอบแทน
3. ผู้ซื้อและผู้ขายในตลาดหลักทรัพย์มีความเกี่ยวข้องกับราคา และข่าวสารต่างๆ ของหลักทรัพย์อย่างสมบูรณ์ (Perfect Knowledge) ในเวลาที่พร้อมกัน และสามารถค้นหาได้อย่างไม่มีต้นทุน
4. ผู้ลงทุนทุกคนเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ก่อให้เกิดอรรถประโยชน์สูงสุด ณ ระดับราคาความเสี่ยงหนึ่งที่ทำให้ผลตอบแทนสูงสุด

ตามสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้น การเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์จะเป็นอิสระต่อกัน และเชื่อว่าราคาหลักทรัพย์จากการวิเคราะห์ และประเมินจากข่าวสารที่เปิดเผยต่อสาธารณะ หรือแม้จะเป็นข่าวที่ยังไม่ได้เปิดเผยต่อสาธารณะชนรู้กันเฉพาะในวงจำกัด ราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นก็มีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพ (Equilibrium Price) โดยในตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นราคาดุลยภาพคือมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) แต่หากข้อมูลข่าวสารบางประเภทไม่ได้สะท้อนอย่างสมบูรณ์ เพราะตลาดหลักทรัพย์มีหลายระดับและไม่เหมือนกัน โดยจะขึ้นอยู่กับข้อมูลข่าวสารที่นักลงทุนนำไปใช้ในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ จะสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่ผู้ลงทุนได้รับ เมื่อข้อมูลข่าวสารเปลี่ยนแปลงไป จะทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปด้วย และยิ่งตลาดที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น ข้อมูลมากขึ้นก็จะไปถึงนักลงทุนอย่างทั่วถึง และรวดเร็วยิ่งขึ้น

ข้อมูลข่าวสารที่กระจายไปยังนักลงทุน จำแนกออกเป็น 3 ระดับ คือ

1. ข้อมูลตลาด (Market Information) หมายถึง ข้อมูลเกี่ยวกับราคา และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้ว
2. ข้อมูลสาธารณะ (Public Information) หมายถึง ข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานของบริษัท เช่น ข้อมูลผลการดำเนินการของบริษัท เงินปันผล รายงานกระแสเงินสด การแตกหุ้น การควบรวมกิจการ การเปลี่ยนผู้ถือหุ้นใหม่ การพยากรณ์กำไร เป็นต้น
3. ข้อมูลทุกประเภท (All Information) หมายถึง ข้อมูลทั้งหมดที่เกิดขึ้น ทั้งข้อมูลสาธารณะ และข้อมูลภายใน

เมื่อตลาดที่มีประสิทธิภาพตามสมมติฐานที่กล่าวมานั้น ในความเป็นจริงก็ไม่ได้มีประสิทธิภาพเท่าเทียมกันในทุกตลาด สมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพแบ่งออกได้เป็นสามระดับ คือ สมมติฐานแบบอ่อน (Weak Efficiency) สมมติฐานแบบกลาง (Semi-Strong Efficiency) และสมมติฐานแบบเข้ม (Strong Efficiency) โดยทั้งสามระดับมีเป้าหมายเพื่อสะท้อนให้เห็นถึงระดับที่สามารถนำไปประยุกต์ใช้ได้ดังนี้

1. สมมติฐานแบบอ่อน (Weak Form Efficiency) กล่าวคือ ความสามารถของตลาดที่ใช้เพียงราคาหลักทรัพย์ในอดีตมากำหนดราคา ณ ปัจจุบัน จึงแสดงให้เห็นว่าหากตลาดมีประสิทธิภาพในระดับหนึ่งแล้วจะไม่มีนักลงทุนรายใดสามารถนำข้อมูลราคาในอดีตมาวิเคราะห์ทางเทคนิคเพื่อสร้างกำไรเกินปกติได้
2. สมมติฐานแบบกลาง (Semi Strong Form Efficiency) กล่าวคือ ความสามารถของตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์สะท้อนถึงข้อมูลที่เป็นสาธารณะอย่างถูกต้อง รวดเร็ว และครบถ้วน รวมถึงข้อมูลเศรษฐกิจในระดับมหภาค ที่เผยแพร่สู่สาธารณะชนอย่างถูกต้อง รวดเร็ว และครบถ้วนเช่นกัน

3. สมมติฐานแบบเข้ม (Strong Form Efficiency) กล่าวคือ ความสามารถของตลาดที่ราคาหลักทรัพย์นั้น สามารถสะท้อนถึงข้อมูลสาธารณะ และข้อมูลภายในได้อย่างรวดเร็ว ซึ่งข้อมูลภายในนั้นเป็นสิ่งที่หาได้ยาก เพราะเป็นข้อมูลเฉพาะของบริษัทที่อยู่ระหว่างการตัดสินใจเปลี่ยนแปลง หรือแก้ไขซึ่งจะมีผลต่อกิจการในอนาคต ไม่ว่าจะโดยทางตรงหรือทางอ้อม และถือว่าเป็นความลับ ฉะนั้นเมื่อข้อมูลภายในนั้นได้เข้าสู่ตลาด ผู้ลงทุนทุกคนรับทราบข้อมูลครบถ้วนแล้ว ราคาหลักทรัพย์นั้นจะสะท้อนต่อข้อมูลข่าวสารอย่างรวดเร็วและครบถ้วน

ในประเทศไทยกรณีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อทำการซื้อขายหลักทรัพย์ และหาผลประโยชน์โดยมิชอบเพื่อสร้างกำไรเกินปกติ ถือว่าเป็นการกระทำความผิดกฎหมาย พ.ร.บ. ตลาดหลักทรัพย์ ปี พ.ศ. 2535 มาตรา 242 ที่ว่าด้วย “การซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายใน” ดังนั้นจากสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ (EMH) จึงกล่าวได้ว่า Abnormal Returns ที่เกิดขึ้นจาก IPO นั้นเกิดมาจากการตั้งรายการที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงเพื่อสร้างความต้องการซื้อจากนักลงทุนในช่วงเริ่มต้นเป็นผลให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนที่สูง แต่เมื่อผ่านไปสักช่วงเวลาหนึ่งราคาของหลักทรัพย์จะปรับตัวเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริงทำให้ผลตอบแทนค่อยๆ ลดลงจน Abnormal Returns เท่ากับศูนย์ในจุดที่เป็นดุลยภาพ (Equilibrium Price) เมื่อเทียบกับผลตอบแทนตลาด จึงเป็นบทสรุปที่ว่าเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติค่าเป็นลบตามสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพจากการลงทุนระยะยาวในหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก

2.1.2 ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) คือความไม่สมมาตรกันของข้อมูลระหว่างผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในแต่ละฝ่ายของตลาดไม่เท่ากัน โดยแบ่งความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่

2.1.2.1 Adverse Selection คือ ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลในรูปแบบของคู่สัญญา 2 ฝ่าย โดยที่ข้อมูลของฝ่ายหนึ่งไม่เท่ากับอีกฝ่าย เช่น ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuer) และนักลงทุน (Investor) (Rock, 1986 อ้างใน นันทนัช อัญชลีพรสันต์, 2559, หน้า 7) ที่แบ่งนักลงทุนออกเป็น 2 ประเภท คือ นักลงทุนที่ได้รับข้อมูลข่าวสาร (Informed Investors) และนักลงทุนที่ไม่ได้รับข้อมูลข่าวสาร (Uninformed Investors) ทั้งนี้ นักลงทุนที่ได้รับข้อมูลข่าวสาร จะรู้ถึงมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ทำให้นักลงทุนเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีคุณภาพและมีแนวโน้มสร้างผลกำไรได้ในอนาคต นักลงทุนในกลุ่มนี้จะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpricing) และจะไม่เลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีราคาสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Overprice) ในทางตรงกันข้าม นักลงทุนที่ไม่ได้รับข้อมูลข่าวสาร จะไม่สามารถรู้ถึงข้อมูลข่าวสารของบริษัท และไม่สามารถวิเคราะห์ข้อมูลที่แท้จริงของหลักทรัพย์ได้ อาจเป็นผลให้เลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ราคาสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ดังนั้นการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก IPO ให้ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ก็เพื่อชดเชยความเสี่ยงให้กับนัก

ลงทุนที่ไม่ได้รับข้อมูลข่าวสาร (Koh & Walter, 1989) ได้อธิบายเพิ่มเติมไว้ว่า การตั้งราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกต้องกำหนดราคาให้ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง เนื่องจากนักลงทุนที่ได้รับข้อมูลข่าวสารจะเข้ามาซื้อหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ในสัดส่วนที่มากกว่านักลงทุนที่ไม่ได้รับข่าวสาร ทำให้นักลงทุนที่ไม่ได้รับข่าวสารเสียเปรียบไม่ได้รับผลตอบแทนที่สูง หรือเกิดผลขาดทุนในอนาคต จนในที่สุดก็จะออกจากตลาดไป ทำให้เกิดผลกระทบต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกได้

2.1.2.2 Moral Hazard คือ ปัญหาที่อาจเกิดขึ้นกับทั้ง 2 ฝ่ายแม้ว่าจะมีการรับรู้ข้อมูลข่าวสารครบถ้วนแล้วก็ตาม กล่าวคือผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะขึ้นอยู่กับประสิทธิภาพของคู่สัญญาฝ่ายหนึ่ง โดยที่อีกฝ่ายหนึ่งไม่สามารถตรวจสอบได้ (Baron, 1982 อ้างใน นันทนัช อัญชลีพรสันต์, 2559, หน้า 7) ที่กล่าวไว้ว่า มีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) คือ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จะทราบถึงข้อมูลข่าวสารความต้องการหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกของนักลงทุน แต่ผู้ออกหลักทรัพย์ไม่ทราบถึงข้อมูลข่าวสารนี้ ทำให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นผู้ตัดสินใจในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก ซึ่งผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จะได้รับผลตอบแทนในรูปของราคาหลักทรัพย์ที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง เป็นผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง

ในงานศึกษาของ Beatty & Ritter (1986) กล่าวว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก ที่ไม่เหมาะสม จะส่งผลกระทบกับความน่าเชื่อถือ และชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ฉะนั้นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์เองก็จะตระหนักถึงความเสียหายที่ตนเองจะได้รับหากมีการกำหนดราคาหลักทรัพย์เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงอย่างไม่เหมาะสม

ในประเทศไทยนั้นที่ถือว่าเป็นตลาดในกลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนา นักลงทุนกลุ่มใหญ่จะเป็นนักลงทุนรายย่อยที่มีแนวโน้มของการมีปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล นอกจากนี้ยังมีปัญหาในเรื่องมาตรฐานของการกำกับดูแลและความไม่โปร่งใสของตลาดหลักทรัพย์ ที่ยังไม่สามารถจัดการดูแลครอบคลุมได้ทั้งหมด โดยจะเห็นได้จากสถิติการเปรียบเทียบและกล่าวโทษในคดีแพ่ง/อาญา โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ในเรื่องการปันหุ้นที่ยังมีให้เห็นมาโดยตลอดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมถึงการจงใจเปิดเผยข้อมูลอันเป็นเท็จ หรือปกปิดข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับสถานะทางการเงินของบริษัทที่ออกขายหลักทรัพย์ ปัจจัยต่างๆ เหล่านี้ล้วนแล้วแต่เป็นปัญหาการไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างนักลงทุนกับผู้ที่เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก

2.1.3 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทนนั้นกล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มสองกลุ่ม โดยกลุ่มแรกนั้นคือตัวการ (Principal) ได้แก่ นักลงทุน หรือผู้ถือหุ้น มีสถานะเป็นเจ้าของกิจการ และมอบอำนาจให้ กลุ่มที่สอง คือ ฝ่ายบริหารเป็นผู้ดำเนินกิจกรรมต่างๆ แทนนักลงทุน และผู้ถือหุ้น ยกตัวอย่างเช่น คณะกรรมการบริหารทำหน้าที่บริหารจัดการองค์กร โดยจะต้องแบ่งแยกความเป็นเจ้าของและส่วนงานบริหาร กิจการออกจากกัน แต่การปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียนั้นจะทำให้ผู้บริหารได้รับผลประโยชน์ทาง เศรษฐศาสตร์หรือสังคมซึ่งผลประโยชน์เหล่านี้เป็นต้นทุนของผู้ถือหุ้น ดังนั้นการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้ เสียที่ได้นั้นถือเป็นค่าใช้จ่ายของกิจการ เป็นเหตุให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem)

Jensen & Meckling (1976) ระบุว่าหากผู้จัดการเพิ่มการถือครองในการดำเนินกิจการของ บริษัทเพิ่มขึ้น ระดับความเป็นเจ้าของที่สูงขึ้นจะช่วยลดความขัดแย้งในการบริหาร ระหว่างผู้บริหาร และเจ้าของ มุมมองที่ตรงกันข้ามกับผลกระทบของโครงสร้างการเป็นเจ้าของต่อประสิทธิภาพของ บริษัท คือ 1) หากผู้บริหารมีความเป็นเจ้าของการจัดการบริหารสูง จะทำให้ปัญหาในการดำเนินการ ลดน้อยลง และการดำเนินกิจการของบริษัทเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ 2) หากผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของมี ความเป็นเจ้าของสูงกว่าผู้จัดการบริหาร การดำเนินงานจะเป็นไปตามความต้องการของผู้ถือหุ้น โดย จะเน้นประโยชน์ส่วนตัวมากกว่า ฉะนั้นมุมมองทั้งสองจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกัน อย่างสิ้นเชิง

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Miller (1997) พบว่ามุมมอง และความคาดหวังในหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ใหม่ที่ เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกมักจะแตกต่างกันอย่างมาก ทั้งในแง่บวก และแง่ลบ ซึ่งเป็น ส่วนประกอบสำคัญในการเลือกลงทุน หรือไม่เลือกลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ๆ กรณีที่มีมุมมองในแง่ บวกกับหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก จะเป็นผลให้ราคาของหลักทรัพย์เพิ่มสูง เกินกว่ามูลค่าจริง (Over Price) และหากมีมุมมองความคิดในการประเมินราคาที่แตกต่างมากขึ้น ยิ่ง จะทำให้เกิดการซื้อขายหลักทรัพย์ ในมูลค่าที่สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงด้วย แต่ในระยะยาวความ คาดหวังต่อหลักทรัพย์ที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกนั้นจะแตกต่างกันน้อยลง เป็นผลให้ ราคาของหลักทรัพย์กลับเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริง ทำให้อัตราผลตอบแทนระยะยาว ลดต่ำลง

Krigman, Shaw & Womack (2001) ศึกษาหลักทรัพย์ที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก จากรายการซื้อ-ขาย หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ระหว่างวัน พบว่าถ้ามีปริมาณการซื้อขาย ระหว่างวันเป็นจำนวนมาก จะทำให้อัตราผลตอบแทนระยะยาวนั้นต่ำกว่าที่ควรจะเป็น

Bamber, Barron & Stober (1996) พบว่าการซื้อ-ขาย ที่ผิดปกติในช่วงที่บริษัทประกาศงบ การเงินสามารถขึ้นทำให้เกิดการประเมินมูลค่าที่แตกต่างได้

Shiller (1990) พบว่าในการจองซื้อหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก หากนักลงทุนเข้ามาทำรายการจองซื้อหลักทรัพย์ในปริมาณที่น้อย ความสนใจของนักลงทุนภายนอกต่อหลักทรัพย์นั้นก็จะน้อย แต่หากนักลงทุนเข้ามาทำการจองซื้อหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกในปริมาณที่มาก ความสนใจของนักลงทุนภายนอกที่มีต่อหลักทรัพย์ก็จะมีมากตามไปด้วย จนทำให้เกิดอุปสงค์ส่วนเกิน และสร้างความประทับใจ จนเกิดแรงกระตุ้นแก่นักลงทุน ยกตัวอย่างเช่น การตั้งราคาหลักทรัพย์ให้ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียที่ดี เป็นต้น อุปสงค์ส่วนเกินของนักลงทุน จะทำให้ได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นในระยะสั้น แต่ในระยะยาวแล้วจะทำให้อัตราผลตอบแทนลดต่ำลง

Ibbotson (1975) และ Paudyal, Saadouni & Briston (1998) พบว่าอัตราผลตอบแทนในวันแรกของการเสนอขายจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนระยะยาว เมื่ออัตราผลตอบแทนในวันแรกที่เสนอขายนั้นสูงมาก ก็จะทำให้อัตราผลตอบแทนในระยะยาวลดลง ซึ่งอัตราผลตอบแทนในวันแรกจะเป็นภาพลวงตาที่กระตุ้นให้นักลงทุนสนใจ รวมถึงสร้างความประทับใจให้กับนักลงทุนนำเงินเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์ แต่ก็บ่งชี้ว่าลักษณะดังกล่าวนี้เป็นตัวแทนสมมติฐานการสร้าง ความประทับใจที่ไม่เหมาะสม เพราะเป็นการไม่สมมาตรของผลตอบแทนตลาด ทั้งนี้ได้มีการศึกษาเรื่องราคาหลักทรัพย์ที่ผิดปกติในทางลบ (Underpricing) ที่ผลตอบแทนเกิดจากความผันผวนของราคา (Volatility) เมื่อราคาแกว่งตัวไปในทางบวกจะแสดงถึงผลตอบแทนที่ดี แต่หากราคาแกว่งไปในทางลบผลตอบแทนที่ได้ก็จะติดลบ ความผันผวนของราคาและผลที่เกิดขึ้นกับหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก เป็นสิ่งที่หลีกเลี่ยงไม่ได้เนื่องจากตลาดที่มีประสิทธิภาพไม่มีอยู่จริง ยกเว้นแต่ในโลกแห่งยูโทเปีย หลักฐานจากการศึกษาก่อนหน้านี้แสดงให้เห็นว่าความผันผวนจะลดลงกว่าช่วงแรกของการขาย แต่ก็ยังคงคาดเดาผลตอบแทนได้ยาก นี่คือสิ่งที่เราถือว่าเป็นตลาดที่ดีอยู่ประสิทธิภาพ

Beatty & Ritter (1985) พบว่าความมีชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) มีผลต่อการสร้างความประทับใจให้กับนักลงทุน และเป็นตัวกำหนดผลตอบแทนระยะยาว เช่น ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียง มักจะมีผลตอบแทนระยะยาวที่ดี แต่หากผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ชื่อเสียงยังไม่เป็นที่รู้จัก ผลตอบแทนระยะยาวจะต่ำ

Barber & Lyon (1997) มีการทดสอบผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ ในช่วงเวลา 1-5 ปี ด้วยการทดสอบทางสถิติ ได้แนะนำว่าหากต้องการทราบอัตราผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติควรใช้วิธี BHAR เพราะหากใช้วิธี CAR จะเกิดปัญหา Event Clustering แต่หากนำหนักในการคำนวณดัชนีตลาดเปลี่ยนแปลงไปจะทำให้กระทบกับ BHAR มากกว่า CAR และ BHAR จะมีความเบ้เป็นบวก (Positive Skewness) ทำให้เกิดปัญหาในการอนุมานทางสถิติ ซึ่งต้องทดสอบ T-Test ที่ปรับด้วยผล

ของ Skewness เพื่อผลที่ถูกต้องยิ่งขึ้นกว่า ซึ่งทั้ง 2 วิธี มีข้อดีและข้อเสียที่แตกต่างกันจึงนำมาใช้ในการทดสอบ เพื่อ Robusness Test

Jensen & Meckling (1976) งานศึกษาทฤษฎีตัวแทนที่อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มสองกลุ่ม โดยกลุ่มแรกนั้นคือตัวการ (Principal) ได้แก่ นักลงทุน หรือผู้ถือหุ้น มีสถานะเป็นเจ้าของกิจการ และมอบอำนาจให้ฝ่ายบริหารเป็นผู้ดำเนินกิจกรรมต่างๆ แทนนักลงทุน และผู้ถือหุ้น ยกตัวอย่างเช่น คณะกรรมการบริหารทำหน้าที่บริหารจัดการองค์กร จะต้องแบ่งแยกความเป็นเจ้าของและส่วนงานบริหารกิจการออกจากกัน แต่การปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียนี้จะทำให้ผู้บริหารได้รับผลประโยชน์ทางเศรษฐศาสตร์หรือสังคม ซึ่งผลประโยชน์เหล่านี้เป็นต้นทุนของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียที่ตื้นตันถือเป็นค่าใช้จ่ายของกิจการ เช่น กรณี ผู้บริหารทำธุรกรรมทางการค้ากับบุคคลที่มีความสัมพันธ์กับตนเองอาจทำให้ผู้บริหารได้รับผลประโยชน์ส่วนตัว และพบว่าการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียนี้จะทำให้ผู้บริหารได้รับผลประโยชน์ทางเศรษฐศาสตร์และสังคม ที่ถือว่าเป็น ค่าใช้จ่ายและเป็นต้นทุนที่ผู้ถือหุ้น เป็นผลให้มีผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการในระยะยาว

Vithesonthi (2008) และ Phansriwong (2016) พบว่า อัตราผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายประชาชนทั่วไปครั้งแรก ไม่สามารถเอาชนะอัตราผลตอบแทนระยะยาวของตลาดได้ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานความแตกต่างทางความคิด แต่ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานการสร้างคามพึงพอใจ และสมมติฐานการฉวยโอกาส แต่การปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายประชาชนทั่วไปครั้งแรก ทั้งนี้งานศึกษาได้มีการคำนึงถึง มูลค่าขนาด และอายุ ของกิจการ ในการทดสอบตามสมมติฐาน

Krishnan, Ivanov, Masulis & Singh (2011) พบว่าการลงทุนใน IPO ระยะยาว Venture Capital มีส่วนสำคัญที่ทำให้ผลตอบแทนในหลักทรัพย์มีค่าเป็นบวก เนื่องจากเงินลงทุนของ VC มีผลกับการดำเนินกิจการของบริษัท และทั้งนี้บริษัทที่ได้รับเงินทุนจากกลุ่มทุนร่วมอาจถูกแทรกแซงการตัดสินใจของผู้ประกอบการโดยกลุ่มลงทุนร่วมที่มีเป้าหมายและเหตุจูงใจจากผลตอบแทนในการลงทุนเป็นสำคัญไม่ได้มองถึงความยั่งยืนของบริษัท เพราะหากผลตอบแทนได้รับผลตอบแทนกลุ่มลงทุนร่วมก็จะหาแหล่งลงทุนใหม่ที่ได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่า

Sørheim & Reistad (2009) พบว่าบริษัทที่ได้รับการสนับสนุนจากกลุ่มทุนที่ร่วมลงทุน (Venture Capital) มีอัตราการเติบโตที่สูงกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทที่ไม่ได้รับการสนับสนุนจากกลุ่มทุนที่ร่วมลงทุน แต่ผลตอบแทนของบริษัทในระยะยาวจะลดลง และพบข้อที่น่าสนใจคือกลุ่มทุนที่ร่วมลงทุนในบริษัทที่ได้รับการสนับสนุนจะมีมูลค่าสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น เมื่อเทียบกับช่วงก่อนที่จะมีเงินทุนของกลุ่มทุนเข้ามาสนับสนุนอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อเทียบกับบริษัทที่ไม่ได้รับการสนับสนุนจากกลุ่มทุนที่ร่วมลงทุน ทั้งนี้ผู้จัดการของบริษัทที่ได้รับเงินทุนสนับสนุนจากกลุ่มทุนในภายหลังจะมีความต้องการเงินทุนจากกลุ่มทุนมากขึ้นและยินดีที่จะหาแหล่งเงินทุนภายนอกเข้ามามากขึ้น โดยไม่เลือกใช้

วิธีการดั้งเดิม เช่น การหาแหล่งเงินทุนจากเพื่อน ครอบครัว นักลงทุนเอกชน รวมถึงคู่ค้าในอุตสาหกรรมเดียวกัน และจากการสนับสนุนของรัฐบาล นอกจากนี้ยังพบว่าการได้รับการสนับสนุนเงินทุนจากนักลงทุนกลุ่มทุนนี้ง่ายกว่าการสร้างมูลค่าทรัพยากรด้วยการดำเนินงานของบริษัทเหมือนเช่นก่อน บริษัทจึงต้องสร้างภาพลักษณ์ที่ดี เพื่อสร้างแรงจูงใจให้กับกลุ่มทุนมองหาเงินลงทุนจากกลุ่มนี้เพื่อชักชวนให้มาลงทุนกับบริษัทแทน



บทที่ 3

ระเบียบวิธีวิจัย

งานวิจัยศึกษาถึงผลตอบแทนระยะยาวของการลงทุนในหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก กรณีศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดเอ็ม เอ ไอ มีขั้นตอนการดำเนินการวิจัยดังนี้

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

3.1 ประเภทของงานวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้เป็นงานวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยใช้เครื่องมือทางสถิติพรรณนาในการวิเคราะห์ข้อมูลและหาอัตราผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์จากการคำนวณและวิเคราะห์ผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ (Abnormal Returns) ของ IPO โดยอาศัยการคำนวณ ผลตอบแทนที่ผิดปกติ แบบ Buy-and-Hold Abnormal Returns (BHAR), Abnormal Returns (AR), Cumulative Abnormal Returns (CAR) ตามการศึกษาของ Ritter (1991) ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับดัชนีราคากลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ โดยการวัดอัตราผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติทั้ง 3 วิธี ผู้ศึกษาต้องการพิสูจน์ในขั้นต้นว่ามีผลตอบแทนที่ผิดปกติหรือไม่ โดยอาศัยผลตอบแทนจาก Portfolio ที่ถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าหลักทรัพย์ตลาด (Market-Value Weighted) และมูลค่าดัชนีราคากลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ เป็น Benchmark เพื่อทำการทดสอบข้อสมมติฐานตามวัตถุประสงค์ของงานวิจัยฉบับนี้

3.2 ข้อมูลและแหล่งข้อมูล

ข้อมูลกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาในงานวิจัยครั้งนี้ คือบริษัทที่ออกหลักทรัพย์เพื่อเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) จำนวน 175 บริษัท และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment) จำนวน 123 บริษัท รวมทั้งสิ้น 298 บริษัท ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่เสนอขายในปี พ.ศ. 2546 จนถึง ปี พ.ศ. 2559 และใช้ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในช่วงเดือนมกราคม ปี พ.ศ. 2546 จนถึง

เดือนกรกฎาคม ปี พ.ศ. 2561 รวมระยะเวลาทั้งหมด 15 ปี 7 เดือน จากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Source) ดังนี้

1. ฐานข้อมูล SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) ดำเนินการโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. ฐานข้อมูล SETTRADE ดำเนินการโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.3 สมมติฐานในการวิจัย

สมมติฐานที่ 1: ไม่มีผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ (Long-run Abnormal Returns) จากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก (ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment)) รวมถึง Portfolio SET100 ด้วยวิธี BHAR แบบถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าหลักทรัพย์ตลาด

$$H_0 = \text{Long Run Abnormal Return} = 0$$

$$H_a = \text{Long Run Abnormal Return} \neq 0$$

กำหนดให้ Abnormal Return คือผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ

สมมติฐานที่ 2: ไม่มีผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ (Long-run Abnormal Returns) จากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก (ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment)) รวมถึง Portfolio SET100 ด้วยวิธี CAR แบบถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าหลักทรัพย์ตลาด

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

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

กำหนดให้ Abnormal Return คือผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ

สมมติฐานที่ 3: ไม่มีผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ (Long-run Abnormal Returns) จากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยวิธี ARs แบบถ่วงน้ำหนักด้วยดัชนีราคากลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ

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

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

กำหนดให้ Abnormal Return คือผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ

3.4 วิธีการดำเนินการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้สนใจศึกษาถึงผลตอบแทนระยะยาวจากการลงทุนในหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ จึงมุ่งหมายที่จะคำนวณผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในระยะยาว ตั้งแต่เดือนที่ 1 ไปจนถึงเดือนที่ 60 หลังจากหลักทรัพย์ได้มีการเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก ว่ามีผลตอบแทนในระยะยาวที่ผิดปกติในตลาดหรือไม่ โดยใช้ตัวแปรในการวัดผลการวิจัยดังนี้

1. ราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก
2. ราคาหลักทรัพย์ปิดรายเดือน
3. มูลค่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
4. มูลค่าตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ
5. มูลค่าดัชนีราคากลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ

3.4.1 กรณีศึกษาในครั้งนี้เป็นการศึกษาเหตุการณ์ที่สนใจ (Event Study) โดยใช้ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก เพื่อนำมาวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) คำนวณค่าเฉลี่ย (Mean Value) และค่ามัธยฐาน (Median) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (175) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (123) จำนวนทั้งหมด 298 บริษัท โดยใช้ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหลักทรัพย์รายเดือน ตั้งแต่เดือนที่ 1 จนถึงเดือนที่ 60 เพื่อทราบถึงการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนในระยะยาว ที่อาจทำให้มีผลตอบแทนที่ผิดปกติเกิดขึ้น จากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกเมื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทนของตลาด ซึ่งมีขั้นตอนดังนี้

1. การประเมินอัตราผลตอบแทนในระยะยาวของการถือหลักทรัพย์

$$BHAR_{i,t} = [\Pi_{t=1}^T (1 + R_{i,t})] - [\Pi_{t=1}^T (1 + R_{m,t})]$$

คำนวณค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,t}$ คำนวณได้จาก (Barber & Lyon, 1997 อ้างใน อริยพงษ์ พันธุ์ศรีวงศ์, 2559, หน้า 31)

$$\overline{BHAR}_{i,t} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n BHAR_{i,t}$$

R_i คือ ผลตอบแทนหลักทรัพย์

R_m คือ ผลตอบแทนตลาด

2. การประเมินผลตอบแทนในระยะยาวของหลักทรัพย์ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ เมื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทนของตลาด โดยนำผลตอบแทนหลักทรัพย์ลบด้วยผลตอบแทนของตลาด

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

คำนวณค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายเดือน เพื่อถ่วงน้ำหนักหลักทรัพย์

$R_{i,t}$ คือ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ ณ เดือน t

$R_{m,t}$ คือ ผลตอบแทนตลาด ณ เดือน t

$$\overline{AR}_{i,t} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t}$$

คำนวณผลการดำเนินงานสะสมรายเดือน ตั้งแต่เดือนที่ $T1$ ถึงเดือนที่ $T60$ เพื่อสรุปผลตอบแทนสะสม (Barber & Lyon, 1997 อ้างใน อริยพงษ์ พันธุ์ศรีวงศ์, 2559, หน้า 31)

$$CAR_{i,t} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^T AR_{i,t}$$

3. การประเมินผลตอบแทนในระยะยาวของหลักทรัพย์ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทนของตลาด โดยนำผลตอบแทนหลักทรัพย์ลบด้วยผลตอบแทนของตลาด

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

คำนวณค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายเดือน เพื่อถ่วงน้ำหนักหลักทรัพย์ (Barber & Lyon, 1997 อ้างใน อริยพงษ์ พันธุ์ศรีวงศ์, 2559, หน้า 30)

$$\overline{AR}_{i,t} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t}$$

3.4.2 การทดสอบสมมติฐานทางสถิติ

ทดสอบสมมติฐานทางสถิติ t-test หาค่าเฉลี่ย (Mean Value) ด้วยระเบียบวิธี t-statistic เพื่อหาผลตอบแทนระยะยาวที่เกิดขึ้นจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก

สมมติฐานทางสถิติคือ

$$H_0 = \text{Mean Return} = 0$$

$$H_a = \text{Mean Return} \neq 0$$

กำหนดระดับนัยสำคัญ $\alpha = 0.05$

ทดสอบสมมติฐานทางสถิติโดยการหาค่ามัธยฐาน (Median) ด้วยระเบียบวิธี Wilcoxon Signed Rank เพื่อหาผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน

สมมติฐานทางสถิติคือ

$$H_0 = \text{Median Return} = 0$$

$$H_a = \text{Median Return} \neq 0$$

กำหนดระดับนัยสำคัญ $\alpha = 0.05$

สมมติฐานแยงที่เป็นไปได้คือ

$$H_0 = \text{Median Return} > 0$$

$$H_a = \text{Median Return} < 0$$

Wilcoxon Signed Ranks Test คือการทดสอบค่ามัธยฐาน ที่เป็น Non-Parametric โดยอันดับที่มีเครื่องหมายกำกับของ Wilcoxon Frank ที่คิดค้นขึ้นเมื่อ ค.ศ.1945 จากกรณีข้อมูลที่มีอยู่เป็นการวัดในรูปของหน่วยใดหน่วยหนึ่งมิใช่แต่เพียงจัดอันดับ ใช้ทดสอบสมมติฐานลักษณะเดียวกันกับการทดสอบเครื่องหมาย แต่การทดสอบอันดับที่มีเครื่องหมายกำกับของ Wilcoxon จะดีกว่าการทดสอบเครื่องหมาย ตรงที่ได้นำขนาดของความแตกต่างในข้อมูลแต่ละคู่มาพิจารณาพร้อมกับเครื่องหมาย ในขณะที่การทดสอบเครื่องหมายจะดูแค่ทิศทางการบวกและลบเท่านั้น

สาเหตุที่นำมาใช้ในงานศึกษานี้เนื่องจากต้องการ Robusness Test แม้การทดสอบ T-Test จะให้น้ำหนักที่สำคัญแล้ว หากสนับสนุนด้วย Wilcoxon Signed Rank Test ที่ใช้ทดสอบข้อมูลที่ไม่ใช่ Normal Distribution แบบ Non-Parametric ด้วยการนับจำนวนเครื่องหมาย (+),(-) จะได้ข้อมูลที่เราสามารถนำไปเปรียบเทียบกับค่าระดับความมีนัยสำคัญของการทดสอบ

บทที่ 4

การวิเคราะห์ข้อมูล

การทดสอบสถิติเชิงพรรณนาจากการเก็บรวบรวมข้อมูลราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรก และราคาหลักทรัพย์รายเดือน ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และ Portfolio SET100 ตั้งแต่ เดือนมกราคม ปี พ.ศ. 2546 ถึงเดือนกรกฎาคม ปี พ.ศ. 2561 ทั้งหมด 298 บริษัท ทดสอบสถิติหาค่าเฉลี่ย (Mean Value) ของ Abnormal Returns ด้วยระเบียบวิธี t-test และหาค่ามัธยฐาน (Median) ด้วยระเบียบวิธี Wilcoxon Signed Rank Test เพื่อต้องการทราบผลตอบแทนระยะยาวที่ไม่ปกติที่เกิดขึ้นจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก (IPO) และ Portfolio SET100 ด้วยวิธี Buy and Hold Abnormal Returns (BHAR) และ Cumulative Abnormal Returns (CAR) แบบถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าหลักทรัพย์ตลาด เพื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนระยะยาวหลักทรัพย์กับผลตอบแทนระยะยาวของมูลค่าหลักทรัพย์ตลาด และทดสอบหาผลตอบแทนที่ไม่ปกติ Abnormal Returns (AR) ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับดัชนีราคากลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ เพื่อหาผลตอบแทนที่ผิดปกติเมื่อเทียบกับดัชนีราคากลุ่มอุตสาหกรรม

4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลการประเมินผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ด้วยวิธี BHAR

4.1.1 การประเมินอัตราผลตอบแทนในระยะยาวที่ผิดปกติของการถือหลักทรัพย์

$$BHAR_{i,t} = [\Pi_{t=1}^T (1 + R_{i,t})] - [\Pi_{t=1}^T (1 + R_{m,t})]$$

คำนวณค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,t}$ คำนวณได้จาก

$$\overline{BHAR}_{i,t} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n BHAR_{i,t}$$

4.1.2 การประเมินผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ จากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน

สมมติฐานคือ ไม่มีผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ (Long-run Abnormal Returns) จากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก (ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (Market for

Alternative Investment)) รวมถึง Portfolio SET100 ด้วยวิธี BHAR แบบถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าหลักทรัพย์ตลาด

$$H_0 = \text{Long Run Abnormal Return} = 0$$

$$H_a = \text{Long Run Abnormal Return} \neq 0$$

กำหนดระดับนัยสำคัญ $\alpha = 0.05$

ตารางที่ 4.1: ผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ด้วยวิธี BHAR

ผลการทดสอบด้วยวิธี BHAR						
Series		12m	24m	36m	48m	60m
SET	Mean	0.0837	-0.0361	-0.0331	0.0697	0.0334
	Std.Dev.	0.7926	0.7814	0.9367	1.6393	1.4665
	P.Value	0.164	0.5422	0.6407	0.5924	0.7865
	Median	-0.1354	-0.2314	-0.2805	-0.3615	-0.3615
	Obs>0.0 %	38.86%	36.00%	38.86%	31.45%	32.39%
	Obs<0.0 %	61.14%	64.00%	61.14%	68.55%	67.61%
	Num Obs.	175	175	175	159	142

ผลการทดสอบสมมติฐาน คือ ยอมรับสมมติฐานหลัก H_0 และปฏิเสธสมมติฐานรอง H_a ทั้งนี้ มีการประเมินผลตอบแทนระยะยาวที่ไม่ปกติของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก เมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยค่าเฉลี่ยผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรก 12 เดือน 0.083738 (P.Value 0.164), 24 เดือน -0.036075 (P.Value 0.5422), 36 เดือน -0.033105 (P.Value 0.6407), 48 เดือน 0.069736 (P.Value 0.5924) และ 60 เดือน 0.033391 (P.Value 0.7865) ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% การลงทุนระยะยาวในหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกไม่เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างไม่มีนัยสำคัญ

ผลการทดสอบสมมติฐานค่ามัธยฐานการประเมินผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก (SET) มีผลตอบแทนระยะยาวรายเดือน ในเดือนที่ 12, 24, 36, 48, 60 ต่ำกว่าผลตอบแทนตลาดในทุกช่วงของการทดสอบ และเมื่อแจกแจงผลการทดสอบตามเครื่องหมายให้ผลดังนี้

Obs > 0 12/38.86% 24/36.00% 36/38.86% 48/31.45% 60/32.39%

Obs < 0 12/61.14% 24/64.00% 36/61.14% 48/68.55% 60/67.61%

Obs = ไม่มีผลที่เป็นศูนย์เกิดขึ้น

ตารางที่ 4.2: ผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ด้วยวิธี BHAR

ผลการทดสอบด้วยวิธี BHAR						
Series		12m	24m	36m	48m	60m
mai	Mean	-0.0565	-0.0352	0.0077	-0.0971	-0.0245
	Std.Dev.	0.6864	1.0503	1.3862	1.4455	1.8028
	P.Value	0.3632	0.711	0.9513	0.4927	0.8971
	Median	-0.2420	-0.2484	-0.2528	-0.4348	-0.4070
	Obs>0.0 %	31.71%	35.77%	31.71%	30.48%	36.60%
	Obs<0.0 %	68.29%	64.23%	68.29%	69.52%	63.74%
	Num Obs.	123	123	123	105	91

ผลการทดสอบสมมติฐาน คือ ยอมรับสมมติฐานหลัก H_0 และปฏิเสธสมมติฐานรอง H_a มีการประเมินผลตอบแทนระยะยาวของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก เมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยค่าเฉลี่ยผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก 12 เดือน -0.056490 (P.Value 0.3632), 24 เดือน -0.0035174 (P.Value 0.711), 36 เดือน 0.007650 (P.Value 0.9513), 48 เดือน -0.097110 (P.Value 0.4927) และ 60 เดือน -0.024505 (P.Value 0.8971) ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% การลงทุนระยะยาวในหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกไม่เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างไม่มีนัยสำคัญ

ผลการทดสอบสมมติฐานค่ามัธยฐานการประเมินมูลค่าผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก (mai) มีผลตอบแทนระยะยาวรายเดือน ในเดือนที่ 12, 24, 36, 48, 60 ต่ำกว่าผลตอบแทนตลาดในทุกช่วงของการทดสอบ และเมื่อแจกแจงผลการทดสอบตามเครื่องหมายให้ผลดังนี้

Obs >0 12/31.71% 24/35.77% 36/31.71% 48/30.48% 60/36.26%

Obs <0 12/68.29% 24/64.23% 36/68.29% 48/69.52% 60/63.74%

Obs = ไม่มีผลที่เป็นศูนย์เกิดขึ้น

ตารางที่ 4.3: ผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่อยู่ใน Portfolio SET100 ด้วยวิธี BHAR

ผลการทดสอบด้วยวิธี BHAR						
Series		12m	24m	36m	48m	60m
Portfolio SET 100	Mean	0.3574	0.6497	0.7547	1.0981	0.9701
	Std.Dev.	0.8123	1.0070	1.2051	1.9282	2.4075
	P.Value	0.0225	0.0014	0.0018	0.0065	0.0553
	Median	0.2249	0.3931	0.5357	0.3011	0.3080
	Obs>0.0 %	60.00%	70.00%	73.33%	70.37%	60.00%
	Obs<0.0 %	40.00%	30.00%	26.67%	29.63%	40.00%
	Num Obs.	30	30	30	30	30

ผลการทดสอบสมมติฐาน มีการประเมินผลตอบแทนระยะยาวของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก เมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนของมูลค่าตลาด คือ ปฏิเสธสมมติฐานหลัก H_0 และยอมรับสมมติฐานรอง H_a โดยค่าเฉลี่ยผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ใน Portfolio SET100 12 เดือน 0.357432 (P.Value 0.0225), 24 เดือน 0.649704 (P.Value 0.0014), 36เดือน 0.754689 (P.Value 0.0018), 48 เดือน 1.098096(P.Value 0.0065) และ 60 เดือน 0.97008 (P.Value 0.0553) ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% การลงทุนระยะยาวในหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกที่อยู่ใน Portfolio SET100 เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ

ผลการทดสอบสมมติฐานค่ามัธยฐานการประเมินมูลค่าผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ใน Portfolio SET100 มีผลตอบแทนระยะยาวรายเดือน ในเดือนที่ 12, 24, 36, 48, 60 สูงกว่าผลตอบแทนตลาดในทุกช่วงของการทดสอบ และเมื่อแจกแจงผลการทดสอบตามเครื่องหมายให้ผลดังนี้

Obs >0 12/60.00% 24/70.00% 36/73.33% 48/70.37% 60/60.00%

Obs <0 12/40.00% 24/30.00% 36/26.67% 48/29.63% 60/40.00%

Obs = ไม่มีผลที่เป็นศูนย์เกิดขึ้น

4.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลการประเมินผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ด้วยวิธี CAR

4.2.1 การประเมินผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ เมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนของมูลค่าตลาด โดยนำผลตอบแทนหลักทรัพย์ลบด้วยผลตอบแทนมูลค่าตลาด

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

คำนวณค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายเดือน เพื่อถ่วงน้ำหนักหลักทรัพย์

$$\overline{AR}_{i,t} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t}$$

คำนวณผลการดำเนินงานสะสมรายเดือน ตั้งแต่เดือนที่ T1 ถึงเดือนที่ Tn เพื่อสรุปผลตอบแทนสะสม

$$CAR_{i,t} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^T AR_{i,t}$$

4.2.2. การประเมินผลตอบแทนระยะยาว จากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน เมื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทนของตลาด

สมมติฐานคือ ไม่มีผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ (Long-run Abnormal Returns) จากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment)) รวมถึง Portfolio SET100 ด้วยวิธี Cumulative Abnormal Returns (CAR) แบบถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าหลักทรัพย์ตลาด

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

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

กำหนดระดับนัยสำคัญ $\alpha = 0.05$

ตารางที่ 4.4: ผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ด้วยวิธี CAR

ผลการทดสอบด้วยวิธี CAR						
Series		12m	24m	36m	48m	60m
SET	Mean	0.0017	-0.0038	-0.0016	-0.0009	0.0008
	Std.Dev.	0.0470	0.0282	0.0221	0.0201	0.0210
	P.Value	0.6239	0.0781	0.3432	0.5585	0.644
	Median	-0.0054	-0.0041	-0.0014	-0.0011	-0.0003
	Obs>0.0 %	43.43%	42.86%	43.30%	47.17%	49.30%
	Obs<0.0 %	56.57%	57.14%	50.70%	52.83%	50.70%
	Num Obs.	175	175	175	159	142

ผลการทดสอบสมมติฐาน มีการประเมินผลตอบแทนที่ผิดปกติของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก เมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนของมูลค่าตลาด คือ ยอมรับสมมติฐานหลัก H_0 และปฏิเสธสมมติฐานรอง H_a โดยค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก 12 เดือน 0.001746 (P.Value 0.6239), 24 เดือน -0.003774 (P.Value 0.0781), 36 เดือน -0.001591 (P.Value 0.3432), 48 เดือน -0.000933 (P.Value 0.5585) และ 60 เดือน 0.000817 (P.Value 0.644) ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% การลงทุนระยะยาวในหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกไม่เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างไม่มีนัยสำคัญ

ผลการทดสอบสมมติฐานค่ามัธยฐานการประเมินมูลค่าผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีผลตอบแทนระยะยาวรายเดือน ในเดือนที่ 12,

24, 36, 48, 60 ต่ำกว่าผลตอบแทนตลาดในทุกช่วงของการทดสอบ และเมื่อแจกแจงผลการทดสอบตามเครื่องหมายให้ผลดังนี้

Obs > 0 12/43.43% 24/42.86% 36/43.30% 48/47.17% 60/49.30%

Obs < 0 12/56.57% 24/57.14% 36/50.70% 48/52.83% 60/50.70%

Obs = ไม่มีผลที่เป็นศูนย์เกิดขึ้น

ตารางที่ 4.5: ผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ด้วยวิธี CAR

ผลการทดสอบด้วยวิธี CAR						
Series		12m	24m	36m	48m	60m
mai	Mean	-0.0039	-0.0022	0.0007	0.0009	0.0032
	Std.Dev.	0.0452	0.0303	0.0255	0.0198	0.0189
	P.Value	0.3454	0.4287	0.7674	0.6403	0.1046
	Median	-0.0139	-0.0055	-0.0018	0.0002	-0.0001
	Obs>0.0 %	39.02%	43.09%	45.53%	50.48%	49.45%
	Obs<0.0 %	60.98%	56.91%	54.47%	49.52%	50.55%
	Num Obs.	123	123	123	105	91

ผลการทดสอบสมมติฐาน มีการประเมินผลตอบแทนที่ผิดปกติของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก เมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนของมูลค่าตลาดเอ็ม เอ ไอ คือยอมรับสมมติฐานหลัก H_0 และปฏิเสธสมมติฐานรอง H_a โดยค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก 12 เดือน 0.001746 (P.Value 0.3454), 24 เดือน -0.003858 (P.Value 0.4287), 36 เดือน -0.002167 (P.Value 0.7674), 48 เดือน 0.000905 (P.Value 0.6403) และ 60 เดือน 0.003249 (P.Value 0.1046) ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% การลงทุนระยะยาวในหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกไม่เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ

ผลการทดสอบสมมติฐานค่ามัธยฐานการประเมินมูลผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ mai มีผลตอบแทนระยะยาวรายเดือน ใน

เดือนที่ 12, 24, 36, 60 ต่ำกว่าผลตอบแทนตลาด แต่ในปีที่ 4 ผลตอบแทนสามารถชนะตลาดได้ เมื่อ
 แจกแจงผลการทดสอบตามจำนวนหลักทรัพย์ให้ผลดังนี้

Obs > 0 12/39.02% 24/43.09% 36/45.53% 48/50.48% 60/49.45%

Obs < 0 12/60.98% 24/56.91% 36/54.47% 48/49.52% 60/50.55%

Obs = ไม่มีผลที่เป็นศูนย์เกิดขึ้น

ตารางที่ 4.6: ผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่อยู่ใน Portfolio SET100
 ด้วยวิธี CAR

ผลการทดสอบด้วยวิธี CAR						
Series		12m	24m	36m	48m	60m
Portfolio SET100	Mean	0.0193	0.0160	0.0127	0.0110	0.0063
	Std.Dev.	0.0453	0.0275	0.0204	0.0177	0.0163
	P.Value	0.0272	0.0034	0.0019	0.0033	0.065
	Median	0.0182	0.0168	0.0158	0.0107	0.0073
	Obs>0.0 %	60.00%	73.33%	80.00%	77.78%	72.00%
	Obs<0.0 %	40.00%	26.67%	20.00%	22.22%	28.00%
	Num Obs.	30	30	30	30	30

ผลการทดสอบสมมติฐาน มีการประเมินผลตอบแทนระยะยาวของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่
 เสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก เมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนของมูลค่าตลาด คือ
 ปฏิเสธสมมติฐานหลัก H_0 และยอมรับสมมติฐานรอง H_a โดยค่าเฉลี่ยผลตอบแทนระยะยาวของ
 หลักทรัพย์ที่อยู่ใน Portfolio SET100 12 เดือน 0.019252 (P.Value 0.0272), 24 เดือน 0.016048
 (P.Value 0.0034), 36เดือน 0.012716 (P.Value 0.0019), 48 เดือน 0.011008 (P.Value 0.0033)
 และ 60 เดือน 0.006307 (P.Value 0.065) ณ ความเชื่อมั่นที่ 95% การลงทุนระยะยาวใน
 หลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกที่อยู่ใน Portfolio SET100 เกิดผลตอบแทนที่
 ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ

ผลการทดสอบสมมติฐานค่ามัธยฐานการประเมินมูลค่าผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ใน
 Portfolio SET100 มีผลตอบแทนระยะยาวรายเดือน ในเดือนที่ 12, 24, 36, 48, 60 สูงกว่า

ผลตอบแทนตลาดในทุกช่วงของการทดสอบ และเมื่อแจกแจงผลการทดสอบตามเครื่องหมายให้ผลดังนี้

Obs >0 12/60.00% 24/73.33% 36/80.00% 48/77.78% 60/72.00%

Obs <0 12/40.00% 24/26.67% 36/20.00% 48/22.22% 60/28.00%

Obs = ไม่มีผลที่เป็นศูนย์เกิดขึ้น

4.3 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลการประเมินผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ด้วยวิธี AR

4.3.1 การประเมินผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ เมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนของมูลค่าตลาด โดยนำผลตอบแทนหลักทรัพย์ลบด้วยดัชนีของกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

Period : 12m 24m 36m 48m 60m

คำนวณค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายเดือน เพื่อถ่วงน้ำหนักนำหน้าหลักทรัพย์

$$AR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n ar_{it}$$

4.2.2. การประเมินผลตอบแทนระยะยาว จากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนีของกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ

สมมติฐานคือ ไม่มีผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ (Long-run Abnormal Returns) จากการลงทุนในหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยวิธี Abnormal Return (AR) แบบถ่วงน้ำหนักด้วยดัชนีราคากลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ

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

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

กำหนดระดับนัยสำคัญ $\alpha = 0.05$

ตารางที่ 4.7: ผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่จดทะเบียนในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ด้วยวิธี AR

ผลการทดสอบด้วยวิธี AR						
Series		12m	24m	36m	48m	60m
SET	Mean	0.0021	-0.0017	-0.0012	0.0002	0.0015
	Std.Dev.	0.0423	0.0256	0.0217	0.0201	0.0185
	P.Value	0.5417	0.4198	0.4941	0.9222	0.3918
	Median	-0.0024	-0.0019	-0.0012	0.0006	0.0020
	Obs>0.0 %	48.00%	44.67%	48.67%	52.24%	55.93%
	Obs<0.0 %	52.00%	55.33%	51.33%	47.76%	44.07%
	Num Obs.	150	150	150	159	142

ผลการทดสอบสมมติฐาน มีการประเมินผลตอบแทนที่ผิดปกติของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนีของกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ คือยอมรับสมมติฐานหลัก H_0 และปฏิเสธสมมติฐานรอง H_a โดยค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก 12 เดือน 0.002110 (P.Value 0.5417), 24 เดือน -0.001852 (P.Value 0.4198), 36 เดือน -0.001213 (P.Value 0.4941), 48 เดือน 0.00017 (P.Value 0.9222) และ 60 เดือน อยู่ที่ 0.00146 (P.Value 0.3918) ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% การลงทุนระยะยาวในหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกไม่เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างไม่มีนัยสำคัญ

ผลการทดสอบสมมติฐานค่ามัธยฐานการประเมินมูลค่าผลตอบแทนระยะยาวของตลาดหลักทรัพย์ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก มีผลตอบแทนระยะยาวรายเดือน ในเดือนที่ 12, 24, 36 ต่ำกว่าผลตอบแทนตลาด แต่ในเดือนที่ 48 และ 60 ผลตอบแทนของหลักทรัพย์สามารถชนะผลตอบแทนตลาดได้ และเมื่อแจกแจงผลการทดสอบตามจำนวนหลักทรัพย์ให้ผลดังนี้

Obs >0 12/48.00% 24/44.67% 36/48.67% 48/52.24% 60/55.93%

Obs <0 12/52.00% 24/55.33% 36/51.33% 48/47.76% 60/44.07%

Obs = ไม่มีผลที่เป็นศูนย์เกิดขึ้น

จากการศึกษาเรื่องผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายใหม่แก่ประชาชนทั่วไป ครั้งแรก ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET), ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ทดสอบด้วยวิธี Buy and Hold Abnormal Return (BHAR), Cumulative Abnormal Return (CAR) และ Abnormal Return (AR) เปรียบเทียบกับผลตอบแทนของมูลค่าตลาด และดัชนีของกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ ผลที่ได้คือ ในปีแรกของการลงทุนในหลักทรัพย์ IPO ไม่พบผลตอบแทนที่เกินปกติ และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET, mai สามารถเอาชนะตลาดได้ แต่ผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO ที่จดทะเบียนในตลาด mai ไม่สามารถเอาชนะตลาดได้

ปีที่ 2 ผลการทดสอบยังคงไม่พบผลตอบแทนที่เกินปกติ และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ในทุกตลาดไม่สามารถเอาชนะตลาดได้

ปีที่ 3 ผลการทดสอบคล้ายกับปีที่ 2 แตกต่างที่การทดสอบของกลุ่มตัวอย่างในตลาดหลักทรัพย์ SET ผลตอบแทนไม่สามารถเอาชนะตลาดได้ แต่กลุ่มตัวอย่างในตลาดหลักทรัพย์ mai ผลตอบแทนกลับสามารถเอาชนะตลาดได้ ทั้งนี้ค่ามัธยฐานที่ได้จากการทดสอบมีผลติดลบ เมื่อแจกแจงด้วยวิธีการ Wilcoxon Signed Rank Test พบว่าสัดส่วนหลักทรัพย์ IPO ที่ให้ผลตอบแทนต่ำกว่าศูนย์มีมากกว่ากลุ่มตัวอย่างที่ให้ผลตอบแทนมากกว่าศูนย์ (BHAR Obs<0=68.29%, Obs>0=31.71% /CAR Obs<0=54.47%, Obs>0=45.53%)

ปีที่ 4 ผลการทดสอบด้วยวิธีการ BHAR, AR พบว่าไม่เกิดผลตอบแทนที่เกินปกติ และผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET สามารถเอาชนะผลตอบแทนตลาดได้ แต่การทดสอบด้วยวิธี CAR พบว่าผลตอบแทนกลับไม่สามารถชนะตลาดได้ ทั้งนี้ค่ามัธยฐานที่ได้จากการทดสอบมีผลเป็นลบ เมื่อแจกแจงด้วยวิธีการ Wilcoxon Signed Rank Test พบว่าสัดส่วนหลักทรัพย์ IPO ที่ให้ผลตอบแทนน้อยกว่าศูนย์มีมากกว่ากลุ่มตัวอย่างที่ให้ผลตอบแทนมากกว่าศูนย์ (SET/CAR Obs>0=47.17%, Obs<0=52.83%) ทั้งนี้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ mai ที่ทดสอบด้วยวิธี BHAR พบว่าไม่สามารถเอาชนะตลาดได้ แต่กรณีทดสอบด้วยวิธี CAR ผลตอบแทนกลับสามารถเอาชนะตลาดได้ ทั้งนี้ค่ามัธยฐานที่ได้จากการทดสอบมีผลเป็นบวก เมื่อแจกแจงด้วยวิธีการ Wilcoxon Signed Rank Test พบว่าสัดส่วนหลักทรัพย์ IPO ที่ให้ผลตอบแทนมากกว่าศูนย์มีมากกว่ากลุ่มตัวอย่างที่ให้ผลตอบแทนน้อยกว่าศูนย์ เพียงเล็กน้อย (mai/CAR Obs>0=50.48%, Obs<0=49.52%)

สุดท้ายในปีที่ 5 พบว่าไม่มีผลตอบแทนที่เกินปกติ และผลตอบแทนสามารถเอาชนะตลาดได้ ยกเว้นหลักทรัพย์ IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ mai ด้วยการทดสอบวิธี BHAR พบไม่มีผลตอบแทนที่เกินปกติ แต่ผลตอบแทนไม่สามารถเอาชนะตลาดได้ และค่ามัธยฐานมีค่าเป็นลบ เมื่อแจกแจงด้วยวิธีการ Wilcoxon Signed Rank Test พบว่าสัดส่วนหลักทรัพย์ IPO ที่ให้ผลตอบแทน

ต่ำกว่าศูนย์มีมากกว่ากลุ่มตัวอย่างที่ให้ผลตอบแทนมากกว่าศูนย์ (mai/BHAR Obs>0=36.26%, Obs<0=63.74%)

ส่วนการทดสอบหลักทรัพย์ IPO ที่อยู่ใน Portfolio SET100 ด้วยวิธี BHAR, CAR พบผลตอบแทนที่เกินปกติและสามารถเอาชนะตลาดได้ ในทุกช่วงของการทดสอบ ซึ่งไม่เป็นไปตามงานศึกษาของ Ritter (1991) และ Phansriwong (2016)

ทั้งนี้การศึกษาวิจัยในครั้งนี้มีข้อจำกัดในการทดสอบด้วยวิธีหา AR เนื่องจากข้อมูลดัชนีของกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจของตลาดเอ็ม เอ ไอ พึ่งมีการจัดกลุ่มเมื่อปี พ.ศ. 2558 นอกจากนั้น ข้อมูลดัชนีของกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม Steel, Cons, Imm ไม่สามารถหาข้อมูลได้ จึงต้องตัดกลุ่มตัวอย่างหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวออกไปไม่นำมาทดสอบในการวิจัยครั้งนี้ รวมถึงข้อมูลหลักทรัพย์ที่ถูกตัดออกไปจำนวน 99 บริษัทจากข้อมูลหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกทั้งหมดจำนวน 397บริษัท (คิดเป็น 25%จากจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด) เนื่องจากการเพิกถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์ภายใน 3 ปีแรกนับจากวันแรกที่เสนอขาย รวมถึงข้อมูลหลักทรัพย์ IPO ที่อยู่ใน Portfolio SET100 ที่นำมาทำการทดสอบในครั้งนี้ มีจำนวน 30 บริษัท ซึ่งการตัดข้อมูลดังกล่าวออกไปไม่เป็นผลทำให้เกิด Survival Bias ทั้งนี้ผลการทดสอบยังให้ความเชื่อมั่นได้ที่ 95% ทั้งนี้ผู้ศึกษามีความกังวลในเรื่องช่วงเวลาห้ามขายหุ้น (Lockup Period) ของผู้ที่เข้าขาย Strategic Shareholders จะทำให้ผลการทดสอบมีความคลาดเคลื่อน จึงได้ทำการทดสอบซ้ำโดยใช้ผลตอบแทนในเดือนที่ 7 – 60 แต่ผลการทดสอบที่ได้พบว่าผลการทดสอบที่ได้ใหม่แตกต่างกับผลการทดสอบเดิมเพียงเล็กน้อยจึงไม่มีนัยสำคัญในการศึกษาในครั้งนี้ (รายละเอียดเพิ่มเติม ภาคผนวก ตารางที่ 6-9) รวมถึงผู้ศึกษาได้มีการปรับปรุงมูลค่าหลักทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนแปลงใหม่เนื่องจากการเพิ่มลด Par เพื่อให้ได้ผลการทดสอบที่ถูกต้องตามมูลค่าที่เป็นปัจจุบัน

ข้อสรุปผลการทดสอบผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายใหม่แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย ไม่พบผลตอบแทนที่เกินปกติเกิด ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ Efficient Market Hypothesis (EMH) ที่ไม่สามารถทำกำไรเกินปกติได้ แต่ไม่สอดคล้องกับงานศึกษาของ Phansriwong (2016) ที่พบว่าอัตราผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกผลตอบแทนจะลดลงในระยะยาวและไม่สามารถเอาชนะอัตราผลตอบแทนระยะยาวของตลาดได้ รวมถึงไม่สอดคล้องกับงานศึกษาของ Ritter (1991) และ Loughran & Ritter (1995) ที่ระบุว่าอัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์จะสูงในช่วงแรก แต่ในระยะยาวราคาของหลักทรัพย์จะปรับเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริง ทำให้ผู้ลงทุนได้รับอัตราผลตอบแทนในระยะยาวที่ลดลง แต่การลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายใหม่แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ และหลักทรัพย์ที่อยู่ใน Portfolio SET100 กลับให้ผลตอบแทนที่

สามารถเอาชนะตลาดได้ ทั้งนี้ระหว่างการศึกษาเก็บข้อมูลเพื่อทำการทดสอบพบว่าบริษัทที่ระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ มีผลประกอบการที่ดีจนสามารถเพิ่มทุนและย้ายไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ ทำให้เห็นได้ว่ามีบริษัทที่เข้ามาระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ บางส่วนที่มีศักยภาพในการดำเนินกิจการดีจนสร้างความมั่นใจให้นักลงทุนให้เข้ามาลงทุนกับบริษัทจนสามารถขยายกิจการได้ ทั้งนี้ในประเทศไทยถือได้ว่าเป็นประเทศที่กำลังพัฒนา ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษาตลาดหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นใหม่ (Chi & Padgett, 2002; Nurwati, Campbell & Goodacre, 2007 และ Su & Fleisher, 1997) ที่พบว่าอัตราผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายประชาชนทั่วไปครั้งแรกมีผลเป็นบวก โดยสามารถเอาชนะตลาดได้ และพบว่าได้รับผลตอบแทนระยะยาวผิดปกติที่มีค่าเป็นบวก

อีกปัจจัยหนึ่งที่พบผลตอบแทนที่ไม่ปกติในทิศทางบวกที่ได้ผลแตกต่างจากงานศึกษาส่วนใหญ่ งานวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยพบว่าบริษัทที่เข้ามาระดมทุนในตลาดโดยเฉพาะตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ มีกลุ่มตัวอย่างที่มีผลตอบแทนที่ไม่ปกติในทิศทางบวกที่มีค่ามากกว่าศูนย์ (>0) และเบี่ยงเบนค่าเฉลี่ยสูงกว่าปกติ พบว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มนี้มีการเพิ่มทุนหลังจากที่เข้าตลาดไปแล้ว 1-2 ปี จะเห็นได้ว่าการเข้ามาระดมทุนของบริษัทในกลุ่มนี้จะเข้าสู่ตลาดในช่วงที่กิจการขยายตัว (Expansion) และเมื่อหลักทรัพย์มีผลตอบแทนที่ดีจึงดึงดูดให้นักลงทุนสนใจเข้ามาลงทุนด้วยเป็นจำนวนมาก ทั้งนี้ตามวัฏจักรของธุรกิจในช่วงที่ธุรกิจมีการขยายตัวจนถึงช่วงที่ธุรกิจรุ่งเรือง (Peak) บริษัทจะมีการขยายกิจการ ซึ่งส่งผลต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติในทางบวกจนทำให้ผลการศึกษานี้มีค่าเป็นบวก แต่ในการศึกษานี้ ผลที่ได้จากการทดสอบค่ามัธยฐานจะพบว่ากลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่ เมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด กลุ่มตัวอย่างที่มีผล <0 จะมีมากกว่า กลุ่มตัวอย่างที่มีผล >0 ซึ่งสอดคล้องกับวัฏจักรของธุรกิจ ทั้ง 4 ช่วง

- 1.) ช่วงกิจการขยายตัว (Expansion)
- 2.) ช่วงกิจการรุ่งเรือง (Peak)
- 3.) ช่วงกิจการหดตัว (Recess)
- 4.) ช่วงกิจการตกต่ำ (Recession)

สุดท้ายแล้วบริษัทก็จะเข้าสู่ช่วงหดตัวและตกต่ำผลตอบแทนก็จะลดลงหรือคงที่ เมื่อเป็นเช่นนั้นนักลงทุนก็จะขายหลักทรัพย์ออกเพื่อแสวงหาหลักทรัพย์ที่ใหม่ที่จะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า จนในที่สุดก็จะเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติในทิศทางลบตามงานศึกษาของ Ritter (1991); Loughran & Ritter (1995) และ Phansriwong (2016)

บทที่ 5

สรุป และอภิปรายผล

5.1 สรุปผลการศึกษา

งานวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลตอบแทนระยะยาวแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ โดยเปรียบเทียบกับผลตอบแทนตลาด และดัชนีราคากลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ เพื่อหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ โดยใช้ชุดข้อมูลทั้งหมด 298 บริษัท แบ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 175 บริษัท และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ 123 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2546 ถึงปี พ.ศ. 2559 โดยใช้วิธีสถิติพรรณนาและการทดสอบสมมติฐานค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐาน จากผลตอบแทนรายเดือนของหลักทรัพย์ IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET, mai ว่าในระยะยาวนั้นเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติหรือไม่ และราคาหลักทรัพย์มีการปรับราคาสูงขึ้นหรือต่ำลง ซึ่งอาจเป็นสาเหตุทำให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติในระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญ จากการทดสอบสมมติฐานพบผลสรุปดังนี้

ผลการวิจัยสมมติฐานที่ 1 พบว่าการประเมินค่าเฉลี่ยผลตอบแทนระยะยาวด้วยวิธี BHAR แบบถ่วงน้ำหนักด้วยผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยอยู่ที่

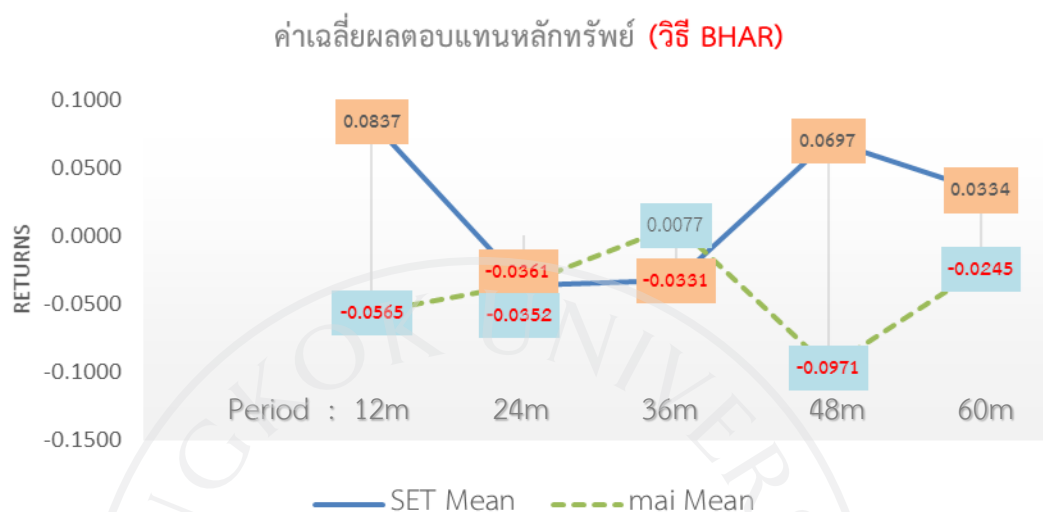
SET : (12M/0.083738, 24M/-0.036075, 36M/-0.033105, 48M/0.069736, 60M/0.033391)

mai : (12M/-0.056490, 24M/-0.035174, 36M/0.007650, 48M/-0.097110, 60M/-0.024505)

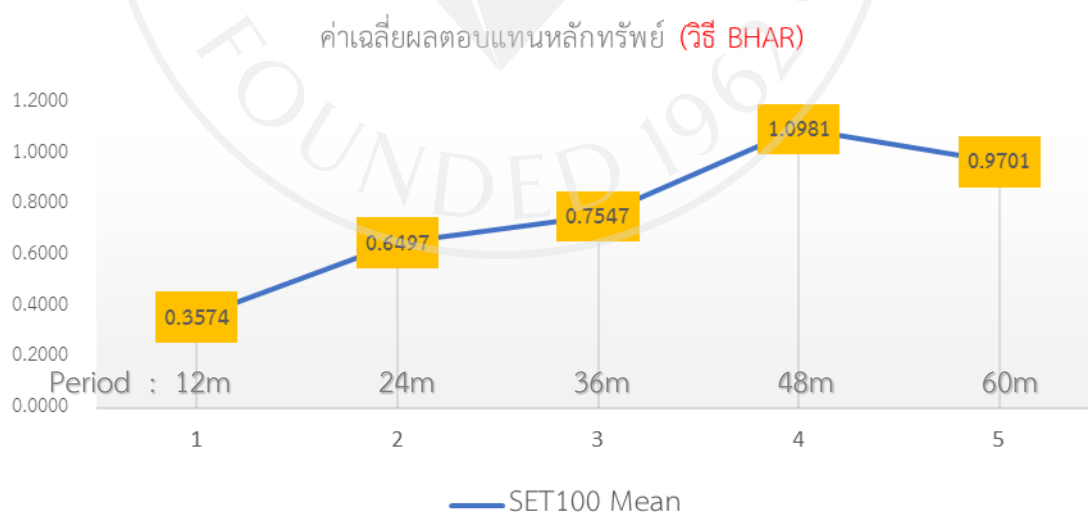
Portfolio SET100 : (12M/0.357432, 24M/0.649704, 36M/0.754689, 48M/1.098096, 60M/0.97008)

ผลการทดสอบ พบว่าไม่เกิดผลตอบแทนที่เกินปกติเป็นบวกในปีแรกหลังการเสนอขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ กลับมีผลตอบแทนที่เป็นลบไม่สามารถเอาชนะตลาดได้ โดยจะเริ่มเห็นผลตอบแทนที่ลดลงต่ำกว่าผลตอบแทนตลาดในปีที่สอง แต่ทิศทางของผลตอบแทนจากทั้งสองตลาดจะไม่มีความสัมพันธ์ต่อกัน อธิบายเพิ่มเติมโดยผลการทดสอบจากค่ามัธยฐาน ที่แจกแจงข้อมูลหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทดสอบจะพบว่าหลักทรัพย์ตัวอย่างที่ใช้ในการทดสอบทุกช่วงเวลาให้ผลตอบแทนที่เป็นลบทั้งหมดและชุดข้อมูลที่ $Obs < 0$ มีมากกว่าชุดข้อมูลที่ $Obs > 0$ ในทุกช่วงเวลาเช่นกัน แต่จากการทดสอบผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่อยู่ใน Portfolio SET100 กลับพบว่าให้ผลตอบแทนที่เกินปกติสามารถเอาชนะตลาดได้ในทุกช่วงที่ทำการทดสอบ (12ด., 24ด., 36ด., 48ด., และ 60ด.) และมีแนวโน้มเพิ่มอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ภาพที่ 5.1: สรุปผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่อยู่ใน ตลาดหลักทรัพย์ SET, mai ด้วยวิธี BHAR



ภาพที่ 5.2: สรุปผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่อยู่ใน Portfolio SET100 ด้วยวิธี BHAR



ผลการวิจัยสมมติฐานที่ 2 พบว่าการประเมินค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ไม่ปกติด้วยวิธี CAR แบบถ่วงน้ำหนักด้วยผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยอยู่ที่

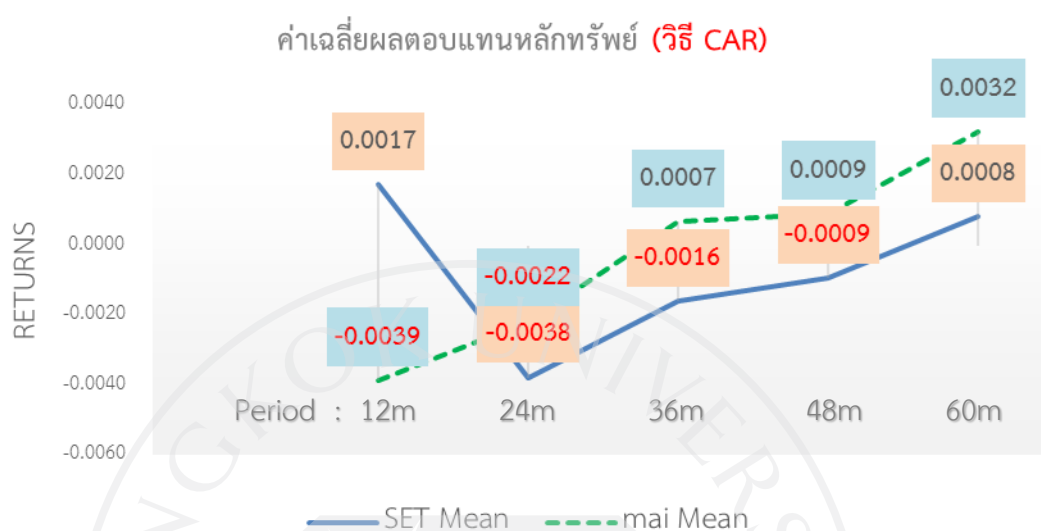
SET : (12M/0.001746, 24M/-0.003774, 36M/-0.001591, 48M/-0.000933, 60M/0.000817)

mai : (12M/-0.003858, 24M/-0.002167, 36M/0.000681, 48M/0.000905, 60M/0.003249)

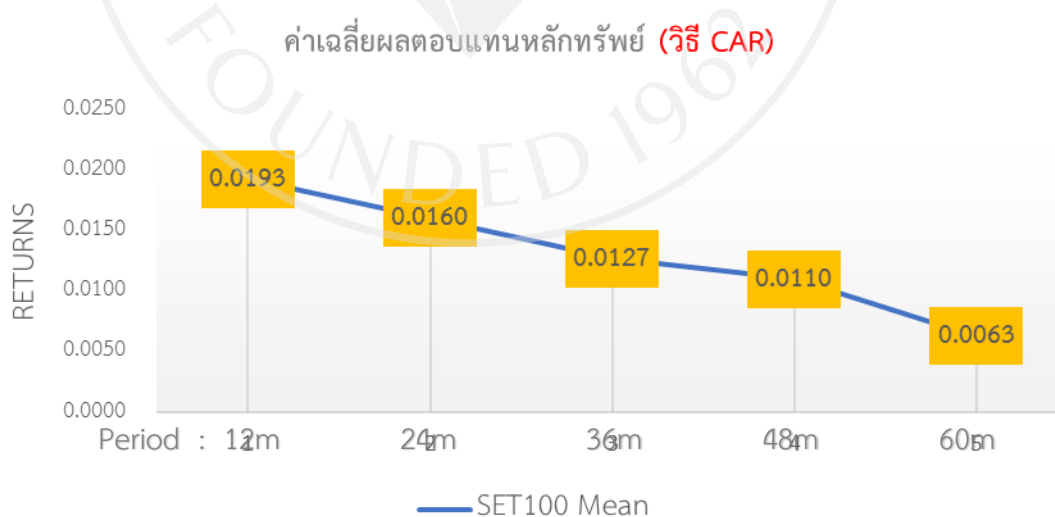
Portfolio SET100 : (12M/0.019252, 24M/0.016048, 36M/0.012716, 48M/0.011008, 60M/0.006307)

ผลการทดสอบ พบว่าไม่เกิดผลตอบแทนที่เกินปกติ ทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในตลาดหลักทรัพย์ SET ได้ผลตอบแทนที่เป็นบวกสามารถเอาชนะตลาดได้ ส่วนในตลาดหลักทรัพย์ mai กลับได้ผลตอบแทนเป็นลบไม่สามารถเอาชนะตลาดได้ ในปีที่สองผลทดสอบที่เป็นลบทั้งสองตลาด ในปีี่สามและสี่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังคงได้ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเป็นลบ แต่ในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ได้ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเป็นบวก จนในปีที่ 5 ปีสุดท้ายในการทดสอบได้ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเป็นบวกทั้งสองตลาด อธิบายเพิ่มเติมจากค่ามัธยฐาน แจกแจงข้อมูลหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทดสอบจะพบว่าชุดข้อมูลในเดือนที่ 12ด., 24ด., 36ด. และ60ด. มีค่า $Obs < 0$ ในสัดส่วนที่มากกว่าชุดข้อมูลที่มีค่า $Obs > 0$ ยกเว้นการทดสอบหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปีที่ 4 จะมีสัดส่วนชุดข้อมูลที่มีค่า $Obs < 0$ (50.48%) ซึ่งสอดคล้องกับผลการทดสอบผลตอบแทนที่ไม่ปกติด้วยวิธี BHAR ในตลาดเอ็ม เอ ไอ ช่วงเดือนที่ 48 แต่จากการทดสอบผลตอบแทน Portfolio SET100 กลับพบว่าให้ผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวกในทุกช่วงที่ทำการทดสอบ (12ด., 24ด., 36ด., 48ด., และ60ด.) และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ภาพที่ 5.3: สรุปผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่อยู่ใน ตลาดหลักทรัพย์ SET, mai ด้วยวิธี CAR

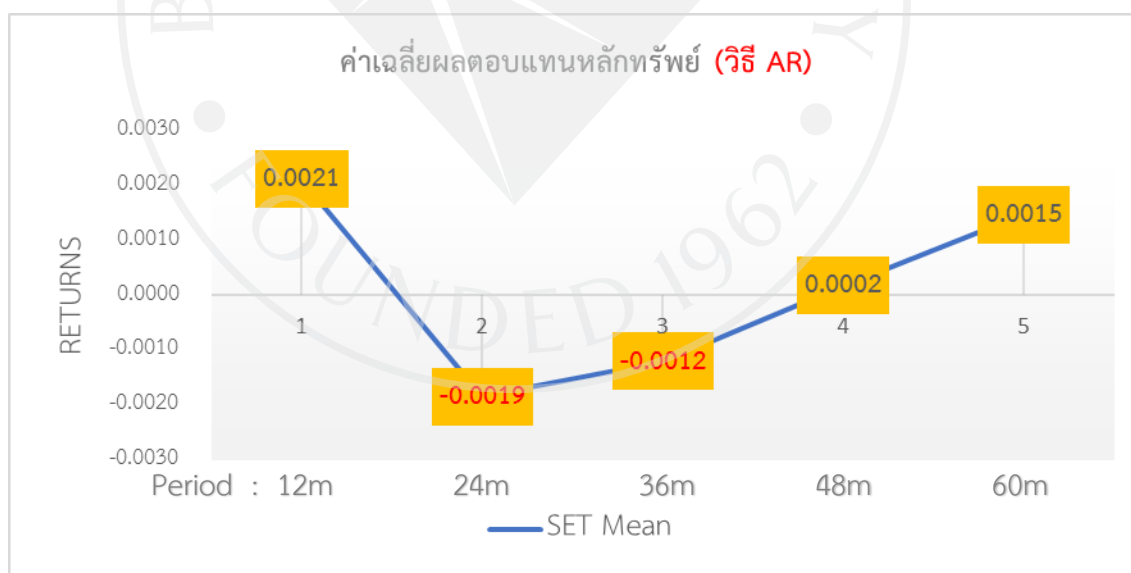


ภาพที่ 5.4: สรุปผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่อยู่ใน Portfolio SET100 ด้วยวิธี CAR



ผลการวิจัยสมมติฐานที่ 3 พบว่าการประเมินค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ไม่ปกติด้วยวิธี AR แบบถ่วงน้ำหนักด้วยดัชนีราคากลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 12 เดือน อยู่ที่ 0.002110, 24 เดือน อยู่ที่ -0.001852, 36 เดือน อยู่ที่ -0.001213, 48 เดือน อยู่ที่ 0.00017 และ 60 เดือน อยู่ที่ 0.00146 ซึ่งไม่เกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติในปีแรกโดยมีผลเป็นบวก แต่ในปีที่สองและสามเกิดผลตอบแทนที่เกินปกติมีผลเป็นลบ และในปีที่สี่และห้าก็เกิดผลตอบแทนที่เกินปกติเป็นบวกในช่วงสุดท้าย อธิบายเพิ่มเติมโดยค่ามัธยฐาน แจกแจงข้อมูลหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทดสอบจะพบว่าผลที่ได้ในเดือนที่ 12ด., 24ด., 36ด. ให้ผลที่เป็นลบ แต่ในช่วงที่ 48ด.และ60ด. จะได้ผลเป็นบวก โดยชุดข้อมูลที่ใช้ทดสอบในช่วง 12ด., 24ด., 36ด. มีค่า $Obs < 0$ ที่มากกว่า และในช่วงที่ทำการทดสอบระหว่าง 48ด.และ60ด. มีค่า $Obs > 0$ ที่มากกว่า ซึ่งสอดคล้องกับผลการทดสอบที่ไม่พบผลตอบแทนที่เกินปกติด้วยวิธี BHAR จะเห็นได้ว่าในระยะยาวจะไม่เกิดผลตอบแทนที่เกินปกติมีผลเป็นบวก อย่างไม่มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ภาพที่ 5.5: สรุปผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ IPO ที่อยู่ใน ตลาดหลักทรัพย์ SET ด้วยวิธี AR



การใช้ Wilcoxon Signed Rank Test เข้ามาอธิบายการแจกแจงเครื่องหมายของกลุ่มตัวอย่าง เนื่องจาก T-Test ใช้ทดสอบกลุ่มตัวอย่างที่มีการแจกแจงแบบปกติที่เป็น Parametric เพื่อให้ได้ค่า Mean แต่ Wilcoxon Signed Rank Test เหมาะกับการทดสอบค่ามัธยฐานในกลุ่มตัวอย่างที่มีความแตกต่างเป็นอิสระต่อกันมีการแจกแจงแบบไม่ปกติที่เป็น Nonparametric เป็นการนับจำนวน บวก(+)หรือลบ (-) และจะทำให้ได้ค่าความน่าจะเป็นตามทฤษฎีบทวินาม (Binomial

Theorem) ค่าความน่าจะเป็นที่ได้จากข้อมูลเราสามารถนำไปเปรียบเทียบกับค่าระดับความมีนัยสำคัญของการทดสอบ

จากการศึกษาเรื่องผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายใหม่แก่ประชาชนทั่วไป ครั้งแรกผลที่ได้คือ อัตราผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายใหม่แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถเอาชนะตลาดได้ ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานศึกษาของ Phansriwong (2016) ที่พบว่า อัตราผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายประชาชนทั่วไปครั้งแรก ไม่สามารถเอาชนะอัตราผลตอบแทนระยะยาวของตลาดได้ รวมถึงไม่สอดคล้องกับงานศึกษาของ Ritter (1991) และ Loughran & Ritter (1995) ที่ระบุว่าอัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์จะสูงในช่วงแรก แต่ราคาของหลักทรัพย์จะปรับเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริง ทำให้ผู้ลงทุนได้รับอัตราผลตอบแทนในระยะยาวที่ลดลง แต่สอดคล้องกับงานศึกษาตลาดหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นใหม่ (Celis & Manturana, 1998; Chi & Padgett, 2005; Nurwati, Campbell & Goodacre, 2007; Sahoo & Rajib, 2010 และ Su & Fleisher, 1997) และ พบว่าอัตราผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายประชาชนทั่วไปครั้งแรกมีผลเป็นบวก โดยสามารถเอาชนะตลาดได้ และพบว่าได้รับผลตอบแทนระยะยาวไม่ปกติที่มีค่าเป็นบวก

ทั้งนี้ผู้ศึกษาได้พบข้อสังเกตในงานศึกษาของ Krishnan, Ivanov, Masulis & Sinh (2011); Sørheim & Reistad (2009); Gill & Walz (2012) และ Ritter (2016) คือผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ผิดปกติมีค่าเป็นบวกเมื่อเทียบกับตลาด โดยมีการนำเอาข้อมูลของกลุ่มทุนที่มีเงินทุนและต้องการลงทุน Venture Capital เข้ามาเป็นตัวแปรในการคำนวณหาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งมีผลกระทบโดยตรงกับสมมติฐานความคิดต่าง และขัดแย้งกับสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ ที่ตลาดควรจะมีการแข่งขันกันอย่างสมบูรณ์มีข้อมูลข่าวสารอย่างเพียงพอและมีประสิทธิภาพ และเป็นไปตามโมเดลความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information Model)

เนื่องด้วยกลุ่มทุนที่มีเงินทุนและต้องการลงทุน เป็น Private Equity Capital ประเภทหนึ่งเป็นการลงทุนโดยนักลงทุนภายนอกที่มุ่งหวังจะลงทุนในกิจการ ด้วยการซื้อหุ้นของบริษัท และกลุ่มทุนคาดหวังผลตอบแทนที่สูง นักลงทุนในกลุ่มทุนนี้จะเป็น กลุ่มนักลงทุนที่มีความมั่งคั่งทางการเงิน วาณิชธนกิจ และสถาบันการเงิน ที่อาจมีความได้เปรียบในเรื่องข้อมูลข่าวสารที่เข้าถึงได้มากกว่าประชาชนทั่วไป และมีอำนาจที่จะสามารถควบคุมราคาหลักทรัพย์ได้ด้วยปริมาณการลงทุนที่มากกว่านักลงทุนทั่วไป จนทำให้ราคาหลักทรัพย์ไม่เป็นไปตามสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพซึ่งผู้ศึกษามีความตระหนักถึงความสำคัญของกลุ่มทุนที่เข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์ ที่ทำให้เกิดผลกระทบกับผลการศึกษาผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายครั้งแรกให้ผลที่แตกต่างจากงานศึกษาส่วนใหญ่ที่มีผลตอบแทนระยะยาวมีค่าเป็นลบเมื่อเทียบกับตลาด

แต่เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ได้มีการบันทึกข้อมูลกลุ่มทุนที่ลงทุนจัดเก็บไว้ ทำให้เป็นข้อจำกัดในการศึกษาในงานในครั้งนี้ ทั้งนี้ผลการศึกษาผลตอบแทนระยะยาวของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีผลเป็นบวกเมื่อเทียบกับตลาดจึงมีความใกล้เคียงกับงานศึกษาดังกล่าวมาข้างต้น ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยถือเป็นตลาดใหม่ และยังสามารถทำกำไรเกินปกติได้ รวมถึงมีปัจจัยในเรื่องกลุ่มทุนที่ร่วมลงทุนในบริษัท ด้วยการซื้อหุ้นโดยกลุ่มทุนจะเลือกบริษัทที่มีอนาคต และมีการจัดการที่ดี ในการเลือกลงทุน เมื่อมีการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่ครั้งแรกกลุ่มทุนจะเข้าไปร่วมลงทุน จึงทำให้ดีกรีความแตกต่างทางความคิดมีน้อยลง รวมถึงความมีประสิทธิภาพ และมีชื่อเสียงของกลุ่มทุน จะเป็นตัวดึงดูดให้นักลงทุนเชื่อมั่นในบริษัท และทำให้มีความมั่นใจในการลงทุน อีกทั้งยังสามารถเอาชนะความไม่สมมาตรในการให้ข้อมูลแก่ผู้ถือหุ้นที่มีศักยภาพในตลาดสาธารณะ ทำให้ผลตอบแทนในระยะยาวจะมีผลเป็นบวกเมื่อเทียบกับหลักทรัพย์อื่นๆที่ไม่มีกลุ่มทุนหนุนหลัง อีกทั้งในประเทศไทยยังมีการส่งเสริมการลงทุนระยะยาวในตลาดหุ้นด้วยการอนุญาตให้บริษัทจัดการกองทุนต่างๆสามารถจัดตั้งกองทุน LTF, RMF ที่ผู้ซื้อหน่วยลงทุนจะได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีเป็นสิ่งจูงใจในการลงทุน และจะมีการจัดตั้งกองทุนเหล่านี้อยู่จำนวนมาก เป็นผลทำให้หลักทรัพย์ที่เป็น IPO บางส่วนที่มีคุณภาพจะถูกกองทุนเหล่านี้เข้าไปซื้อหน่วยลงทุน ยกตัวอย่างเช่น CPALL, IVL, AOT, Intuch เป็นต้น การเข้าไปซื้อหน่วยลงทุนของกองทุนในกลุ่มนี้มีส่วนทำให้ผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ไม่เป็นไปตามสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ และวัฏจักรของกิจการอย่างที่เคยจะเป็น

ทั้งนี้จากการทดสอบ Portfolio SET100 จะเห็นได้ว่าเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติในทางบวกตั้งแต่ปีที่ 1 จนถึงปีที่ 5 แม้จะมีแนวโน้มที่ลดลง เป็นไปได้ว่าหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการเข้ามาลงทุนของกลุ่มทุนร่วมหรือกองทุน ที่เข้ามาในรูปแบบของการสนับสนุนเงินทุนในบริษัทที่มีผลประกอบการที่ดี เชื่อถือได้ว่าจะสร้างผลตอบแทนให้กับกลุ่มร่วมทุนหรือกองทุนนั้นได้ อีกประเด็นที่น่าสนใจคือการลงทุนของกองทุนที่เลือกลงทุนในบริษัท จากการได้รับข้อมูลข่าวสารภายในหรือนโยบายในการลงทุนของกองทุน

5.2 ข้อเสนอแนะเพื่อนำไปใช้

5.2.1 งานวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดเอ็ม เอ ไอ โดยมีการเปรียบเทียบผลตอบแทนหลักทรัพย์ กับผลตอบแทนตลาด พบว่าในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีผลตอบแทนระยะยาวสูงกว่าผลตอบแทนตลาด แต่ในตลาดเอ็ม เอ ไอ มีผลตอบแทนระยะยาวต่ำกว่าตลาด จึงเป็นข้อมูลประกอบสำหรับนักลงทุน ในกรณีตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์

5.2.2 พบว่าผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่สอดคล้องกับงานศึกษาของ Ritter, (1991) ที่ว่าผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกจะลดต่ำลง เมื่อเทียบกับราคาปิดวันแรก จึงเป็นข้อสังเกต และสนับสนุนให้ผู้สนใจศึกษาต่อถึงปัจจัยที่มีผลทำให้ผลตอบแทนระยะยาวของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้น เมื่อเทียบกับราคาปิดวันแรก

5.2.3 มีความเป็นไปได้ว่า พบกลุ่มทุนที่ร่วมลงทุน (Venture Capital) เป็นตัวแปรสำคัญที่ทำให้ผลการศึกษานี้ให้ผลที่แตกต่างจากงานศึกษาส่วนใหญ่ที่ผลตอบแทนระยะยาวจะลดลง เมื่อเทียบกับผลตอบแทนระยะยาวของตลาด ทั้งนี้ ผู้วิจัยไม่มีข้อมูลการถือครอง IPO โดย VC จึงมิได้ทำการศึกษา ความเชื่อมโยงระหว่างผลตอบแทนระยะยาวกับ VC-backed IPO อย่างไรก็ตาม ในอนาคตหากมีข้อมูลการลงทุนของกลุ่มทุนในการลงทุนในหลักทรัพย์จะสามารถนำข้อมูลดังกล่าวมาเป็นตัวแปรในการทดสอบเพื่อหาความเกี่ยวข้องกับผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายประชาชนทั่วไป

5.3 ข้อจำกัดในการวิจัย

5.3.1 งานวิจัยฉบับนี้ผู้วิจัยใช้ข้อมูลจาก SETSMART, SETTREAD ตั้งแต่ปี ค.ศ.2003 – 2018 เท่านั้น เพื่อที่จะคำนวณผลตอบแทนระยะยาว 12, 24, 36, 48 และ 60 เดือน ของหลักทรัพย์ โดยคัดเลือกตัวอย่างในการทำการทดสอบจากหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดเอ็ม เอ ไอ ในปี พ.ศ.2546 – พ.ศ.2559 เท่านั้น และตัดตัวอย่างหลักทรัพย์ที่ถูกถอนออกจากตลาดก่อน 3 ปี ตัวอย่างที่ใช้ในการทำการทดสอบ 298 บริษัท หักออก 99บริษัท (25%) ทั้งนี้ไม่ทำให้เกิดผลกระทบต่อ Survival Bias

5.3.2 ผู้วิจัยเลือกใช้วิธีคำนวณผลตอบแทนผิดปกติหลักทรัพย์ จำนวน 3 วิธี คือ BHAR CAR และ AR เท่านั้น

5.3.3 ผู้วิจัยไม่ได้ใช้ข้อมูลของกลุ่มทุนที่ร่วมลงทุนเข้ามาเป็นตัวแปรในการคำนวณผลตอบแทนที่ผิดปกติ เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีการจัดเก็บข้อมูล

5.3.4 ผู้วิจัยไม่ได้ตัดข้อมูลหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ หรือเล็ก เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยมูลค่าหลักทรัพย์ในตลาดออก

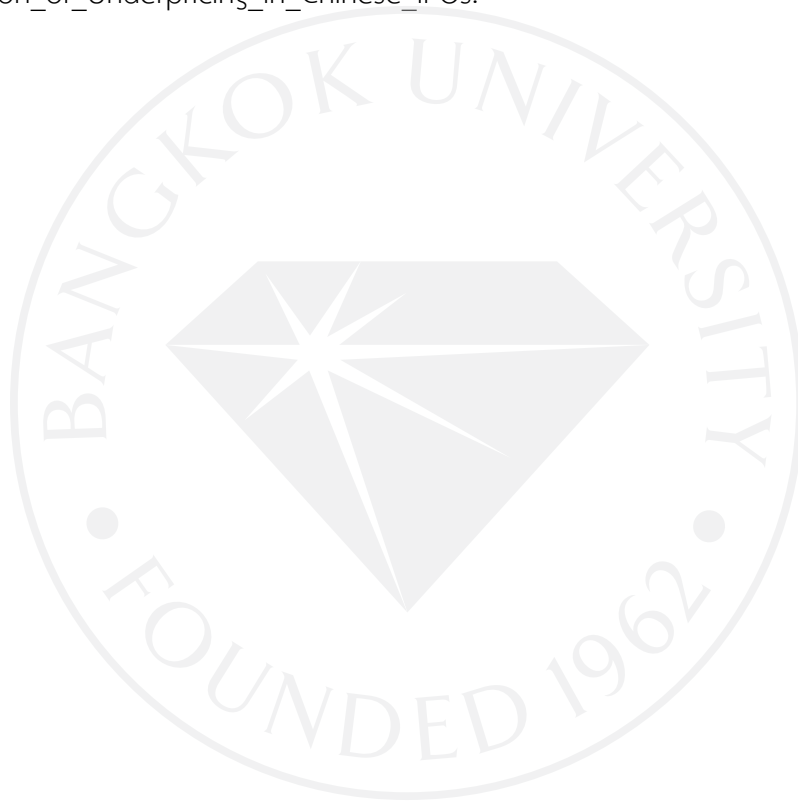
บรรณานุกรม

- ชัยพร วิเทศสนธิ. (2558). นโยบายการเงิน วัฏจักรธุรกิจและตลาดการเงิน. กรุงเทพฯ: โครงการวิจัยสังคมและพฤติกรรมศาสตร์. มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- เวสารัช จรัสวรภูมิกุล. (2557). ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใหม่ (หุ้น IPO) กรณีเป็นบริษัทย่อยของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
- อริยพงษ์ พันธุ์ศรีวงศ์. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนระยะยาว และผลการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียของกิจการที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณะเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. กรุงเทพฯ: สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- Aggarwal, R., Leal, R., & Hernandez, L. (1993). The Aftermarket Performance of Initial, Public Offerings in Latin America. *Financial Management*, 22. Retrieved from [https://www.scirp.org/\(S\(351jmbntvnsjt1aadkposzje\)\)/reference/ReferencesPapers.aspx?ReferenceID=1393529](https://www.scirp.org/(S(351jmbntvnsjt1aadkposzje))/reference/ReferencesPapers.aspx?ReferenceID=1393529).
- Baber, B., & Lyon, J. (1997). Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. *The Journal of Financial Economics*, 43. Retrieved from http://schwert.ssb.rochester.edu/f533/jfe97_bl.pdf.
- Bamber, L. Barron, O., & Stober, T. (1996). Trading Volume and Different Aspects of Disagreement Coincident with Earnings Announcements. *The Accounting Review*, 72(4). Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/228307015_Trading_Volume_and_Different_Aspects_of_Disagreement_Coincident_with_Earnings_Announcements.
- Beatty, R., & Ritter, J. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2). Retrieved from <http://hdl.handle.net/2027.42/26376>.
- Celis, C., & Maturana, G. (1998). Initial Public Offerings in Chile. *Abante*, 1(1). Retrieved from https://econpapers.repec.org/article/pchabante/v_3a1_3ay_3a1998_3ai_3a1_3ap_3a7-31.htm.

- Chi, J., & Padgett, C. (2002). Short-Run Underpricing and its Characteristics in Chinese IPO Markets. *SMA Centre Finance Discussion Paper*, (2001-12). Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=309921.
- Drobetz, W., Kammermann, M., & Waelchli, U. (2005). Long-Term Performance of Initial Public Offerings: The Evidence for Switzerland. *Schmalenbach Business Review*, 57. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=778907.
- Gill, A., & Walz, U. (2012). *Going Public – Going Private: The Case of VC-Backed Firms*. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1998281.
- Ibbotson, R., Jaffe, J. (1975). Hot Issue Markets. *The Journal of Finance*, 30(4). Retrieved from <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1975.tb01019.x>.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4). Retrieved from <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>.
- Krigman, L., Shaw, W., & Womack, K. (2001). Why do firms switch underwriters?. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3). Retrieved from http://mba.tuck.dartmouth.edu/pecenter/research/working_papers/KSWinJFE2001Switch.pdf.
- Krishnan, C., Ivanov, V., Masulis, R., & Singh, A. (2011). Venture Capital Reputation, Post-IPO Performance, and Corporate Governance. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(5). Retrieved from <https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-financial-and-quantitative-analysis/article/venture-capital-reputation-postipo-performance-and-corporate-governance/D9682E67A887A17561556A4EE0048860>.
- Loughran, T., & Ritter, J. (1995). The New Issues Puzzle. *The Journal of Finance*, L(1). Retrieved from <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2015/04/The-New-Issues-Puzzle1995.pdf>.

- Miller, E. (1997). *Long Run Underperformance of Initial Public Offerings : An Explanation*. New Orleans: Department of Economics and Finance Working Papers, University of New Orleans.
- Nurwati, A., Campbell, K., & Goodacre, A. (2007). *Earnings Management in Malaysian IPOs: The East Asian Crisis, Ownership Control and Post-IPO Performance*. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=963085.
- Paudyal, K., Saadouni, B., & Briston, R. (1998). Privatisation initial public offerings in Malaysia: Initial premium and long-term performance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 6(5). Retrieved from https://econpapers.repec.org/article/eeepacfin/v_3a6_3ay_3a1998_3ai_3a5_3a_p_3a427-451.htm.
- Ritter, J. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, 46(1). Retrieved from http://www.kellogg.northwestern.edu/researchcomputing/workshops/papers/ritter_jf1991.pdf.
- Ritter, J. (2016). *Initial Public Offerings: VC-backed IPO Statistics Through 2016*. Retrieved from <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2017/04/IPOs2016VC-backed.pdf>.
- Ritter, J., & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *The Journal Of Finance*, 57(4). Retrieved from <https://www2.bc.edu/thomaschemmanur/basfincorp/Ritter%20and%20Welch.Pdf>.
- Sahoo, S., & Rajib, P. (2010). After Market Pricing Performance of Initial Public Offerings (IPOs): Indian IPO Market 2002-2006. *Vikalpa*, 35(4). Retrieved from <http://www.vikalpa.com/pdf/articles/2010/Vik354-03-ResSahoo.pdf>.
- Schultz, P. (2003). Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs. *The Journal Of Finance*, 58(2). Retrieved from <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/1540-6261.00535>.
- Shiller, R. (1990). Speculative Prices and Popular Models. *The Journal of Economic Perspectives*, 4(2). Retrieved from <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.4.2.55>.

- Sørheim, R., & Reistad, K. (2009). The Relative Performance of Venture Capital Backed and Nonventure Capital Backed. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 29(3). Retrieved from <https://digitalknowledge.babson.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1457&context=fer>.
- Su, D., & Fleisher, B. (1997). An Empirical Investigation of Underpricing in Chinese IPOs. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7(2). Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/223096224_An_Empirical_Investigation_of_Underpricing_in_Chinese_IPOs.





ตารางที่ 1 : ตารางแสดงจำนวน และสัดส่วน(%) ข้อมูลหลักทรัพย์ที่นำมาทดสอบ ตามปีที่หลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)		
ปี	จำนวน	%
2003	19	10.86%
2004	36	20.57%
2005	35	20.00%
2006	10	5.71%
2007	6	3.43%
2008	9	5.14%
2009	7	4.00%
2010	4	2.29%
2011	3	1.71%
2012	8	4.57%
2013	13	7.43%
2014	15	8.57%
2015	10	5.71%
รวม	175	100.00%

ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai)		
ปี	จำนวน	%
2003	6	4.88%
2004	14	11.38%
2005	14	11.38%
2006	6	4.88%
2007	6	4.88%
2008	3	2.44%
2009	11	8.94%
2010	7	5.69%
2011	7	5.69%
2012	10	8.13%
2013	15	12.20%
2014	19	15.45%
2015	5	4.07%
รวม	123	100.00%

ตารางที่ 2 : ตารางรายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้เป็นข้อมูลในการทำการศึกษา (1/6) SET 175 บริษัท

CODE	ชื่อหลักทรัพย์	กลุ่ม อุตสาหกรรม	ตลาด	วันที่
A	บริษัท อารียา พรอพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	01/04/2004
AAV	บริษัท เอเชีย เอวิเอชั่น จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	31/05/2012
AI	บริษัท เอเชีย อินซูเลเตอร์ จำกัด (มหาชน)	RESOURC	SET	09/09/2004
AIT	บริษัท แอ็ดวานซ์ อินฟอร์เมชั่น เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	TECH	SET	30/07/2003
AJA	บริษัท เอเจ แอดวานซ์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	CONSUMP	SET	27/02/2014
AKR	บริษัท เอกรัฐวิศวกรรม จำกัด (มหาชน)	RESOURC	SET	07/08/2006
AMC	บริษัท เอเชีย เมทัล จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	13/08/2004
ANAN	บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	07/12/2012
AOT	บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	11/03/2004
APCS	บริษัท เอเชีย ปริซิชั่น จำกัด (มหาชน)	INDUS	SET	29/09/2011
AQUA	บริษัท อควา คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	TECH	SET	17/09/2004
AS	บริษัท เอเชียซอฟต์แวร์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	29/05/2008
ASCON	ASCON CONSTRUCTION PUBLIC COMPANY LIMITED	PROPCON	SET	21/12/2005
ASK	บริษัท เอเชียเสริมกิจสิทธิ์ จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	SET	25/08/2005
B	บริษัท บี จิสติกส์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	10/07/2003
BA	บริษัท การบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	03/11/2014
BCH	บริษัท บางกอก เซน ฮอสพิทอล จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	10/11/2004
BEAUTY	บริษัท บิวตี้ คอมมูนิตี้ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	12/12/2012
BJCHI	บริษัท บีเจซี เฮฟวี อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	28/11/2013
BLA	บริษัท กรุงเทพประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	SET	25/09/2009

CODE	ชื่อหลักทรัพย์	กลุ่ม อุตสาหกรรม	ตลาด	วันที่
BLISS	บริษัท บลิส-เทล จำกัด (มหาชน)	TECH	SET	13/12/2004
BLS	BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED	FINCIAL	SET	28/02/2005
BMCL	BANGKOK METRO PUBLIC COMPANY LIMITED	SERVICE	SET	21/09/2006
BR	บริษัท บางกอกแร่ไนซ์ จำกัด (มหาชน)	AGRO	SET	15/07/2015
BRR	บริษัท น้ำตาลบุรีรัมย์ จำกัด (มหาชน)	AGRO	SET	06/11/2014
BSBM	บริษัท บางสะพานบาร์มิล จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	01/02/2005
BWG	บริษัท เบตเตอร์ เวิร์ด กรีน จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	14/11/2007
CAWOW	CALIFORNIA WOW XPERIENCE PUBLIC COMPANY LIMITED	SERVICE	SET	08/11/2005
CBG	บริษัท คาราบาวกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	AGRO	SET	21/11/2014
CCP	บริษัท ผลิตภัณฑ์คอนกรีตชลบุรี จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	16/12/2003
CGH	บริษัท คันทรี กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	SET	08/01/2015
CHG	บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	16/05/2013
CITY	บริษัท ซิตี้ สตีล จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	23/02/2006
CKP	บริษัท ซีเค พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน)	RESOURC	SET	18/07/2013
CPALL	บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	14/10/2003
CSL	บริษัท ซีเอส ล็อกซอินโฟ จำกัด (มหาชน)	TECH	SET	08/04/2004
CSP	บริษัท ซีเอสพี สตีลเซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	22/12/2005
CSS	บริษัท คอมมิวนิเคชั่น แอนด์ ซิสเต็มส์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	03/09/2013
DCON	บริษัท ดีคอนโปรดักส์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	21/09/2004
DRT	บริษัท ผลิตภัณฑ์ตราเพชร จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	29/11/2005
DSGT	DSG INTERNATIONAL (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED	CONSUMP	SET	09/08/2006

CODE	ชื่อหลักทรัพย์	กลุ่ม อุตสาหกรรม	ตลาด	วันที่
DTAC	บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	TECH	SET	22/06/2007
EASON	บริษัท อีชีน เพ้นท์ จำกัด (มหาชน)	INDUS	SET	27/10/2005
ECL	บริษัท ตะวันออกพาณิชย์ลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	SET	22/03/2004
EIC	บริษัท อุตสาหกรรม อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)	TECH	SET	22/12/2003
EPG	บริษัท อีสเทิร์นโพลีเมอร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	24/12/2014
ESSO	บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	RESOURC	SET	06/05/2008
FORTH	บริษัท ฟอर्थ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	TECH	SET	08/09/2006
FSS	บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	SET	27/10/2004
GBX	บริษัท โกลเบล็ก โฮลดิ้ง แมนเนจเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	SET	05/10/2004
GC	บริษัท โกลบอล คอนเน็คชั่นส์ จำกัด (มหาชน)	INDUS	SET	06/12/2005
GL	บริษัท กรู๊ปลี่ จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	SET	13/10/2004
GLOBAL	บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	19/08/2009
GLOW	บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)	RESOURC	SET	21/04/2005
GPSC	บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี่ จำกัด (มหาชน)	RESOURC	SET	18/05/2015
GRAND	บริษัท แกรนด์ แอสเสท โฮเทลส์ แอนด์ พรอพเพอร์ตี้ จำกัด(มหาชน)	SERVICE	SET	10/02/2004
GREEN	บริษัท กรีน รีซอร์สเซส จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	08/12/2005
GSTEL	บริษัท จี สตีล จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	25/01/2006
GUNKUL	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)	RESOURC	SET	19/10/2010

CODE	ชื่อหลักทรัพย์	กลุ่ม อุตสาหกรรม	ตลาด	วันที่
HFT	บริษัท ฮัฟฟิง รับเบอร์ (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)	INDUS	SET	15/12/2003
ICHI	บริษัท อิชิตัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	AGRO	SET	21/04/2014
IFS	บริษัท ไอเอฟเอส แคปปิตอล (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	SET	10/08/2010
IHL	บริษัท อินเตอร์ไฮต์ จำกัด (มหาชน)	INDUS	SET	22/12/2005
INOX	บริษัท โพลโค-ไทยน็อกซ์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	14/12/2004
IRP	INDORAMA POLYMERS PUBLIC COMPANY LIMITED	INDUS	SET	02/08/2005
IT	บริษัท ไอที ซิตี จำกัด (มหาชน)	TECH	SET	02/06/2003
IVL	บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)	INDUS	SET	05/02/2010
JMART	บริษัท เจ มาร์ท จำกัด (มหาชน)	TECH	SET	25/06/2009
JMT	บริษัท เจ เอ็ม ที เน็ทเวอร์ค เซอร์วิสส์ จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	SET	27/11/2012
JTS	บริษัท จัสมิน เทเลคอม ซิสเต็มส์ จำกัด (มหาชน)	TECH	SET	18/09/2006
KBS	บริษัท น้ำตาลครบุรี จำกัด (มหาชน)	AGRO	SET	27/05/2011
KCAR	บริษัท กรุงไทยคาร์เร็นท์ แอนด์ ลีส จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	SET	01/12/2005
KSL	บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)	AGRO	SET	07/03/2005
KTECH	บริษัท เคเทค คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	01/09/2004
KTIS	บริษัท เกษตรไทย อินเตอร์เนชั่นแนล ชูการ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	AGRO	SET	28/04/2014
LHK	บริษัท โลหะกิจ เม็ททอล จำกัด (มหาชน)	INDUS	SET	24/01/2008
M	บริษัท เอ็มเค เรสโตรองด์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	AGRO	SET	15/08/2013
MBKET	บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศ ไทย) จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	SET	03/12/2003

CODE	ชื่อหลักทรัพย์	กลุ่ม อุตสาหกรรม	ตลาด	วันที่
MC	บริษัท แม็คกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	04/07/2013
MCOT	บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	17/11/2004
MCS	บริษัท เอ็ม.ซี.เอส.สตีล จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	15/07/2005
MEGA	บริษัท เมก้า ไลฟ์ไชนเอนซ์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	19/11/2013
MFEC	บริษัท เอ็ม เอฟ อี ซี จำกัด (มหาชน)	TECH	SET	08/10/2003
MIDA	บริษัท ไมด้า แอสเซ็ท จำกัด (มหาชน)	TECH	SET	17/07/2003
MJD	บริษัท เมเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	27/11/2007
ML	บริษัท ไมด้า ลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	SET	19/08/2004
MPG	บริษัท เอ็มพีจี คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	05/11/2004
MTI	บริษัท เมืองไทยประกันภัย จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	SET	23/06/2008
NCH	บริษัท เอ็น. ซี. เฮาส์ซิ่ง จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	29/03/2004
NNCL	บริษัท นวนคร จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	18/05/2004
NOK	บริษัท สายการบินนกแอร์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	20/06/2013
NYT	บริษัท นามยง เทอร์มินัล จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	25/11/2013
OISHI	บริษัท โออิชิ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	AGRO	SET	25/08/2004
PACE	บริษัท เพช ดีเวลลอปเม้นท์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	07/08/2013
PAP	บริษัท แปซิฟิกไพพ์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	08/11/2004
PCSGH	บริษัท พี.ซี.เอส.แมชีน กรุ๊ปโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	INDUS	SET	14/03/2014
PERM	บริษัท เพมสันสตีลเว็คส์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	14/07/2005
PLANB	บริษัท แพลน บี มีเดีย จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	17/02/2015
PLAT	บริษัท เดอะ แพลทินัม กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	24/03/2015
PM	บริษัท พรีเมียร์ มาร์เก็ตติ้ง จำกัด (มหาชน)	AGRO	SET	27/05/2008
PMTA	บริษัท พีเอ็ม โทรีเซน เอเชีย โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	INDUS	SET	06/05/2015
PPP	บริษัท พรีเมียร์ โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	14/02/2013

CODE	ชื่อหลักทรัพย์	กลุ่ม อุตสาหกรรม	ตลาด	วันที่
PREB	บริษัท พรึบิลท์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	02/12/2005
PRIN	บริษัท ปริณสิริ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	07/11/2005
PRINC	บริษัท พรินซิเพิล แคปิตอล จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	26/10/2005
PRO	บริษัท โปรเฟสชั่นแนล เวสต์ เทคโนโลยี (1999) จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	23/07/2004
PS	PRUKSA REAL ESTATE PUBLIC COMPANY LIMITED	PROPCON	SET	06/12/2005
PTG	บริษัท พีทีจี เอ็นเนอยี จำกัด (มหาชน)	RESOURC	SET	30/05/2013
PTL	บริษัท โพลีเพล็กซ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	INDUS	SET	15/12/2004
PTSEC	PHATRA SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED	FINCIAL	SET	31/05/2005
PTTCH	PTT CHEMICAL PUBLIC COMPANY LIMITED	INDUS	SET	08/12/2005
PTTGC	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)	INDUS	SET	21/10/2011
Q-CON	บริษัท ควอลิตี้คอนสตรัคชั่นโปรดักส์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	06/01/2004
RHBS	RHB SECURITIES (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED	FINCIAL	SET	22/11/2006
RICH	บริษัท ริช เอเชีย คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	31/08/2006
RICHY	บริษัท ริชี่ เพลซ 2002 จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	07/08/2014
RPC	บริษัท อาร์พีซีจี จำกัด (มหาชน)	RESOURC	SET	24/11/2003
RS	บริษัท อาร์เอส จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	22/05/2003
S	บริษัท สิงห์ เอสเตท จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	12/04/2007
S11	บริษัท เอส 11 กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	SET	25/02/2015
SABINA	บริษัท ซาบีน่า จำกัด (มหาชน)	CONSUMP	SET	15/05/2008

CODE	ชื่อหลักทรัพย์	กลุ่ม อุตสาหกรรม	ตลาด	วันที่
SAM	บริษัท สามชัย สตีล อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	15/09/2004
SAPPE	บริษัท เชื้อปเป้ จำกัด (มหาชน)	AGRO	SET	25/06/2014
SAT	บริษัท สมบูรณ์ แอ็ดวานซ์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	INDUS	SET	31/01/2005
SAWAD	บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	SET	08/05/2014
SC	บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	13/11/2003
SCG	บริษัท สหโคเจน (ชลบุรี) จำกัด (มหาชน)	RESOURC	SET	07/01/2004
SCN	บริษัท สแกน อินเตอร์ จำกัด (มหาชน)	RESOURC	SET	23/02/2015
SDC	บริษัท สามารถ ดิจิตอล จำกัด (มหาชน)	TECH	SET	09/12/2003
SEAFCO	บริษัท ซีฟโก้ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	03/09/2004
SENA	บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	29/07/2009
SGP	บริษัท สยามแก๊ส แอนด์ ปีโตรเคมีคัลส์ จำกัด (มหาชน)	RESOURC	SET	03/06/2008
SINGHA	SINGHA PARATECH PUBLIC COMPANY LIMITED	PROPCON	SET	19/12/2003
SIS	บริษัท เอสไอเอส ดิสทริบิวชั่น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	TECH	SET	21/06/2004
SLP	บริษัท สาลี พรินท์ติ้ง จำกัด (มหาชน)	INDUS	SET	07/05/2015
SMIT	บริษัท สหมิตรเครื่องกล จำกัด (มหาชน)	INDUS	SET	18/05/2005
SMM	บริษัท สยามอินเตอร์มัลติมีเดีย จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	22/03/2005
SMT	บริษัท สตาร์ส ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศ ไทย) จำกัด (มหาชน)	TECH	SET	24/09/2009
SNC	บริษัท เอส เอ็น ซี พอร์เมอ์ จำกัด (มหาชน)	TECH	SET	21/10/2004
SOLAR	บริษัท โซลาร์ตรอน จำกัด (มหาชน)	RESOURC	SET	30/03/2005

CODE	ชื่อหลักทรัพย์	กลุ่ม อุตสาหกรรม	ตลาด	วันที่
SPACK	บริษัท เอส. แพ็ค แอนด์ พรีนซ์ จำกัด (มหาชน)	INDUS	SET	30/03/2004
SPPT	บริษัท ซิงเกิ้ล พอยท์ พาร์ท (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	TECH	SET	17/02/2005
SRICHA	บริษัท ศรีราชาคอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	02/07/2012
SUPER	บริษัท ซูเปอร์บล็อก จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	19/04/2005
SUTHA	บริษัท สุธากัญจน์ จำกัด (มหาชน)	INDUS	SET	03/04/2014
SYMC	บริษัท ซิมโฟนี คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	TECH	SET	26/11/2010
SYNEX	บริษัท ซินเน็ค (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	TECH	SET	16/06/2008
TAE	บริษัท ไทย อะโกร เอ็นเนอร์ยี่ จำกัด (มหาชน)	RESOURC	SET	05/06/2014
THE	บริษัท เดอะ สตีล จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	09/08/2007
THREL	บริษัท ไทยรีประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	SET	09/10/2013
TISCO	บริษัท ทีสโก้ไฟแนนเชียลกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	SET	15/01/2009
TK	บริษัท ฐิติกร จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	SET	02/10/2003
TKS	บริษัท ที.เค.เอส. เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	TECH	SET	18/11/2003
TKT	บริษัท ที.กรุงเทพอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	INDUS	SET	30/09/2004
TMT	บริษัท ค้าเหล็กไทย จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	18/02/2005
TOG	บริษัท ไทยออปติคอลล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	CONSUMP	SET	16/05/2006
TOP	บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)	RESOURC	SET	26/10/2004
TSC	บริษัท ไทยสตีลเคเบิล จำกัด (มหาชน)	INDUS	SET	23/06/2005
TSR	บริษัท เทียร์สรัตน์ จำกัด (มหาชน)	CONSUMP	SET	19/06/2014
TTCL	บริษัท ทีทีซีแอล จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	16/06/2009
TTW	บริษัท ทีทีดับบลิว จำกัด (มหาชน)	RESOURC	SET	22/05/2008
TUCC	บริษัท ไทยยูนิคคอยล์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	08/12/2005

CODE	ชื่อหลักทรัพย์	กลุ่ม อุตสาหกรรม	ตลาด	วันที่
TWZ	บริษัท ทีดับบลิวแซด คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	TECH	SET	18/11/2005
TYCN	บริษัทไทยคูน เวิลด์ไวด์ กรู๊ป (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	11/12/2003
UNIQ	บริษัท ยูนิค เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอน สตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	30/03/2007
UOBKH	บริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์เฮียน (ประเทศ ไทย) จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	SET	22/11/2005
UTP	บริษัท ยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน)	INDUS	SET	16/12/2004
UVAN	บริษัท ยูนิวานิชน้ำมันปาล์ม จำกัด (มหาชน)	AGRO	SET	25/11/2003
VGI	บริษัท วี จี ไอ โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	11/10/2012
VIH	บริษัท ศรีวิชัยเวชวิวัฒน์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	09/05/2012
VPO	บริษัท วิจิตรภัณฑ์ปาล์มออยล์ จำกัด (มหาชน)	AGRO	SET	24/11/2014
WHA	บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	PROPCON	SET	08/11/2012
WICE	บริษัท ไวส์ โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	28/07/2015
WORK	บริษัท เวิร์คพอยท์ เอ็นเทอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	SET	29/09/2004
YNP	บริษัท ยานภัณฑ์ จำกัด (มหาชน)	INDUS	SET	13/01/2005

ตารางที่ 3 : ตารางรายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้เป็นข้อมูลในการทำการศึกษา (1/4) mai 123 บริษัท

CODE	ชื่อหลักทรัพย์	กลุ่ม อุตสาหกรรม	ตลาด	วันที่
2S	บริษัท 2 เอส เมทัล จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	02/09/2009
ACAP	บริษัท เอเชีย แคปปิตอล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	14/12/2005
ADAM	ADAMAS INCORPORATION PUBLIC COMPANY LIMITED	MAIIND	mai	17/11/2003
AF	บริษัท ไอร่า แฟคตอรี จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	25/08/2004
AGE	บริษัท เอเชีย กรีน เอนเนอจี จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	26/02/2009
AIRA	บริษัท ไอร่า แคปปิตอล จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	07/07/2014
AKP	บริษัท อัครีปราการ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	07/02/2013
APCO	บริษัท เอเชีย ไฟฟ์โตซูติคอลส์ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	04/11/2011
ARIP	บริษัท เออาร์ไอพี จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	02/12/2010
ARROW	บริษัท แอร์โรว์ ชินดิเคท จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	25/12/2012
AUCT	บริษัท สหการประมูล จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	09/08/2013
BGT	บริษัท บีจีที คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	11/12/2007
BKD	บริษัท บางกอก เดค-คอน จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	25/09/2013
BOL	บริษัท บีซิเนส ออนไลน์ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	21/04/2004
BROCK	บริษัท บ้านร็อคการ์ดเ็น จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	28/11/2006
BSM	บริษัท บีวเดอสมาร์ท จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	14/02/2008
CHO	บริษัท ช ทวี จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	13/05/2013
CHOW	บริษัท เซาว์ สตีล อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	21/12/2011
CIG	บริษัท ซี.ไอ.กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	27/01/2005
CMO	บริษัท ซีเอ็มโอ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	16/09/2004
COL	บริษัท ซีโอแอล จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	28/07/2010
COLOR	บริษัท สาลี คัลเลอร์ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	14/06/2011

CODE	ชื่อหลักทรัพย์	กลุ่ม อุตสาหกรรม	ตลาด	วันที่
CPR	บริษัท ซีพีอาร์ โกมุ อินดัสเตรียล จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	17/03/2005
CRANE	บริษัท ชูไก จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	13/02/2008
DEMCO	บริษัท เต็มโก้ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	14/12/2006
DIMET	บริษัท ไดเมท (สยาม) จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	21/01/2008
DNA	บริษัท ดีเอ็นเอ 2002 จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	21/12/2012
EA	บริษัท พลังงานบริสุทธิ์ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	30/01/2013
ECF	บริษัท อีสต์โคสต์เฟอร์นิเทค จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	26/03/2013
EFORL	บริษัท อี ฟอร์ แอล เอ็ม จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	19/02/2009
ETG	ETERNITY GRAND LOGISTICS PUBLIC COMPANY LIMITED	MAIIND	mai	29/11/2006
FC	บริษัท ฟู้ด แคปปิตอล จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	04/05/2005
FOCUS	บริษัท โฟคัส ดีเวลลอปเม้นท์ แอนด์ คอน สตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	05/10/2004
FPI	บริษัท ฟอร์จูน พาร์ท อินดัสตรี จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	20/09/2012
FSMART	บริษัท ฟอร์ท สมาร์ท เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	14/10/2014
FVC	บริษัท ฟิลเตอร์ วิชั่น จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	29/10/2013
GCAP	บริษัท จี แคปปิตอล จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	17/12/2013
GFM	GOLDFINE MANUFACTURERS PUBLIC COMPANY LIMITED	MAIIND	mai	07/12/2004
GIFT	บริษัท แกรททิทูต อินฟินิท จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	03/06/2011
HARN	บริษัท หาญ เอ็นจิเนียริง โซลูชั่นส์ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	13/11/2014
HPT	บริษัท โฮม พอตเทอรี จำกัด (มหาชน)	CONSUMP	mai	29/06/2015
HTECH	บริษัท แฮลเซียน เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	27/03/2009
HYDRO	บริษัท ไฮโดรเท็ค จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	15/12/2011

CODE	ชื่อหลักทรัพย์	กลุ่ม อุตสาหกรรม	ตลาด	วันที่
ILINK	บริษัท อินเทอร์เน็ต คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	20/08/2004
IRCP	บริษัท อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล รีเสิร์ช คอร์ ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	31/07/2003
JCKH	บริษัท เจซีเค ฮอสพิทอลลิตี จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	18/09/2012
JSP	บริษัท เจ. เอส. พี. พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	19/11/2014
JUBILE	บริษัท ยูบิลลี่ เอนเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	09/11/2009
KASET	บริษัท ไทยฮา จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	09/12/2005
KCM	บริษัท เค.ซี.เมททอลซีท จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	23/12/2014
KIAT	บริษัท เกียรติธนา ขนส่ง จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	21/10/2009
L&E	บริษัท ไลท์ติ้ง แอนด์ อีควิปเมนต์ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	24/08/2004
LDC	บริษัท แอลดีซี เติ้นทล จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	02/09/2014
LIT	บริษัท ลิซ อิท จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	25/03/2014
LVT	บริษัท แอล.วี.เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	14/07/2004
MACO	บริษัท มาสเตอร์ แอด จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	29/09/2003
MATCH	บริษัท แมทชิง แม็กชีไมซ์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	11/03/2003
MBAX	บริษัท มัลติแบกซ์ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	29/01/2007
META	บริษัท เมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	09/03/2011
MILL	บริษัท มิลล์คอน สตีล จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	06/11/2007
MONO	บริษัท โมโน เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	06/06/2013
MOONG	บริษัท มุ่งพัฒนา อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	01/10/2009
NBC	บริษัท เนชั่น บรอดแคสติ้ง คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	11/11/2009

CODE	ชื่อหลักทรัพย์	กลุ่ม อุตสาหกรรม	ตลาด	วันที่
NCL	บริษัท เอ็นซีแอล อินเตอร์เนชั่นแนล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	11/11/2014
NDR	บริษัท เอ็น.ดี.รับเบอร์ จำกัด (มหาชน)	INDUS	mai	15/01/2015
NEWS	บริษัท นิวส์ เน็ตเวิร์ค คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	08/10/2004
NINE	บริษัท เนชั่น อินเตอร์เนชั่นแนล เอ็ดดูเทชั่นเมนท์ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	17/11/2010
NVD	บริษัท เนอวานา ไดอิ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	mai	23/07/2015
OCEAN	บริษัท โอเชียน คอมเมิร์ซ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	23/12/2013
OTO	บริษัท วันทูน คอนแทคส์ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	15/05/2014
PD	PACK DELTA PUBLIC COMPANY LIMITED	MAIIND	mai	01/12/2003
PDG	บริษัท พรอดดิจี จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	29/07/2014
PHOL	บริษัท ผลิธัญญา จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	09/12/2010
PICO	บริษัท ปีโก (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	20/04/2004
PJW	บริษัท ปัญจวัฒนาพลาสติก จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	28/02/2012
PLANET	บริษัท แพลนเน็ต คอมมิวนิเคชั่น เอเชีย จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	23/06/2014
PPM	บริษัท พรพรหมเม็ททอล จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	11/11/2004
PPS	บริษัท โปรเจค แพลนนิ่ง เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	26/09/2012
PSTC	บริษัท เพาเวอร์ โซลูชั่น เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	19/12/2014
PYLON	บริษัท ไพลอน จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	23/12/2005
QLT	บริษัท ควอลิตี้เทค จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	09/06/2009
QTC	บริษัท คิวทีซี เอนเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	28/07/2011
RWI	บริษัท ระยองไวร์ อินดัสตรีส จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	18/09/2014
SALEE	บริษัท สาลีอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	28/04/2005

CODE	ชื่อหลักทรัพย์	กลุ่ม อุตสาหกรรม	ตลาด	วันที่
SANKO	บริษัท ชังโกะ ไดคาซตั้ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	09/05/2013
SEAOIL	บริษัท ซีออยล์ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	05/09/2013
SIMAT	บริษัท ไชแมท เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	12/12/2007
SKY	บริษัท สกาย ไอซีที จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	11/09/2014
SMART	บริษัท สมาร์ทคอนกรีต จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	02/10/2014
SPA	บริษัท สยามเวลเนสกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	31/10/2014
SPCG	บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	20/12/2005
SPVI	บริษัท เอส พี วี ไอ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	19/12/2013
STAR	บริษัท สตาร์ ยูนิเวอร์แซล เน็ตเวิร์ค จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	15/09/2005
SWC	บริษัท เซอร์วูด เคมิคอล จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	18/10/2004
T	บริษัท ที เอ็นจีเนียร์ริง คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	28/09/2006
TAKUNI	บริษัท ทาคูนิ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	19/08/2014
TAPAC	บริษัท ทาปาโก้ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	02/12/2004
THANA	บริษัท ธนาสิริ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	15/12/2009
TMC	บริษัท ที.เอ็ม.ซี. อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	26/10/2012
TMI	บริษัท ธีระมงคล อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	14/05/2010
TMILL	บริษัท ที เอส ฟลาวมิลล์ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	23/11/2012
TMW	บริษัท ไทยมิตซูวา จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	09/10/2003
TNDT	บริษัท ไทย เอ็น ดี ที จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	28/09/2007
TNH	บริษัท โรงพยาบาลไทยนครินทร์ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	16/12/2005
TPAC	บริษัท พลาสติก และหีบห่อไทย จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	07/12/2005

CODE	ชื่อหลักทรัพย์	กลุ่ม อุตสาหกรรม	ตลาด	วันที่
TPCH	บริษัท ทีพีซี เพาเวอร์โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	RESOURC	mai	08/01/2015
TPOLY	บริษัท ไทยโพลีคอนส์ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	04/03/2009
TRC	บริษัท ทีอาร์ซี คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	22/12/2005
TRT	บริษัท ทรไทย จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	10/05/2006
TSE	บริษัท ไทย โซลาร์ เอ็นเนอร์ยี่ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	30/10/2014
TSF	บริษัท ทรีซิกตี้ไฟว์ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	08/12/2005
TVD	บริษัท ทีวี ไคเร็ค จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	23/08/2012
TVT	บริษัท ทีวี ันเตอร์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	mai	08/05/2015
UAC	บริษัท ยูเอซี โกลบอล จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	11/10/2010
UBIS	บริษัท ยูบิส (เอเชีย) จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	09/05/2007
UEC	บริษัท ยูนิมิต เอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	25/11/2005
UKEM	บริษัท ยูเนียน ปีโตรเคมีคอล จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	27/11/2006
UMS	บริษัท ยูนิค ไมนิ่ง เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	16/07/2004
UPA	บริษัท ยูไนเต็ต เพาเวอร์ ออฟ เอเชีย จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	27/05/2010
UREKA	บริษัท ยูเรกา ดีไซน์ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	01/03/2013
UWC	บริษัท เอื้อวิทยา จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	12/07/2012
WINNER	บริษัท วินเนอร์กรุ๊ป เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	03/10/2013
XO	บริษัท เอ็กโซติก ฟู้ด จำกัด (มหาชน)	MAIIND	mai	25/08/2014

ตารางที่ 4 : ตารางผลตอบแทนระยะยาว เดือนที่ 12, 24, 36, 48, 60 ของหลักทรัพย์ที่อยู่ใน SET100 คำนวณด้วยวิธีการ BHAR

NO	หลักทรัพย์	BHAR				
		12M	24M	36M	48M	60M
1	RS	-1.0673	-1.3296	-1.5720	-1.1685	-1.8513
2	CPALL*	-0.0777	-0.6956	-0.6493	-0.4514	-0.0660
3	AOT*	-0.0405	0.0342	0.3151	0.0068	-0.2670
4	WORK	-0.1348	0.2655	-0.0812	-0.5530	-0.7110
5	TOP*	0.5827	0.2994	0.6430	0.0178	-0.0839
6	BCH	-0.2774	1.2198	0.9689	1.0566	0.3080
7	SUPER	-0.7118	-0.7581	-0.9623	-0.5468	-1.0349
8	GLOW	0.2352	0.4336	0.2233	0.3002	0.5549
9	DTAC*	0.1509	-0.0893	-0.2512	-0.0850	0.2963
10	ESSO*	-0.1526	-0.2743	-0.2851	-0.3615	-1.0004
11	TTW	0.3268	0.0599	0.0625	0.0151	0.4888
12	SGP	-0.0349	0.3526	0.7449	0.3010	-0.6210
13	TISCO*	1.1652	2.4158	2.1144	2.9181	1.5646
14	GLOBAL*	1.2578	2.2783	3.2505	6.4262	3.1096
15	BLA	0.7589	2.0221	1.0295	1.6788	3.0996
16	IVL*	2.5159	1.6438	0.5086	0.2406	-0.0901
17	GUNKUL*	0.5141	0.6799	0.5353	1.2230	0.9540
18	PTTGC*	-0.2509	-0.1300	-0.6011	-0.4770	-0.5309
19	AAV	0.5777	-0.0653	0.0545	0.4242	0.4007
20	WHA*	0.8141	0.7304	0.5360	0.4984	0.5947
21	BEAUTY	0.3309	0.8303	2.0290	5.6917	9.7118
22	CHG	0.3674	1.2744	2.4083	1.7554	1.1388
23	PTG	-0.1073	1.3923	2.3601	3.9328	2.9512
24	CKP*	-0.2233	-0.1175	-0.0952	-0.0534	0.0760
25	MEGA	-0.2294	-0.1123	0.0667	0.7788	5.2595
26	SAWAD*	2.8597	2.9931	3.0675	3.6476	
27	CBG	0.3194	1.1789	2.1595	2.4319	
28	EPG	0.8913	1.0525	0.6193		
29	GPSC	0.2146	0.3010	1.7379		
30	EA	0.1482	1.6054	1.7033		
mean		0.35743	0.6497	0.75469	1.0981	0.97008
Obs		30	30	30	27	25

NO	หลักทรัพย์	CAR				
		12M	24M	36M	48M	60M
1	RS	-0.0807	-0.0517	-0.0331	-0.0120	-0.0225
2	CPALL*	-0.0056	-0.0256	-0.0159	-0.0012	0.0041
3	AOT*	-0.0029	0.0016	0.0097	0.0013	-0.0075
4	WORK	-0.0088	0.0110	-0.0010	-0.0138	-0.0190
5	TOP*	0.0409	0.0139	0.0145	0.0038	0.0050
6	BCH	-0.0220	0.0349	0.0189	0.0224	0.0083
7	SUPER	-0.0776	-0.0502	-0.0378	-0.0363	-0.0327
8	GLOW	0.0172	0.0163	0.0051	0.0081	0.0073
9	DTAC*	0.0122	-0.0020	-0.0035	0.0033	0.0071
10	ESSO*	-0.0124	-0.0057	0.0009	0.0013	-0.0060
11	TTW	0.0346	0.0007	0.0003	-0.0005	0.0035
12	SGP	-0.0050	0.0173	0.0165	0.0086	-0.0030
13	TISCO*	0.0521	0.0353	0.0224	0.0175	0.0107
14	GLOBAL*	0.0630	0.0476	0.0375	0.0377	0.0228
15	BLA	0.0409	0.0389	0.0168	0.0176	0.0181
16	IVL*	0.1160	0.0503	0.0209	0.0151	0.0097
17	GUNKUL*	0.0544	0.0271	0.0207	0.0232	0.0196
18	PTTGC*	-0.0119	-0.0010	-0.0099	-0.0054	-0.0043
19	AAV	0.0355	0.0026	0.0056	0.0107	0.0082
20	WHA*	0.0705	0.0346	0.0238	0.0176	0.0145
21	BEAUTY	0.0331	0.0279	0.0346	0.0424	0.0407
22	CHG	0.0309	0.0387	0.0395	0.0242	0.0142
23	PTG	-0.0078	0.0444	0.0421	0.0405	0.0279
24	CKP*	-0.0168	-0.0013	0.0009	0.0020	0.0040
25	MEGA	-0.0189	-0.0046	0.0034	0.0127	0.0269
26	SAWAD*	0.1212	0.0654	0.0423	0.0335	
27	CBG	0.0272	0.0369	0.0344	0.0229	
28	EPG	0.0650	0.0342	0.0152		
29	GPSC	0.0192	0.0125	0.0298		
30	EA	0.0141	0.0313	0.0267		
mean		0.01925	0.01605	0.01272	0.01101	0.00631
Obs		30	30	30	27	25

ตารางที่ 5 : ตารางผลตอบแทนระยะยาว เดือนที่ 12, 24, 36, 48, 60 ของหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาด
หลักทรัพย์ คำนวณด้วยวิธีการ BHAR_SET

NO	หลักทรัพย์ SET	BHAR				
		12M	24M	36M	48M	60M
1	RS	-1.0673	-1.3296	-1.5720	-1.1685	-1.8513
2	IT	0.5195	-0.4518	1.4822	0.5953	-0.0361
3	B	-0.3012	-0.9850	-1.0723	-1.4345	-1.4910
4	MIDA	-0.4343	-1.0934	-1.3735	-1.5866	-1.6046
5	AIT	0.0269	-0.7919	-0.8976	-1.0612	-0.9768
6	TK	-0.7459	-0.9573	-0.9850	-1.2182	-0.8217
7	MFEC	-0.3822	-0.6691	-0.6950	-0.8503	-0.5428
8	CPALL	-0.0777	-0.6956	-0.6493	-0.4514	-0.0660
9	SC	-0.4638	-0.6638	-0.7409	-1.0837	-0.4721
10	TKS	-0.4781	-0.7111	-0.7904	-1.0552	-0.3968
11	RPC	-0.2379	-0.1953	-0.6320	-0.9766	-0.4025
12	UVAN	-0.0490	-0.0758	0.0202	0.0812	1.3486
13	MBKET	0.0807	-0.4114	-0.4773	-0.6213	-0.4303
14	SDC	-0.4408	-0.4175	-0.2602	-0.4011	0.2871
15	TYCN	-0.3517	-0.6243	-0.7484	-0.9778	-0.3748
16	HFT	-0.6189	-0.8005	-0.9002	-1.0889	-0.3498
17	CCP	-0.1795	-0.6840	-0.9055	-1.1058	-0.5079
18	SINGHA	-0.3670	0.3424	-0.6073	-0.8555	-0.5724
19	EIC	-0.4525	-0.5413	-0.7030	-0.0641	0.4395
20	Q-CON	-0.1608	-0.7520	-0.7572	-1.0050	-0.5236
21	SCG	-0.1698	-0.2108	-0.1705	-0.3365	0.2173
22	GRAND	-0.5406	-0.5670	0.0319	-0.2189	-0.1867
23	AOT	-0.0405	0.0342	0.3151	0.0068	-0.2670
24	ECL	-0.3298	-0.6346	-0.4864	-0.8246	-0.3285
25	NCH	-0.1497	-0.6532	-0.0537	-0.3916	-0.0181
26	SPACK	0.0596	-0.2212	0.0693	-0.0347	0.3100
27	A	0.0070	-0.3023	-0.2799	-0.4926	0.0464
28	CSL	-0.4478	-0.8008	-0.6868	-0.8462	0.3494
29	NNCL	-0.4957	-0.3156	0.4838	-0.0968	-0.3732
30	SIS	-0.5461	-0.6114	-0.6893	-0.3195	-0.0361

NO	หลักทรัพย์ SET	BHAR				
		12M	24M	36M	48M	60M
31	PRO	-0.6176	-0.8730	-0.9148	-0.8967	-0.8429
32	AMC	0.0199	-0.0951	-0.5891	-0.4676	-0.7143
33	ML	-0.4180	-0.7246	-0.9043	-0.6397	-0.6749
34	OISHI	0.5350	0.3693	-0.2611	0.5810	0.7336
35	KTECH	-0.6464	-0.8562	-1.0756		
36	SEAFCO	-0.1681	-0.2789	0.4503	-0.3184	-0.1755
37	AI	-0.2886	-0.4229	-0.7195	-0.5960	-0.7187
38	SAM	-0.3389	-0.1589	0.8668	-0.7232	-0.8236
39	AQUA	-0.8825	-0.9181	-1.0858	-1.0178	-0.9814
40	DCON	-0.5577	-0.7507	-0.9226	-0.7993	-0.8031
41	WORK	-0.1348	0.2655	-0.0812	-0.5530	-0.7110
42	TKT	-0.6402	-0.7135	-0.8985	-0.7131	-0.7248
43	GBX	0.9180	-0.5428	-0.8422	-0.7352	-0.8270
44	GL	-0.4523	-0.1599	-0.5202	1.7703	1.3225
45	SNC	0.4344	0.6857	2.6260	0.8559	0.8096
46	TOP	0.5827	0.2994	0.6430	0.0178	-0.0839
47	FSS	-0.5072	-0.7652	-0.9372	-0.7143	-0.7591
48	MPG	-0.5734	-0.9041	-1.2089	-0.6011	
49	PAP	-0.6256	-0.7450	-1.0418	-0.5000	-0.6883
50	BCH	-0.2774	1.2198	0.9689	1.0566	0.3080
51	MCOT	0.0303	0.1584	-0.1677	-0.1312	-0.1249
52	BLISS	-0.0404	-0.6687	-0.4542	0.9629	0.0531
53	INOX	-0.3501	-0.4420	-0.6111	-0.2508	-0.2604
54	PTL	-0.1585	-0.5458	-0.3440	-0.1111	-0.1674
55	UTP	-0.5694	-0.6140	-0.9116	-0.3212	-0.7214
56	YNP	-0.1819	-0.6350	-0.9950	-0.5750	-0.7661
57	SAT	-0.2309	-0.3308	-0.3928	-0.3735	-0.3043
58	BSBM	-0.7763	-0.6292	-0.8096	-0.3697	-0.6488
59	SPPT	0.3477	0.4169	0.2446	0.2251	-0.0516
60	TMT	-0.5849	-0.2810	-0.4855	0.0780	-0.1590

NO	หลักทรัพย์ SET	BHAR				
		12M	24M	36M	48M	60M
61	BLS	-0.1732	-0.1985	0.3694	-0.1602	-0.3190
62	KSL	1.0894	1.3154	2.1174	0.8321	2.1041
63	SMM	-0.3012	-0.6043	-0.8795	-0.3871	-0.6971
64	SOLAR	-0.2232	-0.6114	-0.8940	-0.5190	-0.7383
65	SUPER	-0.7118	-0.7581	-0.9623	-0.5468	-1.0349
66	GLOW	0.2352	0.4336	0.2233	0.3002	0.5549
67	SMIT	-0.7699	-0.7011	-0.8596	-0.4929	-0.8655
68	PTSEC	0.4950	0.0067	-0.0007	-0.2920	-0.5520
69	TSC	-0.2507	-0.4881	-0.6511	-0.5312	-0.5490
70	PERM	-0.5743	-0.9537	-0.4860	-0.6512	-1.0063
71	MCS	0.6628	0.5528	0.4658	0.4308	2.2881
72	IRP	0.5959	1.5685	1.6695	2.0310	
73	ASK	-0.2762	-0.7050	-0.4414	-0.5280	-0.4914
74	PRINC	1.2363	2.0448	-0.4040	-0.6285	-1.0063
75	EASON	0.0923	-0.4556	-0.2225	-0.4973	-0.8251
76	PRIN	0.4026	-0.1104	-0.2977	-0.2421	-0.5594
77	CAWOW	0.0311	-0.2966	-0.1972	-0.8656	-1.3625
78	TWZ	3.8490	3.3931	3.4022	3.2863	0.1628
79	UOBKH	-0.4151	-0.6098	-0.2827	-0.6202	-1.0422
80	DRT	0.1976	1.1829	0.5098	1.3002	3.1978
81	KCAR	0.0471	-0.0125	0.2363	-0.0097	0.3875
82	PREB	-0.1628	-0.7716	-0.3778	-0.5079	-0.3052
83	PS	0.4496	0.6932	0.2610	2.8406	3.6418
84	GC	0.1682	0.2407	0.7816	0.4514	0.7239
85	GREEN	-0.4947	-0.9694	-0.5060	-0.9144	-1.4071
86	PTTCH	-0.1955	0.1525	-0.2408	-0.2035	0.3113
87	TUCC	0.4064	1.4956	-0.3676	-0.7188	-1.2079
88	ASCON	1.8932	0.1014	0.3506	-0.0462	-0.7100
89	CSP	1.2971	-0.5599	0.1828	-0.2089	-0.6975
90	IHL	-0.0827	1.4734	2.0789	0.5795	1.7478

NO	หลักทรัพย์ SET	BHAR				
		12M	24M	36M	48M	60M
91	GSTEL	-0.2533	-0.6534	-0.3297	-0.7284	-0.9282
92	CITY	-0.1354	-0.2575	-0.0843	-0.3092	-0.6357
93	TOG	-0.1529	0.2451	0.3243	0.1705	0.2552
94	AKR	-0.4845	-0.2972	-0.5868	-0.8547	-1.2705
95	DSGT	1.2240	0.2964	0.3590	2.3244	1.5634
96	RICH	1.5976	-0.3612	-0.7076	-0.9455	0.7309
97	FORTH	0.3720	0.4368	0.0663	0.0273	-0.0900
98	JTS	-0.5315	-0.6647	-0.5847	-0.7395	-1.0108
99	BMCL	-0.3450	-0.3266	-0.3535	-0.6577	-1.0288
100	RHBS	-0.2296	-0.3538	-0.6515	-1.0897	-0.8296
101	UNIQ	0.6635	0.3955	2.1860	0.2678	-0.6598
102	S	-0.5381	-0.3629	-0.4920	-0.7040	-0.3361
103	DTAC	0.1509	-0.0893	-0.2512	-0.0850	0.2963
104	THE	2.5876	-0.6184	-0.8390	-1.1712	-1.2581
105	BWG	-0.1267	-0.5377	-0.8621	-0.9095	-1.1951
106	MJD	-0.0224	-0.0087	-0.3566	-0.7350	-0.7484
107	LHK	-0.0529	-0.2751	0.3965	-0.0425	0.0065
108	ESSO	-0.1526	-0.2743	-0.2851	-0.3615	-1.0004
109	SABINA	0.9896	1.6631	1.4394	1.2773	0.9200
110	TTW	0.3268	0.0599	0.0625	0.0151	0.4888
111	PM	-0.1913	-0.1325	-0.4317	0.2048	2.0736
112	AS	-0.0490	-0.4130	-0.3303	-0.0591	-0.5611
113	SGP	-0.0349	0.3526	0.7449	0.3010	-0.6210
114	SYNEX	-0.1445	0.0720	0.7084	0.4884	-0.1932
115	MTI	-0.0457	-0.2496	-0.2761	-0.4958	-0.4882
116	TISCO	1.1652	2.4158	2.1144	2.9181	1.5646
117	TTCL	-0.0175	0.0883	1.0468	9.1620	6.2293
118	JMART	-0.2759	-0.3162	2.6999	11.4232	5.1053
119	SENA	-0.3645	-0.7231	-0.7418	-0.8000	-1.0367
120	GLOBAL	1.2578	2.2783	3.2505	6.4262	3.1096

NO	หลักทรัพย์ SET	BHAR				
		12M	24M	36M	48M	60M
121	SMT	0.5151	0.4489	-0.2095	-0.8335	-1.2079
122	BLA	0.7589	2.0221	1.0295	1.6788	3.0996
123	IVL	2.5159	1.6438	0.5086	0.2406	-0.0901
124	IFS	-0.5063	-0.4354	-0.2879	-0.1646	-0.1600
125	GUNKUL	0.5141	0.6799	0.5353	1.2230	0.9540
126	SYMC	-0.1846	0.4121	-0.2805	0.0390	-0.4725
127	KBS	0.0056	-0.4020	-0.1649	-0.4499	-0.5049
128	APCS	-0.0614	-0.5010	-0.8994	-0.1205	-0.4756
129	PTTGC	-0.2509	-0.1300	-0.6011	-0.4770	-0.5309
130	VIH	-0.1362	0.1048	0.9941	1.2251	1.9487
131	AAV	0.5777	-0.0653	0.0545	0.4242	0.4007
132	SRICHA	1.1571	0.7860	0.2938	-0.4471	-0.1590
133	VGI	1.0805	1.3064	-0.4023	-0.1329	-0.2428
134	WHA	0.8141	0.7304	0.5360	0.4984	0.5947
135	JMT	-0.1525	0.2720	0.2260	0.1068	1.3831
136	ANAN	-0.4829	-0.2196	0.0573	0.1436	0.3101
137	BEAUTY	0.3309	0.8303	2.0290	5.6917	9.7118
138	PPP	-0.5099	-0.5401	-0.4719	-0.5821	-0.8425
139	CHG	0.3674	1.2744	2.4083	1.7554	1.1388
140	PTG	-0.1073	1.3923	2.3601	3.9328	2.9512
141	NOK	-0.2422	-0.5502	-0.6212	-0.8254	-0.9954
142	MC	0.1454	-0.1925	-0.1577	0.0591	-0.3990
143	CKP	-0.2233	-0.1175	-0.0952	-0.0534	0.0760
144	PACE	0.0554	0.0103	0.2698	-0.1815	-1.0143
145	M	0.1566	0.0541	-0.0615	0.0435	0.2099
146	CSS	1.4586	1.1678	0.4546	0.1853	
147	THREL	0.5506	0.3580	-0.0723	-0.2905	
148	MEGA	-0.2294	-0.1123	0.0667	0.7788	
149	NYT	0.0513	0.1974	0.0156	-0.7229	
150	BJCHI	-0.1110	-0.2661	-0.3935	-0.8228	

NO	หลักทรัพย์ SET	BHAR				
		12M	24M	36M	48M	60M
151	AJA	5.3776	0.5397	1.3634	-0.6822	
152	PCSGH	-0.1803	-0.4225	-0.6053	-0.5066	
153	SUTHA	0.0348	-0.1035	-0.2332	-0.5003	
154	ICHI	0.2082	-0.2204	-0.5087	-0.7906	
155	KTIS	-0.1303	-0.2703	-0.4331	-0.6308	
156	SAWAD	2.8597	2.9931	3.0675	3.6476	
157	TAE	-0.4282	-0.4560	-0.5888	-0.8127	
158	TSR	0.4012	0.0781	-0.1797	-0.7077	
159	SAPPE	0.0784	-0.4943	-0.2202	-0.1748	
160	RICHY	-0.5164	-0.6001	-0.7180	-0.7299	
161	BA	0.0331	0.1876	-0.2503		
162	BRR	0.5562	0.5041	0.0858		
163	CBG	0.3194	1.1789	2.1595		
164	VPO	-0.3295	-0.5394	-0.7465		
165	EPG	0.8913	1.0525	0.6193		
166	CGH	-0.1843	-0.1600	-0.4412		
167	PLANB	0.4429	0.3309	0.2777		
168	SCN	-0.2381	-0.2314	-0.7440		
169	S11	-0.2787	-0.4503	-0.6522		
170	PLAT	-0.0256	0.1103	0.2034		
171	PMTA	-0.1122	-0.1949	-0.4747		
172	SLP	-0.2996	-0.1231	-0.6984		
173	GPSC	0.2146	0.3010	1.7379		
174	BR	-0.3876	-0.3767	-0.5120		
175	WICE	-0.2260	0.0888	-0.1282		
Mean		0.0837	-0.0361	-0.0331	0.0697	0.0334
Count		175	175	175	159	142

ตารางที่ 6 : ตารางผลตอบแทนระยะยาว เดือนที่ 12, 24, 36, 48, 60 ของหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาด
หลักทรัพย์คำนวณด้วยวิธีการ BHAR_mai

NO	หลักทรัพย์ mai	BHAR				
		12M	24M	36M	48M	60M
1	MATCH*	-0.7332	-0.6217	-1.1702	-1.1455	-1.5000
2	IRCP	-0.1913	0.4345	0.8263	0.2545	-1.2012
3	MACO	-0.2424	-0.3692	-0.3249	-0.8678	-0.8099
4	TMW	0.7299	0.5991	0.2064	-0.0038	0.0388
5	ADAM	-0.0518	-0.2874	-0.0305	-0.1370	-0.2118
6	PD	0.0034	-0.0754	-0.1208		
7	PICO	-0.2897	-0.1472	-0.1160	-0.4488	-0.1979
8	BOL	-0.1679	0.0250	1.1195	2.8948	3.5997
9	LVT	0.4506	-0.1828	-0.3660	-0.1788	-0.0168
10	UMS	0.6033	0.2557	1.7393	3.4627	1.3699
11	ILINK	-0.2082	0.3477	-0.0507	-0.1870	-0.0148
12	L&E	-0.0585	0.1176	-0.4858	-0.5377	-0.4072
13	AF	-0.2524	-0.3258	-0.4940	-0.3021	-0.1098
14	CMO	-0.3053	-0.1502	-0.6822	-0.7306	-0.5336
15	FOCUS	0.5861	0.2940	0.2274	0.2802	0.1183
16	NEWS	0.2744	0.2468	0.0109	-0.0005	0.5421
17	SWC	0.6595	0.6381	0.5588	0.6231	0.6063
18	PPM	0.0497	0.0522	-0.0265	-0.2198	0.0182
19	TAPAC	0.0791	-0.2206	-0.8943	-0.2647	-0.3307
20	GFM	0.4148	0.0552	-0.1001	0.6211	0.5991
21	CIG	0.2360	-0.1952	-0.0732	-0.4348	0.6647
22	CPR	-0.1465	-0.4683	-0.8283	-0.4358	-0.4335
23	SALEE	-0.0887	-0.0807	-0.1707	-0.5300	-0.2476
24	FC	-0.5803	-0.6925	-1.1312	-0.6961	-0.9364
25	STAR	-0.5377	-0.9491	-1.1036	-0.7357	-1.0518
26	UEC	0.3202	5.1576	0.3317	0.8601	0.3199
27	TPAC	-0.1969	0.4677	0.4233	1.2383	2.3583
28	TSF	-0.4645	-1.2386	-0.7312	0.0617	0.9674
29	KASET	-0.4585	-0.7757	0.6724	3.4512	3.0959
30	ACAP	-0.3668	-0.8628	-0.0609	-0.4432	-0.9362

NO	หลักทรัพย์ mai	BHAR				
		12M	24M	36M	48M	60M
31	TNH	3.1609	2.5453	2.3968	3.1675	2.8510
32	SPCG	-0.0461	-0.9634	-0.4200	-0.5971	4.3051
33	TRC	0.7790	2.4025	0.3219	0.0535	1.0327
34	PYLON	-0.2837	-1.0197	-0.1874	-0.3722	-0.5250
35	TRT	-0.4448	0.4126	0.9472	1.1485	0.5912
36	T	-0.2589	-0.9694	-0.8415	-1.3404	-1.6389
37	UKEM	-0.9623	0.5627	0.2440	-0.0626	1.2765
38	BROCK*	-0.3283	-0.3084	-0.4469	-0.8594	-0.9873
39	ETG	-0.5117	0.0373	-0.6706	-0.6288	-0.2333
40	DEMCO*	-0.0418	-0.1522	0.0264	0.3061	-0.4070
41	MBAX	-0.5536	-0.3650	-0.6722	-0.9966	-0.9115
42	UBIS	0.2000	0.6813	1.1491	1.1543	0.6721
43	TNDT	0.0324	-0.0001	-0.0810	-0.2915	-0.2675
44	MILL*	0.4317	0.5381	0.1663	-0.0560	-0.3411
45	BGT	0.3808	0.0027	-0.2038	-0.1401	-0.7926
46	SIMAT	-0.1705	-0.3096	-0.1641	-0.5041	-0.5765
47	DIMET	-0.3957	-0.3917	-0.5660	-0.2769	-0.5630
48	CRANE*	-0.0845	-0.2068	0.2005	0.0321	0.7444
49	BSM	-0.2348	0.1564	-0.4009	-0.4414	0.0414
50	EFORL	-0.7085	-1.1303	-1.3740	-1.2480	0.5983
51	AGE	-0.2810	0.4110	1.6414	-0.6100	-0.9081
52	TPOLY*	-0.3592	-0.3008	-1.0021	-1.2405	-1.0614
53	HTECH	0.4914	0.2338	0.2141	-0.5220	-1.0817
54	QLT	-0.0234	-0.2527	0.0568	0.1157	0.2296
55	2S	-0.2534	-0.6915	-0.9546	-0.9565	-2.1570
56	MOONG	0.0218	-0.2484	-0.0887	0.3651	-1.5146
57	KIAT	3.2337	0.9385	0.4124	-0.1276	-1.7853
58	JUBILE	0.7341	1.7249	5.3488	5.9502	9.4478
59	NBC	1.1404	0.5835	-0.1857	-0.4240	-2.3219
60	THANA	0.0464	-0.2406	-0.9187	-0.6093	-1.4049

NO	หลักทรัพย์ mai	BHAR				
		12M	24M	36M	48M	60M
61	TMI	-0.0688	-0.2227	-0.1118	-0.3736	-1.5804
62	UPA	-0.7085	-1.0577	-1.7393	-1.4531	-1.6404
63	COL*	0.0638	3.2722	6.1388	6.0973	5.3451
64	UAC	0.4377	0.5946	1.6923	0.4597	-0.1310
65	NINE	0.0305	0.1038	-0.2528	-1.6902	-1.3935
66	ARIP	-0.4365	-0.8108	-0.8343	-2.0098	-1.6875
67	PHOL	-0.4741	-0.9361	-0.8162	-2.2297	-1.6938
68	META	-0.3758	1.3053	-0.7426	-2.2678	-1.2897
69	GIFT*	-0.2472	-0.8482	-1.0003	-1.4936	-1.4466
70	COLOR	-0.5339	-1.1655	-1.3286	-1.9548	-1.5275
71	QTC	-0.3590	-0.2329	-0.9758	-1.3511	0.3977
72	APCO	0.7561	1.8942	7.3594	3.3822	2.3819
73	HYDRO	0.8921	-0.5155	-2.1875	-1.7933	-2.0054
74	CHOW	-0.9075	-0.9452	-0.2758	-0.2555	-0.2310
75	PJW	-0.2510	-0.4515	-1.6223	-1.2232	-1.4598
76	UWC	-0.3545	-1.1506	-0.2993	-1.2634	-1.5106
77	TVD	-0.2420	-0.7866	-1.5106	-1.2692	-1.4663
78	JCKH	-0.3473	-1.1635	-1.1130	-1.0798	-1.2202
79	FPI	-0.2710	-0.6629	0.5326	0.5220	0.4750
80	PPS	-0.5543	-1.2883	-1.1817	-1.2637	-0.8034
81	TMC	-0.4526	-1.5431	-1.3529	-1.3540	-1.4430
82	TMILL	-0.4290	-1.2246	-0.9792	-0.9724	-0.4654
83	DNA	-0.4151	2.7982	1.7753	0.6234	0.7061
84	ARROW	-0.2441	-0.9359	0.0273	0.1005	0.0427
85	EA*	0.1482	1.6054	1.7033	2.4319	5.2595
86	AKP	-0.5096	-0.8260	-0.7061	-1.0057	-0.8433
87	UREKA	-0.2985	-1.3806	-0.6555	-0.9385	-0.8857
88	ECF	-0.0006	0.6341	0.3105	0.1734	1.7434
89	SANKO	-0.3681	-0.7994	-0.3694	-0.6015	-0.5187
90	CHO	-0.1979	0.0296	-0.3233	-0.5303	-0.4752

NO	หลักทรัพย์ mai	BHAR				
		12M	24M	36M	48M	60M
91	MONO*	-0.3023	-1.1288	-1.1017	-1.1786	-1.3892
92	AUCT	0.7945	3.0894	1.3337	0.9459	0.8553
93	SEOIL	1.0666	-0.1472	-0.6203	-0.9412	
94	BKD	-1.1290	-0.9251	-0.9119	-0.9213	
95	WINNER	-1.3390	-1.0934	-0.9743	-0.8073	
96	FVC	-1.1395	-0.4301	-0.5360	-0.6916	
97	GCAP	-0.7341	-0.5625	-0.6967	0.8310	
98	SPVI	-0.7998	-0.8560	-1.0744	-0.1396	
99	OCEAN	-0.6172	-0.8928	-1.0292	-0.7686	
100	LIT	-0.0227	2.5119	4.1488	3.3794	
101	OTO	-1.0091	-0.7177	-0.5042	-0.7486	
102	PLANET	-0.6015	-0.5267	-0.7186	-0.6293	
103	AIRA	0.0835	0.1780	0.1984	0.2677	
104	PDG	-0.4555	-0.3496	-0.2953	-0.1878	
105	TAKUNI	2.6409	-0.2947	-0.6209	-0.5117	
106	XO	0.0058	0.4627	0.1131	1.0529	
107	LDC	-0.2118	-0.5621	-0.5448		
108	SKY	-0.1619	-0.2010	2.4574		
109	RWI	-0.3118	-0.3343	-0.3956		
110	SMART	-0.3471	-0.5431	-0.6271		
111	FSMART	1.6490	2.0726	2.9278		
112	TSE	-0.0956	-0.1217	-0.1255		
113	SPA	0.7176	1.4843	2.2220		
114	NCL	-0.3599	-0.3702	-0.2018		
115	HARN	-0.2726	-0.2860	-0.1142		
116	JSP	-0.4060	-0.4338	-0.5339		
117	PSTC	-0.2776	-0.4649	-0.3580		
118	KCM	-0.2661	-0.3431	-0.0991		
119	TPCH	0.4765	0.4218	0.2641		
120	NDR	-0.0215	-0.1303	-0.1148		
121	TVT	0.2571	0.0141	-0.1633		
122	HPT	-0.3254	-0.4276	-0.2971		
123	NVD*	-0.4912	-0.4363	-0.3293		
Mean		-0.0565	-0.0352	0.0077	-0.0971	-0.0245
Count		123	123	123	105	91

ตารางที่ 7 : ตารางผลตอบแทนที่ไม่ปกติ เดือนที่ 12, 24, 36, 48, 60 ของหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาด
หลักทรัพย์คำนวณด้วยวิธีการ CAR_SET

NO	หลักทรัพย์ SET	CAR				
		12M	24M	36M	48M	60M
1	RS	-0.0807	-0.0517	-0.0331	-0.0120	-0.0225
2	IT	0.0524	0.0036	0.0303	0.0162	0.0077
3	B	0.0240	-0.0217	-0.0176	-0.0250	-0.0221
4	MIDA	-0.0208	-0.0438	-0.0626	-0.0480	-0.0444
5	AIT	0.0175	-0.0221	-0.0186	-0.0116	-0.0066
6	TK	-0.0869	-0.0568	-0.0468	-0.0331	-0.0235
7	MFEC	-0.0275	-0.0260	-0.0199	-0.0144	-0.0093
8	CPALL	-0.0056	-0.0256	-0.0159	-0.0012	0.0041
9	SC	-0.0465	-0.0355	-0.0131	-0.0172	-0.0091
10	TKS	-0.0412	-0.0355	-0.0265	-0.0230	-0.0101
11	RPC	-0.0184	-0.0058	-0.0203	-0.0223	-0.0135
12	UVAN	-0.0035	-0.0027	0.0007	0.0019	0.0194
13	MBKET	0.0146	-0.0131	-0.0082	-0.0060	-0.0120
14	SDC	-0.0450	-0.0192	-0.0054	-0.0066	0.0059
15	TYCN	-0.0311	-0.0348	-0.0266	-0.0265	-0.0139
16	HFT	-0.0745	-0.0580	-0.0402	-0.0353	-0.0123
17	CCP	-0.0117	-0.0359	-0.0368	-0.0318	-0.0228
18	SINGHA	-0.0309	0.0287	-0.0058	-0.0095	-0.0229
19	EIC	-0.0482	-0.0308	-0.0262	0.0008	0.0090
20	Q-CON	-0.0112	-0.0611	-0.0461	-0.0424	-0.0322
21	SCG	-0.0136	-0.0088	-0.0050	-0.0070	0.0043
22	GRAND	-0.0552	-0.0205	0.0103	0.0029	0.0002
23	AOT	-0.0029	0.0016	0.0097	0.0013	-0.0075
24	ECL	0.0277	-0.0065	0.0070	-0.0048	0.0027
25	NCH	0.0293	-0.0157	0.0191	0.0067	0.0103
26	SPACK	0.0061	-0.0080	0.0039	0.0008	0.0069
27	A	0.0229	-0.0012	-0.0010	-0.0050	0.0040
28	CSL	-0.0399	-0.0448	-0.0253	-0.0198	0.0310
29	NNCL	-0.0382	-0.0004	0.0328	0.0158	0.0042
30	SIS	-0.0562	-0.0296	-0.0221	-0.0023	0.0008

NO	หลักทรัพย์ SET	CAR				
		12M	24M	36M	48M	60M
31	PRO	-0.0667	-0.0660	-0.0243	-0.0171	-0.0271
32	AMC	0.0191	0.0053	0.0027	0.0022	-0.0022
33	ML	-0.0383	-0.0306	-0.0180	-0.0011	-0.0025
34	OISHI	0.0375	0.0149	-0.0010	0.0131	0.0114
35	KTECH	-0.0665	-0.0468	-0.0379		
36	SEAFCO	-0.0038	-0.0070	0.0161	-0.0005	0.0065
37	AI	-0.0198	-0.0141	-0.0186	-0.0127	-0.0165
38	SAM	-0.0230	-0.0015	0.0259	-0.0032	-0.0051
39	AQUA	-0.1053	-0.0486	-0.0257	-0.0079	-0.0115
40	DCON	-0.0569	-0.0465	-0.0340	-0.0271	-0.0219
41	WORK	-0.0088	0.0110	-0.0010	-0.0138	-0.0190
42	TKT	-0.0660	-0.0407	-0.0308	-0.0207	-0.0197
43	GBX	0.0589	-0.0111	-0.0127	-0.0201	-0.0099
44	GL	-0.0339	-0.0008	-0.0101	0.0296	0.0251
45	SNC	0.0340	0.0248	0.0379	0.0205	0.0156
46	TOP	0.0409	0.0139	0.0145	0.0038	0.0050
47	FSS	-0.0407	-0.0461	-0.0290	-0.0259	-0.0094
48	MPG	-0.0446	-0.0517	-0.0311	-0.0309	
49	PAP	-0.0651	-0.0398	-0.0321	-0.0217	-0.0092
50	BCH	-0.0220	0.0349	0.0189	0.0224	0.0083
51	MCOT	0.0068	0.0107	0.0013	0.0000	0.0032
52	BLISS	0.0127	-0.0198	0.0058	0.1073	0.1072
53	INOX	-0.0279	-0.0166	-0.0152	-0.0079	-0.0006
54	PTL	-0.0105	-0.0228	-0.0031	0.0011	0.0018
55	UTP	-0.0586	-0.0275	-0.0308	-0.0141	-0.0176
56	YNP	-0.0047	-0.0297	-0.0329	-0.0216	0.0119
57	SAT	-0.0198	-0.0139	-0.0079	-0.0126	0.0000
58	BSBM	-0.0937	-0.0387	-0.0308	-0.0118	-0.0119
59	SPPT	0.0269	0.0172	0.0064	0.0062	-0.0007
60	TMT	-0.0577	-0.0112	-0.0131	0.0070	0.0018

NO	หลักทรัพย์ SET	CAR				
		12M	24M	36M	48M	60M
61	BLS	-0.0052	-0.0041	0.0188	0.0050	0.0038
62	KSL	0.0659	0.0416	0.0328	0.0229	0.0239
63	SMM	-0.0226	-0.0386	-0.0368	-0.0135	-0.0132
64	SOLAR	-0.0143	-0.0370	-0.0355	-0.0348	-0.0083
65	SUPER	-0.0776	-0.0502	-0.0378	-0.0363	-0.0327
66	GLOW	0.0172	0.0163	0.0051	0.0081	0.0073
67	SMIT	-0.0750	-0.0373	-0.0270	-0.0197	-0.0207
68	PTSEC	0.0365	0.0063	0.0063	-0.0012	-0.0034
69	TSC	-0.0189	-0.0221	-0.0191	-0.0200	-0.0093
70	PERM	-0.0661	-0.0684	0.0052	-0.0058	-0.0141
71	MCS	0.0462	0.0185	0.0105	0.0103	0.0204
72	IRP	0.0492	0.0410	0.0327	0.0396	
73	ASK	-0.0246	-0.0323	-0.0156	-0.0183	-0.0080
74	PRINC	0.0761	0.0502	-0.0010	-0.0036	-0.0090
75	EASON	0.0165	-0.0154	-0.0058	-0.0134	-0.0148
76	PRIN	0.0374	0.0060	-0.0104	0.0070	0.0032
77	CAWOW	0.0043	-0.0098	-0.0111	-0.0390	-0.0451
78	TWZ	0.1545	0.0673	0.0609	0.0366	0.0082
79	UOBKH	-0.0325	-0.0186	-0.0128	-0.0167	-0.0188
80	DRT	0.0160	0.0293	0.0190	0.0193	0.0220
81	KCAR	0.0042	0.0002	0.0079	-0.0017	0.0028
82	PREB	-0.0054	-0.0337	-0.0209	-0.0068	0.0042
83	PS	0.0350	0.0232	0.0167	0.0365	0.0291
84	GC	0.0121	0.0074	0.0226	0.0082	0.0073
85	GREEN	0.0402	-0.0104	-0.0077	-0.0115	-0.0185
86	PTTCH	-0.0164	0.0062	-0.0076	0.0027	0.0100
87	TUCC	0.0309	0.0440	0.0156	0.0068	-0.0019
88	ASCON	0.0982	0.0137	0.0184	0.0027	-0.0079
89	CSP	0.0812	-0.0038	0.0241	0.0074	-0.0006
90	IHL	-0.0029	0.0410	0.0453	0.0126	0.0171

NO	หลักทรัพย์ SET	CAR				
		12M	24M	36M	48M	60M
91	GSTEL	-0.0215	-0.0307	-0.0032	-0.0087	-0.0023
92	CITY	-0.0095	-0.0099	-0.0046	-0.0081	-0.0113
93	TOG	-0.0157	0.0103	0.0110	0.0028	0.0024
94	AKR	-0.0380	-0.0139	-0.0263	-0.0211	-0.0205
95	DSGT	0.0717	0.0194	0.0132	0.0266	0.0191
96	RICH	0.1219	0.0325	-0.0022	0.0055	0.1361
97	FORTH	0.0276	0.0171	0.0008	-0.0005	-0.0016
98	JTS	-0.0469	-0.0435	-0.0097	-0.0031	-0.0046
99	BMCL	-0.0294	-0.0176	-0.0031	-0.0063	-0.0115
100	RHBS	-0.0008	-0.0269	-0.0189	-0.0230	-0.0059
101	UNIQ	0.0443	0.0374	0.0574	0.0257	0.0106
102	S	-0.0380	-0.0218	0.0017	0.0005	0.0128
103	DTAC	0.0122	-0.0020	-0.0035	0.0033	0.0071
104	THE	0.1350	0.0082	0.0082	0.0000	-0.0016
105	BWG	-0.0104	-0.0408	-0.0366	-0.0323	-0.0234
106	MJD	-0.0006	0.0067	-0.0064	-0.0194	-0.0077
107	LHK	-0.0060	-0.0132	0.0123	0.0033	0.0034
108	ESSO	-0.0124	-0.0057	0.0009	0.0013	-0.0060
109	SABINA	0.0787	0.0423	0.0199	0.0120	0.0057
110	TTW	0.0346	0.0007	0.0003	-0.0005	0.0035
111	PM	-0.0173	0.0031	-0.0042	0.0103	0.0192
112	AS	-0.0108	-0.0262	-0.0073	0.0001	-0.0050
113	SGP	-0.0050	0.0173	0.0165	0.0086	-0.0030
114	SYNEX	-0.0128	0.0093	0.0175	0.0118	0.0029
115	MTI	-0.0040	-0.0131	-0.0061	-0.0081	-0.0028
116	TISCO	0.0521	0.0353	0.0224	0.0175	0.0107
117	TTCL	0.0089	0.0085	0.0172	0.0372	0.0305
118	JMART	-0.0184	-0.0019	0.0315	0.0438	0.0284
119	SENA	-0.0273	-0.0224	-0.0134	-0.0078	-0.0080
120	GLOBAL	0.0630	0.0476	0.0375	0.0377	0.0228

NO	หลักทรัพย์ SET	CAR				
		12M	24M	36M	48M	60M
121	SMT	0.0308	0.0165	0.0036	-0.0050	-0.0065
122	BLA	0.0409	0.0389	0.0168	0.0176	0.0181
123	IVL	0.1160	0.0503	0.0209	0.0151	0.0097
124	IFS	-0.0396	-0.0147	-0.0034	-0.0004	0.0016
125	GUNKUL	0.0544	0.0271	0.0207	0.0232	0.0196
126	SYMC	-0.0126	0.0162	-0.0007	0.0046	-0.0026
127	KBS	0.0048	-0.0111	-0.0024	-0.0067	-0.0064
128	APCS	0.0021	-0.0178	-0.0217	0.0094	0.0040
129	PTTGC	-0.0119	-0.0010	-0.0099	-0.0054	-0.0043
130	VIH	-0.0090	0.0037	0.0232	0.0209	0.0216
131	AAV	0.0355	0.0026	0.0056	0.0107	0.0082
132	SRICHA	0.0781	0.0326	0.0144	-0.0015	0.0072
133	VGI	0.0731	0.0404	0.0008	0.0093	0.0064
134	WHA	0.0705	0.0346	0.0238	0.0176	0.0145
135	JMT	0.0022	0.0168	0.0131	0.0089	0.0189
136	ANAN	-0.0345	0.0049	0.0120	0.0119	0.0112
137	BEAUTY	0.0331	0.0279	0.0346	0.0424	0.0407
138	PPP	-0.0605	-0.0213	-0.0131	-0.0096	-0.0135
139	CHG	0.0309	0.0387	0.0395	0.0242	0.0142
140	PTG	-0.0078	0.0444	0.0421	0.0405	0.0279
141	NOK	-0.0193	-0.0297	-0.0263	-0.0299	-0.0326
142	MC	0.0193	-0.0030	-0.0006	0.0048	-0.0037
143	CKP	-0.0168	-0.0013	0.0009	0.0020	0.0040
144	PACE	0.0278	0.0156	0.0178	0.0056	-0.0180
145	M	0.0125	0.0028	-0.0011	0.0014	0.0037
146	CSS	0.0860	0.0462	0.0197	0.0121	
147	THREL	0.0387	0.0163	0.0008	-0.0034	
148	MEGA	-0.0189	-0.0046	0.0034	0.0127	
149	NYT	0.0072	0.0105	0.0024	-0.0128	
150	BJCHI	-0.0069	-0.0104	-0.0099	-0.0207	

NO	หลักทรัพย์ SET	CAR				
		12M	24M	36M	48M	60M
151	AJA	0.1858	0.0723	0.0653	0.0235	
152	PCSGH	-0.0118	-0.0210	-0.0188	-0.0066	
153	SUTHA	0.0110	0.0024	-0.0014	-0.0064	
154	ICHI	0.0194	-0.0064	-0.0131	-0.0168	
155	KTIS	-0.0070	-0.0100	-0.0114	-0.0124	
156	SAWAD	0.1212	0.0654	0.0423	0.0335	
157	TAE	-0.0364	-0.0217	-0.0185	-0.0207	
158	TSR	0.0400	0.0136	0.0033	-0.0110	
159	SAPPE	0.0137	-0.0196	0.0077	0.0092	
160	RICHY	-0.0582	-0.0304	-0.0263	-0.0167	
161	BA	0.0042	0.0089	-0.0061		
162	BRR	0.0464	0.0209	0.0049		
163	CBG	0.0272	0.0369	0.0344		
164	VPO	-0.0359	-0.0308	-0.0277		
165	EPG	0.0650	0.0342	0.0152		
166	CGH	-0.0125	-0.0012	-0.0091		
167	PLANB	0.0384	0.0158	0.0095		
168	SCN	-0.0239	-0.0074	-0.0243		
169	S11	-0.0278	-0.0210	-0.0202		
170	PLAT	-0.0017	0.0060	0.0062		
171	PMTA	-0.0086	-0.0066	-0.0128		
172	SLP	-0.0234	0.0039	-0.0178		
173	GPSC	0.0192	0.0125	0.0298		
174	BR	-0.0385	-0.0136	-0.0144		
175	WICE	-0.0189	0.0080	0.0023		
Mean		0.0017	-0.0038	-0.0016	-0.0009	0.0008
Count		175	175	175	159	142

ตารางที่ 8 : ตารางผลตอบแทนที่ไม่ปกติ เดือนที่ 12, 24, 36, 48, 60 ของหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาด
หลักทรัพย์คำนวณด้วยวิธีการ CAR_mai

NO	หลักทรัพย์ mai	CAR				
		12M	24M	36M	48M	60M
1	MATCH*	-0.0177	-0.0150	-0.0342	-0.0282	-0.0269
2	IRCP	0.0095	0.0240	0.0247	0.0102	-0.0118
3	MACO	-0.0294	-0.0301	-0.0179	-0.0331	-0.0253
4	TMW	0.1041	0.0543	0.0256	0.0119	0.0104
5	ADAM	-0.0057	-0.0336	0.0134	0.0143	0.0069
6	PD	0.0005	-0.0075	-0.0064		
7	PICO	-0.0347	-0.0055	-0.0005	-0.0104	-0.0047
8	BOL	-0.0180	0.0051	0.0332	0.0351	0.0397
9	LVT	0.0730	0.0108	0.0038	0.0098	0.0131
10	UMS	0.0588	0.0200	0.0352	0.0379	0.0245
11	ILINK	-0.0135	0.0256	0.0044	0.0002	0.0048
12	L&E	0.0017	0.0107	-0.0089	-0.0100	-0.0076
13	AF	-0.0273	-0.0229	-0.0058	0.0017	0.0063
14	CMO	-0.0206	0.0015	-0.0162	-0.0159	-0.0092
15	FOCUS	0.0508	0.0139	0.0013	0.0047	-0.0008
16	NEWS	0.0225	0.0109	-0.0108	-0.0082	0.0223
17	SWC	0.0576	0.0300	0.0086	0.0103	0.0094
18	PPM	0.0083	0.0060	0.0064	-0.0004	0.0099
19	TAPAC	0.0093	-0.0077	-0.0243	-0.0070	-0.0047
20	GFM	0.0340	0.0024	-0.0023	0.0110	0.0070
21	CIG	0.0214	-0.0084	0.0009	0.0028	0.0348
22	CPR	-0.0030	-0.0187	-0.0196	-0.0091	-0.0001
23	SALEE	-0.0079	-0.0019	-0.0020	-0.0190	0.0040
24	FC	-0.0707	-0.0206	-0.0229	-0.0213	-0.0237
25	STAR	-0.0598	-0.0374	-0.0391	-0.0207	-0.0179
26	UEC	0.0231	0.0645	0.0182	0.0198	0.0107
27	TPAC	-0.0136	0.0124	0.0124	0.0156	0.0166
28	TSF	-0.0356	-0.0497	-0.0353	0.0136	0.0209
29	KASET	-0.0375	-0.0185	0.0517	0.0595	0.0444
30	ACAP	-0.0257	-0.0269	0.0010	-0.0037	-0.0065

NO	หลักทรัพย์ mai	CAR				
		12M	24M	36M	48M	60M
31	TNH	0.1198	0.0442	0.0376	0.0278	0.0187
32	SPCG	0.0000	-0.0308	-0.0139	-0.0110	0.0368
33	TRC	0.0486	0.0455	0.0184	0.0099	0.0189
34	PYLON	-0.0191	-0.0357	-0.0049	-0.0055	-0.0046
35	TRT	-0.0321	0.0155	0.0240	0.0177	0.0078
36	T	-0.0149	-0.0390	-0.0076	-0.0132	-0.0148
37	UKEM	-0.0706	0.0304	0.0228	0.0123	0.0294
38	BROCK*	-0.0211	-0.0206	-0.0103	-0.0133	-0.0129
39	ETG	-0.0296	0.0006	-0.0213	-0.0093	-0.0006
40	DEMCO*	0.0052	-0.0032	0.0090	0.0130	0.0011
41	MBAX	-0.0366	-0.0194	-0.0213	-0.0221	-0.0147
42	UBIS	0.0183	0.0300	0.0252	0.0154	0.0083
43	TNDT	0.0174	0.0145	0.0081	0.0019	0.0023
44	MILL*	0.0540	0.0309	0.0111	0.0033	-0.0016
45	BGT	0.0486	0.0037	0.0010	0.0026	-0.0084
46	SIMAT	-0.0217	-0.0148	0.0013	-0.0077	-0.0014
47	DIMET	-0.0600	-0.0100	-0.0108	0.0052	0.0031
48	CRANE*	-0.0026	-0.0051	0.0149	0.0075	0.0142
49	BSM	-0.0279	0.0177	-0.0067	-0.0045	0.0170
50	EFORL	0.0543	0.0182	0.0051	0.0399	0.0486
51	AGE	-0.0205	0.0119	0.0236	0.0015	-0.0030
52	TPOLY*	-0.0137	-0.0020	-0.0170	-0.0101	-0.0063
53	HTECH	0.0341	0.0107	0.0067	-0.0004	-0.0072
54	QLT	0.0026	-0.0045	0.0024	0.0022	0.0019
55	2S	-0.0172	-0.0226	-0.0215	-0.0161	-0.0161
56	MOONG	0.0032	-0.0064	0.0011	0.0055	-0.0086
57	KIAT	0.1415	0.0424	0.0204	0.0097	-0.0035
58	JUBILE	0.0454	0.0449	0.0440	0.0342	0.0254
59	NBC	0.0650	0.0225	0.0015	0.0056	-0.0101
60	THANA	0.0110	-0.0048	-0.0162	-0.0069	-0.0052

NO	หลักทรัพย์ mai	CAR				
		12M	24M	36M	48M	60M
61	TMI	0.0078	0.0007	0.0118	0.0062	-0.0020
62	UPA	-0.0544	-0.0429	-0.0205	-0.0154	0.0402
63	COL*	0.0097	0.0628	0.0526	0.0419	0.0324
64	UAC	0.0519	0.0266	0.0365	0.0137	0.0082
65	NINE	0.0605	0.0366	0.0374	0.0119	0.0173
66	ARIP	-0.0402	-0.0278	-0.0193	-0.0227	-0.0210
67	PHOL	-0.0434	-0.0361	-0.0216	-0.0325	-0.0237
68	META	-0.0314	0.0362	-0.0011	-0.0122	-0.0035
69	GIFT*	-0.0134	-0.0200	-0.0210	-0.0105	-0.0099
70	COLOR	-0.0560	-0.0489	-0.0539	-0.0407	-0.0297
71	QTC	-0.0212	0.0027	-0.0167	-0.0141	0.0118
72	APCO	0.0677	0.0520	0.0524	0.0327	0.0234
73	HYDRO	0.0461	-0.0063	-0.0330	-0.0279	-0.0277
74	CHOW	-0.0732	-0.0424	0.0117	0.0086	0.0088
75	PJW	-0.0139	-0.0187	-0.0295	-0.0253	-0.0166
76	UWC	-0.0197	-0.0418	0.1170	0.0690	0.0502
77	TVD	-0.0088	-0.0179	-0.0353	-0.0121	-0.0182
78	JCKH	-0.0314	-0.0353	-0.0277	-0.0169	-0.0194
79	FPI	-0.0219	-0.0141	0.0110	0.0081	0.0064
80	PPS	-0.0622	-0.0413	-0.0283	-0.0213	-0.0057
81	TMC	-0.0478	-0.0604	-0.0470	-0.0356	-0.0315
82	TMILL	-0.0450	-0.0443	-0.0280	-0.0218	-0.0050
83	DNA	-0.0460	0.0805	0.0509	0.0321	0.0292
84	ARROW	-0.0265	-0.0313	0.0007	0.0017	0.0011
85	EA*	0.0141	0.0313	0.0267	0.0229	0.0269
86	AKP	-0.0746	-0.0168	-0.0172	-0.0170	-0.0133
87	UREKA	-0.0315	-0.0559	-0.0051	-0.0088	-0.0148
88	ECF	0.0094	0.0248	0.0159	0.0095	0.0298
89	SANKO	-0.0313	-0.0252	-0.0011	-0.0072	-0.0057
90	CHO	-0.0156	0.0098	-0.0019	-0.0059	-0.0053

NO	หลักทรัพย์ mai	CAR				
		12M	24M	36M	48M	60M
91	MONO*	-0.0291	-0.0586	-0.0404	-0.0259	-0.0243
92	AUCT	0.0710	0.0773	0.0427	0.0307	0.0261
93	SEOIL	0.0662	0.0165	0.0028	-0.0057	
94	BKD	-0.0647	-0.0270	-0.0160	-0.0135	
95	WINNER	-0.0900	-0.0449	-0.0257	-0.0129	
96	FVC	-0.0657	0.0024	0.0020	0.0006	
97	GCAP	-0.0216	-0.0096	-0.0085	0.0180	
98	SPVI	-0.0334	-0.0280	-0.0265	0.0067	
99	OCEAN	-0.0111	-0.0246	-0.0189	-0.0052	
100	LIT	0.0049	0.0534	0.0426	0.0322	
101	OTO	-0.0811	-0.0333	-0.0085	-0.0168	
102	PLANET	-0.0358	-0.0207	-0.0199	-0.0170	
103	AIRA	0.0154	0.0122	0.0080	0.0083	
104	PDG	-0.0330	-0.0153	-0.0074	-0.0040	
105	TAKUNI	0.1371	0.0239	-0.0009	-0.0015	
106	XO	0.0084	0.0202	0.0072	0.0244	
107	LDC	-0.0236	-0.0379	-0.0265		
108	SKY	-0.0013	-0.0008	0.0504		
109	RWI	-0.0224	-0.0091	-0.0103		
110	SMART	-0.0394	-0.0424	-0.0359		
111	FSMART	0.1007	0.0595	0.0467		
112	TSE	-0.0082	-0.0036	-0.0019		
113	SPA	0.0556	0.0479	0.0395		
114	NCL	-0.0362	-0.0185	-0.0018		
115	HARN	-0.0325	-0.0172	-0.0030		
116	JSP	-0.0485	-0.0278	-0.0272		
117	PSTC	-0.0170	-0.0160	-0.0052		
118	KCM	-0.0301	-0.0189	0.0000		
119	TPCH	0.0541	0.0231	0.0129		
120	NDR	-0.0017	-0.0061	-0.0041		
121	TVT	0.0353	0.0066	-0.0028		
122	HPT	-0.0331	-0.0229	-0.0092		
123	NVD*	-0.0565	-0.0156	-0.0086		
Mean		-0.0039	-0.0022	0.0007	0.0009	0.0032
Count		123	123	123	105	91

ตารางที่ 9 : ตารางสรุปผลการทดสอบผลตอบแทนระยะยาว เดือนที่ 7-60 ของหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ คำนวณด้วยวิธีการ BHAR_SET,mai

ผลการทดสอบด้วยวิธี BHAR						
Series		12m	24m	36m	48m	60m
SET	Mean	0.0302	-0.0638	-0.0438	0.0435	0.0612
	Std.Dev.	0.4496	0.5571	0.8114	1.5405	1.5706
	P.Value	0.375	0.1318	0.4757	0.7226	0.6429
	Median	-0.0945	-0.1561	-0.2392	-0.3534	-0.3718
	Obs>0.0 %	42.86%	36.00%	38.86%	32.70%	34.51%
	Obs<0.0 %	57.14%	64.00%	61.14%	67.30%	65.49%
	Num Obs.	175	175	175	159	142
mai	Mean	-0.0101	0.0439	0.0359	-0.0041	0.1490
	Std.Dev.	0.4636	0.9277	1.0745	1.4077	1.9689
	P.Value	0.8094	0.6004	0.7117	0.9763	0.4721
	Median	-0.1082	-0.1635	-0.1949	-0.3485	-0.3924
	Obs>0.0 %	30.89%	33.33%	34.15%	33.33%	31.87%
	Obs<0.0 %	69.11%	66.67%	65.85%	66.67%	68.13%
	Num Obs.	123	123	123	105	91

ตารางที่ 10 : ตารางสรุปผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติ เดือนที่ 7-60 ของหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาด
หลักทรัพย์ คำนวณด้วยวิธีการ CAR_SET,mai

ผลการทดสอบด้วยวิธี CAR						
Series		12m	24m	36m	48m	60m
SET	Mean	0.0009	-0.0059	-0.0024	-0.0017	0.0009
	Std.Dev.	0.0608	0.0311	0.0232	0.0216	0.0235
	P.Value	0.8443	0.0131	0.1684	0.334	0.6546
	Median	-0.0141	-0.0045	-0.0036	-0.0026	-0.0012
	Obs>0.0 %	44.00%	43.43%	43.43%	45.28%	46.48%
	Obs<0.0 %	56.00%	56.57%	56.57%	54.72%	53.52%
	Num Obs.	175	175	175	159	142
mai	Mean	-0.0044	-0.0018	0.0015	0.0014	0.0035
	Std.Dev.	0.0588	0.0347	0.0286	0.0209	0.0202
	P.Value	0.4112	0.5713	0.5654	0.4948	0.1034
	Median	-0.0170	-0.0048	-0.0008	-0.0013	-0.0014
	Obs>0.0 %	34.15%	35.77%	47.97%	47.62%	46.15%
	Obs<0.0 %	65.85%	64.23%	52.03%	52.38%	53.85%
	Num Obs.	123	123	123	105	91

ตารางที่ 11 : ตารางสรุปผลการทดสอบผลตอบแทนที่ไม่ปกติ เดือนที่ 7-60 ของหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาด
หลักทรัพย์และท่วงน้ำหนักระดับดัชนีอุตสาหกรรม คำนวณด้วยวิธีการ AR_SET

ผลการทดสอบด้วยวิธี AR						
Series		12m	24m	36m	48m	60m
SET	Mean	0.0002	-0.0036	-0.0023	-0.0007	0.0015
	Std.Dev.	0.0516	0.0291	0.0233	0.0218	0.0203
	P.Value	0.9554	0.1329	0.2376	0.7065	0.4175
	Median	-0.0069	-0.0040	-0.0026	0.0005	0.0012
	Obs>0.0 %	44.67%	45.33%	46.67%	51.49%	54.24%
	Obs<0.0 %	55.33%	54.67%	53.33%	48.51%	45.76%
	Num Obs.	150	150	150	134	118

ตารางที่ 12 : ตารางสรุปผลการทดสอบผลตอบแทนที่ไม่ปกติระยะยาว เดือนที่ 7-60 ของหลักทรัพย์ที่อยู่
ใน PortfolioSET100 คำนวณด้วยวิธีการ BHAR_Portfolio SET100

ผลการทดสอบด้วยวิธี BHAR						
Series		12m	24m	36m	48m	60m
Portfolio SET100	Mean	0.1173	0.3762	0.5058	0.7316	0.5856
	Std.Dev.	0.3502	0.7342	1.0323	1.5867	1.9942
	P.Value	0.0769	0.0089	0.0119	0.0241	0.155
	Median	0.0248	0.3186	0.1133	0.3216	-0.0813
	Obs>0.0 %	56.67%	63.33%	66.67%	59.26%	48.00%
	Obs<0.0 %	43.33%	36.67%	33.33%	40.74%	52.00%
	Num Obs.	30	30	30	30	30

ตารางที่ 13 : ตารางสรุปผลการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติระยะยาว เดือนที่ 7-60 ของหลักทรัพย์ที่อยู่ใน PortfolioSET100 คำนวณด้วยวิธีการ CAR_Portfolio SET100

ผลการทดสอบด้วยวิธี CAR						
Series		12m	24m	36m	48m	60m
Portfolio SET100	Mean	0.0184	0.0147	0.0112	0.0100	0.0054
	Std.Dev.	0.0510	0.0274	0.0197	0.0174	0.0156
	P.Value	0.0576	0.0063	0.004	0.006	0.0959
	Median	0.0067	0.0185	0.0059	0.0079	0.0040
	Obs>0.0 %	56.67%	63.33%	80.00%	70.37%	56.00%
	Obs<0.0 %	43.33%	36.67%	20.00%	29.63%	44.00%
	Num Obs.	30	30	30	30	30

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ-นามสกุล	นายชัยวุฒิ สิทธิมา
อีเมล	pop80thman@hotmail.com
ประวัติการศึกษา	ปริญญาตรี ศิลปศาสตรบัณฑิต สาขาวิชาอุตสาหกรรมการ ท่องเที่ยว สถาบันราชภัฏสวนสุนันทา
ประสบการณ์ทำงาน	พ.ศ. 2547 ถึงปัจจุบัน ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ตำแหน่ง เจ้าหน้าที่สนับสนุน



มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

ข้อตกลงว่าด้วยการอนุญาตให้ใช้สิทธิในวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์

วันที่ ๒๙ เดือน มกราคม พ.ศ. ๒๕๖๒

ข้าพเจ้า (นาย/นาง/นางสาว) อยู่บ้านเลขที่
ชื่อย ถนน ตำบล/แขวง
อำเภอ/เขต จังหวัด รหัสไปรษณีย์
เป็นนักศึกษาของมหาวิทยาลัยกรุงเทพ รหัสประจำตัว
ระดับปริญญา ☐ ตรี ☒ โท ☐ เอก

หลักสูตร วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาวิชา การเงิน

คณะ เศรษฐศาสตร์ ซึ่งต่อไปเรียกว่า “ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ” ฝ่ายหนึ่ง และ
มหาวิทยาลัยกรุงเทพ ตั้งอยู่เลขที่ 119 ถนนพระราม 4 แขวงพระโขนง เขตคลองเตย กรุงเทพมหานคร
10110 ซึ่งต่อไปเรียกว่า “ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิ” อีกฝ่ายหนึ่ง ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ และผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้
สิทธิ ตกลงทำสัญญากันโดยมีข้อความดังต่อไปนี้

ข้อ 1. ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิขอรับรองว่าเป็นผู้สร้างสรรค์และเป็นผู้มีสิทธิแต่เพียงผู้เดียวในงานวิทยานิพนธ์ /
สารนิพนธ์หัวข้อ

“ผลกระทบทางธุรกิจของนวัตกรรมดิจิทัลที่มีต่อประเทศไทย
หรือไปอีกรุ่น การศึกษาผลกระทบจากนวัตกรรมดิจิทัลไทย”

ซึ่งถือเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต ของมหาวิทยาลัยกรุงเทพ
(ต่อไปเรียกว่า “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
(นายชินดนัย สิงห์อัม)

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

ลงชื่อ.....พยาน
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ภฤติกา ถัมถาว์ลัย)
รองคณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

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