

# การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคา IPO Underpricing กับปัจจัยที่เกี่ยวข้อง



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

พ.ศ. 2561

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

**การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคา IPO Underpricing กับปัจจัยที่เกี่ยวข้อง**

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 20 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2561



นางสาวเสาวภาคย์ ดิษฐ์  
ผู้วิจัย

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช,  
Ph.D.  
อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ชนินทร์ อยู่เพชร,  
Ph.D.  
ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

ดวงพร อาภาศิลป์,  
Ph.D.  
คณบดีวิทยาลัยการจัดการ  
มหาวิทยาลัยมหิดล

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทระโคติกา,  
Ph.D.  
กรรมการสอบสารนิพนธ์

## กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่อง การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคา IPO Underpricing กับปัจจัยที่เกี่ยวข้อง ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยความช่วยเหลือและคำแนะนำจากผู้มีพระคุณหลายท่าน ผู้วิจัยขอขอบพระคุณ รศ.ดร.ปิยภัทร ธาระวาณิช อาจารย์ที่ปรึกษา และ รศ.ดร.ชาติรี จันทรโคติกา ที่ให้คำปรึกษาโดยละเอียดและให้ความช่วยเหลือในทุกขั้นตอนของการทำวิจัย ขอขอบคุณคณะกรรมการสอบสารนิพนธ์ทุกท่านที่ให้คำชี้แนะในสิ่งทีงานวิจัยฉบับนี้ยังต้องปรับปรุงแก้ไข ขอขอบคุณ Educator ทุกท่านที่ช่วยประสานงานด้านการศึกษาด้านเอกสารต่างๆ ซึ่งช่วยสนับสนุนการทำงานวิจัยฉบับนี้เป็นอย่างดี ขอขอบคุณเพื่อนร่วมรุ่น 19A ที่ร่วมแบ่งปันข้อมูล สอบทานรูปแบบเล่มงานวิจัย ตลอดจนให้ความช่วยเหลือทั้งในเรื่องการศึกษารวมถึงการทำวิจัยมาโดยตลอด ขอขอบคุณเพื่อนร่วมงานซึ่งเป็นศิษย์เก่าวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล ทุกท่าน ที่ให้ความช่วยเหลือและให้การสนับสนุนในเรื่องการศึกษาแก่ผู้วิจัยเป็นอย่างดีตลอดระยะเวลาที่ผ่านมา และสุดท้ายผู้วิจัยขอขอบคุณครอบครัวที่ให้การสนับสนุนด้านการศึกษาก่อผู้ทำวิจัยเป็นอย่างดีเสมอมา ตลอดจนช่วยสนับสนุนให้งานวิจัยฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

เสาวภาคย์ ศียิ่ง

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคา IPO Underpricing กับปัจจัยที่เกี่ยวข้อง

RELATIONSHIP BETWEEN IPO UNDERPRICING AND THE RELATIVE DETERMINANTS

เสาวภาคย์ ดิษฐ์ 5950025

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยะภัทร ธาระวานิช, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์  
ชรินทร์ อยู่เพชร, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคลิกา, Ph.D.

#### บทคัดย่อ

งานวิจัยเพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ต่อประชาชนเป็นการทั่วไป  
ครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) ต่ำกว่าราคาตลาด (Underpricing) โดยรวบรวมตัวแปรจากทฤษฎีต่างๆ  
ที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information theory) ทฤษฎี Winner's Curse  
ทฤษฎี Ownership and Control ทฤษฎี Bookbuilding การศึกษาใช้วิธี Ordinary Least Square (OLS)

ในการศึกษาข้อมูลบริษัทจดทะเบียนจำนวนกว่า 200 บริษัท ในช่วงระยะเวลาระหว่างปี 2550  
ถึง 2559 พบอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้น IPO ในวันแรกที่เปิดให้นักลงทุนทำการซื้อขายในตลาดฯ ที่  
คำนวณด้วยวิธี Market-Adjusted Average2 มีค่าเฉลี่ยตั้งแต่ปี 2550 ถึง 2559 อยู่ที่ 47% แสดงถึงลักษณะของ  
การ Underpricing ของหุ้น IPO และเมื่อหาอัตราผลตอบแทนระยะยาวด้วยวิธีเดียวกันแต่ใช้ราคาปิดของหุ้น  
ที่ทำการซื้อขายวันที่ 20 ปรับด้วยความเสี่ยงของตลาดในช่วงเวลาเดียวกัน พบว่ามีลักษณะของการ Underpricing  
เฉลี่ยอยู่ที่ 38.42%

งานวิจัยนี้พบว่าปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อเปอร์เซ็นต์การตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์แก่  
สาธารณชนเป็นครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าตลาด (IPO Underpricing) ได้แก่ สัดส่วนของหุ้น IPO ที่ออกจำหน่าย  
ต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท (IPO Ratio) มีความสัมพันธ์เชิงบวกสอดคล้องกับทฤษฎี Ownership and  
Control และ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset) มีความสัมพันธ์เชิงลบในขณะที่ปัจจัย  
สัดส่วนการจัดสรรหลักทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายย่อย กลับไม่ส่งผลกระทบต่อเปอร์เซ็นต์การ  
Underpricing อย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ: IPO Underpricing/ Market Adjusted/ การเสนอขายหลักทรัพย์ให้ประชาชนเป็นครั้งแรก

## สารบัญ

		หน้า
	กิตติกรรมประกาศ	ข
	บทคัดย่อ	ค
	สารบัญตาราง	ช
	สารบัญภาพ	ซ
บทที่ 1	บทนำ	1
บทที่ 2	แนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง	3
	2.1 ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information theory)	3
	2.2 ทฤษฎี Ownership and Control	4
	2.3 ทฤษฎี Bookbuilding	4
	2.4 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies)	5
	2.4.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล	5
	2.4.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎี Ownership and Control	6
	2.4.3 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎี Bookbuilding	7
บทที่ 3	ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ	8
	3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	8
	3.2 ตัวแปร (Variables)	12
	3.2.1 ตัวแปรตาม (Dependent variables)	12
	3.2.2 ตัวแปรอธิบาย (Explanatory variables)	14
	3.3 วิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method)	22
บทที่ 4	ผลการทดสอบ	26
	4.1 ผลการศึกษาจากวิธี Ordinary Least Square (OLS)	26
บทที่ 5	สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	38
	บรรณานุกรม	41

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
ภาคผนวก	44
ภาคผนวก ก แสดงถึงหลักทรัพย์ที่มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ของบริษัท จดทะเบียนที่ Underwriter จัดจำหน่ายต่อมูลค่าทางการตลาดของหุ้น IPO ทั้งหมด เป็นรายปี ช่วงปี พ.ศ. 2549-2560	45
ภาคผนวก ข แสดงถึงรายชื่อสำนักงานสอบบัญชี	47
ภาคผนวก ค แสดงถึงรายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยและตลาด MAI ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 – 2559	48
ประวัติผู้วิจัย	53



## สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
3.1 บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหุ้น MAI	8
3.2 ค่า Market-Adjusted Average Underpricing แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันแรก	9
3.3 ค่า Market-Adjusted Average Underpricing แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันที่ 20	10
3.4 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอธิบาย	10
3.5 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์	11
3.6 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ	19
4.1 สรุปผลการศึกษาจากวิธี Ordinary Least Square (OLS) แบบ Robust ของวิธี Market-adjusted initial return (MAR) แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันแรก (1) และวิธี Market-adjusted initial return (MAR) แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันที่ 20 (2)	28

## สารบัญภาพ

ภาพ	หน้า
3.1 กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวคลาดเคลื่อน (Residuals) และ % การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO ที่ประมาณค่าได้จากแบบจำลองตามสมมติฐานของงานวิจัย (Fitted Value)	24
3.2 กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง % การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO กับตัวแปรอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)	24
3.3 กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง % การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO กับตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E Ratio)	25
4.1 แสดงการกระจายตัวของตัวแปร Age of Company ต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO โดยวิธี Market-adjusted initial return (MAR) แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันแรก	31
4.2 แสดงการกระจายตัวของตัวแปร Age of Company ต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO โดยวิธี Market-adjusted initial return (MAR) แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันที่ 20	32
4.3 แสดงการกระจายตัวของตัวแปร ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี (Auditor's reputation) ต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO โดยวิธี Market-adjusted initial return (MAR) แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันแรก	34
4.4 มูลค่าการซื้อขายในช่วง มกราคม ค.ศ. 2006- เดือนกันยายน ค.ศ. 2008	36



## บทที่ 1

### บทนำ

นักลงทุนจำนวนมากให้ความสนใจในการลงทุนในตราสารทุน โดยคาดหวังว่าจะได้รับผลตอบแทนที่มากกว่าการลงทุนในเงินฝากหรือตราสารหนี้ โดยผลตอบแทนมีทั้งในรูปของเงินปันผลและกำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้น ซึ่งหนึ่งในประเด็นที่น่าสนใจคือ เมื่อกิจการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก (IPO) แล้วนำหลักทรัพย์ดังกล่าวมาจดทะเบียนเพื่อซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ นักลงทุนมักให้ความสนใจเป็นอย่างมาก โดยเชื่อว่าผลตอบแทนที่ได้รับจากการขายหลักทรัพย์ที่ได้รับการจัดสรรจากการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนเป็นการทั่วไป (IPO) ในตลาดหลักทรัพย์นั้น มักได้รับผลตอบแทนที่สูง โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ผลต่างของราคาหุ้น IPO กับราคาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ (ตลาดรอง) เป็นวันแรกมักให้ค่าผลตอบแทนที่สูงมาก จึงเป็นประเด็นสงสัยว่าเหตุใดกิจการถึงเสนอขายหลักทรัพย์ของตนในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงหรือมูลค่าตลาด (Underpricing) อะไรเป็นปัจจัยที่ทำให้เกิดผลต่างของราคาหุ้น IPO กับราคาซื้อขายในตลาดรองอย่างมีนัยสำคัญ

Underpricing คือ เหตุการณ์ที่เมื่อบริษัทเสนอขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แล้ว ราคาตลาดของหุ้น IPO ที่ซื้อขายในตลาดรอง สูงกว่าราคาหุ้น IPO โดยมีแนวคิดจากทฤษฎีเกี่ยวกับ Underpricing ที่ผ่านมา โดย Rock (1986) มองว่าเป็นผลจากทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ที่ผู้ลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่ากัน โดยกลุ่มผู้ลงทุนที่มีความรู้ มีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น รวมทั้งข้อมูลสภาพตลาดในอนาคต (Informed Investor) จะตัดสินใจลงทุนในหุ้น IPO ได้ดีกว่า นักลงทุนอีกกลุ่มหนึ่งที่ไม่มีความรู้เกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นอย่างเพียงพอ (Uninformed Investor) นอกจากแนวคิดของทฤษฎี Asymmetric Information แล้วก็มีผู้เสนอทฤษฎีที่สนับสนุนการ Underpricing คือ ทฤษฎี Ownership and Control ซึ่ง Jensen and Meckling (1976) เสนอว่าผู้จองซื้อหุ้น IPO ที่เป็นเจ้าของบริษัทกลุ่มใหม่นั้น ไม่ได้เข้ามาบริหารงานด้วย จึงต้องการส่วนต่างจากการ Underpricing เพื่อชดเชยความเสี่ยงหากกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมและยังเป็นผู้บริหารบริษัทด้วยนั้นดำเนินกิจการเพื่อประโยชน์ของตนซึ่งไม่ได้เป็นประโยชน์โดยรวมของผู้ถือหุ้นทั้งหมด งานวิจัยต่อๆ มาได้เสนอปัจจัยที่น่าจะเกี่ยวข้องกับการ Underpricing เช่น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้ต่อทุน อายุและขนาดของกิจการ หรือด้านผู้ที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการนำกิจการเข้าเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน เช่น ผู้จัดการจำหน่ายหลักทรัพย์ ผู้สอบบัญชี [Ellul and Pagano (2006), Martani, Sinaga and Syahroza (2012), Razafindrambinina and Kwan (2013)]

งานวิจัยนี้ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการตั้งราคาเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก (หุ้น IPO) ต่ำกว่าราคาตลาด (ราคาปิดของหุ้นในตลาดรอง ณ วันทำการซื้อขายที่ต้องการวัดผลตอบแทน) การศึกษาวัดผลตอบแทนสองช่วงระยะเวลา แบบแรกคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยผลตอบแทนของตลาด (Market-Adjusted initial Return หรือ MAR) แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันแรก ในขณะที่แบบที่สองใช้การคำนวณโดยวิธี MAR แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันทำการที่ 20

งานวิจัยนี้ใช้วิธี Ordinary Least Square (OLS) ในการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อ การตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก ส่วนข้อมูลที่ใช้ศึกษาคอบคลุมบริษัท ที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในระหว่างปี พ.ศ. 2550 - 2559 โดยยกเว้นหลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์ เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

งานวิจัยฉบับนี้แตกต่างจากงานวิจัยก่อนหน้านี้เกี่ยวกับ Underpricing ของหุ้น IPO ใน ประเทศไทย กล่าวคือมีการนำปัจจัยสัดส่วนการจัดสรรหลักทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุน รายย่อย เข้ามาเป็นตัวแปรเพื่อศึกษาในงานวิจัยฉบับนี้ โดยมีสมมติฐานว่าผู้ลงทุนสถาบันเป็น Informed Investor ย่อมมีความสนใจในการจองซื้อหุ้น IPO ที่มี Underpricing มากกว่าหุ้นที่มีราคาจองซื้อหุ้น IPO ใกล้เคียงหรือมากกว่ามูลค่าที่แท้จริง ผู้วิจัยเห็นว่าปัจจัยดังกล่าวมีความน่าสนใจในการศึกษาว่า มีผลกับการ Underpricing หรือไม่

ผลวิจัยพบว่าปัจจัยที่มีผลต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO ในวันแรกที่ หุ้นทำการซื้อขายในตลาด และตรงกับสมมติฐานของงานวิจัยนี้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ คือ สัดส่วนของ หุ้น IPO ที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท (IPO Ratio) มีความสัมพันธ์เชิงบวกสอดคล้อง กับทฤษฎี Ownership and Control และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset) มีความสัมพันธ์เชิงลบ สำหรับปัจจัยสัดส่วนการจัดสรรหลักทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุน รายย่อย (Allotment portion to Institution investors and Retail investors) งานวิจัยนี้พบว่าปัจจัยดังกล่าว ไม่ส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ไม่สอดคล้องกับสมมติฐาน ที่ตั้งไว้ ผู้วิจัยได้หาสาเหตุของผลการศึกษาที่ได้และพบว่า หุ้นที่นักลงทุนสถาบันได้รับการจัดสรร มากกว่าร้อยละ 50 ของหุ้นทั้งหมดมีจำนวน 16 หุ้น จากจำนวน 200 หุ้น โดยคิดเป็น 8% ของกลุ่ม ตัวอย่าง ซึ่งมีข้อสังเกตว่ากลุ่มตัวอย่างที่เข้าเงื่อนไขของสมมติฐานของงานวิจัยนี้ มีจำนวนน้อยเมื่อ เทียบกับจำนวน 200 หุ้น ส่งผลให้ตัวแทนของข้อมูลอาจไม่เพียงพอต่อการศึกษา

รายงานฉบับนี้ได้ถูกแบ่งออกเป็นห้าส่วน ได้แก่ บทนำ (Introduction), งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review), วิธีการดำเนินการวิจัย (Methodology), ผลการวิจัย (Results) และ สรุปผล (Conclusion) ตามลำดับ

## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information theory)

Rock (1986) เสนอว่าความไม่สมมาตรของข้อมูลข่าวสารจะแบ่งนักลงทุนในตลาดเป็น 2 กลุ่ม คือ นักลงทุนที่มีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO รวมถึงสภาพตลาดในอนาคต (Informed Investor) และนักลงทุนรายย่อยที่ไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO (Uninformed Investor) โดยเชื่อว่า Informed Investor จะเลือกลงทุนเมื่อคาดการณ์ว่าราคาของหุ้นดังกล่าวเมื่อเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นมากกว่าราคาหุ้น IPO (Underpriced) และไม่ลงทุนในหุ้นที่คาดการณ์ว่าราคาของหุ้นดังกล่าวเมื่อเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มต่ำกว่าราคาหุ้น IPO (Overpriced) ในขณะที่ Uninformed Investor เข้าลงทุนในหุ้นที่มีแนวโน้มทั้ง Underpriced และ Overpriced ดังนั้น หุ้นที่มีแนวโน้ม Underpriced จะมีทั้ง Informed Investor และ Uninformed Investor เข้าจองซื้อหุ้น IPO และต่างก็ได้รับจัดสรรหุ้นดังกล่าวในระดับที่ใกล้เคียงกัน ขณะที่หุ้นที่มีแนวโน้ม Overpriced นั้น Informed Investor จะไม่เข้าจองซื้อหุ้นดังกล่าวเพราะทราบข้อมูลมูลค่าที่แท้จริงของราคาหุ้น ซึ่งแตกต่างจาก Uninformed Investor ที่จะเข้าจองซื้อหุ้นดังกล่าว ในแง่ของ Informed Investor นั้นได้ผลตอบแทนผิดปกติ (Abnormal Return) จากการซื้อหุ้น IPO ที่ Underpriced มากกว่าหุ้น Overpriced ส่วนในแง่ของ Uninformed Investor นั้นได้รับผลตอบแทนน้อยกว่าปกติหรืออาจขาดทุนจากการซื้อหุ้น IPO ที่ Overpriced ซึ่งในที่สุด Uninformed Investor ก็จะไม่สนใจหุ้น IPO อีกต่อไป วิธีที่สามารถดึงดูดให้ Uninformed Investor ยังคงอยู่ในตลาด IPO ได้ ก็คือการขายหุ้น IPO ในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง เพื่อทดแทนความเสี่ยงจากการที่ Uninformed Investor ไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นอย่างเพียงพอ

Welch (1992) ได้เสนอทฤษฎี Negative Cascade ต่อยอดจากทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูลว่านักลงทุนมักมีพฤติกรรมการลอกเลียนแบบนักลงทุนคนอื่นๆ โดยหุ้น IPO ตัวใดที่มีนักลงทุนให้ความสนใจจองซื้อเป็นจำนวนมาก นักลงทุนรายอื่นๆ ก็พร้อมจะละทิ้งข้อมูลที่ตนมีเกี่ยวกับหุ้นตัวดังกล่าวและเข้าไปจองซื้อด้วย ดังนั้น การตั้งราคาหุ้น IPO ต่ำกว่าราคาที่แท้จริงนั้นเป็นสิ่งที่ต้องทำ เนื่องจากหากบริษัทตั้งราคาหุ้น IPO ที่ Overpriced แล้ว Informed Investor จะไม่ให้ความสนใจจองซื้อหุ้นตัวดังกล่าว และเมื่อ Uninformed Investor เห็นว่าหุ้น IPO ดังกล่าวไม่ได้รับความสนใจก็จะไม่ลงทุนในหุ้นนี้เช่นกัน ในทางกลับกัน หากบริษัทตั้งราคาหุ้นที่ Underpriced ก็จะช่วยดึงดูด Informed

Investor ให้สนใจที่จะจองซื้อหุ้น IPO และเมื่อ Uninformed Investor เห็นว่าหุ้น IPO ดังกล่าวได้รับความสนใจก็จะสนใจเข้าซื้อตาม โดยไม่คำนึงถึงข้อมูลที่มีและไม่ได้หาข้อมูลเกี่ยวกับหุ้นดังกล่าวเพิ่มเติม

## 2.2 ทฤษฎี Ownership and Control

Jensen and Meckling (1976) เสนอว่าโครงสร้างของบริษัทก่อนเสนอขายหุ้น IPO นั้น ผู้ถือหุ้นและผู้บริหารเป็นบุคคลกลุ่มเดียวกัน ซึ่งความเป็นเจ้าของและการบริหารงานไม่ได้ถูกแบ่งแยก ดังนั้น ผู้บริหารจึงบริหารงานเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น ต่อมาเมื่อบริษัทเสนอขายหุ้น IPO แล้วทำให้ผู้ถือหุ้นเดิมแบ่งสัดส่วนความเป็นเจ้าของให้แก่ผู้ถือหุ้นใหม่ที่จองซื้อ IPO แต่อำนาจการบริหารงานยังเป็นของผู้ถือหุ้นเดิม ทำให้ผู้บริหารอาจไม่ได้ทำหน้าที่เพื่อประโยชน์ที่ดีที่สุดของผู้ถือหุ้นทั้ง 2 กลุ่ม นอกจากนี้ Pagano and Volpin (2005) พบว่าผู้บริหารพยายามเพิ่มผลประโยชน์ของตนและพนักงานเป็นพิเศษ เพื่อให้พนักงานมีความจงรักภักดีต่อผู้บริหาร ผู้บริหารจึงมีความเสี่ยงต่อหน้าที่การงานน้อยลง อันเป็นการนำผลประโยชน์ในการเอื้อต่อฝ่ายบริหารและเป็นต้นทุนที่ไม่จำเป็นต่อผู้ถือหุ้น ดังนั้น กลุ่มผู้ถือหุ้นใหม่ได้ตระหนักถึงความเสี่ยงจากการเป็นตัวแทนของผู้บริหารที่อาจไม่ได้ปฏิบัติหน้าที่เพื่อผลประโยชน์ที่ดีที่สุดของกลุ่มผู้ถือหุ้นใหม่ จึงต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยงจากราคาจองซื้อที่ต่ำกว่าราคาตลาด จากปัญหาด้านตัวแทนในการบริหารงานแทนผู้ถือหุ้น (Agency Problem)

## 2.3 ทฤษฎี Bookbuilding

Benveniste and Spindt (1989) ได้พัฒนาทฤษฎีที่นำเสนอการทำ Bookbuilding เพื่อลดปัญหาการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้บริหารของบริษัทกับนักลงทุนที่มีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO การทำ Bookbuilding นั้นจะเริ่มขึ้น โดยการที่ผู้ประกันการจำหน่าย (Underwriter) พร้อมด้วยผู้บริหารของบริษัทที่ออกหุ้น IPO ทำการส่งเสริมการขาย (Road Show) หุ้น IPO ของกิจการให้แก่ นักลงทุนที่มีแนวโน้มสนใจจองซื้อหุ้นของบริษัท ในช่วงของการส่งเสริมการขายนี้ ทางผู้ประกันการจำหน่ายจะตั้งช่วงราคาที่ควรจะเป็นของหุ้น IPO และทำการสอบถามถึงจำนวนหุ้นที่นักลงทุนสนใจจะซื้อในแต่ละช่วงระดับราคา เมื่อผู้ประกันการจำหน่ายและผู้บริหารของกิจการได้รับข้อมูลเกี่ยวกับอุปสงค์ของตลาดที่มีต่อหุ้นของตนแล้ว ก็จะนำไปสู่การตั้งราคาจองเพื่อจัดจำหน่ายให้แก่ นักลงทุนต่อไป โดยการตั้งราคาจองต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงที่นักลงทุนยินดีจะจ่ายนั้นเป็นสิ่งจำเป็นภายใต้ทฤษฎีนี้

เพื่อเป็นสิ่งตอบแทนให้กับนักลงทุนในการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับราคาและความต้องการหุ้น IPO ในแต่ละระดับราคา เพราะหากนักลงทุนเปิดเผยจำนวนและราคาหุ้น IPO ที่ตนต้องการซื้อแล้ว หากผู้ประกอบการจำหน่ายทบทวนและตั้งราคาสูงสุดตามที่นักลงทุนยินดีจะจ่ายนั้น นักลงทุนที่ยินดีเปิดเผยข้อมูลก็จะไม่ได้อะไรเป็นผลตอบแทน ก็จะนำไปสู่การไม่ให้ความร่วมมือในการให้ข้อมูล โดยอาจไม่เข้าร่วมหรือให้ข้อมูลที่เป็นเท็จ

## 2.4 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies)

ที่ผ่านมา มีงานศึกษาเชิงประจักษ์ทั้งในประเทศและต่างประเทศหลายงานที่นำทฤษฎีที่เกี่ยวข้องข้างต้นมาศึกษา โดยการศึกษาว่าตัวแปรชีวิตที่มาจากทฤษฎีต่างๆ มีผลต่อการกำหนด IPO Underpricing ผู้วิจัยสามารถสรุปผลการศึกษาที่ผ่านมาโดยแบ่งตามทฤษฎีที่เกี่ยวข้องได้ ดังนี้

### 2.4.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล

Welch (1989) ได้ศึกษาบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 1,028 บริษัท ในช่วงระหว่างปี ค.ศ. 1977 - 1982 กล่าวถึงสาเหตุของการเกิด Underpricing ว่ากิจการมีข้อมูลมากกว่านักลงทุน แต่ไม่สามารถเปิดเผยมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทได้ จึงใช้การส่งสัญญาณไปถึงนักลงทุนด้วยการกำหนดราคาของซื้อที่มี Underpricing เพื่อให้ นักลงทุน Informed Investor พิจารณาได้ว่าบริษัทใดเป็นบริษัทที่ดี เนื่องจากบริษัทที่ดีจะกล้ากำหนดราคาของซื้อที่มี Underpricing เพราะเชื่อว่าบริษัทสามารถเพิ่มมูลค่าของตนได้ในอนาคต และราคาหุ้นก็จะเพิ่มสูงขึ้น สะท้อนจากมูลค่าที่แท้จริงของกิจการ

Amihud, Hauser, and Kirsh (2003) พบว่าหุ้น IPO นั้นหากไม่มีจำนวนหุ้นที่จองซื้อเกินกว่าจำนวนหุ้นแล้ว ก็แทบจะไม่มีผู้จองซื้อเลย และมีหุ้นจำนวนน้อยมากที่มีจำนวนจองซื้อและจำนวนเสนอขายที่มีจำนวนใกล้เคียงกัน ซึ่งสื่อถึงพฤติกรรมได้ว่ากิจการมักจะเสนอขายหุ้นในราคา Underpriced เพื่อดึงดูดให้นักลงทุนทุกกลุ่มมาจองซื้อหุ้น

Ritter (1991) แสดงผลงานเชิงประจักษ์จากการศึกษาบริษัทที่ทำ IPO ในสหรัฐอเมริกา ในระหว่างปี ค.ศ. 1975 - 1984 จำนวน 1,526 บริษัท ว่าในกรณีที่ผู้บริหารยังคงมีส่วนการถือหุ้นเป็นจำนวนมากภายหลัง IPO เพราะผู้บริหารมั่นใจในการดำเนินงานที่ดีของบริษัท จึงกำหนดราคา IPO ให้สูงได้ ผลของการ Underpricing จึงมีน้อย

Martani, Sinaga, and Syahroza (2012) ศึกษาหุ้นกลุ่มบริษัท Manufacturing ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย ในระหว่างปี ค.ศ. 1994 - 2006 จำนวน 45 บริษัท พบว่าความมี

ชื่อเสียงของผู้รับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์, ความมีชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี, ขนาดของบริษัท, อายุของบริษัท, และ ROE Ratio มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการ Underpricing

Razafindrabinina and Kwan (2013) ศึกษาหุ้น IPO ที่ออกจำหน่ายในตลาดหุ้นประเทศ อินโดนีเซีย ในระหว่างปี ค.ศ. 2004 – 2009 โดยแบ่งปัจจัยที่กระทบต่อการ Underpricing ออกเป็น 2 ประเภทคือ Non-Financial Factors คือ ความมีชื่อเสียงของผู้รับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์, ความมีชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี กับ Financial Factors คือ Debt to Equity Ratio พบว่าปัจจัยที่เป็น Non-Financial Factors มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการ Underpricing ในระดับ Significant และปัจจัยที่เป็น Financial Factors มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการ Underpricing ในระดับ Insignificant

Khananurak (2011) ศึกษาความสัมพันธ์ของการ Underpricing กับชื่อเสียงของวานิช ชนกิจ หรือผู้รับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และปัจจัยอื่นๆ เช่น อายุของบริษัท ขนาดของบริษัท ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารเทียบกับหุ้นทั้งหมด สภาพตลาดทุน และมูลค่า การเสนอขายหุ้น โดยศึกษาหุ้น IPO ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ไม่รวมตลาด MAI) ใน ระหว่างปี พ.ศ. 2537 – 2547 จำนวน 149 บริษัท พบว่า ขนาดของบริษัท สภาพตลาดทุน และมูลค่า การเสนอขายหุ้น สามารถอธิบายระดับการ Underpricing อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ ยังพบว่าวานิช ชนกิจที่ตั้งราคา IPO ที่ทำให้เกิด Overpriced หรือ Underpriced มากจะทำให้ส่วนแบ่งการตลาดของ วานิชชนกิจรายนั้นๆ ลดลง

Wongisariyaporn (2013) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่ส่งผลต่อการตั้งราคาหุ้น IPO ทั้งในแง่ Underpricing และ Overpricing ของหุ้น IPO ในตลาดหลักทรัพย์ทั้ง SET และตลาด MAI ในระหว่างปี 2549 – 2555 จำนวน 96 บริษัท โดยปัจจัยที่ศึกษา ได้แก่ สัดส่วนของหุ้น IPO ต่อหุ้น ทั้งหมดของบริษัท อายุของบริษัท ขนาดของบริษัท อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วน หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และสภาพการณ์ที่บริษัทมีการออกหุ้น IPO ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ พบว่า มีค่าเฉลี่ยของการ Underpricing ประมาณร้อยละ 9 – 13 และปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมี นัยสำคัญ คือ ขนาดของบริษัท และ สภาพการณ์ที่บริษัทมีการออกหุ้น IPO ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ

#### 2.4.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎี Ownership and Control

Jensen and Meckling (1976) อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร ในลักษณะ ตัวแทน (Agency) โดยผู้ถือหุ้นมอบอำนาจการบริหารงานแก่ตัวแทนคือผู้บริหาร การแบ่งแยกระหว่าง ความเป็นเจ้าของและการบริหารงานทำให้เกิดปัญหาด้านความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เช่น การที่ ผู้บริหารทำธุรกรรมกับบุคคลที่เกี่ยวข้องของผู้บริหาร ซึ่งผู้บริหารได้ประโยชน์จากธุรกรรมดังกล่าว

### 2.4.3 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎี Bookbuilding

Hanley (1993) ศึกษาจากจำนวน 1,430 บริษัทที่จดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา ในช่วงปี ค.ศ.1983-1987 พบว่าหากผู้ประกั้นการจำหน่าย ได้ข้อมูลว่านักลงทุนที่มีความต้องการหุ้น IPO นั้นเป็นอย่างมากและยินดีให้ราคาสูงกับหุ้น IPO เหล่านั้น ผู้ประกั้นการจำหน่ายจะทำการปรับราคาจองซื้อให้สูงขึ้นระดับหนึ่ง แต่ผู้ประกั้นการจำหน่ายจะไม่ปรับราคาจองให้เต็มเท่ากับราคาที่นักลงทุนยินดีจะจ่าย ดังนั้น หุ้น IPO ที่มีการปรับราคาจองขึ้นแล้วจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้น IPO ที่ไม่มีการปรับราคาขึ้น โดยการตั้งราคาจองให้ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงนั้น เพื่อเป็นการตอบแทนให้แก่ นักลงทุนที่ยินดีเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับหุ้น IPO

Cornelli and Goldreich (2002) พบว่าเมื่อนักลงทุนเสนอซื้อหุ้น IPO ที่ต้องการที่ราคาต่ำไป ผู้ประกั้นการจำหน่ายหลักทรัพย์ก็จะไม่จัดสรรหุ้นให้ ทำให้นักลงทุนไม่ได้รับหุ้น IPO ตามที่ต้องการ ในทางกลับกันถ้านักลงทุนเสนอซื้อหุ้นที่ราคาสูงไป ผู้ประกั้นการจำหน่ายหลักทรัพย์ก็จะเสนอขายราคารานั้นที่ทำให้ผู้จองซื้อได้ราคาหุ้นที่สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ดังนั้น นักลงทุนที่มีข้อมูลข่าวสารกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO จะให้ข้อมูลดังกล่าวแก่ผู้ประกั้นการจำหน่ายเพื่อช่วยในการกำหนดราคาที่ไม่สูงหรือต่ำเกินไปของหุ้น IPO นั้น ซึ่งผู้ประกั้นการจำหน่ายก็จะตอบแทนนักลงทุนกลุ่มนี้ด้วยการจัดสรรหุ้น IPO เหล่านี้ให้กับนักลงทุนที่เปิดเผยข้อมูลในช่วงการทำ Bookbuilding

### บทที่ 3

#### ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ

#### 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลในการคำนวณตัวแปรต่างๆ จาก แบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และหนังสือชี้ชวน ที่บริษัทจดทะเบียนนำส่งให้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) จาก Website ของ กลต. และฐานข้อมูล Bloomberg บริษัทจดทะเบียนที่ใช้เป็นข้อมูลในการศึกษา ได้แก่ บริษัทที่ดำเนินการออกหุ้น IPO ระหว่างปี 2550 ถึงปี 2559 ทั้งนี้ ยกเว้น IPO ในกลุ่ม Property Fund, REIT เนื่องจากหลักทรัพย์ดังกล่าวมีลักษณะเป็นหน่วยทรัสต์ ไม่ใช่หุ้นสามัญ และ/หรือบริษัทจดทะเบียนใหม่ซึ่งไม่ได้มีการเสนอขายหุ้น IPO ให้แก่ประชาชนโดยทั่วไป และ/หรือออกหุ้น IPO มาจากการควบรวมกิจการ ไม่ได้มีการออกหุ้น IPO เพื่อจำหน่ายจริง

ผลการศึกษาภาพรวมพฤติกรรมราคาหุ้น IPO ของตลาดหุ้นไทย ช่วงปี พ.ศ. 2550-2559 จากการศึกษาพฤติกรรมราคาของหุ้นที่จำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก (IPO) ที่ดำเนินเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหุ้น MAI ในช่วงปี พ.ศ. 2550-2559 จำนวน 200 บริษัท โดยมี 95 บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และ 105 บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้น MAI รายละเอียดตามตารางที่ 3.1

**ตารางที่ 3.1** บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหุ้น MAI

Year	SET		MAI		Total		Percentage in the sample (%)
	Value of Offerings (Millions of Baht)	Number of IPOs	Value of Offerings (Millions of Baht)	Number of IPOs	Value of Offerings (Millions of Baht)	Number of IPOs	
2550	10,782.50	6	769.60	6	11,552.10	12	6.00%
2551	18,389.30	8	375.00	3	18,764.30	11	5.50%
2552	4,852.40	6	1,316.22	11	6,168.62	17	8.50%
2553	6,027.60	4	688.96	7	6,716.56	11	5.50%
2554	3,793.75	3	1,160.24	7	4,953.99	10	5.00%
2555	17,181.90	8	2,482.17	10	19,664.07	18	9.00%



ตารางที่ 3.1 บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหุ้น MAI (ต่อ)

Year	SET		MAI		Total		Percentage in the sample (%)
	Value of Offerings (Millions of Baht)	Number of IPOs	Value of Offerings (Millions of Baht)	Number of IPOs	Value of Offerings (Millions of Baht)	Number of IPOs	
2556	31,044.88	13	8,017.24	15	39,062.12	28	14.00%
2557	43,557.81	16	9,916.38	20	53,474.19	36	18.00%
2558	35,306.99	21	4,584.83	13	39,891.82	34	17.00%
2559	26,700.08	10	5,912.49	13	32,612.57	23	11.50%
Total	197,637.21	95	35,223.13	105	232,860.34	200	100.00%

ข้อมูลบริษัทที่เข้าจดทะเบียนคำนวณผลตอบแทนด้วยวิธี Market-Adjusted Average แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันแรกมีผลตอบแทนเฉลี่ยอยู่ที่ 47% รายละเอียดตามตารางที่ 2 และข้อมูลบริษัทที่เข้าจดทะเบียนคำนวณผลตอบแทนด้วยวิธี Market-Adjusted Average แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันที่ 20 มีผลตอบแทนเฉลี่ยอยู่ที่ 38.42% รายละเอียดตามตารางที่ 3 โดยมีข้อสังเกตว่าหุ้นที่จำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก (IPO) ที่ดำเนินเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหุ้น MAI มีลักษณะของการ Underpricing

ตารางที่ 3.2 ค่า Market-Adjusted Average Underpricing แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันแรก

Year	Market-Adjusted Average Underpricing	Standard Deviation	Minimum Initial Returns	Maximum Initial Returns	Number of Underpriced IPOs	Number of Overpriced IPOs
2550	13.16%	0.5471	-78.23%	146.37%	7	5
2551	9.03%	0.2267	-22.28%	65.93%	7	4
2552	12.76%	0.2759	-25.96%	102.98%	15	2
2553	18.16%	0.6057	-86.87%	105.26%	8	3
2554	57.75%	0.7290	-3.05%	186.39%	9	1
2555	44.98%	0.8291	-86.35%	201.00%	12	6
2556	56.34%	0.6941	-28.57%	200.08%	24	4
2557	77.79%	0.7382	-25.56%	200.89%	31	5
2558	47.82%	0.5669	-12.47%	200.58%	29	5
2559	58.07%	0.4854	7.66%	199.61%	23	0
Total	47.00%	0.5698	-36.17%	160.91%	165	35

ตารางที่ 3.3 ค่า Market-Adjusted Average Underpricing แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันที่ 20

Year	Market-Adjusted Average Underpricing	Standard Deviation	Minimum Initial Returns	Maximum Initial Returns	Number of Underpriced IPOs	Number of Overpriced IPOs
2550	23.48%	0.8195	-82.42%	189.05%	6	6
2551	4.91%	0.3318	-30.52%	78.72%	5	6
2552	4.89%	0.2435	-43.96%	68.34%	9	8
2553	23.45%	0.6902	-90.48%	151.32%	8	3
2554	36.75%	0.5283	-31.88%	160.04%	7	3
2555	44.02%	0.8542	-87.73%	233.70%	12	6
2556	30.77%	0.4250	-44.68%	136.78%	22	6
2557	70.70%	0.7452	-103.65%	224.24%	29	7
2558	34.76%	0.4712	-25.31%	174.90%	26	8
2559	54.73%	0.4499	0.03%	162.32%	23	0
Total	38.42%	0.5559	-54.06%	157.94%	147	53

ตารางที่ 3.4 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอธิบาย

Explanatory variables	Mean	Median	Standard Deviation	Minimum	Maximum	25th Percentile	75th Percentile
IPOShr (%)	21.33	23.73	9.32	1.21	59.17	16.09	25.51
ROA	14.00	8.08	62.06	(17.51)	877.12	4.95	13.63
DE_ration	2.36	1.50	3.38	0.00	28.97	0.71	2.54
Ageofcompany	17.38	16.00	11.13	0.00	58.00	9.50	24.00
Sizecomp (MB)	6,799.91	2,286.00	12,258.60	186.00	98,856.11	1,196.75	7,004.17
Underwriter (%)	4.72	5.25	3.46	0.00	11.74	1.74	6.38
Instit (%)	14.29	2.67	19.23	0.00	75.75	0.00	24.98
Explanatory variables			Number		Percentage in the sample (%)		
Audit			97		48.50%		
Ham Crisis			20		40.00%		

ตารางที่ 3.5 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

Explanatory variables	IPOshr	ROA	DE_ratio	Age of company	Sizecomp	AUDIT	Underwriter	Instit	Crisis
IPOshr	1								
ROA	-0.0929	1							
DE_ratio	0.0326	-0.0287	1						
Ageofcompany	0.0957	-0.1013	0.0624	1					
Sizecomp	0.0014	-0.0211	0.0062	0.0416	1				
AUDIT	0.2360	-0.0610	0.1761	-0.1035	0.3548	1			
Underwriter	0.1887	-0.0610	0.0539	0.0378	0.3894	0.4026	1		
Instit	0.1384	-0.0122	0.0036	0.1119	0.5678	0.3734	0.5513	1	
Ham Crisis	0.1588	-0.0324	-0.0359	-0.0174	-0.0753	-0.1234	-0.1462	0.0182	1

### 3.2 ตัวแปร (Variables)

#### 3.2.1 ตัวแปรตาม (Dependent variables)

ค่าตัวแปรตาม ที่ต้องการศึกษา คือ IPO Underpricing มีหน่วยเป็นเปอร์เซ็นต์ โดยแบ่งการวัดค่าเป็น 2 ช่วง คือ เปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO ณ วันแรกที่หุ้นทำการซื้อขายในตลาดรอง ( $Y_1$ ) และ เปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO ณ วันที่ 20 ที่หุ้นทำการซื้อขาย ( $Y_2$ )

เนื่องจากในงานศึกษาอื่นพบว่า อัตราผลตอบแทนระยะสั้นของหุ้น IPO นั้นสูงมาก (Underpricing) ในขณะที่อัตราผลตอบแทนระยะยาวของหุ้น IPO นั้นต่ำกว่าควรจะเป็น กล่าวคือ อัตราผลตอบแทนระยะยาวมีค่าต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนเปรียบเทียบ เช่น ผลตอบแทนของตลาด เป็นต้น (Ljungqvist, 1997; Ritter, 1991; Ritter & Welch, 2002) โดยในการศึกษานี้หาเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO ด้วยวิธี Market-Adjusted initial Return (MAR) (Carter, Dark, & Singh, 1998; Mahmood, Xia, Ali, Usman, & Shahid, 2011) ซึ่งเป็นผลต่างระหว่างผลตอบแทนของหุ้น IPO ( $R_i$ ) และผลตอบแทนของตลาด ( $R_M$ ) โดยวิธีการคำนวณ ดังนี้

$$Y_1 = \text{MAR}_1 = R_{i1} - R_{m1}$$

$$Y_2 = \text{MAR}_2 = R_{i2} - R_{m2}$$

เมื่อ	$Y_1$	คือ	เปอร์เซ็นต์การ Underpricing ของหุ้น IPO ณ วันแรกที่หุ้นทำการซื้อขาย (%)
	$R_{i1}$	คือ	ผลตอบแทนของหุ้น IPO ณ วันแรกที่หุ้นทำการซื้อขาย (%)
	$R_{m1}$	คือ	ผลตอบแทนของตลาด ณ วันแรกที่หุ้นทำการซื้อขาย (%)
และ	$Y_2$	คือ	เปอร์เซ็นต์การ Underpricing ของหุ้น IPO ณ วันที่ 20 ที่หุ้นทำการซื้อขาย (%)
	$R_{i2}$	คือ	ผลตอบแทนของหุ้น IPO ณ วันที่ 20 ที่หุ้นทำการซื้อขาย (%)
	$R_{m2}$	คือ	ผลตอบแทนของตลาด ณ วันที่ 20 ที่หุ้นทำการซื้อขาย (%)

โดยในงานศึกษาอื่น (Aggarwal, Leal, & Hernandez, 1993) มีวิธีการคำนวณ ผลตอบแทนของหุ้น IPO ( $R_i$ ) และผลตอบแทนของตลาด ( $R_M$ ) ดังนี้

ดังนี้

ผลตอบแทนของหุ้น IPO ( $R_i$ ) ณ วันแรก และ วันที่ 20 ที่หุ้นทำการซื้อขาย คำนวณได้

$$R_{i1} = \frac{P_{i1}}{S_{i0}} - 1$$

$$R_{i2} = \frac{P_{i2}}{S_{i0}} - 1$$

- เมื่อ  $R_{i1}$  คือผลตอบแทนของหุ้น IPO ณ วันแรกที่หุ้นทำการซื้อขาย (%)  
 $R_{i2}$  คือผลตอบแทนของหุ้น IPO ณ วันที่ 20 ที่หุ้นทำการซื้อขาย (%)  
 $P_{i1}$  คือราคาปิดของหุ้น ณ วันแรก ที่หุ้นทำการซื้อขาย (บาท)  
 $P_{i2}$  คือราคาปิดของหุ้น ณ วันที่ 20 ที่หุ้นทำการซื้อขาย (บาท)  
 $S_{i0}$  คือราคาขายของหุ้น ณ วันแรกที่เสนอขาย (Offer price) (บาท)

ผลตอบแทนของตลาด ( $R_M$ ) ณ วันแรก และ วันที่ 20 ที่หุ้นทำการซื้อขาย คำนวณได้ดังนี้

$$R_{m1} = \frac{P_{m1}}{P_{m0}} - 1$$

$$R_{m2} = \frac{P_{m2}}{P_{m0}} - 1$$

- และ  $R_{m1}$  คือผลตอบแทนของตลาด ณ วันแรกที่หุ้นทำการซื้อขาย (%)  
 $R_{m2}$  คือผลตอบแทนของตลาด ณ วันที่ 20 ที่หุ้นทำการซื้อขาย (%)  
 $P_{m1}$  คือดัชนีปิด SET INDEX ณ วันแรก ที่หุ้นทำการซื้อขาย (บาท)  
 $P_{m2}$  คือดัชนีปิด SET INDEX ณ วันที่ 20 ที่หุ้นทำการซื้อขาย (บาท)  
 $P_{m0}$  คือดัชนีปิด SET INDEX ณ วันสุดท้ายของการขายหุ้น IPO (บาท)

สมมติฐาน: หุ้น IPO ที่ปกติดำเนินการเข้าตลาด จะมีความเสี่ยงเท่ากับตลาด ซึ่งจะส่งผลให้ราคาหุ้น IPO ดังกล่าวเป็น Fair Price แต่หากหุ้น IPO ตัวใดมีความเสี่ยงสูงกว่าตลาด จะทำให้ผลตอบแทนของหุ้นตัวนั้นสูงกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด ส่งผลต่อการ Underpricing ในราคาหุ้น IPO ตัวดังกล่าว

### 3.2.2 ตัวแปรอธิบาย (Explanatory variables)

3.2.2.1 สัดส่วนของหุ้น IPO ที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท (IPO Ratio) ทฤษฎี Ownership and Control เสนอแนวคิดที่ว่าโครงสร้างของบริษัทก่อนเสนอขายหุ้น IPO นั้นผู้ถือหุ้นและผู้บริหารเป็นบุคคลกลุ่มเดียวกัน ซึ่งความเป็นเจ้าของและการบริหารงานไม่ได้ถูกแบ่งแยก ดังนั้น ผู้บริหารจึงบริหารงานเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น ต่อมาเมื่อบริษัทเสนอขายหุ้น IPO แล้วทำให้ผู้ถือหุ้นเดิมแบ่งสัดส่วนความเป็นเจ้าของให้แก่ผู้ถือหุ้นใหม่ที่จองซื้อ IPO แต่อำนาจการบริหารงานยังเป็นของผู้ถือหุ้นเดิม ทำให้ผู้บริหารอาจไม่ได้ทำหน้าที่เพื่อประโยชน์ที่ดีที่สุดของผู้ถือหุ้นทั้ง 2 กลุ่ม ดังนั้นกลุ่มผู้ถือหุ้นใหม่ได้ตระหนักถึงความเสี่ยงจากการเป็นตัวแทนของผู้บริหารที่อาจไม่ได้ปฏิบัติหน้าที่เพื่อผลประโยชน์ที่ดีที่สุดของกลุ่มผู้ถือหุ้นใหม่ จึงต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยงจากราคาจองซื้อที่ต่ำกว่าราคาตลาด จากปัญหาด้านตัวแทนในการบริหารงานแทนผู้ถือหุ้น (Agency Problem) และงานศึกษาของ Ritter (1991) ยังพบว่าผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทนั้นสามารถพบได้แพร่หลายกว่าในบริษัทที่มีการระดมทุนจากการออกหุ้น IPO น้อย เนื่องจากสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมเป็นสัญญาณบอกถึงมูลค่าของบริษัทที่น่าเชื่อถือ ดังนั้น หากสัดส่วน IPO Ratio มีค่ามาก แสดงว่าบริษัทมีการระดมทุนโดยการออกหุ้น IPO มาก ทำให้สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมลดลงมาก เป็นสัญญาณให้นักลงทุนทราบว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหุ้น IPO ตัวดังกล่าวอาจมีมูลค่าของบริษัทลดลง บริษัทจึงต้องตั้งราคาหุ้น IPO ต่ำกว่าราคาที่แท้จริง เพื่อชดเชยความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นและดึงดูดให้นักลงทุนสนใจหุ้น IPO

ดังนั้นสัดส่วนของหุ้น IPO ที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นจดทะเบียนชำระแล้ว ณ วันที่เข้าจดทะเบียนในตลาดรอง จึงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO กล่าวคือเมื่อสัดส่วนของหุ้น IPO ที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท (IPO Ratio) มีค่ามาก ก็จะส่งผลให้เปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO มีค่ามาก

3.2.2.2 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset) บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมสูง แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ซึ่งทำให้นักลงทุนคาดการณ์ว่าหุ้น IPO ของบริษัทนั้นมีแนวโน้มมีมูลค่าสูงขึ้นและสร้างผลตอบแทน (Capital Gain) และเงินปันผลให้แก่ นักลงทุน (Lie, 2001) จึงกล่าวได้ว่าบริษัทที่มีผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมสูงมีผลให้นักลงทุนสนใจในหุ้นตัวดังกล่าวมาก ทำให้แนวโน้มราคาเสนอขายหุ้น IPO มีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบกับเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO

โดยในงานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลกำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัทในปีที่ล่าสุดก่อนจดทะเบียน ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งเป็นวิธีการคำนวณที่ใช้ในงานของ Wongisariyaporn (2013)

3.2.2.3 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นแสดงถึงความเสี่ยงต่อความสามารถในการชำระหนี้ (Solvency Risk) ของบริษัท หาก D/E Ratio ของบริษัทมีค่ามากจะแสดงให้เห็นว่าบริษัทนั้นมีภาระหนี้สินที่ต้องชำระคืนเจ้าหนี้จำนวนมาก อาจส่งผลให้บริษัทขาดสภาพคล่องและไม่สามารถในการชำระหนี้ได้ในระยะยาว ดังนั้น บริษัทดังกล่าวจึงจำเป็นต้องเสนอขายหุ้น IPO ในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงเพื่อดึงดูดใจและชดเชยความเสี่ยงด้าน Solvency Risk ให้กับนักลงทุน D/E Ratio จึงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเกิด Underpricing ในราคาหุ้น IPO ตามการศึกษาของ Razafindrambina and Kwan (2013) ศึกษาหุ้น IPO ที่ออกจำหน่ายในตลาดหุ้นประเทศอินโดนีเซีย ในระหว่างปี ค.ศ. 2004 – 2009 โดยศึกษาปัจจัย Financial Factors คือ Debt to Equity Ratio ที่กระทบต่อการ Underpricing กับ พบว่าปัจจัยที่เป็น Financial Factors มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการ Underpricing ในระดับ Insignificant โดยในงานวิจัยนี้ใช้หนี้สินรวมหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทในปีล่าสุดก่อนจดทะเบียน ในการคำนวณอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

3.2.2.4 อายุของกิจการ (Age of Company) อายุของบริษัทมีผลต่อการเกิด Underpricing เนื่องจากบริษัทที่มีอายุมาก มีการดำเนินกิจการมายาวนานก่อนการออกหุ้น IPO นั้น ทำให้นักลงทุนได้เห็นข้อมูลผลการดำเนินงานของบริษัทมาแล้วเป็นเวลานานจึงช่วยลดระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลให้น้อยลง ทำให้การเกิด IPO Underpricing ลดลงตามการศึกษาของ Martani, Sinaga and Syahroza (2012)

โดยงานวิจัยที่ผ่านมา Carter 1998 และ Ritter (1991) ได้อธิบายไว้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างอายุของบริษัทก่อนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กับระดับการเกิด Underprice ของหลักทรัพย์ IPO โดยบริษัทที่มีอายุน้อยกว่าจะมีความเสี่ยงที่สูงกว่าบริษัทที่ดำเนินการมานานกว่า ซึ่งบริษัทที่ดำเนินการมานานนั้นมีความเสถียรภาพและความสามารถในการดำเนินธุรกิจที่นานกว่าอีกทั้งยังมีงบการเงินที่เผยแพร่ต่อสาธารณะ ดังนั้นบริษัทที่มีอายุน้อยนั้นเมื่อซื้อขายวันแรกจะเกิดการ Underprice มากกว่า งานวิจัยนี้นับอายุบริษัทตั้งแต่จัดตั้งจนกระทั่งเข้าจดทะเบียนในตลาดซึ่งเป็นวิธีการคำนวณที่ใช้ในงานของ Martani et al. (2012)

3.2.2.5 ขนาดของกิจการ (Size of Company) จากผลการศึกษาของ Carter and Manaster (1990) พบว่าหากบริษัทที่ออกหุ้น IPO มีมูลค่าสูง มีธุรกิจที่หลากหลาย สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่าย โดยส่วนมากเป็นกิจการที่มีผลประกอบการที่ดีและมีความมั่นคง มีความเสี่ยง ส่งผลให้นักลงทุนให้ความสนใจหุ้น IPO ของบริษัทดังกล่าวมาก จึงทำให้ราคาเสนอขาย (Offer price) หุ้น IPO ของบริษัทนั้นสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ส่งผลให้การ Underpricing ของหุ้นนั้นน้อยไปด้วย ซึ่งสอดคล้อง

กับ Martani et al. (2012) ที่พบว่าขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการ Underpricing สำหรับงานวิจัยนี้ใช้มูลค่าตลาด (Market Capitalization) ณ วันที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

3.2.2.6 ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี (Auditor's reputation) ความสัมพันธ์ระหว่างชื่อเสียงของผู้สอบบัญชีกับ Initial Return ที่เกิดจากการ Underpricing เป็นความสัมพันธ์เชิงลบ เนื่องจากชื่อเสียงของผู้สอบบัญชีส่งผลต่อคุณภาพของการตั้งราคาที่เหมาะสมของ IPO และส่งผลต่อระดับ Underpricing จากการศึกษา Razafindrambinina and Kwan (2013) พบว่าผู้สอบบัญชีที่มีชื่อเสียงจะช่วยลดความเสี่ยงในการลงทุนได้ นักลงทุนจึงต้องการส่วนลดความเสี่ยงลดลง ส่งผลให้ Initial Return ลดลง ลดการเกิด IPO Underpricing นอกจากนี้งานศึกษา Martani et al. (2012) พบว่าความมีชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการ Underpricing

สำหรับงานวิจัยนี้ให้ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชีเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy) โดยมีค่าเป็น 1 หากผู้ตรวจสอบบัญชีของบริษัทในงบการเงินที่แสดงในหนังสือชี้ชวนของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์เป็นอยู่ในกลุ่ม Big-4 ได้แก่ 1. บริษัท เคพีเอ็มจี ภูมิภาค เอเชีย จำกัด 2. บริษัท ดีลอยท์ ทูช โรมัทสு ไชยศ สอบบัญชี จำกัด 3. บริษัท ไพรซ์วอเตอร์เฮาส์คูเปอร์ส เอบีเอเอส จำกัด 4. บริษัท สำนักงาน อีวาย จำกัด และมีค่าเป็น 0 หากเป็นผู้สอบบัญชีอื่นนอกเหนือจากนั้น

3.2.2.7 ชื่อเสียงของวาณิชธนกิจ (Underwriter's reputation) Underwriter ที่มีชื่อเสียงต้องการรักษาชื่อเสียงของตัวเองไว้ โดยต้องการรักษาคุณภาพระหว่าง ผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuer) กับ นักลงทุน (Investor) ด้วย ดังนั้น ราคาในตลาดวันแรกจึงต้องไม่แตกต่างกับราคาเสนอขายมากเกินไป ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Carter and Manaster (1990) ซึ่งใช้วิธีวัดส่วนแบ่งตลาดอย่างไรก็ดีการวัดวิธีดังกล่าวเป็นตัวแทนของปีใดปีหนึ่ง ซึ่งจะหมายถึงชื่อเสียงของ Underwriter ไม่เปลี่ยนแปลงเลย แต่สำหรับประเทศไทยที่เป็นประเทศกำลังพัฒนา จำนวนหุ้น IPO ยังมีค่อนข้างน้อยเมื่อเทียบกับต่างประเทศ ทำให้การแข่งขันของ Underwriter มีแนวโน้มค่อนข้างสูง และส่งผลให้มีการเปลี่ยนแปลงลำดับชื่อเสียงในแต่ละปีได้ ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงใช้วิธีการวัดชื่อเสียง Underwriter ด้วยการวัดจาก สัดส่วนมูลค่าทางการตลาด (Market Capitalization) ของบริษัทจดทะเบียนที่ Underwriter จัดจำหน่ายต่อมูลค่าทางการตลาดของหุ้น IPO ทั้งหมดเป็นรายปี ช่วงปี พ.ศ. 2549-2560 และมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับเปอร์เซ็นต์การ Underpricing

3.2.2.8 สัดส่วนการจัดสรรหลักทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายย่อย (Allotment portion to Institution investors and Retail investors) หุ้น IPO ที่ผู้ลงทุนสถาบันต้องการและได้รับการจัดสรรหลักทรัพย์เป็นสัดส่วนมากกว่าสัดส่วนของผู้ลงทุนรายย่อย มีแนวโน้มที่จะเกิดการ Underpricing มากกว่า เนื่องจากเชื่อว่าผู้ลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่ทราบข้อมูล (Informed investor) ที่ได้รับข้อมูลข่าวสารมากกว่าผู้ลงทุนรายย่อย จึงจะเลือกลงทุนเฉพาะหุ้น IPO ของบริษัท



ที่ดีในราคาที่ต่ำกว่าราคาที่แท้จริง และเนื่องจากผู้ลงทุนสถาบันเป็นผู้ลงทุนรายใหญ่ที่มีส่วนร่วมในการทำ Bookbuilding กับวณิชธนกิจผู้รับประกันการจัดจำหน่ายเพื่อหาราคาเสนอขายที่เหมาะสม วณิชธนกิจผู้รับประกันการจัดจำหน่ายจึงเสนอราคาที่ต่ำกว่าราคาที่แท้จริงเพื่อตอบแทนที่นักลงทุนสถาบันเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับราคาและความต้องการหุ้น IPO ในแต่ละระดับราคา ทำให้ราคาหุ้น IPO ที่นักลงทุนสถาบันซื้อเป็นราคาที่ Underpricing งานศึกษาของ Hanley (1993) พบว่าหากผู้รับประกันการจัดจำหน่าย ได้ข้อมูลว่านักลงทุนที่มีความต้องการหุ้น IPO นั้นเป็นอย่างมากและยินดีให้ราคาสูงกับหุ้น IPO เหล่านั้น ผู้รับประกันการจัดจำหน่ายจะทำการปรับราคาของซื้อให้สูงขึ้นระดับหนึ่ง แต่ผู้รับประกันการจัดจำหน่ายจะไม่ปรับราคาของให้เต็มเท่ากับราคาที่นักลงทุนยินดีจะจ่าย ดังนั้น หุ้น IPO ที่มีการปรับราคาของขึ้นแล้วจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้น IPO ที่ไม่มีการปรับราคาขึ้น โดยการตั้งราคาของให้ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงนั้น เพื่อเป็นการตอบแทนให้แก่นักลงทุนที่ยินดีเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับหุ้น IPO ซึ่งสอดคล้องกับ Cornelli and Goldreich (2002) ที่พบว่าเมื่อนักลงทุนเสนอซื้อหุ้น IPO ที่ต้องการที่ราคาต่ำไป ผู้รับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ก็จะไม่จัดสรรหุ้นให้ทำให้นักลงทุนไม่ได้รับหุ้น IPO ตามที่ต้องการ ในทางกลับกันถ้านักลงทุนเสนอซื้อหุ้นที่ราคาสูงไป ผู้รับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ก็จะเสนอขายราคานั้นที่ทำให้ผู้จองซื้อได้ราคาหุ้นที่สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ดังนั้น นักลงทุนที่มีข้อมูลข่าวสารกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO จะให้ข้อมูลดังกล่าวแก่ผู้รับประกันการจัดจำหน่ายเพื่อช่วยในการกำหนดราคาที่ไม่สูงหรือต่ำเกินไปของหุ้น IPO นั้น ซึ่งผู้รับประกันการจัดจำหน่ายก็จะตอบแทนนักลงทุนกลุ่มนี้ด้วยการจัดสรรหุ้น IPO เหล่านี้ให้กับนักลงทุนที่เปิดเผยข้อมูลในช่วงการทำ Bookbuilding

สำหรับงานวิจัยนี้ใช้จำนวนหุ้น IPO ของแต่ละบริษัทที่ผู้ลงทุนสถาบันได้รับจัดสรรหารด้วยจำนวนหุ้น IPO ทั้งหมดที่แต่ละบริษัทออกจำหน่ายแล้วคูณด้วย 100 เพื่อทำเป็นเปอร์เซ็นต์ของสัดส่วนการจัดสรรหลักทรัพย์ฯ โดยเก็บข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และหนังสือชี้ชวน

3.2.2.9 สภาพการณ์ทางเศรษฐกิจ (Economic Condition) Mahmood et al. (2011) ได้ทำการศึกษา IPO Underpricing กรณีศึกษาตลาดหุ้นจีน ในช่วงวิกฤตการณ์ Asian Financial Crisis (1997-1999) และ Hamburger Crisis (2007-2009) ผลการวิจัยพบว่า ในช่วง Asian Financial Crisis นั้น หุ้น IPO ที่ดำเนินการเข้าตลาดหุ้นจีนมีการ Underpricing เฉลี่ยอยู่ที่ 135.73% และการ Underpricing โดยรวมมีความผันผวนน้อย เมื่อเทียบกับช่วง Hamburger Crisis ที่มีการ Underpricing ของหุ้น IPO ที่ดำเนินการเข้าตลาดหุ้นจีนเพิ่มขึ้นประมาณ 10% โดยมีการ Underpricing เฉลี่ยอยู่ที่ 145.20% และการ Underpricing โดยรวมมีความผันผวนมาก ทำให้นักลงทุนสามารถคาดการณ์ราคาหุ้นได้ยาก จึงกล่าวได้ว่า ในช่วงเวลาที่เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินทั้งสองครั้ง บริษัทที่ดำเนินการออกหุ้น IPO ใน ตลาดหุ้นจีนมีแนวโน้มค่อยๆ ลดลงตลอดช่วงระยะเวลาวิกฤตซึ่งมีความสัมพันธ์ในทาง

เดียวกันกับการ Underpricing ในหุ้น IPO ตลอดช่วงระยะเวลาวิกฤติ โดยในปี ค.ศ.2009 นั้น ตลาดหุ้นเงินมีหุ้น IPO ที่ดำเนินการเข้าตลาดเพียง 43 บริษัท เท่านั้น ซึ่งอาจแสดงถึงสภาพแวดล้อมของตลาด ที่ทำให้บริษัทไม่กล้าเข้ามาระดมทุนในตลาดทุนเนื่องจากการตั้งราคาหุ้นจะต้องตั้งในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpricing)

ดังนั้นช่วงที่สภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจไม่ปกติ เช่น เกิดวิกฤติเศรษฐกิจ ซึ่งทำให้เศรษฐกิจถดถอย บริษัทที่ต้องการระดมทุนในช่วงดังกล่าวมีความกังวลที่มีความเสี่ยง บริษัทที่ออกหุ้น IPO ในช่วงเวลาดังกล่าวอาจต้องตั้งราคาหุ้น IPO ในลักษณะที่จูงใจนักลงทุนมากกว่าปกติ ทำให้ราคาเสนอขายหุ้น IPO เกิดการ Underpricing มากกว่าปกติ สำหรับงานวิจัยนี้ได้ศึกษาบริษัทที่ออกหุ้นในช่วง Sub-prime crisis



ตารางที่ 3.6 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ

ตัวแปร	สัญลักษณ์	ความสัมพันธ์% Underpricing	คำอธิบายและวิธีการคำนวณ	อิทธิพลและความสัมพันธ์ในงานวิจัย
สัดส่วนของหุ้น IPO ที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท (IPO Ratio)	lnIPO	(+)	สัดส่วนของหุ้น IPO ที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นจดทะเบียนชำระแล้ว ณ วันที่เข้าจดทะเบียนในตลาดรอง (%)	สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมเป็นสัญญาณให้นักลงทุนทราบว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหุ้น IPO ตัวดังกล่าวอาจมีมูลค่าของบริษัทเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น/ลดลง บริษัทจึงต้องตั้งราคาหุ้น IPO ต่ำกว่าราคาที่แท้จริง เพื่อชดเชยความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นและดึงดูดให้นักลงทุนสนใจหุ้น IPO (Ritter, 1991)
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset)	ROA	(-)	กำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัทในปีล่าสุดก่อนจดทะเบียน (เท่า)	บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมสูง แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ซึ่งทำให้ นักลงทุนคาดการณ์ว่าหุ้น IPO ของบริษัทนั้นมีแนวโน้มมีมูลค่าสูงขึ้นและสร้างผลตอบแทน (Capital Gain) และเงินปันผลให้แก่แก่นักลงทุน (Lie, 2001)
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio)	DE_ratio	(+)	หนี้สินรวมหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นในปีล่าสุดก่อนจดทะเบียนที่ทำการจดทะเบียน (เท่า)	D/E แสดงถึง unsystematic risk ด้าน Solvency risk ของบริษัทซึ่งส่งผลกระทบต่อการเกิด Underpricing ตามการศึกษาของ Razafindrambina and Kwan (2013)
อายุของกิจการ (Age of Company)	Ageofcompany	(-)	อายุบริษัทตั้งแต่จัดตั้งจนถึงจดทะเบียน (ปี)	อายุมีผลทางลบต่อการเกิดการ Underpricing บริษัทที่อายุมาก นักลงทุนจะรับรู้ผลการดำเนินการมานาน จึงช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูล ทำให้ % การเกิด IPO Underpricing ลดลง (Martani et al., 2012)

ตารางที่ 3.6 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ (ต่อ)

ตัวแปร	สัญลักษณ์	ความสัมพันธ์ % Underpricing	คำอธิบายและวิธีการคำนวณ	อิทธิพลและความสัมพันธ์ในทฤษฎี
ขนาดของกิจการ (Size of Company)	InSize	(-)	Market Capitalization ณ วันที่เข้าจดทะเบียนในตลาด (log ของบาท)	บริษัทที่มีมูลค่าตลาดสูงแสดงถึงความสามารถในการทำกำไรที่มากกว่า นักลงทุนจึงคาดการณ์ว่าหุ้น IPO ของบริษัทนั้นมีแนวโน้มสร้างผลตอบแทนได้มาก และมีความเสี่ยงน้อย จึงให้ความสนใจในหุ้น IPO นั้นมากกว่าราคาหุ้น IPO นั้นมีแนวโน้มสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Carter & Manaster, 1990)
ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี (Auditor's reputation)	AUDIT	(-)	ให้ค่า 1 ถ้าผู้ตรวจสอบบัญชีของบริษัทในงบการเงินที่แสดงในหนังสือชี้ชวนของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์เป็นบริษัท Big-4 และ 0 นอกเหนือจากนั้น	ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชีส่งผลกระทบต่อคุณภาพของการตั้งราคาที่เหมาะสมของ IPO และส่งผลกระทบต่อระดับ Underpricing ผู้สอบบัญชีที่มีชื่อเสียงจะทำให้ให้นักลงทุนเชื่อมั่นว่าหุ้น IPO มีราคาที่เหมาะสมช่วยลด % การ Underpricing ได้ (Razafindrambinina & Kwan, 2013)
ชื่อเสียงของวาณิชธนกิจ (Underwriter's reputation)	Underwriter	(-)	% ของมูลค่า IPO ที่ Underwriter ใต้เป็น Lead Underwriter โดยใช้เวลาแบ่งตลาดของมูลค่าหุ้นที่จัดจำหน่ายได้เป็นรายปี	กิจการเลือกใช้ Underwriter ที่มีชื่อเสียงน้อยในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของหุ้นของหลักทรัพย์สูงเกินความเป็นจริง เนื่องจาก Underwriter ที่มีชื่อเสียงน้อยจะตั้งราคาขายหลักทรัพย์ต่ำกว่าความเป็นจริงเพื่อดึงดูดความสนใจจากนักลงทุน โดยในการศึกษาที่ใช้วิธีการวัดชื่อเสียง Underwriter ด้วยการวัดจากส่วนแบ่งตลาดของมูลค่าทางการตลาด (Market Capitalization) ของ Underwriter ที่จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณะเป็นครั้งแรก ตามแนวคิดของ Carter and Manaster (1990)

ตารางที่ 3.6 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ (ต่อ)

ตัวแปร	สัญลักษณ์	ความสัมพันธ์ % Underpricing	คำอธิบายและวิธีการคำนวณ	อิทธิพลและความสัมพันธ์ในงานวิจัย
สัดส่วนการจัดสรรหลักทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายย่อย (Allotment portion to Institution investors and Retail investors)	Instit	(+)	% of shares allotment of Institution	หุ้น IPO ที่นักลงทุนสถาบันได้รับการจัดสรรมากกว่านักลงทุนรายย่อย มีแนวโน้มเกิดการ Underpricing มาก เนื่องจากเชื่อว่าผู้ลงทุนสถาบันมีข้อมูลมากกว่าผู้ลงทุนรายย่อยจึงเลือกลงทุนเฉพาะหุ้น IPO ที่ดีในราคาที่ต่ำกว่าราคาที่เป็นจริง และผู้ลงทุนสถาบันเป็นผู้ลงทุนรายใหญ่ มีส่วนร่วมในการทำ Bookbuilding เพื่อหาราคาเสนอขาย จึงเสนอราคาที่ต่ำกว่าราคาที่เป็นจริงเพื่อตอบสนองข้อเสนอในการทำ Bookbuilding ราคาหุ้น IPO ที่นักลงทุนซื้อจึงเป็นราคาที่ Underpricing (Harley, Kumar and Seguin – 1993; Sherman and Titman – 2002; Corwin and Schultz – 2005)
สภาวะทางเศรษฐกิจ (Economic Condition)	Crisis	(+)	(Dummy variable) ให้ค่า 1 ถ้าบริษัทออกหุ้นในช่วง crisis และ 0 นอกเหนือจากนั้น (Sub-prime crisis on December 2007-June 2009)	ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจซบเซา บริษัทอาจต้องตั้งราคาหุ้นในลักษณะที่สูงเกินนักลงทุนมากกว่าปกติ ทำให้ราคาเสนอขายมี Underpricing (Mahmood, Xia, Ali, Usman and Shahid (2011))

BIG-4 ได้แก่ 1. บริษัท เคพีเอ็มจี ภูมิไชย สอบบัญชี จำกัด 2. บริษัท ดีลอยท์ ทูช โทมัส ไซยศ สอบบัญชี จำกัด 3. บริษัท ไพร์ซวอเตอร์เฮาส์คูเปอร์ส เอ็มบีเอส จำกัด 4. บริษัท สำนักรงาน อีวาย จำกัด

### 3.3 วิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method)

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้มีลักษณะเป็น Pooled Data กล่าวคือ เป็นข้อมูลที่มีลักษณะที่มีการเก็บข้อมูลจากหลายหน่วยสำรวจในช่วงเวลาเดียวกันและทำการเก็บข้อมูลมากกว่า 1 ช่วงเวลา โดยในงานวิจัยนี้เก็บข้อมูลการออกหุ้น IPO ของแต่ละบริษัทจดทะเบียนครบคลุมตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 ถึง 2559 ทั้งในวันแรกที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และวันที่ 20 หลังจากถือหุ้น IPO นั้นๆ เริ่มทำการซื้อขาย เพื่อเปรียบเทียบ % การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว งานวิจัยนี้ใช้วิธีทางสถิติแบบ Ordinary Least Square Method โดยสนใจศึกษาขนาดและทิศทางความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลให้หุ้น IPO มีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง วิธีการวัดค่าที่ใช้ในการศึกษาเป็นสมการเส้นตรง และพิจารณาถึงตัวแปร 9 ตัวแปร ที่มีผลต่อ % การ Underpricing ในหุ้น IPO ดังแสดงในสมการเส้นตรงต่อไปนี้

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 \text{IPOS}_{hr} + \beta_2 \text{ROA} + \beta_3 \text{DE\_Ratio} + \beta_4 \text{Ageofcompany} + \beta_5 \text{Sizecomp} + \beta_6 \text{AUDIT} + \beta_7 \text{Underwriter} + \beta_8 \text{Instit} + \beta_9 \text{Crisis} + \epsilon$$

เมื่อ Y = % การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO (%)

IPOS<sub>hr</sub> = สัดส่วนของหุ้น IPO ที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นจดทะเบียนชำระแล้ว ณ วันที่เข้าจดทะเบียนในตลาดรอง (%)

ROA = Return on Asset ของบริษัทที่ออกหุ้น IPO โดยกำไรสุทธิหารด้วย สินทรัพย์รวมของบริษัทในปีที่ล่าสุดก่อนจดทะเบียน (เท่า)

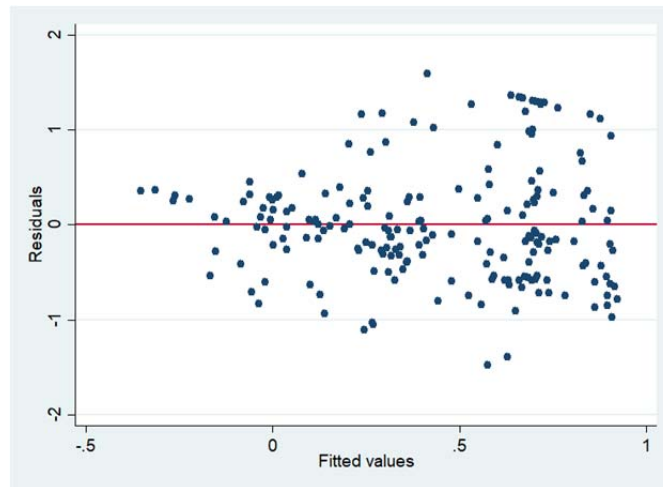
DE\_Ratio = Debt to Equity (D/E Ratio) ของบริษัทที่ออกหุ้น IPO (เท่า)

Ageofcompany = อายุของบริษัทตั้งแต่วันจัดตั้งถึงวันเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (ปี)

Sizecomp = มูลค่าตลาดของกิจการ ณ วันที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (log ของบาท)

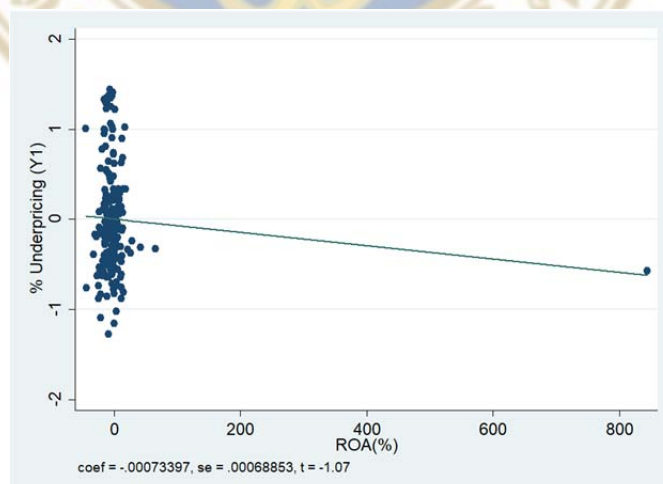
- AUDIT = ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชีที่ตรวจสอบบัญชีของบริษัทที่ออกหุ้น IPO โดยเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy) ซึ่งมีค่าเป็น 1 เมื่อผู้สอบบัญชีของบริษัทที่ออกหุ้น IPO เป็นผู้สอบบัญชีในกลุ่ม Big-Four และมีค่าเป็น 0 เมื่อผู้สอบบัญชีของบริษัทที่ออกหุ้น IPO เป็นผู้สอบบัญชีอื่น
- Underwriter = ชื่อเสียงของวาณิชธนกิจที่รับประกันการจัดจำหน่ายหุ้น IPO โดยวัดจากส่วนแบ่งตลาดของมูลค่าทางการตลาด (Market Capitalization) รายละเอียดตาม appendix A (%)
- Instit = สัดส่วนการจัดสรรหุ้น IPO แต่ละบริษัทให้กับผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายย่อย (%)
- Crisis = สภาวะการณ์ที่บริษัทมีการออกหุ้น IPO ในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจโลกในช่วงปี ค.ศ. 2008-2009 โดยเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy) ซึ่งมีค่าเป็น 1 เมื่อบริษัทดำเนินการออกหุ้น IPO ในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจโลก และมีค่าเป็น 0 เมื่อบริษัทไม่ได้ดำเนินการออกหุ้น IPO ในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจโลก

ทั้งนี้ จากการตรวจสอบสมมติฐานของการวิเคราะห์แบบถดถอย (Ordinary Least Square Method) พบว่า การวิเคราะห์การถดถอยไม่เป็นไปตามสมมติฐาน ทำให้สมมติฐานเกิดความไม่น่าเชื่อถือโดยเมื่อพิจารณาจากกราฟที่ 1 ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Residuals) และเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO (ตัวแปรตาม  $Y_p$ ) พบว่า ความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนมีลักษณะไม่คงที่ (Heteroskedasticity Problem) กล่าวคือ เมื่อค่าของ เปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO ที่ประมาณได้มีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลง จะส่งผลให้ค่าความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อนเปลี่ยนแปลงตาม ดังแสดงในภาพที่ 3.1



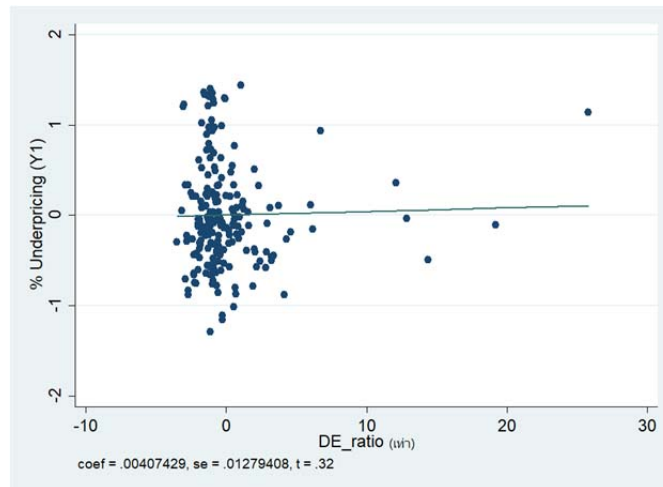
**ภาพที่ 3.1** กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวคลาดเคลื่อน (Residuals) และ % การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO ที่ประมาณค่าได้จากแบบจำลองตามสมมติฐานของงานวิจัย (Fitted Value)

เมื่อพิจารณาถึงสาเหตุของการเกิดปัญหา พบว่า ข้อมูลตัวแปรอธิบายบางตัวเกิดปัญหา มีค่าสุดต่าง (outlier) ซึ่งเป็นข้อมูลที่โดดออกไปจากค่าของข้อมูลตัวอื่นรวมอยู่ด้วย ทำให้ลักษณะการกระจายตัวของข้อมูลมีความผิดปกติ ดังแสดงในภาพที่ 3.2 แสดงความสัมพันธ์ระหว่าง % การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO กับตัวแปรอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และภาพที่ 3.3 แสดงความสัมพันธ์ระหว่าง % การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO กับตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E Ratio)



**ภาพที่ 3.2** กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง % การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO กับตัวแปรอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)





ภาพที่ 3.3 กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง % การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO กับตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E Ratio)

จากปัญหาข้างต้นส่งผลให้ค่า % การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO ที่ประมาณด้วยวิธี OLS ตามปกติมีความคลาดเคลื่อน เนื่องจากวิธี OLS มีความ sensitive กับขนาดและการกระจายตัวของตัวแปรค่อนข้างมาก เมื่อข้อมูลมีค่าสุดต่างรวมอยู่ด้วยจะทำให้ค่า Standard Error มีขนาดใหญ่มาก ส่งผลให้ค่า t ที่คำนวณจากค่า Standard Error นั้นมีค่าต่ำกว่าที่ควร ผลการทดสอบความสัมพันธ์ของค่าพารามิเตอร์แต่ละค่ากับตัวแปรตาม (t-test) จึงมีความคลาดเคลื่อน และทำให้ผลการศึกษามีความคลาดเคลื่อนตามไปด้วย ทำให้ไม่สามารถใช้วิธี OLS ตามปกติในการประมาณค่าพารามิเตอร์ได้ จึงต้องนำเทคนิค Robust มาช่วยในการประมาณค่าพารามิเตอร์ โดยใช้ค่า Robust Standard Errors ในการประมาณค่าพารามิเตอร์แทนค่า Standard Errors ตามปกติ เพื่อช่วยให้ค่าพารามิเตอร์ที่ประมาณได้มีความคลาดเคลื่อนลดลง

## บทที่ 4

### ผลการทดสอบ

ส่วนนี้เป็นการนำปัจจัยที่กำหนดข้างต้นมาทดสอบหาความสัมพันธ์เพื่อหาผลตอบแทนในวันแรกด้วยวิธีการที่กำหนดไว้ข้างต้น โดยได้รวมตัวแปรที่ใช้แทนปัจจัยจากทฤษฎีต่างๆ ไว้ ได้แก่ สัดส่วนของหุ้น IPO ที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท (IPO Ratio), อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset), อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio), อายุของกิจการ (Age of Company), ขนาดของกิจการ (Size of Company), ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี (Auditor's reputation), ชื่อเสียงของวาณิชธนกิจ (Underwriter's reputation), สัดส่วนการจัดสรรหลักทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายย่อย (Allotment portion to Institution investors and Retail investors) และสภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจ (Economic Condition)

#### 4.1 ผลการศึกษาจากวิธี Ordinary Least Square (OLS)

จากตารางที่ 4.1 ตารางแสดงทิศทางความสัมพันธ์ของแต่ละตัวแปรอธิบายตามทฤษฎีเทียบกับผลที่ได้จริงจากวิธี Ordinary Least Square จำนวนค่า  $Y_1$  โดยวิธี MAR แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันแรก (1) เพื่อพิจารณาผลตอบแทนวันแรกที่หุ้นทำการซื้อขายในตลาด และจำนวนค่า  $Y_2$  โดยวิธี MAR แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันที่ 20 (2) เพื่อพิจารณาผลตอบแทนระยะยาว

ผลวิจัยพบว่า ปัจจัยที่มีผลต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO ในวันแรกที่หุ้นทำการซื้อขายในตลาด และตรงกับสมมติฐานของงานวิจัยนี้ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ คือ สัดส่วนของหุ้น IPO ที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท (IPO Ratio) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset) ผลการศึกษาไม่สามารถยืนยันได้ว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) ชื่อเสียงของวาณิชธนกิจ (Underwriter's reputation) เป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO ในวันแรกที่หุ้นทำการซื้อขายในตลาด เพราะแม้ผลจะมีทิศทางความสัมพันธ์สอดคล้องกับทฤษฎีแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับปัจจัยอายุของกิจการ (Age of Company) ขนาดของกิจการ (Size of Company) และชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี (Auditor's reputation) พบว่าปัจจัยดังกล่าวมีความสัมพันธ์ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานของงานวิจัยนี้ และขัดแย้งกับทฤษฎี

ข้างต้น แต่อย่างไรก็ตามปัจจัยดังกล่าวไม่ได้ส่งผลกระทบต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO ในวันแรกที่หุ้นทำการซื้อขายในตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับปัจจัยสัดส่วนการจัดสรรหลักทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายย่อย (Allotment portion to Institution investors and Retail investors) และสภาพการณ์ทางเศรษฐกิจ (Economic Condition) งานวิจัยนี้พบว่าปัจจัยดังกล่าวมีความสัมพันธ์ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานของงานวิจัยนี้ และส่งผลกระทบต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO ในวันแรกที่หุ้นทำการซื้อขายในตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหุ้น IPO กับเปอร์เซ็นต์การ Underpricing วันแรกโดยวัดผลตอบแทนระยะสั้น ของหุ้น IPO คือ

$$Y_1 = -0.20 - 0.0007ROA - 0.01Instit - 0.27Crisis$$

ผลวิจัยพบว่า ปัจจัยที่มีผลต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO ในระยะสั้นมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับร้อยละ 5 ขึ้นไป คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset) สำหรับสัดส่วนการจัดสรรหลักทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายย่อย (Allotment portion to Institution investors and Retail investors) และสภาพการณ์ทางเศรษฐกิจ (Economic Condition) โดยที่ปัจจัยที่มีทิศทางความสัมพันธ์กับเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO ในระยะยาวสอดคล้องกับข้อสมมติฐานข้างต้นของงานวิจัยนี้ คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset) สัดส่วนของหุ้น IPO ที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท (IPO Ratio) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) และปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานของงานวิจัยนี้ คือ อายุของกิจการ (Age of Company) ขนาดของกิจการ (Size of Company) ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี (Auditor's reputation) และชื่อเสียงของวาณิชธนกิจ (Underwriter's reputation) แต่อย่างไรก็ตามปัจจัยดังกล่าวไม่ได้ส่งผลกระทบต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO ในระยะยาว อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับสัดส่วนการจัดสรรหลักทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายย่อย (Allotment portion to Institution investors and Retail investors) และสภาพการณ์ทางเศรษฐกิจ (Economic Condition) งานวิจัยนี้พบว่าปัจจัยดังกล่าวมีความสัมพันธ์ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานของงานวิจัยนี้และส่งผลกระทบต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO ในระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหุ้น IPO กับเปอร์เซ็นต์การ Underpricing วันที่ 20 โดยใช้วัดผลตอบแทนระยะยาว ของหุ้น IPO คือ

$$Y_2 = -0.24 - 0.0005ROA - 0.01Instit - 0.27Crisis$$

ผลวิจัยพบว่า ปัจจัยที่มีผลต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO ในระยะยาว มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับร้อยละ 5 ขึ้นไป คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset) สำหรับสัดส่วนการจัดสรรหลักทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายย่อย (Allotment portion to Institution investors and Retail investors) และสภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจ (Economic Condition)

ดังนั้น ปัจจัยที่ส่งผลต่อผลตอบแทนวันแรกที่หุ้นทำการซื้อขายในตลาด และส่งผลต่อผลตอบแทนระยะยาวมีความแตกต่างกัน 2 ปัจจัย ได้แก่ สัดส่วนของหุ้น IPO ที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท (IPO Ratio) กล่าวคือ ในระยะยาวปัจจัยสัดส่วนของหุ้น IPO ที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท (IPO Ratio) ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และชื่อเสียงของวาณิชธนกิจ (Underwriter's reputation) ที่มีความสัมพันธ์ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานของงานวิจัยนี้ อย่างไรก็ตามปัจจัยดังกล่าวไม่ได้ส่งผลกระทบต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

**ตารางที่ 4.1** สรุปผลการศึกษาจากวิธี Ordinary Least Square (OLS) แบบ Robust ของวิธี Market-adjusted initial return (MAR) แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันแรก (1) และวิธี Market-adjusted initial return (MAR) แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันที่ 20 (2)

Variable <sup>1</sup>	เครื่องหมายที่คาดหวัง	(1)	(2)
lnIPO	(+)	0.1157 * (0.0653)	0.0724 (0.0671)
ROA	(-)	-0.0007 *** (0.0002)	-0.0005 *** (0.0002)
DE_ratio	(+)	0.0041 (0.0035)	0.0028 (0.0119)
Ageofcompany	(-)	0.0024 (0.0035)	0.0009 (0.0033)
lnSize	(-)	0.0693 (0.0453)	0.0673 (0.0485)

**ตารางที่ 4.1** สรุปผลการศึกษาจากวิธี Ordinary Least Square (OLS) แบบ Robust ของวิธี Market-adjusted initial return (MAR) แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันแรก (1) และวิธี Market-adjusted initial return (MAR) แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันที่ 20 (2) (ต่อ)

Variable <sup>1</sup>	เครื่องหมายที่คาดหวัง	(1)	(2)
AUDIT	(-)	0.0512 (0.0961)	0.0566 (0.1012)
Underwriter	(-)	-0.0079 (0.0153)	0.0055 (0.0142)
Instit	(+)	-0.0148 *** (0.0029)	-0.0108 *** (0.0030)
Crisis	(+)	-0.2790 *** (0.0988)	-0.2798 *** (0.1060)
Constant		-0.2028 (0.3719)	-0.2442 (0.3953)
Observations		200	200
F		9.4658 ***	5.2326 ***
R square		0.1866	0.1092
Adjusted R square		0.1481	0.0670

\*มีนัยสำคัญที่ 10%, \*\*มีนัยสำคัญที่ 5%, \*\*\*มีนัยสำคัญที่ 1%

ผลการศึกษาพบว่าแต่ละปัจจัยมีความสัมพันธ์กับเปอร์เซ็นต์ของ Underpricing ของหุ้น IPO ดังนี้

สัดส่วนของหุ้น IPO ที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท (IPO Ratio) งานวิจัยนี้ใช้อัตราส่วนระหว่างหุ้น IPO ที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นจดทะเบียนชำระแล้ว ณ วันที่เข้าจดทะเบียนในตลาดรอง ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยดังกล่าวส่งผลต่อเปอร์เซ็นต์ของ Underpricing

<sup>1</sup> คำอธิบายตัวแปร ได้แก่ สัดส่วนของหุ้น IPO ที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท (lnIPO) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE\_ratio) อายุของกิจการ (Age of Company) ขนาดของกิจการ (lnSize) ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี (AUDIT) ชื่อเสียงของวาณิชธนกิจ (Underwriter) สัดส่วนการจัดสรรหลักทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายย่อย (Instit) สภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจ (Crisis) โดยค่า ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวอย่าง (sample standard deviation) แสดงค่าในวงเล็บ

ของหุ้น IPO วัดด้วยวัดผลตอบแทนวิธี MAR วันแรก พบมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ เมื่อสัดส่วนของหุ้น IPO ที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท (IPO Ratio) เปลี่ยนแปลงไป 1% มีโอกาสที่เปอร์เซ็นต์ Underpricing ของหุ้น IPO เปลี่ยนแปลงไป 0.11% ในทิศทางเดียวกันที่ระดับนัยสำคัญ 10% ซึ่งตรงกับสมมติฐานของผู้ทำการศึกษา และสอดคล้องกับทฤษฎี Ownership and Control รวมถึงสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Ritter (1991)

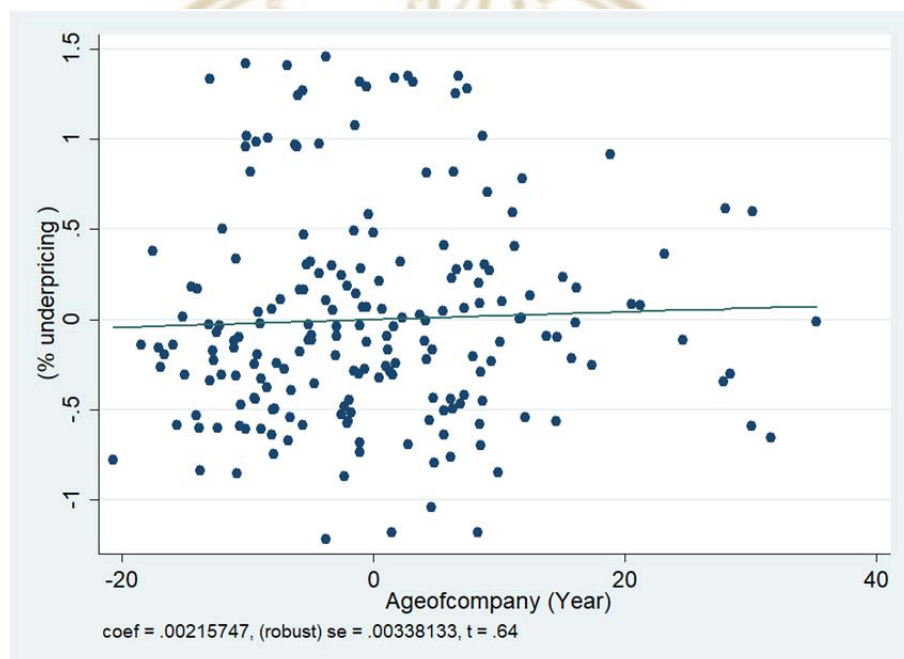
สำหรับวิธีการวัดผลตอบแทนในระยะยาว โดยวิธี MAR วันที่ 20 ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยดังกล่าวส่งผลต่อเปอร์เซ็นต์ของ Underpricing ของหุ้น IPO โดยมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนของหุ้น IPO ที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท (IPO Ratio) ในทิศทางเดียวกัน แต่ไม่สามารถอธิบายได้อย่างมีนัยสำคัญ

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset) งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลกำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัทในปีล่าสุดก่อนจดทะเบียน ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยดังกล่าวส่งผลต่อเปอร์เซ็นต์ Underpricing ของหุ้น IPO ของผลตอบแทนวันแรก(วิธี MAR วันแรก)และผลตอบแทนในระยะยาว(วิธี MAR วันที่ 20) พบว่าปัจจัยดังกล่าวส่งผลต่อเปอร์เซ็นต์ Underpricing ของหุ้น IPO โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ เมื่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset) เปลี่ยนแปลงไป 1% มีโอกาสที่เปอร์เซ็นต์ Underpricing ของหุ้น IPO เปลี่ยนแปลงไป 0.07% ในทิศทางตรงกันข้าม ที่ระดับนัยสำคัญ 1% ซึ่งตรงกับสมมติฐานของผู้ทำการศึกษา และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Lie (2001)

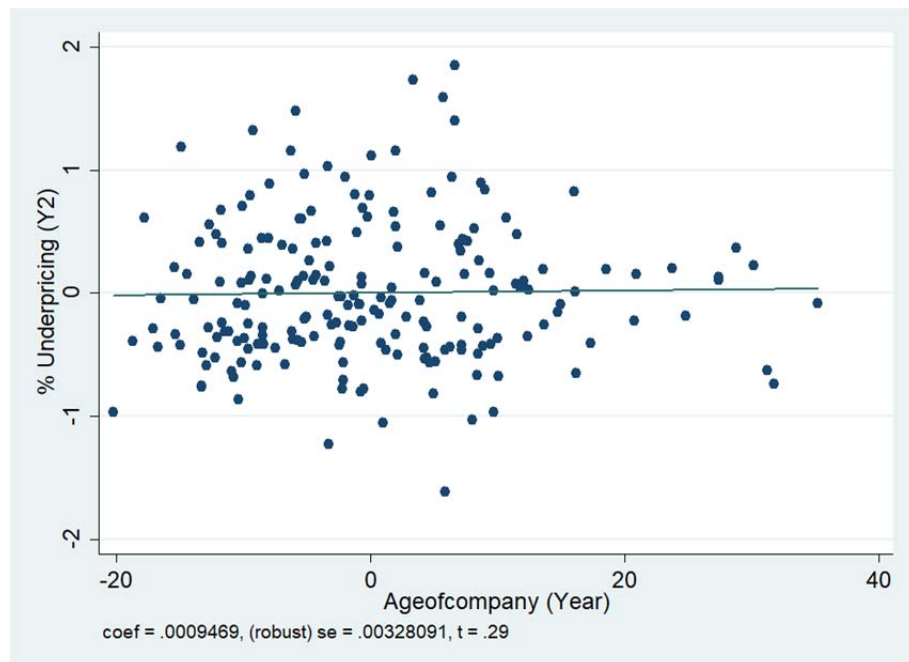
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) งานวิจัยนี้ใช้หนี้สินรวมหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทในปีล่าสุดก่อนจดทะเบียน ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยดังกล่าวไม่ได้ส่งผลต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ของหุ้น IPO ของผลตอบแทนวันแรก(วิธี MAR วันแรก)และผลตอบแทนในระยะยาว(วิธี MAR วันที่ 20) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงไม่อาจกล่าวได้ว่าบริษัทที่ยังมีสัดส่วนหนี้สินต่อทุนเป็นสัดส่วนที่สูง จะยิ่งทำให้ราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง หรือเปอร์เซ็นต์ Underpricing มากขึ้น แต่อย่างไรก็ตามปัจจัยดังกล่าวมีความสัมพันธ์สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Razafindrambinina and Kwan (2013)

อายุของกิจการ (Age of Company) งานวิจัยนี้ใช้อายุบริษัทตั้งแต่จัดตั้งจนกระทั่งเข้าจดทะเบียนผลการศึกษาพบว่าปัจจัยดังกล่าวไม่ได้ส่งผลต่อเปอร์เซ็นต์ Underpricing ของหุ้น IPO ของผลตอบแทนวันแรก (วิธี MAR วันแรก) และผลตอบแทนในระยะยาว (วิธี MAR วันที่ 20) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงไม่อาจกล่าวได้ว่าบริษัทที่มีอายุมากขึ้นจะทำให้เปอร์เซ็นต์การ Underpricing น้อยลง และพบว่าปัจจัยดังกล่าวมีความสัมพันธ์แตกต่างจากสมมติฐานของงานวิจัย ดังนั้นผู้วิจัยจึงได้ตรวจสอบข้อมูลเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่าง อายุของกิจการ (Age of Company) กับเปอร์เซ็นต์

การ Underpricing ของหุ้น IPO เพื่อหาความสัมพันธ์ของตัวแปร โดยทำการควบคุมตัวแปรอื่นๆ ใ้คงที่ จากข้อมูลแสดงกลุ่มตัวอย่างของภาพที่ 4.1 แสดงการกระจายตัวของตัวแปรอายุของกิจการ (Age of Company) ต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO โดยวิธี Market-adjusted initial return (MAR) แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันแรก และกราฟที่ 4 แสดงการกระจายตัวของตัวแปรอายุของกิจการ (Age of Company) ต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO โดยวิธี Market-adjusted initial return (MAR) แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันที่ 20 พบว่าไม่สามารถระบุความสัมพันธ์ได้อย่างชัดเจนว่าอายุของกิจการกับเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางใด



ภาพที่ 4.1 แสดงการกระจายตัวของตัวแปร Age of Company ต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO โดยวิธี Market-adjusted initial return (MAR) แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันแรก



ภาพที่ 4.2 แสดงการกระจายตัวของตัวแปร Age of Company ต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO โดยวิธี Market-adjusted initial return (MAR) แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันที่ 20

จากการศึกษาของบุคคลอื่น พบงานวิจัยที่ทำการศึกษากการ Underpricing ในหุ้น IPO กรณีศึกษาตลาดหุ้นไทยในช่วงปี ค.ศ. 2003-2010 และพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอายุกิจการกับการ Underpricing ในหุ้น IPO เป็นไปในเชิงบวก โดยไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ang 2010 (Angsutrarux 2010)

Sahoo and Rajib (2012) ได้ศึกษาพฤติกรรมราคาหุ้น IPO ในตลาดหุ้นอินเดียและหาขนาดทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอายุกิจการกับ Underpricing ในหุ้น IPO ช่วงปี ค.ศ. 2002-2007 พบว่า ภาพรวมหุ้น IPO ในตลาดหุ้นอินเดียมีการ Underpricing เฉลี่ยอยู่ที่ 35.61% และตัวแปรอายุของ บริษัทที่มีทิศทางความสัมพันธ์ที่เป็นบวกกับการ Underpricing

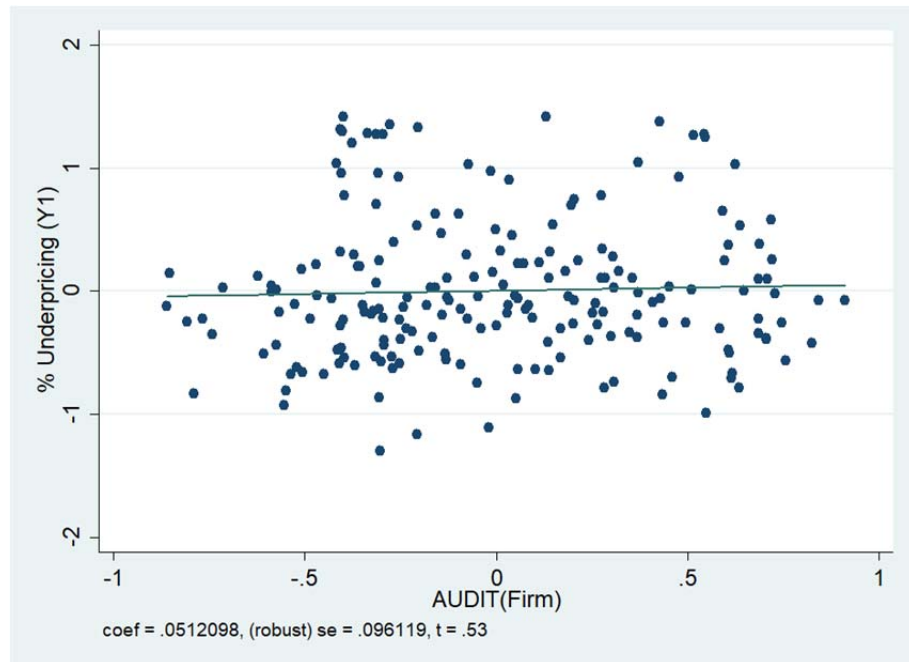
Islam, Ali, and Ahmad (2010) ได้ศึกษาพฤติกรรมราคาของหุ้น IPO ในตลาดหุ้นบังกลาเทศและหาขนาดทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอายุของบริษัทกับการ Underpricing ในหุ้น IPO ช่วงปี ค.ศ. 1995-2005 พบว่าภาพรวมหุ้น IPO ในตลาดหุ้นบังกลาเทศมีการ Underpricing เฉลี่ยอยู่ที่ 480.72% ซึ่งมีค่าสูงกว่าประเทศอื่นๆ ในเอเชียเพราะหุ้น IPO ส่วนใหญ่ที่ดำเนินเข้าตลาดหุ้นในบังกลาเทศนั้นมักมีราคา Underpricing โดยมีสัดส่วนหุ้นประเภทดังกล่าวอยู่ถึง 90.57% ของจำนวนหุ้นที่เข้าตลาดทั้งหมด โดยมีทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอายุของบริษัทกับการ Underpricing พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวก



ผู้วิจัยยังพบข้อจำกัดทางด้านข้อมูลงบการเงินต่างๆ ของกิจการก่อนการออกหุ้น IPO นั้น เข้าถึงยากและนักลงทุนอาจจะไม่สามารถได้เห็นข้อมูลผลการดำเนินงานของบริษัท จึงไม่สามารถลดระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลให้น้อยลงได้ จึงทำให้ไม่สามารถสรุปได้ว่าบริษัทที่มีอายุมากสามารถลดระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลให้น้อยลงได้

ขนาดของกิจการ (Size of Company) งานวิจัยนี้ใช้ Market Capitalization ณ วันที่เข้าจดทะเบียนผลการศึกษาพบว่าปัจจัยดังกล่าว ไม่ได้ส่งผลต่อเปอร์เซ็นต์ Underpricing ของหุ้น IPO ของผลตอบแทนวันแรก (วิธี MAR วันแรก) และผลตอบแทนในระยะยาว (วิธี MAR วันที่ 20) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงไม่อาจกล่าวได้ว่ากิจการที่มีมูลค่าตลาดสูงแสดงถึงความสามารถในการทำกำไรที่มาก นักลงทุนจึงคาดการณ์ว่าหุ้น IPO ของบริษัทนั้นมีแนวโน้มสร้างผลตอบแทนได้มาก และมีความเสี่ยงน้อย จึงให้ความสนใจในหุ้น IPO นั้นมาก ส่งผลให้ราคาหุ้น IPO นั้นมีแนวโน้มสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง และส่งผลให้เปอร์เซ็นต์การ Underpricing น้อยลง อย่างไรก็ตามผู้วิจัยศึกษาข้อเท็จจริงเพิ่มเติมพบว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีต้นทุนในการบริหารกิจการสูงด้วยเช่นกันส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรของกิจการ

ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี (Auditor's reputation) งานวิจัยนี้ให้ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี มีค่าเป็น 1 หากผู้ตรวจสอบบัญชีของบริษัทในงบการเงินที่แสดงในหนังสือชี้ชวนของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์เป็นอยู่ในกลุ่ม Big-41 และมีค่าเป็น 0 หากเป็นผู้สอบบัญชีอื่นนอกเหนือจากนั้น ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยดังกล่าว ไม่ได้ส่งผลต่อเปอร์เซ็นต์ Underpricing ของหุ้น IPO ของผลตอบแทนวันแรก (วิธี MAR วันแรก) และผลตอบแทนในระยะยาว (วิธี MAR วันที่ 20) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และไม่สอดคล้องกับสมมติฐานของงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยได้ตรวจสอบข้อมูลเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี (Auditor's reputation) ต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ของหุ้น IPO โดยทำการควบคุมตัวแปรอื่นๆ พบความสัมพันธ์ของตัวแปรจากภาพที่ 4.2 มีข้อสังเกตว่ามีการกระจายตัวของกลุ่มประชากรค่อนข้างมาก นอกจากนี้เมื่อพิจารณาถึงข้อมูลการใช้บริการผู้สอบบัญชีพบว่า สัดส่วนของกิจการที่ใช้บริการผู้สอบบัญชีที่มีชื่อเสียงกับผู้สอบบัญชีรายอื่น เท่ากับร้อยละ 48.5 และ 51.5 ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่ากิจการแต่ละแห่งไม่ได้เลือกใช้บริการผู้สอบบัญชีที่มีชื่อเสียงอย่างมีนัยสำคัญ



ภาพที่ 4.3 แสดงการกระจายตัวของตัวแปร ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี (Auditor's reputation) ต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO โดยวิธี Market-adjusted initial return (MAR) แบบใช้ราคาปิดของหุ้นที่ทำการซื้อขายวันแรก

ผู้วิจัยทำการศึกษาข้อเท็จจริงเพิ่มเติม ดังนี้

1. เมื่อพิจารณาถึงข้อมูลการใช้บริการผู้สอบบัญชีพบว่า สัดส่วนของกิจการที่ใช้บริการผู้สอบบัญชีที่มีชื่อเสียงกับผู้สอบบัญชีรายอื่น เท่ากับร้อยละ 48.5 และ 51.5 ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่ากิจการแต่ละแห่งไม่ได้เลือกใช้บริการผู้สอบบัญชีที่มีชื่อเสียง(BIG-4) เป็นเกณฑ์ในการพิจารณา
2. มาตรฐานทางด้านบัญชีอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ ก.ล.ด. ปัจจัยชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี (Auditor's reputation) จึงไม่มีความแตกต่างที่ชัดเจนต่อการเลือกผู้สอบบัญชี ของบริษัทที่จัดจำหน่ายหุ้น

ชื่อเสียงของวาณิชธนกิจ (Underwriter's reputation) ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยดังกล่าวไม่ได้ส่งผลต่อเปอร์เซ็นต์ Underpricing ของหุ้น IPO ของผลตอบแทนวันแรก (วิธี MAR วันแรก) และผลตอบแทนในระยะยาว(วิธี MAR วันที่ 20) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยผลการทดสอบพบว่าผลตอบแทนวันแรก มีความสัมพันธ์ของปัจจัยดังกล่าวสอดคล้องกับสมมติฐานของงานวิจัย แต่ MAR วันที่ 20 พบความสัมพันธ์ของปัจจัยดังกล่าวไม่สอดคล้องกับสมมติฐานของงานวิจัยนี้

สัดส่วนการจัดสรรหลักทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายย่อย (Allotment portion to Institution investors and Retail investors) ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยดังกล่าวส่งผลต่อเปอร์เซ็นต์ Underpricing ของหุ้น IPO ของผลตอบแทนวันแรก (วิธี MAR วันแรก) และผลตอบแทนในระยะยาว

(วิธี MAR วันที่ 20) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการจัดสรรหลักทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายย่อย กับเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในเชิงลบ ซึ่งไม่ตรงกับสมมติฐานของงานวิจัยนี้ ซึ่งผู้วิจัยได้ศึกษาผลงานของ Corwin and Schultz (2005); Hanley, Kumar, and Seguin (1993); Sherman and Titman (2002) พบว่า สัดส่วนการจัดสรรหลักทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายย่อย มีผลต่อการเกิด IPO Underpricing โดยหุ้น IPO ที่ผู้ลงทุนสถาบันต้องการมาก (การจัดสรรหลักทรัพย์มีสัดส่วนที่ผู้ลงทุนสถาบันได้รับจัดสรรมากกว่าสัดส่วนของผู้ลงทุนรายย่อย) มีแนวโน้มที่จะเกิดการ Underpricing มากกว่า เนื่องจากเชื่อว่าผู้ลงทุนสถาบันเป็น informed investor ที่ได้รับข้อมูลข่าวสารมากกว่าผู้ลงทุนรายย่อย จึงจะเลือกลงทุนเฉพาะหุ้น IPO ของบริษัทที่ดีในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง เนื่องจากผู้ลงทุนสถาบันเป็นผู้ลงทุนรายใหญ่ที่ซื้อ big lot จึงมีส่วนร่วมในการทำ Bookbuilding เพื่อหาราคาเสนอขายที่เหมาะสม จึงเสนอราคาต่ำกว่าราคาที่แท้จริงเพื่อตอบแทนข้อมูลที่ได้ให้ไปในกระบวนการทำ Bookbuilding ทำให้ราคาที่สถาบันซื้อเป็นราคา Underpricing

ผู้วิจัยได้หาสาเหตุของผลการศึกษาที่ไม่ตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ พบว่าหุ้นที่นักลงทุนสถาบันได้รับการจัดสรรมากกว่าร้อยละ 50 ของหุ้นทั้งหมดมีจำนวน 16 หุ้น จากจำนวน 200 หุ้น โดยคิดเป็น 8% ของกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งมีข้อสังเกตว่าหุ้นดังกล่าวมีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ณ วันที่เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ เป็นวันแรกอยู่ในกลุ่มที่มี Market Capitalization สูง เมื่อพิจารณาร่วมกับมูลค่าการซื้อขาย (Trade Volume) แล้วจะพบว่าหุ้นกลุ่มดังกล่าวมีปริมาณการซื้อขายน้อยเมื่อเทียบกับ Market Capitalization ของหุ้น

อย่างไรก็ตามจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ผู้วิจัยนำมาศึกษาปัจจัยดังกล่าวมีจำนวนที่น้อยเมื่อเทียบกับกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด ดังนั้นผลการวิจัยอาจเปลี่ยนแปลงไป หากมีการขยายขอบเขตการศึกษาให้ครอบคลุมมากกว่าขอบเขตของการศึกษานี้

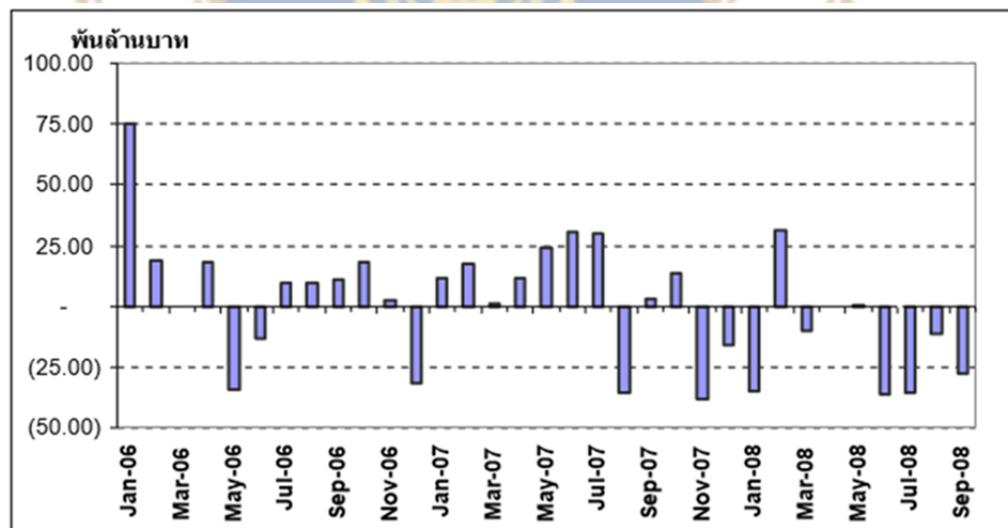
สภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจ (Economic Condition) ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยดังกล่าวส่งผลต่อเปอร์เซ็นต์ Underpricing ของหุ้น IPO ของผลตอบแทนวันแรก (วิธี MAR วันแรก) และผลตอบแทนในระยะยาว (วิธี MAR วันที่ 20) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งแตกต่างจากสมมติฐานของงานวิจัยนี้ โดยสมมติฐานของงานวิจัยนี้คาดว่าจะจะเป็นบวกจากวิกฤติเศรษฐกิจ ซึ่งทำให้เศรษฐกิจถดถอย นักลงทุนมีความกังวลกับความเสถียร บริษัทที่ออกหุ้น IPO ในช่วงเวลาดังกล่าวอาจต้องตั้งราคาหุ้น IPO ในลักษณะที่จูงใจนักลงทุนมากกว่าปกติ ทำให้ราคาเสนอขายหุ้น IPO เกิดการ Underpricing หรือต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง

จากการศึกษา Mahmood et al. (2011) ได้ศึกษา IPO Underpricing ในช่วงวิกฤติการณ์ Asian Financial Crisis ในปี ค.ศ. 1997 - 1999 และวิกฤติการณ์ Hamburger Crisis ในปี ค.ศ. 2007- 2009 กรณี

ศึกษาตลาดหุ้นจีน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเปรียบเทียบผลกระทบทางด้านตลาดทุนระหว่างวิกฤติเศรษฐกิจทั้งสองครั้ง ซึ่งผู้วิจัยได้เลือกศึกษากลุ่มตัวอย่างหุ้น IPO ที่เข้าดำเนินการจดทะเบียนในตลาดหุ้นจีน ปี ค.ศ. 1977 - 1999 และ ปีค.ศ.2007- 2009 จำนวน 626 บริษัท และใช้วิธี Market Adjusted Return ในการวัด Underpricing วัดการ ผลการวิจัยพบว่า ในช่วง Asian Financial Crisis นั้น หุ้น IPO ที่ดำเนินการเข้าตลาดหุ้นจีนมีการ Underpricing เฉลี่ยอยู่ที่ 135.73% และการ Underpricing โดยรวมมีความผันผวนน้อย เมื่อเทียบกับช่วง Hamburger Crisis ที่มีการ Underpricing ของหุ้น IPO ที่ดำเนินการเข้าตลาดหุ้นจีนเพิ่มขึ้นประมาณ 10% โดยมีการ Underpricing เฉลี่ยอยู่ที่ 145.20% และการ Underpricing โดยรวมมีความผันผวนมาก

ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมเพื่อหาข้อเท็จจริงเกี่ยวกับความสัมพันธ์ ในช่วงที่มีวิกฤติเศรษฐกิจโลก Sub-prime crisis คือช่วงเดือน ธันวาคม ค.ศ. 2007- เดือนมิถุนายน ค.ศ. 2009 และบริษัทที่มีการจำหน่ายหุ้น IPO ในช่วงดังกล่าว จำนวน 20 บริษัท พบข้อเท็จจริง ดังนี้

1. ผลกระทบที่ส่งผ่านจากต่างประเทศ เนื่องจากตลาดทุนของประเทศไทยมีขนาดเล็ก ทำให้สัดส่วนการลงทุนจากนักลงทุนต่างชาติมีปริมาณสูงเมื่อเทียบกับตลาดอื่นๆ หลังจากเกิดวิกฤตินักลงทุนประสบปัญหาขาดทุน เทขายสินทรัพย์และลดการลงทุนในตลาดกำลังพัฒนา ที่มีความเสี่ยงสูงกว่าตลาดอื่นๆ ส่งผลให้ตลาดปรับตัวลดลงมาตลอด ตามภาพที่ 4.4



ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ภาพที่ 4.4 มูลค่าการซื้อขายในช่วง มกราคม ค.ศ. 2006- เดือนกันยายน ค.ศ. 2008

2. แนวคิดเรื่องผลกระทบจากปัจจัยพื้นฐาน คือ ราคาหลักทรัพย์สะท้อนถึงการคาดการณ์สภาวะเศรษฐกิจถดถอยหรือวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น ดังจะเห็นได้จากการที่ราคาหลักทรัพย์

ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในปี ค.ศ. 2007 (Kaminsky, J. Lizondo, & Reinhart, 1998)

3. ความอ่อนไหวของนักลงทุน การปรับตัวลดลงของราคาหุ้นในหลายครั้ง โดยเฉพาะในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์ทาง เศรษฐกิจ ไม่ได้สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าพื้นฐานที่แท้จริงของบริษัทนั้น ๆ แต่เกิดเนื่องจากความอ่อนไหวของนักลงทุนที่ต่อเหตุการณ์หรือข้อมูลในขณะนั้น ซึ่งเราสามารถอธิบายความอ่อนไหวของนักลงทุนได้ 2 ประการ

- ข้อมูลข่าวสารไม่สมมาตร (Asymmetric Information) ในสถานการณ์ที่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ และมีภาวะข้อมูลข่าวสารไม่สมมาตร นั้น นักลงทุนไม่สามารถประเมินถึงความเสี่ยงที่แท้จริงของบริษัทได้ ดังนั้นจึงประเมินสถานการณ์ ของบริษัทต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ทำให้เกิดการเทขายหลักทรัพย์ในราคาต่ำกว่าความเป็นจริง

- ปัญหาความไม่แน่นอน (Uncertainty) ในช่วงที่ผ่านมา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกิดภาวะความไม่แน่นอนที่มาจาก ทั้งสภาพเศรษฐกิจโลกที่มีความผันผวนอย่างรุนแรง และการขาดเสถียรภาพของการเมืองในประเทศ ความไม่แน่นอนดังกล่าวส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่มีต่อตลาด หลักทรัพย์ จึงทำการเทขายหลักทรัพย์ที่มีอยู่ หรือชะลอการลงทุน

ปัจจัยที่กล่าวมาข้างต้นมีผลต่อจิตวิทยาของนักลงทุน และเมื่อประกอบกับการเทขายหุ้นอย่างต่อเนื่องของนักลงทุนต่างประเทศในช่วงที่ผ่านมาจากผลกระทบ ทำให้เกิดพฤติกรรมหมู่ (Herding Behavior) ในการเทขายหลักทรัพย์ในประเทศไทย ส่งผลกระทบต่อให้ราคาหลักทรัพย์ของประเทศไทยยิ่งปรับตัวต่ำลงมาอีก

ดังนั้นราคาหลักทรัพย์ในตลาดสะท้อนให้เห็นถึงการคาดการณ์ภาวะเศรษฐกิจถดถอยที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตอันใกล้ได้ ส่งผลให้นักลงทุนเปลี่ยนไปลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ หรือลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงน้อยลง ส่งผลให้หุ้น IPO นั้นหากไม่มีจำนวนหุ้นที่จองซื้อเกินกว่าจำนวนหุ้นแล้ว ก็แทบจะไม่มีผู้จองซื้อเลย และมีหุ้นจำนวนน้อยมากที่มีจำนวนจองซื้อและจำนวนเสนอขายที่มีจำนวนใกล้เคียงกัน ซึ่งสื่อถึงพฤติกรรมได้ว่ากิจการมักจะเสนอขายหุ้นในราคา Underpriced เพื่อดึงดูดให้นักลงทุนทุกกลุ่มมาจองซื้อ (Amihud et al., 2003) ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษา Wongisariyapom (2013) พบว่าปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญคือ สภาพการณ์ที่บริษัทมีการออกหุ้น IPO ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

งานวิจัยนี้ศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาด MAI ต่อประชาชนเป็นการทั่วไปครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) ต่ำกว่าราคาตลาด ได้ทำการศึกษาจากหุ้น IPO ที่เข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาด MAI ในช่วงปี พ.ศ. 2550-2559 จำนวน 200 บริษัท โดยกำหนดปัจจัยที่นำมาศึกษา 9 ปัจจัย ได้แก่ สัดส่วนการเสนอขายหลักทรัพย์ IPO ต่อจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด, อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน, อายุของกิจการ, ขนาดของกิจการ, ความน่าเชื่อถือของผู้สอบบัญชี, ความน่าเชื่อถือของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์, สัดส่วนการจัดสรรหลักทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนสถาบัน และการเสนอขายหลักทรัพย์ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ

วิธีการศึกษาในครั้งนี้ผู้ทำการศึกษาใช้วิธี Ordinary Least Square (OLS) ในการหาขนาดและทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่ส่งผลต่อเปอร์เซ็นต์ Underpricing ในหุ้น IPO โดยผู้ศึกษาได้ทำการศึกษา 2 ช่วงระยะเวลาคือ ผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ IPO วันแรก อยู่ที่ 47% กับผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ IPO วันที่สี่สิบอยู่ที่ 38.42% ปัจจัยสัดส่วนการเสนอขายหลักทรัพย์ IPO ต่อจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมดส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับทฤษฎี Ownership and Control รวมถึงสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Ritter (1991) พบว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมเป็นสัญญาณบอกราคาของราคาที่บริษัทจะเปลี่ยนแปลงในอนาคต บอกระดับความน่าเชื่อถือ ดังนั้นหากสัดส่วน IPO Ratio มีค่ามาก แสดงว่าบริษัทมีการระดมทุนโดยการออกหุ้น IPO มาก ทำให้สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมลดลงมาก เป็นสัญญาณให้นักลงทุนทราบว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหุ้น IPO ตัวดังกล่าวอาจมีมูลค่าของบริษัทลดลง บริษัทจึงต้องตั้งราคาหุ้น IPO ต่ำกว่าราคาที่แท้จริง ซึ่งปัจจัยส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันที่สี่สิบ โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างไรก็ตามไม่สามารถอธิบายได้อย่างมีนัยสำคัญ

ปัจจัยที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งปัจจัยดังกล่าวที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันที่สี่สิบเช่นเดียวกัน โดยพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม โดยจะเห็นว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีบทบาทเด่นชัดในทั้ง 2 ระยะเวลาแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมสูง แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัท สร้าง

ผลตอบแทน (Capital Gain) และเงินปันผลให้แก่นักลงทุน ซึ่งทำให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้นมีแนวโน้มจะกำหนดราคาหุ้นให้มีมูลค่าสูงขึ้น ส่งผลให้เปอร์เซ็นต์การ Underpricing ลดลง สอดคล้องกับผลของ Lie (2001)

ผลการศึกษานี้สำหรับวิจัยนี้ไม่สามารถยืนยันได้ว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) ชื่อเสียงของวาณิชธนกิจ (Underwriter's reputation) เป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO ในวันแรกที่หุ้นทำการซื้อขายในตลาด เพราะแม้ผลจะมีทิศทางความสัมพันธ์สอดคล้องกับทฤษฎีแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับปัจจัยอายุของกิจการ (Age of Company) ขนาดของกิจการ (Size of Company) และชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี (Auditor's reputation) พบว่าปัจจัยดังกล่าวมีความสัมพันธ์ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานของงานวิจัยนี้ และขัดแย้งกับทฤษฎีข้างต้น แต่อย่างไรก็ตามปัจจัยดังกล่าวไม่ได้ส่งผลกระทบต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO ในวันแรกที่หุ้นทำการซื้อขายในตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับปัจจัยสัดส่วนการจัดสรรหลักทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายย่อย (Allotment portion to Institution investors and Retail investors) และสภาวะทางเศรษฐกิจ (Economic Condition) งานวิจัยนี้พบว่าปัจจัยดังกล่าวมีความสัมพันธ์ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานของงานวิจัยนี้และส่งผลกระทบต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing ในราคาหุ้น IPO ในวันแรกที่หุ้นทำการซื้อขายในตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผู้วิจัยได้ศึกษาสัดส่วนการจัดสรรหลักทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายย่อย (Allotment portion to Institution investors and Retail investors) พบว่าหุ้นที่นักลงทุนสถาบันได้รับการจัดสรรมากกว่าร้อยละ 50 ของหุ้นทั้งหมดมีจำนวน 16 หุ้น จากจำนวน 200 หุ้น โดยคิดเป็น 8% ของกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งมีข้อสังเกตว่าหุ้นดังกล่าวมีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ณ วันที่เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ เป็นวันแรกอยู่ในกลุ่มที่มี Market Capitalization สูง เมื่อพิจารณาพร้อมกับมูลค่าการซื้อขาย (Trade Volume) แล้วจะพบว่าหุ้นกลุ่มดังกล่าวมีปริมาณการซื้อขายน้อยเมื่อเทียบกับ Market Capitalization ของหุ้น และตามจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ผู้วิจัยนำมาศึกษา ปัจจัยดังกล่าวมีจำนวนที่น้อยเมื่อเทียบกับกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด โดยปัจจัยสภาวะทางเศรษฐกิจ (Economic Condition) ผู้วิจัยได้ให้ข้อมูลเพิ่มเติมถึงสภาวะของราคาหลักทรัพย์ในตลาดสะท้อนให้เห็นถึงการคาดการณ์ภาวะเศรษฐกิจถดถอยที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตอันใกล้ได้ ส่งผลให้นักลงทุนเปลี่ยนไปลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ หรือลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงน้อยลง ส่งผลให้หุ้น IPO นั้นหากไม่มีจำนวนหุ้นที่จองซื้อเกินกว่าจำนวนหุ้นแล้ว ก็แทบจะไม่มีผู้จองซื้อเลย และมีหุ้นจำนวนน้อยมากที่มีจำนวนจองซื้อและจำนวนเสนอขายที่มีจำนวนใกล้เคียงกัน ซึ่งสื่อถึงพฤติกรรมได้ว่ากิจการมักจะเสนอขายหุ้นในราคา Underpriced เพื่อดึงดูดให้นักลงทุนทุกกลุ่มมาจองซื้อ (Amihud et al., 2003) ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษา Wongisariyaporn (2013)

สำหรับนักลงทุนที่ได้อ่านงานวิจัยนี้ซึ่งเป็นการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาด MAI ต่อประชาชนเป็นการทั่วไปครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) ต่ำกว่าราคาตลาด ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลในอดีตมิได้ยืนยันว่าข้อมูลในอนาคตนั้น ผลตอบแทนจะเท่าเดิมหรือมากกว่า การลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ศึกษาควรศึกษาลักษณะบริษัท และ โครงสร้างการดำเนินงานธุรกิจให้เข้าใจก่อนลงทุน เพราะงานวิจัยนี้เป็นการศึกษาโดยใช้ข้อมูลจำนวน 200 หลักทรัพย์ในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ในวันแรกและวันที่สี่สิบ การศึกษาในครั้งนี้ได้นำปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคมาใช้ ดังนั้นผลกระทบของเศรษฐกิจอาจส่งผลไม่แน่ชัดหรืออาจส่งผลทางอ้อม ผู้ลงทุนควรติดตามและวิเคราะห์ข้อมูลเศรษฐกิจทั้งในและต่างประเทศประกอบการตัดสินใจและปรับกลยุทธ์ตามสภาพตลาดใน ณ เวลานั้น ๆ

การศึกษานี้อาจมีความคลาดเคลื่อนเนื่องจากบริษัทออกหลักทรัพย์ IPO อาจตั้งราคาต่ำกว่าปกติเพื่อดึงดูดนักลงทุนหรือด้วยเหตุผลอื่น ดังนั้นตัวแทนของข้อมูลอาจไม่สมบูรณ์ ควรเพิ่มข้อมูลหรือเพิ่มระยะเวลาของปีที่เก็บข้อมูลเพื่อให้ข้อมูลมีความน่าเชื่อถือมากขึ้น ในการออกหลักทรัพย์ IPO อาจมีความไม่สมมาตรในการรับรู้ข่าวสาร (Asymmetric Information) ซึ่งอาจเป็นตัวแปรที่มีผลต่อเปอร์เซ็นต์การ Underpricing เพราะข่าวสารอาจไม่ทั่วถึงทุกกลุ่มของนักลงทุน ซึ่งในการศึกษานี้ไม่ได้นำตัวแปรดังกล่าวมาศึกษา หากผู้สนใจศึกษาโดยทำการเพิ่มตัวแปรซึ่งจะได้ตัวแปรที่อธิบายผลเพิ่มขึ้นซึ่งจะเป็นประโยชน์กับนักลงทุนและผู้ศึกษา ปัจจัยทางเศรษฐกิจยังมีตัวแปรที่สามารถนำมาใช้อีกจำนวนมาก เช่น อัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ยเงินฝากเงินฝาก การส่งออก ดัชนีทุนทางการเงิน ดัชนีทุนขาย กำไรต่อหุ้น เป็นต้น มาใช้ใน การศึกษา โดยนำมาซึ่งความหลากหลายของผลทดสอบและคำอธิบายงานวิจัยที่ศึกษาอยู่ที่เพิ่มขึ้นสำหรับข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป



## บรรณานุกรม

- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2017) *แบบรายงานการเสนอขายหลักทรัพย์ (แบบ 81-1) ปีพ.ศ. 2550-2559*. สืบค้นเมื่อวันที่ 28 พฤศจิกายน 2560, จาก [http://capital.sec.or.th/webapp/corp\\_fin2/cgi-bin/r81\\_1.php?lang=t&ref\\_id=&content\\_id=1&IssueCompCode=&SecuTypeCode=01&txtSDate=01-01-2550&txtEDate=17-02-2561](http://capital.sec.or.th/webapp/corp_fin2/cgi-bin/r81_1.php?lang=t&ref_id=&content_id=1&IssueCompCode=&SecuTypeCode=01&txtSDate=01-01-2550&txtEDate=17-02-2561).
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2017). *แบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ (แบบ 69-1) และหนังสือชี้ชวน ปีพ.ศ. 2550-2559*. สืบค้นเมื่อวันที่ 28 พฤศจิกายน 2560, จาก <http://www.market.sec.or.th/public/idisc/th/Product/Filing/CS-0000000000/IP-00000000-00000000-00000000-00000000-00000000-00000000>
- อริยพงษ์ พันธุ์ศรีวงศ์. (2559). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนระยะยาวและผลการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียของกิจการที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณะเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. สืบค้นเมื่อวันที่ 28 พฤศจิกายน 2560, จาก [https://www.set.or.th/dat/vdoArticle/attachFile/AttachFile\\_1471836503243.pdf](https://www.set.or.th/dat/vdoArticle/attachFile/AttachFile_1471836503243.pdf).
- Aggarwal, R., Leal, R., & Hernandez, L. (1993). The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America. *Financial Management*, 22(1), 42-53.
- Amihud, Y., Hauser, S., & Kirsh, A. (2003). Allocations, adverse selection, and cascades in IPOs: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange. *Journal of Financial Economics*, 68(1), 137-158.
- Benveniste, L. M., & Spindt, P. A. (1989). How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics*, 24(2), 343-361.
- Carter, R., & Manaster, S. (1990). Initial Public Offerings and Underwriter Reputation. *The Journal of Finance*, 45(4), 1045-1067.
- Cornelli, F., & Goldreich, D. (2002). Bookbuilding and Strategic Allocation. *The Journal of Finance*, 56(6), 2337-2369.
- Corwin, S. A., & Schultz, P. (2005). The Role of IPO Underwriting Syndicates: Pricing, Information Production, and Underwriter Competition. *The Journal of Finance*, 60(1), 443-486.

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- Gujarati, Damodar N. (2004). *Basic Econometric*. 4th ed. New York: McGraw-Hill, 2004.
- Hanley, K. W. (1993). The Underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon. *Journal of Financial Economics*, 34(2), 231-250.
- Hanley, K. W., Kumar, A., & Seguin, P. (1993). Price Stabilization in the Market for New Issues. *Journal of Financial Economics*, 34.
- Islam, A., Ali, R., & Ahmad, Z. (2010). An Empirical Investigation of the Underpricing of Initial Public Offerings in the Chittagong Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 2(4), 36-46.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kaminsky, G., J. Lizondo, S., & Reinhart, C. (1998). Leading Indicators of Currency Crises. *IMF Staff Papers*, 45(1).
- Khananurak, N. (2011). ผลกระทบของการตั้งราคา IPO ต่อชื่อเสียงของวาณิชธนกิจ กรณีศึกษาประเทศไทย. Master of Finance in Financial Management, Thammasat University, Bangkok.
- Lie, E. (2001). Detecting Abnormal Operating Performance: Revisited. *Financial Management*, 30(2), 77-91.
- Ljungqvist, A. (1997). Pricing initial public offerings: Further evidence from Germany. *European Economic Review*, 41(7), 1309-1320.
- Mahmood, F., Xia, X., Ali, M., Usman, M., & Shahid, H. (2011). How Asian and Global Economic Crises Prevail in Chinese IPO and Stock Market Efficiency. *International Business Research*, 4(2), 226-237.
- Martani, D., Sinaga, I. L., & Syahroza, A. (2012). Analysis on Factors Affecting IPO Underpricing and their Effects on Earnings Persistence. *World Review of Business Research*, 2(2), 1-15.
- Razafindrambinina, D., & Kwan, T. (2013). The Influence of Underwriter and Auditor Reputations on IPO Under-pricing. *European Journal of Business and Management*, 5(2), 199-212.

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- Ritter, J. R. (1991). The Long-Run Performance of initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 46(1), 3-27.
- Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *The Journal of Finance*, 57(4), 1795-1828.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1), 187-212.
- Sahoo, S., & Rajib, P. (2012). *Risk Proxies and IPO Underpricing: An Empirical Investigation*, 17
- Sherman, A., & Titman, S. (2002). Building the IPO order book: Underpricing and participation limits with costly information. *Journal of Financial Economics*, 65(1), 3-29.
- Welch, I. V. O. (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421-449.
- Welch, I. V. O. (1992). Sequential Sales, Learning, and Cascades. *The Journal of Finance*, 47(2), 695-732.
- Wongisariyaporn, S. (2013). ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่ส่งผลต่อการตั้งราคาหุ้น IPO ที่ต่ำกว่าหรือสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง กรณีศึกษาตลาดหุ้นไทย. Master of Arts (Business Economics), Thammasat University, Bangkok.







## ภาคผนวก ข

## แสดงถึงรายชื่อสำนักงานสอบบัญชี

ลำดับ	สำนักงานสอบบัญชี
1	บริษัท เคพีเอ็มจี ภูมิภาค ไทย สอบบัญชี จำกัด
2	บริษัท ดีลอยท์ ทูช โรมัทสு ไชยยศ สอบบัญชี จำกัด
3	บริษัท ไพร์ซวอเตอร์เฮาส์คูเปอร์ส เอบีเอส จำกัด
4	บริษัท สำนักงาน อีวาย จำกัด



ภาคผนวก ก

แสดงถึงรายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาด MAI ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 – 2559

ลำดับ	สัญลักษณ์	ชื่อบริษัท	ลำดับ	สัญลักษณ์	ชื่อบริษัท
1	MJD	บริษัท เมเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	14	SGP	บริษัท สยามแอสเกต แอนด์ ปีโตรเคมีคัลส์ จำกัด (มหาชน)
2	BWG	บริษัท เบตเตอร์ เวิลด์ กรีน จำกัด (มหาชน)	15	AS	บริษัท เอเชียซอฟต์แวร์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
3	THE	บริษัท เดอะ สตีล จำกัด (มหาชน)	16	PM	บริษัท พรีเมียร์ มาร์เก็ตติ้ง จำกัด (มหาชน)
4	DTAC	บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	17	TTW	บริษัท ทีทีดับบลิว จำกัด (มหาชน)
5	S	บริษัท สิงห์ เอสเตท จำกัด (มหาชน)	18	SABINA	บริษัท ซาบีน่า จำกัด (มหาชน)
6	UNIQ	บริษัท ยูนิค เอ็นจিনিยริ่ง แอนด์ คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	19	ESSO	บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
7	SIMAT	บริษัท ไซเมท เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	20	LHK	บริษัท โลหะกิจ เมททอล จำกัด (มหาชน)
8	BGT	บริษัท บีจีที คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	21	BSM	บริษัท บีเอสเอ็ม จำกัด (มหาชน)
9	MILL	บริษัท มิลล์คอน สตีล จำกัด (มหาชน)	22	CRANE	บริษัท ชูไก จำกัด (มหาชน)
10	TNDT	บริษัท ไทยเอ็นดีที จำกัด (มหาชน)	23	DIMET	บริษัท ไดเมท (สยาม) จำกัด (มหาชน)
11	UBIS	บริษัท ยูบิส (เอเชีย) จำกัด (มหาชน)	24	BLA	บริษัท กรุงเทพประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)
12	MBAX	บริษัท มัลติแบกซ์ จำกัด (มหาชน)	25	SMT	บริษัท สตาร์ส ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
13	SYNEX	บริษัท ซินเน็ค (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	26	GLOBAL	บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)



ลำดับ	สัญลักษณ์	ชื่อหลักทรัพย์	ลำดับ	สัญลักษณ์	ชื่อหลักทรัพย์
27	SENA	บริษัท เสนาคีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	39	AGE	บริษัท เอเชีย กรีน เอนเนอจี จำกัด (มหาชน)
28	JMART	บริษัท เจ มาร์ท จำกัด (มหาชน)	40	EFORL	บริษัท อี ฟอร์ แอล เอ็ม จำกัด (มหาชน)
29	TTCL	บริษัท ทีทีซีแอล จำกัด (มหาชน)	41	SYMC	บริษัท ซิม โฟนี่ คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)
30	THANA	บริษัท ธานี สิริ กรุป จำกัด (มหาชน)	42	GUNKUL	บริษัท กันกุล เอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
31	NBC	บริษัท เนชั่น บรอดแคสติ้ง คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	43	IFS	บริษัท ไอเอฟเอส แคปปิตอล (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
32	JUBILE	บริษัท จูบิลลี่ เอ็นเตอร์ไพร์ส จำกัด (มหาชน)	44	IVL	บริษัท อิน โดราม่า เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)
33	KIAT	บริษัท เกียรติธนา ขนส่ง จำกัด (มหาชน)	45	PHOL	บริษัท พลชัยญะ จำกัด (มหาชน)
34	MOONG	บริษัท มุ่งพัฒนา อินเทอร์เน็ต จำกัด (มหาชน)	46	ARIP	บริษัท เออาร์ไอพี จำกัด (มหาชน)
35	2S	บริษัท 2 เอส เมทิล จำกัด (มหาชน)	47	NINE	บริษัท เนชั่น อินเทอร์เน็ต เซ็นแนล เอ็ดดูเทนเมนท์ จำกัด (มหาชน)
36	QLT	บริษัท ควอลิตี้เทค จำกัด (มหาชน)	48	UAC	บริษัท ยูเอซี โกลบอล จำกัด (มหาชน)
37	HTECH	บริษัท แฮลเทคเชน เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	49	COL	บริษัท ซีโอแอล จำกัด (มหาชน)
38	TPOLY	บริษัท ไทยโพลีคอนส์ จำกัด (มหาชน)	50	UPA	บริษัท ยูไนเต็ท เพาเวอร์ ออฟ เอเชีย จำกัด (มหาชน)

ลำดับ	สัญลักษณ์	ชื่อหลักทรัพย์	ลำดับ	สัญลักษณ์	ชื่อหลักทรัพย์
51	TMI	บริษัท ธีระมงคล อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	76	HOTPOT	บริษัท ฮอท พอท จำกัด (มหาชน)
52	APCS	บริษัท เอเชีย ฟรี้ซัน จำกัด (มหาชน)	77	TVD	บริษัท ทีวี ไดเร็ค จำกัด (มหาชน)
53	KBS	บริษัท ไม้ตาลครบุรี จำกัด (มหาชน)	78	UWC	บริษัท เออร์วิยา จำกัด (มหาชน)
54	LHBANK	บริษัท แอล เอช ไฟแนนซ์เชียล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	79	PJW	บริษัท ปัญจวัฒนะพลาสติก จำกัด (มหาชน)
55	CHOW	บริษัท เซาว์ สตีล อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)	80	BUCHI	บริษัท บิวชี เฮฟวี อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
56	HYDRO	บริษัท ไฮโดรเทค จำกัด (มหาชน)	81	NVT	บริษัท นวมยง เทอร์มินัล จำกัด (มหาชน)
57	APCO	บริษัท เอเชีย ไฟไฟโตลูติคอลส์ จำกัด (มหาชน)	82	MEGA	บริษัท เมก้า โฟฟไซเอินซ์ จำกัด (มหาชน)
58	QTC	บริษัท คิวทีซี เอนเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)	83	THREL	บริษัท ไทยบริประกันชีวด์ จำกัด (มหาชน)
59	COLOR	บริษัท สาลี คัลเลอร์ จำกัด (มหาชน)	84	CSS	บริษัท คอมมิวนิเคชั่น แอนด์ ซิสเต็มส์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)
60	GIFT	บริษัท แกรททิทูด อินฟินิท จำกัด (มหาชน)	85	M	บริษัท เอ็มแค เรสโตรองต์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
61	VTE	บริษัท วินเทจ วิศวกรรม จำกัด (มหาชน)	86	PACE	บริษัท เพช ดีเวลลอปเม้นท์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
62	BEAUTY	บริษัท บิวตี้ คอมมูนิตี้ จำกัด (มหาชน)	87	CKP	บริษัท ซีเค ฟาวเวอร์ จำกัด (มหาชน)
63	ANAN	บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	88	MC	บริษัท แม็คกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
64	JMT	บริษัท เจ เอ็ม ที เน็ทเวอร์ค เซอร์วิสส์ จำกัด (มหาชน)	89	NOK	บริษัท สายการบินนกแอร์ จำกัด (มหาชน)
65	WHA	บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	90	PTG	บริษัท พีทีจี เอ็นเนอยี จำกัด (มหาชน)
66	VGI	บริษัท วีจีไอ โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน)	91	CHG	บริษัท โรงพยาบาลชูพันธ์ จำกัด (มหาชน)
67	SRICHA	บริษัท ศรีราชาคอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	92	PPP	บริษัท พรีเมียร์ โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)
68	AAV	บริษัท เอเชีย เอวิเอชั่น จำกัด (มหาชน)	93	OCEAN	บริษัท โอเชียน คอมเมิร์ซ จำกัด (มหาชน)
69	VIH	บริษัท ศรีวิชัยเวชวิวัฒน์ จำกัด (มหาชน)	94	SPVI	บริษัท เอส พี วี ไอ จำกัด (มหาชน)
70	ARROW	บริษัท แอร์โรว์ ซินดีเคท จำกัด (มหาชน)	95	GCAP	บริษัท จี แคปปิตอล จำกัด (มหาชน)
71	DNA	บริษัท ดีเอ็นเอ 2002 จำกัด (มหาชน)	96	FVC	บริษัท ฟิวเจอร์ วิชั่น จำกัด (มหาชน)
72	TMILL	บริษัท ที เอส ฟลาวมิลล์ จำกัด (มหาชน)	97	WINNER	บริษัท วินเนอร์กรุ๊ป เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)
73	TMC	บริษัท ที.เอ็ม.ซี. อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	98	BKD	บริษัท บงกชกอก เดค-คอน จำกัด (มหาชน)
74	PPS	บริษัท โปรเจค แพคเลนนิ่ง เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	99	SEAOIL	บริษัท ซีเออยล์ จำกัด (มหาชน)
75	FPI	บริษัท ฟอรั่ม พาร์ก อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)	100	AUCT	บริษัท สหการประมง จำกัด (มหาชน)

ลำดับ	สัญลักษณ์	ชื่อหลักทรัพย์	ลำดับ	สัญลักษณ์	ชื่อหลักทรัพย์
101	MONO	บริษัท โมโน เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	126	JSP	บริษัท เจ. เอส. พี. พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
102	CHO	บริษัท ช ทวี จำกัด (มหาชน)	127	HARN	บริษัท หาญ เอ็นจิเนียริ่ง โซลูชันส์ จำกัด (มหาชน)
103	SANKO	บริษัท ซังโอะ ไดคาซตั้ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	128	NCL	บริษัท เอ็นซีแอล อินเทอร์เน็ตชั่นแนล โกลบอลส์ จำกัด (มหาชน)
104	ECF	บริษัท อีสดีโอสท์เฟอรินเทค จำกัด (มหาชน)	129	SPA	บริษัท สยามเวลเนสกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
105	UREKA	บริษัท ยูเรกา ดีไซน์ จำกัด (มหาชน)	130	TSE	บริษัท ไทย โซลาร์ เอ็นเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)
106	AKP	บริษัท อัคร์ปราการ จำกัด (มหาชน)	131	FSMART	บริษัท ฟอรัท สมาร์ท เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)
107	EA	บริษัท พลังงานบริสุทธิ์ จำกัด (มหาชน)	132	SMART	บริษัท สมาร์ทคอนกรีต จำกัด (มหาชน)
108	EPG	บริษัท อีเอสทีเอ็นเพิลเมอริ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	133	RWI	บริษัท ระยองไวร์ อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน)
109	MTLS	บริษัท เม็องไทย ลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน)	134	SKY	บริษัท สกาย ไอซีที จำกัด (มหาชน)
110	VPO	บริษัท วิจิตรภินทपाल์มออยล์ จำกัด (มหาชน)	135	LDC	บริษัท แอลดีซี เด็นทัล จำกัด (มหาชน)
111	CBG	บริษัท การบากรู๊ป จำกัด (มหาชน)	136	XO	บริษัท เอ็กซ์โอดี ฟู้ด จำกัด (มหาชน)
112	BRR	บริษัท น้ำตาลบุรีรัมย์ จำกัด (มหาชน)	137	TAKUNI	บริษัท ทากูนี กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
113	BA	บริษัท การบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	138	PDG	บริษัท พรอดิจิ จำกัด (มหาชน)
114	RICHY	บริษัท ริช เพดช 2002 จำกัด (มหาชน)	139	AIRA	บริษัท ไอรา แคปปิตอล จำกัด (มหาชน)
115	SAPPE	บริษัท ซีแป้ จำกัด (มหาชน)	140	PCA	บริษัท แพคเน็ท คอมมิวนิเคชั่น เอเชีย จำกัด (มหาชน)
116	TSR	บริษัท ซีเอสทีเอ็น จำกัด (มหาชน)	141	OTO	บริษัท วันทูวัน คอนแทคส์ จำกัด (มหาชน)
117	TAE	บริษัท ไทย อะโกร เอ็นเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)	142	LIT	บริษัท ลิท อิท จำกัด (มหาชน)
118	SAWAD	บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	143	AIE	บริษัท เอไอ เอนเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)
119	KTIS	บริษัท เกษตรไทย อินเทอร์เน็ตชั่นแนล ซูการ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	144	AMATAV	บริษัท อมตะ ทีวี จำกัด (มหาชน)
120	ICHI	บริษัท อีซิดัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	145	SPRC	บริษัท สตาร์ ปิโตรเลียม รีไฟน์นิ่ง จำกัด (มหาชน)
121	SUTHA	บริษัท สุทากัญจน์ จำกัด (มหาชน)	146	TKN	บริษัท เท้าแกน้อย ฟู้ดแอนด์มาร์เก็ตติ้ง จำกัด (มหาชน)
122	PCSGH	บริษัท พี.ซี.เอส.แมชีน กรุ๊ปโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	147	J	บริษัท เจ.เอส.แอล.เซ็ท จำกัด (มหาชน)
123	AJA	บริษัท เอจ แอดวานซ์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	148	LPH	บริษัท โรงพยาบาล ลาดพร้าว จำกัด (มหาชน)
124	KCM	บริษัท เค.ซี.เมทโอสตีท จำกัด (มหาชน)	149	SCI	บริษัท เอสซีไอ อีเลคตริก จำกัด (มหาชน)
125	PSTC	บริษัท เพาเวอร์ โซลูชั่น เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	150	TFG	บริษัท ไทยฟู้ดส์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)

ลำดับ	สัญลักษณ์	ชื่อหลักทรัพย์	ลำดับ	สัญลักษณ์	ชื่อหลักทรัพย์
151	ORI	บริษัท ออร์จีน พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)	176	NDR	บริษัท เอ็น.ดี.ริบเบอร์ จำกัด (มหาชน)
152	JWD	บริษัท เจดับเบิลยูดี อินโฟโลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน)	177	TPCH	บริษัท ทีพีซี เพาเวอร์โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
153	COM7	บริษัท คอมเซเว่น จำกัด (มหาชน)	178	TNR	บริษัท ไทยนิปปอนบริเบอรี่อินดัสตรี จำกัด (มหาชน)
154	ASEFA	บริษัท อาซีฟา จำกัด (มหาชน)	179	FN	บริษัท เอฟเอ็น แฟคตอรี เอ้าท์เลท จำกัด (มหาชน)
155	WICE	บริษัท ไวส์ โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน)	180	ALLA	บริษัท ออลล่า จำกัด (มหาชน)
156	BR	บริษัท บางกอกแอร์เวย์ จำกัด (มหาชน)	181	BPP	บริษัท บ้านปู เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน)
157	GPSC	บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)	182	SQ	บริษัท สทกลอติบิแมนท์ จำกัด (มหาชน)
158	SLP	บริษัท สลัส พรันท์ดิง จำกัด (มหาชน)	183	BCPG	บริษัท บีซีพีจี จำกัด (มหาชน)
159	PMTA	บริษัท พีเอ็ม โปริเซน เอเชีย โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	184	RJH	บริษัท โรงพยาบาลราชธานี จำกัด (มหาชน)
160	PLAT	บริษัท เดอะ แพลทินัม กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	185	EKH	บริษัท เอกชัยการแพทย์ จำกัด (มหาชน)
161	S11	บริษัท เอส 11 กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	186	ALT	บริษัท แอลที เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
162	SCN	บริษัท สแกน อินเตอร์ จำกัด (มหาชน)	187	TPBI	บริษัท ทีพีบีไอ จำกัด (มหาชน)
163	PLANB	บริษัท แพลน บี มีเดีย จำกัด (มหาชน)	188	AU	บริษัท ออฟเตอร์ ยู จำกัด (มหาชน)
164	CGH	บริษัท คันทรี กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	189	AMA	บริษัท อามา มาร์ติน จำกัด (มหาชน)
165	K	บริษัท คิงส์เม้น ซี.เอ็ม.ที.ไอ. จำกัด (มหาชน)	190	COMAN	บริษัท โคแมนซี อินเทอร์เน็ตชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
166	TACC	บริษัท ที.เอ.ซี. คอนซูเมอร์ จำกัด (มหาชน)	191	SELIC	บริษัท ซีลิต คอร์ป จำกัด (มหาชน)
167	TNP	บริษัท ทนพีริเย จำกัด (มหาชน)	192	ITEL	บริษัท อินเทอร์เน็ต เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
168	RP	บริษัท ทำเรือราชาเฟอร์รี่ จำกัด (มหาชน)	193	TM	บริษัท เทคโนโลยีเน็ตวิล์ จำกัด (มหาชน)
169	SR	บริษัท สยามกราฟ จำกัด (มหาชน)	194	BIZ	บริษัท บิสซิเนสอะไลเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
170	KOOL	บริษัท มาสเตอร์คูล อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	195	BTW	บริษัท บีที เวิลด์ อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน)
171	ATP30	บริษัท เอทีพี 30 จำกัด (มหาชน)	196	NETBAY	บริษัท เน็ตเบย์ จำกัด (มหาชน)
172	PIMO	บริษัท ไพโมเนียร์ มอเตอร์ จำกัด (มหาชน)	197	BM	บริษัท บางกอกซีเมทัล จำกัด (มหาชน)
173	NVD	บริษัท เนอวานา ได้อิ จำกัด (มหาชน)	198	ASN	บริษัท เอเชียเอ็น โปรแกมเมอร์ จำกัด (มหาชน)
174	HPT	บริษัท โฮม พอดเทอร์ จำกัด (มหาชน)	199	CHEWA	บริษัท ชีวทัย จำกัด (มหาชน)
175	TVT	บริษัท ทีวี ทีวีเตอร์ จำกัด (มหาชน)	200	GTB	บริษัท เจตาแบค จำกัด (มหาชน)