

ความสัมพันธ์ระหว่างความสนใจของนักลงทุนรายย่อยซึ่งถูกวัดโดย
Google Search Volume Index กับ อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2561

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างความสนใจของนักลงทุนรายย่อยซึ่งถูกวัดโดย
Google Search Volume Index กับ อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 20 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2561



.....
นางสาวเบญญาภา จันทร์ทองนา
ผู้วิจัย

.....
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัสร ธาระวานิช,
Ph.D.
อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

.....
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ชนินทร์ อยู่เพชร,
Ph.D.
ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

.....
ดวงพร อาภาศิลป์,
Ph.D.
คณบดีวิทยาลัยการจัดการ
มหาวิทยาลัยมหิดล

.....
รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร์โคติกา,
Ph.D.
กรรมการสอบสารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยการได้รับความอนุเคราะห์จาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปิยภัทร ธาระวานิช ซึ่งเป็นอาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์ และรองศาสตราจารย์ ดร.ชาติร์ จันทร์ โคลิกา ได้กรุณาที่ให้คำแนะนำและคำปรึกษาไม่ว่าจะเป็นด้านวิชาการ ตลอดจนติดตามผลความก้าวหน้าของการศึกษา ตรวจสอบและให้คำแนะนำในการแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ จนทำให้สารนิพนธ์สำเร็จได้อย่างสมบูรณ์ ผู้เขียนจึงขอกราบขอบพระคุณไว้ ณ โอกาสนี้

ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ชรินทร์ อยู่เพชร ที่กรุณาให้เกียรติเป็นประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์ โดยมี รองศาสตราจารย์ ดร.ชาติร์ จันทร์ โคลิกา เป็นกรรมการสอบสารนิพนธ์ ซึ่งได้กรุณาตรวจแก้ไขสารนิพนธ์ฉบับนี้ให้ถูกต้องสมบูรณ์ยิ่งขึ้น ตลอดจนเจ้าหน้าที่วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดลทุกท่านที่ให้ความสะดวกด้านอำนวยความสะดวก และประสานงานในการทำสารนิพนธ์ให้ผู้เขียนตลอดมาทำให้การจัดทำสารนิพนธ์ของผู้เขียนครั้งนี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดี

สุดท้ายนี้ขอกราบขอบพระคุณครอบครัว และผู้ที่เกี่ยวข้องที่คอยให้การสนับสนุนจนทำให้สารนิพนธ์ในครั้งนี้สำเร็จลุล่วงมาได้เป็นอย่างดี ข้าพเจ้าหวังเป็นอย่างยิ่งว่าสารนิพนธ์เล่มนี้จะเป็นประโยชน์ให้แก่ผู้อ่านทุกท่าน หากการศึกษานี้มีข้อผิดพลาดประการใด ข้าพเจ้าต้องกราบขอภัยมาล่วงหน้าใน ณ ที่นี้ด้วย

เบญญาภา จันทร์ทองนภา

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสนใจของนักลงทุนรายย่อยซึ่งถูกวัดโดย Google Search Volume Index กับ อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO

GOOGLE SEARCH VOLUME AND FACTORS THAT INFLUENCE IPO RETURNS

เบญญาภา จันทร์ทองนภา 5750268

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์ชรินทร์ อยู่เพชร, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร์โคติกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีจุดประสงค์เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างความสนใจของนักลงทุนรายย่อยที่วัดโดยปริมาณการสืบค้นใน Google ช่วงก่อน IPO ชื่อขายในตลาดรอง กับ อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO นอกจากนี้ยังได้ทำการศึกษาเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอื่นๆ กับ อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ได้แก่ ปริมาณข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่ก่อน IPO, ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนหุ้น IPO ชื่อขายในตลาดรอง, สัดส่วนของสินทรัพย์ก่อนเสนอขาย IPO ต่อ มูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชน, อายุของบริษัทที่เสนอขายหุ้น IPO, สัดส่วนของจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิม, ความมีชื่อเสียงของผู้จัดการการจัดจำหน่าย, และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 1 เดือนก่อนหุ้น IPO ชื่อขายในตลาดรอง โดยทำการรวบรวมข้อมูลของหุ้น IPO ที่เป็นหุ้นสามัญที่เสนอขายในตลาดรองระหว่าง 1 มกราคม พ.ศ. 2549– 31 ตุลาคม พ.ศ. 2560 ซึ่งได้ตัวอย่างที่นำมาศึกษาทั้งหมด 217 บริษัท ผลการทดสอบพบว่า (1) ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ในทิศทางเดียวกัน (+) ได้แก่ ปริมาณการสืบค้นข้อมูลก่อน IPO, ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนหุ้น IPO ชื่อขายในตลาดรอง และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยย้อนหลัง 1 เดือนก่อนหุ้น IPO ชื่อขายในตลาดรอง (2) ส่วนปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ในทิศทางตรงกันข้าม (-) ได้แก่ สัดส่วนของสินทรัพย์ก่อนเสนอขาย IPO ต่อ มูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชน และความมีชื่อเสียงของผู้จัดการการจัดจำหน่าย (3) สำหรับปัจจัยอื่นๆ ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO

คำสำคัญ: ปริมาณการสืบค้นใน Google Search/ หุ้น IPO/ อัตราผลตอบแทนวันแรก

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	ช
สารบัญภาพ	ซ
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	11
2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	11
2.1.1 ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient market hypothesis)	11
2.1.2 ทฤษฎีการเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral Finance Theory)	12
2.1.3 สมมติฐานการรับรู้ของนักลงทุน (Investor Attention Hypothesis)	12
2.1.4 ทฤษฎีการส่งสัญญาณของหุ้น IPO (Signal Theory)	14
2.1.5 ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information)	14
2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies)	16
2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ในอดีตที่เกี่ยวข้องกับการสืบค้นข้อมูล หลักทรัพย์ด้วย Google	16
2.2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ในอดีตที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขาย หลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน	17
2.2.3 สภาพของทัศนคติผู้ลงทุน (Market Condition and Investor Sentiment)	21
2.3 งานวิจัยเชิงประจักษ์ในประเทศไทย	23
บทที่ 3 ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ	26
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)	26
3.2 ตัวแปร (Variables)	27
3.2.1 ตัวแปรตาม (Dependent variables)	27
3.2.2 ตัวแปรอธิบาย (Explanatory variables)	28

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
3.3 วิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method)	35
3.3.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	35
3.3.2 การทดสอบ Wilcoxon Rank Sum Test	36
3.3.3 ทดสอบความสัมพันธ์และทิศทางของตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ด้วยสมการถดถอย (OLS Regression)	36
บทที่ 4 ผลการทดสอบ	42
4.1 การบรรยายคุณสมบัติเชิงปริมาณทางสถิติของข้อมูลที่น่ามาวิจัย (Descriptive stat)	42
4.2 ผลการทดสอบ Wilcoxon Rank Sum Test	44
4.3 การอภิปรายผลการศึกษา (Result Discussion)	54
4.3.1 บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์	56
4.3.2 นักลงทุน	57
4.4 การสรุปผลการศึกษา	58
4.4.1 ข้อจำกัดในงานศึกษาและข้อเสนอแนะสำหรับงานศึกษาในอนาคต	59
บรรณานุกรม	61
ภาคผนวก	65
ภาคผนวก ก ข้อมูลหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน (IPO)	66
ภาคผนวก ข รายชื่อและสัดส่วนมูลค่าตลาด	75
ภาคผนวก ค การทดสอบโดยพิจารณาค่า Pair Wise Correlation	77
ภาคผนวก ง การทดสอบโดยพิจารณาค่า Partial and Semipartial Correlations	78
ภาคผนวก จ การทดสอบโดยพิจารณาค่า Variance Inflation Factor (VIF)	79
ภาคผนวก ฉ ผลการทดสอบ Heteroscedasticity	80
ภาคผนวก ช แสดงดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนรายเดือน	82

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
ภาคผนวก ช หลักเกณฑ์การนำหุ้นสามัญเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)	89
ภาคผนวก ฉ ขั้นตอนในการเตรียมตัวสำหรับบริษัทที่เสนอขายหุ้น IPO	93
ประวัติผู้วิจัย	94



สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
2.1	สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทน วันแรกของหุ้น IPO ที่เสนอขายในตลาดหลักทรัพย์	25
3.1	สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ และเครื่องหมายที่คาดหวัง	38
4.1	คุณสมบัติเชิงปริมาณทางสถิติของข้อมูลที่นำมาวิจัย	44
4.2	ค่า Mean ของอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO	44
4.3	ค่า Median ของอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO	45
4.4	แสดงผลการทดสอบสมการถดถอยแสดงความสัมพันธ์และทิศทางของ ตัวแปรอิสระที่ส่งผลต่อตัวแปรตามซึ่งก็คืออัตราผลตอบแทนวันแรก ของหุ้น IPO ด้วยสมการถดถอย	48

สารบัญภาพ

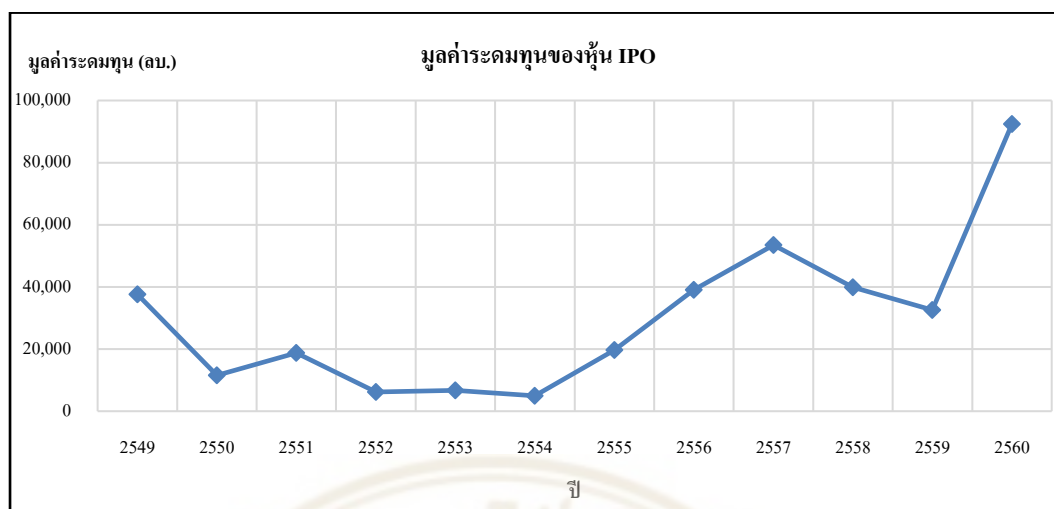
ภาพ		หน้า
1.1	แสดงมูลค่าระดมทุนของหลักทรัพย์ใหม่ที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2549-พ.ศ.2560	2
1.2	แสดงจำนวนหลักทรัพย์ใหม่ที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่าง ปี พ.ศ. 2549- พ.ศ.2560	2
1.3	แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้น IPO ระหว่างปี พ.ศ. 2549- พ.ศ. 2560	3
4.1	แสดงปริมาณการสืบค้นข้อมูลหุ้น IPO ด้วย Google หรือ Search Volume Index (SVI)	43
4.2	แสดงอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO โดยใช้ค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของ ASVI เป็นเกณฑ์ในการแบ่งกลุ่ม	45

บทที่ 1

บทนำ

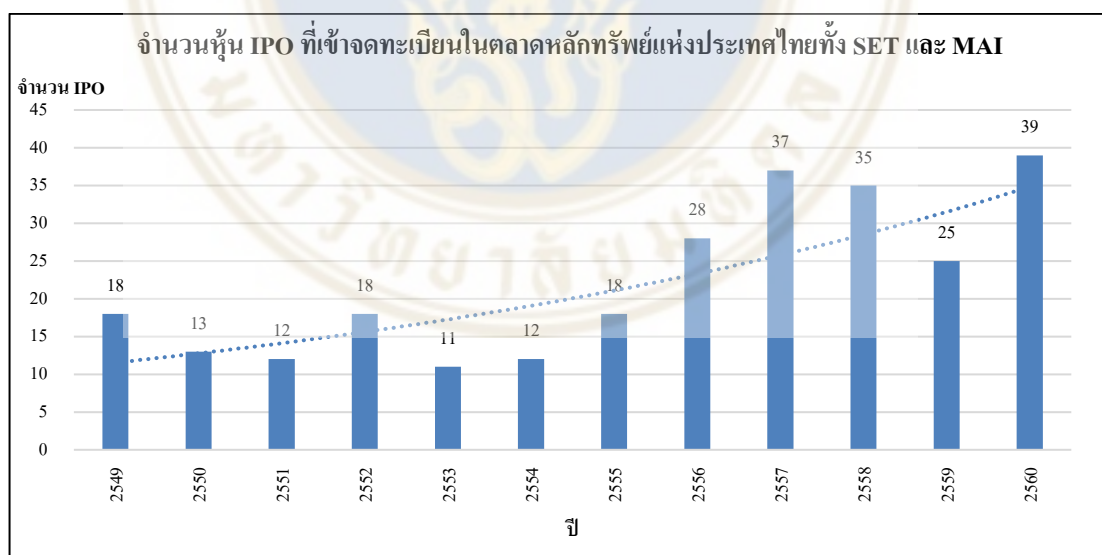
ระบบตลาดทุนเป็นส่วนสำคัญของกลไกเศรษฐกิจประเทศไทย เพราะเป็นอีกช่องทางหลักที่ทำให้บริษัทต่าง ๆ เข้าถึงแหล่งระดมทุนได้เพิ่มมากขึ้น การระดมเงินทุนผ่านตลาดการเงินนั้นสามารถทำได้โดยระดมผ่านตลาดแรกและตลาดรองนอกเหนือไปจากการระดมทุนผ่านแหล่งเงินทุนจากสถาบันการเงินโดยวิธีการกู้ยืม โดยตลาดแรกคือตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ ซึ่งเมื่อบริษัทใด ๆ ก็ตามต้องการออกหลักทรัพย์ใหม่เสนอขายหุ้นต่อประชาชนครั้งแรก (Initial Public Offering) หรือเสนอขายหลักทรัพย์อื่นๆ แก่ประชาชนต้องขออนุมัติจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และดำเนินการตามเกณฑ์ที่กำหนด ส่วนตลาดรอง คือ ตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ที่ได้ผ่านการซื้อขายในตลาดแรกมาแล้ว ซึ่งไม่ใช่หลักทรัพย์ออกใหม่โดยหลังจากการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนครั้งแรก หลักทรัพย์จะสามารถทำการซื้อขายในตลาดรองได้ก็ต่อเมื่อผู้ออกหลักทรัพย์นั้นได้ยื่นคำขอและได้รับอนุมัติจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว

ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาพบว่า การระดมเงินทุนด้วยการออกขายหุ้นสามัญผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเป็นวิธีที่ได้รับความนิยมเป็นอย่างมากและมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากภาพที่ 1 แสดงมูลค่าการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) ระหว่างปี พ.ศ.2549–พ.ศ.2560 พบว่า ข้อมูลปีพ.ศ.2560 มูลค่าการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอยู่ที่ประมาณ 362,870.98 ล้านบาท ในขณะที่จำนวนหลักทรัพย์ใหม่ที่เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน



ภาพที่ 1.1 แสดงมูลค่าระดมทุนของหลักทรัพย์ใหม่ที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2549-พ.ศ.2560

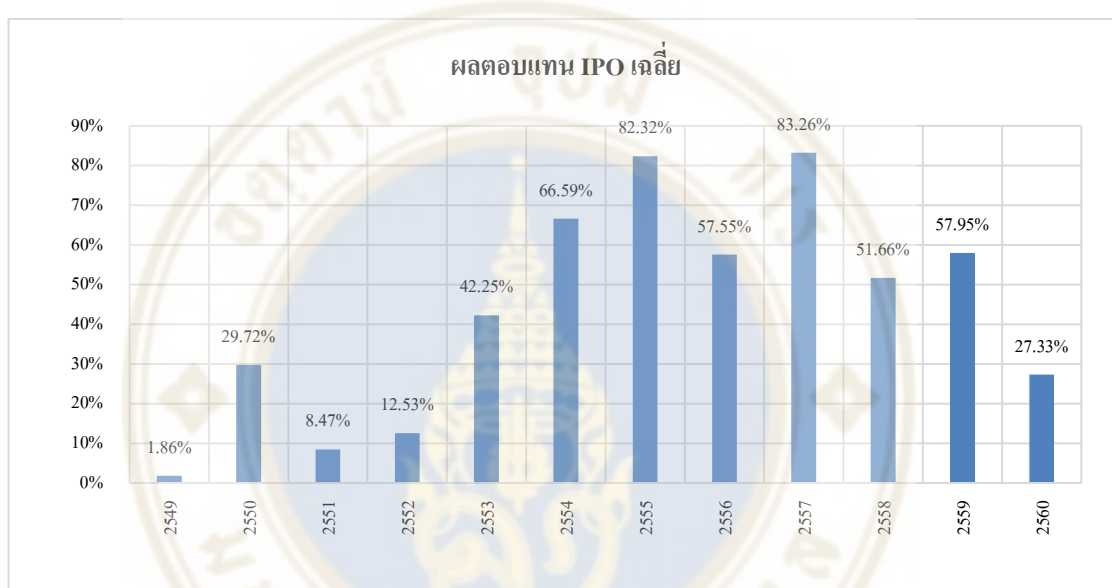
จากภาพที่ 2 แสดงจำนวนหลักทรัพย์ใหม่ที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (หุ้น IPO) พบว่า ในปีพ.ศ. 2549 มีจำนวนหลักทรัพย์ใหม่เข้าจดทะเบียนทั้งหมด 18 หลักทรัพย์ และ ในปีพ.ศ. 2560 มีจำนวนหลักทรัพย์ใหม่เข้าจดทะเบียนทั้งหมด 39 หลักทรัพย์



ภาพที่ 1.2 แสดงจำนวนหลักทรัพย์ใหม่ที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2549- พ.ศ.2560

การเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนเป็นครั้งแรกหรือการเสนอขายหุ้น IPO นั้น นักลงทุนที่สนใจลงทุนในหลักทรัพย์ใหม่ต้องเป็นผู้ที่ได้รับสิทธิในการจองซื้อหุ้น โดยทำการจองซื้อหุ้น IPO

ตามราคาที่ถูกกำหนดโดยวานิชชนกิจ และนักลงทุนที่สามารถจองซื้อหุ้นได้นั้นสามารถขายได้ในวันที่หลักทรัพย์ใหม่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นวันแรกหรือซื้อขายในตลาดรองเป็นวันแรก (1st Day Trade) จากข้อมูลในอดีตพบว่าอัตราผลตอบแทนของนักลงทุนที่จองซื้อหุ้น IPO และนำมาขายในวันที่เข้าซื้อขายในตลาดรองเป็นวันแรกนั้นให้อัตราผลตอบแทนที่สูงแก่นักลงทุน จากภาพที่ 3 แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้น IPO ที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยพบว่าในปีพ.ศ. 2549, 2559 และ 2560 อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้น IPO ที่เข้าซื้อขายในตลาดรองวันแรก มีค่าเท่ากับ 1.86 % 57.95% และ 27.33% ตามลำดับ



ภาพที่ 1.3 แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้น IPO ระหว่างปี พ.ศ. 2549- พ.ศ. 2560

จากข้อมูลข้างต้นแสดงให้เห็นว่านักลงทุนได้ให้ความสนใจกับการลงทุนในหุ้น IPO เพิ่มขึ้นในทุกๆ ปี เนื่องจากนักลงทุนมีความเชื่อว่าหุ้น IPO มีราคาจองซื้อที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (IPO Underpricing) ทำให้ผลตอบแทนของหุ้น IPO ที่เข้าซื้อขายในตลาดรองวันแรกให้อัตราผลตอบแทนสูง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับอัตราผลตอบแทนของหุ้น IPO วันแรก ที่ได้ถูกนำมาศึกษาในงานวิจัยนี้ ได้แก่

ทฤษฎีการส่งสัญญาณของหุ้น IPO (Signal Theory) มีงานวิจัยที่ใช้ทฤษฎีนี้ในการอธิบาย IPO Underpricing อาทิเช่น Welch (1989) อธิบายว่า หุ้น IPO ถูกตั้งราคาจองซื้อในราคาต่ำเพื่อดึงดูดให้นักลงทุนมาจองซื้อหุ้นของบริษัท นักลงทุนจะได้กำไรและเกิดความพอใจ และเมื่อบริษัทต้องการออกหลักทรัพย์เพื่อระดมทุนครั้งใหม่ก็จะสามารถขายให้กับนักลงทุนได้ไม่ยาก การตั้งราคาจองซื้อหุ้นที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (IPO Underpricing) นอกจากนี้ยังมีความสัมพันธ์กับคุณภาพของบริษัท

(Firm Quality) เนื่องจากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ต้องเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับหุ้น IPO ตามแนวทางการกำกับดูแลของสำนักงาน ก.ล.ต. ให้แก่นักลงทุนทราบอย่างครบถ้วนบนพื้นฐานของข้อเท็จจริงในปัจจุบันและข้อมูลนั้นต้องไม่เกินจริง ซึ่งบางข้อมูลเป็นข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับผลประกอบการในอนาคตที่ถึงแม้จะมีความเป็นไปได้สูงแต่ก็มีความไม่แน่นอนเกิดขึ้น ดังนั้นจึงไม่สามารถเปิดเผยข้อมูลในส่วนนี้ได้ จึงใช้การ IPO Underpricing เป็นเครื่องมือในการช่วยส่งสัญญาณ (Signal) ไปยังนักลงทุน ด้วยความเชื่อที่ว่าบริษัทที่มีคุณภาพดีมีผลประกอบการที่ดีในอนาคตมักจะทำ IPO Underpricing เพราะ การเจตนาขายหุ้น IPO ในราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็นเพื่อป้องกันไม่ให้บริษัทที่ไม่ดีลอกเลียนแบบ บริษัทที่ดีอาจจะใช้อัตรารีดลดที่มากกว่าอัตราที่คำนวณกันปกติในทางปฏิบัติในการตั้งราคาของซื้อหุ้น IPO เพราะหวังว่าจะสามารถเก็บเกี่ยวผลประโยชน์เพื่อชดเชยการขายหุ้น IPO ในราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็นได้ภายหลังจากที่หุ้นของบริษัทเริ่มทำการซื้อขายในตลาดรองแล้ว ในขณะที่บริษัทที่ไม่ดีจะไม่สามารถขายหุ้นในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงได้ไม่มาก เพราะบริษัทเหล่านี้จะไม่สามารถระดมทุนเพิ่มหลังจากหุ้นของบริษัทได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้วเนื่องจากนักลงทุนได้ทราบถึงคุณภาพที่แท้จริงของบริษัทแล้ว

ทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetry Information) จากงานวิจัยอาทิเช่น Baron (1982) และ Koh and Walter (1989) แสดงให้เห็นว่า สาเหตุสำคัญของ IPO Underpricing นั้นเกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) กับนักลงทุน และการมีข้อมูลไม่เท่ากันในกลุ่มนักลงทุนด้วยกัน เช่น นักลงทุนสถาบัน (Institutional Investors) และนักลงทุนรายใหญ่ (High Net Worth Investors) สามารถเข้าถึงข้อมูลของบริษัทได้มากกว่านักลงทุนรายย่อย ทำให้นักลงทุนกลุ่มนี้ทราบมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทได้ดีกว่า โดย IPO Underpricing ทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลลดลง Beatty and Ritter (1986) พบว่า บริษัทที่มีอายุมากกว่าจะมีข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทนั้นมากกว่าด้วย ทำให้ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลลดลง ส่งผลให้ระดับ Underpricing หรืออัตรารีดลดตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ลดลง, Carter and Manaster (1990) พบว่าอัตรารีดลดตอบแทนวันแรกของ IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับความมีชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่าย (Underwriter) โดย Underwriter ที่มีชื่อเสียงจะช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลผ่านกิจกรรมที่ Underwriter จัดขึ้นเช่น Roadshow ทำให้ระดับ Underpricing ลดลงหรืออัตรารีดลดตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ลดลงด้วยเช่นกัน งานวิจัยของ Loughran and Ritter (2003) กลับพบว่า อัตรารีดลดตอบแทนวันแรกของ IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับความมีชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่าย (Underwriter) เนื่องด้วยช่วงเวลาที่ทดสอบมีความแตกต่างกัน จึงให้ผลที่แตกต่างกัน ซึ่งได้อธิบายว่า บทบาทของ Underwriter ได้เปลี่ยนไปในสายตาของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ IPO โดย Underwriter ที่มีชื่อเสียง มีบริการด้านนักวิเคราะห์ที่คอยติดตามวิเคราะห์หุ้น IPO เพิ่มขึ้น ทำให้สามารถ

ต่อรองกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เพื่อให้ราคาของซื้อลดต่ำลง ส่งผลให้อัตราผลตอบแทน IPO วันแรก หรือระดับ Underpricing สูงขึ้น

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยในอดีตที่อธิบายถึงปัจจัยที่ต่างๆ ส่งผลอัตราผลตอบแทนวันแรก ของหุ้น IPO ได้แก่ Ibbotson, Sindelar, and Ritter (1994) พบว่า มูลค่าสินทรัพย์ของบริษัทก่อนการ เสนอขายหุ้น IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนของหุ้น IPO วันแรก และ J. R. Ritter (1984) พบว่า มูลค่าการระดมทุนของหลักทรัพย์ใหม่หรือมูลค่าการเสนอขายหุ้น IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนของหุ้น IPO วันแรก ซึ่งทั้งสองงานวิจัยอธิบาย จากทฤษฎี High Risk, High Return บริษัทที่มีสินทรัพย์ก่อนเสนอขายหุ้น IPO มาก แสดงว่าบริษัทมีความ เสี่ยงในการดำเนินธุรกิจน้อย นักลงทุนจึงคาดหวังอัตราผลตอบแทนน้อย ดังนั้นระดับ Underpricing จึงต่ำ เช่นเดียวกับมูลค่าระดมทุนจากการขายหุ้น IPO ถ้าบริษัทระดมทุนมูลค่าสูง บริษัทย่อมมีความ เสี่ยงที่จะถูกเก็งกำไรน้อยกว่า นักลงทุนจึงคาดหวังอัตราผลตอบแทนน้อย ต่อมา Karlis (2000) พบว่า สัดส่วนของจำนวนหุ้น IPO ต่อจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตรา ผลตอบแทนของหุ้น IPO วันแรก กล่าวคือ สัดส่วนของจำนวนหุ้น IPO ต่อจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้น เดิมมีสัดส่วนน้อย แสดงว่า จำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมมาก อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO จึงน้อย เนื่องจากระดับการ Underpricing น้อย จำนวนผู้ถือหุ้นเดิมมีผลต่อการกำหนดราคาของซื้อ เนื่องจากจำนวนผู้ถือหุ้นเดิมที่มากเป็นการส่งสัญญาณให้นักลงทุนเห็นถึงความมั่นใจของผู้บริหาร ในการดำเนินงานที่ดีและมีอนาคตตามทฤษฎี Signal Theory การสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนทำให้หุ้น IPO สามารถถูกจำหน่ายได้หมด โดยพึ่งพาบทบาทของผู้จัดจำหน่ายน้อย บริษัทจึงมีอำนาจ ต่อรองกับผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ทำให้สามารถกำหนดราคาของซื้อหุ้น IPO ให้สูงได้ ผลของการ Underpricing จึงมีน้อยทำให้อัตราผลตอบแทนวันแรกจึงต่ำ และ Baker and Wurgler (2002) พบว่า บริษัทมักเลือกที่จะเสนอขายหุ้น IPO ในช่วงที่นักลงทุนมีมุมมองเชิงบวกต่อตลาด (optimism) หรือ สภาวะของทัศนคติผู้ลงทุน (investor sentiment) อยู่ในระดับสูง สำหรับในประเทศไทยมีงานวิจัยหลายๆ งาน ได้มีการศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO และปรากฏการณ์ ของ Underpricing ในตลาดหลักทรัพย์ไทย อาทิเช่น อนุพล มิ่งเมือง (2553) ศึกษาหุ้น IPO ที่ออกขาย ในช่วงระหว่างปี 2002 – 2009 พบว่าชื่อเสียงของ Underwriter ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทน วันแรกของหุ้น IPO ขัดแย้งกับงานวิจัยก่อนหน้านี้ ซึ่งผู้วิจัยวิเคราะห์ว่าเป็นเพราะอัตราผลตอบแทน วันแรกของหุ้น IPO มีหลายปัจจัยที่ผู้จัดจำหน่ายไม่สามารถควบคุมได้, อนุจิรา คณานุรักษ์ (2554) ศึกษาหุ้น IPO ที่ออกขายในช่วงระหว่างปี 1991 – 2004 พบว่า สินทรัพย์ของบริษัทก่อน IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ซึ่งสอดคล้องกับ Ibbotson et al. (1994) ส่วนอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ 12 สัปดาห์ก่อนการเสนอขายหุ้น IPO

มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO สอดคล้องกับ Loughran and Ritter (2002) แต่มูลค่าระดมทุนจากการเสนอขาย IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ขัดแย้งกับงานวิจัยก่อนหน้านี้ของ J. R. Ritter (1984) ซึ่งผู้วิจัยในงานศึกษานี้ได้ตั้งข้อสังเกตว่าการเสนอขายหุ้น IPO มูลค่ามากมีแนวโน้มที่จะดำเนินการโดยผู้จัดจำหน่ายที่มีชื่อเสียงที่มีอำนาจต่อรองทำให้สามารถกำหนดราคาของซื้อ IPO ต่ำได้ ทำให้ระดับ Underpricing มาก อัตราผลตอบแทนจึงมาก และกัลยาณี ภาคอัท (2559) ศึกษาหุ้น IPO ที่ออกขายในช่วงระหว่างปี 2010 – 2014 พบว่า มูลค่าระดมทุนจากการเสนอขาย IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ณ 20 วันก่อนวันซื้อขายวันแรกมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO

นักลงทุนสามารถแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มนักลงทุนหุ้นคุณค่า (Value Investor) และนักลงทุนเก็งกำไร (Speculator) โดยนักลงทุนทั้งสองกลุ่มต่างก็มุ่งหวังที่จะได้ผลตอบแทนจากการลงทุนสูงสุด และในขณะเดียวกันยังต้องการลดความเสี่ยงในการลงทุนให้มากที่สุดเท่าที่จะทำได้ นักลงทุนสามารถวิเคราะห์การลงทุนในหุ้นจากปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) ซึ่งข้อมูลที่เป็นประโยชน์ในการวิเคราะห์ ได้แก่ ข้อมูลการซื้อขายในอดีต ข้อมูลของบริษัทที่สนใจจะลงทุน เช่น หนังสือชี้ชวนหรืองบการเงินที่จะต้องมีการนำเสนอและเปิดเผยต่อสาธารณชน ข้อมูลสถานะอุตสาหกรรมและสภาพเศรษฐกิจสำหรับวิเคราะห์ถึงแนวโน้มเศรษฐกิจในอนาคต สำหรับแหล่งที่สามารถให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์มีหลายแหล่ง อาทิเช่น คำแนะนำจากบริษัทหลักทรัพย์หรือจากเจ้าหน้าที่ด้านการตลาด ความเห็นของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ผ่านสื่อสิ่งพิมพ์ต่างๆ เช่น หนังสือพิมพ์ นิตยสาร วารสาร รวมไปถึงโฆษณา รายการโทรทัศน์ ข่าวและบทความของบริษัทผ่านสื่อต่างๆ เป็นต้น ทั้งนี้การวิเคราะห์เพื่อการลงทุนในหุ้น IPO นักลงทุนจะมีข้อจำกัดในการรวบรวมข้อมูลเนื่องจากการหุ้น IPO เป็นหลักทรัพย์ที่ออกใหม่จึงมีข้อมูลเผยแพร่ไม่แพร่หลายมากเท่าหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดรองมาเป็นระยะเวลาหนึ่งแล้ว ประกอบกับความเชี่ยวชาญในการประเมินมูลค่าหุ้นรวมไปถึงการเข้าถึงแหล่งข้อมูลของบริษัทที่เสนอขายหุ้น IPO ยังเป็นข้อจำกัดของนักลงทุนรายย่อยซึ่งเป็นนักลงทุนประเภทอ่อนไหวต่อข่าว หรือ สื่อต่างๆ ที่มากระทบ รวมไปถึงมักจะให้ความสนใจกับหลักทรัพย์ IPO ซึ่งถือเป็นสิ่งใหม่ที่กำลังจะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในปัจจุบัน นักลงทุนเองก็มีพฤติกรรมการติดตามข้อมูลข่าวสารที่เปลี่ยนแปลงไป กล่าวคือ นักลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลได้จากทุกที่ที่มีอินเทอร์เน็ตผ่านการสืบค้นด้วย Google Search เห็นได้จากการที่ประเทศไทยมีการใช้งานอินเทอร์เน็ตกันอย่างแพร่หลายเพิ่มขึ้นจากในอดีต พบว่า เมื่อปีพ.ศ. 2550 มีผู้ใช้อินเทอร์เน็ตเพียง 9,320,126 คน ในขณะที่ตัวเลขจำนวนผู้ใช้อินเทอร์เน็ต ปีพ.ศ. 2559 เพิ่มขึ้นเป็น 29,835,410 คน หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตของผู้ใช้อินเทอร์เน็ตสูงถึงร้อยละ 220.1 นอกจากนี้ยังพบว่าพฤติกรรม

การใช้อินเทอร์เน็ตของคนไทยเป็นการค้นหาข้อมูลทางอินเทอร์เน็ตสูงถึงร้อยละ 86.5 ในปีพ.ศ. 2560 (สำนักยุทธศาสตร์ สำนักงานพัฒนาธุรกรรมทางอิเล็กทรอนิกส์, 2560) โดยงานวิจัยในอดีตที่ศึกษาพฤติกรรมความสนใจของนักลงทุนรายย่อย (Investor Attention) ได้แก่ Merton (1987) และ Gervais, Kaniel, and Mingelgrin (2002) พบว่า นักลงทุนรายย่อยจะพิจารณาซื้อขายเฉพาะหุ้นที่สังเกตได้ ปริมาณการซื้อขายเป็นเหตุการณ์หนึ่งที่ทำให้หุ้นนั้นเป็นหุ้นที่สามารถสังเกตได้และถ้าหุ้นตัวนั้นมีปริมาณการซื้อขายสูงจะสร้างความน่าสนใจให้แก่นักลงทุน หุ้นตัวนั้นก็จะมีโอกาสถูกซื้อในเวลาต่อมา เมื่อมีความต้องการซื้อเพิ่มขึ้น ราคาหุ้นจึงเพิ่มขึ้นตามสมมติฐาน Price Pressure Hypothesis ทั้งนี้ในผลการศึกษาพบว่า ปริมาณการซื้อขายที่หนาแน่นเป็นสิ่งที่ดีดึงดูดให้นักลงทุนสนใจและมองในหุ้นตัวนั้น ทำให้บางคนมองเห็นว่าหุ้นตัวนั้นน่าซื้อ สอดคล้องกับ Barber and Odean (2008) ศึกษาพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนโดยใช้ Buy-Sell Imbalance (BSI) เป็นข้อมูลแสดงพฤติกรรมการซื้อขาย พบว่า นักลงทุนรายย่อยจะซื้อหุ้นที่น่าสนใจโดยพิจารณาจากข้อมูลหุ้นวันก่อนหน้า ได้แก่ หุ้นที่มีปริมาณการซื้อขายที่หนาแน่น, หุ้นที่มีขนาดของผลตอบแทนมาก(ทั้งบวกและลบ) และหุ้นที่มีข่าวสารของบริษัทออกมาเผยแพร่ (reported by Dow Jones News Service) โดยปัจจัยที่มีอิทธิพลดึงดูดให้นักลงทุนรายย่อยสนใจและถูกเข้าซื้อได้มากที่สุด คือ ปริมาณการซื้อขายหุ้น ต่อมา Chemmanur and Yan (2009) พบว่า การโฆษณาและการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารสามารถช่วยทำให้หุ้นของบริษัทเป็นที่รู้จักและดึงดูดความสนใจจากนักลงทุนได้ หุ้นของบริษัทที่มีการเผยแพร่ข้อมูลในปีนั้นมาก จะให้อัตราผลตอบแทนของปีนั้นสูงตามไปด้วย สอดคล้องกับแนวคิดของ Merton (1987) ที่ว่า เหตุการณ์ที่ช่วยเพิ่มความน่าสนใจแก่นักลงทุนจะเพิ่มโอกาสที่ราคาหุ้นจะเพิ่มสูงขึ้น ต่อมา Da, Engelberg, and Gao (2011) ศึกษาโดยใช้ปริมาณความถี่ในการสืบค้นข้อมูลหลักทรัพย์ด้วย Google เป็นตัวแทนความสนใจจากนักลงทุน กล่าวคือ ถ้านักลงทุนรายย่อยเกิดความสนใจ นักลงทุนจะสืบค้นข้อมูลของหุ้นนั้นๆ ดังนั้นปริมาณการสืบค้นจึงเป็นตัวชี้วัดระดับความสนใจจากนักลงทุนที่มีต่อหุ้นนั้นๆ ได้โดยตรงกว่าวัดจากปริมาณการซื้อขาย, ขนาดผลตอบแทนและปริมาณข่าวสาร นอกจากนี้ อัตราผลตอบแทนของหุ้นที่มีปริมาณการซื้อขายหนาแน่นหรือหุ้นที่มีขนาดของผลตอบแทนก่อนหน้า สูงอาจมาจากหุ้นทั้งสองลักษณะมีปัจจัยความเสี่ยงที่สูงกว่าส่งผลให้อัตราผลตอบแทนสูงตามไปด้วย ตามหลัก High Risk, High Return ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานเรื่องความสนใจของนักลงทุนรายย่อย (Investor Attention) จากงานวิจัยนี้พบว่า ปริมาณความถี่ในการสืบค้นส่งผลในทิศทางเดียวกันกับ อัตราผลตอบแทนของหุ้นในอีกสองสัปดาห์ถัดมา เช่นเดียวกับหุ้น IPO ปริมาณความถี่ในการสืบค้นข้อมูลหุ้น IPO ในช่วงสัปดาห์ก่อน IPO จะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกในทิศทางเดียวกัน

แม้ว่างานวิจัยในต่างประเทศศึกษาเกี่ยวกับความสนใจของนักลงทุนรายย่อยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะมีการศึกษาค่อนข้างมาก แต่สำหรับงานวิจัยในประเทศไทยที่

ศึกษาในหัวข้อนี้ยังพบว่า มีจำนวนจำกัด ในขณะที่พฤติกรรมการค้นหาข้อมูลข่าวสารและความสนใจในการลงทุนในหุ้น IPO นั้นมีแนวโน้มที่เพิ่มสูงขึ้น งานวิจัยนี้จึงได้มีการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับพฤติกรรมการค้นหาข้อมูลของนักลงทุนรายย่อยและข่าวสารของบริษัทที่ออกมาเผยแพร่ก่อนการซื้อขายหุ้น IPO ว่ามีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO อย่างไร เป็นที่มาของการศึกษาความสัมพันธ์ปัจจัยที่จะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ที่เสนอขายในช่วง 1 มกราคม พ.ศ.2549 – 31 ตุลาคม พ.ศ.2560 ดังนี้

1. ปริมาณการสืบค้นข้อมูลหุ้น IPO โดย Google Search Volume Index ในช่วงสัปดาห์ก่อน IPO
2. ปริมาณข้อมูลข่าวสารของหุ้น IPO ที่เผยแพร่ตามสื่อต่างๆ
3. ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนซื้อขายในตลาดรองวันแรก
4. สัดส่วนของสินทรัพย์ก่อนเสนอขาย IPO ต่อ มูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชน
5. อายุของบริษัทผู้เสนอขายหุ้น IPO
6. สัดส่วนของจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิม
7. ความมีชื่อเสียงของผู้จัดการการจดทะเบียน และ
8. อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ย้อนหลัง 1 เดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรอง

โดยผู้วิจัยมีจุดประสงค์มุ่งหวังให้งานศึกษานี้ก่อให้เกิดแนวทางในการพัฒนาการประชาสัมพันธ์ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่จะเผยแพร่ข้อมูลให้เป็นที่รู้จักแก่นักลงทุนรายย่อย โดยผลที่คาดว่าจะได้รับจะช่วยเพิ่มประโยชน์ในการเผยแพร่ข้อมูลบนอินเทอร์เน็ต นอกจากนี้ยังก่อให้เกิดประโยชน์แก่นักลงทุนรายย่อยเนื่องจากทราบรูปแบบความสัมพันธ์ของปัจจัยต่างๆ ที่จะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO สามารถใช้เป็นข้อมูลในการพิจารณาตัดสินใจเพื่อเข้าทำการซื้อขายหุ้น IPO

ผลการทดสอบพบว่า ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ในทิศทางเดียวกัน ได้แก่ ปริมาณการสืบค้นข้อมูลก่อน IPO ที่ระดับนัยสำคัญ 5%, ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรองที่ระดับนัยสำคัญ 1%, และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยย้อนหลัง 1 เดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรองที่ระดับนัยสำคัญ 1% ส่วนปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ในทิศทางตรงกันข้าม ได้แก่ สัดส่วนของสินทรัพย์ก่อนเสนอขาย IPO ต่อ มูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนที่ระดับนัยสำคัญ 5% และความมีชื่อเสียงของผู้จัดการการจดทะเบียนที่ระดับนัยสำคัญ 5% จากผลจากการทดสอบ แสดงให้เห็นว่า ระดับความสนใจของนักลงทุนรายย่อยซึ่งชี้วัดโดยความถี่ในการค้นหาข้อมูลผ่าน Google

Search นั้น มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO แต่ปริมาณข้อมูลข่าวสารของบริษัทที่เผยแพร่ก่อน IPO กลับไม่ส่งผลถึงผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ที่ซื้อขายวันแรก สอดคล้องกับสมมติฐานและสอดคล้องกับงานวิจัยของ Da et al. (2011) ที่ว่า ปริมาณข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่ออกไปตามสื่อต่างๆ ไม่สามารถวัดระดับความสนใจของนักลงทุนรายย่อยได้โดยตรง เนื่องจากไม่สามารถการันตีได้ว่านักลงทุนจะให้ความสนใจที่จะอ่านข่าวที่เผยแพร่ออกมา แต่การสืบค้นข้อมูลเป็นพฤติกรรม ที่นักลงทุนรายย่อยแสดงว่าให้ความสนใจต่อหุ้นโดยตรง ดังนั้นจึงเป็นปัจจัยที่วัดระดับความสนใจของนักลงทุนรายย่อยได้ดีกว่า นอกจากนี้ คำนีชีวัตทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนหุ้น IPO เข้าซื้อขายในตลาดรองให้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกับสมมติฐานและสอดคล้องกับ Baker and Wurgler (2002) เช่นเดียวกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 1 เดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรองที่ให้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกับสมมติฐานและสอดคล้องกับงานวิจัยของ กัลยาณี ภาคอัท (2559) แสดงถึงมุมมองของนักลงทุนที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์และภาวะตลาดหุ้นในช่วงก่อนเข้าซื้อขายในตลาดรอง มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO กล่าวคือ นักลงทุน รายย่อยพิจารณาภาวะตลาดหลักทรัพย์เป็นปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจเข้าซื้อขายหุ้น ไอพีโอวันแรก ส่วนปัจจัยด้านสัดส่วนของสินทรัพย์ก่อนเสนอขาย IPO ต่อ มูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนนั้นสอดคล้องกับสมมติฐานและสอดคล้องกับงานวิจัยของ Schultz (1993) ที่ว่า นักลงทุนแต่ละรายได้รับข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่ากัน ทำให้มีทัศนคติและความคาดหวังในการลงทุนที่ต่างกัน โดยนักลงทุนย่อมพิจารณาว่า บริษัทที่มีสินทรัพย์ไม่มากจะมีความเสี่ยงสูง จึงให้ผลตอบแทนในอัตราที่สูง จึงมีความเป็นไปได้ที่ขนาดของสินทรัพย์ ต่อ มูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม และสุดท้ายปัจจัยความมีชื่อเสียงของผู้จัดการจัดจำหน่าย สอดคล้องกับสมมติฐานและสอดคล้องกับงานวิจัยของ Carter and Manaster (1990) ที่ว่า ผู้จัดการจำหน่ายที่มีชื่อเสียงจะลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร บริษัทที่ออกหลักทรัพย์จึงไม่มีความจำเป็นต้องให้ส่วนลดกับราคาของซื้อหุ้น อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO จึงต่ำหรือมีระดับ Underpricing น้อย สำหรับปัจจัยอื่นที่ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ได้แก่ อายุของบริษัทผู้เสนอขายหุ้น IPO, สัดส่วนของจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิม สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตได้แก่ ณัฐจิรา คณานุรักษ์ (2554), กัลยาณี ภาคอัท (2559) และสายรุ้ง แก้วสังข์ (2559) ซึ่งทางผู้วิจัยวิเคราะห์ว่า อาจจะเป็นเพราะนักลงทุนเลือกปัจจัยอื่นๆ ในหลายๆ ด้านประกอบกันเพื่อพิจารณาเข้าลงทุนหุ้น IPO นอกจากนี้ในแต่ละช่วงระยะเวลาที่แตกต่างกัน นักลงทุน อาจเลือกปัจจัยต่างๆ เพื่อการพิจารณาไม่เหมือนกัน

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



บทที่ 2

ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง

ที่ผ่านมา มีผู้พยายามอธิบายถึงปัจจัยที่เกี่ยวกับเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนหุ้น IPO และพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนรายย่อยโดยใช้ทฤษฎีต่างๆ การศึกษานี้ได้รวบรวมทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง เพื่อกำหนดปัจจัยที่ใช้อธิบายดังนี้

2.1.1 ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient market hypothesis)

การศึกษาของ Eugene Fama (1970) พบว่า ความมีประสิทธิภาพของตลาด ได้สะท้อนถึงผลของข้อมูลข่าวสารต่างๆ ที่เผยแพร่อย่างทั่วถึงผ่านสื่อสาธารณะต่างๆ เช่น หนังสือพิมพ์ นิตยสาร เว็บไซต์ เป็นต้น การคาดการณ์และการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละรายแต่ละกลุ่ม ก่อให้เกิดอุปสงค์และอุปทานในราคาหลักทรัพย์ ซึ่งสะท้อนผลออกมาในรูปของราคาหลักทรัพย์ ณ เวลานั้น ดังนั้นข้อมูลข่าวสารที่กระจายออกมาจากระดับวงใน นักลงทุนสถาบัน จนถึงนักลงทุนรายย่อยและการเข้าถึงข้อมูลจะอยู่ในระดับที่แตกต่างกัน การกระจายข้อมูลข่าวสารไม่ทั่วถึงหรือใช้ในลักษณะข้อมูลภายใน (Insider trading) คือ นำข้อมูลวงในมาใช้ก่อนที่จะเผยแพร่สู่สาธารณะหรือนักลงทุนรายย่อย จะเกิดการทำการกำไรเกินปกติของผู้ที่ใช้ข้อมูลภายใน ซึ่งเป็นการเอารัดเอาเปรียบนักลงทุนรายย่อย ทั้งนี้อาจแบ่งระดับความมีประสิทธิภาพของตลาดออกเป็น 3 ระดับ ตามความสามารถในการเข้าถึงข้อมูล โดยราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงผลของข้อมูลข่าวสารต่างๆ ตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้น นักลงทุนจะสามารถประเมินคุณค่าการซื้อขายหลักทรัพย์และสามารถตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารได้อย่างรวดเร็ว

- ตลาดที่มีประสิทธิภาพต่ำ (Weak form efficiency) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตไม่สามารถพยากรณ์ได้ด้วยราคาในอดีต การวิเคราะห์ทางเทคนิคโดยวิเคราะห์จากราคาในอดีตไม่สามารถทำกำไรส่วนเกินในตลาดที่มีประสิทธิภาพต่ำนี้ได้
- ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง (Semi-Strong form efficiency) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงตามข้อมูลข่าวสารที่สาธารณชนได้รับอย่างรวดเร็วและไม่มีอคติ นักลงทุนจะประเมินมูลค่าของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังใหม่จากข้อมูลข่าวสารที่ได้รับและส่งผลให้ราคาปรับตัวในทันที ไม่มีใครสามารถทำกำไรส่วนเกินได้จากข้อมูลข่าวสารที่สาธารณชนได้รับ

- ตลาดที่มีประสิทธิภาพสูง (Strong form efficiency) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์สะท้อนทุกข่าวสารทั้งข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชนและข้อมูลภายใน ไม่มีใครสามารถนำข้อมูลภายในมาใช้สร้างราคาหรือทำกำไรส่วนเกินได้เพราะทุกคนสามารถรับรู้ข้อมูลได้รวดเร็วเหมือนกัน

2.1.2 ทฤษฎีการเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral Finance Theory)

Tversky and Kahneman (1973) พบว่า นักลงทุนมีการตัดสินใจอย่างไม่เป็นเหตุเป็นผล มีอคติทางความคิด กล่าวคือ ความประทับใจครั้งแรกต่อสิ่งใดสิ่งหนึ่งจะทำให้เรารู้สึกดีกับสิ่งนั้นในอนาคต อันเป็นเหตุผลให้เกิดความลำเอียงในการหาเหตุผลให้กับสิ่งนั้น โดยจะพยายามหาหลักฐานจากประสบการณ์เพื่อใช้เป็นเหตุผลในการตัดสินใจตามความประทับใจในครั้งแรก ต่อมา Kahneman and Tversky (1979) ได้เสนอทฤษฎีความคาดหวัง (Prospect Theory) ซึ่งได้อธิบายพฤติกรรมของนักลงทุนที่มีการให้คุณค่าของผลเสียหรือขาดทุนมากกว่าการให้คุณค่าของผลได้หรือกำไรที่ได้ ทั้งที่จำนวนเงินของทั้งผลกำไรและผลขาดทุนมีจำนวนเท่ากัน กล่าวคือ ผลขาดทุนจะสร้างความจดจำให้กับนักลงทุนมากกว่าผลกำไร ซึ่งนั่นเป็นการบ่งบอกว่า นักลงทุนมีพฤติกรรมหลีกเลี่ยงการขาดทุน (Loss Aversion) เช่นเดียวกับ ฌ็อง-ฌัก รูสโซ (2559 อ้างจาก ชนธนา ศิวโมกษธรรม และสรร พัวจันทร์ (2548)) ที่พบว่า นักลงทุนรายย่อยนิยมใช้ข้อมูลจากสื่อและใช้การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานในการเลือกหลักทรัพย์ ในสภาวะตลาดปกติการเข้าซื้อหลักทรัพย์จะซื้อเมื่อมีข่าวดีเข้ามาและขายเมื่อมีข่าวร้ายจะไม่ถือครองหลักทรัพย์เป็นระยะเวลานานหากมีกำไร แต่อดทนถือหลักทรัพย์ต่อไปเมื่อถ้าขายแล้วจะขาดทุน

2.1.3 สมมติฐานการรับรู้ของนักลงทุน (Investor Attention Hypothesis)

Merton (1987) สรุปว่า เมื่อนักลงทุนทำการซื้อขายในแต่ละครั้ง นักลงทุนจะถูกจำกัดการซื้อขายเฉพาะหุ้นที่รู้จัก และจะไม่ซื้อขายในหุ้นที่ไม่รู้จัก กล่าวคือ นักลงทุนมีแนวโน้มจะซื้อหุ้นที่สังเกตได้เท่านั้น โดยหุ้นที่สังเกตได้ คือ หุ้นที่อยู่ในความสนใจของนักลงทุน หุ้นที่นักวิเคราะห์ให้การติดตาม หุ้นที่เจ้าหน้าที่การตลาดหรือนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์สนับสนุนในการซื้อขาย หรือหุ้นที่ถูกจับตามองในเรื่องการประกาศผลการดำเนินงานหรือถูกจับตาเนื่องจากมีปริมาณซื้อขายหนาแน่น ทั้งนี้ นักลงทุน โดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อยมีข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์จำกัดจึงพิจารณาซื้อขายเฉพาะหุ้นที่รู้จักและปริมาณการซื้อขายเป็นเหตุการณ์หนึ่งที่ทำให้ให้นักลงทุนรายย่อยรู้จักหุ้นเหล่านี้ โดยปริมาณการซื้อขายเป็นตัวนำหรือตัวกระตุ้นที่ทำให้หุ้นที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์เป็นหุ้นที่นักลงทุนให้ความสนใจ และเมื่อนักลงทุนสนใจหุ้นตัวนั้นก็จะมีแนวโน้มที่จะถูกซื้อในเวลาต่อมา เมื่อมีความต้องการซื้อมากขึ้น ราคาหุ้นจึงเพิ่มขึ้นตามสมมติฐาน Price Pressure Hypothesis ทั้งนี้ปริมาณการซื้อขายหนาแน่น

ไม่ได้เป็นเหตุให้นักลงทุนตัดสินใจเข้าซื้อหุ้นตัวนั้น แต่ปริมาณการซื้อขายเป็นสิ่งที่ดึงดูดให้นักลงทุนสนใจและมองในหุ้นตัวนั้น ทำให้บางคนมองเห็นว่าหุ้นตัวนี้น่าซื้อ

Gervais et al. (2002) ศึกษาปริมาณซื้อขายและการเปลี่ยนแปลงราคาของหุ้นในตลาดทุนประเทศสหรัฐอเมริกา โดยใช้ข้อมูลรายวันและรายสัปดาห์ ตั้งแต่ปีค.ศ.1963 – ค.ศ.1996 พบว่าหุ้นที่มีปริมาณการซื้อขายมากผิดปกติ มีแนวโน้มที่ผลตอบแทนจะขยับสูงขึ้นในเวลาต่อมา และหุ้นที่มีปริมาณการซื้อขายน้อยผิดปกติจะมีผลตอบแทนต่ำในระยะต่อมา โดยปรากฏการณ์นี้ถูกเรียกว่า “High-Volume return premium” สอดคล้องกับแนวคิดของ Merton (1987) สำหรับงานศึกษาในประเทศไทย เบลญพร เลิศเศรษฐศาสตร์ (2554) ที่ศึกษาข้อมูลรายวันของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ 5 พฤศจิกายน 2533 - 9 ตุลาคม 2553 และแบ่งช่วงการศึกษาออกเป็น 2 ช่วงช่วงเวลาระยะ 10 ปี สำหรับการพิสูจน์การคงอยู่ของปรากฏการณ์ “High-Volume return premium” ในตลาดทุนของประเทศไทยโดยใช้แบบจำลองของ Gervais et al. (2002) หลังจากนั้นจึงสร้างพอร์ตการลงทุนด้วยการซื้อกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีปริมาณการซื้อขายหนาแน่นและขายกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายเบาบางด้วยจำนวนที่เท่ากัน โดยผลการศึกษาแสดงอัตราผลตอบแทนปรับด้วยความเสี่ยงเฉพาะกิจการ พบว่าผลตอบแทนเฉลี่ยในช่วงแรก ตั้งแต่ 5 พฤศจิกายน 2533 – 22 มกราคม 2543 มีค่าเป็นบวก ในขณะที่ผลตอบแทนของพอร์ตการลงทุนช่วงหลังมีค่าเป็นลบ จึงสรุปว่าช่วงเวลาในการศึกษาส่งผลต่อผลตอบแทนเช่นเดียวกันและปรากฏการณ์ “High-Volume return premium” ในแต่ละช่วงเวลานั้นไม่คงที่

ต่อมา Barber and Odean (2008) ศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนในตลาดทุนประเทศสหรัฐอเมริกาช่วงระยะเวลาตั้งแต่ปีค.ศ.1991 -1999 โดยใช้ Buy-Sell Imbalance (BSI) เป็นข้อมูลแสดงพฤติกรรมการซื้อขาย ผลการศึกษาพบว่า นักลงทุนรายย่อยจะซื้อหุ้นที่น่าสนใจ (Attention grabbing stocks) ได้แก่ หุ้นที่มีปริมาณการซื้อขายที่หนาแน่น, หุ้นที่มีขนาดของผลตอบแทนมาก (ทั้งบวกและลบ) และหุ้นที่มีข่าวสารของบริษัทออกมาเผยแพร่ (reported by Dow Jones News Service) โดยปัจจัยที่มีอิทธิพลดึงดูดให้นักลงทุนรายย่อยสนใจและถูกเข้าซื้อได้มากที่สุด คือ ปริมาณการซื้อขายหุ้น จากงานศึกษารูปว่า นักลงทุนรายย่อยมักจะซื้อหุ้นที่มีความน่าสนใจ (Attention Driven) เนื่องจากในตลาดหลักทรัพย์มีหุ้นเป็นจำนวนมากให้เลือกซื้อ ประกอบกับความไม่เท่าเทียมกันของการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารทำให้หุ้นที่มีความน่าสนใจเท่านั้นที่สามารถเข้าไปอยู่ในกลุ่มตัวเลือกที่นักลงทุนจะเลือกซื้อ (Choice set) จากนั้นนักลงทุนจะเลือกซื้อหุ้นจากความสนใจของแต่ละบุคคล (personal preferences) แต่สำหรับด้านการขายหุ้นนั้น นักลงทุนจะขายเฉพาะหุ้นที่ตนเองถืออยู่แล้วเท่านั้นและไม่นิยมขายชอร์ต ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดในงานศึกษาของ Merton (1987) และ Gervais et al. (2002) ที่ว่า การ

สร้างเหตุการณ์ที่ทำให้หุ้นเป็นที่น่าสนใจ (Visibility Stock) สามารถช่วยเพิ่มโอกาสที่ราคาหุ้นจะมีแนวโน้มสูงขึ้นได้

จากทฤษฎีและสมมติฐานที่กล่าวมา แสดงให้เห็นถึงเหตุการณ์ต่างๆ ที่เกิดกับหลักทรัพย์ เช่น ปริมาณการซื้อขายที่หนาแน่น การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น การประกาศข้อมูลข่าวสารต่างๆ ของบริษัท เช่น การประกาศผลการดำเนินงาน การออกบทวิเคราะห์ตามสื่อ เป็นต้น เป็นการสร้างจุดสังเกตและความน่าสนใจในหลักทรัพย์นั้น เมื่อนักลงทุนรายย่อยเกิดความสนใจและเกิด Attention Driven ต่อหุ้นตัวนั้น ทำให้อุปสงค์ของราคาหุ้นจะมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นได้

2.1.4 ทฤษฎีการส่งสัญญาณของหุ้น IPO (Signal Theory)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณเป็นทฤษฎีที่ศึกษาถึงพฤติกรรมที่บริษัทหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือผู้บริหารส่งสัญญาณให้แก่นักลงทุนรายย่อย โดยการเข้าถึงข้อมูลที่แตกต่างกันและการกระจายข้อมูลข่าวสารที่ไม่ทั่วถึงในตลาดหุ้น ส่งผลให้นักลงทุนไม่สามารถคัดแยกบริษัทที่มีคุณภาพต่ำและคุณภาพสูงออกจากกันได้ บริษัทจึงต้องมีการส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนเพื่อจูงใจให้เข้ามาลงทุนในบริษัท ทั้งนี้ในอดีตที่ผ่านมา มีงานวิจัยที่ศึกษาทฤษฎีการส่งสัญญาณของหุ้น IPO กับ Underpricing ดังนี้

Welch (1989) ศึกษาและรวบรวมข้อมูลหุ้น IPO ที่เสนอขายในตลาดหุ้นประเทศสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี ค.ศ. 1977-1982 ทั้งหมด 1,028 บริษัท พบว่า บริษัทที่เสนอขายหุ้น IPO ที่มีคุณภาพสูงจึงส่งสัญญาณคุณภาพของบริษัทแก่นักลงทุนโดยตั้งราคาจองซื้อหุ้นที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (IPO Underpricing) เพื่อดึงดูดให้นักลงทุนมาจองซื้อหุ้นของบริษัท นักลงทุนจะได้กำไรและเกิดความดีใจ และเมื่อบริษัทต้องการออกหลักทรัพย์เพื่อระดมทุนครั้งใหม่ก็จะสามารถขายให้กับนักลงทุนได้ไม่ยากและไม่ต้องลดราคา (Underpricing) ลงอีกในการระดมทุนครั้งใหม่ บริษัทที่มีคุณภาพต่ำจะพยายามเลียนแบบการส่งสัญญาณ โดยการลดราคาจองซื้อหุ้น IPO เพื่อบ่งบอกถึงคุณภาพที่มีลักษณะเหมือนกับบริษัทที่มีคุณภาพสูง แต่การเลียนแบบนี้จะมีต้นทุนเกิดขึ้นและนักลงทุนจะเรียนรู้ถึงการเลียนแบบของบริษัทที่มีคุณภาพต่ำ ดังนั้นบริษัทที่มีคุณภาพต่ำจะไม่ส่งสัญญาณ Underpricing ได้มากเท่าที่บริษัทที่มีคุณภาพสูงทำ

2.1.5 ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information)

Baron (1982) ได้ทำการศึกษาโดยสร้างแบบจำลองบนพื้นฐานของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารระหว่างบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ พบว่า สาเหตุสำคัญที่ทำให้หุ้น IPO เกิด Underpricing นั้น เกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ไม่ว่าจะเป็นระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์ กับนักลงทุน และผู้ออกหลักทรัพย์กับผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์

(Underwriter) หรือบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นผู้ประเมินมูลค่าให้กับบริษัทที่ต้องการเสนอขายหลักทรัพย์ มีข้อมูลมากกว่าผู้ออกหลักทรัพย์เนื่องจากมีความเชี่ยวชาญในการประเมินมูลค่าหุ้น ดังนั้นผู้ออกหลักทรัพย์จะไม่ทราบถึงมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทตนเอง แต่จะทราบมูลค่าของบริษัทตนเองจากการประเมินของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ดังนั้นผู้ออกหลักทรัพย์จึงต้องยอมลดราคาของซื้อหุ้น IPO เพื่อตอบแทนให้กับผู้จัดจำหน่ายจากการใช้ความรู้ความสามารถในการประเมินมูลค่าหุ้นและออกบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ ประกอบกับงานศึกษาของ Welch (1989) การ IPO Underpricing ยังเป็นเครื่องมือในการช่วยส่งสัญญาณ (Signal) ไปยังนักลงทุน ด้วยความเชื่อที่ว่าบริษัทที่มีคุณภาพดีมีผลประกอบการที่ดีในอนาคตมักจะทำ IPO Underpricing เพราะ การเสนอขายหุ้น IPO ในราคาที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็นเพื่อป้องกันไม่ให้บริษัทที่ไม่ดีลอกเลียนแบบ บริษัทที่ดีอาจจะใช้อัตราคิดลดที่มากกว่าอัตราที่คำนวณกันปกติในทางปฏิบัติในการตั้งราคาของซื้อหุ้น IPO เพราะหวังว่าจะสามารถเก็บเกี่ยวผลประโยชน์เพื่อชดเชยการขายหุ้น IPO ในราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็นได้ภายหลังจากที่หุ้นของบริษัทเริ่มทำการซื้อขายในตลาดรองแล้ว ในขณะที่บริษัทที่ไม่ดีจะไม่สามารถขายหุ้นในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงได้มากเหตุผลเพราะบริษัทเหล่านี้จะไม่สามารถระดมทุนเพิ่มหลังจากหุ้นของบริษัทได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้วเนื่องจากนักลงทุนได้ทราบถึงคุณภาพที่แท้จริงของบริษัทแล้ว ในด้านของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์เองย่อมต้องการที่จะเสนอขายหุ้น IPO ให้แก่ลูกค้าของตนในราคาที่ถูกลงเพื่อให้สามารถจำหน่ายหุ้น IPO ได้หมด รวมไปถึงจุดใจและสมนาคุณลูกค้า

Beatty and Ritter (1986) ศึกษาและรวบรวมข้อมูลหุ้น IPO ที่เสนอขายในตลาดทุนประเทศสหรัฐอเมริการะหว่างปี ค.ศ. 1977-1982 พบว่าอายุของบริษัทนับตั้งแต่ก่อตั้งจนถึงเสนอขายหุ้นต่อประชาชนเป็นครั้งแรกเป็นตัวแทนของความไม่แน่นอนของหุ้น IPO ซึ่งเกิดจากความไม่สมมาตรของข้อมูล หากบริษัทมีอายุมากจะมีข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทมากตามไปด้วย ช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารดังกล่าวได้ ดังนั้นทำให้นักลงทุนเข้าถึงข้อมูลของบริษัทได้ดี ทำให้นักลงทุนคาดหวังกับผลตอบแทนที่จะได้รับอยู่ในระดับที่ต่ำนอกจากนี้ยังอธิบายตามหลัก High Risk High Return ได้ว่า บริษัทที่มีอายุน้อยกว่าจะมีความเสี่ยงสูงกว่าบริษัทที่มีอายุหรือมีการดำเนินงานยาวนานกว่า กล่าวคือบริษัทที่มีอายุยาวนานกว่าจะมีความพร้อมของข้อมูลทางการเงินมากกว่า อีกทั้งยังมีความพร้อมในการจัดทำงบการเงินที่เผยแพร่ต่อสาธารณะ (PAEs)

จากงานศึกษาในอดีตที่ผ่านมาสรุปได้ว่า การที่นักลงทุนรายย่อยมีข้อมูลเกี่ยวกับหุ้น IPO น้อยกว่าเจ้าของธุรกิจ และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ทำให้นักลงทุนรายย่อยไม่ทราบมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทที่เสนอขายหุ้น IPO จึงไม่สามารถคัดกรองบริษัทที่จะเลือกลงทุนได้ นอกจากนี้ นักลงทุนบางกลุ่ม เช่น นักลงทุนสถาบัน (Institutional Investors ("II")) หรือนักลงทุนรายใหญ่ (High Net Worth Investors ("HNW")) สามารถหาข้อมูลได้มากกว่านักลงทุนรายย่อย ทำให้นักลงทุนกลุ่มนี้ทราบมูลค่า

ค่าที่แท้จริงของบริษัท ได้ดีกว่าและจะไม่เลือกลงทุนถ้าพบว่าราคาของซื้อสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ทำให้ นักลงทุนรายย่อยที่ไม่มีข้อมูลเป็นผู้รับผลขาดทุนจากหุ้น IPO

ตามสมมติฐานการรับรู้ของนักลงทุน (Investor Attention Hypothesis), แนวความคิดของ ทฤษฎีการส่งส่งสัญญาณและทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล ชี้ให้เห็นว่า บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ มีปัญหาในเรื่องการกระจายข้อมูลข่าวสารที่ไม่ทั่วถึงในตลาดทุน ส่งผลให้นักลงทุนไม่สามารถคัด แยกบริษัทที่มีคุณภาพและไม่มีคุณภาพได้ ส่วนนักลงทุนรายย่อยมีปัญหาด้านความไม่เท่าเทียมกัน ในการรับข้อมูลข่าวสารโดยข้อมูลที่ได้รับไม่สมบูรณ์เป็นเวลาเดียวกัน (Real Time) แม้ระบบสารสนเทศ จะได้รับการพัฒนาไปมาแล้วก็ตาม ประกอบกับในปัจจุบันที่เต็มไปด้วยข่าวสารข้อมูลและนักลงทุน มีพฤติกรรมตัดสินใจซื้อขายหุ้นที่เป็นประเด็นตามพาดหัวข่าวของหน้าหนังสือพิมพ์ รวมไปถึงสื่อ ต่างๆ หรือลงทุนตามคำแนะนำตามเฟซบุ๊กหรือไลน์บ้าง การเป็นประเด็นตามสื่อต่างๆ เป็นการสร้าง เหตุการณ์ที่ช่วยเพิ่มความน่าสนใจของหุ้นแก่นักลงทุน ซึ่งจะเพิ่ม โอกาสที่ราคาหุ้นมีแนวโน้มที่เพิ่ม สูงขึ้นจากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นตามแนวคิด Investor Attention ของ Merton (1987) ซึ่งเมื่อนักลงทุนราย ย่อยให้ความสนใจ อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO มีแนวโน้มที่จะสูง ซึ่งความสนใจในหุ้น ตัวนั้นอาจถูกชี้นำ โดยการค้นหาข้อมูลจากอินเทอร์เน็ตหรือ Google Search อย่างไรก็ตามข้อมูลที่มา สร้างความน่าสนใจยังนักลงทุนนั้น นักลงทุนจำเป็นต้องหาข้อมูลและวิเคราะห์ว่าข่าวสารนั้นมีความ ถูกต้อง สมเหตุสมผลหรือไม่ ซึ่งการสืบค้นข้อมูลจากแหล่งข้อมูลหลายๆ แหล่งผ่าน Google Search เป็นการสืบค้นข้อมูลที่ถือว่ามีส่วนในการหาข้อมูลข่าวสารที่ต่ำ เนื่องจากนักลงทุนสามารถหาข้อมูล ได้ทุกที่มีสัญญาณอินเทอร์เน็ต แต่อย่างไรก็ตามนักลงทุนต้องตรวจสอบความถูกต้องของข้อมูลนั้น ด้วย

2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies)

งานวิจัยนี้ได้จัดกลุ่มงานวิจัยในอดีตตามประเด็นดังนี้

2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ในอดีตที่เกี่ยวข้องกับการสืบค้นข้อมูลหลักทรัพย์ด้วย Google

Da et al. (2011) ศึกษาและรวบรวมข้อมูลหุ้น IPO ที่เสนอขายในตลาดทุนประเทศ สหรัฐอเมริการะหว่างปี ค.ศ. 2004 - 2007 เพื่อดูความสัมพันธ์ว่าความสนใจของนักลงทุนรายย่อยที่ ชี้นำผ่านปริมาณการสืบค้น Google Search ด้วยชื่อบริษัทและปริมาณข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่ส่งผล ต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO อย่างไร โดยพบว่า ทั้งสองปัจจัยส่งผลต่ออัตราผลตอบแทน วันแรกของหุ้น IPO แต่ปริมาณการสืบค้นข้อมูลจาก Google Search เป็นตัวชี้นำระดับความสนใจจาก

นักลงทุนที่มีต่อหุ้นนั้นๆ ได้โดยตรงกว่าวัดจากปริมาณข้อมูลข่าวสาร กล่าวคือ ความถี่ของการสืบค้นใน Google เป็นตัวสะท้อนถึงความสนใจของนักลงทุนรายย่อยที่มีต่อหลักทรัพย์ได้โดยตรงกว่า ถ้านักลงทุนรายย่อยเกิดความสนใจ นักลงทุนจะสืบค้นข้อมูลของหุ้นนั้นๆ ยิ่งสนใจมากจะยิ่งสืบค้นมาก ดังนั้นหุ้นที่เป็นที่สนใจของนักลงทุนจะมีแนวโน้มที่ราคาจะเพิ่มสูงขึ้นจากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่ข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่สู่ นักลงทุนรายย่อยนั้น ไม่มีสิ่งใดรับประกันว่า ข้อมูลจะสามารถเผยแพร่ไปให้นักลงทุนได้ทั่วถึงหรือจะสร้างความสนใจให้กับนักลงทุนรายย่อยได้ นักลงทุนรายย่อยอาจรับรู้แต่ไม่เกิดความสนใจต่อหุ้นนั้นๆ ส่วนดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนในช่วงเดือนที่ทำการเสนอขายหุ้น IPO นั้นมีทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO แต่ไม่ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งผู้วิจัยในงานศึกษานี้ได้วิเคราะห์ว่าที่เป็นเช่นนี้เพราะช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาเป็นช่วงที่ภาวะตลาดหุ้นในสหรัฐอเมริกาซบเซา (Cold period) เกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจ ดังนั้นดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนจึงไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO นอกจากนี้ยังพบว่าอัตราผลตอบแทนของหุ้น IPO สามารถเอาชนะตลาดได้ในระยะแรก แต่ไม่สามารถเอาชนะตลาดได้ในระยะยาว กล่าวคือ เมื่อคำนวณผลตอบแทนส่วนเกินจากการถือครองหุ้น IPO ภายหลังจากหุ้นจากที่เข้าซื้อขายในตลาดรองมาแล้ว 1 ปี กลับพบว่าหุ้นนั้นให้อัตราผลตอบแทนที่ลดลง และต่ำกว่าผลตอบแทนตลาด ที่เรียกว่า Long run underperformance

Lawatanatrakul (2017) ศึกษาและรวบรวมข้อมูลหุ้น IPO ที่เสนอขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี ค.ศ. 2004 – 2015 เพื่อดูความสัมพันธ์ระหว่างความสนใจของนักลงทุนรายย่อยที่ชี้วัดผ่านปริมาณการสืบค้น Google Search ด้วยชื่อย่อของหลักทรัพย์ IPO ที่ผิดปกติในช่วงสัปดาห์ก่อนซื้อขายในตลาดรองวันแรก กับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO พบว่า ปริมาณความถี่ในการสืบค้นด้วย Google Search Volume Index ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของ IPO ในทิศทางเดียวกันที่ระดับนัยสำคัญ 10% ซึ่งสอดคล้องกับ Da et al. (2011) และสมมติฐานเรื่องความสนใจของนักลงทุนรายย่อย (Investor Attention Hypothesis)

2.2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ในอดีตที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน

Ibbotson et al. (1994) ศึกษาและรวบรวมข้อมูลหุ้น IPO ที่เสนอขายระหว่างปีค.ศ. 1960 - ค.ศ. 1969 ของตลาดหุ้นประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า มีอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO เป็นบวก หรือมี Underprice ในวันแรกที่หุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรอง อธิบายได้ว่า การที่นักลงทุนได้รับผลตอบแทนในระยะแรกเป็นบวกนั้นมาจากการตั้งราคาเสนอขายที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง

J. Ritter and Welch (2002) ศึกษาและรวบรวมข้อมูลหุ้น IPO ที่เสนอขายระหว่างปีค.ศ. 1980 – ค.ศ.2001 ของตลาดทุนประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่ามีอัตราผลตอบแทนของหุ้น IPO เฉลี่ยสูงถึง 18.80% หรือ เกิด Underpricing โดยเฉลี่ย 18.80% ซึ่งอธิบายได้ว่า เกิดจากสาเหตุความไม่สมมาตรของข้อมูล ระหว่าง บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) กับ นักลงทุน จึงส่งผลให้เกิดปัญหาที่นักลงทุนไม่สามารถคัดกรองบริษัทที่จะเลือกลงทุนได้เนื่องจากข้อจำกัดในการเข้าถึงข้อมูลของบริษัท ดังนั้นบริษัทและผู้จัดจำหน่ายบริษัทจึงต้องมีการส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนเพื่อจูงใจให้เข้ามาลงทุนในบริษัท

นอกจากที่กล่าวมาข้างต้น ยังมีปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้น IPO ที่ถูกนำมาศึกษาในงานวิจัยเชิงประจักษ์ดังนี้

2.2.2.1 ขนาดของบริษัท

Ibbotson et al. (1994) ศึกษาและรวบรวมข้อมูลหุ้น IPO ที่เสนอขายระหว่างปี ค.ศ.1960 - ค.ศ.1969 ของตลาดทุนประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า ขนาดของบริษัทวัดโดยมูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัทในงบการเงินงวดล่าสุดก่อนการเสนอขายหุ้น IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนของหุ้น IPO วันแรก กล่าวคือ บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO หรือมีระดับ Underprice ที่ต่ำ เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่จะนำมาใช้ในการดำเนินธุรกิจได้ง่ายกว่า จึงมีความเสี่ยงของกิจการที่ต่ำกว่า

2.2.2.2 มูลค่าการระดมทุนของหลักทรัพย์ใหม่

J. R. Ritter (1984) ศึกษาและรวบรวมข้อมูลหุ้น IPO ที่เสนอขายระหว่างปีค.ศ.1977 – ค.ศ.1982 ของตลาดทุนประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า หุ้น IPO ที่มีมูลค่าการระดมทุนหรือมูลค่าการเสนอขายน้อยกว่าจะมีความเสี่ยงสูงกว่า เนื่องจากนักลงทุนที่จะสามารถจองซื้อหุ้น IPO ได้ นั้นต้องเป็นนักลงทุนที่ได้สิทธิหรือได้รับจัดสรรให้จองซื้อได้ ทำให้การจองซื้อหุ้น IPO หรือการซื้อขายในตลาดแรกอยู่ในวงจำกัด ดังนั้นหุ้น IPO เมื่อเข้าซื้อขายในตลาดรองจึงมีโอกาสถูกเก็งกำไรมากกว่า ส่งผลให้มีอัตราผลตอบแทนหรือระดับ Underprice ที่สูงกว่า

2.2.2.3 สัดส่วนของสินทรัพย์ก่อน IPO ต่อมูลค่าการระดมทุน

Schultz (1993) ศึกษาและรวบรวมข้อมูลหุ้น IPO ที่เสนอขายระหว่างปี ค.ศ.1986 – ค.ศ.1988 ของตลาดทุนประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับสัดส่วนของสินทรัพย์ก่อน IPO ต่อมูลค่าระดมทุนของหลักทรัพย์ใหม่ อธิบายได้ว่า บริษัทที่มีมูลค่าการระดมทุนหนึ่งหน่วยเท่ากัน แต่มีมูลค่าสินทรัพย์ของบริษัทก่อน IPO ต่างกันนั้น บริษัทที่มีมูลค่าสินทรัพย์ต่อหนึ่งหน่วยการระดมทุนมากกว่า กิจการจะ

มีความเสี่ยงน้อยกว่า นักลงทุนจึงมีความคาดหวังในผลตอบแทนน้อยกว่า (High Risk High Return) ส่งผลให้มีอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO หรือระดับ Underprice ที่สูงกว่า

2.2.2.4 สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมหลังการเสนอขายหุ้น IPO

Karlis (2000) ศึกษาและรวบรวมข้อมูลหุ้น IPO ที่เสนอขายในตลาดทุนประเทศสหรัฐอเมริการะหว่างปี ค.ศ. 1990-1999 พบว่า สัดส่วนของจำนวนหุ้น IPO ต่อจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอัตราผลตอบแทนของหุ้น IPO วันแรก กล่าวคือ สัดส่วนของจำนวนหุ้น IPO ต่อจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมมีสัดส่วนน้อย แสดงว่า จำนวนหุ้น IPO น้อยแต่จำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมมาก อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO จึงน้อย เนื่องจากระดับการ Underpricing น้อย จำนวนผู้ถือหุ้นเดิมมีผลต่อการกำหนดราคาของซื้อ เนื่องจากจำนวนผู้ถือหุ้นเดิมที่มากเป็นการส่งสัญญาณให้นักลงทุนเห็นถึงความมั่นใจของผู้บริหารในการดำเนินงานที่ดีและมีอนาคตตามทฤษฎี Signal Theory การสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนทำให้หุ้น IPO สามารถถูกจำหน่ายได้หมด โดยพึ่งพาบทบาทของผู้จัดจำหน่ายในการขายหุ้น IPO น้อยลง บริษัทจึงมีอำนาจต่อรองกับผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ทำให้สามารถกำหนดราคาของซื้อหุ้น IPO ให้สูงได้ ผลของการ Underpricing จึงมีน้อยทำให้อัตราผลตอบแทนวันแรกจึงต่ำ ในทางตรงกันข้าม ถ้าสัดส่วนของจำนวนหุ้น IPO ต่อจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมมีสัดส่วนมาก แสดงว่า จำนวนหุ้น IPO มากแต่จำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมน้อย อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO จึงมาก เนื่องจากการที่ผู้ถือหุ้นเดิมน้อย ทำให้ต้องพึ่งพาบทบาทของผู้จัดจำหน่ายในการจำหน่ายหุ้น IPO อำนาจการต่อรองให้การกำหนดราคาของบริษัทจะน้อยลง ผู้จัดจำหน่ายย่อมต้องลดราคาให้มากที่สุดเพื่อให้สามารถจำหน่ายหุ้น IPO ได้หมดและต้องการสมนาคุณและรักษาฐานลูกค้าที่เปิดบัญชีซื้อขายกับผู้จัดจำหน่าย

2.2.2.5 ความมีชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่าย Underwriter

เมื่อบริษัทได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนและได้รับอนุมัติให้เป็นบริษัทจดทะเบียน โดยต้องปฏิบัติตามเกณฑ์ในตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดแล้ว บริษัทจะต้องแต่งตั้งผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์เพื่อช่วยในการจัดจำหน่ายหุ้น IPO ต่อประชาชนในตลาดแรก การจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์มี 2 วิธีหลัก คือ 1) แบบ Firm Underwriting ผู้รับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์จะต้องจำหน่ายหลักทรัพย์ให้หมด หากไม่สามารถจำหน่ายหลักทรัพย์ได้หมด จะต้องรับซื้อหลักทรัพย์ไว้เอง วิธีนี้บริษัทจะมั่นใจได้ว่าจะได้รับเงินระดมทุนครบทั้งจำนวน 2) แบบ Best Effort Underwriting ผู้รับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์จะพยายามจำหน่ายหลักทรัพย์ให้มากที่สุดเท่าที่จะทำได้ และหากไม่สามารถจำหน่ายหลักทรัพย์ได้หมด ก็ไม่ต้องรับซื้อหลักทรัพย์ไว้เอง โดยวิธีนี้จะมีค่าธรรมเนียมต่ำกว่าวิธีแรก จากที่

กล่าวมาจะเห็นได้ว่า ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ถือว่าเป็นผู้มีบทบาทเป็นตัวกลางสำคัญในการจัดจำหน่ายหุ้น IPO ต่อประชาชนในตลาดแรก

Beatty and Ritter (1986) ศึกษาและรวบรวมข้อมูลหุ้น IPO ที่เสนอขายในตลาดทุนประเทศสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี ค.ศ. 1977-1982 พบว่า การกำหนดราคาของหุ้นเสนอขายแก่นักลงทุนครั้งแรกที่ไม่เหมาะสม ไม่ว่าจะแพงเกินไปหรือถูกเกินไป จะสร้างความเสียหายแก่ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และส่งผลให้ส่วนแบ่งตลาดลดลง ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อตระหนักถึงชื่อของบริษัทในอนาคต การขายหุ้นที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกแพงจะทำให้ชื่อของบริษัทในสายตานักลงทุนแย่ เมื่อต้องนำหุ้นของบริษัทใหม่อื่นๆเสนอขายแก่ลูกค้าอีกก็จะหาลูกค้ามาซื้อยากมาก เพราะลูกค้าจะเดาขาดจากการซื้อหุ้นราคาแพงในครั้งก่อน ส่วนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่นำหุ้นมาเสนอขายในราคาถูกก็จะทำให้บริษัทที่ออกหุ้นไม่อยากใช้บริการเพราะจะทำให้ต้นทุนทางการเงินสูงนั่นเอง บริษัทที่พยายามรักษาชื่อเสียงของตนจึงพยายามตั้งราคาหุ้นใหม่ให้ใกล้เคียงมูลค่าที่แท้จริง ดังนั้นการเสนอขายหุ้นในราคาถูกจึงน่าจะมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างชื่อเสียงให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ต่อทางลูกค้าในส่วนนักลงทุนนั่นเอง และเมื่อมีหุ้นใหม่มาขายก็จะหาลูกค้ามาซื้อได้ไม่ยาก นอกจากนี้ยังเป็นการเก็บลูกค้าไว้เพื่อเสนอบริการทางการเงินอื่นๆ ให้อีกด้วย

Carter and Manaster (1990) ศึกษาและรวบรวมข้อมูลหุ้น IPO ที่เสนอขายระหว่างปีค.ศ.1979 – 17 สิงหาคม ค.ศ.1983 ของตลาดทุนประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า ผู้จัดจำหน่าย (Underwriter) ที่มีชื่อเสียงจะเป็นตัวแทนของการสร้างความน่าเชื่อถือต่อนักลงทุน โดยความมีชื่อเสียงของ Underwriter วัดจากสัดส่วนมูลค่าทางการตลาด (Market Capitalization) หุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่ Underwriter จัดจำหน่ายต่อมูลค่าทางการตลาดของหุ้น IPO ทั้งหมดในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา โดยงานวิจัยเชิงประจักษ์นี้พบว่าอัตราผลตอบแทนวันแรกของ IPO มีความสัมพันธ์ในทางลบกับความมีชื่อเสียงของ Underwriter โดย Underwriter ที่มีชื่อเสียงจะช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลผ่านกิจกรรมที่ Underwriter จัดขึ้น เช่น Roadshow ทำให้มีการสื่อสารข้อมูลของบริษัท IPO ไปสู่นักลงทุนได้ทั่วถึงมากยิ่งขึ้น

แต่ต่อมา Loughran and Ritter (2003) ศึกษาและรวบรวมข้อมูลหุ้น IPO ที่เสนอขายระหว่างปีค.ศ.1980 – ค.ศ.2003 ของตลาดทุนประเทศสหรัฐอเมริกา พบความสัมพันธ์ในทิศทางที่ตรงข้ามกับการศึกษาก่อนหน้านี้ กล่าวคือ อัตราผลตอบแทนวันแรกของ IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับความมีชื่อเสียงของ Underwriter เนื่องด้วยช่วงเวลาที่ทดสอบมีความแตกต่างกัน จึงให้ผลที่แตกต่าง สอดคล้องกับนันทีนิ (2011) ที่พบว่า บทบาทของ Underwriter ได้เปลี่ยนไปในสายตาของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ IPO โดย Underwriter ที่มีชื่อเสียง มีบริการด้านนักวิเคราะห์ที่คอยติดตามวิเคราะห์หุ้น IPO แล้วเผยแพร่ตามสื่อต่างๆ ซึ่งทำให้หุ้นเป็นที่รู้จักแก่นักลงทุน ดังนั้น

Underwriter จึงสามารถต่อรองกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เพื่อให้ราคาจองซื้อลดต่ำลง ส่งผลให้อัตราผลตอบแทน IPO วันแรกหรือระดับ Underpricing สูงขึ้น เนื่องจาก Underwriter ย่อมต้องการที่จะเสนอขายหุ้น IPO ให้แก่ลูกค้าของตนในราคาที่ถูกลงเพื่อให้สามารถจำหน่ายหุ้น IPO ได้หมด รวมทั้งต้องการรักษาฐานลูกค้าไว้ ดังนั้นอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO จึงไม่ควรขาดทุนสำหรับลูกค้าของ Underwriter ที่ได้รับสิทธิในการจองซื้อหุ้นเพิ่มทุน IPO

2.2.3 สภาพของทัศนคติผู้ลงทุน (Market Condition and Investor Sentiment)

การตัดสินใจลงทุนด้วยการใช้อารมณ์หรือทัศนคติเป็นเรื่องปกติ ทัศนคตินักลงทุนมีผลต่อราคาสินทรัพย์ในสองระยะ ในระยะแรกราคาสินทรัพย์จะปรับตัวในทิศทางเดียวกันกับทัศนคติ และราคาสินทรัพย์จะปรับตัวในทิศทางตรงข้ามในระยะถัดมา เนื่องจากราคาของหลักทรัพย์ที่ถูกชักนำโดยทัศนคติผู้ลงทุนเชิงบวกหรือลบที่มากผิดปกตินั้นมักจะตามด้วย Market Correction ทำให้ผลตอบแทนโดยรวมของตลาดหลักทรัพย์อยู่ในลักษณะตรงกันข้ามกับระดับทัศนคติผู้ลงทุนในช่วงก่อนหน้า แม้ผลทางด้านทัศนคติจะเป็นเรื่องปกติ แต่หากผลทางด้านทัศนคติมีมากเกินไป การปรับตัวของราคาสินทรัพย์อาจจะรุนแรงเกินไปและเกิดผลเสียได้ พฤติกรรมเช่นนี้จะเห็นได้ชัดในกรณีการปรับตัวของราคาสินทรัพย์ในลักษณะฟองสบู่ ซึ่งเกิดขึ้นเมื่อนักลงทุนมีทัศนคติที่ดีมากต่อการลงทุน ราคาสินทรัพย์ในปัจจุบันจึงปรับตัวสูงขึ้นอย่างมากและตามมาด้วยการปรับลดของราคาอย่างรุนแรง ดังนั้นการติดตามทัศนคตินักลงทุนจึงมีความจำเป็นทั้งต่อนักลงทุนเองและผู้กำกับ โดยทัศนคติผู้ลงทุนเชิงบวกหรือลบที่มากผิดปกตินั้นเป็นสัญญาณของการปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์

Baker and Wurgler (2002) ศึกษาและรวบรวมข้อมูลหุ้น IPO ที่เสนอขายระหว่างปีค.ศ. 1970 – ค.ศ. 1998 ของตลาดทุนประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า บริษัทมักเลือกที่จะเสนอขายหุ้น IPO ในช่วงที่นักลงทุนมีทัศนคติเชิงบวกต่อตลาดหรือช่วงที่นักลงทุนมองว่าภาวะตลาดอยู่ในทิศทางขาขึ้น ทั้งนี้บริษัทมักเลือกที่จะไม่เสนอขายหุ้น IPO ถ้านักลงทุนมีทัศนคติที่ดีมากผิดปกติหรือช่วงที่ราคาหุ้นได้ปรับตัวขึ้นไปสูงมากถึงจุดสุดขั้ว ซึ่งนั่นเป็นสัญญาณของการปรับตัวของราคาหุ้นในลักษณะวิกฤติฟองสบู่แตกซึ่งราคาหุ้นจะปรับตัวในขาลง นอกจากนี้ยังพบว่าบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และ Underwriter จะตั้งราคาจองซื้อที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงเป็นการสร้างความสนใจจากนักลงทุน ทำให้อัตราผลตอบแทนหุ้น IPO วันแรกหรือระดับ underpricing สูง โดยนักลงทุนรายย่อยมีลักษณะพฤติกรรมการลงทุน คือ ลักษณะการลงทุนที่ตอบรับทุกข้อมูลที่เข้ามา ไม่ว่าจะเป็นปัจจัยพื้นฐาน ข่าวลือ หรือข่าวจริง และติดตามดูการเคลื่อนไหวของหุ้นทั้งปริมาณและราคาซื้อขายเพื่อเข้าเก็งกำไรหุ้นแต่ละตัว ซึ่งเป็นข้อจำกัดสำหรับหุ้น IPO เนื่องจากหุ้น IPO เป็นหุ้นที่เข้าใหม่และยังไม่มีประวัติการซื้อขายในอดีตทำให้ไม่สามารถติดตามดูการเคลื่อนไหวได้จากลักษณะดังกล่าวทำให้พบว่า สำหรับหุ้น IPO

นักลงทุนรายย่อยจะมีพฤติกรรมการลงทุนโดยตัดสินใจจากสภาพตลาดโดยรวมและข้อมูลข่าวสารของหุ้น ถ้านักลงทุนรายย่อยมีมุมมองต่อตลาดเป็นบวกส่งผลให้นักลงทุนรายย่อยมีความยินดีที่จะเข้าลงทุนในหุ้น IPO ซึ่งเป็นหุ้นที่เข้าใหม่ในกระดานซื้อขายส่งผลให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น ทำให้อัตราผลตอบแทนวันแรกเพิ่มสูงขึ้น

นอกจากนี้ในงานวิจัยของ Baker and Wurgler (2002) ยังได้เป็นต้นแบบจำลองในการพัฒนาดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุน (Investor Sentiment Index) ซึ่งอธิบายสถานะของทัศนคติผู้ลงทุนในตลาดหุ้น และพบว่าดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO

ซึ่งสำหรับประเทศไทย สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ร่วมกับคณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ได้พัฒนาดัชนีทัศนคตินักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยอาศัยข้อมูลสาธารณะที่ทุกคนเข้าสามารถถึงได้ และใช้วิธีทางสถิติในการสกัดข้อมูลออกมาเพื่อเป็นดัชนีทัศนคตินักลงทุน วิธีการนี้สามารถสะท้อนพฤติกรรมรวมของตลาดได้ตามแบบจำลองต้นแบบจากงานวิจัยของ Baker and Wurgler (2002) แต่มีการเปลี่ยนตัวแปรให้เหมาะสมกับสถานะและโครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์ โดยการเลือกตัวแปรที่เป็นตัวแทนในแง่มุมต่างๆ หลังจากนำตัวแปรแต่ละตัวมาปรับฐานและใช้วิธี Principal Component Analysis ในการถ่วงน้ำหนักให้ตัวแปรแต่ละตัว ตัวแปรที่ใช้ในการสร้างดัชนีมีทั้งหมด 4 ตัวแปรดังนี้

- Trading volume turnover คือ อัตราการหมุนเวียนของปริมาณหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายทั้งในตลาด SET และ MAI โดยคำนวณจากการนำปริมาณหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายเฉลี่ยรายวันในแต่ละเดือนมาคูณกับจำนวนวันที่มีการซื้อขายใน 1 ปีหารด้วยปริมาณหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาดทั้งหมดในแต่ละเดือน
- Number of IPOs stock คือ จำนวนหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนเข้าใหม่ทั้งในตลาด SET และ MAI ในแต่ละเดือน (รวม property fund, REIT และ infrastructure fund)
- Share of equity issues in total equity and debt issues คือ อัตราส่วนของมูลค่าการระดมทุนในตลาดตราสารทุน (ทั้งในตลาดแรกและตลาดรอง) ต่อมูลค่าการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ในแต่ละเดือน (นับเฉพาะการระดมทุนในภาคเอกชนเท่านั้น)
- Net Foreign investor trades คือ มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในแต่ละเดือน

2.3 งานวิจัยเชิงประจักษ์ในประเทศไทย

ณัฐพล มิ่งเมือง (2553) ศึกษาโดยใช้ข้อมูลของหุ้น IPO ที่เสนอขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปีพ.ศ. 2545–2552 พบว่า ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกัน คือ ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชีที่ระดับนัยสำคัญ 5% โดยชื่อเสียงของผู้สอบบัญชีช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ได้ ทำให้ผู้จัดจำหน่ายสามารถตั้งราคาของชื่อหลักทรัพย์ IPO ที่สูงขึ้นได้เนื่องจากไม่ต้องชดเชยความไม่สมมาตรของข้อมูลเพื่อดึงดูดความสนใจต่อนักลงทุน นอกจากนี้ยังพบว่ารายได้ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ก่อน IPO, มูลค่าการระดมทุน, วิธีการกำหนดราคาของชื่อหลักทรัพย์ IPO, การให้สิทธิ Greenshoe option แก่ผู้จัดจำหน่าย และชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ซึ่งผู้วิจัยของงานศึกษานี้ได้ตั้งข้อสังเกตว่า อาจมีความเป็นไปได้ว่าอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO มีหลายปัจจัยที่ผู้จัดจำหน่ายไม่สามารถควบคุมได้ ยกตัวอย่างเช่น การเข้ามาถึงกำไรระยะสั้นของนักลงทุนรายย่อย เป็นต้น

ณัฐจิรา คณานุกรักษ์ (2554) ศึกษาความสัมพันธ์ของการ Underpricing กับชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และปัจจัยอื่นๆ เช่น อายุของบริษัท ขนาดของบริษัท ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารเทียบกับหุ้นทั้งหมด สภาพตลาดหุ้น และมูลค่าการเสนอขายหุ้นหรือมูลค่าการระดมทุน โดยใช้ข้อมูลของหุ้น IPO ที่เสนอขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ.2537– พ.ศ.2547 พบว่า ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน ได้แก่ สภาพตลาดหุ้นที่วัดด้วยผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ 12 สัปดาห์ก่อนการเสนอขายหุ้น IPO และ มูลค่าการระดมทุนหรือมูลค่าการเสนอขายหุ้น IPO ที่ระดับนัยสำคัญ 1% ส่วนปัจจัยที่ส่งผลโดยมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม คือ ขนาดของบริษัทที่วัดด้วยมูลค่าสินทรัพย์ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ณ งวดการเงินล่าสุดก่อนการออกหุ้น IPO ที่ระดับนัยสำคัญ 1% โดยพบว่า อายุของบริษัท ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งผู้วิจัยของงานศึกษานี้ตั้งข้อสังเกตว่าการเสนอขายหุ้น IPO มูลค่ามากมีแนวโน้มที่จะดำเนินการโดยผู้จัดจำหน่ายที่มีชื่อเสียงที่มักจะกำหนดราคาของชื่อ IPO ต่ำ แต่อย่างไรก็ตามนักลงทุนอาจพิจารณาปัจจัยอื่นๆ ในหลายๆ ด้านประกอบการลงทุน เช่น กรณีบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ IPO ที่เพิ่งเริ่มมีการดำเนินกิจการก็จริงแต่มีผู้ถือหุ้นใหญ่เป็นบุคคลหรือนิติบุคคลที่มีชื่อเสียงและมีความน่าเชื่อถือ หรือเป็นบริษัทที่เกิดจากความร่วมมือกับบริษัทข้ามชาติ ก็ทำให้สามารถสร้างความน่าเชื่อถือให้กับนักลงทุนได้

กัลยานี ภาคอืด (2559) ทำการศึกษาโดยใช้ข้อมูลของหุ้น IPO ที่เสนอขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปีพ.ศ.2553 – พ.ศ.2557 พบว่า ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ คือ ภาวะตลาดในช่วงเวลา ก่อนการซื้อขายวันแรกจนถึงวันซื้อขายวันแรกในตลาดรอง โดยกำหนดให้ เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงดัชนีตลาดหลักทรัพย์ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO แต่ละหุ้นกับดัชนีก่อนวันซื้อขายวันแรก 20 วันทำการ ถือเป็นปัจจัยแสดงภาวะตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะกำหนดวันซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรกในช่วงที่ตลาดมีการซื้อขายอย่างคึกคัก สภาพคล่องของการซื้อขายสูง ส่วนปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกัน คือ มูลค่าระดมทุนที่ได้รับจากการจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO โดยกิจการที่ระดมเงินทุนหรือจัดหาเงินทุนจำนวนไม่มากนักจะมีอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO อยู่ในระดับสูงเนื่องจากมีความเสี่ยงจากการเข้ามาเก็งกำไรของนักลงทุนในระยะสั้น นอกจากนี้ยังพบว่า อายุของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ และการเข้าจดทะเบียนในตลาด SET หรือ MAI ไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO

สายรุ้ง แก้วสังข์ (2559) ทำการศึกษาอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ตั้งแต่ปี พ.ศ.2552 – พ.ศ.2559 พบว่า ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหุ้น IPO วันแรก โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ได้แก่ อายุของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญ 5% ซึ่งให้ผลต่างจากงานศึกษาในอดีตที่ผ่านมา โดยผู้วิจัยของงานศึกษานี้ได้ตั้งข้อสังเกตว่า การที่ความสัมพันธ์ที่เป็นไปในทิศทางเดียวกันอาจเป็นเพราะ นักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายใหญ่เป็นนักลงทุนที่มีความรู้ความสามารถที่จะคาดการณ์ โดยการประเมินมูลค่า Valuation มีการพิจารณาความสามารถในการทำกำไรในอนาคตว่าบริษัทที่มีประสิทธิภาพในการดำเนินธุรกิจยาวนานกว่าจะสามารถดำเนินธุรกิจเพื่อทำกำไรในอนาคตได้ดีกว่า และสามารถจ่ายเงินปันผลได้มากกว่า โดยให้ราคาปัจจุบันที่ต่ำเมื่อเทียบกับอนาคต ทำให้มีความต้องการถือหุ้นมากกว่าความต้องการขาย และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของวันแรกมีระดับนัยสำคัญ 1% เพราะบริษัทมักกำหนดวันเข้าเทรดวันแรกช่วงปริมาณการเทรดค่อนข้างหนาแน่น ส่วนปัจจัยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม ได้แก่ ราคาจองซื้อหุ้น IPO (Initial Price) ที่ระดับนัยสำคัญ 5% ซึ่งบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ และ Underwriter จะตั้งราคาจองค่อนข้างต่ำเพื่อดึงดูดนักลงทุน, มูลค่าระดมทุนของหลักทรัพย์ IPO (Offer Size) ที่ระดับนัยสำคัญ 5% เนื่องจากมูลค่าระดมทุนที่น้อยจะมีโอกาสเกิดการเก็งกำไรมากกว่า, นอกจากนี้พบว่า การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตร, การเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ, การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมวันแรก (DMPI) ไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO

งานวิจัยเชิงประจักษ์ในประเทศไทยที่นำมาศึกษา สามารถสรุปปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ที่เสนอขายในตลาดหลักทรัพย์ ได้ดังนี้

ตารางที่ 2.1 สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ที่เสนอขายในตลาดหลักทรัพย์

No	ตัวแปร	ผู้วิจัย / ช่วงเวลาที่ศึกษา			
		ณัฐพล มิ่งเมือง	ณัฐจิรา คณานุรักษ์	กัลยานี ภาคอัติ	สายรุ้ง แก้วสังข์
		พ.ศ. 2545 – 2552	พ.ศ. 2537 – 2547	พ.ศ. 2553 – 2557	พ.ศ. 2552 – 2559
1.	ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี	(-)			
2.	สภาพตลาดทุน 12 สัปดาห์ก่อน IPO ที่เสนอขายในตลาดรอง		(+)		
3.	สภาพตลาดทุนช่วง 20 วันก่อน IPO ที่เสนอขายในตลาดรอง			(+)	
4.	มูลค่าระดมทุนจากการเสนอขาย IPO		(+)	(-)	(-)
5.	สินทรัพย์ของบริษัทงวดล่าสุดก่อน IPO ที่เสนอขายในตลาดรอง		(-)		
6.	อายุบริษัท				(+)
7.	ราคาจองซื้อ				(-)
8.	ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่เสนอขายวันแรก				(+)

บทที่ 3

ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)

ผู้วิจัยได้ศึกษาเฉพาะหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน (IPO) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในช่วงระยะเวลาระหว่างปีพ.ศ. 2549 – 31 ตุลาคม พ.ศ.2560 โดยไม่รวมกองทุนอสังหาริมทรัพย์ (Property Fund), ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust : REIT) และกองทุนปิด (Closed Fund) เนื่องจากหลักทรัพย์ดังกล่าวมีลักษณะเป็นหน่วยทรัสต์ไม่ใช่หุ้นสามัญ และไม่รวมหลักทรัพย์ที่กลับเข้ามาจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ด้วยสาเหตุจากการควบรวมกิจการหรือเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการถือหุ้น เนื่องจากหลักทรัพย์ดังกล่าวไม่ใช่การระดมทุนจากประชาชนเป็นครั้งแรก ไม่ได้มีการออกหุ้น IPO เพื่อจำหน่ายจริง ซึ่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้ นำมาจากแหล่งข้อมูลดังต่อไปนี้

1. ข้อมูลราคาปิดของหุ้น IPO ในวันแรกที่มีการซื้อขายหุ้นในตลาดรอง (1st Day Trade), มูลค่าที่บริษัท ระดมทุน, ราคาเสนอขาย (Offer price) และสัดส่วนจำนวนหุ้นที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน, ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) และดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุน (Investor Sentiment Index)

ผู้วิจัยได้สืบค้นและรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART และเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (<http://www.set.or.th>) ทั้งนี้ในการศึกษาสำหรับราคาปิดของหุ้น IPO ในวัน 1st Day Trade ทางผู้วิจัยได้ใช้ข้อมูล Adjusted price ซึ่งเป็นราคาที่มีการปรับค่าผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ในกรณีที่บริษัทมี Corporate Action เกิดขึ้น

2. ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ ได้แก่ อายุของบริษัท, มูลค่าสินทรัพย์ของบริษัทในงบการเงินงวดล่าสุดก่อนเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน และสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิม :

ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลจากแบบหนังสือชี้ชวน (แบบ 72-1) และงบการเงินของหุ้น IPO ที่เสนอขายตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2549 ถึงเดือนตุลาคม พ.ศ. 2560 รวมไปถึงรายงานผลการขาย 81-1 ซึ่งถูกรวบรวมอยู่ในเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (<http://www.sec.or.th>)

3. ข้อมูลปริมาณความถี่ในการสืบค้นรายสัปดาห์ หรือ Search Volume Index (SVI): ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลจาก Google Trend ซึ่งเป็นเครื่องมือตัวหนึ่งที่ใช้คูสติการค้นหาประจำสัปดาห์ หรือประจำวัน ข้อมูลที่อยู่ใน Google Trend ไม่ได้บอกเป็น Volume หรือปริมาณการเสิร์ชโดยตรง แต่จะมีค่าระหว่าง 1-100 ซึ่งเป็นข้อมูลเชิงเปรียบเทียบที่ผ่านการปรับฐานหรือการทำ Normalization ในเชิงสถิติ โดยมีการเปรียบเทียบกับค่าสูงสุดของสิ่งที่เรากำหนดในกรอบการค้นหา

ในงานศึกษานี้ได้ใช้ศิษฐ์เวิร์ดในการค้นหาข้อมูลหุ้น IPO เป็นชื่อบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ ทั้งภาษาไทยและภาษาอังกฤษที่เสนอขายในช่วง 1 มกราคม พ.ศ.2549 - 31 ตุลาคม พ.ศ.2560 กลุ่มบริษัทตัวอย่างที่นำมาศึกษามีทั้งหมด 217 บริษัทจากทั้งหมด 235 บริษัท โดยตัดตัวอย่างที่มีชื่อบริษัทที่มีความหมายตรงกับความหมายอื่นที่มีการรับรู้กันอย่างทั่วไป เช่น Hot Pot เป็นต้น ซึ่งกลุ่มบริษัทตัวอย่างได้แสดงตามตารางภาคผนวก ก โดยรวบรวมข้อมูล SVI เป็นรายสัปดาห์ในช่วง 9 สัปดาห์ก่อนวันซื้อขายในตลาดรอง (1st Day Trade) ทั้งนี้ทางผู้วิจัยไม่ใช้ข้อมูลปริมาณความถี่เมื่อสืบค้นด้วยศิษฐ์เวิร์ดที่เป็นชื่อย่อหลักทรัพย์ (Ticker) เนื่องจากชื่อย่อหลักทรัพย์จะยังไม่มีการเผยแพร่ก่อนได้รับอนุมัติให้เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และได้รับอนุมัติจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้รับหลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน

4. ปริมาณข้อมูลข่าวสารของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ :

ผู้วิจัยได้รวบรวมข้อมูลจากเว็บไซต์ iQNewsClip (<http://www.iqnewsclip.com/>) ซึ่งได้รวบรวมข่าวจากสื่อสิ่งพิมพ์ต่างๆภายในประเทศทั้งที่เป็นภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยมีข้อมูลย้อนหลังตั้งแต่ปีพ.ศ. 2549

โดยผู้วิจัยได้กลุ่มบริษัทตัวอย่างทั้งหมด 217 บริษัทจากจำนวนบริษัทที่เสนอขายหุ้น IPO ทั้งหมด 235 บริษัท เพื่อให้สอดคล้องกับการเก็บรวบรวมข้อมูลปริมาณความถี่ในการสืบค้นรายสัปดาห์ หรือ Search Volume Index (SVI) ซึ่งกลุ่มบริษัทตัวอย่างได้แสดงตามตารางภาคผนวก ก

3.2 ตัวแปร (Variables)

3.2.1 ตัวแปรตาม (Dependent variables)

อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO: IPO_RET

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ IPO โดยคำนวณจากราคาที่เสนอขายหลักทรัพย์ (Initial Price) และ ราคาปิดของหลักทรัพย์ IPO ที่ทำการซื้อขายวันแรกในตลาดรองมาคำนวณดังนี้

$$IPO_RET = \left(\frac{P_closing}{P_offering} \right) - 1$$

โดย IPO_RET = อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO

P_offering = ราคาจองซื้อของหุ้น IPO

P_closing = ราคาปิดของหลักทรัพย์ IPO ของวัน 1st Day Trade

โดยการอัตราผลตอบแทนของหุ้น IPO ข้างต้นนี้ไม่ได้ปรับด้วยค่าความเสี่ยงตลาด อ้างอิงตามงานศึกษาของ Da et al. (2011), กัลยาณี ภาคอรรถ (2559) และ สายรุ้ง แก้วสังข์ (2559) เนื่องจากงานวิจัยนี้ต้องการศึกษาปัจจัยด้านสภาวะตลาดหุ้นก่อนหุ้น IPO ที่ซื้อขายในตลาดรองนั้นว่าส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ด้วยหรือไม่

3.2.2 ตัวแปรอธิบาย (Explanatory variables)

3.2.2.1 ปริมาณความถี่ในการสืบค้นด้วย Google หรือ Search Volume Index (SVI) (+)

จากงานศึกษาของ Da et al. (2011) ได้รวบรวมข้อมูลปริมาณความถี่ในการสืบค้นเป็นรายสัปดาห์หรือ Search Volume Index (SVI) จาก Google Trend โดยใช้คีย์เวิร์ดในการค้นหาเป็นชื่อบริษัทภาษาอังกฤษ ดังนั้นในงานศึกษานี้จึงใช้คีย์เวิร์ดในการค้นหาเป็นชื่อบริษัททั้งภาษาไทยและภาษาอังกฤษ เนื่องจากชื่อย่อหลักทรัพย์ (Ticker) จะยังไม่มีเผยแพร่ก่อนได้รับอนุมัติให้เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและได้รับอนุมัติจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้รับหลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน ในงานศึกษานี้ได้รวบรวมข้อมูลช่วง 9 สัปดาห์ ก่อนเข้าทำการซื้อขายในตลาดรองแล้วหาค่าปริมาณการสืบค้นที่เปลี่ยนแปลงผิดปกติในช่วงสัปดาห์ก่อน IPO

ทั้งนี้จากข้อมูลตัวแปรที่รวบรวมได้ ทางผู้วิจัยพบว่า ปริมาณการสืบค้นรายสัปดาห์ด้วยชื่อบริษัททั้งภาษาไทยและภาษาอังกฤษรวมกันในช่วงก่อน IPO ($SVI_{i,t-1}, \dots, SVI_{i,t-9}$) บางบริษัทบางสัปดาห์มีปริมาณการสืบค้นเป็น 0 ทำให้ไม่สามารถคำนวณหาค่า ASVI ซึ่งอยู่ในรูปผลต่างของฟังก์ชันลอการิทึมได้ จึงนำค่า SVI ในแต่ละสัปดาห์ มาบวกด้วย 1 ทุกตัวแปร เพื่อให้สามารถคำนวณค่าของตัวแปรดังกล่าวในรูปฟังก์ชันลอการิทึมได้

$$ASVI_{i,t-1} = \log(SVI_{i,t-1} + 1) - \log[\text{Med}(SVI_{i,t-2} + 1, \dots, SVI_{i,t-9} + 1)]$$

เมื่อ i คือ หุ้น IPO
 $t=0$ คือ สัปดาห์ที่หุ้น IPO เข้าซื้อขายในตลาดรอง
 โดย $ASVI_{i,t-1} =$ ปริมาณการสืบค้นที่ผิดปกติ ณ สัปดาห์ที่ $t-1$
 $SVI_{i,t-1} =$ ปริมาณการสืบค้นรายสัปดาห์ ณ สัปดาห์ที่ $t-1$
 $Med(SVI_{i,t-2}, \dots, SVI_{i,t-9}) =$ ค่ามัธยฐานของปริมาณการสืบค้นรายสัปดาห์ ในช่วงสัปดาห์ที่ $t-2$ ถึง สัปดาห์ที่ $t-9$ ซึ่งเป็นค่ามัธยฐาน ในช่วงระยะเวลาดังกล่าวเป็นค่าที่แสดงระดับ ความสนใจปกติของนักลงทุนรายย่อยต่อหุ้น IPO

ในงานศึกษานี้กำหนดให้ ค่ามัธยฐานของปริมาณการสืบค้นรายสัปดาห์ ช่วงระหว่างสัปดาห์ที่ $t-2$ ถึง สัปดาห์ที่ $t-9$ เป็นค่าที่แสดงระดับความสนใจปกติของนักลงทุนรายย่อย ต่อหุ้น IPO และผลต่างของปริมาณการสืบค้นในช่วงสัปดาห์ก่อน IPO ($t-1$) กับค่ามัธยฐานดังกล่าว เป็นค่าที่แสดงปริมาณการสืบค้นที่ผิดปกติในช่วงสัปดาห์ก่อน IPO (ASVI) ทั้งนี้มีการกำหนดสมมติฐาน ว่า ASVI มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อ ประชาชน ณ วันที่เข้าซื้อขายในตลาดรอง เนื่องจากปริมาณการสืบค้นข้อมูลก่อน IPO จะแสดง ให้เห็นถึงความสนใจของนักลงทุนรายย่อย นักลงทุนรายย่อยจะสืบค้นข้อมูลเมื่อเกิดความสนใจต่อ หุ้นนั้น ยิ่งสนใจมากก็จะยิ่งสืบค้นมาก โดยนักลงทุนรายย่อยที่ไม่ได้สิทธิจองซื้อหุ้น IPO เมื่อเกิด ความสนใจและเกิด Attention Driven ต่อหุ้น จะมีแนวโน้มความต้องการจะซื้อหุ้น IPO ในวันที่แรกที่ เข้าซื้อขายในตลาดรอง อุปสงค์ของหุ้นจะมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่เดียวกันนักลงทุนรายย่อยที่ ได้จองซื้อหุ้น IPO ก็ไม่มีความต้องการจะขายหุ้นอุปทานจึงลดลง ดังนั้นราคาหุ้นจึงมีแนวโน้มเพิ่ม สูงขึ้นในวันแรก สอดคล้องกับสมมติฐาน Investor Attention Hypothesis ของ Barber and Odean (2008) และ Da et al. (2011)

3.2.2.2 ปริมาณข้อมูลข่าวสารของบริษัทที่เผยแพร่ก่อน IPO (MEDIA) (+)

Da et al. (2011) ศึกษาโดยรวบรวมปริมาณข่าวของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ ซึ่งเผยแพร่ระหว่างวันที่ขึ้นฟลิ่ง ถึง วันที่เข้าซื้อขายในตลาดรองย้อนหลัง 1 วันจากฐานข้อมูลของ FACTIVA ซึ่งเป็นบริษัทในเครือดาวโจนส์และรอยเตอร์ที่ให้บริการข้อมูลและข่าวธุรกิจ ทั้งนี้ FACTIVA ไม่มีการรวบรวมข้อมูลของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นงาน ศึกษาจึงได้รวบรวมปริมาณข้อมูลข่าวสารของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ทั้งภาษาไทยและภาษาอังกฤษ จากฐานข้อมูล iQNewsClip (<http://www.iqnewsclip.com/>) โดยรวบรวมตั้งแต่ วันที่สำนักงาน ก.ล.ด. นับ 1 คำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ (แบบคำขอฯ) หรือวันที่แก้ไขข้อมูลฟลิ่งล่าสุด ถึง วันที่

เข้าซื้อขายในตลาดรองย้อนหลัง 1 วัน เนื่องจากฐานข้อมูลในเว็บไซต์ของสำนักงาน ก.ล.ต. ไม่มีข้อมูลของวันที่ยื่น Filing ในปีพ.ศ.2549 –พ.ศ.2553 ในงานศึกษานี้จึงรวบรวมข้อมูลตั้งแต่วันที่แก้ไขข้อมูลไฟล์ล่าสุดแทน จากข้อมูลตัวแปรที่รวบรวมได้ ทางผู้วิจัยจึงประเด็นว่า บางบริษัทไม่มีการรวบรวมข่าวสารเผยแพร่ในช่วงก่อน IPO ทั้งภาษาไทยและภาษาอังกฤษ ทำให้ไม่สามารถคำนวณค่าของ LogMEDIA ซึ่งอยู่ในรูปฟังก์ชันลอการิทึมได้ ทางผู้วิจัยจึงแก้ปัญหาโดยนำปริมาณข่าวของแต่ละบริษัททั้งภาษาไทยหรือภาษาอังกฤษที่รวมกันมาบวกด้วย 1 ทุกตัวแปรเพื่อให้สามารถคำนวณค่าของตัวแปรดังกล่าวในรูปฟังก์ชันลอการิทึมได้

$$\text{LogMEDIA} = \text{Log } 10 [(\text{จำนวนข่าวจากฐานข้อมูลของ iQNewsClip ที่เผยแพร่ตั้งแต่วันที่แก้ไขข้อมูล Filing ล่าสุด (วันที่นับ 1 filing) ถึงวันที่เข้าซื้อขายในตลาดรองย้อนหลัง 1 วัน}) + 1]$$

โดยงานศึกษานี้มีสมมติฐานว่าปริมาณข้อมูลข่าวสารของบริษัทที่เผยแพร่ก่อน IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO เนื่องจากข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่จะเป็นปัจจัยที่ทำให้นักลงทุนเกิดความสนใจที่จะลงทุนในหลักทรัพย์นั้น สอดคล้องกับแนวคิดเรื่องสมมติฐานเรื่องความสนใจของนักลงทุนรายย่อย (Investor Attention Hypothesis) ของ Barber and Odean (2008) และงานศึกษาของ Chemmanur and Yan (2009) และ Da et al. (2011) ที่ว่า การสร้างเหตุการณ์ที่ทำให้หุ้นน่าสนใจ (Visibility Stock) ด้วยการเผยแพร่ข่าว หรือการโฆษณาประชาสัมพันธ์ (Attention grabbing stocks) ตามสื่อต่างๆ ทำให้นักลงทุนรายย่อยที่ไม่ได้สิทธิของซื้อหุ้น IPO มีแนวโน้มความต้องการจะซื้อหุ้น IPO ในวันแรกที่เข้าซื้อขายในตลาดรองเมื่ออุปสงค์ของหุ้นที่เพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่เดียวกันนักลงทุนรายย่อยที่ได้จองซื้อหุ้น IPO ก็ไม่มีความต้องการจะขายหุ้นในวันแรกอุปทานจึงลดลง ดังนั้นราคาหุ้นเมื่อเข้าซื้อขายในกระดานวันแรกจะมีแนวโน้มสูงขึ้น

3.2.2.3 ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรอง (Investor Sentiment Index หรือ DSENT) (+)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการจัดทำดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนรายเดือนจากฐานข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์ (Investor Sentiment Index) และได้รวบรวมข้อมูลไว้ตั้งแต่ มกราคม พ.ศ.2543 ในเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในงานศึกษานี้จึงมีสมมติฐานว่าดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรอง จะมีความสัมพันธ์ในทิศทาง

เดียวกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO เนื่องจาก นักลงทุนย่อมมีความต้องการเข้ามาลงทุนซื้อหุ้น IPO ถ้ามีมุมมองเชิงบวกต่อตลาดในขณะที่หุ้น IPO นั้นจะเข้าซื้อขายในตลาดรอง ซึ่งสมมติฐานนี้สอดคล้องกับงานศึกษาของ Baker and Wurgler (2002) โดย Baker and Wurgler (2002) ยังพบว่า บริษัทมักเลือกที่จะเสนอขายหุ้น IPO ในช่วงที่นักลงทุนมีทัศนคติเชิงบวกต่อตลาดหรือช่วงที่นักลงทุนมองว่าภาวะตลาดกำลังอยู่ในทิศทางขาขึ้น นอกจากนี้จากงานวิจัยของ ชีรวุฒิ ศรีพิณีจ, ยิณา ทับทิมพรรณ และ ศิริยศ จุฑานนท์ (2558) พบว่า หากช่วงใดที่ดัชนีชี้วัดแสดงถึงทัศนคติในเชิงบวกหรือลบมากเกินไปมักจะตามมาด้วยการปรับฐานที่ค่อนข้างรุนแรง กล่าวคือ ถ้านักลงทุนมีทัศนคติที่ดีมากผิดปกติหรือช่วงที่ราคาหุ้นได้ปรับตัวขึ้นไปสูงมากถึงจุดสุดขั้ว ซึ่งนั่นเป็นสัญญาณของการปรับตัวของราคาหุ้น ในลักษณะวิกฤติฟองสบู่แตกซึ่งราคาหุ้นจะปรับตัวในขาลง ทำให้อาจจะส่งผลกระทบต่อความตัดสินใจของบริษัทที่จะเข้าซื้อขายหุ้นในตลาดรองในช่วงเวลาดังกล่าว ทั้งนี้ สำหรับการเสนอขายหุ้น IPO ในประเทศไทย บริษัทต้องเสนอขายหุ้นให้แล้วเสร็จภายใน 6 เดือนนับแต่วันที่สำนักงาน ก.ล.ต. แจ้งการอนุญาต โดยอาจขอขยายระยะเวลาออกไปได้อีก แต่รวมแล้วต้องไม่เกิน 12 เดือน ตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 39/2016 เรื่องการขออนุญาตและการอนุญาตให้เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่

$DSENT =$ ดัชนีทัศนคตินักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เดือนที่ $n-1$

โดย เดือนที่ n คือ เดือนที่หลักทรัพย์ IPO ได้เข้าซื้อขายในตลาดรองเป็นครั้งแรก

3.2.2.4 สัดส่วนของสินทรัพย์ก่อนเสนอขาย IPO ต่อ มูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชน ($Asset_OfferSize$) (-)

$$Asset_OfferSize = \left(\frac{Asset\ Size}{OfferSize} \right)$$

$Asset\ Size =$ ขนาดมูลค่าของสินทรัพย์ของบริษัทก่อนเสนอหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน ในงบการเงินงวดล่าสุดก่อนวันเสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน

$OfferSize =$ มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนหรือมูลค่าระดมทุน จำนวนจาก จำนวนหลักทรัพย์ IPO * ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขาย IPO

โดยมีสมมติฐานว่า อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับสัดส่วนของสินทรัพย์ก่อนเสนอขาย IPO ต่อมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนหรือมูลค่าระดมทุนของหลักทรัพย์ใหม่ เนื่องจากบริษัทที่มีสัดส่วนสินทรัพย์ ต่อหนึ่งหน่วยการระดมทุนที่มีค่ามากแสดงว่าบริษัทมีความมั่นคงในกิจการมาก จึงมีความเสี่ยงต่ำกว่า ทำให้เกิดความคาดหวังในผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO น้อยกว่า อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO จึงน้อยกว่า สอดคล้องกับแนวคิด High Risk High Return และสอดคล้องกับงานศึกษาของ Schultz (1993)

3.2.2.5 อายุของบริษัทผู้เสนอขายหุ้น IPO (AGE) (-)

คำนวณจากฟังก์ชันลอการิทึมของอายุของบริษัทนับตั้งแต่ปีที่ก่อตั้งจนถึงปีที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน โดยมีหน่วยวัดเป็นปี ซึ่งมีสมมติฐานว่าอายุของบริษัทจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษาของ Beatty and Ritter (1986) เนื่องจากบริษัทที่ดำเนินธุรกิจมานานจะมีความเสี่ยงของกิจการต่ำกว่าโดยอายุของบริษัทจะแสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการดำเนินธุรกิจและความอยู่รอด ทำให้เกิดความคาดหวังในผลตอบแทนน้อยกว่าบริษัทที่มีอายุน้อยกว่า และอธิบายทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูลได้ว่า บริษัทที่มีอายุมากกว่าจะมีข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทนั้นมากกว่าด้วย ทำให้ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลลดลง ส่งผลให้ระดับ Underpricing หรืออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ลดลงด้วย

$$AGE = \text{Log}_{10}(\text{อายุของกิจการนับตั้งแต่ปีที่ก่อตั้งจนถึงปีที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน})$$

3.2.2.6 สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิม (2nd Share Overhang) (-)

คำนวณจากสัดส่วนของจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดหลังการเสนอขายต่อประชาชน โดยมีสมมติฐานว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO สอดคล้องกับงานศึกษาของ J. Ritter (1991) และ Karlis (2000) ที่ว่า สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมหลังการเสนอขายแก่ประชาชนสัดส่วนที่มากเป็นการส่งสัญญาณว่าเป็นบริษัทที่ดีและมีอนาคตตามทฤษฎี Signal Theory เป็นการสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุน ผู้บริหารมั่นใจในการดำเนินงานที่ดีของบริษัท ทำให้สามารถจำหน่ายหุ้น IPO ให้แก่นักลงทุนได้หมดโดยไม่ต้องพึ่งพาบทบาทของผู้จัดจำหน่าย จึงมีอำนาจต่อรองกับผู้จัดจำหน่าย

หลักทรัพย์สามารถกำหนดราคาของซื้อหุ้น IPO ให้สูงได้ ผลของการ Underpricing จึงมีน้อยอัตราผลตอบแทนวันแรกจึงต่ำ

$$2^{\text{nd}} \text{ Share Overhang} = \frac{\text{จำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิม}}{\text{จำนวนหุ้นหลังการเสนอขายต่อ ปชช.}}$$

3.2.2.7 ความมีชื่อเสียงของผู้จัดการการจัดจำหน่าย (LEADUW) (-)

ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ในแต่ละครั้ง ประกอบด้วย ผู้จัดการการจัดจำหน่าย (Lead Underwriter) และผู้จัดจำหน่าย (Co-Underwriter) ทั้งนี้บทบาทของผู้จัดการการจัดจำหน่ายจะมีบทบาทมากกว่า กล่าวคือ ผู้จัดการการจัดจำหน่ายเป็นผู้ได้รับสิทธิในการจัดสรรหุ้น IPO ในสัดส่วนที่มากกว่า และเป็นผู้มีสิทธิ์ในการที่จะตกลงเปลี่ยนแปลงจำนวนหุ้นที่เสนอขายต่อนักลงทุน โดยพิจารณาจากปัจจัยต่างๆ เช่น ปริมาณความต้องการซื้อหุ้นของนักลงทุนแต่ละประเภท เพื่อให้การเสนอขายหุ้น IPO ประสบความสำเร็จสูงสุด นอกจากนี้ นักลงทุนสถาบันต้องจองซื้อหุ้นผ่านผู้จัดการการจัดจำหน่ายและการจัดสรรหุ้นให้แก่ นักลงทุนสถาบันจะอยู่ในดุลยพินิจของผู้จัดการการจัดจำหน่ายเท่านั้น ส่วนผู้มีอุปการคุณของบริษัทผู้ออกหุ้น IPO ที่ได้รับสิทธิจองซื้อหุ้น IPO ต้องจองซื้อหุ้นผ่านผู้จัดการการจัดจำหน่ายแต่ในการจัดสรรหุ้นให้แก่ผู้มีอุปการคุณของบริษัทฯ จะอยู่ในดุลยพินิจของกรรมการและผู้บริหารของบริษัทฯ จากบทบาทที่แตกต่างกันในงานศึกษานี้จึงมีจุดประสงค์เพื่อศึกษาความมีชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่เป็น Lead Underwriter ว่าส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO อย่างไร

งานศึกษาของ Carter and Manaster (1990) ใช้วิธีวัดความมีชื่อเสียงของ Underwriter จากการจัดอันดับ (Ranking) ของสัดส่วนมูลค่าทางการตลาดของหุ้น IPO ที่ Underwriter นั้นเป็นผู้จัดจำหน่ายต่อมูลค่าทางการตลาดของหุ้น IPO ทั้งหมดที่เสนอขาย ทั้งนี้สัดส่วนดังกล่าวถูกคำนวณโดยรวบรวมข้อมูลในช่วงระยะเวลาตั้งแต่ 1 มกราคม ค.ศ.1979 – 17 สิงหาคม ค.ศ.1983 เพื่อเป็นตัวแทนของความมีชื่อเสียงของ Underwriter ในช่วงเวลาดังกล่าวซึ่งการวัดวิธีนี้จะหมายถึงชื่อเสียงของ Underwriter ไม่มีการเปลี่ยนแปลงเลยตลอดช่วงเวลานี้ ผลการศึกษาพบว่า ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงย่อมต้องการรักษาชื่อเสียงของตัวเองไว้ ด้วยการรักษาคุณภาพระหว่าง ผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuer) กับ นักลงทุน (Investor) ด้วย ดังนั้น ราคาในตลาดวันแรกจึงต้องไม่แตกต่างกับราคาเสนอขายมากเกินไป กล่าวคือ ความมีชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO อย่างไรก็ตามในงานศึกษานี้ได้วัดความมีชื่อเสียงของ Lead Underwriter ตามงานศึกษาของ Carter and Manaster (1990) โดยจำนวนหุ้น IPO ของไทยยังมีค่อนข้างน้อยเมื่อเทียบกับต่างประเทศและการจัดจำหน่ายหุ้น IPO ผ่าน Lead Underwriter ยังจำกัดอยู่ไม่

มากรายการ ทำให้อันดับของ Lead Underwriter ไม่มีการเปลี่ยนแปลงมากนักในช่วงตลอดระยะเวลาการศึกษา การวัดด้วยวิธีของ Carter and Manaster (1990) เพื่อเป็นตัวแทนของชื่อเสียงตลอดช่วงที่ทำการศึกษาก็เป็นวิธีที่เหมาะสม โดยมีการจัดอันดับ (Ranking) ของสัดส่วนมูลค่าทางการตลาดของหุ้น IPO ที่ Underwriter นั้นๆ จัดจำหน่ายในฐานะ Lead Underwriter ต่อมูลค่าทางการตลาดของหุ้น IPO ที่ Underwriter จัดจำหน่ายในฐานะ Lead Underwriter ทุกรายรวมกันตลอดช่วงระยะเวลาที่ศึกษา คือ ตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2549 – 31 ตุลาคม พ.ศ. 2560 ทั้งนี้ได้แสดงผลของการวัดค่าความมีชื่อเสียงของ Lead Underwriter ในภาคผนวก ข และในงานศึกษานี้มีสมมติฐานว่าความมีชื่อเสียงของผู้จัดการการจัดจำหน่าย (Lead Underwriter) จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO สอดคล้องกับงานศึกษาของ Carter and Manaster (1990)

ความมีชื่อเสียงของ Lead UW คำนวณจาก

มูลค่าทางการตลาดของหุ้น IPO ที่ UW นั้นๆ จัดจำหน่ายโดยในฐานะ Lead UW
 มูลค่าทางการตลาดของหุ้น IPO ของ UW ทุกรายที่จัดจำหน่ายโดยในฐานะ Lead UW รวมกัน

โดย	มูลค่าทางการตลาด	คือ	จำนวนหุ้น IPO x ราคาหุ้น IPO
	Lead UW	คือ	ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์
	UW	คือ	ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์

3.2.2.8 อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 1 เดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรอง (Mkt.Return) (+)

อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 1 เดือนก่อนหุ้น IPO เข้าซื้อขายในตลาดรอง เป็นตัวแทนของราคาหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) เพื่อใช้ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Mkt.Return) ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

$$\text{Mkt.Return} = \left(\frac{\text{SET}_{t-21}}{\text{SET}_{t-1}} \right) - 1$$

เมื่อ	t = 0	คือ	วันที่มีการซื้อขายในตลาดรองวันแรก
	Mkt.Return	คือ	อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ย้อนหลัง 1 เดือน ซึ่งตลาดหลักทรัพย์จะมี 20 วันทำการใน 1 เดือนโดยไม่นับวันหยุดนักขัตฤกษ์

SETt-21 คือ ดัชนีปิดตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ t-21

SETt-1 คือ ดัชนีปิดตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ t-1

งานศึกษานี้มีสมมติฐานว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ย้อนหลัง 1 เดือน จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO O สอดคล้องกับงานศึกษา ณัฐจิรา คณานุรักษ์ (2554) และกัลยาณี ภาคอืด (2559) ซึ่งได้อธิบายไว้ว่า บริษัทและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จะกำหนดวันเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรกในช่วงที่มีการซื้อขายอย่างหนาแน่น เพราะมีสภาพคล่องสูงเนื่องจากนักลงทุนใช้สภาวะตลาดทุนในประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในตลาด หากอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มดี จะสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุน น่าจะช่วยให้หลักทรัพย์ใหม่มีอัตราผลตอบแทนที่สูงด้วยเช่นกัน

3.3 วิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method)

3.3.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

การศึกษาในครั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการศึกษา ปัจจัยในด้านระดับความสนใจของนักลงทุนรายย่อย ปัจจัยภายนอกและภายในของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ซึ่งพิจารณาจากตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO (IPO_RET) เพื่อหาความสัมพันธ์และทิศทางของตัวแปรอิสระ ซึ่งมีดังนี้

ตัวแปรอิสระ

- ปริมาณการสืบค้นข้อมูลที่ผิดปกติในช่วงสัปดาห์ก่อน IPO (ASVI)
- ปริมาณข้อมูลข่าวสารของบริษัทที่เผยแพร่ก่อน IPO (LogMEDIA)
- ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรอง (DSENT)
- สัดส่วนของสินทรัพย์ก่อนเสนอขาย IPO ต่อ มูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชน

(Asset_OfferSize)

- อายุของบริษัทที่เสนอขายหุ้น IPO (LogAGE)
- สัดส่วนของจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิม (2nd Share Overhang)
- ความมีชื่อเสียงของผู้จัดการการจัดจำหน่าย (LEADUW)
- อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 1 เดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาด

รอง(Mkt.Return)

โดยมีการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของแต่ละตัวแปร ซึ่งการอธิบายจะใช้ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุด

3.3.2 การทดสอบ Wilcoxon Rank Sum Test

มีการวิเคราะห์เปรียบเทียบ โดยการเปรียบเทียบมี 2 สมมติฐานดังนี้

- อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO แบ่งออกเป็น 2 กลุ่มโดยใช้ค่าเฉลี่ยของปริมาณการซื้อขายข้อมูลที่เกิดขึ้นในช่วงสัปดาห์ก่อน IPO (ASVI) เป็นเกณฑ์ในการแบ่ง คือ 1) กลุ่มอัตราผลตอบแทนที่มีระดับปริมาณการซื้อขาย (ASVI) สูงกว่าค่าเฉลี่ย และ 2) กลุ่มอัตราผลตอบแทนที่มีระดับปริมาณการซื้อขาย (ASVI) ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย

H0: ค่าเฉลี่ย Mean ของอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ในประชากร 2 กลุ่มเท่ากัน

H1: ค่าเฉลี่ย Mean ของอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ในประชากร 2 กลุ่มไม่เท่ากัน

- อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO แบ่งออกเป็น 2 กลุ่มโดยใช้ค่ามัธยฐานของ ASVI เป็นเกณฑ์ในการแบ่ง คือ กลุ่มอัตราผลตอบแทนที่มีระดับปริมาณการซื้อขายที่เกิดขึ้นในช่วงสัปดาห์ก่อน IPO (ASVI) สูงกว่าค่ามัธยฐาน และกลุ่มอัตราผลตอบแทนที่มีระดับปริมาณการซื้อขาย ASVI ต่ำกว่าค่ามัธยฐาน

H0: ค่ากลาง Median ของอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ในประชากร 2 กลุ่มเท่ากัน

H1: ค่ากลาง Median ของอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ในประชากร 2 กลุ่มไม่เท่ากัน

สำหรับเหตุผลที่วิเคราะห์โดยใช้สถิติ Non-parametric ด้วยเทคนิค Wilcoxon Rank sum Test เนื่องจากนำข้อมูลมาตรวจสอบการแจกแจงของประชากร ใ้คงปกติ (Normal Distribution) โดยวิธี Non-parametric Tests 1-Sample Kolmogorov-Smirnov Test พบว่า ค่า Sig. (2-tailed) = 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ (α) ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ว่าข้อมูลมีการแจกแจงปกติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ซึ่งไม่เป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้นของการใช้สถิติ Parametric Statistics

3.3.3 ทดสอบความสัมพันธ์และทิศทางของตัวแปรที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ด้วยสมการถดถอย (OLS Regression)

แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาโดยทดสอบและวิเคราะห์สมการถดถอย (OLS Regression)

พิจารณาทิศทางความสัมพันธ์และผลกระทบของแต่ละปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO โดยวิเคราะห์จากข้อมูลเชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) แบบ Cross Sectional Data

รูปแบบสมการถดถอยและทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวังดังระบุตารางที่ 3.1 มีดังนี้

$$\begin{aligned}
 & \text{IPO_RET}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ASVI}_{i,t-1} + \beta_2 \text{LogMedia}_{i,t} + \beta_3 \text{DSENT}_{i,t} \\
 & + \beta_4 \text{Asset_Offersize}_{i,t} + \beta_5 \text{LogAGE}_i \\
 & + \beta_6 \text{2}^{\text{nd}} \text{Share Overhang}_i + \beta_7 \text{LEADUW}_i + \beta_8 \text{Mkt.Return}_{i,t} + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

โดยที่	$\text{IPO_RET}_{i,t}$	คือ	อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO (หน่วย: %)
	β_0	คือ	Intercept หรือ ส่วนตัดแกน Y
	ASVI	คือ	ปริมาณการสืบทอดของข้อมูลที่เกิดขึ้นในช่วงสัปดาห์ก่อน IPO (หน่วย: %)
	LogMEDIA	คือ	Log (ปริมาณข่าวสารของบริษัทที่เผยแพร่ก่อน IPO+1) (หน่วย: ข่าว)
	DSENT	คือ	ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรอง (หน่วย: จุด)
	Asset_OfferSize	คือ	สัดส่วนของหลักทรัพย์ก่อนเสนอขาย IPO ต่อมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชน (หน่วย: %)
	LogAGE	คือ	Log (อายุของบริษัทที่เสนอหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน) (อายุหน่วย: ปี)
	2 nd Share Overhang	คือ	สัดส่วนของจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิม (หน่วย: %)
	LEADUW	คือ	ความมีชื่อเสียงของผู้จัดการการจำหน่าย (หน่วย: %)
	Mkt.Return	คือ	อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 1 เดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรอง (หน่วย: %)

ตารางที่ 3.1 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ และเครื่องหมายที่คาดหวัง

ตัวแปร	ตัวย่อ	ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	ความสัมพันธ์กับ อัตราผลตอบแทน IPO (IPO Return)
ปริมาณการสืบค้นข้อมูล หลักทรัพย์ที่ผิดปกติใน ช่วงสัปดาห์ก่อน IPO (หน่วย: %)	ASVI	- Investor Attention Hypothesis - Barber and Odean (2008) - Da et al. (2011)	+
Log (ปริมาณข่าวสารของ บริษัทที่เผยแพร่ก่อน IPO) (หน่วย: ข่าว)	LogMEDIA	- Investor Attention Hypothesis - Barber and Odean (2008) - Chemmanur and Yan (2009) - Da et al. (2011)	+
ดัชนีชีวิตทัศนคตินักลงทุน ของเดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรอง (หน่วย: จุด)	DSENT	- Baker and Wurgler (2006)	+
สัดส่วนของสินทรัพย์ ก่อนเสนอขาย IPO ต่อ มูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอ ขายต่อประชาชน (หน่วย: %)	Asset_Offer Size	- Ritter (1984) - Ibbotson et al. (1994) - Schultz (1993)	-
Log (อายุของบริษัทที่เสนอ หลักทรัพย์ครั้งแรกต่อ ประชาชน) (อายุหน่วย: ปี)	LogAGE	- Beatty and Ritter (1986)	-

ตารางที่ 3.1 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ และเครื่องหมายที่คาดหวัง (ต่อ)

ตัวแปร	ตัวย่อ	ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	ความสัมพันธ์กับ อัตราผลตอบแทน IPO (IPO Return)
สัดส่วนของจำนวนหุ้น ของผู้ถือหุ้นเดิมต่อ จำนวนหุ้นหลังการเสนอ ขายต่อประชาชน (หน่วย : %)	2 nd Share Overhang	- Karlis (2000)	-
ความมีชื่อเสียงของ ผู้จัดการการจัดจำหน่าย (หน่วย : %)	LEADUW	- Carter and Manaster (1990) - Loughran and Ritter (2003)	-
อัตราผลตอบแทนของ ตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 1 เดือนก่อนซื้อขายใน ตลาดรอง (หน่วย : %)	Mkt.Return	- ฉัฐจิรา คณานุกรักษ์(2554) - กัลยานี ภาคอืด (2559)	+

ทั้งนี้การทดสอบโดยวิเคราะห์สมการถดถอย (Multi variables Regression) ต้องมีการทดสอบเพื่อพิสูจน์สมมติฐานภายใต้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (The Assumptions Underlying the Method of Least Square)

3.3.3.1 ทดสอบสมมติฐาน Multicollinearity หรือ การทดสอบสภาวะร่วม
ถ้าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองมากเกินไปจะละเมิดสมมติฐานข้อที่ว่า
ตัวแปรอิสระต้องไม่มีความสัมพันธ์เชิงเส้นต่อกัน การพบปัญหานี้ทำให้ค่าพารามิเตอร์ของตัวแปรอิสระ
เกิดความผิดพลาดและไม่มีความสำคัญทางสถิติ ส่งผลให้ข้อสรุปของตัวแปรตามที่เกิดจากตัวแปรอิสระ
นั้นๆ เกิดความผิดพลาด

วิธีที่ในการทดสอบ:

- พิจารณาจากค่า pair wise correlation ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกัน
หากพบว่ามีตัวแปรอิสระคู่ใดมีค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ที่มาก แสดงว่าอาจจะเกิดปัญหา
Multicollinearity หมายความว่าผลที่ได้แม้ว่าจะยังคง Unbiased แต่ก็ไม่มีประสิทธิภาพ โดยค่า
สัมประสิทธิ์ที่ได้ไม่ควรเกิน 0.8

- พิจารณา ค่า Partial correlation เป็นการทดสอบความสัมพันธ์ที่แท้จริงระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามตามโดยจัดตัวแปรอิสระตัวอื่นที่อธิบายทับซ้อน ดังนั้นหากค่า Partial correlation มากแสดงว่ามีโอกาสเกิดภาวะร่วมที่ต่ำ นอกจากนี้ Partial correlation ยังใช้ประกอบการคัดเลือกตัวแปรในกรณีที่เกิดภาวะ Multicollinearity โดยจะพิจารณาเลือกค่า Partial ที่มีค่าสูงกว่าไว้จะเป็นวิธีที่เหมาะสมกว่าการนำตัวแปรพยากรณ์เข้าสมการพร้อมกัน

- พิจารณาจากค่า Variance Inflation Factor (VIF) การตรวจสอบ Multicollinearity จะใช้ค่า Variance Inflation Factor (VIF) มีเกณฑ์การตรวจสอบ คือ ค่า VIF ควรมีค่าที่ใกล้เคียงกันในทุกๆ ตัวแปร และค่า VIF ที่เหมาะสมไม่ควรเกิน 10 หากเกินกว่านี้แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง (O'Brien, 2007) และหากค่า Tolerance < 0.1 หรือ Tolerance < 0 (Pedhazur, 1997) แสดงว่าเกิด Multicollinearity

การแก้ไขปัญหา: พิจารณาตัดตัวแปรใดตัวแปรหนึ่งในคู่ที่มีความสัมพันธ์กันเองทิ้ง โดยพิจารณาจากความสำคัญของตัวแปรด้วยทฤษฎีว่าตามทฤษฎีแล้วตัวแปรใดมีความสัมพันธ์มากกว่าก็เลือกตัวแปรนั้นมาใช้แล้วตัดตัวแปรที่มีความสำคัญน้อยกว่าออก

3.3.3.2 ทำการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระพร้อมกันทุกตัว โดยการใช้ Multiple Regressions โดยค่า Adjusted R Square จะบอกถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามว่ามีมากน้อยเพียงใด ถ้า Adjusted R Square มีค่าใกล้ 1 แสดงว่าตัวแปรอิสระชุดนั้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามมาก แต่ถ้าหาก Adjusted R Square มีค่าใกล้ 0 แสดงว่าตัวแปรอิสระชุดนั้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามน้อย หรือไม่มีความสัมพันธ์กัน และใช้สถิติ T-Test ในการทดสอบโดยค่า Sig. ของแต่ละตัวแปรอิสระจะต้องมีค่าไม่เกิน 0.05 ถ้าหากค่า Sig. เกิน 0.05 จะถือว่าตัวแปรอิสระตัวนั้นมีความสัมพันธ์แบบไม่มีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญ 95%

3.3.3.3 ทดสอบสมมติฐานความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อน (μ) คงที่ (Homoscedasticity or Equal Variance) ปัญหาที่ความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนไม่คงที่ ซึ่งละเมิดข้อสมมติฐานข้อที่ว่า ความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนไม่คงที่ ส่งผลให้ค่าพารามิเตอร์ที่ประมาณได้ไม่มีประสิทธิภาพ ข้อสรุปของตัวแปรตามที่เกิดจากตัวแปรอิสระนั้นๆ เกิดความผิดพลาดด้วย

- วิธีที่ในการทดสอบ:
 1. Breusch – Pagan Test
 2. White's Test
 3. Szroteter's Test

- การแก้ไขปัญหา

1. เพิ่มตัวแปรที่ยังละเว้น/ยังไม่ได้ใส่ (Add the omitted variable)
2. กำหนดตัวแปรใหม่ (Reformulate the variables)
3. แก้ด้วยวิธี Weighted least squares (WLS)
4. แก้ด้วยวิธี White's Heteroscedasticity-Consistent Variances and

Standard Errors หรือ Robust standard error

จากการทดสอบเพื่อพิสูจน์สมมติฐานภายใต้วิธีกำลังสองน้อย เมื่อพิจารณาจากค่าความสัมพันธ์ที่พิสูจน์โดยวิธี Pair wise correlation ไม่พบว่ามีตัวแปรอิสระคู่ใดมีค่าสัมประสิทธิ์ที่มากกว่า 0.8 หรือ 80% ประกอบกับพิจารณาค่า Partial correlation ที่แสดงว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามเมื่อจัดตัวแปรอิสระตัวอื่นที่อธิบายทับซ้อน พบว่า มีค่ามากกว่า 0 นอกจากนี้ค่า VIF ของทุกตัวแปรมีค่าไม่เกิน 10 โดยที่ตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่า VIF ใกล้เคียงกัน ดังที่กล่าวมาจึงสรุปได้ว่า ตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์ต่อกัน หรือไม่เกิด Multicollinearity ซึ่งผลการทดสอบ Multicollinearity แสดงในภาคผนวก ค ภาคผนวก ง และภาคผนวก จ ส่วนผลการทดสอบ Heteroscedasticity ทั้ง 3 วิธี พบว่า Prob > chi2 มีค่าน้อยกว่า 0.05 ดังนั้นจึงปฏิเสธ H_0 ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% แสดงว่าตัวแปรเกิดความไม่คงที่ในความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน เกิด Heteroscedasticity ส่งผลทำให้การทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละตัวกับตัวแปรตาม (t-test) จึงมีความคลาดเคลื่อน ผลการศึกษาจึงมีความคลาดเคลื่อนตามไปด้วย ทำให้ไม่สามารถใช้วิธี OLS ตามปกติในการประมาณค่าพารามิเตอร์ได้ ดังนั้นผู้วิจัยจึงได้ทำการแก้ปัญหาด้วยวิธี White's Heteroscedasticity-Consistent Variances and Standard Errors หรือ Robust Standard Error กล่าวคือ ใช้ค่า Robust Standard Errors ในการประมาณค่าพารามิเตอร์แทนค่า Standard Errors ตามปกติ เพื่อควบคุมปัญหาด้านความไม่คงที่ของค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อน ซึ่งผลการทดสอบ Heteroscedasticity แสดงในภาคผนวก ฉ

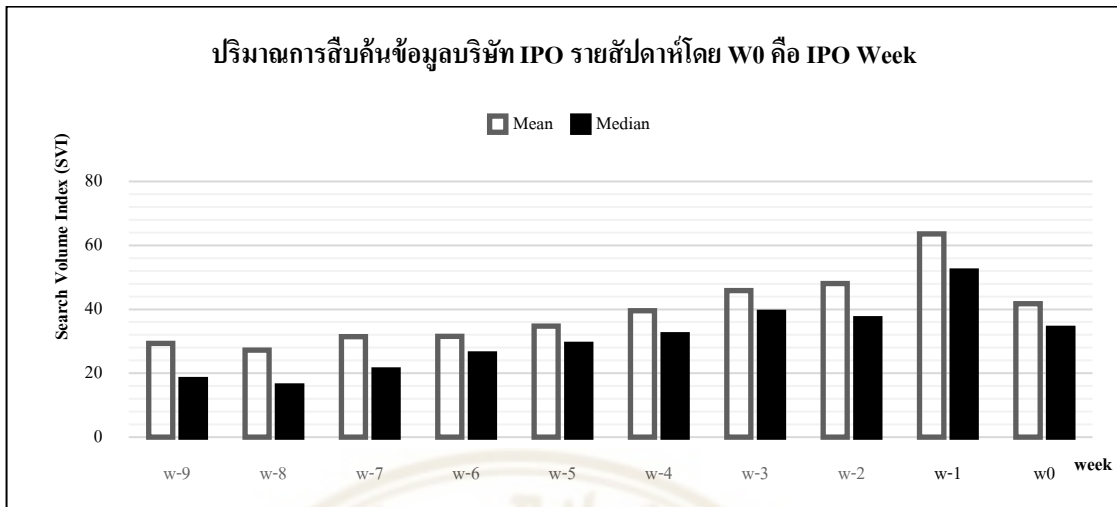
บทที่ 4

ผลการทดสอบ

ส่วนนี้เป็นการนำปัจจัยที่กำหนดข้างต้นมาทดสอบหาความสัมพันธ์เพื่อหาผลตอบแทนในวันแรกด้วยวิธีการที่กำหนดไว้ข้างต้น โดยได้รวมตัวแปรที่ใช้แทนปัจจัยจากทฤษฎีต่างๆ ไว้ได้แก่ ปริมาณการสืบค้นของข้อมูลที่ผิดปกติในช่วง สัปดาห์ก่อน IPO (ASVI), ปริมาณข่าวสารของบริษัทที่เผยแพร่ก่อน IPO (LogMEDIA), ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนหุ้น IPO ที่ซื้อขายในตลาดรอง (DSENT), อายุของบริษัท (LogAGE), สัดส่วนของหลักทรัพย์ก่อนเสนอขาย IPO ต่อมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชน (Asset_OfferSize), สัดส่วนของจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิม (2nd Share Overhang), ความมีชื่อเสียงของผู้จัดการการจดทะเบียน (LEADUW), และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 1 เดือนก่อนหุ้น IPO ที่ซื้อขายในตลาดรอง (Mkt.Return)

4.1 การบรรยายคุณสมบัติเชิงปริมาณทางสถิติของข้อมูลที่น่ามาวิจัย (Descriptive stat)

จากการศึกษาพฤติกรรมราคาของหุ้น IPO ที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหุ้น MAI ในช่วง 1 มกราคม พ.ศ. 2549 – 31 ธันวาคม พ.ศ. 2560 จำนวน 266 บริษัท โดยมี 138 บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และ 128 บริษัท เข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้น MAI ทั้งนี้ ในงานวิจัยนี้มีช่วงระยะที่ทำการศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2549 – 31 ตุลาคม พ.ศ. 2560 มีกลุ่มตัวอย่างที่น่ามาศึกษามีทั้งหมด 217 บริษัท โดยรายละเอียดตามภาคผนวก ก จากจำนวนบริษัทที่เสนอขายหุ้น IPO ในช่วงเวลาดังกล่าวที่มีทั้งหมด 235 บริษัท โดยตัดตัวอย่างที่ซื้อบริษัทมีความหมายตรงกับความหมายที่ใช้กันโดยทั่วไป เช่น Hot Pot, Alla เป็นต้น งานศึกษานี้ พบว่า พฤติกรรมนักลงทุนจะมีการสืบค้นข้อมูลบริษัทที่เสนอขายหุ้น IPO ด้วยชื่อบริษัท ใน google serach มากที่สุดในช่วง 1 สัปดาห์ก่อนเข้าซื้อขายในตลาดรองวันแรก โดยปริมาณการสืบค้น รายสัปดาห์ (Serch Volume Index: SVI) มีค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของ Search Volume Index (SVI) ในสัปดาห์ก่อน IPO อยู่ที่ 64.56 และ 59.07 ตามลำดับ ตามที่แสดงในแผนภาพที่ 4.1



ภาพที่ 4.1 แสดงปริมาณการสืบค้นข้อมูลหุ้น IPO ด้วย Google หรือ Search Volume Index (SVI)

สำหรับดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนซึ่งมีค่าอยู่ระหว่าง 0 ถึง 100 โดยหากอยู่ในช่วง 90 – 100 และ 0 - 10 (พื้นที่สีแดง) หมายถึง Sentiment ของผู้ลงทุนเป็นเชิงบวกหรือลบสูงกว่าปรกติมาก ตามลำดับ ผู้ลงทุนควรเพิ่มความระมัดระวังในการลงทุน โดยราคาของหลักทรัพย์ที่ถูกชักนำโดยทัศนคติผู้ลงทุนเชิงบวกหรือลบที่มากผิดปกตินั้นมักจะตามด้วย Market Correction ทำให้ผลตอบแทนโดยรวมของตลาดหลักทรัพย์อยู่ในลักษณะตรงกันข้ามกับระดับทัศนคติผู้ลงทุนในช่วงก่อนหน้า ทั้งนี้ในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา พบว่า เดือนที่มีค่า DSENT อยู่ในช่วง 0 - 10 และ 90 - 100 นั้นมีอยู่ 19 เดือน ตามข้อมูลที่แสดงในภาคผนวก จ โดยใน 19 เดือนนี้ มีดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนที่ลบมากเกินปกติอยู่ 17 เดือน และใน 17 เดือนนี้ มีเดือนที่มีการเสนอขาย IPO ในเดือนถัดมาอยู่ 9 เดือน ส่วนอีก 8 เดือนที่นักลงทุนมีทัศนคติเชิงลบมากกว่าปกตินั้นพบว่ามีไม่มีการเสนอขายหุ้น IPO ในเดือนถัดมาแต่อย่างใด จากแสดงให้เห็นว่ามีแนวโน้มที่บริษัทเลือกที่จะไม่เสนอขายหุ้น IPO ในเดือนถัดมาถ้านักลงทุนมีทัศนคติที่ลบมากผิดปกติ ส่วนเดือนที่ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนที่บวกมากเกินปกติมีอยู่ 2 เดือน โดยพบว่าทั้ง 2 เดือน มีการซื้อขายหุ้น IPO ในเดือนถัดมา จึงยังไม่สามารถสรุปได้ว่าบริษัทมีแนวโน้มที่จะไม่เสนอขายหุ้น IPO ในเดือนถัดมาถ้านักลงทุนมีทัศนคติที่ดีมากผิดปกติหรือช่วงที่ราคาหุ้นได้ปรับตัวขึ้นไปสูงมากถึงจุดสูงสุดซึ่งเป็นสัญญาณของการปรับตัวลดลงของราคาหุ้นในลักษณะฟองสบู่แตก

ทั้งนี้คุณสมบัติเชิงปริมาณทางสถิติของข้อมูลที่น่ามาวิจัย (Descriptive Statistics) ของแต่ละตัวแปรนั้นประกอบไปด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Max) ค่าน้อยสุด (Min) แสดงผลข้อมูลดังตารางที่ 4.1 ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.1 คุณสมบัติเชิงปริมาณทางสถิติของข้อมูลที่น่ามาวิจัย

ตัวแปร	จำนวน ตัวอย่าง (Obs)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std.Dev.)	ต่ำสุด (Min)	สูงสุด (Max)
IPO_RET	217	0.4584	0.5819	-0.2933	2.0000
ASVI	217	0.2388	0.4958	-1.6857	2.1492
MEDIA	217	98.5530	101.5974	0.0000	961.0000
DSENT	217	37.3344	22.1644	4.8797	99.9461
Asset_Offersize	217	4.1007	4.4218	0.3242	37.3231
AGE	217	16.6679	9.8537	1.2027	50.9151
2 nd Share Overhang	217	0.7460	0.0576	0.4100	0.9064
LEADUW	217	4.8091	3.4223	0.0210	11.7392
Mkt.Return	217	0.6563	4.565	-12.5167	14.6089

4.2 ผลการทดสอบ Wilcoxon Rank Sum Test

ผลการทดสอบพบว่า

1. ค่า Mean ของอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ในกลุ่มที่มีระดับปริมาณการสืบทัน (ASVI) สูง มีค่าเท่ากับ 58.08% ซึ่งสูงกว่ากลุ่มที่มีระดับปริมาณการสืบทัน (ASVI) ต่ำ ซึ่งเท่ากับ 37.65% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% เมื่อแบ่งกลุ่มตัวอย่างโดยใช้ค่าเฉลี่ยของ ASVI เป็นเกณฑ์

ตารางที่ 4.2 ค่า Mean ของอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO

กลุ่มตัวอย่างเมื่อใช้ค่า Mean เป็นตัวแบ่งกลุ่ม	Mean	S.D.	n	Wilcoxon Value	Wilcoxon Prob
กลุ่มที่มี ASVI สูง	58.08 %	61.72 %	87	-2.57	0.0110**
กลุ่มที่มี ASVI ต่ำ	37.65 %	54.43 %	130		

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

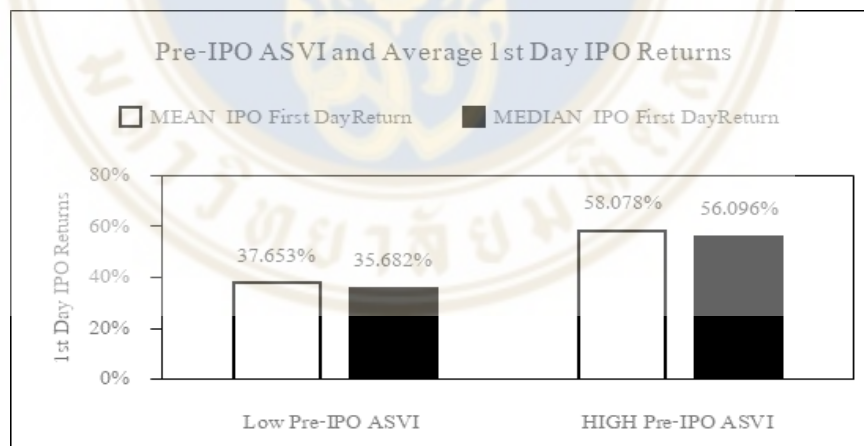
2. ค่า Median ของอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ในกลุ่มที่มีระดับปริมาณการสืบทอด (ASVI) สูง มีค่าเท่ากับ 56.10% มีค่าเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่มที่มีระดับปริมาณการสืบทอด (ASVI) ต่ำซึ่งเท่ากับ 35.68% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% เมื่อแบ่งกลุ่มตัวอย่างโดยใช้ค่ามัธยฐานของ ASVI เป็นเกณฑ์

ตารางที่ 4.3 ค่า Median ของอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO

กลุ่มตัวอย่างเมื่อใช้ค่า Median เป็นตัวแบ่งกลุ่ม	Mean	S.D.	n	Wilcoxon Value	Wilcoxon Prob
กลุ่มที่มี ASVI สูง	56.10 %	60.67 %	108	-2.62	0.0095***
กลุ่มที่มี ASVI ต่ำ	35.68 %	54.00 %	109		

จากผลการทดสอบแสดงว่า ปริมาณความถี่ในการค้นหาข้อมูลบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ IPO ในช่วงสัปดาห์ก่อน IPO จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO วันแรกที่เข้าซื้อขายในตลาดรองสูงขึ้นด้วย

โดยผลการทดสอบสรุปตามที่แสดงในแผนภาพที่ 4.2



ภาพที่ 4.2 แสดงอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO โดยใช้ค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของ ASVI เป็นเกณฑ์ในการแบ่งกลุ่ม

สำหรับผลการศึกษาความสัมพันธ์และปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO โดยสมการถดถอย แสดงข้อมูลดังตารางที่ 4.5

ผลวิจัยพบว่า ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO และตรงกับสมมติฐานของงานวิจัยนี้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ คือ ปริมาณการสืบค้นข้อมูลที่ผิดปกติในช่วงสัปดาห์ก่อน IPO (ASVI), ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนในเดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรอง (DSENT), สัดส่วนของหลักทรัพย์ก่อนเสนอขาย IPO ต่อมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชน (Asset_OfferSize), ความมีชื่อเสียงของผู้จัดการการจดทะเบียน (LEADUW) และ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 1 เดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรอง (Mkt.Return) แต่ผลการศึกษาไม่สามารถยืนยันได้ว่าปริมาณข่าวสารของบริษัทที่เผยแพร่ก่อน IPO (LogMedia) เป็นปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO เพราะแม้ผลจะมีทิศทางความสัมพันธ์สอดคล้องกับสมมติฐานและงานศึกษาก่อนหน้านี้แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับปัจจัยอายุของบริษัทที่เสนอหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน (AGE) และ สัดส่วนของจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิม (2nd Share Overhang) งานวิจัยนี้พบว่าปัจจัยดังกล่าวมีความสัมพันธ์ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานของงานวิจัยนี้และขัดแย้งกับงานศึกษาในอดีตข้างต้น และไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยเรียงอันดับความสำคัญของแต่ละตัวแปรที่ส่งผลต่อปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO จากมากไปน้อยตามค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (B) คือ ปริมาณการสืบค้นข้อมูลที่ผิดปกติในช่วงสัปดาห์ก่อน IPO (ASVI) มีค่า B เท่ากับ +0.219, อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 1 เดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรอง (Mkt.Return) ค่า B เท่ากับ +0.023, ความมีชื่อเสียงของผู้จัดการการจดทะเบียน (LEADUW) ค่า B เท่ากับ -0.023, สัดส่วนของหลักทรัพย์ก่อนเสนอขาย IPO ต่อมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชน (Asset_OfferSize) ค่า B เท่ากับ -0.014 และ ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนในเดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรอง (DSENT) ค่า B เท่ากับ +0.007

ดังนั้น สมการแสดงความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% และ 5% คือ

$$\begin{aligned}
 & \quad \quad \quad (+) \quad \quad \quad (+) \quad \quad \quad (-) \\
 \text{IPORET}_{i,t} = & -0.317 + 0.219 \text{ASVI}_{i,t-1} + 0.007 \text{DSENT}_{i,t} - 0.014 \text{Asset_Offersize}_{i,t} \\
 & \quad \quad \quad (-) \quad \quad \quad (+) \\
 & \quad \quad \quad -0.023 \text{LEADUW}_i + 0.023 \text{Mkt.Return}_{i,t}
 \end{aligned}$$

ทั้งนี้เมื่อทำการทดสอบสมการถดถอยครั้งที่ 2 โดยตัดตัวแปรที่ไม่ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญออกจากการพิจารณา ได้แก่ ปริมาณข่าวสารของบริษัทที่เผยแพร่ก่อน IPO (LogMEDIA), อายุของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน (LogAGE), และ สัดส่วนของจำนวนหุ้นของ

ผู้ถือหุ้นเดิม (2nd Share Overhang) พบว่า ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO และตรงกับสมมติฐานของงานวิจัยนี้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ คือ ปริมาณการสืบทอดข้อมูลที่ผิดปกติในช่วงสัปดาห์ก่อน IPO (ASVI), ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนในเดือนก่อนหุ้น IPO ชื่อขายในตลาดรอง (DSENT), สัดส่วนของสินทรัพย์ก่อนเสนอขาย IPO ต่อมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชน (Asset_OfferSize), ความมีชื่อเสียงของผู้จัดการการจดทะเบียน (LEADUW) และ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 1 เดือนก่อนหุ้น IPO ชื่อขายในตลาดรอง (Mkt.Return) เมื่อเปรียบเทียบการทดสอบสมการถดถอยครั้งที่ 1 และ 2 พบว่าค่า AIC และ BIC ที่ได้จากการทดสอบสมการถดถอยครั้งที่ 2 มีค่าที่ต่ำกว่าครั้งที่ 1 และค่า F Statistic ของการทดสอบสมการถดถอยครั้งที่ 2 ก็มีค่าเพิ่มสูงขึ้น อันเป็นผลมาจากการที่ค่าความแปรปรวนของค่าสถิติต่างๆที่มีเกี่ยวข้องมีค่าลดลง ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการทดสอบสมการถดถอยครั้งที่ 2 เกิดประสิทธิภาพสูงขึ้นกว่าเดิม ดังนั้นสมการที่ได้จากการทดสอบสมการถดถอยครั้งที่ 2 จึงเหมาะสมกว่าในการอธิบายปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO โดยเรียงอันดับความสำคัญของแต่ละตัวแปรที่ส่งผลต่อปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO จากมากไปน้อยตามค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (B) คือ ปริมาณการสืบทอดข้อมูลที่ผิดปกติในช่วงสัปดาห์ก่อน IPO (ASVI) มีค่า B เท่ากับ +0.212, อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 1 เดือนก่อนหุ้น IPO ชื่อขายในตลาดรอง (Mkt.Return) ค่า B เท่ากับ +0.025, ความมีชื่อเสียงของผู้จัดการการจดทะเบียน (LEADUW) ค่า B เท่ากับ -0.023, สัดส่วนของสินทรัพย์ก่อนเสนอขาย IPO ต่อมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชน (Asset_OfferSize) ค่า B เท่ากับ -0.013 และ ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนในเดือนก่อนหุ้น IPO ชื่อขายในตลาดรอง (DSENT) ค่า B เท่ากับ +0.007

สมการแสดงความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% และ 5% ที่ได้จากการทดสอบสมการถดถอยครั้งที่ 2 คือ

$$\begin{aligned}
 \text{IPORET}_{i,t} &= \begin{matrix} (+) & & (+) & & (-) \\ 0.280 & + & 0.212\text{ASVI}_{i,t-1} & + & 0.007\text{DSEN}_{i,t} & - & 0.013\text{Asset_Offersize}_{i,t} \\ & & (-) & & (+) & & \\ & & -0.023 & \text{LEADUW}_i & + & 0.025\text{Mkt.Return}_{i,t} & \end{matrix}
 \end{aligned}$$

ตารางที่ 4.4 แสดงผลการทดสอบสมการถดถอยแสดงความสัมพันธ์และทิศทางของตัวแปรอิสระที่ส่งผลกระทบต่อตัวแปรตามซึ่งก็คืออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ด้วยสมการถดถอย

VARIABLES	Exp. Sign	(1) IPO_RET	(2) IPO_RET
ASVI	+	0.2190 ** (0.0984)	0.212 ** (0.0991)
DSENT	+	0.0074 *** (0.0019)	0.00736 *** (0.0019)
Asset_Offersize	-	-0.0137 *** (0.0050)	-0.013 ** (0.0050)
LeadUW	-	-0.0228 ** (0.0099)	-0.0229 ** (0.0098)
MKTReturn	+	0.0228 *** (0.0073)	0.0247 *** (0.0073)
LogMedia	+	0.0437 (0.0785)	
LogAGE	-	0.1040 (0.0991)	
2 nd Share Overhang	-	-0.5380 (0.6330)	
Constant		-0.3170 (0.4850)	0.2800 *** (0.0761)
N		217	217
R-squared		0.1980	0.190
F		6.76	9.66
Prob>F		0.0000	0.0000
Akaike info Criterion		350.0787	346.0106
Bayesian info Criterion		380.4978	366.2900

Robust standard errors in parentheses

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

ผลการศึกษาพบว่าแต่ละปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ดังนี้

ปริมาณการสืบค้นข้อมูลที่ผิดปกติในช่วงสัปดาห์ก่อน IPO (ASVI) งานวิจัยนี้ใช้ปริมาณการสืบค้นข้อมูลที่ผิดปกติในช่วงสัปดาห์ก่อน IPO (ASVI) เป็นตัวแปรวัดระดับความสนใจของนักลงทุนรายย่อยที่มีต่อหุ้น IPO ก่อนเข้าซื้อขายในตลาดรองเพื่อศึกษาว่าส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกอย่างไร ผลการทดสอบสมการถดถอย พบว่า ปริมาณการสืบค้นข้อมูลที่ผิดปกติในช่วงสัปดาห์ก่อน IPO (ASVI) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ที่ระดับนัยสำคัญ 5% ซึ่งตรงกับสมมติฐานของผู้วิจัย และสอดคล้องกับสมมติฐาน Investor Attention Hypothesis ของ Barber and Odean (2008) และงานศึกษาของ Da et al. (2011) อธิบายได้ว่า ปริมาณการสืบค้นข้อมูลก่อน IPO จะแสดงให้เห็นถึงความสนใจของนักลงทุนรายย่อย นักลงทุนรายย่อยจะสืบค้นข้อมูลเมื่อเกิดความสนใจต่อหุ้นนั้น ยิ่งสนใจมากก็จะยิ่งสืบค้นมาก โดยนักลงทุนรายย่อยที่ไม่ได้สิทธิจองซื้อหุ้น IPO เมื่อเกิดความสนใจและเกิด Attention Driven ต่อหุ้น จะมีความต้องการจะซื้อหุ้น IPO ในวันแรกที่เข้าซื้อขายในตลาดรอง อุปสงค์ของหุ้นจะมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่เดียวกันนักลงทุนรายย่อยที่ได้จองซื้อหุ้น IPO ก็ไม่มีความต้องการจะขายหุ้นอุปทานจึงลดลง ดังนั้นราคาหุ้นจึงมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นในวันแรก

อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 1 เดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรอง (Mkt.Return) งานวิจัยนี้ใช้อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ย้อนหลัง 1 เดือน เป็นตัวแทนสถานะตลาดทุน โดยนักลงทุนจะใช้สถานะตลาดทุนในการตัดสินใจในการลงทุนในตลาด หากอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มดี จะสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุน น่าจะช่วยให้หลักทรัพย์ใหม่มีอัตราผลตอบแทนที่สูงด้วย จึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ต่ำ โดยผลการทดสอบสมการถดถอยในงานศึกษานี้พบว่า อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ย้อนหลัง 1 เดือน (Mkt.Return) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ที่ระดับนัยสำคัญ 1% ซึ่งตรงกับสมมติฐานของผู้วิจัยและสอดคล้องกับสอดคล้องกับงานศึกษาของ ฉัฐจิรา คณานุรักษ์(2554) และกัลยานี ภาคอืด (2559)

ความมีชื่อเสียงของผู้จัดการการจัดจำหน่าย (LEADUW) งานวิจัยนี้ใช้สัดส่วนมูลค่าทางการตลาดของหุ้น IPO ที่ Underwriter นั้นๆ จัดจำหน่ายในฐานะ Lead Underwriter ต่อมูลค่าทางการตลาดของหุ้น IPO ที่ Underwriter จัดจำหน่ายในฐานะ Lead Underwriter ทุกรายรวมกันตลอดช่วงระยะเวลาที่ศึกษา เป็นตัววัดความมีชื่อเสียงของผู้จัดการการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ โดยผู้จัดการการจัดจำหน่ายที่มีชื่อเสียงย่อมมีสัดส่วนมากและย่อมต้องการรักษาชื่อเสียงของตัวเองไว้ ด้วยการรักษาดุลยภาพระหว่าง ผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuer) กับ นักลงทุน (Investor) ด้วย ดังนั้น ราคาในตลาด

วันแรกจึงต้องไม่แตกต่างกับราคาเสนอขายมากเกินไป อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO จึงต่ำ โดยผลการทดสอบถดถอยในงานศึกษานี้พบว่า ความมีชื่อเสียงของผู้จัดการการจัดจำหน่าย (LEADUW) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ที่ระดับนัยสำคัญ 5% ซึ่งตรงกับสมมติฐานของผู้วิจัย และ สอดคล้องกับงานศึกษาของ Carter and Manaster (1990)

สัดส่วนของสินทรัพย์ก่อนเสนอขาย IPO ต่อ มูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชน (Asset_OfferSize) งานวิจัยนี้ใช้สัดส่วนของสินทรัพย์ก่อนเสนอขาย IPO ต่อ มูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชน(Asset_OfferSize) เป็นตัวแปรชี้วัดความเสี่ยงของกิจการ โดยบริษัทที่มีสัดส่วนสินทรัพย์ ต่อ หนึ่งหน่วยการระดมทุนที่มีค่ามากแสดงว่าบริษัทมีสินทรัพย์มาก มีความมั่นคงในการดำเนินธุรกิจมาก จึงมีความเสี่ยงต่ำของกิจการต่ำกว่า ทำให้นักลงทุนเกิดความคาดหวังในผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO น้อยกว่าจึงไม่เข้าลงทุนซื้อหุ้น IPO ในวันแรกที่เข้าซื้อขาย อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO จึงต่ำกว่า ผลการทดสอบสมการถดถอย พบว่า สัดส่วนของสินทรัพย์ก่อนเสนอขาย IPO ต่อ มูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชน (Asset_OfferSize) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ที่ระดับนัยสำคัญ 5% ซึ่งตรงกับสมมติฐานของผู้วิจัย และ สอดคล้องกับแนวคิด High Risk High Return และสอดคล้องกับงานศึกษาของ Schultz (1993)

ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรอง (Investor Sentiment Index หรือ DSENT) งานวิจัยนี้ใช้ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรอง เป็นตัวแปรชี้วัดมุมมองที่นักลงทุนมีต่อตลาดโดยนักลงทุนย่อมต้องการเข้ามาลงทุนในหุ้น IPO ถ้านักลงทุนมีมุมมองเชิงบวกต่อตลาดขณะที่ยื่น IPO นั้นจะเข้าซื้อขายในตลาดรอง ดังนั้นดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรอง ย่อมต้องส่งผลในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ผลการทดสอบสมการถดถอย พบว่า ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรอง (Investor Sentiment Index หรือ DSENT) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ที่ระดับนัยสำคัญ 1% ซึ่งตรงกับสมมติฐานของผู้วิจัย และ สอดคล้องกับสมมติฐานในงานศึกษาของ Baker and Wurgler (2002) อย่างไรก็ตาม ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรองที่เป็นเชิงลบหรือบวกสูงกว่าปกติมาก คือ อยู่ในช่วง 0 - 10 และ 90 - 100 (พื้นที่สีแดง) นั้นมักจะตามด้วย Market Correction ทำให้ผลตอบแทนโดยรวมของตลาดหลักทรัพย์อยู่ในลักษณะตรงกันข้ามกับระดับทัศนคติผู้ลงทุนในช่วงก่อนหน้า ซึ่งผู้วิจัยได้ทำการศึกษาเพิ่มเติม พบว่า ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนรายเดือนตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2549 – 31 ตุลาคม พ.ศ.2560 ที่อยู่ในช่วง 0 - 10 และ 90 - 100 (พื้นที่สีแดง) มีทั้งหมด 19 เดือน เดือนที่นักลงทุนมีมุมมองเชิงลบมากผิดปกติมีอยู่ 17 เดือน เดือนที่นักลงทุนมีมุมมองเชิงบวกมาก

เกินปกติมีแค่ 2 เดือนโดยทั้ง 19 เดือน ดังกล่าวมีช่วงเวลาที่สอดคล้องกับการเกิดวิกฤติการณ์หรือเหตุการณ์สำคัญต่างๆ ตามข้อมูลในภาคผนวก ข ผู้วิจัยมีข้อสังเกตว่า ในเดือนที่นักลงทุนมีมุมมองเชิงลบมากผิดปกติ 17 เดือนนั้นมีบริษัทเสนอขายหุ้น IPO ในเดือนถัดมาอยู่ทั้งหมด 9 เดือนแต่ก็มีอยู่ 8 เดือนที่เดือนถัดมาจะไม่มีบริษัทเสนอขายหุ้น IPO เลย อธิบายได้ว่ามีอยู่ 8 เดือนที่บริษัทจะไม่เสนอขายหุ้น IPO ในเดือนถัดไปถ้าค่าดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนปัจจุบันมีค่าเป็นลบมากผิดปกติ แสดงให้เห็นว่ามีแนวโน้มที่บริษัทเลือกที่จะไม่เสนอขายหุ้น IPO ในเดือนถัดมาถ้านักลงทุนมีทัศนคติที่ลบมากผิดปกติถึงแม้จะเป็นสัญญาณของการฟื้นตัวของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แต่เป็นการฟื้นตัวในระยะเริ่มต้นที่นักลงทุนยังคงมีทัศนคติเชิงลบและยังไม่แน่ใจในสถานะของตลาดหุ้นอยู่ ส่วนเดือนที่นักลงทุนมีมุมมองเชิงบวกมากเกินปกติมีแค่ 2 เดือน คือ 1) เดือนมกราคม 2006 ซึ่งเป็นช่วงที่มีมูลค่าการซื้อขายที่สูงเป็นอันดับที่ 4 ของประวัติศาสตร์ตลาดหุ้นไทย โดยเป็นมูลค่าการซื้อขายหุ้นบริษัทชิน คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) กว่า 57,058.10 ล้านบาท ให้กลุ่มเทมาเสกโฮลดิ้งส์ ประเทศสิงคโปร์ ส่งผลให้ค่าดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนในเดือนมกราคม 2006 อยู่ที่ 99.95 โดยในเดือนกุมภาพันธ์ 2006 ถัดมามีหุ้น IPO เสนอขายในตลาดรองอยู่ 1 บริษัทและให้อัตราผลตอบแทนในวันแรกเท่ากับ -2.04% และ 2) เดือนมกราคม 2013 ซึ่งเป็นช่วงที่รัฐบาลมีการประกาศโครงการลงทุน ในโครงสร้างพื้นฐานด้านการขนส่งและการเชื่อมโยงด้านศุลกากร โดยจะการเสนอร่าง พ.ร.บ.เงินกู้ วงเงินไม่เกิน 2 ล้านล้านบาทแสดงให้เห็นถึงพื้นฐานเศรษฐกิจของประเทศที่กำลังปรับตัวดีขึ้น ส่งผลให้ค่าดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนในเดือนมกราคม 2013 อยู่ที่ 99.67 โดยมีหุ้น IPO ถูกเสนอขายในเดือนถัดมาคือเดือนกุมภาพันธ์ 2013 มีอยู่ 2 บริษัทและให้อัตราผลตอบแทนในวันแรกสูงถึง 200% และ 146% ตามลำดับ ทั้งนี้จากหุ้น IPO ที่เข้าซื้อขายในเดือนที่ถัดจากเดือนที่นักลงทุนมีดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนลบหรือบวกมากเกินปกติทั้งหมดแค่ 19 บริษัท ซึ่งกลุ่มตัวอย่างที่น้อยเกินไปทำให้มีอำนาจการทดสอบต่ำและทำให้ผลการทดสอบมีความคลาดเคลื่อน ทำให้ไม่สามารถหาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรองที่อยู่ในช่วง 0 - 10 และ 90 - 100 (พื้นที่สีแดง) กับ อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ได้

ดังนั้นสรุปได้ว่า ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรองส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกในทิศทางเดียวกันที่ระดับนัยสำคัญ 1% แต่ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนหุ้น IPO เข้าซื้อขายในตลาดรองที่มีค่าอยู่ในช่วง 0 - 10 และ 90 - 100 มีจำนวนน้อย คือ 11 เดือน และมีบริษัทเสนอขายหุ้น IPO แค่ 19 บริษัท จึงไม่สามารถสรุปได้ว่า ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรองที่มีค่าอยู่ในช่วงดังกล่าวส่งผลต่อการตัดสินใจของบริษัทในการเสนอขายหุ้น IPO และอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO อย่างไร

ดังนั้นผลการวิจัยอาจเปลี่ยนแปลงไป หากมีการขยายขอบเขตการศึกษาให้ครอบคลุมมากกว่าขอบเขตของการศึกษานี้

ปริมาณข้อมูลข่าวสารของบริษัทที่เผยแพร่ก่อน IPO (LogMEDIA) งานวิจัยนี้ใช้ปริมาณข้อมูลข่าวสารของบริษัทที่เผยแพร่ก่อน IPO (LogMEDIA) เป็นอีกหนึ่งตัวแปรวัดระดับความสนใจทางอ้อมของนักลงทุนรายย่อยที่มีต่อหุ้น IPO ก่อนเข้าซื้อขายในตลาดรอง ยังมีข่าวหรือข้อมูลเผยแพร่ตามสื่อต่างๆ มากยิ่งสร้างความสนใจได้มาก ผลการทดสอบสมการถดถอย พบว่า ปริมาณข้อมูลข่าวสารของบริษัทที่เผยแพร่ก่อน IPO (LogMEDIA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนวันแรก of หุ้น IPO ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกับสมมติฐานของผู้วิจัยและสมมติฐานเรื่องความสนใจของนักลงทุนรายย่อย (Investor Attention Hypothesis) ของ Barber and Odean (2008), งานศึกษาของ Chemmanur and Yan (2009) และ Da et al. (2011) แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ผู้วิจัยได้มีข้อสังเกตว่า สำหรับปริมาณข้อมูลข่าวสารของบริษัทที่เผยแพร่ก่อน IPO ในประเทศไทยนั้นปัจจุบันนี้ยังไม่มีผู้ให้บริการด้านฐานข้อมูลที่สามารถรวบรวมข่าวของบริษัทซึ่งเผยแพร่ก่อนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้นักลงทุนรายย่อยได้ศึกษาและทำความเข้าใจกับการดำเนินธุรกิจของบริษัทก่อน IPO ดังนั้นจึงไม่สามารถวัดได้ว่า การสร้างเหตุการณ์ที่ทำให้หุ้นน่าสนใจ (Visibility Stock) ด้วยการเผยแพร่ข่าว หรือการโฆษณาประชาสัมพันธ์ (Attention grabbing stocks) ตามสื่อต่างๆ จะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ในประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ

อายุของบริษัทผู้เสนอขายหุ้น IPO (AGE) งานวิจัยนี้ใช้อายุของบริษัทนับตั้งแต่ปีที่ก่อตั้งจนถึงปีที่เสนอขาย IPO เป็นตัวแปรชี้วัดความเสี่ยงของกิจการ โดยบริษัทที่ดำเนินธุรกิจมานานจะมีความเสี่ยงของกิจการต่ำกว่าบริษัทที่มีอายุน้อยกว่า ทำให้เกิดความคาดหวังในผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO น้อยกว่า นอกจากนี้บริษัทที่มีอายุมากกว่าจะมีข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทนั้นมากกว่าด้วย ทำให้ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลลดลง บริษัทและผู้จัดจำหน่ายจึงไม่มีความจำเป็นที่จะต้องลดจราคาของซื้อหุ้น IPO ส่งผลให้ระดับ underpricing หรืออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ลดลงด้วยผลการทดสอบสมการถดถอย พบว่า อายุของบริษัทผู้เสนอขายหุ้น IPO (AGE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานของผู้วิจัย และขัดแย้งกับงานศึกษาที่ผ่านมาของ Beatty and Ritter (1986) และไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ผลการทดสอบในการงานศึกษานี้ให้ผลในทิศทางเช่นเดียวกับ สายรุ่ง แก้วสูง (2559) ที่ศึกษาตลาดหุ้นไทยในช่วงปี พ.ศ. 2552 – พ.ศ. 2559 โดยพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอายุกิจการกับการ Underpricing ในหุ้น IPO เป็นไปในเชิงบวก โดยไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งทางผู้วิจัยได้ตั้งข้อสังเกตว่า นักลงทุนพิจารณาหลายๆปัจจัยประกอบกันในการลงทุนในหุ้น IPO นักลงทุนไม่ได้ใช้ปัจจัยของอายุกิจการเป็นปัจจัยหลักในการตัดสินใจลงทุน โดยนักลงทุน

ที่มีศักยภาพจะเลือกลงทุน โดยวิเคราะห์อุตสาหกรรมของบริษัทที่สนใจว่ามีลักษณะและแนวโน้มที่ดีหรือไม่ โดยพิจารณาจากอัตราการเจริญเติบโตของอุตสาหกรรม (Growth) ช่วงวงจรชีวิตของกิจการ (Industry Life Cycle) รวมถึงภาวะการแข่งขัน (Competition) ปัจจัยความเสี่ยงในด้านต่างๆ และคาดการณ์เกี่ยวกับแนวโน้มของกิจการในอนาคต (Trend) เพื่อประกอบการตัดสินใจได้อย่างเหมาะสม นอกจากนี้ทางผู้วิจัยเองยังพบว่า การเปิดเผยข้อมูลวันก่อตั้งของบางบริษัทที่มีความคลาดเคลื่อน ยกตัวอย่าง เช่น บางบริษัทเปิดเผยวันจดทะเบียนแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชนจำกัดเป็นวันก่อตั้ง หรือ บางบริษัทมีการควบรวมกิจการ/เปลี่ยนโครงสร้างการบริหาร/เปลี่ยนโครงสร้างผู้ถือหุ้นใหญ่และยึดเอาวันที่ควบรวมกิจการเป็นวันที่ก่อตั้งบริษัท ทั้งที่ในความเป็นจริงบริษัทนั้นๆ ได้ดำเนินกิจการอยู่ในอุตสาหกรรมมาก่อน ดังนั้นอายุของบริษัทที่เก็บรวบรวมได้บางบริษัทจึงไม่สอดคล้องกับข้อเท็จจริง

สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิม (2nd Share Overhang) งานวิจัยนี้ใช้สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมเป็นตัวแทนวัดสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารหรือผู้มีอำนาจควบคุมบริษัทภายหลังการเสนอขายหุ้น IPO โดยตามงานศึกษาก่อนหน้านี้ของ และ Karlis (2000) พบว่า ถ้าผู้บริหารหรือผู้มีอำนาจควบคุมยังคงมีสัดส่วนการถือหุ้นเป็นจำนวนมากภายหลัง IPO เป็นการสร้างความเชื่อมั่นในการดำเนินงานของบริษัทแก่นักลงทุนตาม signal theory ทำให้สามารถจำหน่ายหุ้น IPO ให้แก่นักลงทุนได้หมดโดยไม่ต้องพึ่งพาบทบาทของผู้จัดจำหน่าย จึงมีอำนาจต่อรองกับผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์สามารถกำหนดราคาของซื้อหุ้น IPO ให้สูงได้ และไม่ต้องลดราคาของซื้อหุ้น IPO ผลของการ underpricing จึงมีน้อยหรืออัตราผลตอบแทนวันแรกจึงต่ำ ผลการทดสอบสมการถดถอยในงานศึกษานี้ พบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นเดิม (2nd Share Overhang) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานของผู้วิจัยและขัดแย้งกับงานศึกษาที่ผ่านมาของ J. Ritter (1991) และ Karlis (2000) นอกจากนี้ยังไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผู้วิจัยตั้งข้อสังเกตว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นเดิมในงานศึกษานี้เป็นสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมที่รวมทั้ง 1) ผู้ถือหุ้นที่เป็น Strategic Shareholders ได้แก่ กรรมการ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้มีอำนาจควบคุม ซึ่งเป็นผู้ถือมีบทบาทในการบริหารงานของบริษัท และ 2) ผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้เป็น Strategic Shareholders ซึ่งไม่ได้มีส่วนร่วมในการบริหารงานของบริษัทและไม่ได้เป็นผู้สร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุน ดังนั้นในงานศึกษานี้จึงอาจไม่สามารถวัดได้ว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นเดิม (2nd Share Overhang) จะมีความสัมพันธ์และส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO อย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ผู้วิจัยมีข้อคิดเห็นว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นเดิมที่เป็น Strategic Shareholder น่าจะเป็นตัวแปรที่วัดความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้น IPO ได้ โดยถ้าสัดส่วนผู้ถือหุ้นเดิมที่เป็น Strategic Shareholders ลดลงหลังจกหุ้น IPO แสดงว่ามีหุ้นสามัญเดิมถูกเสนอขายพร้อม IPO โดยกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมที่มีอำนาจควบคุม สิทธิออกเสียงในการบริหารงานอาจเปลี่ยนแปลงไป อาจส่งผลให้ทีมผู้บริหารและ

การดำเนินงานในอนาคตเปลี่ยนไป เกิดความเสี่ยงต่อนักลงทุนในอนาคต นักลงทุนเกิดความไม่เชื่อมั่นในตัวบริษัท ซึ่งทำให้ต้องพึ่งพาผู้จัดจำหน่ายในการขายหุ้น IPO ราคาของหุ้นอาจถูกลดราคาดลง ระดับ underpricing จึงมากอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO สูง

4.3 การอภิปรายผลการศึกษา (Result Discussion)

การศึกษาดังกล่าวใช้ข้อมูล IPO ทั้งหมด 217 หลักทรัพย์ ในช่วงเวลา 1 มกราคม พ.ศ. 2549- 31 ตุลาคม พ.ศ..2560

มีตัวแปรอิสระ ได้แก่

1. ปริมาณการสืบค้นข้อมูลที่ผิดปกติในช่วงสัปดาห์ก่อน IPO (ASVI)
2. ปริมาณข้อมูลข่าวสารของบริษัทที่เผยแพร่ก่อน IPO (LogMEDIA)
3. ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรอง (DSENT)
4. สัดส่วนของหลักทรัพย์ก่อนเสนอขาย IPO ต่อ มูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อ

ประชาชน (Asset_OfferSize)

5. อายุของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน (LogAGE)
6. สัดส่วนของจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิม (2nd Share Overhang)
7. ความมีชื่อเสียงของผู้จัดการการจำหน่าย (LEADUW)
8. อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วง 1 เดือน ก่อนหุ้น

IPO ซื้อขายในตลาดรอง (Mkt.Return)

ตัวแปรตาม ได้แก่ อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO (IPO_RET) โดยในงานศึกษานี้ มีจุดประสงค์เพื่อหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ด้วยการใช้สมการถดถอย (OLS Regression) โดยใช้โปรแกรม Stata ในการคำนวณ

ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบ Wilcoxon Test เพื่อวิเคราะห์เปรียบเทียบ โดยแบ่งอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ออกเป็น 2 กลุ่ม โดยใช้ค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของ ASVI เป็นเกณฑ์ในการแบ่งสรุปผลได้ว่า ปริมาณความถี่ในการค้นหาข้อมูลบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ IPO ในช่วงสัปดาห์ก่อน IPO ที่สูงขึ้น จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO วันแรกที่เข้าซื้อขายในตลาดรองสูงขึ้นด้วย

และจากการทดสอบด้วยสมการถดถอย พบว่าปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO อย่างมีนัยสำคัญนั้นมี 5 ปัจจัย โดยปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO (+) ได้แก่ ปริมาณการสืบค้นข้อมูลที่ผิดปกติในช่วงสัปดาห์ก่อน IPO (ASVI), ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรอง (DSENT) และ

อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 1 เดือน ก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรอง(Mkt.Return) ทำให้เห็นได้ว่า ความสนใจของนักลงทุนรายย่อยที่ชี้วัดด้วย Google Search ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO และถ้าสภาพตลาดอยู่ในช่วงขาขึ้นหรือมุมมองของนักลงทุนที่มีต่อตลาดเป็นบวก จะส่งผลในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO เช่นกัน ส่วนปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม (-) ได้แก่ ความมีชื่อเสียงของผู้จัดการจัดจำหน่าย (LEADUW) เนื่องจากผู้จัดการการจัดจำหน่ายที่มีชื่อเสียงย่อมต้องการรักษาชื่อเสียงของตนไว้จึงต้องสร้างคุณภาพระหว่างบริษัทที่ระดมทุนและนักลงทุนที่เข้ามาซื้อหลักทรัพย์ นอกจากนี้ผู้จัดการการจัดจำหน่ายที่มีชื่อเสียงยังมีช่องทางหรือกิจกรรมต่างๆ ที่สามารถสื่อสารข้อมูลไปยังนักลงทุนรายย่อยได้อย่างทั่วถึงมากขึ้น ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารจึงลดลงและไม่มีความจำเป็นต้องลดราคาของหุ้น IPO ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนวันแรกต่ำ และ สัดส่วนของสินทรัพย์ก่อนเสนอขาย IPO ต่อ มูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชน (Asset_OfferSize) วิเคราะห์ได้ว่าบริษัทที่มีสัดส่วนสินทรัพย์ ต่อ หนึ่งหน่วยการระดมทุนมาก จะมีความมั่นคงและมีความเสี่ยงต่ำกว่า ทำให้นักลงทุนเกิดความคาดหวังในผลตอบแทนน้อยกว่าตามหลัก High Risk, High Return ซึ่งทุกปัจจัยนั้นสอดคล้องกับข้อสมมติฐานที่ได้จากงานศึกษาในอดีตเมื่อพิจารณาจากเครื่องหมายของค่าเบต้า สำหรับปัจจัยปริมาณข้อมูลข่าวสารของบริษัทที่เผยแพร่ก่อน IPO (LogMEDIA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกับข้อสมมติฐานที่ได้จากงานศึกษาในอดีตแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ผู้วิจัยได้วิเคราะห์ว่ามีสาเหตุมาจากปัจจุบันนี้ประเทศไทยยังไม่มีผู้ให้บริการด้านฐานข้อมูลที่สามารถรวบรวมข่าวของบริษัทซึ่งเผยแพร่ก่อนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้ให้นักลงทุนรายย่อยได้ศึกษาและทำความเข้าใจกับการดำเนินธุรกิจของบริษัทก่อน IPO ส่วนปัจจัยอายุของบริษัทที่เสนอขายหุ้น IPO และ สัดส่วนของจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางที่ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ได้จากงานศึกษาในอดีตนอกจากนี้ยังไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งผู้วิจัยได้วิเคราะห์ว่ามาจาก นักลงทุนพิจารณาหลายๆ ปัจจัยประกอบกันในการลงทุนในหุ้น IPO นักลงทุนไม่ได้ใช้ปัจจัยของอายุกิจการเป็นปัจจัยหลักในการตัดสินใจลงทุน รวมทั้งการเปิดเผยข้อมูลวันก่อตั้งของบางบริษัทที่มีความคลาดเคลื่อนและไม่ครบถ้วน ส่วนปัจจัยด้านสัดส่วนผู้ถือหุ้นเดิมวิเคราะห์ว่ามาจากเหตุผลที่ว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นเดิมที่เป็น Strategic Shareholder น่าจะเป็นตัวแปรที่วัดความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้น IPO ได้ซึ่งในงานศึกษานี้ใช้สัดส่วนผู้ถือหุ้นเดิมที่รวมทั้งผู้ถือหุ้นเดิมที่เป็น Strategic Shareholder และไม่เป็น Strategic Shareholder

อย่างไรก็ตาม งานศึกษานี้สามารถวิเคราะห์และอภิปรายเพื่อเป็นข้อเสนอแนะและนำไปใช้ประโยชน์กับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และนักลงทุนดังนี้

4.3.1 บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์

จากผลการทดสอบในงานศึกษานี้ที่พบว่า ปริมาณการสืบค้นข้อมูลผ่านทาง Google Search ในช่วงสัปดาห์ก่อน IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% แสดงให้เห็นว่า ปริมาณหรือระดับความถี่ในการสืบค้นของมูลของนักลงทุนสามารถใช้เป็นตัวชี้วัดความสนใจของนักลงทุนรายย่อยได้ ทำให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์สามารถนำไปใช้ประโยชน์ในการวางแผนการประชาสัมพันธ์เพื่อให้นักลงทุนเป็นที่สนใจและสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุน โดยจากงานวิจัยนี้พบว่า นักลงทุนจะมีการสืบค้นข้อมูลหุ้น IPO มากในช่วงสัปดาห์ก่อนที่ IPO เข้าซื้อขายในตลาดรอง นอกจากนี้การที่บริษัทเผยแพร่ข้อมูลทางอินเทอร์เน็ตนี้ยังเป็นการช่วยทำให้นักลงทุนรายย่อยสามารถเข้าถึงข้อมูลของทางบริษัทผ่านการสืบค้นด้วย Google ซึ่งมีต้นทุนการสืบค้นที่ต่ำ เมื่อนักลงทุนให้ความสนใจจะก่อให้เกิดอุปสงค์ในหุ้น IPO ในขณะที่เดียวกันนักลงทุนที่ได้รับสิทธิจองซื้อหุ้น IPO ก็ต้องการจะถือหุ้นไว้ทำกำไรต่อทำให้อุปทานไม่เพิ่ม ส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้นตามอุปสงค์และอุปทาน

การวางแผนการให้ข้อมูลของบริษัทผ่าน Google ได้แก่ การใช้ SEO หรือ Search Engine Optimization ซึ่งเป็นการปรับปรุงเว็บไซต์ของบริษัทเพื่อทำให้ Search Engine หาเจอและแสดงผลการค้นหาเป็นอันดับต้น ๆ เพิ่มโอกาสให้นักลงทุนรายย่อยเข้าชมเว็บไซต์มากขึ้น กล่าวคือ Search Engine จะจับคู่คำที่ผู้ใช้ค้นหา กับ Keyword ที่ฝังอยู่ในแต่ละเว็บไซต์ แล้วนำมาแสดงผล โดยเรียงตามเว็บที่ค้นเจอเป็นอันดับแรกสุด หรือค้นเจอค่าที่ตรงกันมากที่สุด ซึ่งโดยปกติในการสืบค้นนั้น ผู้สนใจหาข้อมูลจะคลิกเว็บไซต์แรกที่ค้นเจอซึ่งเว็บไซต์ที่มียอดผู้เข้าชมสูงๆ ก็สามารถเพิ่มโอกาสในการประชาสัมพันธ์ให้นักลงทุนเป็นที่รู้จักและสร้างความน่าสนใจแก่นักลงทุนรายย่อยมากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ควรมีการวางแผนการประชาสัมพันธ์และให้ข้อมูลของหลักทรัพย์ของบริษัทผ่านช่องทางต่างๆ นอกเหนือจากการเผยแพร่ผ่านเว็บไซต์ เพื่อเข้าถึงนักลงทุนได้อย่างทั่วถึงทุกกลุ่ม ยกตัวอย่างเช่น การเชิญสื่อต่างๆ (สื่อรายวัน, รายสัปดาห์, นิตยสาร รวมไปถึงสื่อแบบ Real Time) มาสัมภาษณ์ผู้บริหาร, การเผยแพร่ข้อมูลบริษัทในแอปพลิเคชันที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน นอกจากนี้ยังมีการประชาสัมพันธ์ผ่านกิจกรรม Road Show ซึ่งเป็นกิจกรรมเชิงรุกที่บริษัทได้ออกไปประชาสัมพันธ์แก่นักลงทุนที่มีศักยภาพโดยตรง เป็นการนำเสนอผลงานของบริษัทให้นักลงทุนกลุ่มดังกล่าวในการประเมินมูลค่าหุ้น ได้แก่ นักลงทุนสถาบันเช่นกองทุนบำเหน็จบำนาญและธนาคารเพื่อการลงทุนอื่นๆ เป็นต้น นอกจากนี้ Road Show ยังมีจุดประสงค์เพื่อหยั่งความต้องการของนักลงทุนดังกล่าวสำหรับการกำหนดราคาขายด้วยวิธี Book Building ดังนั้นการประชาสัมพันธ์ในรูปแบบนี้จึงจำกัดอยู่ในนักลงทุนเฉพาะกลุ่มไม่เผยแพร่ข้อมูลไปถึงนักลงทุนรายย่อยเท่าใดนัก อย่างไรก็ตาม บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ต้องเปิดเผยข้อมูลตามที่ทางสำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด โดยมีข้อมูลขั้นต่ำที่

บริษัทจะต้องเปิดเผยให้แก่ผู้ลงทุนก่อนการเสนอขาย เช่น ข้อมูลบริษัท ฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน ความเสี่ยงในการลงทุน เป็นต้น ซึ่งแนวทางการกำกับดูแลลักษณะนี้ เรียกว่า Disclosure Based เพื่อให้ผู้ที่สนใจลงทุนมีข้อมูลที่ถูกต้อง ครบถ้วน เป็นธรรม เท่าเทียมกันในการตัดสินใจลงทุน โดยเปิดโอกาสให้บุคคลที่เกี่ยวข้องทุกกลุ่มสามารถเข้าถึงและสอบถามข้อมูลได้

สำหรับหุ้น IPO ทางบริษัทต้องเปิดเผยข้อมูลในทุกช่องทางให้ครบถ้วนตามที่เปิดเผย ในแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์หรือร่างหนังสือชี้ชวนที่ผ่านการพิจารณาจาก สำนักงาน ก.ล.ต. แล้วเท่านั้น เพื่อไม่ให้เป็นการให้ข้อมูลที่เกินจริงหรือได้รับข้อมูลไม่ครบถ้วน ทำให้นักลงทุนเกิดความเข้าใจผิดได้ โดยที่ปรึกษาทางการเงินของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์มีหน้าที่ตามประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการให้ความเห็นชอบที่ปรึกษาทางการเงิน และขอบเขตการดำเนินงาน พ.ศ. 2552 ที่จะต้องดำเนินการตามสมควรเพื่อมิให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ กรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ รวมทั้งกรรมการ ผู้บริหาร ผู้ควบคุมการปฏิบัติงานหรือผู้ปฏิบัติงานในสายงานที่ปรึกษาทางการเงินของที่ปรึกษาทางการเงินนั้น เผยแพร่หรือเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์หรือบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ โดยที่ไม่ปรากฏข้อมูลดังกล่าวในแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์หรือร่างหนังสือชี้ชวน และข้อมูลนั้น อาจมีผลต่อการตัดสินใจของซื้อหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนหรือมีผลต่อการคาดการณ์เกี่ยวกับราคาหรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เสนอขาย และหากการเผยแพร่ข้อมูลกระทำโดยการแจกจ่ายเอกสารหรือจัดสัมมนาเพื่อเผยแพร่ข้อมูล ที่ปรึกษาทางการเงินต้องดูแลให้เอกสารหรือการชี้แจงข้อมูลดังกล่าวมีสาระสำคัญของข้อมูลไม่ต่างจากแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์หรือร่างหนังสือชี้ชวน และต้องแจกจ่ายพร้อมกับแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์หรือร่างหนังสือชี้ชวน ทั้งนี้สามารถเผยแพร่ในช่วงระยะเวลาดังต่อไปนี้

1. ตั้งแต่วันที่ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนจนถึงวันปิดการเสนอขายหลักทรัพย์ (ในกรณีทั่วไป)
2. ตั้งแต่วันที่ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนจนถึงวันที่ผู้จัดหาหุ้นส่วนเกินสามารถจัดหาหุ้นส่วนเกินได้ครบตามจำนวนที่มีหน้าที่ส่งมอบหรือส่งคืน (ในกรณีที่มีการจัดสรรหุ้นส่วนเกิน)

4.3.2 นักลงทุน

นักลงทุนแต่ละรายมีความชอบ มีวิสัยทัศน์และข้อจำกัดในการลงทุนที่แตกต่าง ดังนั้นจึงควรศึกษาข้อมูลของหลักทรัพย์ที่ต้องการลงทุนจากหลายๆแหล่งเพื่อมาประเมินและตัดสินใจด้วยตนเอง ซึ่งการสืบค้นผ่าน Google สามารถช่วยนักลงทุนในการสืบค้นข้อมูลจากแหล่งต่างๆ ได้ โดย

หุ้น IPO ยังไม่มีข้อมูลการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ จึงมีความเสี่ยงในการลงทุนสูงกว่าหุ้นที่มีการซื้อขายในตลาดรองแล้ว เนื่องจากหุ้นที่เสนอขาย IPO มีปริมาณข้อมูลข่าวสารที่น้อยกว่าหุ้นที่เข้าซื้อขายมาซักระยะแล้ว ทั้งนี้ นักลงทุนสามารถลดความเสี่ยงในการลงทุนได้โดยการศึกษาความเป็นไปได้ และการคาดการณ์แนวโน้มในอนาคตจากข้อมูลปัจจัยพื้นฐานของบริษัท รายงานการวิเคราะห์หุ้น และความเห็นของนักวิเคราะห์หลายๆ แหล่ง แนวโน้มของอุตสาหกรรมนั้น ข้อมูลการดำเนินธุรกิจ ในอดีตของบริษัท รวมทั้งติดตามข้อมูล ข่าวสารต่างๆ ที่บริษัทเปิดเผย

ทั้งนี้ ข้อมูลต่างๆ ไม่ได้รับประกันผลประโยชน์ในอนาคต ดังนั้น นักลงทุนจำเป็นต้องมีการติดตามการเปลี่ยนแปลงของธุรกิจเสมอ ซึ่งการค้นหาข้อมูลเพิ่มเติมสำหรับกาวิเคราะห์ และตัดสินใจลงทุนควรพิจารณาว่าข้อมูลดังกล่าวมีความน่าเชื่อถือหรือไม่ นอกจากนี้การค้นหาและวิเคราะห์ข้อมูลเพิ่มเติมดังกล่าวที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนจะทำให้ข้อมูลที่ได้รับการศึกษาและประมวลผลในการตัดสินใจลงทุนนั้นได้สะท้อนเข้าไปอยู่ในราคาของหลักทรัพย์ และทำให้ตลาดหุ้นมีประสิทธิภาพสูงขึ้น (ในมุมมองของข้อมูลที่สะท้อนอยู่ในราคา)

4.4 การสรุปผลการศึกษา

ในปัจจุบัน การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์สามารถเข้าถึงกับนักลงทุนรายย่อยมากขึ้น มีความเปลี่ยนแปลงของตลาดหุ้นที่ปัจจุบันเริ่มมีเครื่องมือในการเข้าถึงข้อมูลการลงทุนเพิ่มขึ้น อาทิ Google ในการค้นหา, แอปพลิเคชันที่เกี่ยวกับการลงทุนในตลาดหุ้นออกมาให้นักลงทุนรายย่อยเลือกใช้มากมาย ไม่ว่าจะเป็นจากทางฝั่งโบรกเกอร์ หรือตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) แม้กระทั่งแอปพลิเคชันที่ใช้ในการแชท เช่น Line, Facebook, Instagram เป็นต้น ทำให้สามารถเข้าถึงข้อมูลเกี่ยวกับเรื่องหุ้นได้แบบทันทีทันใด (Real time)

นักลงทุนรายย่อยมีลักษณะพฤติกรรมการลงทุนอยู่ 2 ลักษณะ คือ ลักษณะการลงทุนที่ตอบรับทุกข้อมูลที่เข้ามา ไม่ว่าจะเป็น ปัจจัยพื้นฐาน ข่าวลือ ข่าวจริง และ ลักษณะการลงทุน โดยจะอาศัยข่าวที่ได้รับเข้ามาและการติดตามดูการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น การอ่านกราฟสัญญาณเทคนิค เพื่อเข้าเก็งกำไรหุ้นแต่ละตัวเป็นหลัก ซึ่งการลงทุนมีความเสี่ยง นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณกับทุกแหล่งข้อมูล ควรศึกษาลักษณะบริษัท และโครงสร้างการดำเนินธุรกิจให้เข้าใจก่อนลงทุน โดยการศึกษาที่พบว่าระดับความสนใจของนักลงทุนรายย่อยซึ่งชี้วัด โดยความถี่ในการค้นหาข้อมูลผ่าน Google Search นั้น จะส่งผลถึงผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ในทิศทางเดียวกัน แต่ปริมาณข้อมูลข่าวสารของบริษัทที่เผยแพร่ก่อน IPO กลับไม่ส่งผลถึงผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ที่ซื้อขายวันแรก ซึ่งผู้วิจัยได้ตั้งข้อสังเกตว่า ที่เป็นเช่นนี้เพราะปัจจุบันยังไม่มีผู้ให้บริการด้านฐานข้อมูลที่สามารถรวบรวม

ข่าวทั้งหมดของบริษัทที่เผยแพร่ก่อนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้ นักลงทุนรายย่อยได้เข้าถึงและรวบรวมข้อมูลได้อย่างครบถ้วน

นอกจากนี้ ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนหุ้น IPO ชื่อขายในตลาดรอง ซึ่งแสดงถึงมุมมองของนักลงทุนที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 1 เดือนก่อนหุ้น IPO ชื่อขายในตลาดรอง(Mkt.Return) แสดงถึงภาวะตลาดหุ้นในช่วงก่อนเข้าชื่อขายในตลาดรอง มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนรายย่อยพิจารณาภาวะตลาดหลักทรัพย์เป็นปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจเข้าชื่อขายหุ้นไอพีโอวันแรก ส่วนปัจจัยด้านสัดส่วนของสินทรัพย์ก่อนเสนอขาย IPO ต่อ มูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนนั้น อาจเป็นไปได้ว่า นักลงทุนแต่ละรายได้รับข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่ากัน ทำให้มีทัศนคติและความคาดหวังในการลงทุนที่ต่างกัน โดยนักลงทุนย่อมพิจารณาว่า บริษัทที่มีสินทรัพย์ไม่มากเมื่อเทียบกับมูลค่าการระดมทุนจะมีความเสี่ยงของกิจการสูง จึงมีความคาดหวังผลตอบแทนในอัตราที่สูง จึงมีความเป็นไปได้ที่ขนาดของสินทรัพย์ ต่อ มูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม สำหรับปัจจัยอื่นที่ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ได้แก่ อายุของบริษัท ผู้เสนอขายหุ้น IPO, สัดส่วนของจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิม ซึ่งทางผู้วิจัยวิเคราะห์ว่า อาจจะเป็นเพราะ นักลงทุนเลือกปัจจัยอื่นๆ ในหลายๆ ด้านประกอบกันเพื่อพิจารณาเข้าลงทุนหุ้น IPO นอกจากนี้ในแต่ละช่วงระยะเวลาที่แตกต่างกัน นักลงทุนอาจเลือกปัจจัยต่างๆ เพื่อการพิจารณาไม่เหมือนกัน

4.4.1 ข้อจำกัดในงานศึกษาและข้อเสนอแนะสำหรับงานศึกษาในอนาคต

งานศึกษานี้ยังมีข้อจำกัดเกี่ยวกับฐานข้อมูลที่ให้บริการข้อมูลและข่าวธุรกิจ เนื่องจากยังไม่มีฐานข้อมูลที่มีการรวบรวมข้อมูลข่าวสารของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ช่วงระยะเวลาก่อนเข้าชื่อขายในตลาดรองวันแรกได้อย่างครบถ้วน ประกอบกับช่วงระยะเวลาที่เริ่มทำการรวบรวมข้อมูลคือ ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2549 ที่ค่อนข้างมีระยะเวลานานจากปัจจุบัน ซึ่งในระยะสิบกว่าปีที่ผ่านมา พฤติกรรมการติดตามข้อมูลข่าวสารของนักลงทุนย่อมเปลี่ยนไป มีวิวัฒนาการของการเผยแพร่ข้อมูลของสื่อต่างๆ ตามเว็บไซต์มากขึ้น จึงอาจเป็นสาเหตุทำให้ปริมาณข้อมูลข่าวสารที่รวบรวมได้มีความคลาดเคลื่อน ทำให้ได้ผลการทดสอบไม่พบความสัมพันธ์อัตราผลตอบแทนของหุ้น IPO ณ วันแรกที่เข้าชื่อขาย

สำหรับข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป ผู้วิจัยเห็นว่าควรขยายขอบเขตการศึกษาสำหรับดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนที่มีค่าอยู่ในช่วง 0 - 10 และ 90 - 100 ซึ่งแสดงว่านักลงทุนมีทัศนคติที่เป็นเชิงลบหรือบวกสูงกว่าปกติมาก เพื่อหาความสัมพันธ์ว่า ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนก่อนหุ้น IPO ชื่อขายในตลาดรองที่มีค่าอยู่ในช่วงพื้นที่สีแดงดังกล่าวส่งผลต่อการตัดสินใจของบริษัท

ในการเสนอขายหุ้น IPO และอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO อย่างไร โดยในช่วงระยะเวลาที่เก็บรวบรวมข้อมูลในงานศึกษานี้พบว่าในเดือนที่ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนบวกหรือลบสูงกว่าปกติแค่ 19 เดือน และมีบริษัทเสนอขายหุ้น IPO ในเดือนถัดมาแค่ 16 บริษัท ซึ่งขนาดตัวอย่างมีจำนวนค่อนข้างน้อย ถ้าขนาดกลุ่มตัวอย่างมาจำนวนมากเพียงพอ ผลการวิจัยอาจเปลี่ยนแปลงไป

นอกจากนี้หากจะทดสอบความสัมพันธ์สำหรับปัจจัยสัดส่วนผู้ถือหุ้นเดิมส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO อย่างไรนั้น ควรเลือกทดสอบและใช้ข้อมูลสัดส่วนผู้ถือหุ้นเดิมที่เป็น Strategic Shareholders เป็นปัจจัยแสดงถึงผู้ถือหุ้นเดิมที่ เป็นผู้ส่งสัญญาณสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนแท้จริง เนื่องจากเป็นผู้มีส่วนร่วมในการบริหารงานและเป็นผู้ที่มีพฤติกรรมมีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบาย การจัดการ หรือการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ และยังคงควรมีการศึกษาเพิ่มเติมโดยใช้ข้อมูลเดิมและวิเคราะห์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ในระยะยาว ทำให้เกิดผลการศึกษาใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



บรรณานุกรม

- กัลยานี ภาคอืด. (2559). ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ไทย. *วารสารวิชาการ Veridian E-Journal*. 9(1), 1173 – 1189.
- ณัฐพล มิ่งเมือง. (2553). ผลกระทบของชื่อเสียงของผู้จัดการการจัดจำหน่ายและกระบวนการค้นหาราคาต่อหุ้นสามัญเข้าใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. รายงานการศึกษาระดับปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาการบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ณัฐฐา ชีรกันต์ ทีลินฟ้า. (2559). ความรู้สึกของนักลงทุนที่มีต่อหลักทรัพย์ยั่งยืนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. รายงานการค้นคว้าอิสระปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
- ณัฐจิรา คณานุกรักษ์. (2554). ผลกระทบของการตั้งราคา IPO ต่อชื่อเสียงของวาณิชชานกิจ กรณีศึกษาประเทศไทย. รายงานการศึกษาระดับปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาการบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (ม.ป.ป.). ขั้นตอนการนำหุ้นเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกเข้าสู่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์. สืบค้นจาก https://www.set.or.th/th/products/listing/process_p1.html.
- ธีรวุฒิ ศรีพินิจ, ยิณา ทับทิมพรรณ และศิริยศ จุฑานนท์. (2558). การจัดทำดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนจากฐานข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์. สืบค้นจาก https://marketdata.set.or.th/th/setresearch/sentiment_indices/cmri.html.
- นันท์นิจ วิทยเลิศปัญญา. (2553). บทบาทของตัวกลางและสัดส่วนนักลงทุนสถาบันต่อหุ้นเข้าใหม่ในตลาดหลักทรัพย์เพื่อทางเลือกในการลงทุน (MAI). รายงานการศึกษาระดับปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาการบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- เบญจพร เลิศเศรษฐศาสตร์. (2553). การทดสอบ "High-volume premium" ในประเทศไทย. รายงานการศึกษาระดับปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาการบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- ภารดี รัศมี. (2553). *Underpricing and Firm Quality: Evidence from Thai IPO Firms*. รายงานการศึกษาด้านเศรษฐศาสตร์การเงิน สาขาการบัญชีและการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- สายรุ่ง แก้วสูง. (2559). *ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. รายงานการค้นคว้าด้านเศรษฐศาสตร์การเงิน สาขาวิชาการเงิน คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2560). *แบบรายงานการเสนอขายหลักทรัพย์ (แบบ 81-1) 1 มกราคม พ.ศ.2549 - 31 ตุลาคม พ.ศ.2560*. สืบค้นจาก http://capital.sec.or.th/webapp/corp_fin2/cgibin/r81_1.php?lang=t&ref_id=&content_id=1&IssueCompCode=&SecuTypeCode=01&txtSDate=01-01-2550&txtEDate=17-02-2561.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2560). *แบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ (แบบ 69-1) และหนังสือชี้ชวน 1 มกราคม พ.ศ.2549 - 31 ตุลาคม พ.ศ.2560*. สืบค้นจาก <https://market.sec.or.th/public/idisc/th/Product/Filing/CS-0000000000/IP-00000000-00000000-00000000-00000000-00000000-00000000>.
- อริยพงษ์ พันธุ์ศรีวงศ์. (2559). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนระยะยาวและผลการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียของกิจการที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณะเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. Scholarship Project Paper 2559 Capital Market Research Institute The Stock Exchange of Thailand.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
- Barber, B., & Odean, T. (2008). All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 785-818.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Baron, D. P. (1982). A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *The Journal of Finance*, 37(4), 955-976.
- Beatty, R., & Ritter, J. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 213-232.
- Booth, J. R., & Deli, D. N. (1996). Factors Affecting the Number of Outside Directorships held by CEOs. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 81-104.
- Carter, R., & Manaster, S. (1990). Initial Public Offerings and Underwriter Reputation. *The Journal of Finance*, 45(4), 1045-1067.
- Chemmanur, T. J., & Yan, A. (2009). *Advertising, Attention, and Stock Returns*. Boston College: Carroll School of Management
- Cook, D. O., Kieschnick, R., & Ness, R. A. V. (2006). On the Marketing of IPOs. *Journal of Financial Economics*, 82(1), 35-61.
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2011). In Search of Attention. *The Journal of Finance*, 66(5), 1461-1499.
- Gervais, S., Kaniel, R., & Mingelgrin, D. (2002). The High-Volume Return Premium. *The Journal of Finance*, 56(3), 877-919.
- Ibbotson, R., Sindelar, J., & Ritter, J. (1994). The Market's Problems with the Pricing of Initial Public Offerings. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(1), 66-74.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Karlis, P. L. (2000). IPO Underpricing. *The Park Place Economist*, 8(1), 81-89.
- Koh, F., & Walter, T. (1989). A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues. *Journal of Financial Economics*, 23(2), 251-272.
- Lawatanatrakul, V. (2017). Attention-induced Price Pressure: Evidence from Thai IPOs. *Sasin Journal of Management*, 20, 118-129.
- Loughran, T., & Ritter, J. (2003). Why Has IPO Underpricing Changed Over Time? *Financial Management*, 33(3), 5 - 37.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Loughran, T., & Ritter, J. R. (2002). Why Don't Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in IPOs? *The Review of Financial Studies*, 15(2), 413-443.
- Merton, R. (1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *Journal of Finance*, 42(3), 483-510.
- Mondria, J., Wu, T., & Zhang, Y. (2010). The Determinants of International Investment and Attention Allocation: Using internet search query data. *Journal of International Economics*, 82(1), 85-95.
- Ritter, J. (1991). The Long-Run Performance of initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 46(1), 3-27.
- Ritter, J. R. (1984). Hot Issue Market of 1980. *The Journal of Business*, 57(2), 215-240.
- Ritter, J., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *Journal of Finance*, 57(4), 1795-1828.
- Schultz, P. (1993). Unit initial public offerings: A form of staged financing. *Journal of Financial Economics*, 34(2), 99-229.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1973). Availability: A heuristic for judging frequency and probability. *Cognitive Psychology*, 5(2), 207-232.
- Welch, I. (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421-449.



ภาคผนวก ก

ข้อมูลหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน (IPO)

ข้อมูลหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน (IPO) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ที่นำมาศึกษาในช่วงระยะเวลาระหว่าง 1 มกราคม พ.ศ. 2549 – 31 ตุลาคม พ.ศ. 2560

No	Company	ชื่อบริษัท
พ.ศ.2549		
1	RHBS	บริษัท หลักทรัพย์อาร์เอชบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
2	BMCL	บริษัท รถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
3	JTS	บริษัท จัสมิน เทเลคอม ซิสเต็มส์ จำกัด (มหาชน)
4	FORTH	บริษัท ฟอर्थ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
5	RICH	บริษัท ริช เอเชีย คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
6	DSGT	บริษัท ดีเอสจี อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
7	AKR	บริษัท เอกรัฐวิศกรรม จำกัด (มหาชน)
8	RRC	บริษัท โรงกลั่นน้ำมันระยอง จำกัด (มหาชน)
9	SECC	บริษัท เอส.อี.ซี.ออดีเซลส์ แอนด์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)
10	TOG	บริษัท ไทยออปติคอลล กิ๊ป จำกัด (มหาชน)
11	CITY	บริษัท ซิตี้ สตีล จำกัด (มหาชน)
12	ETG	บริษัท อีเทอร์นิตี้ แกรนด์ โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน)
13	BROCK	บริษัท บ้านร็อกการ์ดเ็น จำกัด (มหาชน)
14	UKEM	บริษัท ยูเนียน ปีโตรเคมีคอล จำกัด (มหาชน)
15	T	บริษัท ไทยบริการอุตสาหกรรมและวิศวกรรม จำกัด (มหาชน)
16	TRT	บริษัท ทิรไทย จำกัด (มหาชน)

No	Company	ชื่อบริษัท
พ.ศ.2550		
17	MJD	บริษัท เมเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
18	BWG	บริษัท เบตเตอร์ เวิลด์ กรีน จำกัด (มหาชน)
19	DTAC	บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)
20	RASA	บริษัท รสา พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
21	UNIQ	บริษัท ยูนิค เอ็นจิเนียริ่ง แอนด์ คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
22	SIMAT	บริษัท ไชแมท เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
23	BGT	บริษัท บีจีที คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
24	MILL	บริษัท มิลล์คอน สตีล จำกัด (มหาชน)
25	TNDT	บริษัท ไทย เอ็น ดี ที จำกัด (มหาชน)
26	UBIS	บริษัท ยูบิส (เอเชีย) จำกัด (มหาชน)
27	MBAX	บริษัท มัลติแบกซ์ จำกัด (มหาชน)
พ.ศ.2551		
28	SYNEX	บริษัท ซินเน็ค (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
29	SGP	บริษัท สยามแก๊ส แอนด์ ปีโตรเคมีคัลส์ จำกัด (มหาชน)
30	AS	บริษัท เอเชียซอฟต์แวร์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
31	PM	บริษัท พรีเมียร์ มาร์เก็ตติ้ง จำกัด (มหาชน)
32	TTW	บริษัท ทีทีดับบลิว จำกัด (มหาชน)
33	ESSO	บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
34	LHK	บริษัท โลหะกิจ เม็ททอล จำกัด (มหาชน)
35	BSM	บริษัท บีวเคอสมาร์ท จำกัด (มหาชน)
36	CRANE	บริษัท ชูไก จำกัด (มหาชน)
37	DIMET	บริษัท ไดเมท (สยาม) จำกัด (มหาชน)
พ.ศ.2552		
38	BLA	บริษัท กรุงเทพประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)
39	SMT	บริษัท สตาร์ส ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
40	GLOBAL	บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)
41	SENA	บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)

No	Company	ชื่อบริษัท
42	JMART	บริษัท เจ มาร์ท จำกัด (มหาชน)
43	TTCL	บริษัท ทีทีซีแอล จำกัด (มหาชน)
44	THANA	บริษัท ธนาสิริ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) / บริษัท ธนาสิริ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
45	NBC	บริษัท เนชั่น บรอดแคสติ้ง คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
46	JUBILE	บริษัท ยูบิลลี่ เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)
47	KIAT	บริษัท เกียรติธนาขนส่ง จำกัด (มหาชน)
48	MOONG	บริษัท มุ่งพัฒนา อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
49	2S	บริษัท 2 เอส เมทัล จำกัด (มหาชน)
50	QLT	บริษัท ควอลิตี้เทค จำกัด (มหาชน)
51	HTECH	บริษัท แฮลเซียน เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
52	TPOLY	บริษัท ไทยโพลีคอนส์ จำกัด (มหาชน)
53	AGE	บริษัท เอเชีย กรีน เอนเนอจี จำกัด (มหาชน)
พ.ศ.2553		
54	SYMC	บริษัท ซิมโฟนี คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)
55	GUNKUL	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
56	IFS	บริษัท ไอเอฟเอส แคปิตอล (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
57	IVL	บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)
58	PHOL	บริษัท พลธัญญา จำกัด (มหาชน)
59	ARIP	บริษัท เออาร์ไอพี จำกัด (มหาชน)
60	NINE	บริษัท เนชั่น อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล เอ็ดดูเทนเมนท์ จำกัด (มหาชน)
61	UAC	บริษัท ยูเอซี โกลบอล จำกัด (มหาชน)
62	UPA	บริษัท ยูไนเต็ด เพาเวอร์ ออฟ เอเชีย จำกัด (มหาชน)
63	TMI	บริษัท ทีระมงคล อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
พ.ศ.2554		
64	APCS	บริษัท เอเชีย พีริซัน จำกัด (มหาชน)
65	KBS	บริษัท น้ำตาลครบุรี จำกัด (มหาชน)
66	LHBANK	บริษัท แอล เอช ไฟแนนซ์เชียล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
67	CHOW	บริษัท เซาว์ สตีล อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)

No	Company	ชื่อบริษัท
68	HYDRO	บริษัท ไฮโดรเทค จำกัด (มหาชน)
69	APCO	บริษัท เอเชีย ไฟฟ์โตซูติคอลส์ จำกัด (มหาชน)
70	QTC	บริษัท คิวทีซี เอนเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)
71	COLOR	บริษัท สาลี คัลเลอร์ จำกัด (มหาชน)
72	VTE	บริษัท วินเทจ วิศวกรรม จำกัด (มหาชน)
73	UIC	บริษัท ยูเนียน อินทราโก้ จำกัด (มหาชน)
พ.ศ.2555		
74	ANAN	บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
75	JMT	บริษัท เจ เอ็ม ที เน็ทเวอร์ค เซอร์วิสเซส จำกัด (มหาชน)
76	WHA	บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
77	VGI	บริษัท วี จี ไอ โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน)
78	SRICHA	บริษัท ศรีราชาคอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
79	AAV	บริษัท เอเชีย เอวิเอชั่น จำกัด (มหาชน)
80	VIH	บริษัท ศรีวิชัยเวชวิวัฒน์ จำกัด (มหาชน)
81	ARROW	บริษัท แอร์โรว์ ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)
82	DNA	บริษัท ดีเอ็นเอ 2002 จำกัด (มหาชน)
83	TMILL	บริษัท ที เอส ฟลาวมิลล์ จำกัด (มหาชน)
84	TMC	บริษัท ที.เอ็ม.ซี.อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
85	FPI	บริษัท ฟอ์จูนพาร์ท อินดัสตรี จำกัด (มหาชน)
86	TVD	บริษัท ทีวี ไคเร็ค จำกัด (มหาชน)
87	UWC	บริษัท เอื้อวิทยา จำกัด (มหาชน)
88	PJW	บริษัท ปัญจวัฒนาพลาสติก จำกัด (มหาชน)
พ.ศ.2556		
89	BJCHI	บริษัท บีเจซี เฮฟวี อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
90	NYT	บริษัท นามยง เทอร์มินัล จำกัด (มหาชน)
91	MEGA	บริษัท เมก้า ไลฟ์ไซเอนซ์ จำกัด (มหาชน)
92	THREL	บริษัท ไทยรีประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)
93	CSS	บริษัท คอมมิวนิเคชั่น แอนด์ ซิสเต็มส์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)

No	Company	ชื่อบริษัท
94	M	บริษัท เอ็มเค เรสโตรองต์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
95	PACE	บริษัท เพซ ดีเวลลอปเมนต์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
96	CKP	บริษัท ซีเค พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน)
97	MC	บริษัท แม็คกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
98	NOK	บริษัท สายการบินนกแอร์ จำกัด (มหาชน)
99	PTG	บริษัท พีทีจี เอ็นเนอยี จำกัด (มหาชน)
100	CHG	บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์ จำกัด (มหาชน)
101	OCEAN	บริษัท โอเชียน คอมเมิร์ซ จำกัด (มหาชน)
102	SPVI	บริษัท เอส พี วี ไอ จำกัด (มหาชน)
103	GCAP	บริษัท จี แคปิตอล จำกัด (มหาชน)
104	FVC	บริษัท ฟิวเจอร์ วิชั่น จำกัด (มหาชน)
105	WINNER	บริษัท วินเนอร์กรุ๊ป เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)
106	BKD	บริษัท บางกอก เดค-คอน จำกัด (มหาชน)
107	AUCT	บริษัท สหการประมูล จำกัด (มหาชน)
108	MONO	บริษัท โมโน เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
109	CHO	บริษัท ช ทวี จำกัด (มหาชน)
110	SANKO	บริษัท ซังโกะ ไดคาซดิง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
111	ECF	บริษัท อีสต์โคสต์เฟอริเทค จำกัด (มหาชน)
112	UREKA	บริษัท ยูเรกา ดีไซน์ จำกัด (มหาชน)
113	AKP	บริษัท อัครีปราการ จำกัด (มหาชน)
114	EA	บริษัท พลังงานบริสุทธิ์ จำกัด (มหาชน)
พ.ศ.2557		
115	EPG	บริษัท อีสเทิร์น โพลีเมอร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
116	MTLS	บริษัท เมืองไทย ลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน)
117	VPO	บริษัท วิจิตรภัณฑ์ปาล์มออยล์ จำกัด (มหาชน)
118	CBG	บริษัท คาราบาวกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
119	BRR	บริษัท น้ำตาลบุรีรัมย์ จำกัด (มหาชน)
120	BA	บริษัท การบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)

No	Company	ชื่อบริษัท
121	RICHY	บริษัท ริชี เฟลซ 2002 จำกัด (มหาชน)
122	SAPPE	บริษัท เซ็ปเป้ จำกัด (มหาชน)
123	TSR	บริษัท เทียร์สตัน จำกัด (มหาชน)
124	TAE	บริษัท ไทย อะโกร เอ็นเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)
125	SAWAD	บริษัท ศรีสวัสดิ์ พาวเวอร์ 1979 จำกัด (มหาชน)
126	KTIS	บริษัท เกษตรไทย อินเตอร์เนชั่นแนล ซุการ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
127	ICHI	บริษัท อิชิตัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
128	SUTHA	บริษัท สุธากัญจน์ จำกัด (มหาชน)
129	PCSGH	บริษัท พี.ซี.เอส. แมชีน กรุ๊ป โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
130	AJD	บริษัท คราวน์ เทคโนโลยี แอควาเน็กซ์ จำกัด (มหาชน)
131	KCM	บริษัท เค.ซี.เมททอลซีท จำกัด (มหาชน)
132	PSTC	บริษัท เพาเวอร์ โซลูชั่น เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
133	JSP	บริษัท เจ.เอส.พี. พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
134	FIRE	บริษัท ไฟร์วิคเตอร์ จำกัด (มหาชน)
135	NCL	บริษัท เอ็นซีแอล อินเตอร์เนชั่นแนล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน)
136	SPA	บริษัท สยามเวลเนสกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
137	TSE	บริษัท ไทย โซลาร์ เอ็นเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)
138	FSMART	บริษัท ฟอर्थ สมาร์ท เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)
139	SMART	บริษัท สมาร์ทคอนกรีต จำกัด (มหาชน)
140	RWI	บริษัท ระยองไวร์ อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน)
141	CCN	บริษัท ซีซีเอ็น-เทล จำกัด (มหาชน)
142	LDC	บริษัท แอลดีซี เด็นทัล จำกัด (มหาชน)
143	TAKUNI	บริษัท ทากุณี กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
144	AIRA	บริษัท ไอรา แคปิตอล จำกัด (มหาชน)
145	PCA	บริษัท แพลนเน็ต คอมมิวนิเคชั่น เอเชีย จำกัด (มหาชน)
146	LIT	บริษัท ลิซ อิท จำกัด (มหาชน)
147	AIE	บริษัท เอไอ เอนเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)

No	Company	ชื่อบริษัท
พ.ศ.2558		
148	AMATAV	บริษัท อมตะ วิเอ็น จำกัด (มหาชน)
149	SPRC	บริษัท สตาร์ ปีโตรเลียม รีไฟน์นิ่ง จำกัด (มหาชน)
150	TKN	บริษัท แก้วแก่น้อย ฟู้ดแอนด์มาร์เก็ตติ้ง จำกัด (มหาชน)
151	J	บริษัท เจเอเอส แอสเซ็ท จำกัด (มหาชน)
152	LPH	บริษัท โรงพยาบาล ลาดพร้าว จำกัด (มหาชน)
153	SCI	บริษัท เอสซีไอ อีเลคตริก จำกัด (มหาชน)
154	TFG	บริษัท ไทยฟู้ดส์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
155	ORI	บริษัท ออร์จิน พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
156	JWD	บริษัท เจดับเบิลยูดี อินโฟโลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน)
157	COM7	บริษัท คอมเซเว่น จำกัด (มหาชน)
158	ASEFA	บริษัท อาซีฟา จำกัด (มหาชน)
159	WICE	บริษัท ไวส์ โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน)
160	BR	บริษัท บางกอกแบรินซ์ จำกัด (มหาชน)
161	GPSC	บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี่ จำกัด (มหาชน)
162	SLP	บริษัท สาลี ฟรันที้ด จำกัด (มหาชน)
163	PMTA	บริษัท พีเอ็ม โทริเซน เอเชีย โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
164	PLAT	บริษัท เดอะ แพลทินัม กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
165	S11	บริษัท เอส 11 กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
166	SCN	บริษัท สแกน อินเตอร์ จำกัด (มหาชน)
167	PLANB	บริษัท แพลน บี มีเดีย จำกัด (มหาชน)
168	K	บริษัท คิงส์แมน ซี.เอ็ม.ที.ไอ. จำกัด (มหาชน)
169	TACC	บริษัท ที.เอ.ซี. คอนซูเมอร์ จำกัด (มหาชน)
170	TNP	บริษัท ธนพิริยะ จำกัด (มหาชน)
171	RP	บริษัท ท่าเรือราชาเฟอร์รี่ จำกัด (มหาชน)
172	SR	บริษัท สยามราช จำกัด (มหาชน)
173	KOOL	บริษัท มาสเตอร์คูล อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
174	ATP30	บริษัท เอทีพี 30 จำกัด (มหาชน)
175	PIMO	บริษัท ไพโอเนียร์ มอเตอร์ จำกัด (มหาชน)

No	Company	ชื่อบริษัท
176	DAII	บริษัท ไดอิ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
177	TVT	บริษัท ทีวี ชันเดอร์ จำกัด (มหาชน)
178	NDR	บริษัท เอ็น.ดี.รับเบอร์ จำกัด (มหาชน)
179	TPCH	บริษัท ทีพีซี เพาเวอร์โซลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
พ.ศ.2559		
180	TNR	บริษัท ไทยนิปปอนรับเบอร์อินดัสตรี จำกัด (มหาชน)
181	FN	บริษัท เอฟเอ็น แฟคตอรี เอ๊าท์เลท จำกัด (มหาชน)
182	BANPU	บริษัท บ้านปู เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน)
183	SQ	บริษัท สหกลอควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน)
184	BCGP	บริษัท บีซีพีจี จำกัด (มหาชน)
185	RJH	บริษัท โรงพยาบาลราชธานี จำกัด (มหาชน)
186	EKH	บริษัท เอกซ์การแพทย์ จำกัด (มหาชน)
187	ALT	บริษัท แอลที เทเลคอม จำกัด (มหาชน)
188	TPBI	บริษัท ทีพีบีไอ จำกัด (มหาชน)
189	AMA	บริษัท อามา มารีน จำกัด (มหาชน)
190	COMAN	บริษัท โคแมนซี อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
191	SELIC	บริษัท ซีลิก คอร์พ จำกัด (มหาชน)
192	ITEL	บริษัท อินเทอร์เน็ตลิงค์ เทเลคอม จำกัด (มหาชน)
193	TM	บริษัท เทกโนเมดิคัล จำกัด (มหาชน)
194	BTW	บริษัท บีที เวิร์ อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน)
195	NETBAY	บริษัท เน็ตเบย์ จำกัด (มหาชน)
196	BM	บริษัท บางกอกซีทเม็ททัล จำกัด (มหาชน)
197	ASN	บริษัท เอเอสเอ็น โบรกเกอร์ จำกัด (มหาชน)
198	CHEWA	บริษัท ชีวาทัย จำกัด (มหาชน)
199	GTB	บริษัท เจตาแบค จำกัด (มหาชน)

พ.ศ.2560

No	Company	ชื่อบริษัท
200	TOA	บริษัท ทีโอเอ เฟ้นท์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
201	WPH	บริษัท โรงพยาบาลวิวัฒนแพทย์ ตรัง จำกัด (มหาชน)
202	III	บริษัท ทริฟเฟิล ไอ โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน)
203	INGRS	บริษัท อิงเกรส อินคัสเตรียล (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)
204	FTE	บริษัท ไฟร์เทรคเอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
205	BGRIM	บริษัท บี.กริม เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน)
206	GGC	บริษัท โกลบอลกรีนเคมิคอล จำกัด (มหาชน)
207	WHAUP	บริษัท ดับบลิวเอชเอ ยูทิลิตี้ส์ แอนด์ พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน)
208	TPIPP	บริษัท ทีพีไอ โพลีน เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน)
209	ASAP	บริษัท ซินเนอร์เจติก ออโต้ เพอร์ฟอร์แมนซ์ จำกัด (มหาชน)
210	RPH	บริษัท โรงพยาบาลราชพฤกษ์ จำกัด (มหาชน)
211	CRD	บริษัท เชียงใหม่ริมดอย จำกัด (มหาชน)
212	SSP	บริษัท เสริมสร้าง พาวเวอร์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
213	ZIGA	บริษัท ซิก้า อินโนเวชั่น จำกัด (มหาชน)
214	D	บริษัท เดนทัล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
215	MGT	บริษัท เมกาเคมี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
216	ETE	บริษัท บูรพา เทคโนโลยี เอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
217	SE	บริษัท สยามอีสต์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)

ภาคผนวก ข

รายชื่อและสัดส่วนมูลค่าตลาด

รายชื่อและสัดส่วนมูลค่าตลาดของผู้จัดการการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ระหว่าง 1 มกราคม พ.ศ. 2549 – 31 ตุลาคม พ.ศ. 2560

ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน	สัดส่วนของการเป็น Lead Underwriter
บริษัทหลักทรัพย์ กลสิกร ไทย จำกัด (มหาชน)	11.7392%
บริษัทหลักทรัพย์ บัวหลวง จำกัด (มหาชน)	11.4409%
บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด	8.6127%
บริษัทหลักทรัพย์ ภัทร จำกัด (มหาชน)	7.5907%
บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด	6.6152%
บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด (มหาชน)	6.3837%
บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	6.3042%
บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันซ่า จำกัด ¹⁾	5.5681%
บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) ¹⁾	5.3520%
บริษัทหลักทรัพย์ ซีมิโก้ จำกัด (มหาชน)	5.2507%
บริษัทหลักทรัพย์ ซีไอเอ็มบี (ประเทศไทย) จำกัด	4.3980%
บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน)	4.2102%
บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	2.0679%
บริษัทหลักทรัพย์ โนมูระ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน) ²⁾	1.8108%
บริษัทหลักทรัพย์ ฟิลลิป จำกัด (มหาชน)	1.7388%
บริษัทหลักทรัพย์ ดีบีเอส วิคเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด	1.6042%
บริษัทหลักทรัพย์ เครดิตสวิส (ประเทศไทย) จำกัด	1.2863%
Citigroup Global Market Limited	1.2863%
บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด	1.0743%
บริษัทหลักทรัพย์ คันทรี กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	1.0596%

ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน	สัดส่วนของการเป็น Lead Underwriter
บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี จำกัด	0.9310%
บริษัทหลักทรัพย์ อาร์เอชบี โอเอสเค (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	0.7622%
บริษัทหลักทรัพย์ แอปเพิล เวลธ์ จำกัด (มหาชน)	0.4808%
บริษัทหลักทรัพย์ เออีซี จำกัด (มหาชน)	0.4434%
บริษัทหลักทรัพย์ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน) ²⁾	0.4092%
บริษัทหลักทรัพย์ บีพีที จำกัด (มหาชน)	0.3247%
บริษัทหลักทรัพย์ นครหลวงไทย จำกัด	0.2592%
บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย เวลท์ จำกัด	0.2316%
บริษัทหลักทรัพย์ ฟาร์อีสท์ จำกัด	0.1187%
บริษัทหลักทรัพย์ ซิกโก้ จำกัด (มหาชน)	0.1173%
บริษัทหลักทรัพย์ โกลเบล็ก จำกัด	0.1030%
บริษัทหลักทรัพย์ ลินเอเชีย จำกัด	0.0933%
บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด	0.0761%
บริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์เสียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	0.0702%
บริษัทหลักทรัพย์ บีที จำกัด (มหาชน)	0.0666%
บริษัทหลักทรัพย์ กรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)	0.0515%
บริษัทหลักทรัพย์ แอ็ดคินซัน จำกัด (มหาชน)	0.0277%
บริษัทหลักทรัพย์ ไอ วิโกลบอล จำกัด (มหาชน)	0.0210%
บริษัทหลักทรัพย์ ไชรัส จำกัด (มหาชน) ¹⁾	0.0186%

- หมายเหตุ: 1) ในปีพ.ศ. 2552 มีการควบรวมกิจการระหว่าง บริษัทหลักทรัพย์ ไชรัส จำกัด (มหาชน) กับ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันซ่า จำกัด โดยเปลี่ยนชื่อเป็น "บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไชรัส จำกัด (มหาชน)" โดยมีผลเมื่อวันที่ 8 กรกฎาคม 2552
- 2) ในปีพ.ศ. 2553 มีการเปลี่ยนชื่อจาก "บริษัทหลักทรัพย์ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน)" เป็น "บริษัทหลักทรัพย์ โนมูระ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน)" โดยมีผลเมื่อวันที่ 29 ธันวาคม 2553
- 3) ในปี 2552 มีการเปลี่ยนชื่อจาก "บริษัทหลักทรัพย์ แอ็ดคินซัน จำกัด (มหาชน)" เป็น "บริษัทหลักทรัพย์คันทรี กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)" โดยมีผลเมื่อวันที่ 23 เมษายน 2552.

ภาคผนวก ค

การทดสอบโดยพิจารณาค่า Pair Wise Correlation

การตรวจสอบค่าความสัมพันธ์โดยใช้วิธี Pair wise Correlation ไม่พบว่าตัวแปรอิสระคู่ใดมีค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ที่มากกว่า 0.8 หรือ 80% โดยตัวแปรอิสระที่มีค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์กันสูงสุด ได้แก่ อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ในตลาดรอง (IPO_RET) มีความสัมพันธ์กับดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนในเดือนก่อนหุ้น IPO ซื้อขายในตลาดรอง อยู่ที่ 30.48% รองลงมาคือ สัดส่วนของสินทรัพย์ ต่อ มูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชน (Asset_OfferSize) มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนของจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิม (2nd Share Overhang) อยู่ที่ 20.74% ส่วนตัวแปรอิสระอื่นๆ มีความสัมพันธ์กันต่ำกว่า 20%

การทดสอบโดยพิจารณาค่า Pair Wise Correlation แสดงข้อมูลดังตารางต่อไปนี้

Variable	IPO_RET	ASVI	LogMEDIA	DSENT	Asset_OfferSize	LogAGE	2 nd Share Overhang	LEADUW	Mkt.Return
IPO_RET	1.0000								
ASVI	0.2097	1.0000							
LogMEDIA	-0.0034	-0.0919	1.0000						
DSENT	0.3048	0.0768	-0.0549	1.0000					
Asset_OfferSize	-0.1128	0.0249	0.0404	-0.0997	1.0000				
LogAGE	0.0744	-0.0755	0.0204	-0.0199	-0.0904	1.0000			
2 nd Share Overhang	0.0618	0.0391	0.0373	-0.0014	0.2074	-0.0072	1.000		
LEADUW	-0.1418	0.0114	0.0935	-0.0141	0.0812	0.0027	-0.0545	1.0000	
Mkt.Return	0.1908	0.0595	0.0422	-0.0052	0.1045	0.1560	0.0844	0.0130	1.0000

ภาคผนวก ง

การทดสอบโดยพิจารณาค่า Partial and Semipartial Correlations

การตรวจสอบค่าความสัมพันธ์โดยใช้วิธี Partial Correlation พบว่าตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กับ อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO (IPO_RET) ได้แก่ ปริมาณการสืบทันข้อมูลที่เกิดขึ้นในช่วงสัปดาห์ก่อน IPO (ASVI), ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนในเดือนก่อนหุ้น IPO ชื่อขายในตลาดรอง (DSENT) และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลา 1 เดือน ก่อนหุ้น IPO ชื่อขายในตลาดรอง (Mkt.Return) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และ IPO_RET มีความสัมพันธ์กับความมีชื่อเสียงของผู้จัดการการจดทะเบียน (LEADUW) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 เมื่อกำจัดตัวแปรอิสระตัวอื่นที่อธิบายทับซ้อน จึงสรุปได้ว่า ASVI, DSENT, Mkt.Return, และ LEADUW มีความสัมพันธ์กับ IPO_RET

การทดสอบโดยพิจารณาค่า Partial and semipartial correlations แสดงข้อมูลดังตารางต่อไปนี้

Variable	Partial Correlation	Semipartial Correlation	Partial Correlation ²	Semipartial Correlation ²	Significance Value
ASVI	0.2017	0.1845	0.0407	0.0340	0.0033
LogMEDIA	0.0389	0.0349	0.0015	0.0012	0.5747
DSENT	0.2979	0.2795	0.0887	0.0781	0.0000
Asset_OfferSize	-0.1111	-0.1001	0.0123	0.0100	0.1085
LogAGE	0.0618	0.0555	0.0038	0.0031	0.3725
2 nd Share Overhang	0.0576	0.0517	0.0033	0.0027	0.4062
LEADUW	-0.1468	-0.1329	0.0215	0.0177	0.0335
Mkt.Return	0.1913	0.1746	0.0366	0.0305	0.0054

ภาคผนวก จ

การทดสอบโดยพิจารณาค่า Variance Inflation Factor (VIF)

ค่า Tolerance ที่มีค่าน้อยที่สุดคือ 0.9199 ซึ่งไม่ต่ำกว่า 0.2 (หากค่า Tolerance < 0.2 แสดงว่าเกิด Multicollinearity) หรือพิจารณาจากค่า VIF ที่มีค่ามากที่สุด คือ 1.09 ซึ่งน้อยกว่า 10 (ค่า VIF ที่เหมาะสมไม่ควรเกิน 4 หรือ 5 หากเกินกว่านี้แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง) โดยที่ตัวแปรอิสระทุกตัวแปรมีค่า Tolerance หรือ ค่า VIF ที่ใกล้เคียงกัน ดังนั้นแสดงว่า ตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กัน หรือไม่เกิด Multicollinearity นั่นเอง

ค่าสถิติ Variance Inflation Factor (VIF) ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก (IPO_RET)

Variable	VIF	1/VIF
Asset_OfferSize	1.09	0.9199
2 nd Share Overhang	1.06	0.9452
Mkt.Return	1.05	0.9516
LogAGE	1.05	0.9565
ASVI	1.03	0.9735
LogMEDIA	1.02	0.9761
LEADUW	1.02	0.9790
DSENT	1.02	0.9810
Mean VIF	1.04	

ภาคผนวก จ

ผลการทดสอบ Heteroscedasticity

ผลการทดสอบ Heteroscedasticity ของการทดสอบสมการถดถอยครั้งที่ 1 (ไม่ตัดตัวแปร)

การทดสอบ Heteroscedasticity ซึ่งกำหนดระดับนัยสำคัญที่ 0.05 โดยตั้งสมมุติฐานดังนี้

Ho: Homoskedasticity

Ha: Non-Homoskedasticity

ผลการทดสอบด้วยวิธี Breusch – Pagan Test

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of IPO_RET

chi2(1) = 42.89

Prob > chi2 = 0.0000

ผลการทดสอบด้วยวิธี White's Test

Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	68.82	44	0.0098
Skewness	37.46	8	0.0000
Kurtosis	8.41	1	0.0037
Total	114.68	53	0.0000

ผลการทดสอบด้วยวิธี Szroteter's Test

Szroeter's test for homoskedasticity

Ho: variance constant

Ha: variance monotonic in IPO_RET

chi2(1) = 55.41

Prob > chi2 = 0.0000

ผลการทดสอบ Heteroscedasticity ของการทดสอบสมการถดถอยครั้งที่ 2 (ตัดตัวแปร)

การทดสอบ Heteroscedasticity ซึ่งกำหนดระดับนัยสำคัญที่ 0.05 โดยตั้งสมมุติฐานดังนี้

Ho: Homoskedasticity

Ha: Non-Homoskedasticity

ผลการทดสอบด้วยวิธี Breusch – Pagan Test

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of IPO_RET

chi2(1) = 41.78

Prob > chi2 = 0.0000

ผลการทดสอบด้วยวิธี White's Test

Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	48.10	20	0.0004
Skewness	37.90	5	0.0000
Kurtosis	8.28	1	0.0040
Total	94.28	26	0.0000

ผลการทดสอบด้วยวิธี Szroeter's Test

Szroeter's test for homoskedasticity

Ho: variance constant

Ha: variance monotonic in IPO_RET

chi2(1) = 54.33

Prob > chi2 = 0.0000

ภาคผนวก ข

แสดงดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนรายเดือน

แสดงดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนรายเดือนตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2549 – 31 ตุลาคม พ.ศ.2560 ที่อยู่ในช่วง 0 - 10 และ 90 - 100 (พื้นที่สีแดง) กับเหตุการณ์/วิกฤติการณ์ที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาดังกล่าว

มกราคม 2006	เหตุการณ์ไทย	มูลค่าการซื้อขายที่สูงเป็นอันดับที่ 4 ของประวัติศาสตร์ตลาดหุ้นไทย โดยเป็นมูลค่าการซื้อขายหุ้นบริษัท ชิน คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ให้กลุ่ม 테마เสกโฮลดิ้งส์ ประเทศสิงคโปร์			
ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์	เดือน (month _t)	DSENT	IPO ที่เสนอขายในเดือนถัดมา (month _{t+1})	1 st Day Trade	อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO
มกราคม 2006	99.95	CITY	23 กุมภาพันธ์ 2006		-2.04 %

ช่วงครึ่งปีหลังของปี 2006	เหตุการณ์ไทย	กันยายน 2006 : รัฐประหารในประเทศไทย		
ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนในช่วงเวลาที่ เกิดเหตุการณ์		IPO ที่เสนอขายในเดือนถัดมา (month _{t+1})	1 st Day Trade	อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO
เดือน (month _t)	DSENT			
กรกฎาคม 2006	8.53	RICH	31 สิงหาคม 2006	36.89%
		DSGT	9 สิงหาคม 2006	-4.38%
		AKR	7 สิงหาคม 2006	4.44%
ธันวาคม 2006	เหตุการณ์ไทย	ธนาคารแห่งประเทศไทยออกมาตรการกันสำรอง 30% เพื่อป้องกันกันเก็งกำไรค่าเงินบาท ส่งผลให้ผู้ลงทุนต่างชาติตื่นตระหนกพากันเทขายหุ้นเป็นจำนวนมาก โดยดัชนีลดลงกว่า 142.63 จุด (19.52%)		
ปี 2007 - 2008	เหตุการณ์โลก	วิกฤตสินเชื่อซับไพรม์ หรือ วิกฤตสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์		
ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนในช่วงเวลาที่ เกิดเหตุการณ์		IPO ที่เสนอขายในเดือนถัดมา (month _{t+1})	1 st Day Trade	อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO
เดือน (month _t)	DSENT			
มีนาคม 2007	9.14	RASA	12 เมษายน 2007	3.08 %
เมษายน 2007	8.84	UBIS	09 พฤษภาคม 2007	11.43 %

ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนในช่วงเวลาที่ เกิดเหตุการณ์		IPO ที่เสนอขายในเดือนถัดมา (month _{t+1})	1 st Day Trade	อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO
เดือน (month _t)	DSENT			
กันยายน 2007	3.89	-	-	-
ธันวาคม 2007	4.88	DIMET	21 มกราคม 2008	63.00 %
		LHK	24 มกราคม 2008	-23.91 %
กันยายน 2008	เหตุการณ์โลก	เลห์แมนบราเธอร์สประกาศภาวะล้มละลาย		
ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนในช่วงเวลาที่ เกิดเหตุการณ์		IPO ที่เสนอขายในเดือนถัดมา (month _{t+1})	1 st Day Trade	อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO
เดือน (month _t)	DSENT			
กรกฎาคม 2008	9.20	-	-	-
สิงหาคม 2008	3.00	-	-	-
กันยายน 2008	4.24	-	-	-

ตุลาคม-พฤศจิกายน 2008	เหตุการณ์ไทย	การประชุมหน้าอาคารรัฐสภาไทยและการปิดล้อมท่าอากาศยานในประเทศไทย		
ธันวาคม 2008	เหตุการณ์ไทย	การลงมติของสภาผู้แทนราษฎร เพื่อเลือกนายกรัฐมนตรีแทนตำแหน่งที่ว่างลง เนื่องจาก นายสมชาย วงศ์สวัสดิ์ ต้องพ้นจากตำแหน่งนายกรัฐมนตรีจากการที่ศาลรัฐธรรมนูญวินิจฉัยให้ยุบพรรคพลังประชาชน และเพิกถอนสิทธิทางการเมือง ของคณะกรรมการบริหารพรรค คนละ 5 ปี		
ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์		IPO ที่เสนอขายในเดือนถัดมา (month _{t+1})	1 st Day Trade	อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO
เดือน (month _t)	DSENT			
ธันวาคม 2008	9.69	-	-	-
มกราคม 2009	8.09	AGE	26 กุมภาพันธ์ 2009	4.62 %
		AIM	19 กุมภาพันธ์ 2009	98.18 %
กุมภาพันธ์ 2009	8.39	HTECH	27 มีนาคม 2009	6.67 %
		TPOLY	4 มีนาคม 2009	-25.00 %

มีนาคม – เมษายน 2009	เหตุการณ์ไทย	การประท้วงและเหตุการณ์ไม่สงบของกลุ่มนปช.		
กันยายน 2009	เหตุการณ์ไทย	ศาลปกครองระงับ 76 โครงการลงทุนในมาบตาพุด		
พฤศจิกายน 2009	เหตุการณ์โลก	รัฐบาลคูไบขอเลื่อนชำระหนี้ของบริษัทคูไบเวิลด์		
ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์		IPO ที่เสนอขายในเดือนถัดมา (month _{t+1})	1 st Day Trade	อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO
เดือน (month _t)	DSENT			
ธันวาคม 2009	9.36	-	-	-
กุมภาพันธ์ 2010	6.90	-	-	-
มีนาคม 2010	เหตุการณ์ไทย	Morgan Stanley ปรับคำแนะนำการลงทุนในไทยเป็น overweight		
เมษายน 2010		ประกาศ พ.ร.ก. ฉุกเฉิน จากสถานการณ์ฉุกเฉินใน กทม		
เมษายน – พฤษภาคม 2010		เกิดเหตุการณ์ชุมนุมนปช.		
ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์		IPO ที่เสนอขายในเดือนถัดมา (month _{t+1})	1 st Day Trade	อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO
เดือน (month _t)	DSENT			
พฤษภาคม 2010	10.13	-	-	-

กุมภาพันธ์ 2011	เหตุการณ์โลก	เหตุการณ์ความไม่สงบอียิปต์		
ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนในช่วงเวลาที่ เกิดเหตุการณ์		IPO ที่เสนอขายในเดือนถัดมา (month _{t+1})	1 st Day Trade	อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO
เดือน (month _t)	DSENT			
กุมภาพันธ์ 2011	8.43	VTE	9 มีนาคม 2011	118.75 %
สิงหาคม 2011	เหตุการณ์โลก	วิกฤตแบล็กมันเดย์ หลังสำนักจัดอันดับความน่าเชื่อถือ 'เอสแอนด์พี' ได้ประกาศลดอันดับความน่าเชื่อถือของสหรัฐ		
ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนในช่วงเวลาที่ เกิดเหตุการณ์		IPO ที่เสนอขายในเดือนถัดมา (month _{t+1})	1 st Day Trade	อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO
เดือน (month _t)	DSENT			
กันยายน 2011	5.31	-	-	-
มกราคม 2013	เหตุการณ์ไทย	ประมุขกรม.อนุมัติ การเสนอร่าง พ.ร.บ.เงินกู้ วงเงินไม่เกิน 2 ล้านล้านบาท เพื่อนำมาลงทุนใน โครงสร้างพื้นฐานด้านการขนส่งและการเชื่อมโยงด้านศุลกากร		
ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนในช่วงเวลาที่ เกิดเหตุการณ์		IPO ที่เสนอขายในเดือนถัดมา (month _{t+1})	1 st Day Trade	อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO
เดือน (month _t)	DSENT			
มกราคม 2013	99.67	PPP	14 กุมภาพันธ์ 2013	146.00 %
		AKP	7 กุมภาพันธ์ 2013	200.00 %

สิงหาคม 2013	เหตุการณ์โลก	เหตุการณ์สงครามซีเรีย		
พฤศจิกายน 2013	เหตุการณ์ไทย	การประชุมต่อต้านพ.ร.บ.นิรโทษกรรมและขับไล่รัฐบาล		
ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนในช่วงเวลาที่ เกิดเหตุการณ์		IPO ที่เสนอขายในเดือนถัดมา (month _{t+1})	1 st Day Trade	อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO
เดือน (month _t)	DSENT			
ธันวาคม 2013	8.81	AIE	6 มกราคม 2014	-25.47 %
พฤษภาคม 2014	เหตุการณ์	รัฐประหารในประเทศไทย		
ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนของเดือนในช่วงเวลาที่ เกิดเหตุการณ์		IPO ที่เสนอขายในเดือนถัดมา	1 st Day Trade	อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO
เดือน (month _t)	DSENT			
มีนาคม 2014	9.96	KTIS	28 เมษายน 2014	-3.00 %
		ICHI	21 เมษายน 2014	24.62 %
		SUTHA	3 เมษายน 2014	67.57 %

ภาคผนวก ข

**หลักเกณฑ์การนำหุ้นสามัญเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)
และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)**

ในการพิจารณารับหุ้นสามัญของบริษัทเข้าจดทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์ฯ จะพิจารณา
ทั้งจากคุณสมบัติของหุ้นสามัญและคุณสมบัติของบริษัทที่ยื่นคำขอ ดังนี้

1. คุณสมบัติของหุ้นสามัญ

- มีมูลค่าที่ตราไว้ (Par) ไม่น้อยกว่าหุ้นละ 0.50 บาท และชำระเต็มมูลค่าแล้วทั้งหมด
- ระบุชื่อผู้ถือ
- ไม่มีข้อจำกัดในการโอนหุ้น ยกเว้นข้อจำกัดที่เป็นไปตามกฎหมายและต้องระบุไว้ในข้อบังคับบริษัท

2. คุณสมบัติของบริษัทที่ยื่นคำขอ

เรื่อง	คุณสมบัติ	
	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)	ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)
สถานะ	บริษัทมหาชนจำกัด หรือนิติบุคคลที่มีกฎหมายไทยจัดตั้งขึ้น โดยเฉพาะ	
ทุนชำระแล้วเฉพาะ หุ้นสามัญ (หลังเสนอ ขายหุ้นแก่ ประชาชน)	> 300 ล้านบาท	> 50 ล้านบาท
ฐานะการเงินและ สภาพคล่อง	<ul style="list-style-type: none"> • มีส่วนของผู้ถือหุ้น > 300 ล้านบาท และ ก่อน IPO ต้องมีส่วนของผู้ถือหุ้น > 0 • แสดงได้ว่ามีฐานะการเงินมั่นคงและมีเงินทุนหมุนเวียนเพียงพอ • เกณฑ์กำไรสุทธิ : มีกำไรสุทธิในระยะเวลา 2 ปี หรือ 3 ปี ล่าสุดก่อนยื่นคำขอรวมกัน > 50 ล้านบาท โดยในปีล่าสุดก่อนยื่นคำขอมีกำไรสุทธิ >30 ล้านบาท และมีกำไรสุทธิในงวดสะสมก่อนยื่นคำขอ 	<ul style="list-style-type: none"> • มีส่วนของผู้ถือหุ้น > 50 ล้านบาท และ ก่อน IPO ต้องมีส่วนของผู้ถือหุ้น > 0 • แสดงได้ว่ามีฐานะการเงินมั่นคงและมีเงินทุนหมุนเวียนเพียงพอ

เรื่อง	คุณสมบัติ	
	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)	ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)
ผลการดำเนินงาน	<ul style="list-style-type: none"> • เกณฑ์ Market Cap : มี Market Cap. > 7,500 ล้านบาท โดยในปีล่าสุดและ ในงวดสะสมก่อนยื่นคำขอ ต้องมีกำไร ก่อนหัก ต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้ (EBIT) • มีผลการดำเนินงาน > 3 ปี โดยอยู่ภายใต้ การจัดการของกรรมการและผู้บริหารส่วนใหญ่กลุ่มเดียวกันมาอย่างต่อเนื่อง > 1 ปี ก่อนยื่นคำขอ 	<ul style="list-style-type: none"> • เกณฑ์กำไรสุทธิ: มีกำไรสุทธิในปีล่าสุด ก่อนยื่นคำขอ > 10 ล้านบาท และมีกำไรสุทธิในงวดสะสมก่อนยื่นคำขอ • เกณฑ์ Market Cap1 : มี Market Cap. > 1,000 ล้านบาท โดยในปีล่าสุดและ ในงวดสะสมก่อนยื่นคำขอ ต้องมีกำไร ก่อนหัก ต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้ (EBIT) • มีผลการดำเนินงาน > 2 ปี โดยอยู่ภายใต้ การจัดการของกรรมการและผู้บริหารส่วนใหญ่กลุ่มเดียวกันมาอย่างต่อเนื่อง > 1 ปี ก่อนยื่นคำขอ
กระจายการถือหุ้นรายย่อย' (หลังเสนอขายหุ้นแก่ประชาชน)	<ul style="list-style-type: none"> • จำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อย > 1,000 ราย • อัตราส่วนการถือหุ้น <ul style="list-style-type: none"> - ถือหุ้นรวมกัน > 25% ของทุนชำระแล้ว หาก 300 ล้านบาท < ทุนชำระแล้ว < 3,000 ล้านบาท - ถือหุ้นรวมกัน > 20% ของทุนชำระแล้ว หากทุนชำระแล้ว > 3,000 ล้านบาท - แต่ละรายต้องถือหุ้น ไม่น้อยกว่า 1 หน่วยการซื้อขายที่ตลาดหลักทรัพย์ กำหนด 	<ul style="list-style-type: none"> • จำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อย > 300 ราย • อัตราส่วนการถือหุ้น <ul style="list-style-type: none"> - ถือหุ้นรวมกัน > 25% ของทุนชำระแล้ว หาก 50 ล้านบาท < ทุนชำระแล้ว < 3,000 ล้านบาท - ถือหุ้นรวมกัน > 20% ของทุนชำระแล้ว หากทุนชำระแล้ว > 3,000 ล้านบาท - แต่ละรายต้องถือหุ้น ไม่น้อยกว่า 1 หน่วยการซื้อขายที่ตลาดหลักทรัพย์ กำหนด
การเสนอขายหุ้นแก่ประชาชน	<ul style="list-style-type: none"> • ต้องได้รับอนุญาตให้เสนอขายหุ้นจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด. ยกเว้นนิติบุคคลที่มีกฎหมายจัดตั้งขึ้น โดยเฉพาะเสนอขายผ่านผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ 	
การเสนอขายหุ้นแก่ประชาชน	<ul style="list-style-type: none"> • จำนวนหุ้นที่เสนอขาย <ul style="list-style-type: none"> - ทุนชำระแล้ว < 500 ล้านบาท: เสนอขาย > 15% ของทุนชำระแล้ว - ทุนชำระแล้ว > 500 ล้านบาท : เสนอขาย > 10% ของทุนชำระแล้ว หรือมูลค่าหุ้นสามัญตามมูลค่าที่ตราไว้ > 75 ล้านบาทแล้วแต่จำนวนใจจะสูงกว่า 	<ul style="list-style-type: none"> • จำนวนหุ้นที่เสนอขาย <ul style="list-style-type: none"> - เสนอขาย > 15% ของทุนชำระแล้ว
การบริหารงาน	<ul style="list-style-type: none"> • มีกรรมการ ผู้บริหาร และผู้มีอำนาจควบคุมที่มีคุณสมบัติดังต่อไปนี้ <ul style="list-style-type: none"> - ไม่เป็นบุคคลที่มีลักษณะต้องห้ามตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน3 	

เรื่อง	คุณสมบัติ	
	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)	ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)
	<p>- ไม่เป็นบุคคลที่ฝ่าฝืนข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่อาจมีผลกระทบอย่างร้ายแรงต่อสิทธิประโยชน์ หรือการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุนหรือการเปลี่ยนแปลงในราคาของหลักทรัพย์</p> <ul style="list-style-type: none"> • มีการกำหนดขอบเขตอำนาจหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัทตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน³ 	
การกำกับดูแลกิจการและการควบคุมภายใน	<ul style="list-style-type: none"> • มีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีกรรมการอิสระซึ่งมีองค์ประกอบและคุณสมบัติตามที่กำหนดในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน³ และมีคณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee) ซึ่งมีองค์ประกอบ คุณสมบัติ และขอบเขตการดำเนินงานตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด • จัดให้มีระบบการควบคุมภายในที่เพียงพอและมีประสิทธิภาพตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน³ 	
ความขัดแย้งทางผลประโยชน์	<p>ไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน³</p>	
งบการเงินและผู้สอบบัญชี	<ul style="list-style-type: none"> • มีงบการเงินที่มีลักษณะและเป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน³ • ผู้สอบบัญชีของผู้ยื่นคำขอต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. 	
กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ	<p>มีการจัดตั้งกองทุนสำรองเลี้ยงชีพตามกฎหมายว่าด้วยกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ</p>	
นายทะเบียน	<p>แต่งตั้งให้บริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด (TSD) หรือบุคคลที่ตลาดหลักทรัพย์เห็นชอบเป็นนายทะเบียนหลักทรัพย์</p>	
การห้ามขายหุ้น (Silent Period)	<p>ผู้เข้าขาย Strategic Shareholders จะถูกห้ามนำหุ้นของตนซึ่งมีจำนวนรวมกัน 55% ของหุ้นชำระแล้วหลัง IPO ออกขายภายในกำหนดระยะเวลา 1 ปี นับแต่วันที่หุ้นเริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ผู้เข้าขายสามารถทยอยขายหุ้นได้ในอัตราส่วนไม่เกิน 25% ของหุ้นที่ถูกห้ามขาย เมื่อครบกำหนดระยะเวลา 6 เดือน</p>	
อื่นๆ	<p>กรณีที่บริษัทได้เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้ว สามารถนำบริษัทย่อยหรือบริษัทร่วมที่มีศักยภาพเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ด้วยได้ โดยเรียกวิธีการนี้ว่า Spin off เป็นกระบวนการนำบริษัทย่อยหรือบริษัทร่วมของบริษัทจดทะเบียน (บริษัทแม่) แยกออกมาเสนอขายหุ้นต่อประชาชน (Initial Public Offering: IPO) และเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งภายหลังจากการนำบริษัทย่อยหรือบริษัทร่วมเข้าจดทะเบียนแล้ว บริษัทแม่ต้องยังมีคุณสมบัติตามเกณฑ์ดำรงสถานะในการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์</p>	

หมายเหตุ:

1. Market Capitalization คำนวณจาก

- กรณีที่ผู้ยื่นคำขอต่อตลาดหลักทรัพย์ภายใน 1 ปี นับแต่วันสุดท้ายของการเสนอขายหุ้นต่อประชาชน ให้ใช้ราคาเสนอขายต่อประชาชนทั่วไป

- กรณีที่ผู้ยื่นคำขอต่อตลาดหลักทรัพย์ภายหลัง 1 ปี นับแต่วันสุดท้ายของการเสนอขายหุ้นต่อประชาชน ให้ใช้ราคาที่เป็นธรรม ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินเป็นผู้กำหนด

2 ผู้ถือหุ้นรายย่อยคือ ผู้ที่ไม่ได้เป็น Strategic Shareholders โดย Strategic Shareholders คือ

- กรรมการ ผู้จัดการ และผู้บริหาร รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้อง
- ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้น > 5% ของทุนชำระแล้ว รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้อง
- ผู้มีอำนาจควบคุม

3. ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ.39/2016 เรื่อง การขออนุญาตและการอนุญาตให้เสนอขายหุ้นที่ ออกใหม่ (ฉบับประมวล)



ภาคผนวก ฅ

ขั้นตอนในการเตรียมตัวสำหรับบริษัทที่เสนอขายหุ้น IPO

<ul style="list-style-type: none"> • ที่ปรึกษาทางการเงิน • ผู้สอบบัญชี • Internal Auditor • ที่ปรึกษากฎหมาย • ผู้ประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ 	<ul style="list-style-type: none"> • ที่ปรึกษาทางการเงิน • ผู้สอบบัญชี • ที่ปรึกษากฎหมาย • สำนักงาน ก.ล.ต. • ตลาดหลักทรัพย์ฯ 	<ul style="list-style-type: none"> • ที่ปรึกษาทางการเงิน • ผู้สอบบัญชี • สำนักงาน ก.ล.ต. • ตลาดหลักทรัพย์ฯ 	<ul style="list-style-type: none"> • สำนักงาน ก.ล.ต. • ตลาดหลักทรัพย์ฯ 	<ul style="list-style-type: none"> • ที่ปรึกษาทางการเงิน • Underwriter 	<ul style="list-style-type: none"> • ตลาดหลักทรัพย์ฯ • บริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด (TSD)
12-24 เดือน		120 วัน	45 วัน	6+6 เดือน	
พ.ร.บ.อำนวยความสะดวก					
1	2	3	4	5	6
การเตรียมความพร้อม	การเตรียมการเพื่อยื่น filing	การตรวจสอบข้อมูล	การพิจารณาอนุมัติ	การกำหนดราคา	การเสนอขาย การกระจายหุ้น และการจดทะเบียนรับหลักทรัพย์
<ol style="list-style-type: none"> 1. ปรับโครงสร้างกลุ่มบริษัท 2. จัดเตรียม ประเมินและแก้ไขระบบควบคุมภายใน 3. จัดเตรียมงบการเงิน 4. แต่งตั้งคณะกรรมการตรวจสอบ 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Pre consult กับ สำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ฯ 2. แปรสภาพเป็นบริษัทมหาชน 3. ยื่นคำขอ + filing ต่อสำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ฯ 	<ol style="list-style-type: none"> 1. ตรวจสอบกระด้างทำการและสัมภาระณที่ปรึกษาการเงินและผู้สอบบัญชี 2. เยี่ยมชมกิจการ 3. สัมภาระณผู้บริหารและคณะกรรมการตรวจสอบ 4. ส่งข้อมูลเพิ่มเติม 		<ul style="list-style-type: none"> • ในช่วงนี้จะมีการเผยแพร่ข้อมูลบริษัทโดยการ Road Show • Book Building 	