# การวิเคราะห์การซื้อขายหลักทรัพย์ภายในวันและระหว่างวัน สำหรับหลักทรัพย์ที่ประกาศขายแก่สาธารณะชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ MAI

ทิพรัตน์ หาญทนงค์

สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2563

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

**การวิเคราะห์การซื้อขายหลักทรัพย์ภายในวันและระหว่างวัน**
**สำหรับหลักทรัพย์ที่ประกาศขายแก่สาธารณะชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ MAI**

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
18 กุมภาพันธ์ 2563

.....
นางสาวทิพรัตน์ หาญทนงค์
ผู้วิจัย

| | |
|---|---|
| ..... | ..... |
| ผู้ช่วยศาสตราจารย์นรีรัตน์ เดชพิรุณทอง, Ph.D. | ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัสร ธาระวานิช, Ph.D. |
| อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์ | ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์ |
| ..... | ..... |
| ผู้ช่วยศาสตราจารย์ดวงพร อาภาศิลป์, Ph.D. | รองศาสตราจารย์ธาตรี จันทรโคลิกา, Ph.D. |
| คณบดี วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล | กรรมการสอบสารนิพนธ์ |

# กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่อง กลยุทธ์ในการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ประกาศขายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้เป็นอย่างดี โดยได้รับความอนุเคราะห์จากท่านอาจารย์ ที่ได้กรุณาสละเวลาอันมีค่าให้คำปรึกษาโดยละเอียดและให้ความช่วยเหลือในทุกขั้นตอนของการทำวิจัย โดยเฉพาะอย่างยิ่งขอขอบพระคุณท่านอาจารย์นรีรัตน์ เตชพิรุณทอง ที่ให้การสนับสนุนและความช่วยเหลือ ทั้งด้านความรู้และแหล่งที่มาของข้อมูล ขอบคุณคณะกรรมการสอบสารนิพนธ์ทุกท่านที่ให้คำแนะนำในสิ่งที่ต้องปรับปรุงแก้ไขในงานสารนิพนธ์ ขอบคุณเจ้าหน้าที่โครงการและบุคลากรที่เกี่ยวข้องทุกท่านที่ช่วยประสานงานด้านเอกสารต่างๆ ซึ่งช่วยสนับสนุนการทำสารนิพนธ์นี้เป็นอย่างดี

สุดท้ายนี้ ขอขอบคุณคุณบิดา มารดา พี่น้อง ผู้บังคับบัญชา และเพื่อน ๆ ทุกท่านที่ได้ช่วยเหลือ ให้กำลังใจสนับสนุนทั้งในเรื่องการศึกษา และเรื่องอื่นๆ จนทำให้สารนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

ทิพรัตน์ หาญทนงค์

การวิเคราะห์การซื้อขายหลักทรัพย์ภายในวันและระหว่างวัน สำหรับหลักทรัพย์ที่ประกาศขายแก่สาธารณะชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ MAI

INTRA AND INTER DAY ANALYSIS OF FIRST DAY TRADING OF IPO IN MARKET FOR ALTERNATIVE INVESMENT

ทิพรัตน์ หาญทนงค์ 6150023

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์นรีรัตน์ เตชพิรุณทอง, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัสร ธาระวานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ธาตรี จันทรโคลิกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

ราคาหุ้น IPO ที่พุ่งขึ้นอย่างมากในวันแรกของการซื้อขายนั้นทำให้เกิดอัตราผลตอบระยะสั้นที่เกินกว่าปกติระหว่างราคาขาย IPO ในวันแรกกับราคาจองซื้อ (Subscription price) เรียกปรากฏการณ์นี้ว่า “Underpricing” ทฤษฎีที่นำมาอธิบายการ Underpricing มีทั้งสิ้น 4 ทฤษฎี โดยทฤษฎีที่เป็นที่รู้จักกันอย่างกว้างขวาง คือ Asymmetric Information เนื่องจากสามารถอธิบายปรากฏการณ์ในตลาดของประเทศกำลังพัฒนาได้เป็นอย่างดี และยังมี Institutional Theory, Ownership and Control และ Behavioral Explanation (Ljungqvist, 2004) เป็นต้น นักวิชาการหลายท่านต่างให้ความสนใจศึกษาปรากฏการณ์ดังกล่าว ยกตัวอย่างเช่น Logue (1973) และ Ibbotson (1975) เป็นนักวิชาการรุ่นแรกที่สนใจและศึกษาปรากฏการณ์ underpricing พบว่าในวันแรกหุ้น IPO นั้นมีแนวโน้มที่จะ underpricing การศึกษานี้จึงนำมาใช้เป็นแนวทางในการหาช่องทางเข้าทำกำไรของกลุ่มนักลงทุนที่ได้รับจัดสรรหุ้น IPO ณ ราคาจองซื้อ (Subscription price) และกลุ่มนักลงทุนที่ไม่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO ณ ราคาจองซื้อแต่สามารถซื้อหุ้น IPO ได้ภายในวันแรก เป็นต้น โดยการศึกษานี้ใช้ข้อมูลรายการซื้อขายภายในวัน (Deal transaction data) ของหุ้นทั้งหมดหรือข้อมูลความถี่สูง เพื่อให้ตรวจสอบการซื้อขายระหว่างนักลงทุนที่ได้รับจัดสรรและไม่ได้รับจัดสรร ผลการศึกษาพบว่านักลงทุนที่ได้รับจัดสรรเท่านั้นที่สามารถทำกำไรที่เกินปกติได้ โดยช่วงเวลาที่ดีที่สุดของการขาย คือ ช่วงเวลาเปิดตลาดซึ่งเป็นช่วงที่มีความผันผวนสูงที่สุด

คำสำคัญ : Intra day/ IPO underpricing/ Initial return/ Subscription price

51 หน้า

INTRA AND INTER DAY ANALYSIS OF FIRST DAY TRADING OF IPO IN MARKET FOR ALTERNATIVE INVESMENT

TIPPARAT HANTANONG 6150023

M.M. (Finance)

THEMATIC PAPER ADVISORY COMMITTEE: ASST.PROF. DR. NAREERAT TAECHAPIROONTONG, PH.D., ASST.PROF. DR. PIYAPAS THARAVANIJ, PH.D., ASSOC.PROF. DR.TATRE JANTARAKOLICA, PH.D.

ABSTRACT

Rising IPO share price significantly in the first day of trading, effecting unusually short-term returns in which the first day of IPO price greater than the subscription price of IPO, such event called on underpricing phenomenon. There exist four theories explaining underpricing event. The Asymmetric Information theory is widely used to describe the incident in the markets of developing countries as well. The other related thoeries are also Institutional Theory, Ownership and Control and Behavioral Explanation (Ljungqvist, 2004). Many scholars are interested in underpricing phenomenon. For example, Logue (1973) and Ibbotson (1975) are the early scholars interested in underpricing phenomenon and find that IPO tend to underprice on the first day, so this study can be used as a direction to make profit for investors that have been allocated IPO at the subscription price and investors who have not been allocated IPO at the subscription price but can buy IPO within the first day. This study employs the deal transaction data of all stocks or high frequency trading data from the stock exchange of Thailand in order to examine the transactions between investors who have allocated and unallocated. The result demonstrates that only those investors who have allocated can make excess profits on the first day and the best selling period is at the opening market showing highest volatility trading period.

KEY WORDS: Intra day / IPO underpricing / Initial return / Subscription price

51 pages

# สารบัญ


| | | หน้า |
|---|---|---|
| **กิตติกรรมประกาศ** | | **ข** |
| **บทคัดย่อ** | | **ค** |
| **สารบัญตาราง** | | **ช** |
| **สารบัญรูปภาพ** | | **ซ** |
| **บทที่ 1** | **บทนำ** | **1** |
| **บทที่ 2** | **แนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง** | **5** |
| | 2.1 Asymmetric Information | 5 |
| | 2.1.1 The Winner's Curse | 5 |
| | 2.1.2 Information Revelation Theories | 6 |
| | 2.1.3 Principal – Agent Models | 7 |
| | 2.1.4 Underpricing as a Signal of Firm Quality | 8 |
| | 2.2 Institutional Explanations | 8 |
| | 2.3 Ownership and Control | 9 |
| | 2.4 Behavioral Explanations | 10 |
| | 2.5 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies) | 11 |
| **บทที่ 3** | **ข้อมูลที่ใช้ สมมติฐาน และวิธีการทางสถิติ** | **16** |
| | 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา | 16 |
| | 3.2 สมมติฐาน | 17 |
| | 3.3 วิธีการทางสถิติ | 18 |
| **บทที่ 4** | **ผลการทดสอบ** | **22** |
| | 4.1 ผลการศึกษาข้อมูลภายในวันแรกที่เริ่มเปิดทำการซื้อขายในตลาดรอง (Secondary market) | 22 |
| | 4.1.1 ผลการศึกษาภาพรวมของตลาด mai ปี 2555 – 2560 | 22 |
| | 4.1.2 ผลการศึกษาตลาด mai แยกรายอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 | 28 |

# สารบัญ (ต่อ)

**หน้า**

4.2 ผลการศึกษาข้อมูลระหว่างวันหลังจากเริ่มเปิดทำการซื้อขายในตลาดรอง (Secondary market) 38

**บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ 40**

**บรรณานุกรรม 41**

**ภาคผนวก 45**

ภาคผนวก ก แสดงถึงรายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด MAI ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 46

ภาคผนวก ข แสดงชื่อย่อกลุ่มอุตสาหกรรม และชื่อย่อหมวดธุรกิจ 51

**ประวัติผู้วิจัย**

# สารบัญตาราง


| ตาราง | | หน้า |
|---|---|---|
| 3.1 | ข้อมูลบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ที่นำมาประกอบการศึกษาแยกเป็นรายปีตั้งแต่ปี 2551 – 2560 | 17 |
| 4.1 | แสดงสถิติเชิงพรรณาของอัตราผลตอบแทนช่วง 5 นาที ในระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai ตั้งแต่ปี 2555 - 2560 | 22 |
| 4.2 | แสดงผลการวิเคราะห์ถดถอยของอัตราผลตอบแทนช่วง 5 นาที ในระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai แยกรายอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จำนวน 88 หุ้น | 28 |
| 4.3 | แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยระหว่างวันของหุ้น IPO ตั้งแต่ราคาเสนอขายจนถึงช่วงเวลาต่างๆ ของตลาด mai ปี 2555 – 2560 จำนวน 88 หุ้น | 39 |

# สารบัญรูปภาพ


| ภาพ | | หน้า |
|---|---|---|
| 4.1 | แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai ตั้งแต่ปี 2555 - 2560 | 27 |
| 4.2 | แสดงพฤติกรรมของนักลงทุนในด้านการเป็นผู้นำตลาดในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai ตั้งแต่ปี 2555 - 2560 | 28 |
| 4.3 | แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขาย หุ้น IPO ในตลาด mai อุตสาหกรรมบริการ ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จำนวน 23 หุ้น | 32 |
| 4.4 | แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขาย หุ้น IPO ในตลาด mai อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จำนวน 12 หุ้น | 33 |
| 4.5 | แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขาย หุ้น IPO ในตลาด mai อุตสาหกรรมอุปโภคบริโภค ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จำนวน 5 หุ้น | 33 |
| 4.6 | แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขาย หุ้น IPO ในตลาด mai อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จำนวน 17 หุ้น | 34 |
| 4.7 | แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขาย หุ้น IPO ในตลาด mai อุตสาหกรรมทรัพยากร ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จำนวน 10 หุ้น | 35 |
| 4.8 | แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขาย หุ้น IPO ในตลาด mai อุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จำนวน 4 หุ้น | 35 |
| 4.9 | แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขาย หุ้น IPO ในตลาด mai อุตสาหกรรมเทคโนโลยี ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จำนวน 8 หุ้น | 36 |
| 4.10 | แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขาย หุ้น IPO ในตลาด mai อุตสาหกรรมเกษตร ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จำนวน 10 หุ้น | 37 |

# บทที่ 1
# บทนำ

สำหรับบริษัทโดยทั่วไปการเข้าสู่ความเป็นสาธารณะนั้น ถือว่าเป็นการเข้าถึงแหล่งเงินทุนขนาดใหญ่อีกทางหนึ่ง หากบริษัทมีความสนใจที่จะเข้าถึงแหล่งเงินทุนนั้นย่อมจะต้องผ่านกฎเกณฑ์ที่กำหนดโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เมื่อผ่านกระบวนการที่สำคัญต่าง ๆ แล้ว บริษัทที่สนใจจึงจะสามารถเข้าระดมทุนในตลาด SET หรือ mai ได้ด้วยการเสนอขายหุ้นให้แก่ประชาชนทั่วไปหรือสถาบันได้ ซึ่งหุ้นที่เริ่มขายครั้งแรกเรียกว่า Initial Public Offering หรือ หุ้น IPO นั่นเอง โดยมีนักลงทุนทั่วไปหรือนักลงทุนรายสถาบันที่สนใจสามารถเข้ามาซื้อหุ้นดังกล่าวได้ในตลาดที่เรียกกันว่าตลาดรอง ในการเข้าสู่สาธารณะนั้นเป็นที่สนใจของบริษัทต่างๆ เพราะนอกจากจะได้รับเงินทุนเข้าสู่บริษัทแล้ว ยังสามารถได้รับผลประโยชน์ทางอ้อมอีกด้วย เช่น การดึงความสามารถของผู้จัดการหรือผู้บริหารในการแสวงหาผลประโยชน์ให้แก่บริษัทและกลุ่มผู้ถือหุ้น อีกทั้งยังสร้างความน่าเชื่อถือและสร้างภาพลักษณ์ที่ดีให้แก่บริษัท เนื่องจากการเข้าสู่สาธารณะนั้นบริษัทจะต้องเปิดเผยข้อมูลภายในที่สำคัญเพื่อเป็นข้อมูลในการตัดสินใจแก่นักลงทุน แสดงความโปร่งใส และปฏิบัติตามข้อกำหนดในการเปิดเผยข้อมูลและแสดงรับผิดชอบต่อกลุ่มผู้ถือหุ้นกลุ่มใหญ่ เป็นต้น

สำหรับนักลงทุนผลตอบแทนจากการลงทุนที่นักลงทุนคาดหวังโดยหลักแล้วมีอยู่ 2 ประเภท คือ 1) Capital Gains หรือกำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้นที่เราซื้อมากับราคาขายไป 2) เงินปันผล (Dividend) หรือส่วนแบ่งผลกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทที่นำมาจัดสรรให้แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งนักลงทุนทั่วไปหรือนักลงทุนรายสถาบันย่อมต้องการเข้ามาแสวงหาผลประโยชน์ผ่านการซื้อขายหรือแลกเปลี่ยนหุ้นกันในตลาดรองและมีนักลงทุนจำนวนไม่น้อยที่ได้รับผลตอบแทนสูงเกินปกติหรือมี Capital Gains จากส่วนต่างราคาตลาดที่ทำการซื้อขายหุ้น IPO ในวันแรกกับราคาจองซื้อ (Subscription price) ปรากฏการณ์นี้มีชื่อเรียกว่า IPO underpricing จึงเป็นที่สนใจของนักลงทุนทั้งนักลงทุนรายสถาบันและนักลงทุนทั่วไปเป็นอย่างมาก ปรากฏการณ์ดังกล่าว เป็นประเด็นที่นักวิชาการในประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอื่น ๆ ได้แก่ สหราชอาณาจักร ฮ่องกง จีน และมาเลเซีย ให้ความสนใจและศึกษาเป็นจำนวนมาก ได้แก่ Reilly and Hatfield (1969), Mc Donald and Fisher (1972), Logue (1973), Ibbotson and Jaffe (1975), Reilly (1977), Ritter (1984), Miller and Reilly (1987), และ Smith (1986) ปรากฏการณ์ IPO underpricing เป็นที่สนใจมานานหลาย

ทศวรรษ มีนักวิจัยหลายท่านเข้ามาศึกษาเรื่องนี้ โดยเฉพาะ Logue (1973) และ Ibbotson (1975) ได้บันทึกไว้ว่า “เมื่อบริษัทออกสู่สาธารณะหุ้นนั้นมีแนวโน้มที่จะ underpriced ราคาหุ้นจะพุ่งขึ้นอย่างมากในวันแรกของการซื้อขาย” ตั้งแต่ปี 1960 ‘underpricing discount’ นี้มีค่าเฉลี่ยประมาณ 19% ในตลาดสหรัฐอเมริกา การ Underpricing มีแนวโน้มที่จะผันผวนอย่างมากโดยเฉลี่ย 21% ในปี 1960, 12% ในปี 1970, 16% ในปี 1980, 21% ในปี 1990 และ 40% ในช่วงสี่ปีตั้งแต่ปี 2000

การเสนอขายหุ้นสู่สาธารณะนั้นบริษัทมีผู้เกี่ยวข้องหลายฝ่ายในกระบวนการ IPO ดังนี้ 1.ที่ปรึกษาทางการเงิน - ทำหน้าที่ช่วยตรวจสอบสถานะของบริษัท รวมทั้งยื่นแบบคำขอและหนังสือชี้ชวนการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ 2.ผู้ตรวจสอบหรือที่ปรึกษากฎหมาย – ทำหน้าที่ให้คำแนะนำในการจัดทำระบบการควบคุมภายใน ระบบบัญชี และแปรสภาพบริษัทจำกัดให้เป็นบริษัทมหาชน ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินและผู้ตรวจสอบถือเป็นหนึ่งในสมมติฐานว่าระดับความน่าเชื่อถือและความมีชื่อเสียงส่งผลต่อการเกิดปรากฏการณ์ Underpricing 3.สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) – ทำหน้าที่ตรวจสอบข้อมูลของบริษัทที่จะเสนอขายหลักทรัพย์ 4.ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ - เป็นบริษัทหลักทรัพย์ที่จะช่วยในการขายหลักทรัพย์ให้แก่นักลงทุนทั่วไป บริษัทที่เสนอขายหุ้น IPO สามารถจะร่วมกับที่ปรึกษาทางการเงิน ทำการสำรวจความต้องการซื้อหลักทรัพย์ (Book Building) กับนักลงทุนสถาบัน เพื่อกำหนดช่วงราคาเสนอขายหุ้นและอาจทำหน้าที่เป็นผู้จัดจำหน่ายด้วยก็ได้ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นอีกหนึ่งสมมติฐานการเกิดปรากฏการณ์ Underpricing ด้วยเช่นกัน โดยมีสมมติฐานที่ว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ย่อมมีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นที่เสนอขายมากกว่านักลงทุนทั่วไป (The Winner’s Curse) หรือการแทรกแซงการจัดสรรให้แก่นักลงทุนหรือสถาบันต่าง ๆ (Information Revelation Theories) และผู้เกี่ยวข้องสุดท้าย คือ นักลงทุน - ผู้ที่สนใจจองซื้อหุ้น มีทั้งนักลงทุนรายบุคคล นักลงทุนสถาบันทั้งในประเทศและต่างประเทศ กลุ่มของนักลงทุนถือเป็นหนึ่งในสมมติฐานที่สำคัญของ Rock's (1986) winner’s curse ที่ได้แบ่งนักลงทุนออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มที่มีข้อมูลในมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO และกลุ่มที่ไม่มีข้อมูลของหุ้น IPO โดยกลุ่มที่เป็นผู้กำหนดตลาดคือกลุ่มที่ไม่มีข้อมูล ดังนั้นหากต้องการเพิ่มอุปสงค์ในตลาดจะต้องทำให้หุ้นดังกล่าวนั้น Underpricing

งานวิจัยที่ใช้ข้อมูลเฉพาะภายในวันแรก (Intraday) ในประเทศไทยที่ศึกษาปรากฏการณ์ IPOs Underpricing ยังไม่มีการศึกษาอย่างแพร่หลายมากนัก อันเนื่องมาจากหลายสาเหตุ เช่น การใช้ข้อมูลที่มีความถี่สูงจำเป็นต้องใช้เครื่องมือและโปรแกรมที่มีประสิทธิภาพในการประมวลผลและจัดเรียงข้อมูล อีกทั้งในอดีตยังมีจำนวนข้อมูล IPO ไม่เพียงพอต่อการนำมาศึกษาเป็นต้น อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันเทคโนโลยีมีการพัฒนามากขึ้น การเข้าถึงข้อมูลต่างๆ สามารถทำได้

ง่ายขึ้น ประหยัดเวลา และได้ข้อมูลที่ถูกต้องครบถ้วน จึงทำให้สามารถนำข้อมูลที่มีความถี่สูง (High frequency data) มาใช้ในงานวิจัยเพื่อวิเคราะห์และประมวลผลได้ ซึ่งงานวิจัยนี้สามารถแยกผลตอบแทนที่เกิดจากส่วนต่างราคาหุ้น IPO ในวันแรกกับราคาจองซื้อ (Subscription price) ออกมาวิเคราะห์และนำเสนอในรูปแบบต่าง ๆ ได้ชัดเจนและให้ผลการทดลองที่มีความถูกต้องมากที่สุด เพราะในตลาดมีการเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลาทุก ๆ ช่วงเวลาของการซื้อขาย สิ่งสำคัญคือ การใช้ข้อมูลภายในวันหรือรายวันมาศึกษาอาจจะได้ผลลัพธ์ที่แตกต่างไป เนื่องจากผลตอบแทนภายในวันจะประกอบไปด้วย 2 ส่วน คือ ผลตอบแทนที่เกิดจากส่วนต่างราคาหุ้น IPO ในวันแรกกับราคาจองซื้อ (Subscription price) ส่วนหนึ่ง และผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาเปิดกับราคาปิด ณ สิ้นวันอีกส่วนหนึ่ง

ในงานวิจัยนี้ศึกษาทฤษฎี underpricing ทั้งสิ้น 4 ทฤษฎี คือ Asymmetric Information, Institutional Theory, Ownership and Control และ Behavioral Explanation (Ljungqvist, 2004) โดยทฤษฎีที่ได้รับความนิยมมากที่สุด คือ Asymmetric Information และน่าจะเป็นทฤษฎีที่สามารถนำมาอธิบายปรากฏการณ์ต่างๆ ในตลาดของประเทศกำลังพัฒนาได้เป็นอย่างดี ตัวอย่างเช่น ในประเทศไทย นักลงทุนกลุ่มที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทยส่วนใหญ่นั้นเป็นนักลงทุนรายย่อย ซึ่งเป็นกลุ่มที่มีความเสี่ยงหรือมีแนวโน้มที่จะเกิดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันในด้านข้อมูลข่าวสารได้มากที่สุด ข่าวการปั่นหุ้น และการให้ข้อมูลของสถาบันการเงินต่าง ๆ ที่อาจให้ข้อมูลที่มีความเอนเอียงไปจากข้อมูลที่เป็นจริงได้ เป็นต้น ความไม่เท่าเทียมกันดังกล่าวหากเกิดขึ้นระหว่างกลุ่มของนักลงทุนจะถูกแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม คือ นักลงทุนที่มีข้อมูลกับนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล และความไม่เท่าเทียมกันนี้อาจจะเกิดขึ้นระหว่างผู้ออกตราสารและนักลงทุนได้ ซึ่งเป็นหนึ่งในสมมุติฐานของทฤษฎี Asymmetric Information และนำไปสู่ปัญหาเรื่องตัวแทนที่จะอธิบายในบทถัดไป แต่ไม่ว่าจะเป็นกรณีใดนั้น ความไม่เท่าเทียมในข้อมูลข่าวสารมีส่วนเกี่ยวข้องกับมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทกับการตั้งราคาหุ้น IPO ทั้งสิ้น โดย Rock (1986) สันนิษฐานว่านักลงทุนบางส่วนได้รับข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทมากกว่านักลงทุนรายอื่นและนักลงทุนที่มีข้อมูลสามารถหลีกเลี่ยงการมีส่วนร่วมในการเสนอขายหุ้นที่สูงเกินไป

ยังมีทฤษฎีอื่นๆ พยายามที่จะอธิบายสาเหตุของการ underpricing โดย Institutional Theory จึงนำเสนอปัญหาการถูกดำเนินคดีหากผลการดำเนินงานไม่ได้เป็นไปตามที่คาดการณ์ แต่การฟ้องร้องนี้มักจะเกิดขึ้นประเทศที่กฎหมายเข้มงวดเรื่องการเปิดเผยข้อมูล เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา เป็นต้น และการฟ้องร้องดังกล่าวทำให้บริษัทมีค่าใช้จ่ายจำนวนมหาศาลจากการดำเนินคดี ดังนั้นบริษัทส่วนใหญ่จึงมักจะจงใจเสนอขายหุ้นที่ราคา underpricing เพื่อเป็นการป้องกันการถูกฟ้องร้อง อีกทฤษฎีหนึ่งว่าด้วยเรื่องของความเป็นเจ้าของและการควบคุม (Ownership

and Control) โดยบริษัทมีความกังวลในเรื่องโครงสร้างผู้ถือหุ้นจะเปลี่ยนแปลงไปเมื่อบริษัทเข้าสู่ความเป็นสาธารณะ จึงใช้การ underpricing เป็นเครื่องมือในการกระจายอำนาจเพื่อป้องกันการถูกคุกคามจากภายนอก และทฤษฎีสุดท้าย คือ Behavioral Explanation (Ljungqvist, 2004) ว่าด้วยเรื่องของการพฤติกรรมการลอกเลียนแบบนักลงทุนรายอื่นในตลาด, ความสัมพันธ์ของการ underpricing กับระดับความเชื่อมั่นของนักลงทุน และการอธิบายการเกิด underpricing ในแต่ละลักษณะของตลาด ณ ขณะนั้นว่าอยู่ในช่วง Hot Cold หรือ Nature มีการศึกษาเรื่องนี้ในประเทศฮ่องกง Cheong Chan (2010) ศึกษาความสัมพันธ์ของปริมาณการซื้อสุทธิของนักลงทุนกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของ IPO (open-to-close) แบ่งผลตอบแทนของ IPO ออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่ม Cold, Neutral, Hot พบว่าปริมาณการซื้อสุทธิของกลุ่มนักลงทุนรายย่อยซึ่งเป็นกลุ่มนักลงทุนที่มีปริมาณการซื้อขายต่อครั้งน้อยมีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของ IPO ที่อยู่ในกลุ่ม Hot ส่วนกลุ่มนักลงทุนที่มีปริมาณการซื้อขายต่อครั้งจำนวนมาก เช่น นักลงทุนสถาบัน มีอิทธิผลต่ออัตราผลตอบแทนภายในวันแรกในกลุ่ม Neutral และ Cold

อัตราการ Underpricing ของหลักทรัพย์มีความแตกต่างกันขึ้นอยู่กับตัวแปรของแต่ละประเทศและช่วงเวลาที่ศึกษา (Ljungqvist, 2004) สอดคล้องกับปรากฏการณ์ IPO Underpricing ของหลักทรัพย์ในประเทศไทย ที่มีระดับการ Underpricing แตกต่างกันในแต่ละช่วงเวลา โดยงานศึกษาของ Vithessonthi (2013) ที่ศึกษาข้อมูลระหว่างปี 2000 – 2012 พบว่ามีระดับการ Underpricing ที่ร้อยละ 19.97 และ Worthington (2010) ที่ศึกษาข้อมูลระหว่างปี 1997–2008 พบว่ามีระดับการ Underpricing ที่ร้อยละ 17.60

จากที่กล่าวมาข้างต้นนี้ ผู้วิจัยให้ความสนใจกับการนำข้อมูลจากฐานข้อมูล Market Microstructure ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ ข้อมูลรายการซื้อขายภายในวัน (Deal transaction data) ของหุ้นทั้งหมด รวมถึงหุ้น IPO ที่ต้องการนำมาศึกษา และข้อมูลเพิ่มเติมอื่นๆ เช่น ข้อมูลรายละเอียดของบริษัท ราคาเสนอขายหุ้น IPO มูลค่าระดมทุน และมูลค่าหลักทรัพย์ ณ ราคา IPO จาก Website ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อศึกษารูปแบบของผลตอบแทนที่เกินปกติ เพื่อนำมาใช้เป็นแนวทางในการหาช่องทางเข้าทำกำไรของกลุ่มนักลงทุนที่ได้รับจัดสรรหุ้น IPO ณ ราคาจองซื้อ และกลุ่มนักลงทุนที่ไม่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO ณ ราคาจองซื้อ แต่สามารถซื้อหุ้น IPO ได้ภายในวันแรก โดยศึกษาหุ้นที่เสนอขายต่อประชาชนในครั้งแรก (IPO) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ทั้งหมด 88 หุ้น ระหว่างปี 2551 จนถึงปี 2561

# บทที่ 2
# แนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาเรื่อง ราคาตลาดของ IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง หรือ ปรากฏการณ์ Underpricing ที่เกิดช่วงเวลาระหว่างวันแรกนั้น ผู้ศึกษาได้รวบรวมแนวคิดและทฤษฎีที่อธิบายปรากฏการณ์ความผิดปกติของผลตอบแทนระยะสั้นของ IPO ได้ดังนี้

## 2.1 Asymmetric Information

ในเชิงเศรษฐศาสตร์ข้อมูลไม่สมมาตรเกี่ยวข้องกับการศึกษาการตัดสินใจในการทำธุรกรรมหนึ่งๆ ในสถานการณ์ที่ฝ่ายหนึ่งมีข้อมูลมากกว่าหรือดีกว่าอีกฝ่าย สถานการณ์นี้สร้างความไม่สมดุลให้เกิดขึ้นในตลาด เช่น ผู้ขายมีข้อมูลเกี่ยวกับตราสารมากกว่าผู้ซื้อและผู้ออกตราสาร ผู้ซื้อมีข้อมูลเกี่ยวกับตลาดรองมากกว่าผู้ขายและผู้ออกตราสาร ผู้ออกตราสารและผู้ขายมีข้อมูลเกี่ยวกับตราสารมากกว่าผู้ซื้อ และกรณีสุดท้ายคือ ผู้ออกตราสารเป็นผู้ที่รู้ข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าของบริษัทมากที่สุด เป็นต้น ดังนั้นความไม่สมดุลจึงสามารถเกิดขึ้นได้ในหลายบริบท ซึ่งประกอบด้วย 4 บริบท ดังนี้

### 2.1.1 The Winner's Curse

แบบจำลองข้อมูลแบบอสมมาตรที่รู้จักกันดี คือ Rock's (1986) winner's curse ซึ่งประยุกต์มาจาก "Quality Uncertainty and the Market Mechanism" ของ Akerlof's (1970) ได้กล่าวว่า "ผู้ออกหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นที่เสนอขายมากกว่านักลงทุนทั่วไป" ตามทฤษฎีนี้ได้แบ่งนักลงทุนทั่วไปออกเป็นสองกลุ่มคือ กลุ่มที่มีข้อมูลที่จะเสนอซื้อเฉพาะ IPO ที่น่าสนใจเท่านั้น ส่วนกลุ่มที่สองคือ นักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลซึ่งไม่มีการพิจารณาข้อมูล IPO แต่อย่างใด โดยนักลงทุนกลุ่มนี้ย่อมได้รับหุ้นที่ไม่น่าสนใจไว้ทั้งหมด หรืออีกทางหนึ่งคือ กลุ่มนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลจะได้รับการจัดสรรหุ้นที่มูลค่าสูงเกินกว่ามูลค่าแท้จริงของบริษัท ทำให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่ได้รับจะติดลบหรือผลตอบแทนเฉลี่ยขาดทุน ดังนั้นผลตอบแทนที่จัดสรรให้แก่นักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลจะได้รับต่ำกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยหรือผลตอบแทนที่ผิดปกติที่

ได้รับจากการ Underpricing เมื่อผลตอบแทนที่ผิดปกติไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์ นักลงทุนดังกล่าวจะไม่เสนอซื้อ IPO ส่งผลให้ตลาด IPO จะคึกคักเฉพาะกลุ่มของนักลงทุนผู้มีข้อมูลเท่านั้น

สมมติฐานของ Rock คือ สำหรับตลาดแรก (Primary market) อุปสงค์ที่ได้รับจากกลุ่มนักลงทุนที่มีข้อมูลมีไม่เพียงพอสำหรับหุ้นทั้งหมดที่เสนอขาย ตลาดยังต้องการการลงทุนจากกลุ่มนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลด้วย ดังนั้นหากสิ่งที่นักลงทุนที่ไม่มีความรู้ต้องการ คือ ผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการ Underpricing หรือการไม่ขาดทุน หรือเท่าทุน ฉะนั้นการเสนอขายหุ้นทั้งหมดจะต้อง Underpricing เท่านั้น เพราะจะช่วยให้นักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลเข้ามามีส่วนร่วมในตลาด แต่การ Underpricing ไม่ได้แก้ปัญหาการจัดสรรที่ไม่เป็นธรรมต่อนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล นักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลยังคงมีพฤติกรรมแห่ซื้อหุ้น IPO ที่ Underpricing ตามนักลงทุนที่มีข้อมูลเช่นเดิม แม้ว่าได้รับการจัดสรรหุ้นใหม่แล้วก็ตาม ดังนั้น “Underpricing” จึงเป็นสิ่งจำเป็นและต้องการ ซึ่งถูกนำมาทดแทนการจัดสรรหุ้นที่ไม่เป็นธรรมต่อนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล

อีกหนึ่งในสมมติฐานแบบจำลองของ Rock's (1986) winner’s curse คือ บริษัทผู้ออกตราสารย่อมเลือกที่จะเข้ามาหาประโยชน์จากการ underpricing เพราะเป็นวิธีการที่จะทำให้บริษัทผู้ออกตราสารได้ประโยชน์จากนักลงทุนที่มีข้อมูลและไม่มีข้อมูล ผลประโยชน์ดังกล่าวนั้นหมายถึงแหล่งเงินทุนที่บริษัทต้องการนั่นเอง แต่หากมีการจัดสรรหุ้นอย่างเหมาะสมแล้ว นักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลจะไม่ได้รับผลตอบแทนที่ผิดปกติ (ผลตอบแทนที่เกินปกติเป็น 0) สมมติฐานนี้ได้พิสูจน์โดย Koh and Walter’s (1989) ทำการทดสอบความสัมพันธ์ของการจัดสรรหุ้นและผลตอบแทนที่ผิดปกติ ใช้ข้อมูล IPO ในประเทศที่กำหนดกฎเกณฑ์การจัดสรรที่เข้มงวดทั้งสิ้น 66 บริษัท ซึ่งผลของการได้รับการจัดสรรมีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับอัตราการ Underpricing และผลตอบแทนเบื้องต้นเฉลี่ยลดลงอย่างมีนัยสำคัญจาก 27% เป็น 1% หากมีการปรับสัดส่วนสำหรับการจัดสรรหุ้น IPO

### 2.1.2 Information Revelation Theories

ทฤษฎี Information Revelation หรือการทำ Bookbuilding เป็นการออกแบบกลไกหรือเครื่องมือเพื่อให้นักลงทุนเปิดเผยข้อมูลที่เป็นความจริงและเป็นประโยชน์ต่อการเสนอขายหุ้นของผู้จัดการจัดจำหน่าย โดยใช้วิธีการสำรวจความต้องการซื้อขายหลักทรัพย์ (Bookbuilding) ซึ่งเป็นหนึ่งในกระบวนการของการรับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ วิธีนี้ช่วยให้พวกเขาสามารถเก็บรวบรวมข้อมูลจากนักลงทุนทั้งกลุ่มที่มีข้อมูลและไม่มีข้อมูล และนำข้อมูลดังกล่าวมาใช้เพื่อเพิ่มราคาเสนอขายโดยคาดว่าจะเพิ่มขึ้นอีกหลังจากเปิดตลาด วิธีสำรวจความต้องการซื้อขายหลักทรัพย์ (Bookbuilding) จะช่วยให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ได้ใช้ดุลยพินิจในการ

จัดสรร ซึ่งสามารถแทรกแซงการจัดสรรตามสัดส่วนได้เพื่อให้กลไกมีประสิทธิภาพ ตัวอย่างเช่น เพื่อให้เกิดความยุติธรรมแก่ผู้ที่เสนอราคาทุกกลุ่ม ผู้จัดจำหน่ายจะต้องกำหนดให้มีการจัดสรรหุ้นให้กับนักลงทุนรายย่อยด้วย สำหรับเรื่องนี้ถือว่าเป็นเรื่องปกติในยุโรปและเอเชียที่มีกฎเกณฑ์การจัดสรรอย่างเข้มงวด และนำมาใช้ในการกำหนดราคาเสนอขายเพื่อให้สามารถขายหุ้นได้ทั้งหมดด้วยราคาที่ไม่ทำให้ผู้ออกตราเสียประโยชน์จากการขายหุ้นที่ราคาต่ำเกินไป

แต่อย่างไรก็ตามในกรณีที่แรงจูงใจของนักลงทุนไม่สัมพันธ์กับการเปิดเผยข้อมูลแก่ผู้จัดการการจัดจำหน่าย หรือบิดเบือนข้อมูลเพื่อให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้นขายที่ราคาต่ำกว่าอาจจะยิ่งทำให้ราคาเสนอขายสูงขึ้นทำให้นักลงทุนที่มีข้อมูลมีกำไรลดลง หรืออาจจะเสนอราคาที่ต่ำเกินไปจนทำให้ผู้ออกตราสารเสียผลประโยชน์และทำให้ผู้จัดจำหน่ายเองเสียชื่อเสียงก็เป็นได้ Beatty and Ritter (1986) ยิ่งไปกว่านั้นหากนักลงทุนมีแรงจูงใจในการบิดเบือนข้อมูลเพื่อให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้นขายที่ราคาต่ำกว่า

### 2.1.3 Principal – Agent Models

ตัวการ (Principal) คือ ผู้ลงทุนหรือผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของบริษัท และ ตัวแทน (Agent) คือ ผู้บริหารของบริษัทหรือคณะกรรมการบริษัทที่ทำหน้าที่บริหารจัดการองค์กร ได้รับค่าตอบแทนเป็นเงินเดือนและโบนัสต่างๆ Agent Models หมายถึง บุคคลหรือกลุ่มคนเรียกว่าตัวการมีจุดมุ่งหมายอย่างใดอย่างหนึ่งแต่ไม่ได้กระทำการด้วยตัวเอง กลับมอบหมายให้ตัวแทนเป็นผู้ตัดสินใจกระทำการแทน เพื่อสร้างความมั่นใจว่าตัวแทนจะเลือกกระทำการที่จะให้ประโยชน์แก่ตนเองอย่างแท้จริง จึงจำเป็นที่จะต้องสร้างกลไกต่างๆ เพื่อใช้ควบคุม (monitor agent) และมีค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนสำหรับการสร้างกลไก ซึ่งเรียกว่า “agency costs” สำหรับมุมมองของปัญหา agency models of IPO underpricing นั้นเกิดจากความขัดแย้งในประโยชน์ที่มักพบในกระบวนการจัดจำหน่ายของผู้จัดการจัดจำหน่าย

Underpricing เพื่อเอื้อประโยชน์แก่นักลงทุนบางกลุ่ม หรือเจตนาขายหุ้นที่ Underpricing เพราะต้องการเสนอขายหุ้นได้ทั้งหมด ตัวอย่างเช่น ข้อเท็จจริงที่ว่าการ underpricing เป็นตัวแทนการโอนทรัพย์สมบัติหรือผลประโยชน์จากบริษัทไปสู่นักลงทุนที่มีพฤติกรรม rent-seeking behavior[1] โดยการเสนอเงินสินบนเพื่อให้ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO ที่มีการ underpricing ซึ่งเงินสินบนดังกล่าวอาจเป็นรูปแบบของค่าคอมมิชชั่นที่มากเกินไปหรือเงินที่จ่ายให้กับการทำธุรกรรมที่ไม่เกี่ยวข้องกับการจำหน่าย เป็นต้น

---

[1] “rent-seeking behavior” เป็นแนวคิดทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น เมื่อบริษัทพยายามที่จะแสวงหาความมั่งคั่ง โดยไม่ต้องมีส่วนร่วมในการผลิตซึ่งกันและกัน โดยทั่วไปแล้วมักจะเป็นการบริการสังคมที่รัฐบาลสนับสนุนและโครงการบริการสังคม

ค่าธรรมเนียมการจัดจำหน่ายโดยทั่วไปจะคิดเป็นสัดส่วนเดียวกับการเสนอขายหุ้น IPO หรือค่าธรรมเนียมการจัดจำหน่ายผกผันกับการ underpricing คือ หากผู้จัดการจัดจำหน่ายสามารถขายหุ้นได้สูงมากเพียงใด ค่าธรรมเนียมหรือค่าบริการจะสูงขึ้นมากเท่านั้น สิ่งนี้เป็นการสร้างแรงจูงใจให้การ underpricing อยู่ในระดับที่ต่ำ แต่ในบางครั้งค่าธรรมเนียมการจัดจำหน่ายอาจมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการเสนอขายหุ้น IPO ก็สามารถเป็นไปได้ คือ ยิ่ง underpricing มากเท่าใด ค่าตอบแทนการจัดจำหน่ายยิ่งสูงมากเท่านั้น เนื่องจากอาจเป็นไปได้ว่าผู้ออกตราสารยิ่งมีความไม่แน่นอนในมูลค่าของบริษัทมากเท่าใด ยิ่งทำให้เกิดความไม่สมดุลของข้อมูลระหว่างบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มากขึ้นเท่านั้น ซึ่งนั้นเป็นสาเหตุของการ underpricing และค่าบริการของผู้ให้บริการก็จะยิ่งมีค่าธรรมเนียมการจัดจำหน่ายสูงขึ้นด้วยเช่นกัน

#### 2.1.4 Underpricing as a Signal of Firm Quality

กลุ่มสุดท้ายของแบบจำลองข้อมูล asymmetric information models จะตรงข้ามกับสมมติฐานของ Rock ที่อธิบายความไม่สมดุลของข้อมูลระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์และนักลงทุน หากบริษัทมีข้อมูลที่ดีเกี่ยวกับมูลค่าปัจจุบันหรือความเสี่ยงของกระแสเงินสดในอนาคตมากกว่านักลงทุน หากสัญญาณใน the IPO signaling models คือ ราคาเสนอขาย (issue price) ดังนั้นการ underpricing จะถูกใช้เพื่อส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทว่า “True High Value” หรือบริษัทผู้ออกตราสารดังกล่าวมีมูลค่าแท้จริงสูงกว่าราคาเสนอขาย แต่ทั้งนี้บริษัทจะต้องยอมรับว่าบริษัทจะต้องแบกรับค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้นด้วย แต่หากการทำ underpricing หรือส่งสัญญาณได้สำเร็จจะทำให้ผู้ออกตราสารสามารถขายตราสารทุนในเงื่อนไขที่ดีกว่าเดิมในตลาดได้อีกครั้งและได้รับชดเชยค่าใช้จ่ายที่เสียไปในครั้งแรกของการเสนอขายหุ้น

การส่งสัญญาณรวมถึงการเลือกผู้จัดจำหน่ายมีชื่อเสียงที่มาจากคณะกรรมการที่มีคุณภาพโดยเฉพาะอย่างยิ่งมาจากคณะกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร ซึ่งจะทำให้มีบรรทัดฐานและการเปิดเผยข้อมูลให้กับนักลงทุน IPO มากยิ่งขึ้น สมมติว่า กำหนดให้นักลงทุนทั่วไปไม่มีความแตกต่างและมีบริษัทสองประเภทที่แสดงถึงคุณภาพสูงและคุณภาพต่ำ บริษัทหนึ่งที่มีคุณภาพสูงจะมีแรงจูงใจในการส่งสัญญาณที่แสดงถึงคุณภาพสูงเพื่อระดมทุนได้อย่างน่าเชื่อถือมากกว่าบริษัทคุณภาพต่ำมีแรงจูงใจที่จะเลียนแบบสิ่งที่บริษัทคุณภาพสูงทำได้

## 2.2 Institutional Explanations

ประเด็นการหลีกเลี่ยงปัญหาคดีความของผู้ออกตราสารและผู้จัดจำหน่ายตราสาร จึงทำให้บริษัทต่างๆ ตั้งใจขายหุ้นที่ราคา discount เพื่อลดโอกาสที่จะเกิดคดีความฟ้องร้องในภายหลังการเสนอขายหุ้น หากผลประกอบการไม่เป็นไปตามคาดการณ์ จึงมีความเป็นไปได้ว่า “การหลีกเลี่ยงการถูกฟ้องร้องจึงมีผลต่อการ underpricing” ข้อบังคับเรื่องการเปิดเผยข้อมูลที่เข้มงวดทำให้ผู้จัดจำหน่ายและผู้ออกตราสารที่มักจะเกิดในประเทศสหรัฐอเมริกา บริษัทผู้ออกตราสารมีความเสี่ยงจากการถูกฟ้องร้องดำเนินคดีโดยนักลงทุน จากการปกปิดหรือไม่แสดงข้อเท็จจริงที่เป็นสาระสำคัญในหนังสือชี้ชวนการเสนอขายหุ้น IPO ดังนั้นบริษัทต่างๆ จึงจงใจเสนอราคาที่ underpricing เพราะหากมีการดำเนินคดี ย่อมมีค่าใช้จ่ายจากการดำเนินคดีเป็นจำนวนมาก เช่น ค่าเสียหายจากการฟ้องร้อง ค่าธรรมเนียมในการดำเนินงาน เป็นต้น ยังส่งผลกระทบในทางลบต่อความน่าเชื่อถือของธนาคารเพื่อการลงทุน และสุดท้ายจะส่งผลกระทบต่อการออกหุ้นใหม่ในอนาคตอีกด้วย

ประเด็นที่สอง คือ Institutional Approach กล่าวถึงการกำหนดแนวทางการประเมินราคาของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ โดยหนึ่งในงานของผู้จัดการการจัดจำหน่าย คือ การรักษาเสถียรภาพของราคาเพื่อไม่ให้ราคาลดลงภายในวันหรือภายในสัปดาห์ในตลาดรอง (after-market) ตัวอย่าง ในประเทศสหรัฐอเมริการวมถึงอีกหลายๆประเทศ เรื่องของรักษาเสถียรภาพของราคานั้นเป็นเรื่องถูกต้องตามกฎหมาย ซึ่งมีเพียงเล็กน้อยเท่านั้นที่กำหนดราคา overpricing

ประการที่สาม คือ ข้อได้เปรียบทางภาษีกับการเสนอขายหุ้นที่ราคาต่ำ การแลกเปลี่ยนระหว่างสิทธิประโยชน์ทางภาษีและการประหยัดต้นทุน ผู้บริหารอาจจะเสนอราคาที่สูงหรือต่ำกว่าก็ได้แล้วแต่สถานการณ์

## 2.3 Ownership and Control

โครงสร้างบริษัทย่อมเปลี่ยนแปลงไปเมื่อบริษัทเข้าสู่ความเป็นสาธารณะ โดยจะต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในเรื่องของการดำเนินงานที่โปร่งใสและตรวจสอบได้ ยกตัวอย่างเช่น แต่เดิมเจ้าของบริษัทเป็นผู้บริหารและกำหนดแนวทางการดำเนินงาน เมื่อเข้าสู่ความเป็นสาธารณะ บริษัทจะต้องแยกความเป็นเจ้าของออกจากการบริหารงานภายในของบริษัท โดยการจ้างผู้บริหารมืออาชีพเข้ามาทำหน้าที่หรือเป็นตัวแทนของบริษัทในการบริหารงาน กำหนดแนวทางการดำเนินงานเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ส่วนรวม และเป็นไปตามเงื่อนไขการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในด้านความโปร่งใส ตรวจสอบได้ และการควบคุมไม่เกิดการเอาเปรียบนักลงทุนในตลาดหรือผู้ถือหุ้นรายอื่น ดังนั้นบริษัทจึงต้องจ้างผู้บริหารมืออาชีพเข้ามาทำหน้าที่หรือเป็นตัวแทนของบริษัทในการบริหารงาน ซึ่งจะทำให้เกิดปัญหา agency problem ตามมา

และเป็นหนึ่งในแนวทางอธิบายการเกิด Underpricing โดยใช้ Agency cost approach แต่อย่างไรก็ตามหน้าที่ของผู้บริหารย่อมมีเจตนาปกป้องผลประโยชน์ของบริษัทจากการควบคุมจากภายนอกหรือ Takeover ด้วยเช่นกัน ดังนั้น ในทฤษฎี Ownership and Control จึงมี 2 แนวทางในการธิบายหนึ่งในแนวทาง ดังนี้

1) ผู้จัดการหรือฝ่ายบริหารของบริษัทใช้กลยุทธ์ “Underpricing” โดยมีเจตนาปกป้องผลประโยชน์ภายในของบริษัทเมื่อบริษัทต้องเข้าสู่ความเป็นสาธารณะ เพื่อสร้างอุปสงค์ส่วนเกินจนกระทั่งต้องมีการกำหนดการจัดสรรหุ้นให้แก่นักลงทุน โดยจงใจหลีกเลี่ยงการจัดสรรหุ้นไปให้กลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือจงใจหลีกเลี่ยงการจัดสรรแก่กลุ่มนักลงทุนที่ซื้อขายคราวละมากๆ

2) “Underpricing” คือ การลด agency cost ที่มาจากแนวคิด “agency cost approach” ในแง่ที่ว่า “Underpricing” จะทำให้เกิดอุปสงค์ส่วนเกินสูงมาก จนกระทั่งไม่สามารถแบ่งหุ้นดังกล่าวไปให้กับผู้บริหารภายในบริษัทได้ เพื่อลดปัญหาการแยกหน้าที่และความรับผิดชอบที่ไม่สมบูรณ์ของฝ่ายบริหารกับผู้เป็นเจ้าของ ซึ่งจะนำมาสู่การเพิ่มขึ้นของ agency cost ตัวอย่างเช่น หากไม่สามารถแยกความความเป็นเจ้าของและการควบคุมได้อย่างสมบูรณ์ ทำให้บริษัทต้องแบกรับ agency cost สูงขึ้นจากความขัดแย้งของผลประโยชน์ที่จะเกิดขึ้นระหว่างการปฏิบัติหน้าที่เพื่อให้เกิดมูลค่าหุ้นสูงสุดในอนาคต (maximizing expected shareholder value) หรือการบริหารงานเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่บริษัท(maximize the expected private utility) โดย agency cost ที่เพิ่มขึ้น เช่น พฤติกรรมการไม่แสวงหาประโยชน์สูงสุดแก่บริษัท, ปริมาณหุ้น IPO ที่ออกสู่สาธารณะลดลง และอาจจะทำให้ราคาหุ้นต่ำลงในตลาดรองหรือ Overpricing เป็นต้น

## 2.4 Behavioral Explanations

นักลงทุนมีการเรียนรู้เกี่ยวกับมูลค่าหุ้นของบริษัทผู้ออกตราสารด้วยการสังเกตพฤติกรรมของนักลงทุนรายอื่น ๆ และจะลงทุนในทิศทางเดียวกัน หรือนักลงทุนมีพฤติกรรมการลอกเลียนแบบมาจากนักลงทุนรายอื่นๆ ในตลาด ถึงแม้ว่านักลงทุนแต่ละคนอาจจะมีความเชื่อมั่นก่อนหน้าเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของการเสนอขายหุ้น IPO หรือได้รับข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นนั้นๆ แต่เมื่อข้อมูลหรือการตัดสินใจของนักลงทุนนั้นถูกครอบงำด้วยพฤติกรรมของนักลงทุนรายอื่น ๆ ในตลาด ดังนั้นเพื่อให้นักลงทุนตัดสินใจว่าจะซื้อ IPO หรือไม่ หุ้นดังกล่าวจะต้อง Underpricing เพราะจะทำให้กลุ่มนักลงทุนที่มีพฤติกรรมลอกเลียนแบบจะทำการจองซื้อหุ้นตามกลุ่มของนักลงทุนที่มีข้อมูล

ตลาด IPO เป็นกรณีศึกษาที่ดีในการศึกษาผลกระทบของนักลงทุนที่ไม่มีเหตุผลต่อราคาหุ้น บริษัทที่ไม่เคยมีการเสนอขายหุ้นมาก่อน มักจะมีแนวโน้มที่จะตั้งราคาแบบไม่มีข้อมูลและไม่มีที่มาที่ไป ดังนั้นผู้ซื้อหรือนักลงทุนจึงยากที่จะประเมินราคาและหาเหตุผลเพื่ออธิบายการประเมินราคาตลาดของหุ้น IPO

## 2.5 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies)

Ritter (1984), Beatty and Ritter (1986), Nanda and Yun (1997) และ Dunbar (2000) มีผลการศึกษาในแนวทางเดียวกันที่ว่า “ยิ่งบริษัทมีความไม่แน่นอนในมูลค่าที่แท้จริง นักลงทุนยิ่งต้องการผลตอบแทนเบื้องต้นสูงเท่านั้น” การศึกษาเชิงประจักษ์ส่วนใหญ่เกี่ยวกับการเสนอขายหุ้น IPO underpricing มักจะทดสอบตัวแปรทั้งสิ้น 4 กลุ่ม คือ 1)ลักษณะบริษัท เช่น อายุบริษัท (Ritter (1984), Megginson และ Weiss (1991), Ljungqvist และ Wilhelm (2003)) เป็นต้น , 2)ลักษณะการเสนอขาย เช่น ใบบันทึกการขาย (Ritter (1984)) เป็นต้น , 3)ลักษณะการเปิดเผยหนังสือชี้ชวน เช่น การเสนอขายหุ้น IPO ตามที่เปิดเผยในหนังสือชี้ชวน (Beatty and Ritter (1986)) และจำนวนของปัจจัยเสี่ยงที่ระบุไว้ในหนังสือชี้ชวน (Beatty and Welch (1996)) เป็นต้น 4)ตัวแปรหลังการขาย เช่น ปริมาณการซื้อขาย (Miller and Reilly (1987)), ความผันผวน (Ritter (1984, 1987)) เป็นต้น การศึกษาของ Beatty and Ritter's (1986) ในประเทศสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี1977 – 1982 จำนวน 1,028 หุ้น ทดสอบตัวแปรทั้ง 4 กลุ่มข้างต้นเช่นกัน พบว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จงใจออกตราสารที่ Underpricing เพื่อป้องกันไม่ให้นักลงทุนที่ไม่ทราบข้อมูลออกจากตลาด

หนึ่งในทฤษฎีของ Rock Winner’s Curse แสดงให้เห็นว่า “Underpricing” นั้นเป็นสิ่งจำเป็นและต้องการเพื่อนำมาชดเชยการจัดสรรหุ้นที่ไม่เป็นธรรม ซึ่ง Koh and Walter’s (1989), Levis (1990), Keloharju (1993), Kirsh (2003), Amihud , Hauser and Kirsh (2003) ได้ทำการศึกษาและเห็นพ้องกันว่า การจัดสรรอย่างเหมาะสมทำให้อัตราการ underpricing ลดลง โดยสมมติฐานของ Koh and Walter’s (1989) คือ เมื่อมีการปรับปรุงการจัดสรรอย่างเหมาะสมผลตอบแทนเบื้องต้นที่สูงกว่าปกติจะหมดไป ซึ่งในตลาดสิงคโปร์ช่วงเวลาระหว่างปี 1970 และ 1980 หากเกิด “Oversubscription”[1] การจัดสรรจะถูกกำหนดให้เป็นแบบสุ่มเลือก (random ballot) ทำให้นักลงทุนสองคนที่เสนอราคาสำหรับจำนวนหุ้นเท่ากันมีโอกาสเท่าเทียมกันที่จะได้รับจัดสรร Koh and Walter’s (1989) จึงทำการศึกษาหุ้น IPO ทั้งสิ้น 66 บริษัทในประเทศสิงคโปร์ พบว่าสมมติฐานการ

[1]“Oversubscription” คือ สถานการณ์ที่นักลงทุนแสดงความสนใจอย่างมากในหลักทรัพย์ใหม่หรือเกิดอุปทานส่วนเกิน

ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO มีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับการ Underpricing และผลตอบแทนเริ่มต้นเฉลี่ยลดลงจาก 27% เป็น 1% เมื่อได้รับการจัดสรรอย่างเหมาะสม

ถ้าหากไม่ปรากฏความหลากหลายหรือไม่เกิดความแตกต่างระหว่างกลุ่มของนักลงทุนจะไม่เกิดปรากฏการณ์ underpricing และทฤษฎี Rock's (1986) winner's curse Model จะไม่เป็นจริง ดังนั้น Michaely and Shaw (1994), (Booth and Smith (1986), Carter and Manaster (1990) เสนอแนวทางเพื่อลดการ underpricing คือ การจ้างผู้จัดการการจัดจำหน่าย หรือผู้ตรวจสอบบัญชีที่มีชื่อเสียง (Titman and Trueman (1986)) เพื่อรับรองคุณภาพของการออกตราสารหรือเพื่อลดปัญหา adverse selection[2] เช่นเดียวกับการศึกษาของ Habib และ Ljungqvist (2001) ในประเทศสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี 1991ถึง 1995 จำนวน 1,409 หุ้น IPO พบว่าผู้ออกตรามีแรงจูงใจที่ลดความไม่สมดุลของข้อมูลและปัญหาของ adverse selection ระหว่างนักลงทุนที่มีข้อมูลและไม่มีข้อมูล เพราะประโยชน์จากการ underpricing ไม่สามารถชดเชยการสูญเสียความมั่งคั่งของบริษัทผู้ออกตราสารได้ ผู้ออกตราสารจึงยอมจ่ายเงินเพิ่มสูงขึ้น ในการเลือกผู้จัดจำหน่ายตราสารที่มีชื่อเสียง เนื่องจากหวังว่าผู้ออกตราสารจะสามารถกระจายข้อมูลข่าวสารไปยังนักลงทุนทั้งสองกลุ่มเพื่อลดการ underpricing ได้ โดยวัดความมีชื่อเสียงของผู้จัดการจัดจำหน่ายจากส่วนแบ่งการตลาด (Carter and Manaster (1990), Megginson and Weiss (1991) และ Jay Ritter) สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาโดย Ljungqvist, Jenkinson และ Wilhelm (2003) ใช้ข้อมูล 65 ประเทศ แสดงให้เห็นว่าการ underpricing จะลดลงโดยเฉลี่ย 41.6% เมื่อ U.S. banks นั้นเข้ามาเป็นผู้จัดจำหน่าย โดยธนาคารเหล่านี้เรียกเก็บค่าธรรมเนียมการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่สูงมาก และในรายที่เลือกใช้ผู้จัดจำหน่ายท้องถิ่น พบว่า 73% ของผู้ออกตราสารจะได้รับเงินน้อยลงจากการระดมทุนครั้งแรกเนื่องจากการที่หุ้นนั้น Underpricing ในทางกลับกัน Loughran และ Ritter (2003) และ Beatty and Welch (1996) ทำการศึกษาระหว่างปี 1970และ 1980 พบความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามระหว่างผู้จัดจำหน่ายที่มีชื่อเสียงกับการ Underpricing โดย Beatty and Welch (1996) ศึกษาหุ้น IPO จำนวน 823 หุ้นในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่ายิ่งผู้จัดการจัดจำหน่ายที่มีชื่อเสียงมาก ยิ่งมีความเกี่ยวข้องกับการ underpricing มากขึ้น เนื่องจากพบว่าธนาคารใช้กลยุทธ์ underpricing เพื่อเสริมสร้างความมั่งคั่งให้แก่ตนเอง หรือให้แก่กลุ่มผู้ลงทุนของตน และลดกฎเกณฑ์บางประการเพื่อเอื้อประโยชน์ต่อผู้ออกตราสารในการออกจำหน่ายหุ้น IPO

---

[2]Adverse selection คือ การเลือกที่ไม่พึงประสงค์เมื่อผู้ขายมีข้อมูลที่ผู้ซื้อไม่มีหรือมีปัญหาคุณภาพของผลิตภัณฑ์ ในด้านเศรษฐศาสตร์การประกันภัย และการจัดการความเสี่ยง การเลือกที่ไม่พึงประสงค์เป็นสถานการณ์ตลาดที่ผู้ซื้อและผู้ขายมีข้อมูลที่แตกต่างกันหรือไม่เท่ากัน อาจจะเป็นผู้ซื้อที่มีข้อมูลคุณภาพผลิตภัฑณ์ดีกว่าผู้ขายหรือผู้ขายมีข้อมูลคุณภาพผลิตภัฑณ์ดีกว่าผู้ซื้อย่อมเป็นไปได้ ทั้งผู้ซื้อและผู้ขายอาจมีส่วนร่วมในการเลือกซื้อและขาย โดยอำนวยประโยชน์ต่อพวกเขามากที่สุด ตัวอย่างที่เห็นกัน คือ Lemon Market หรือตลาดสินค้ามือสองนั้นเอง (Akerlof's (1970))

Benveniste-Spindt 1989 Cornelli 2003 และ Goldreich (2001) ศึกษาในตลาดยุโรป และมีความเห็นคล้ายคลึงกันเกี่ยวกับการสำรวจความต้องการของผู้จัดจำหน่าย Cornelli 2003 ศึกษาการจดทะเบียน IPO ข้ามชาตินอกประเทศสหรัฐอเมริกามากกว่า 37 ประเทศของธนาคารเพื่อการลงทุนชั้นนำ โดยพบว่าการเสนอราคาสูงสุดที่กลุ่มนักลงทุนที่มีข้อมูลเต็มใจจ่าย (price-limited bids) หรือมีการเสนอราคาจองที่มีการแก้ไข (Subsciption price revisions) โดยเฉพาะกรณีแก้ไขราคาให้สูงขึ้น พบว่า 19% ของทั้งสองกรณีจะได้รับการจัดสรร Lowry and Schwert (2004), Edelen และ Kadlec (2004) พบความสัมพันธ์ของการแก้ไขราคาจองที่มีการแก้ไข (Subsciption price revisions) กับการ underpricing ซึ่งเป็นการปรับราคาบางส่วนเพื่อชดเชยให้กับนักลงทุนที่ยอมเปิดเผยข้อมูลและราคาที่ปรับนั้นมักจะ underpricing และพบว่าคุณสมบัติของผู้เสนอราคาและผู้เสนอราคาอยู่เป็นประจำจะได้รับการจัดสรรหุ้นสูงกว่าผู้ที่เสนอราคาเป็นครั้งคราว แต่ผลลัพธ์ของ Jenkinson and Jones (2004) เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดสรรและการเสนอราคา ซึ่งให้ข้อมูลแตกต่างจาก Cornelli และ Goldreich ในหลาย ๆ ด้าน เนื่องจากตัวแปรการเสนอราคา Price- limited bids นั้นหายากในทางปฏิบัติ ไม่มีความเกี่ยวข้องกับการจัดสรรที่เหมาะสม และธนาคารหรือผู้จัดจำหน่ายมีความแตกต่างกัน เช่น ธนาคารขนาดใหญ่สามารถดึงข้อมูลในตลาด IPO ได้มากกว่าขนาดเล็ก เป็นต้น

Ljungqvist และ Wilhelm (2003) Ljungqvist (2003) ศึกษาบทบาทของค่าตอบแทนผู้จัดจำหน่ายตราสาร หรือ underwriter ในการลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างบริษัทที่ออกสู่สาธารณะและผู้จัดจำหน่ายตราสาร โดยการกำหนดค่าตอบแทนของการจัดจำหน่ายขึ้นอยู่กับมูลค่าของผู้ออกตราสารมากขึ้น Ljungqvist (2003) ศึกษาจากการทำสัญญาค่าคอมมิชชั่นที่สูงขึ้นในกลุ่มตัวอย่าง IPO ขนาดใหญ่ในสหราชอาณาจักรระหว่างปี 1991 - 2002 พบว่าผลตอบแทนเบื้องต้นลดลงอย่างมีนัยสำคัญเมื่อค่าตอบแทนการจัดจำหน่ายถูกควบคุม ดังนั้นการกำหนดเงื่อนไขในสัญญาค่าคอมมิชชั่นมีผลต่อการกำหนดราคา IPO ของ underwriters ยิ่งกว่านั้นผลลัพธ์เชิงประจักษ์ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานได้อย่างน่าเชื่อถือว่า ค่าตอบแทนหรือแรงจูงใจนั้นเหมาะสมที่สุดเพื่อให้สัญญามีประสิทธิภาพ หลักฐานในงานวิจัยของ Ljungqvist และ Wilhelm (2003) สนับสนุนว่ายิ่งการถือหุ้นของวาณิชธนกิจ (underwriter) ยิ่งต่ำเท่าไร ยิ่งให้ผลตอบแทนภายในวันแรกต่ำเท่านั้น

การส่งสัญญาณ Underpricing ทำให้ผู้ออกตราสารสามารถขายตราสารทุนในเงื่อนไขที่ดีกว่าในตลาดรอง Jegadeesh, Weinstein, Welch (1993), Michaely and Shaw (1994) ได้ศึกษาโดยใช้ข้อมูลระหว่างปี 1980 - 1986 พบว่าหุ้นที่พบการ Underpricing มีแนวโน้มระดมทุนอีกครั้งภายหลังการออกหุ้นครั้งแรก ภายใต้สมมติฐานที่ว่าบริษัทที่ออกหุ้น underpricing มีแนวโน้มที่จะ

ออกหุ้นเพิ่มทุนในภายหลังมากกว่าหุ้นที่ overpricing และบริษัทที่ออกหุ้น underpricing มีแนวโน้มกลับสู่ตลาดอีกครั้งเร็วกว่าบริษัทที่ออกหุ้น overpricing

Tinic (1988), Hughes and Thakor (1992), และ Hensler (1995) ให้เหตุผลตรงกันว่าการที่บริษัทผู้ออกตราสารจงใจทำให้หุ้น underpricing เพื่อเป็นการรับประกันว่าบริษัทจะไม่ถูกดำเนินคดีหลักทรัพย์ จึงเกิดการแลกเปลี่ยนกันระหว่างความน่าจะเป็นที่บริษัทจะถูกฟ้องร้องกับการลดรายรับของบริษัทลงหรือทำให้หุ้นนั้น underpricing กล่าวคือ ยิ่งราคา IPO สูงก็จะยิ่งเสี่ยงต่อการถูกฟ้องร้องมากด้วย ในทางกลับกันหากบริษัทจงใจขายหุ้นด้วยราคาต่ำลงบริษัทย่อมมีความเสี่ยงจากการฟ้องร้องลดลงเช่นกัน

ความสัมพันธ์และความเชื่อมโยงระหว่างความเป็นเจ้าของและผู้บริหาร สามารถจำแนกแนวทางได้หลายแนวทาง Jensen and Meckling (1976), Brennan and Franks (1997) และ Stoughton and Zechner's (1998) พยายามให้เหตุผลกับความสัมพันธ์ดังกล่าวภายใต้แนวคิด "agency cost approach" ซึ่ง Brennan and Franks (1997) และ Stoughton and Zechner's (1998) มีความเห็นคล้ายกันในเรื่องของการลด agency cost และการควบคุมการบริหารจัดการด้วยการ "Underpricing" รูปแบบการทดสอบของ Brennan–Franks (1997) คือ ศึกษาจาก 69 IPO ในประเทศสหราชอาณาจักร บริษัทจงใจขายหุ้นที่ Underpricing เพื่อให้เกิดจากอุปสงค์ส่วนเกิน จะได้กระจายความเป็นเจ้าของออกไปให้มากขึ้นเพื่อปกป้องผลประโยชน์ของผู้เป็นเจ้าของและบริษัทจะได้เข้าไปจัดสรรหุ้นให้กับนักลงทุนโดยจงใจหลีกเลี่ยงกลุ่มนักลงทุนรายใหญ่ (Large bids) และบุคคลภายในบริษัทเอง เช่น ฝ่ายบริหาร และกรรมการบริษัท เป็นต้น ซึ่งผลการศึกษาระหว่าง Large bids กับ Small bids แตกต่างอย่างชัดเจน ผลกระทบที่เกิดขึ้นจาก Small bids พบว่า มีการเปลี่ยนกรรมสิทธิ์การถือครองหุ้นในเวลา 7 ปีหลังจากการขายหุ้นครั้งแรก ในทางกลับกันผลกระทบที่เกิดขึ้นจาก Large bids พบว่ายังคงเป็นผู้ถือหุ้นรายเดิม

Field and Karpoff (2002) พบว่าบริษัทชั้นนำในสหรัฐอเมริกาได้เตรียมการรับมือการถูกครอบครองกิจการก่อนที่จะออกสู่สาธารณะไว้ก่อนแล้ว เช่น การออกหุ้นที่ไม่มีสิทธิ์ออกเสียง เป็นต้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งการเปิดเผยข้อมูลภายในสู่สาธารณะและจะส่งผลให้กลไกการควบคุมภายในของบริษัทลดน้อยลงตามลำดับ อาทิเช่น การลดทอนอำนาจการควบคุมของผู้เป็นเจ้าของเดิมและจ้างผู้บริหารมืออาชีพมาบริหาร เป็นต้น ดังนั้นไม่น่ามีความเป็นไปได้ว่าการเกิด Underpricing จะเป็นคำอธิบายเดียวของการคุ้มครองผลประโยชน์ภายในบริษัท ต่อมา Field and Sheehan (2004) พบว่า ไม่มีความสัมพันธ์กันเลยในการกีดขวางการซื้อขายหุ้นปริมาณที่มากกับระดับการ Underpricing

Purnanandam และ Swaminathan (2003) ให้การสนับสนุนการคาดการณ์ว่า บริษัทที่จะออกสู่สาธารณะในช่วงตลาดร้อนแรงจะเกิด Overpricing ทั้งราคาขายวันแรกและราคาเสนอขาย (Subcription Price) ซึ่งเกิดจาก 2 สมมติฐาน คือ เรื่องของความเชื่อมั่นนักลงทุนและข้อจำกัดในการซื้อขาย IPO ล่วงหน้า (Short-sale) เมื่อเทียบกับบริษัทในอุตสาหกรรมหลายแห่งในปี 1980 - 1997 IPO นั้นมีการ overpriced ที่ราคาเสนอขาย ถึง 50% ซึ่งต่อมาภายหลังมักจะ underperform หรือราคาในวันแรกต่ำกว่าราคาเสนอขาย Cook, Jarrell และ Kieschnick (2003) ปรับปรุงการวิเคราะห์ของ Purnanandam และ Swaminathan (2003) โดยการปรับเงื่อนไขบางประการในช่วง Hot market และ cold markets พบว่าบริษัทที่เสนอขายหุ้น IPO ในมูลค่าที่สูงมีเฉพาะในตลาดร้อนแรงเท่านั้น ซึ่งสอดคล้องกับรูปแบบของ Ljungqvist, Nanda และ Singh (2004) นอกจากนี้ยังแสดงให้เห็นอีกว่าการเสนอขาย IPO ที่ได้รับความนิยมสูงจากสถาบันสู่นักลงทุนรายย่อย เมื่อเวลาผ่านไปผลตอบแทนเริ่มต้นที่สูงจะลดลงตามลำดับ เนื่องจากปริมาณซื้อสุทธิของนักลงทุนรายย่อยลดลง จนในที่สุดส่งผลให้ประสิทธิภาพลดลงในช่วง 6 ถึง 12 เดือนแรกหลังจากการเสนอขายหุ้น

James and Valenzuela (2019) ประเทศอเมริกา หุ้น IPOs ระหว่างปี 1999 ถึง 2016 วิธีการที่ประยุกต์ใช้ในตลาดที่ประกอบไปด้วยผู้ออกตราสาร ผู้จัดจำหน่าย และนักลงทุน ซึ่งในแต่และส่วนประกอบมีความรู้ที่ไม่เท่าเทียมกันหรือมีความขัดแย้งของข้อมูลข่าวสารในแต่ละกลุ่ม ในตลาดแข่งขันสมบูรณ์ผลตอบแทนเบื้องต้นของผู้ออกตราสารขึ้นอยู่กับ 2 องค์ประกอบ คือ เงื่อนไขการกำหนดราคาที่เกี่ยวข้องกับวิธีการรับประกันที่ดีที่สุดของผู้จัดจำหน่าย และพื้นฐานของผู้ออกตราสาร (Issuer fundamentals) สรุปได้ว่าเงื่อนไขการกำหนดราคาของผู้จัดจำหน่าย คือ ใช้กฎการจองซื้อหุ้น IPOs และกำหนดราคาที่ downsize risk ซึ่งจะถือว่าราคาดังกล่าวเป็นราคา ณ จุดดุลภาพในส่วนของพื้นฐานหุ้นในตลาดที่มีประสิทธิภาพ พบผลตอบแทนเริ่มต้นโดยเฉลี่ยที่สูงมาก 75.30% ในหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีในช่วง DotCom Boom ของปี 1999 ถึง 2000 จากผลตอบแทนเริ่มต้นโดยเฉลี่ยของตลาด IPO อยู่ที่ 76.74%

# บทที่ 3
# ข้อมูลที่ใช้ สมมติฐาน และวิธีการทางสถิติ

## 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ระหว่างปี 2555 - 2560 ที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก (IPO) หลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) จำนวน 88 หุ้น มีมูลค่าหลักทรัพย์รวม 172,320 ล้านบาท ในปี 2556 มีมูลค่าระดมทุนสูงสุด 44,979 ล้านบาท ซึ่งในปี 2556 เป็นหุ้นกลุ่มทรัพยากรทั้งหมด แสดงตามตารางที่ 3.1

ในการศึกษานี้ได้ทำการศึกษาโดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ ซึ่งประกอบด้วยแหล่งที่มาจาก 2 แหล่ง ประกอบด้วย

1. ฐานข้อมูล Market Microstructure ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ ข้อมูลรายการซื้อขายภายในวัน (Deal transaction data) ของหุ้นทั้งหมด รวมถึงหุ้น IPO ที่ต้องการนำมาศึกษา

2. Website ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ ข้อมูลรายละเอียดของบริษัท ราคาเสนอขายหุ้น IPO มูลค่าระดมทุน และมูลค่าหลักทรัพย์ ณ ราคา IPO

ตารางที่ 3.1 ข้อมูลบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ที่นำมาประกอบการศึกษาแยกเป็นรายปีตั้งแต่ปี 2551 – 2560

| ปี | MAI | | | |
|---|---|---|---|---|
| | มูลค่าระดมทุน (ล้านบาท) | มูลค่าหลักทรัพย์ (ล้านบาท) | จำนวนหุ้น IPO | % share of Observation |
| 2551 | - | - | - | 0%* |
| 2552 | - | - | - | 0%* |
| 2553 | - | - | - | 0%* |
| 2554 | - | - | - | 0%* |
| 2555 | 2,482 | 10,187 | 10 | 11% |
| 2556 | 8,017 | 44,979 | 15 | 17% |
| 2557 | 9,916 | 40,834 | 20 | 23% |
| 2558 | 4,585 | 18,730 | 13 | 15% |
| 2559 | 5,912 | 21,902 | 13 | 15% |
| 2560 | 8,733 | 35,688 | 17 | 19% |
| **Total** | **39,645** | **172,320** | **88** | 100% |

* เนื่องจากฐานข้อมูล Market Microstructure ของตลาดหลักทรัพย์ ไม่มีข้อมูลรายการซื้อขายภายในวัน (Deal transaction data) จึงไม่สามารถนำมาศึกษาได้

1. "มูลค่าหลักทรัพย์" เป็นข้อมูล ณ วันที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

2. "มูลค่าระดมทุน" คำนวณจากหุ้นทั้งหมดที่ขายให้กับประชาชนทั่วไป (หุ้นเพิ่มทุน และหุ้นจัดสรรส่วนเกิน) และการเสนอขายตามโครงการ ESOP

## 3.2 สมมติฐานที่ใช้

จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมา ผู้วิจัยได้สังเกตเห็นว่ามีประเด็นที่น่าสนใจในการตั้งสมมติฐาน ดังนี้

1. นักลงทุนที่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO จะสามารถทำกำไรได้จากการขายหุ้นในระหว่างวันแรกในทุกช่วงเวลา(เปิด-ปิดตลาด) และนักลงทุนที่ไม่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO จะไม่สามารถทำกำไรได้เลยจากการซื้อขายหุ้น IPO ภายในวันแรก (Cheng W., Cheung Y. and Po K., 2004)

2. รูปแบบความผันผวนจะมีลักษณะรูปแบบเป็นรูปตัว U (Cheng W., Cheung Y. and Po K., 2004)

3. การซื้อขายหุ้น IPO ภายในวันแรกจะมีผู้ซื้อเป็นผู้ชักนำตลาด (Buy Initiated) ในช่วงเวลาเริ่มต้นของการซื้อขาย และช่วงเวลาต่อมาจนถึงช่วงเวลาปิดตลาดภายในวันแรก จะมีผู้ขายเป็นผู้ชักนำตลาด (Sell Initiated) (Hanafi M. M., 2018)

4. อัตราผลตอบแทนที่สูงที่สุดของนักลงทุนที่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO ในระยะเวลา 30 วัน จะมีค่ามากที่สุดในวันแรก

## 3.3 วิธีการทางสถิติ

การศึกษานี้ใช้การบรรยายสถานการณ์หรือเหตุการณ์ (Event Study) ที่เกิดขึ้นของรายการซื้อและขายหุ้น IPO หรือสถิติเชิงแบบพรรณา (descriptive) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ประกาศขายครั้งแรกในตลาดรอง (Secondary market) แบ่งข้อมูลดังกล่าวออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้

### 3.3.1 การศึกษาข้อมูลภายใน (Intraday data) วันแรกที่เริ่มเปิดทำการซื้อขายในตลาดรอง (Secondary market)

การศึกษานี้จะศึกษาอัตราผลตอบแทนระยะสั้น ความผันผวนของราคาซื้อขายในระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO และพฤติกรรมการซื้อขายในแต่ละช่วงเวลาของหุ้น IPO ที่ทำการซื้อขายภายในวันแรก โดยใช้ข้อมูลที่มีความถี่สูง (Intraday data) ที่เกิดขึ้นภายในวันของการซื้อขาย ซึ่งจะแบ่งข้อมูลการซื้อขายออกเป็นช่วงเวลา ช่วงละ 5 นาที ดังนั้นในระหว่างวันข้อมูลการซื้อขายจะถูกแบ่งออกเป็นทั้งสิ้น 54 ช่วงเวลา และเพื่อให้เข้าใจพฤติกรรมการซื้อขายในตลาดได้ดียิ่งขึ้นในมุมมองทั้งแบบภาพรวมและแยกรายอุตสาหกรรม โดยจะศึกษาทั้งแบบภาพรวมทั้งตลาดซึ่งแบ่งเป็น SET กับ mai และศึกษาแบบแยกย่อยรายอุตสาหกรรมโดยแต่ละอุตสาหกรรมจะแบ่งออกเป็นตลาด SET และตลาด mai มีสมการในการคำนวณ ดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนระยะสั้น การคำนวณอัตราผลตอบแทนระยะสั้นคำนวณโดยการหาลอการิทึมของราคาสุดท้ายของหุ้น IPO ที่ถูกจับคู่ ณ จุดช่วงเวลา หารด้วยราคาเริ่มต้นของหุ้น IPO ที่ถูกจับคู่ ณ จุดช่วงเวลา ตามสมการด้านล่าง

$$\text{Return}_i = log\left(\frac{\text{Final Price}_i}{\text{First Price}_i}\right)$$

โดยที่

$\text{Return}_i$ คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้น IPO ในช่วงเวลาที่ i

$\text{Final Price}_i$ คือ ราคาสุดท้ายของหุ้น IPO ที่ถูกจับคู่ ในช่วงเวลาที่ i

$\text{First Price}_i$ คือ ราคาเริ่มต้นของหุ้น IPO ที่ถูกจับคู่ ในช่วงเวลาที่ i

นำอัตราผลตอบแทนระยะสั้นที่ได้จากการคำนวณ (รายหุ้น) นำมาเฉลี่ยทุก ๆ 5 นาที ดังนั้นจะได้อัตราผลตอบแทนระยะสั้นเฉลี่ยทั้งสิ้น 54 ค่า ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนสะสมสามารถคำนวณได้ด้วยการรวมกันหรือสามารถคำนวณอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยได้ด้วยการหารกันของอัตราผลตอบแทนระยะสั้นจากกฎของลอการิทึม

สำหรับการศึกษาแยกรายอุตสาหกรรม เนื่องจากบางอุตสาหกรรมมีปริมาณข้อมูลที่น้อย จึงเลือกใช้การวิเคราะห์ถดถอยพหุโดยใช้ตัวแปรหุ่น (Multiple regression with dummy virable) ในการคำนวณ

2. ความผันผวน (Parkinson's Method) ความผันผวนคำนวณโดยใช้หลักการ Parkinson's Method โดยหาลอการิทึมของราคาสูงสุดของหุ้น IPO หารด้วยราคาต่ำที่สุดของหุ้น IPO ที่ถูกจับคู่ ณ จุดช่วงเวลาแต่ละช่วงเวลา (5 นาที) เป็นจำนวน 54 ช่วงเวลาตามสมการในการคำนวณค่าความผันผวนเฉลี่ยสามารถคำนวณจากการหารกันได้เลย เนื่องจากกฎของลอการิทึม

$$\text{Volatility}_i = log\left(\frac{\text{Highest Price}_i}{\text{Lowest Price}_i}\right)$$

โดยที่

$\text{Volatility}_i$ คือ ความผันผวนของราคาหุ้น IPO ในช่วงเวลาที่ i

$\text{Highest Price}_i$ คือ ราคาสูงสุดของหุ้น IPO ที่ถูกจับคู่ ในช่วงเวลาที่ i

$\text{Lowest Price}_i$ คือ ราคาต่ำที่สุดของหุ้น IPO ที่ถูกจับคู่ ในช่วงเวลาที่ i

3. พฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุน โดยศึกษาจากการเป็นผู้นำตลาดของนักลงทุน (Hanafi M. M., 2018) ในการศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุน จะศึกษาจากการเป็นผู้นำตลาดของนักลงทุน ในการจับคู่กันของรายการคำสั่งซื้อและขาย หากรายการคำสั่งขายเกิดขึ้นหลังจากคำสั่งซื้อ จะถือว่ารายการนั้นมีผู้ขายเป็นผู้ชักนำตลาด (Sell initiated) และหากรายการคำสั่งซื้อเกิดขึ้นหลังจากคำสั่งขาย จะถือว่ารายการนั้นมีผู้ซื้อเป็นผู้ชักนำตลาด (Buy

initiated) ในการศึกษานี้นั้นจะหาอัตราส่วนการนำตลาดของนักลงทุน โดยคำนวณด้วย จำนวนรายการที่ผู้ขายเป็นผู้ชักนำตลาด (Sell initiated) หารด้วย จำนวนรายการที่ผู้ซื้อเป็นผู้ชักนำตลาด (Buy initiated) ในแต่ละช่วงเวลา (5 นาที) เป็นจำนวน 54 ช่วงเวลา ตามสมการ

$$\text{Initiation Ratio}_i = \frac{\text{Sell Initiated}_i}{\text{Buy Initiated}_i}$$

โดยที่

$\text{Initiation Ratio}_i$ คือ อัตราส่วนการเป็นผู้นำตลาด ในช่วงเวลาที่ i

$\text{Sell Initiated}_i$ คือ จำนวนรายการซื้อขายหุ้น IPO ที่ผู้ขายเกิดขึ้นหลังผู้ซื้อ ในช่วงเวลาที่ i

$\text{Buy Initiated}_i$ คือ จำนวนรายการซื้อขายหุ้น IPO ที่ผู้ซื้อเกิดขึ้นหลังผู้ขาย ในช่วงเวลาที่ i

หากอัตราส่วนการนำตลาดของนักลงทุน มีค่าน้อยกว่า 1 แสดงให้เห็นพฤติกรรมของนักลงทุนว่า นักลงทุนมีการแห่ซื้อหุ้นเป็นจำนวนมาก หากมีค่ามากกว่า 1 แสดงให้เห็นพฤติกรรมของนักลงทุนว่า นักลงทุนมีการแห่เทขายหุ้นเป็นจำนวนมาก และหากมีค่าเท่ากับ 1 แสดงให้เห็นพฤติกรรมของนักลงทุนว่า นักลงทุนมีการซื้อและขายเป็นสัดส่วนเท่ากัน การซื้อขายหุ้นเข้าสู่สภาวะปกติ

สำหรับการศึกษาแยกรายอุตสาหกรรม เนื่องจากบางอุตสาหกรรมมีปริมาณข้อมูลที่น้อย จึงเลือกใช้การวิเคราะห์ถดถอยพหุโดยใช้ตัวแปรหุ่น (Multiple regression with dummy variable) ในการคำนวณ มีสมการคำนวณ ดังต่อไปนี้

$$R_i = \beta_0 + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \cdots + \beta_{54} D_{54} + \gamma_1 D_{55} + \gamma_2 D_{56} + \cdots + \gamma_7 D_{61}$$

โดยที่

$R_i$ คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้น IPO ในช่วงเวลาที่ i

$D_1 - D_{54}$ คือ ตัวแปรหุ่นของแต่ละช่วงเวลา 5 นาที ตั้งแต่เปิดตลาดจนถึงปิดตลาด

$D_{55} - D_{61}$ คือ ตัวแปรหุ่นของกลุ่มอุตสาหกรรม

**3.3.2 การศึกษาข้อมูลระหว่างวัน (Interday data) หลังจากเริ่มเปิดทำการซื้อขายในตลาดรอง (Secondary market)**

การศึกษานี้จะศึกษาอัตราผลตอบแทนระยะยาวของหุ้น IPO ที่ทำการซื้อขายภายในระยะเวลา 30 วันนับจากวันแรกที่เริ่มทำการซื้อขายในตลาดรอง (Secondary market) โดยใช้ข้อมูลรายวัน (Interday data) เพื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนระยะยาว ในระยะเวลา 30 วัน ของ ตลาด SET และ mai โดยมีสมการในการคำนวณ ดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนระยะยาว (Miskolczi P., 2017) ในการศึกษาอัตราผลตอบแทนระยะยาวนั้น จะคำนวณโดยหาลอการิทึ่มของราคาปิดตลาดของหุ้น IPO ในแต่ละวันหารด้วย ราคาจองที่เสนอขายหุ้น IPO ตามสมการ

$$\text{LT Return}_i = log\left(\frac{\text{Close Price}_i}{\text{Subcription Price}}\right)$$

โดยที่

$\text{LT Return}_i$ คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้น IPO ในวันที่ i

$\text{Close Price}_i$ คือ ราคาปิดของหุ้น IPO ในวันที่ i

Subcription Price คือ ราคาจองที่เสนอขายหุ้น IPO

สำหรับการประมวลผลข้อมูลความถี่สูง (High frequency data) นั้นจะใช้โปรแกรม Qlikview ซึ่งเป็น Business Intelligence (BI) โปรแกรมหนึ่ง ที่เหมาะสมในการสร้างฐานข้อมูลขนาดใหญ่ (Database) และมีความสามารถในการวิเคราะห์ทางสถิติ เพื่อนำมาใช้ในการจัดระเบียบข้อมูล Clean up Data และวิเคราะห์ข้อมูล โดยผลการวิเคราะห์ข้อมูลดังกล่าวจะสรุปเป็นข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) ความถี่ (Frequency) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) พร้อมทั้งนำเสนอในรูปแบบตารางและกราฟประกอบในผลการทดสอบ

# บทที่ 4
# ผลการทดสอบ

## 4.1 ผลการศึกษาข้อมูลภายในวันแรกที่เริ่มเปิดทำการซื้อขายในตลาดรอง (Secondary market)

การศึกษาในส่วนนี้เป็นการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ และความผันผวนของราคาซื้อขายในระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ทั้งในมุมมองภาพรวมของตลาด mai และในมุมมองแยกย่อยรายอุตสาหกรรม พร้อมกันนี้ยังได้ศึกษาพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนในด้านการเป็นผู้นำตลาดของตลาด mai ต่อหุ้น IPO ที่ทำการซื้อขายในระหว่างวันแรก โดยแยกแสดงผลการศึกษาแบ่งเป็น 1) อัตราผลตอบแทนระยะสั้นด้วยรูปแบบตารางแสดงเป็นช่วงเวลา Subcription ถึง Open และช่วงเวลาเปิดทำการจนถึงเวลาปิดทำการ (ตั้งแต่ช่วงเวลาที่ 1 - 54) 2) ความผันผวนของราคาซื้อขายในระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ด้วยรูปแบบกราฟตั้งแต่ช่วงเวลาที่ 1 - 54 และพฤติกรรมการซื้อขายในแต่ละช่วงเวลาของหุ้น IPO ที่ทำการซื้อขายภายในวันแรกด้วยรูปแบบกราฟ

### 4.1.1 ผลการศึกษาภาพรวมของตลาด mai ปี 2555 – 2560 จำนวน 88 หุ้น

4.1.1.1 อัตราผลตอบแทนระยะสั้นนำอัตราผลตอบแทนระยะสั้นที่ได้จากการคำนวณ (รายหุ้น) และนำมาเฉลี่ยทุก ๆ 5 นาที จะได้อัตราผลตอบแทนระยะสั้นเฉลี่ยทั้งสิ้น 54 ค่า

ตารางที่ 4.1 แสดงสถิติเชิงพรรณาของอัตราผลตอบแทนช่วง 5 นาที ในระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai ตั้งแต่ปี 2555 - 2560

| Interval (5 Min) | Mean | Std. | t-value | Prob > \|t\| | Min | Max | Cumulative Return 0 - 54 | Cumulative Return 1 - 54 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 0 (Subcription – Open) | 60.82% | 0.0050 | 122.8400 | 0.0000*** | -10.42% | 109.86% | 60.82% | |
| 1 (Open – 10.05) | 0.01% | 0.0050 | 0.0200 | 0.9830 | -22.31% | 9.33% | 60.83% | 0.01% |

ตารางที่ 4.1 แสดงสถิติเชิงพรรณาของอัตราผลตอบแทนช่วง 5 นาที ในระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 (ต่อ)

| Interval (5 Min) | Mean | Std. | t-value | Prob > \|t\| | Min | Max | Cumulative Return 0 - 54 | Cumulative Return 1 - 54 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2 (10.05 – 10.10) | -0.71% | 0.0050 | -1.4400 | 0.1500 | -12.97% | 9.40% | 60.12% | -0.70% |
| 3 (10.10 – 10.15) | -0.20% | 0.0050 | -0.4100 | 0.6840 | -10.24% | 7.56% | 59.92% | -0.90% |
| 4 (10.15 – 10.20) | -0.64% | 0.0050 | -1.2900 | 0.1960 | -13.35% | 3.88% | 59.28% | -1.54% |
| 5 (10.20 – 10.25) | -0.26% | 0.0050 | -0.5200 | 0.6020 | -5.09% | 3.92% | 59.02% | -1.80% |
| 6 (10.25 – 10.30) | -0.48% | 0.0050 | -0.9700 | 0.3300 | -8.55% | 2.60% | 58.54% | -2.28% |
| 7 (10.30 – 10.35) | 0.01% | 0.0050 | 0.0100 | 0.9900 | -7.41% | 6.31% | 58.55% | -2.28% |
| 8 (10.35 – 10.40) | -0.25% | 0.0050 | -0.5100 | 0.6080 | -4.31% | 3.56% | 58.29% | -2.53% |
| 9 (10.40 – 10.45) | -0.30% | 0.0050 | -0.6100 | 0.5420 | -4.97% | 2.32% | 57.99% | -2.83% |
| 10 (10.45 – 10.50) | 0.04% | 0.0050 | 0.0800 | 0.9380 | -3.04% | 2.82% | 58.03% | -2.80% |
| 11 (10.50 – 10.55) | 0.02% | 0.0050 | 0.0400 | 0.9720 | -2.84% | 3.30% | 58.05% | -2.78% |
| 12 (10.55 – 11.00) | 0.11% | 0.0050 | 0.2100 | 0.8310 | -3.72% | 6.17% | 58.15% | -2.67% |
| 13 (11.00 – 11.05) | 0.08% | 0.0050 | 0.1700 | 0.8640 | -3.10% | 7.29% | 58.24% | -2.59% |
| 14 (11.05 – 11.10) | 0.02% | 0.0050 | 0.0500 | 0.9630 | -4.30% | 3.71% | 58.26% | -2.56% |
| 15 (11.10 – 11.15) | -0.05% | 0.0050 | -0.1000 | 0.9220 | -4.26% | 3.43% | 58.21% | -2.61% |
| 16 (11.15 – 11.20) | -0.16% | 0.0050 | -0.3200 | 0.7460 | -4.12% | 2.18% | 58.05% | -2.77% |
| 17 (11.20 – 11.25) | 0.02% | 0.0050 | 0.0500 | 0.9640 | -3.58% | 3.68% | 58.07% | -2.75% |
| 18 (11.25 – 11.30) | -0.23% | 0.0050 | -0.4700 | 0.6370 | -6.14% | 1.85% | 57.84% | -2.98% |

ตารางที่ 4.1 แสดงสถิติเชิงพรรณาของอัตราผลตอบแทนช่วง 5 นาที ในระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 (ต่อ)

| Interval (5 Min) | Mean | Std. | t-value | Prob > \|t\| | Min | Max | Cumulative Return 0 - 54 | Cumulative Return 1 - 54 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 19 (11.30 – 11.35) | 0.04% | 0.0050 | 0.0900 | 0.9310 | -4.04% | 4.32% | 57.88% | -2.94% |
| 20 (11.35 – 11.40) | -0.15% | 0.0050 | -0.3100 | 0.7570 | -4.73% | 3.51% | 57.73% | -3.09% |
| 21 (11.40 – 11.45) | -0.08% | 0.0050 | -0.1600 | 0.8710 | -4.57% | 2.58% | 57.65% | -3.18% |
| 22 (11.45 – 11.50) | -0.01% | 0.0050 | -0.0100 | 0.9890 | -1.90% | 3.60% | 57.64% | -3.18% |
| 23 (11.50 – 11.55) | -0.15% | 0.0050 | -0.3100 | 0.7580 | -6.60% | 2.42% | 57.49% | -3.33% |
| 24 (11.55 – 12.00) | 0.02% | 0.0050 | 0.0300 | 0.9740 | -3.12% | 3.39% | 57.51% | -3.32% |
| 25 (12.00 – 12.05) | -0.05% | 0.0050 | -0.1100 | 0.9120 | -4.45% | 4.71% | 57.45% | -3.37% |
| 26 (12.05 – 12.10) | -0.24% | 0.0050 | -0.4900 | 0.6260 | -4.63% | 2.44% | 57.21% | -3.61% |
| 27 (12.10 – 12.15) | -0.19% | 0.0050 | -0.3700 | 0.7080 | -8.06% | 2.03% | 57.02% | -3.80% |
| 28 (12.15 – 12.20) | -0.21% | 0.0050 | -0.4200 | 0.6720 | -5.76% | 6.49% | 56.81% | -4.01% |
| 29 (12.20 – 12.25) | -0.16% | 0.0050 | -0.3300 | 0.7440 | -6.94% | 2.54% | 56.65% | -4.17% |
| 30 (12.25 – 12.30) | -0.13% | 0.0050 | -0.2700 | 0.7880 | -6.35% | 3.01% | 56.52% | -4.30% |
| 31 (14.30 – 14.35) | -0.21% | 0.0050 | -0.4200 | 0.6750 | -4.28% | 2.53% | 56.31% | -4.51% |
| 32 (14.35 – 14.40) | -0.12% | 0.0050 | -0.2300 | 0.8150 | -5.49% | 4.22% | 56.20% | -4.63% |
| 33 (14.40 – 14.45) | -0.30% | 0.0050 | -0.6100 | 0.5450 | -5.24% | 3.20% | 55.90% | -4.93% |
| 34 (14.45 – 14.50) | -0.28% | 0.0050 | -0.5700 | 0.5660 | -5.24% | 2.40% | 55.61% | -5.21% |
| 35 (14.50 – 14.55) | -0.16% | 0.0050 | -0.3300 | 0.7400 | -3.77% | 5.37% | 55.45% | -5.38% |

ตารางที่ 4.1 แสดงสถิติเชิงพรรณาของอัตราผลตอบแทนช่วง 5 นาที ในระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 (ต่อ)

| Interval (5 Min) | Mean | Std. | t-value | Prob > \|t\| | Min | Max | Cumulative Return 0 - 54 | Cumulative Return 1 - 54 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 36 (14.55 – 15.00) | 0.14% | 0.0050 | 0.2700 | 0.7850 | -5.09% | 5.61% | 55.58% | -5.24% |
| 37 (15.00 – 15.05) | -0.33% | 0.0050 | -0.6700 | 0.5050 | -4.78% | 3.36% | 55.25% | -5.57% |
| 38 (15.05 – 15.10) | -0.09% | 0.0050 | -0.1900 | 0.8520 | -6.28% | 3.66% | 55.16% | -5.66% |
| 39 (15.10 – 15.15) | -0.43% | 0.0050 | -0.8700 | 0.3870 | -5.88% | 2.84% | 54.73% | -6.09% |
| 40 (15.15 – 15.20) | -0.10% | 0.0050 | -0.2100 | 0.8330 | -4.15% | 4.45% | 54.63% | -6.20% |
| 41 (15.20 – 15.25) | -0.29% | 0.0050 | -0.5800 | 0.5650 | -4.80% | 6.33% | 54.34% | -6.48% |
| 42 (15.25 – 15.30) | -0.19% | 0.0050 | -0.3900 | 0.6970 | -5.95% | 3.31% | 54.15% | -6.67% |
| 43 (15.30 – 15.35) | -0.44% | 0.0050 | -0.8900 | 0.3750 | -11.21% | 4.30% | 53.71% | -7.11% |
| 44 (15.35 – 15.40) | -0.18% | 0.0050 | -0.3700 | 0.7120 | -7.83% | 5.13% | 53.53% | -7.30% |
| 45 (15.40 – 15.45) | -0.41% | 0.0050 | -0.8300 | 0.4090 | -7.08% | 4.99% | 53.12% | -7.70% |
| 46 (15.45 – 15.50) | -0.36% | 0.0050 | -0.7300 | 0.4630 | -5.61% | 3.87% | 52.76% | -8.07% |
| 47 (15.50 – 15.55) | 0.15% | 0.0050 | 0.3100 | 0.7590 | -9.70% | 8.62% | 52.91% | -7.92% |
| 48 (15.55 – 16.00) | -0.86% | 0.0050 | -1.7400 | 0.0810* | -19.78% | 2.60% | 52.04% | -8.78% |
| 49 (16.00 – 16.05) | 0.00% | 0.0050 | 0.0100 | 0.9950 | -4.42% | 10.24% | 52.05% | -8.78% |
| 50 (16.05 – 16.10) | -0.52% | 0.0050 | -1.0600 | 0.2900 | -5.66% | 6.01% | 51.52% | -9.30% |
| 51 (16.10 – 16.15) | -0.08% | 0.0050 | -0.1700 | 0.8640 | -7.70% | 14.09% | 51.44% | -9.39% |
| 52 (16.15 – 16.20) | -0.59% | 0.0050 | -1.1800 | 0.2360 | -15.78% | 8.62% | 50.85% | -9.97% |

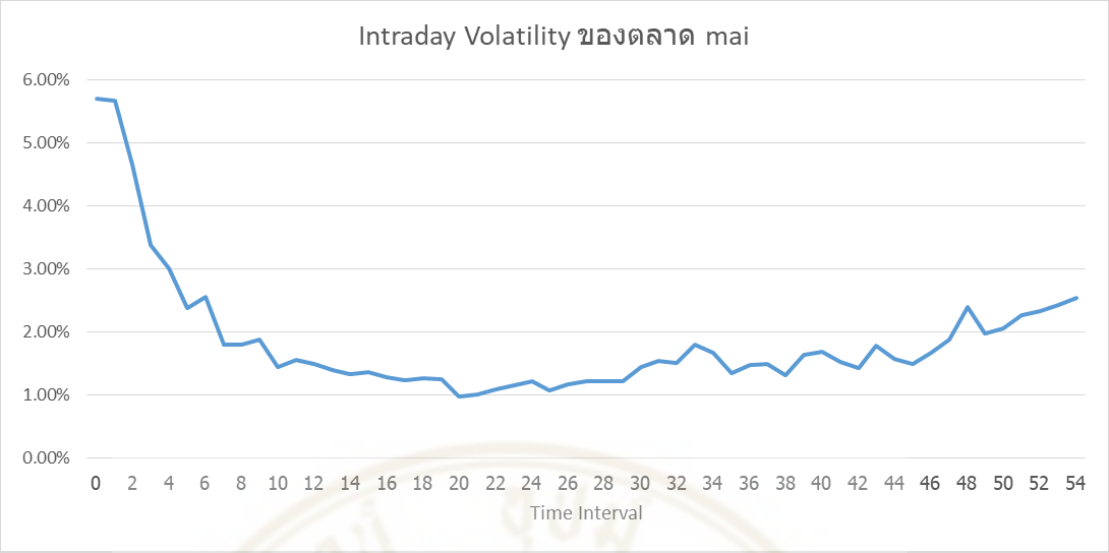
ตารางที่ 4.1 แสดงสถิติเชิงพรรณาของอัตราผลตอบแทนช่วง 5 นาที ในระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 (ต่อ)

| Interval (5 Min) | Mean | Std. | t-value | Prob > \|t\| | Min | Max | Cumulative Return 0 - 54 | Cumulative Return 1 - 54 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 53 (16.20 – 16.25) | 0.00% | 0.0050 | 0.0000 | 0.9970 | -5.48% | 8.30% | 50.85% | -9.97% |
| 54 (16.25 – 16.30) | -0.07% | 0.0050 | -0.1400 | 0.8920 | -7.28% | 7.23% | 50.78% | -10.04% |

(*** มีระดับนัยสำคัญ 0.01 ** มีระดับนัยสำคัญ 0.05 * มีระดับนัยสำคัญ 0.1)

จากตารางที่ 4.1 พบว่า ในตลาด mai ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยตั้งแต่ช่วงเวลาที่ 1 (open – 10.05) จนถึงช่วงเวลาปิดตลาด (16.25 – 16.30) มีค่าไม่แตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าอัตราความผิดปกติในผลตอบแทนระยะสั้นของ IPO ในช่วงระหว่างวันแรกนั้นเกิดขึ้นเฉพาะในช่วงเวลาแรกของการซื้อขายเท่านั้น นักลงทุนที่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO จะมีผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมในระหว่างวันแรกสูงที่สุดในช่วงเวลาแรกสุดของการเริ่มต้นซื้อขายในตลาดรอง (Secondary market) มีผลตอบแทนเฉลี่ยอยู่ที่ 60.82% มีจำนวนหุ้นที่มีผลตอบแทนเป็นบวก จำนวน 84 หุ้น คิดเป็น 95.45% ของจำนวนหุ้นทั้งหมด และนักลงทุนที่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO จะสามารถทำกำไรได้จากการขายหุ้นในระหว่างวันแรกในทุกช่วงเวลา(เปิด-ปิดตลาด) สำหรับนักลงทุนที่ไม่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO จะไม่สามารถทำกำไรได้เลยจากการซื้อและขายหุ้นในระหว่างวันแรกในทุกช่วงเวลา(เปิด-ปิดตลาด) เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้ว่า “ในตลาด mai นักลงทุนที่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO จะสามารถทำกำไรได้จากการขายหุ้นในระหว่างวันแรกในทุกช่วงเวลา(เปิด-ปิดตลาด) แต่นักลงทุนที่ไม่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO จะไม่สามารถทำกำไรได้เลยจากการซื้อขายหุ้น IPO ภายในวันแรก”

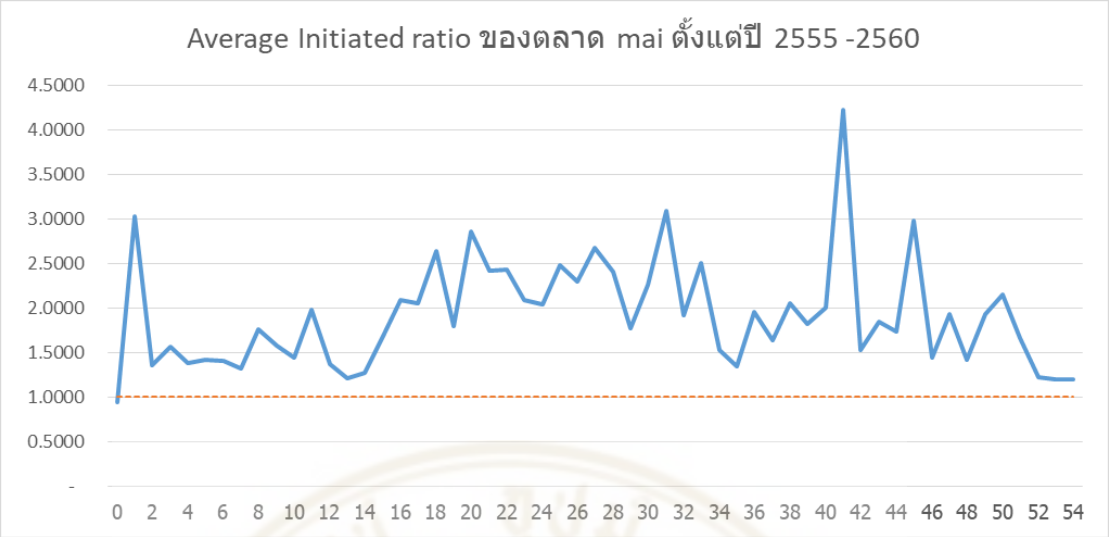
4.1.1.2 ความผันผวน (Parkinson’s Method) คำนวณโดยใช้หลักการ Parkinson’s Method โดยหาลอการิทึ่มของราคาสูงสุดของหุ้น IPO หารด้วยราคาต่ำที่สุดของหุ้น IPO ที่ถูกจับคู่ ณ จุดช่วงเวลาแต่ละช่วงเวลา (5 นาที) เป็นจำนวน 54 ช่วงเวลา




ภาพที่ 4.1 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai ตั้งแต่ปี 2555 - 2560

จากภาพที่ 4.1 พบว่า รูปแบบความผันผวนของราคาซื้อขายหุ้น IPO ภายในระหว่างวันแรกในตลาด mai จะมีลักษณะรูปแบบเป็นรูปตัว U เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้ โดยช่วงเวลาที่ 0 จะมีค่าสูงที่สุด เท่ากับ 5.70% แสดงให้เห็นว่า ราคาในช่วงเวลาดังกล่าวมีการแกว่งตัวเป็นอย่างมาก และมีความเสี่ยงที่สูงที่สุด และจากนั้นลดลงเป็นอย่างมากในช่วงเวลาที่ 3 และเข้าสู่ช่วงสมดุลตั้งแต่ช่วงเวลาที่ 10 จนถึง ช่วงเวลาที่ 46 เหลือเฉลี่ยเพียง 1.39% แสดงให้เห็นว่า ในช่วงเวลาระหว่างวัน ราคาหุ้นมีการกระจุกตัวที่เป็นอย่างมาก และเพิ่มขึ้นอีกครั้งในช่วง 50 นาทีสุดท้าย เฉลี่ย 2.24% บ่งบอกถึง ราคาหุ้นมีการกระจายตัวที่เพิ่มมากขึ้น

4.1.1.3 พฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุน โดยศึกษาจากการเป็นผู้นำตลาดของนักลงทุน (Hanafi M. M., 2018) ผลของการจับคู่กันของรายการคำสั่งซื้อและขาย โดยคำนวณจากรายการคำสั่งขายเกิดขึ้นหลังจากคำสั่งซื้อ จะถือว่ารายการนั้นมีผู้ขายเป็นผู้ชักนำตลาด (Sell initiated) และหากรายการคำสั่งซื้อเกิดขึ้นหลังจากคำสั่งขาย จะถือว่ารายการนั้นมีผู้ซื้อเป็นผู้ชักนำตลาด (Buy initiated) จำนวนรายการที่ผู้ซื้อเป็นผู้ชักนำตลาด (Buy initiated) ในแต่ละช่วงเวลา (5 นาที) เป็นจำนวน 54 ช่วงเวลา




ภาพที่ 4.2 แสดงพฤติกรรมของนักลงทุนในด้านการเป็นผู้นำตลาดในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai ตั้งแต่ปี 2555 - 2560

จากภาพที่ 4.2 พบว่า ในช่วงเวลาที่ 0 จะมีอัตรา Initiated ratio เท่ากับ 0.9353 แสดงให้เห็นว่า มีรายการคำสั่งขายที่ถูกปิดมากกว่ารายการคำสั่งซื้อที่ถูกปิด ความต้องการในการซื้อมีมากกว่าความต้องการในการขาย ผู้ซื้อเป็นผู้ชักนำตลาด(Buy Initiated) ในช่วงเวลานั้น ต่อมาในช่วงเวลาที่ 1 – 54 อัตรา Initiated ratio เฉลี่ยมีค่าเท่ากับ 1.9323 แสดงให้เห็นว่า มีรายการคำสั่งซื้อที่ถูกปิดมากกว่ารายการคำสั่งขายที่ถูกปิด ความต้องการในการขายมีมากกว่าความต้องการในการซื้อ ผู้ขายเป็นผู้ชักนำตลาด (Sell Initiated) จึงสรุปได้ว่า นักลงทุนจะแห่ซื้อหุ้นเป็นจำนวนมากผิดปกติ เฉพาะในช่วงเวลาเปิดตลาด (open) เท่านั้น หลังจากนั้นตั้งแต่ช่วงเวลาที่ 1 จนถึงปิดตลาดในวันแรก นักลงทุนจะแห่เทขายหุ้นเป็นจำนวนมากผิดปกติ

### 4.1.2 ผลการศึกษาตลาด mai แยกรายอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2555 - 2560

4.1.2.1 อัตราผลตอบแทนระยะสั้น

ตารางที่ 4.2 แสดงผลการวิเคราะห์ถดถอยของอัตราผลตอบแทนช่วง 5 นาที ในระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai แยกรายอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จำนวน 88 หุ้น

| Variable | Coefficient |
|---|---|
| Intercept | -0.0038 |
| 0 (IPO – Open) | 0.5943*** |

ตารางที่ 4.2 แสดงผลการวิเคราะห์ถดถอยของอัตราผลตอบแทนช่วง 5 นาที ในระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai แยกรายอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จำนวน 88 หุ้น (ต่อ)

| Variable | Coefficient |
|---|---|
| 1 (Open – 10.05) | 0.0008 |
| 2 (10.05 – 10.10) | -0.0056 |
| 3 (10.10 – 10.15) | -0.0013 |
| 4 (10.15 – 10.20) | -0.0057 |
| 5 (10.20 – 10.25) | -0.0019 |
| 6 (10.25 – 10.30) | -0.0041 |
| 7 (10.30 – 10.35) | 0.0007 |
| 8 (10.35 – 10.40) | -0.0018 |
| 9 (10.40 – 10.45) | -0.0023 |
| 10 (10.45 – 10.50) | 0.0010 |
| 11 (10.50 – 10.55) | 0.0008 |
| 12 (10.55 – 11.00) | 0.0017 |
| 13 (11.00 – 11.05) | 0.0015 |
| 14 (11.05 – 11.10) | 0.0009 |
| 15 (11.10 – 11.15) | 0.0002 |
| 16 (11.15 – 11.20) | -0.0009 |
| 17 (11.20 – 11.25) | 0.0009 |
| 18 (11.25 – 11.30) | -0.0016 |
| 19 (11.30 – 11.35) | 0.0011 |
| 20 (11.35 – 11.40) | -0.0008 |
| 21 (11.40 – 11.45) | -0.0001 |
| 22 (11.45 – 11.50) | 0.0006 |
| 23 (11.50 – 11.55) | -0.0008 |
| 24 (11.55 – 12.00) | 0.0008 |
| 25 (12.00 – 12.05) | 0.0001 |
| 26 (12.05 – 12.10) | -0.0017 |
| 27 (12.10 – 12.15) | -0.0012 |
| 28 (12.15 – 12.20) | -0.0014 |

ตารางที่ 4.2 แสดงผลการวิเคราะห์ถดถอยของอัตราผลตอบแทนช่วง 5 นาที ในระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai แยกรายอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จำนวน 88 หุ้น (ต่อ)

| Variable | Coefficient |
|---|---|
| 29 (12.20 – 12.25) | -0.0009 |
| 30 (12.25 – 12.30) | -0.0006 |
| 31 (14.30 – 14.35) | -0.0014 |
| 32 (14.35 – 14.40) | -0.0005 |
| 33 (14.40 – 14.45) | -0.0023 |
| 34 (14.45 – 14.50) | -0.0021 |
| 35 (14.50 – 14.55) | -0.0010 |
| 36 (14.55 – 15.00) | 0.0020 |
| 37 (15.00 – 15.05) | -0.0026 |
| 38 (15.05 – 15.10) | -0.0002 |
| 39 (15.10 – 15.15) | -0.0036 |
| 40 (15.15 – 15.20) | -0.0004 |
| 41 (15.20 – 15.25) | -0.0022 |
| 42 (15.25 – 15.30) | -0.0012 |
| 43 (15.30 – 15.35) | -0.0037 |
| 44 (15.35 – 15.40) | -0.0011 |
| 45 (15.40 – 15.45) | -0.0034 |
| 46 (15.45 – 15.50) | -0.0029 |
| 47 (15.50 – 15.55) | 0.0022 |
| 48 (15.55 – 16.00) | -0.0042 |
| 49 (16.00 – 16.05) | 0.0007 |
| 50 (16.05 – 16.10) | -0.0045 |
| 51 (16.10 – 16.15) | -0.0002 |
| 52 (16.15 – 16.20) | -0.0051 |
| 53 (16.20 – 16.25) | 0.0006 |
| 54 (16.25 – 16.30) | Base |

ตารางที่ 4.2 แสดงผลการวิเคราะห์ถดถอยของอัตราผลตอบแทนช่วง 5 นาที ในระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai แยกรายอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จำนวน 88 หุ้น (ต่อ)

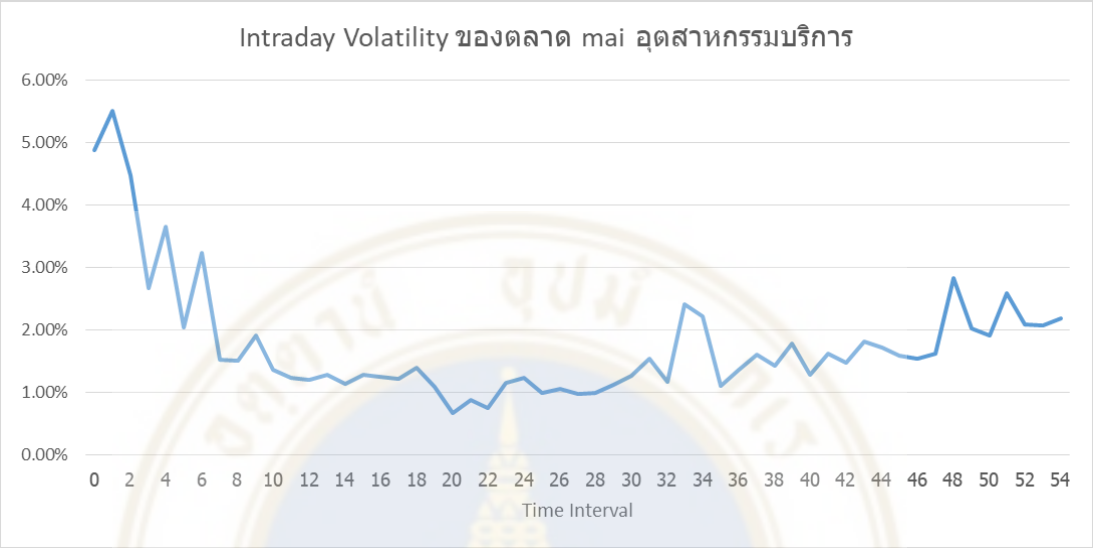
| Variable | Coefficient |
|---|---|
| บริการ | 0.0034 |
| เทคโนโลยี | 0.0060 |
| อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง | 0.0041 |
| ทรัพยากร | 0.0003 |
| สินค้าอุตสาหกรรม | 0.0033 |
| เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร | 0.0010 |
| สินค้าอุปโภคบริโภค | 0.0054 |
| ธุรกิจการเงิน | Base |
| Prob > F | 0.0000 |
| R-squared | 0.7333 |
| Adj R-squared | 0.7299 |
| Root MSE | 0.0483 |

(*** มีระดับนัยสำคัญ 0.01 ** มีระดับนัยสำคัญ 0.05 * มีระดับนัยสำคัญ 0.1)

จากตารางที่ 4.2 พบว่า ในตลาด mai ตั้งแต่ปี 2555-2560 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.1 อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยตั้งแต่ช่วงเวลาที่ 1 (open – 10.05) จนถึงช่วงเวลาปิดตลาด (16.25 – 16.30) มีค่าไม่แตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าอัตราความผิดปกติในผลตอบแทนระยะสั้นของ IPO ในช่วงระหว่างวันแรกนั้นเกิดขึ้นเฉพาะในช่วงเวลาแรกของการซื้อขายเท่านั้น จะเห็นได้ว่า นักลงทุนที่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO จะสามารถทำกำไรได้จากการขายหุ้นในระหว่างวันแรกในทุกช่วงเวลา(เปิด-ปิดตลาด) แต่นักลงทุนที่ไม่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO จะไม่สามารถทำกำไรได้เลยจากการซื้อขายหุ้น IPO ภายในวันแรก โดยข้อมูลนี้ มี Adj R-squared อยู่ที่ 72.99% และเมื่อมองแยกในรายอุตสาหกรรม พบว่า ที่ระดับนัยสำคัญ 0.1 ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยไม่แตกต่างจากอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นนักลงทุนที่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม จะมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่เท่ากันอยู่ที่ 59.43%

4.1.2.2 ความผันผวน (Parkinson's Method)

4.1.2.2.1 อุตสาหกรรมบริการ เช่น ธุรกิจการแพทย์ ธุรกิจสื่อสิ่งพิมพ์ ธุรกิจโรงแรม เป็นต้น




ภาพที่ 4.3 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai อุตสาหกรรมบริการ ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จำนวน 23 หุ้น

จากภาพที่ 4.3 พบว่า รูปแบบความผันผวนของราคาซื้อขายหุ้น IPO ภายในระหว่างวันแรกในตลาด mai อุตสาหกรรมบริการ ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จะมีลักษณะรูปแบบเป็นรูปตัว U โดยช่วงเวลาที่ 1 จะมีค่าเท่ากับ 5.51% ซึ่งสูงที่สุด และลดลงเป็นอย่างมากในช่วงเวลาที่ 7 จนถึง ช่วงเวลาที่ 30 เหลือเฉลี่ย 1.19% หลังจากนั้นเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ และในช่วงเวลาสุดท้าย (ช่วงเวลาที่ 54) มีค่าเท่ากับ 2.18% เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้

4.1.2.2.2 อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ เช่น ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ธุรกิจวัสดุก่อสร้าง เป็นต้น

ภาพที่ 4.4 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จำนวน 12 หุ้น

จากภาพที่ 4.4 พบว่า รูปแบบความผันผวนของราคาซื้อขายหุ้น IPO ภายในระหว่างวันแรกในตลาด mai อุตสาหกรรมเกษตร ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จะมีลักษณะรูปแบบเป็นรูปตัว U โดยช่วงเวลาที่ 0 จะมีค่าเท่ากับ 8.82% ซึ่งสูงที่สุด และลดลงเป็นอย่างมากในช่วงเวลาที่ 5 จนถึง ช่วงเวลาที่ 46 เหลือเฉลี่ย 1.65% และเพิ่มขึ้นในช่วง 40 นาทีสุดท้ายเฉลี่ย 2.40% และในช่วงเวลาสุดท้าย(ช่วงเวลาที่ 54) มีค่าเท่ากับ 2.38% เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้

4.1.2.2.3 อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค บริโภค เช่น ธุรกิจของใช้ในครัวเรือน เป็นต้น

ภาพที่ 4.5 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai อุตสาหกรรมอุปโภคบริโภค ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จำนวน 5 หุ้น

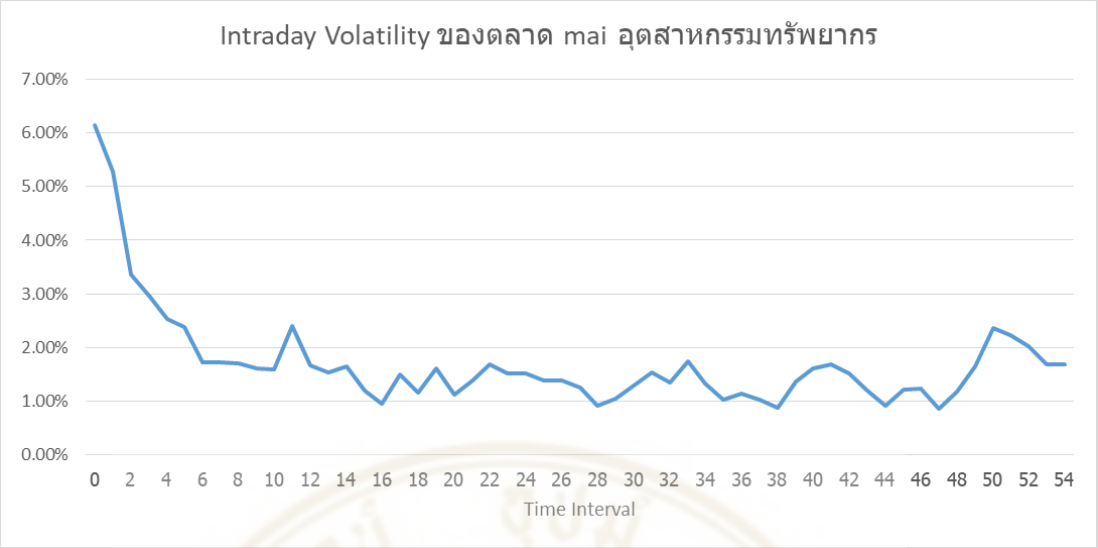
จากภาพที่ 4.5 พบว่า รูปแบบความผันผวนของราคาซื้อขายหุ้น IPO ภายในระหว่างวันแรกในตลาด mai อุตสาหกรรมอุปโภคบริโภค ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จะมีลักษณะรูปแบบเป็นรูปตัว U โดยช่วงเวลาที่ 0 จะมีค่าเท่ากับ 6.76% ซึ่งสูงที่สุด และลดลงเป็นอย่างมากในช่วงเวลาที่ 5 จนถึง ช่วงเวลาที่ 46 เหลือเฉลี่ย 1.71% และเพิ่มขึ้นในช่วง 40 นาทีสุดท้าย เป็นเฉลี่ย 3.11% และในช่วงเวลาสุดท้าย(ช่วงเวลาที่ 54) มีค่าเท่ากับ 3.29% เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้

4.1.2.2.4 อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม เช่น ธุรกิจยานยนต์ ธุรกิจปิโตรเคมี ธุรกิจเคมีภัณฑ์ เป็นต้น

ภาพที่ 4.6 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จำนวน 17 หุ้น

จากภาพที่ 4.6 พบว่า รูปแบบความผันผวนของราคาซื้อขายหุ้น IPO ภายในระหว่างวันแรกในตลาด mai อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จะมีลักษณะรูปแบบเป็นรูปตัว U โดยช่วงเวลาที่ 1 จะมีค่าเท่ากับ 5.77% ซึ่งสูงที่สุด และลดลงเป็นอย่างมากในช่วงเวลาที่ 5 จนถึง ช่วงเวลาที่ 45 เหลือเฉลี่ย 1.42% และเพิ่มขึ้นในช่วง 45 นาทีสุดท้าย เป็นเฉลี่ย 2.53% และในช่วงเวลาสุดท้าย(ช่วงเวลาที่ 54) มีค่าเท่ากับ 3.32% เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้

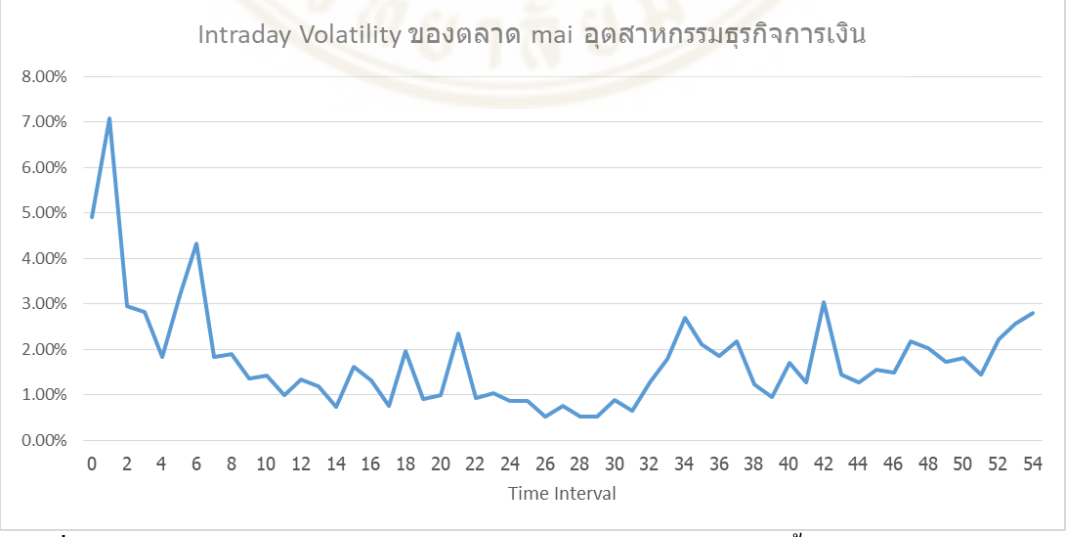
4.1.2.2.5 อุตสาหกรรมทรัพยากร เช่น ธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภค ธุรกิจเหมืองแร่ เป็นต้น




ภาพที่ 4.7 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai อุตสาหกรรมทรัพยากร ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จำนวน 10 หุ้น

จากภาพที่ 4.7 พบว่า รูปแบบความผันผวนของราคาซื้อขายหุ้น IPO ภายในระหว่างวันแรกในตลาด mai อุตสาหกรรมทรัพยากร ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จะมีลักษณะรูปแบบเป็นรูปตัว U โดยช่วงเวลาที่ 0 จะมีค่าเท่ากับ 6.15% ซึ่งสูงที่สุด และลดลงเป็นอย่างมากในช่วงเวลาที่ 6 จนถึง ช่วงเวลาที่ 48 เหลือเฉลี่ย 1.38% และเพิ่มขึ้นในช่วง 30 นาทีสุดท้าย เป็นเฉลี่ย 1.94% และในช่วงเวลาสุดท้าย(ช่วงเวลาที่ 54) มีค่าเท่ากับ 1.68% เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้

4.1.2.2.6 อุตสาหกรรมธุรกิจทางการเงิน เช่น ธุรกิจธนาคาร ธุรกิจประกันภัย เป็นต้น




ภาพที่ 4.8 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai อุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จำนวน 4 หุ้น

จากภาพที่ 4.8 พบว่า รูปแบบความผันผวนของราคาซื้อขายหุ้น IPO ภายในระหว่างวันแรกในตลาด mai อุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จะมีลักษณะรูปแบบเป็นรูปตัว U โดยช่วงเวลาที่ 1 จะมีค่าเท่ากับ 7.09% ซึ่งสูงที่สุด และลดลงเป็นอย่างมากในช่วงเวลาที่ 4 จนถึง ช่วงเวลาที่ 30 เหลือเฉลี่ย 1.38% และเพิ่มขึ้นเรื่อยๆในช่วงบ่ายของวันแรกจนถึงช่วงเวลาปิดตลาดหุ้น เป็นเฉลี่ย 1.80% และในช่วงเวลาสุดท้าย(ช่วงเวลาที่ 54) มีค่าเท่ากับ 2.79% เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้

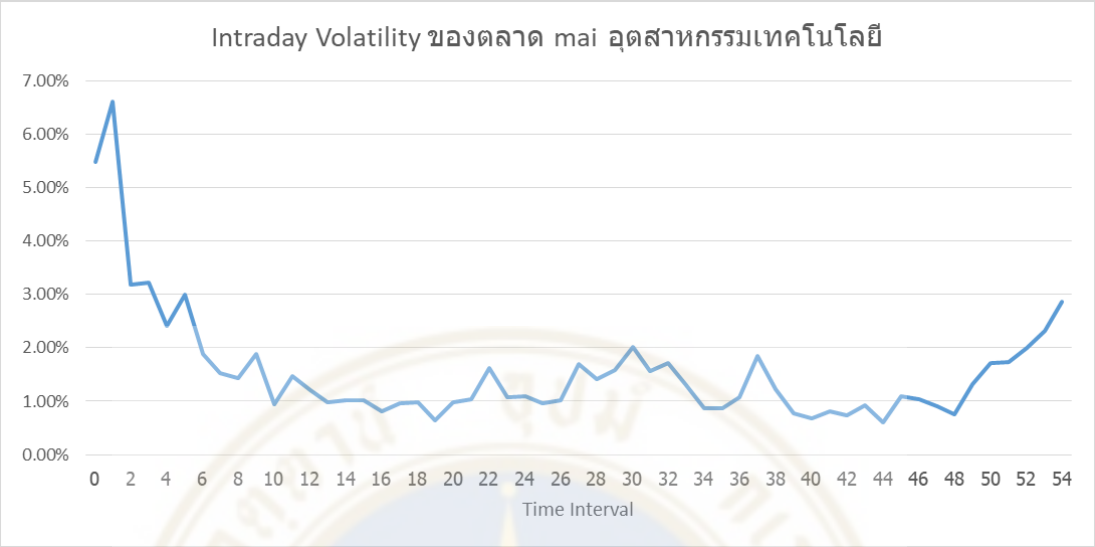
4.1.2.2.7 อุตสาหกรรมเทคโนโลยี เช่น ธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร เป็นต้น

ภาพที่ 4.9 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai อุตสาหกรรมเทคโนโลยี ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จำนวน 8 หุ้น

จากภาพที่ 4.9 พบว่า รูปแบบความผันผวนของราคาซื้อขายหุ้น IPO ภายในระหว่างวันแรกในตลาด mai อุตสาหกรรมเทคโนโลยี ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จะมีลักษณะรูปแบบเป็นรูปตัว U โดยช่วงเวลาที่ 0 จะมีค่าเท่ากับ 6.49% ซึ่งสูงที่สุด และลดลงเป็นอย่างมากในช่วงเวลาที่ 6 จนถึง ช่วงเวลาที่ 38 เหลือเฉลี่ย 1.38% และเพิ่มขึ้นเรื่อยๆในช่วง 90 นาทีสุดท้าย เป็นเฉลี่ย 2.22% และในช่วงเวลาสุดท้าย(ช่วงเวลาที่ 54) มีค่าเท่ากับ 2.50% เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้

4.1.2.2.8 อุตสาหกรรมเกษตร เช่น ธุรกิจการเกษตร เป็นต้น

ภาพที่ 4.10 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด mai อุตสาหกรรมเกษตร ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จำนวน 10 หุ้น




จากภาพที่ 4.10 พบว่า รูปแบบความผันผวนของราคาซื้อขายหุ้น IPO ภายในระหว่างวันแรกในตลาด mai อุตสาหกรรมเกษตร ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 จะมีลักษณะรูปแบบเป็นรูปตัว U โดยช่วงเวลาที่ 1 จะมีค่าเท่ากับ 6.60% ซึ่งสูงที่สุด และลดลงเป็นอย่างมากในช่วงเวลาที่ 2 จนถึง ช่วงเวลาที่ 48 เหลือเฉลี่ย 1.32% และเพิ่มขึ้นเรื่อยๆในช่วง 90 นาทีสุดท้ายเฉลี่ย 1.99% และในช่วงเวลาสุดท้าย(ช่วงเวลาที่ 54) มีค่าเท่ากับ 2.87% เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้

## 4.2 ผลการศึกษาข้อมูลระหว่างวันหลังจากเริ่มเปิดทำการซื้อขายในตลาดรอง (Secondary market)

การศึกษาในส่วนนี้เป็นการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ ของการซื้อขายหุ้น IPO ทั้งในมุมมองภาพรวมของตลาด mai โดยเปรียบเทียบระหว่างราคาเสนอจองซื้อ (Subscription price) กับราคาปิดตลาดในแต่ละวัน

ตารางที่ 4.3 แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยระหว่างวันของหุ้น IPO ตั้งแต่ราคาเสนอขายจนถึงช่วงเวลาต่างๆ ของตลาด mai ปี 2555 – 2560 จำนวน 88 หุ้น

| Period | Mean | Median | Std. | t-value | Prob > \|t\| | Min | Max | Positive Return |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 วัน | 51.62% | 47.00% | 0.3534 | 13.6254 | 0.0000*** | -29.40% | 109.86% | 84 |
| 2 วัน | 48.28% | 44.90% | 0.3705 | 12.1555 | 0.0000*** | -19.21% | 136.10% | 81 |
| 3 วัน | 47.34% | 44.21% | 0.3522 | 12.4635 | 0.0000*** | -20.23% | 127.16% | 81 |
| 7 วัน | 43.90% | 41.15% | 0.3683 | 11.0517 | 0.0000*** | -49.20% | 98.39% | 77 |
| 15 วัน | 40.01% | 39.39% | 0.3666 | 10.1808 | 0.0000*** | -84.73% | 105.61% | 73 |
| 30 วัน | 37.79% | 27.95% | 0.4283 | 7.9890 | 0.0000*** | -56.61% | 106.47% | 69 |

(*** มีระดับนัยสำคัญ 0.01 ** มีระดับนัยสำคัญ 0.05 * มีระดับนัยสำคัญ 0.1)

จากตารางที่ 4.3 พบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้น IPO ในช่วง 30 วันแรก ของตลาด mai ตั้งแต่ปี 2555 – 2560 นั้น อยู่ในช่วงระหว่าง 37.79% จนถึง 51.62% โดยลดลงเรื่อยๆ ตั้งแต่วันที่ 1 จนถึงวันที่ 30 และวันที่มีอัตราผลตอบแทนสูงที่สุด คือ วันแรกที่เริ่มต้นซื้อขายในตลาดรอง (Secondary market) มีผลตอบแทนเฉลี่ยอยู่ที่ 51.62% มีช่วงอัตราผลตอบแทนอยู่ระหว่าง -29.40% จนถึง 109.86% และมีจำนวนหุ้นที่มีผลตอบแทนเป็นบวกในวันแรก จำนวน 84 หุ้น คิดเป็น 95.45% ของจำนวนหุ้นทั้งหมด ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 พบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันที่ 1,2,3 7,15 และ 30 นับตั้งแต่เริ่มต้นซื้อขายในตลาดรอง (Secondary market) มีผลตอบแทนเฉลี่ยที่ไม่เท่ากับ 0 อย่างมีนัยสำคัญ เป็นไปตามสมมุติฐานที่ว่า “อัตราผลตอบแทนที่สูงที่สุดของนักลงทุนที่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO ในระยะเวลา 30 วัน จะมีค่ามากที่สุดในวันแรก”

# บทที่ 5
# สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

การศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ที่ออกขายในวันแรก โดยใช้หุ้นที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก (IPO) ในตลาด mai ระหว่างปี 2551 - 2560 ทั้งสิ้น 88 หุ้น แบ่งเป็นหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) จำนวน 88 หุ้น คิดเป็น 45% ของทั้งหมด โดยใช้เทคนิคการศึกษาแบบเหตุการณ์ที่เกิดขึ้น (Event Study) กับข้อมูลแบบ Intraday data ในตลาดรอง (Secondary market) และข้อมูลแบบ Interday data ในตลาดรอง (Secondary market) การศึกษาที่ใช้ข้อมูลที่มีความถี่สูง (Intraday data) สามารถแยกผลตอบแทนออกเป็น 2 ส่วน คือ 1) Cumulative Return 0-54 คือ ผลตอบแทนระหว่างราคาเสนอขาย (Subscription price) จนถึงราคาปิด (Close Price) และ 2) Cumulative Return 1-54 คือ ผลตอบแทนระหว่างราคาเปิด (Open Price) ถึงราคาปิด (Close Price)

ผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติภาพรวมทั้งตลาด mai พบว่านักลงทุนที่ได้รับการจัดสรรหุ้นที่ราคาเสนอขาย (Subcription Price) เท่านั้นที่ได้รับผลตอบแทนที่เกินปกติ ซึ่งผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมในตลาด mai อยู่ระหว่าง 50.78% จนถึง 60.82% และในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยไม่แตกต่างกันคือ 59.05%

ช่วงเวลาที่ดีที่สุดที่จะสามารถทำกำไรเกินปกติได้ คือ ช่วงเวลาแรกของการเปิดตลาดซื้อขายหุ้น ส่วนนักลงทุนที่ไม่ได้รับการจัดสรรหุ้นที่ราคาเสนอขาย (Subcription price) จะไม่สามารถทำกำไรได้เลยในภายวันแรก จากผลการทดสอบตรงกับสมมติฐานที่สนใจ คือ นักลงทุนกลุ่มที่ได้กำไรเกินปกติ คือ กลุ่มนักลงทุนที่ได้รับการจัดสรรเท่านั้นสอดคล้องกับทฤษฎี Asymmetric Information ในบริบทของ The Winner's Curse (Ritter (1984), Beatty and Ritter (1986), Nanda and Yun (1997) และ Dunbar (2000)) ในมุมมองที่ว่าหุ้นที่ประกาศขายสู่สาธารณะเป็นครั้งแรก นักลงทุนทั่วไปยังไม่ทราบข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทและยังไม่สามารถเข้าถึงข้อมูลที่เพียงพอสำหรับการตัดสินใจลงทุน ยิ่งนักลงทุนไม่ทราบข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้ของหุ้นดังกล่าวมากเท่าใด นักลงทุนย่อมคาดหวังผลตอบแทนเริ่มต้นจากหลักทรัพย์นั้นสูงมากเท่านั้น นั่นแสดงว่าหุ้นนั้นเกิดการ underpricing

ข้อเสนอแนะสำหรับนักลงทุนที่ได้รับการจัดหุ้น ณ ราคาจอง (Subscription price) สำหรับนักลงทุนที่มีสามารถทนต่อความเสี่ยงและความผันผวนเพื่อแลกกับผลตอบแทนที่จะสูงขึ้น

หรือนักลงทุนที่มีพฤติกรรมชื่นชอบความเสี่ยง (Risk Seeking) ช่วงเวลาที่ดีที่สุดในการขาย คือ ช่วงเวลาเปิดตลาด (10.00 - 10.05) ส่วนนักลงทุนที่ไม่สามารถทนต่อความเสี่ยงและความผันผวน หรือกลัวความเสี่ยง (Risk Averse) ช่วงเวลาที่ดีที่สุดในการขาย คือ 12.05 – 12.10

ในช่วงเวลาแรกของการเปิดการซื้อขายหุ้นพบว่า มีความผันผวนของราคาซื้อขายสูงสุด โดยมีรูปแบบเป็นรูป U คือ ณ ช่วงเวลา 5 นาทีแรกจะมีค่าความผันผวนสูงที่สุด ทุกๆ 5 นาที ค่าความผันผวนจะลดลงมาตามลำดับ และค่อยๆ กลับมาผันผวนอีกครั้งในช่วงเวลาสุดท้ายแต่มีค่าความผันผวนไม่สูงเท่ากับช่วงเวลาแรก ซึ่งเป็นรูปแบบเดียวกันทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ในตลาด mai จะมีค่าความผันผวนสูงที่สุด ณ ช่วงเวลาที่ 0 (5 นาทีแรก) เท่ากับ 5.70% ซึ่งรูปแบบความผันผวนดังกล่าวตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้และสอดคล้องกับผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่มีค่าสูงที่สุดของนักลงทุนที่ได้รับการจัดสรรอยู่ในช่วงเวลาแรกหรือ 5 นาทีแรกเช่นเดียวกัน

จากการศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุนในด้านการเป็นผู้นำตลาดของนักลงทุนในแต่ละช่วงเวลาของหุ้น IPO พบว่าภายในวันแรกผู้ซื้อ (Buy Initiated) จะเป็นผู้นำตลาด และจนถึงช่วงเวลาปิดผู้ขาย (Sell Initiated) จะเป็นผู้นำตลาด คนที่ไม่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO จะแห่กันซื้อจากนักลงทุนที่ได้รับจัดสรรในช่วงเวลาเปิดตลาด (open)

จากการศึกษาข้อมูลระหว่างวันหลังหลังจากเริ่มเปิดการซื้อขายในตลาดรอง ให้ผลลัพธ์สอดคล้องกับการใช้ข้อมูลภายในวัน คือ ผู้ที่ได้รับการจัดสรรยังคงได้รับผลตอบแทนที่สูงที่สุดและลดลงตามลำดับ ในตลาด mai จากวันแรกให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 51.62% ภายใน 30 วัน ลดลงมาเหลือ 37.79%

# บรรณานุกรม


Ak, P. and B. Swaminathan (2003). Are IPOs Really Underpriced?, Working Paper.

Amihud, Y., et al. (2003). "Allocations, adverse selection, and cascades in IPOs: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange." 68(1): 137-158.

Barberis, N., et al. (2003). "Handbook of the Economics of Finance." 1: 1053-1128.

Beatty, R. P. and J. R. Ritter (1986). "Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings."

Beatty, R. P., et al. (1996). "Issuer expenses and legal liability in initial public offerings." 39(2): 545-602.

Benveniste, L. M., et al. (2003). "Evidence of information spillovers in the production of investment banking services." 58(2): 577-608.

Benveniste, L. M. and P. A. J. J. o. f. E. Spindt (1989). "How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues." 24(2): 343-361.

Booth, J. R. and R. L. J. J. o. F. E. Smith II (1986). "Capital raising, underwriting and the certification hypothesis." 15(1-2): 261-281.

Brennan, M. and J. J. J. o. f. e. Franks (1997). "Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK." 45(391): 413.

BRENNAN, M., et al. (2002). "Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity." 39.

Carter, R. and S. J. t. J. o. F. Manaster (1990). "Initial public offerings and underwriter reputation." 45(4): 1045-1067.

Chan, Y. C. J. F. M. (2010). "Retail trading and IPO returns in the aftermarket." 39(4): 1475-1495.

Chorruk, J. and A. C. J. E. m. r. Worthington (2010). "New evidence on the pricing and performance of initial public offerings in Thailand, 1997–2008." 11(3): 285-299.

Cook, D., et al. (2003). "Investor sentiment and IPO cycles."

# บรรณานุกรม (ต่อ)

Cornelli, F. and D. J. T. J. o. F. Goldreich (2001). "Bookbuilding and strategic allocation." 56(6): 2337-2369.

Cornelli, F. and D. J. T. J. o. F. Goldreich (2003). "Bookbuilding: How informative is the order book?" 58(4): 1415-1443.

Dunbar, C. G. J. J. o. F. E. (2000). "Factors affecting investment bank initial public offering market share." 55(1): 3-41.

Edelen, R. and G. J. J. o. F. E. Kadlec (2005). "Comparable-firm returns, issuer surplus, and the pricing and withdrawal of IPOs." 77(2): 347-373.

Field, L. C. and J. M. J. T. J. o. F. Karpoff (2002). "Takeover defenses of IPO firms." 57(5): 1857-1889.

Field, L. C. and D. P. J. J. o. C. F. Sheehan (2004). "IPO underpricing and outside blockholdings." 10 (2): 263-280.

Habib, M. A. and A. P. J. T. R. o. F. S. Ljungqvist (2001). "Underpricing and entrepreneurial wealth losses in IPOs: Theory and evidence." 14(2): 433-458.

Hanafi, M. M. (2016). "Inter and Intraday Analyses of IPO Aftermarket: Evidence from Indonesia Stock Exchange."

Heckman, J. J. J. E. (1979). "Sample selection as a specification error." 47: 153-161.

Hensler, D. A. J. M. and D. Economics (1995). "Litigation costs and the underpricing of initial public offerings." 16(2): 111-128.

Jegadeesh, N., et al. (1993). "An empirical investigation of IPO returns and subsequent equity offerings." 34(2): 153-175.

Jenkinson, T. and H. J. T. J. o. F. Jones (2004). "Bids and allocations in European IPO bookbuilding." 59(5): 2309-2338.

Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1979). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. Economics social institutions, Springer: 163-231.

Keloharju, M. J. J. o. F. E. (1993). "The winner's curse, legal liability, and the long-run price performance of initial public offerings in Finland." 34(2): 251-277.

# บรรณานุกรม (ต่อ)

Koh, F. and T. J. J. o. F. E. Walter (1989). "A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues." 23(2): 251-272.

Levis, M. J. T. E. J. (1990). "The winner's curse problem, interest costs and the underpricing of initial public offerings." 100(399): 76-89.

Ljungqvist, A., et al. (2006). "Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing." 79(4): 1667-1702.

Ljungqvist, A. J. N. Y. U. and S. S. o. B. CEPR (2004). "Handbooks in Finance: Empirical Corporate Finance Chapter III IPO underpricing."

Ljungqvist, A. P., et al. (2003). "Global integration in primary equity markets: The role of US banks and US investors." 16(1): 63-99.

Loughran, T. and J. J. F. m. Ritter (2004). "Why has IPO underpricing changed over time?": 5-37.

Lowry, M. and G. W. J. J. o. F. E. Schwert (2004). "Is the IPO pricing process efficient?" 71(1): 3-26.

Megginson, W., and K.A. Weiss, 1991, Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings, Journal of Finance 46, 879-903.

Michaely, R. and W. H. J. T. R. o. F. S. Shaw (1994). "The pricing of initial public offerings: Tests of adverse-selection and signaling theories." 7(2): 279-319.

Muscarella, C. J. and M. R. J. J. o. f. E. Vetsuypens (1989). "A simple test of Baron's model of IPO underpricing." 24(1): 125-135.

Nanda, V. and Y. J. J. o. F. I. Yun (1997). "Reputation and financial intermediation: An empirical investigation of the impact of IPO mispricing on underwriter market value." 6(1): 39-63.

Ofek, E. and M. J. T. J. o. F. Richardson (2003). "Dotcom mania: The rise and fall of internet stock prices." 58(3): 1113-1137.

Pagano, M., et al. (1998). "Why do companies go public? An empirical analysis." 53(1): 27-64.

Parkinson, M. J. J. o. b. (1980). "The extreme value method for estimating the variance of the rate of return." 61-65.

# บรรณานุกรม (ต่อ)

Ritter, J. R. (2003). Investment banking and securities issuance. Handbook of the Economics of Finance, Elsevier. 1: 255-306.

Ritter, J. R. J. J. o. B. (1984). "The" hot issue" market of 1980." 215-240.

Rock, K. J. J. o. f. e. (1986). "Why new issues are underpriced." 15(1-2): 187-212.

Stoughton, N. M., et al. (2001). "IPOs and product quality." 74(3): 375-408.

Stoughton, N. M. and J. J. J. o. F. E. Zechner (1998). "IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure." 49(1): 45-77.

Tinic, S. M. J. T. J. o. F. (1988). "Anatomy of initial public offerings of common stock." 43(4): 789-822.

Titman, S., et al. (1986). "Information quality and the valuation of new issues." 8(2): 159-172.

Vithessonthi, C. J. J. o. M. F. M. (2014). "What explains the initial return of initial public offerings after the 1997 Asian financial crisis? Evidence from Thailand." 27: 89-113.

Zingales, L. J. T. r. o. e. s. (1995). "Insider ownership and the decision to go public." 62(3): 425-448.

# ภาคผนวก

# ภาคผนวก ก
# แสดงถึงรายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด MAI ตั้งแต่ปี 2555 - 2560

| ลำดับ | Security_Symbol | ชื่อบริษัท | ปีที่เข้าตลาด | วันที่เข้าตลาด | ราคา IPO | มูลค่าระดมทุน (ล้านบาท) | มูลค่าหลักทรัพย์ (ล้านบาท) | กลุ่มอุตสาหกรรม |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | PJW | บริษัท แอดไวเซอรี่ พลัส จำกัด | 2555 | 2/28/2555 | 3.60 | 403.20 | 1,987.20 | สินค้าอุตสาหกรรม |
| 2 | UWC | บริษัท เอ็ดดิเทียร จำกัด (มหาชน) | 2555 | 7/12/2555 | 1.80 | 179.09 | 630.00 | ทรัพยากร |
| 3 | TVD | บริษัท ทีวี ไดร์ฟ จำกัด (มหาชน) | 2555 | 8/23/2555 | 2.10 | 120.24 | 789.60 | บริการ |
| 4 | HOTPOT | บริษัท ฮอท พอท จำกัด (มหาชน) | 2555 | 9/18/2555 | 2.80 | 285.54 | 1,136.80 | เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร |
| 5 | FPI | บริษัท ฟอร์จูน พาร์ท อินดัสตรี้ จำกัด (มหาชน) | 2555 | 9/20/2555 | 3.80 | 220.50 | 1,032.50 | สินค้าอุตสาหกรรม |
| 6 | PPS | บริษัท โปรเจค แพลนนิ่ง เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) | 2555 | 9/26/2555 | 0.70 | 84.00 | 280.00 | อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง |
| 7 | TMC | บริษัท ที.เอ็ม.จี. อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน) | 2555 | 10/26/2555 | 3.90 | 347.10 | 1,131.00 | สินค้าอุตสาหกรรม |
| 8 | TMILL | บริษัท ที เอส ฟลาวมิลล์ จำกัด (มหาชน) | 2555 | 11/23/2555 | 3.10 | 263.50 | 883.50 | เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร |
| 9 | DNA | บริษัท มอร์ริ เพ้าร์น จำกัด (มหาชน) | 2555 | 12/21/2555 | 1.90 | 304.00 | 1,216.00 | บริการ |
| 10 | ARROW | บริษัท แอร์โรว์ซินดิเคท จำกัด (มหาชน) | 2555 | 12/25/2555 | 5.50 | 275.00 | 1,100.00 | อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง |
| 11 | EA | บริษัท พลังงานบริสุทธิ์ จำกัด (มหาชน) | 2556 | 1/30/2556 | 5.50 | 3,080.00 | 20,515.00 | ทรัพยากร |
| 12 | AKP | บริษัท อัคคีปราการ จำกัด (มหาชน) | 2556 | 2/7/2556 | 2.00 | 168.00 | 808.00 | บริการ |
| 13 | EUREKA | บริษัท ยูเรกา ดีไซน์ จำกัด (มหาชน) | 2556 | 3/1/2556 | 2.25 | 112.50 | 382.50 | สินค้าอุตสาหกรรม |
| 14 | ECF | บริษัท อีสต์ โคสท์ ฟอร์จิ่น เทค จำกัด (มหาชน) | 2556 | 3/26/2556 | 1.20 | 144.00 | 624.00 | สินค้าอุปโภคบริโภค |
| 15 | SANKO | บริษัท ซังโกะ ไคลาซซิ่ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) | 2556 | 5/9/2556 | 1.30 | 57.20 | 286.00 | สินค้าอุตสาหกรรม |
| 16 | CHO | บริษัท ช ทวี จำกัด (มหาชน) | 2556 | 5/13/2556 | 1.80 | 360.00 | 1,296.00 | สินค้าอุตสาหกรรม |
| 17 | MONO | บริษัท โมโน เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน) | 2556 | 6/6/2556 | 11.40 | 2,793.00 | 15,960.00 | บริการ |
| 18 | AUCT | บริษัท สหการประมูล จำกัด (มหาชน) | 2556 | 8/9/2556 | 2.00 | 220.00 | 1,100.00 | บริการ |
| 19 | SEAOIL | บริษัท ซีออยล์ จำกัด (มหาชน) | 2556 | 9/5/2556 | 3.45 | 241.50 | 621.00 | ทรัพยากร |
| 20 | BKD | บริษัท บางกอก เคล-คอน จำกัด (มหาชน) | 2556 | 9/25/2556 | 1.50 | 270.00 | 1,050.00 | อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง |
| 21 | WINNER | บริษัท วินเนอร์กรุ๊ป เอ็นเตอร์ไพรซ์ จำกัด (มหาชน) | 2556 | 10/3/2556 | 2.00 | 176.00 | 800.00 | บริการ |
| 22 | FVC | บริษัท ฟิลเตอร์ วิชั่น จำกัด (มหาชน) | 2556 | 10/29/2556 | 1.20 | 71.04 | 240.00 | บริการ |
| 23 | GCAP | บริษัท จี แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) | 2556 | 12/17/2556 | 2.70 | 135.00 | 540.00 | ธุรกิจการเงิน |
| 24 | SPVI | บริษัท เอส พี วี ไอ จำกัด (มหาชน) | 2556 | 12/19/2556 | 0.90 | 99.00 | 360.00 | เทคโนโลยี |
| 25 | OCEAN | บริษัท โอเชี่ยน คอมมิวนิตี้ จำกัด (มหาชน) | 2556 | 12/23/2556 | 0.90 | 90.00 | 396.00 | สินค้าอุปโภคบริโภค |

| ลำดับ | Security_Symbol | ชื่อบริษัท | ปีที่เข้าตลาด | วันที่เข้าตลาด | ราคา IPO | มูลค่าระดมทุน (ล้านบาท) | มูลค่าหลักทรัพย์ (ล้านบาท) | กลุ่มอุตสาหกรรม |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 26 | AIE | บริษัท เอไอ เอนเนอร์จี จำกัด (มหาชน) | 2557 | 1/6/2557 | 4.75 | 807.50 | 5,367.50 | ทรัพยากร |
| 27 | LIT | บริษัท ลีซ อิท จำกัด (มหาชน) | 2557 | 3/25/2557 | 1.80 | 151.20 | 360.00 | ธุรกิจการเงิน |
| 28 | OTO | บริษัท วันทูวัน คอนแทคส์ จำกัด (มหาชน) | 2557 | 5/15/2557 | 5.40 | 378.00 | 1,512.00 | บริการ |
| 29 | PCA | บริษัท แพลนเน็ต คอมมิวนิเคชั่น เอเชีย จำกัด (มหาชน) | 2557 | 6/23/2557 | 2.80 | 210.00 | 700.00 | เทคโนโลยี |
| 30 | AIRA | บริษัท ไอร่า แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) | 2557 | 7/7/2557 | 0.75 | 573.33 | 2,919.63 | ธุรกิจการเงิน |
| 31 | PDG | บริษัท พรอดดิจิ จำกัด (มหาชน) | 2557 | 7/29/2557 | 2.80 | 196.00 | 756.00 | สินค้าอุตสาหกรรม |
| 32 | TAKUNI | บริษัท ทาคูนิ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) | 2557 | 8/19/2557 | 1.60 | 160.00 | 640.00 | ทรัพยากร |
| 33 | XO | บริษัท เอ็กโซติค ฟู้ด จำกัด (มหาชน) | 2557 | 8/25/2557 | 2.20 | 154.00 | 770.00 | เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร |
| 34 | LDC | บริษัท แอลดีซี เด็นทัล จำกัด (มหาชน) | 2557 | 9/2/2557 | 1.50 | 180.00 | 600.00 | บริการ |
| 35 | CCN | บริษัท สกาย ไอซีที จำกัด (มหาชน) | 2557 | 9/11/2557 | 1.25 | 75.00 | 287.50 | เทคโนโลยี |
| 36 | RWI | บริษัท ระยองไวร์ อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน) | 2557 | 9/18/2557 | 1.60 | 240.00 | 960.00 | สินค้าอุตสาหกรรม |
| 37 | SMART | บริษัท สมาร์ทคอนกรีต จำกัด (มหาชน) | 2557 | 10/2/2557 | 1.90 | 133.86 | 874.00 | อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง |
| 38 | FSMART | บริษัท ฟอร์ท สมาร์ท เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) | 2557 | 10/14/2557 | 2.50 | 500.00 | 2,000.00 | บริการ |
| 39 | TSE | บริษัท ไทย โซล่าร์ เอ็นเนอร์ยี่ จำกัด (มหาชน) | 2557 | 10/30/2557 | 3.90 | 1,755.00 | 7,078.50 | ทรัพยากร |
| 40 | SPA | บริษัท สยามเวลเนส กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) | 2557 | 10/31/2557 | 1.70 | 289.00 | 969.00 | บริการ |
| 41 | NCL | บริษัท เอ็นซีแอล อินเตอร์เนชั่นแนล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) | 2557 | 11/11/2557 | 1.80 | 171.00 | 756.00 | บริการ |
| 42 | FIRE | บริษัท หาญ เอ็นจิเนียริ่ง โซลูชั่นส์ จำกัด (มหาชน) | 2557 | 11/13/2557 | 3.00 | 270.00 | 1,050.00 | บริการ |
| 43 | JSP | บริษัท เจ. เอส. พี. พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน) | 2557 | 11/19/2557 | 2.60 | 3,120.00 | 10,920.00 | อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง |
| 44 | PSTC | บริษัท เพาเวอร์ โซลูชั่น เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน) | 2557 | 12/19/2557 | 0.65 | 292.50 | 1,430.00 | ทรัพยากร |
| 45 | KCM | บริษัท เค.ซี.เมททอลชีท จำกัด (มหาชน) | 2557 | 12/23/2557 | 1.30 | 260.00 | 884.00 | สินค้าอุตสาหกรรม |
| 46 | TPCH | บริษัท ทีพีซี เพาเวอร์ โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) | 2558 | 1/8/2558 | 12.75 | 1,140.49 | 5,100.00 | ทรัพยากร |
| 47 | NDR | บริษัท เอ็น.ดี.รับเบอร์ จำกัด (มหาชน) | 2558 | 1/15/2558 | 2.70 | 175.50 | 580.50 | สินค้าอุตสาหกรรม |
| 48 | TVT | บริษัท ทีวี ธันเดอร์ จำกัด (มหาชน) | 2558 | 5/8/2558 | 2.00 | 400.00 | 1,600.00 | บริการ |
| 49 | HPT | บริษัท โฮม พอตเทอรี่ จำกัด (มหาชน) | 2558 | 6/29/2558 | 1.00 | 120.00 | 520.00 | สินค้าอุปโภคบริโภค |
| 50 | DAII | บริษัท เนอวานา ไดอิ จำกัด (มหาชน) | 2558 | 7/23/2558 | 4.00 | 175.50 | 580.50 | อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง |

| ลำดับ | Security_Symbol | ชื่อบริษัท | ปีที่เข้าตลาด | วันที่เข้าตลาด | ราคา IPO | มูลค่าระดมทุน (ล้านบาท) | มูลค่าหลักทรัพย์ (ล้านบาท) | กลุ่มอุตสาหกรรม |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 51 | PIMO | บริษัท ไพโอเนียร์ มอเตอร์ จำกัด (มหาชน) | 2558 | 8/13/2558 | 1.30 | 156.00 | 676.00 | สินค้าอุตสาหกรรม |
| 52 | ATP30 | บริษัท เอทีพี 30 จำกัด (มหาชน) | 2558 | 8/27/2558 | 0.95 | 152.00 | 418.00 | บริการ |
| 53 | KOOL | บริษัท มาสเตอร์คูล อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) | 2558 | 9/23/2558 | 1.80 | 216.00 | 864.00 | บริการ |
| 54 | SR | บริษัท สยามราช จำกัด (มหาชน) | 2558 | 11/11/2558 | 3.50 | 525.00 | 2,100.00 | ทรัพยากร |
| 55 | RP | บริษัท ท่าเรือราชาเฟอรี่ จำกัด (มหาชน) | 2558 | 11/12/2558 | 12.00 | 456.00 | 2,040.00 | บริการ |
| 56 | TNP | บริษัท ธนพิริยะ จำกัด (มหาชน) | 2558 | 11/18/2558 | 1.75 | 350.00 | 1,400.00 | บริการ |
| 57 | TACC | บริษัท ที.เอ.ซี. คอนซูเมอร์ จำกัด (มหาชน) | 2558 | 12/2/2558 | 2.88 | 483.84 | 1,751.04 | เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร |
| 58 | K | บริษัท คิงส์เมน ซี.เอ็ม.ที.ไอ. จำกัด (มหาชน) | 2558 | 12/18/2558 | 5.80 | 290.00 | 1,160.00 | อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง |
| 59 | GTB | บริษัท เจตาแบค จำกัด (มหาชน) | 2559 | 3/23/2559 | 1.15 | 276.00 | 276.00 | สินค้าอุตสาหกรรม |
| 60 | CHEWA | บริษัท ชีวาทัย จำกัด (มหาชน) | 2559 | 4/5/2559 | 1.60 | 419.00 | 419.00 | อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง |
| 61 | ASN | บริษัท เอเอสเอ็น โบรกเกอร์ จำกัด (มหาชน) | 2559 | 5/12/2559 | 6.00 | 180.00 | 180.00 | ธุรกิจการเงิน |
| 62 | BM | บริษัท บางกอกชีทเมี่ททัล จำกัด (มหาชน) | 2559 | 5/17/2559 | 2.88 | 288.00 | 288.00 | สินค้าอุตสาหกรรม |
| 63 | NETBAY | บริษัท เน็ตเบย์ จำกัด (มหาชน) | 2559 | 6/16/2559 | 4.00 | 160.00 | 160.00 | เทคโนโลยี |
| 64 | BTW | บริษัท บีที เวลธ์ อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน) | 2559 | 7/11/2559 | 3.75 | 708.75 | 708.75 | อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง |
| 65 | BIZ | บริษัท บิสซิเนสอะ ไลเม้นท์ จำกัด (มหาชน) | 2559 | 7/28/2559 | 2.90 | 290.00 | 290.00 | สินค้าอุปโภคบริโภค |
| 66 | TM | บริษัท เทคโนเมดิคัล จำกัด (มหาชน) | 2559 | 8/31/2559 | 3.00 | 240.00 | 240.00 | สินค้าอุปโภคบริโภค |
| 67 | ITEL | บริษัท อินเตอร์ลิ้งค์ เทเลคอม จำกัด (มหาชน) | 2559 | 9/14/2559 | 5.20 | 1,040.00 | 1,040.00 | เทคโนโลยี |
| 68 | SELIC | บริษัท ซีลิค คอร์พ จำกัด (มหาชน) | 2559 | 10/18/2559 | 2.90 | 232.00 | 232.00 | สินค้าอุตสาหกรรม |
| 69 | COMAN | บริษัท โคแมนชี่ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) | 2559 | 11/11/2559 | 7.80 | 265.20 | 265.20 | เทคโนโลยี |
| 70 | AMA | บริษัท อาม่า มารีน จำกัด (มหาชน) | 2559 | 12/22/2559 | 9.99 | 1,078.92 | 1,078.92 | บริการ |
| 71 | AU | บริษัท อาฟเตอร์ ยู จำกัด (มหาชน) | 2559 | 12/23/2559 | 4.50 | 734.62 | 734.62 | เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร |
| 72 | SE | บริษัท สยามอีสต์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน) | 2560 | 2/14/2560 | 2.45 | 147.00 | 147.00 | บริการ |
| 73 | ETE | บริษัท บูรพา เทคนิคอล เอ็นจิเนียริ่ง จำกัด (มหาชน) | 2560 | 2/15/2560 | 4.20 | 588.00 | 588.00 | บริการ |
| 74 | MGT | บริษัท เมกาเคม (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) | 2560 | 2/23/2560 | 1.89 | 189.00 | 189.00 | สินค้าอุตสาหกรรม |
| 75 | D | บริษัท เดนทัล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) | 2560 | 4/3/2560 | 6.00 | 300.00 | 300.00 | บริการ |

| ลำดับ | Security_Symbol | ชื่อบริษัท | ปีที่เข้าตลาด | วันที่เข้าตลาด | ราคา IPO | มูลค่าระดมทุน (ล้านบาท) | มูลค่าหลักทรัพย์ (ล้านบาท) | กลุ่มอุตสาหกรรม |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 76 | MM | บริษัท มัดแมน จำกัด (มหาชน) | 2560 | 4/11/2560 | 5.25 | 1,107.64 | 1,107.64 | เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร |
| 77 | ZIGA | บริษัท ซิก้า อิน โนเวชั่น จำกัด (มหาชน) | 2560 | 8/17/2560 | 5.90 | 472.00 | 472.00 | สินค้าอุตสาหกรรม |
| 78 | ICN | บริษัท อินฟอร์เมชั่น แอนด์ คอมมิวนิเคชั่น เน็ทเวิร์คส จำกัด (มหาชน) | 2560 | 9/15/2560 | 1.84 | 220.80 | 220.80 | เทคโนโลยี |
| 79 | SSP | บริษัท เสริมสร้าง พาวเวอร์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) | 2560 | 9/27/2560 | 7.70 | 1,773.89 | 1,773.89 | ทรัพยากร |
| 80 | CRD | บริษัท เชียงใหม่ริมดอย จำกัด (มหาชน) | 2560 | 10/5/2560 | 1.44 | 216.00 | 216.00 | อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง |
| 81 | FLOYD | บริษัท ฟลอยด์ จำกัด (มหาชน) | 2560 | 11/1/2560 | 2.80 | 252.00 | 252.00 | อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง |
| 82 | TITLE | บริษัท ร่มโพธิ์ พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน) | 2560 | 11/2/2560 | 2.20 | 264.00 | 264.00 | อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง |
| 83 | ADB | บริษัท แอ็ดพลาย ดีบี จำกัด (มหาชน) | 2560 | 11/9/2560 | 1.69 | 304.20 | 304.20 | สินค้าอุตสาหกรรม |
| 84 | PORT | บริษัท สหไทย เทอร์มินอล จำกัด (มหาชน) | 2560 | 11/23/2560 | 4.50 | 540.00 | 540.00 | บริการ |
| 85 | THMUI | บริษัท ไทยมุ้ย คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) | 2560 | 11/23/2560 | 2.55 | 247.53 | 247.53 | บริการ |
| 86 | JKN | บริษัท เจเคเอ็น โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน) | 2560 | 11/30/2560 | 8.00 | 1,120.00 | 1,120.00 | บริการ |
| 87 | VCOM | บริษัท วิน ท์คอม เทคโน โลยี จำกัด (มหาชน) | 2560 | 12/21/2560 | 2.88 | 230.40 | 230.40 | เทคโนโลยี |
| 88 | SUN | บริษัท ซัน สวีท จำกัด (มหาชน) | 2560 | 12/28/2560 | 5.85 | 760.50 | 760.50 | เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร |

# ภาคผนวก ข
# แสดงชื่อย่อกลุ่มอุตสาหกรรม และชื่อย่อหมวดธุรกิจ

| กลุ่มอุตสาหกรรม | ชื่อย่อกลุ่มอุตสาหกรรม | ชื่อย่อหมวดธุรกิจ | ชื่อหมวดธุรกิจ |
|---|---|---|---|
| เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร | AGRO | AGRI | ธุรกิจการเกษตร |
| | | FOOD | อาหารและเครื่องดื่ม |
| สินค้าอุปโภคบริโภค | CONSUMP | FASHION | แฟชั่น |
| | | HOME | ของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน |
| | | PERSON | ของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์ |
| ธุรกิจการเงิน | FINCIAL | BANK | ธนาคาร |
| | | FIN | เงินทุนและหลักทรัพย์ |
| | | INSUR | ประกันภัยและประกันชีวิต |
| สินค้าอุตสาหกรรม | INDUS | AUTO | ยานยนต์ |
| | | IMM | วัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร |
| | | PAPER | กระดาษและวัสดุการพิมพ์ |
| | | PETRO | ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์ |
| | | PKG | บรรจุภัณฑ์ |
| | | STEEL | เหล็ก |
| อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง | PROPCON | CONMAT | วัสดุก่อสร้าง |
| | | CONS | บริการรับเหมาก่อสร้าง |
| | | PF&REITs | กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ |
| | | PROP | พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ |
| ทรัพยากร | RESOURC | ENERG | พลังงานและสาธารณูปโภค |
| | | MINE | เหมืองแร่ |
| บริการ | SERVICE | COMM | พาณิชย์ |
| | | HELTH | การแพทย์ |
| | | MEDIA | สื่อและสิ่งพิมพ์ |
| | | PROF | บริการเฉพาะกิจ |
| | | TOURISM | การท่องเที่ยวและสันทนาการ |
| | | TRANS | ขนส่งและโลจิสติกส์ |
| เทคโนโลยี | TECH | ETRON | ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ |
| | | ICT | เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร |