

การวิเคราะห์การซื้อขายหลักทรัพย์ภายในวันและระหว่างวัน  
สำหรับหลักทรัพย์ที่ประกาศขายแก่สาธารณะชนเป็นครั้งแรก  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต  
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล  
พ.ศ. 2563

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

การวิเคราะห์การซื้อขายหลักทรัพย์ภายในวันและระหว่างวัน  
สำหรับหลักทรัพย์ที่ประกาศขายแก่สาธารณะชนเป็นครั้งแรก  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

18 กุมภาพันธ์ 2563

นายปิยะบุตร ประชานพิพัฒน์  
ผู้วิจัย

ผู้ช่วยศาสตราจารย์นริรัตน์ เดชพิรุณทอง,

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร์ ชาระวานิช,

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ดวงพร อาภาศิลป์,

Ph.D.

คณบดี

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคลิกา,

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

## กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่อง กลยุทธ์ในการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ประกาศขายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้เป็นอย่างดีด้วยความอนุเคราะห์และกรุณาจากท่านอาจารย์ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.นริรัตน์ เตชพิรุณทอง อาจารย์ที่ปรึกษาในการศึกษาอิสระครั้งนี้ ที่ได้กรุณาสละเวลาให้คำปรึกษาโดยละเอียดและให้ความช่วยเหลือในทุกขั้นตอนของการทำวิจัย ทั้งด้านความรู้และแหล่งที่มาของข้อมูล ขอขอบพระคุณคณะกรรมการสอบสารนิพนธ์ทุกท่านที่ให้คำแนะนำในสิ่งที่ต้องปรับปรุงแก้ไขในงานสารนิพนธ์ ขอขอบพระคุณคณาจารย์วิทยาลัยการจัดการมหิตลทุกท่าน ที่ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ และให้คำปรึกษาตลอดระยะเวลาการศึกษาของผู้วิจัย และขอขอบคุณเจ้าหน้าที่โครงการและบุคลากรที่เกี่ยวข้องทุกท่านที่ช่วยประสานงานด้านเอกสารต่างๆ ซึ่งช่วยสนับสนุนการทำสารนิพนธ์นี้เป็นอย่างดี

สุดท้ายนี้ ขอขอบคุณคุณคุณบิดา มารดา พี่น้อง ผู้บังคับบัญชา และเพื่อน ๆ ทุกท่านที่ได้ช่วยเหลือ ให้กำลังใจสนับสนุนทั้งในเรื่องการศึกษา และเรื่องอื่นๆ จนทำให้สารนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าสารนิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้สนใจไม่มากนักน้อย และเป็นแนวทางต่อผู้ที่ทำการศึกษาเรื่องที่เกี่ยวข้องต่อไปในอนาคต หากสารนิพนธ์ฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยขอรับไว้ และขออภัยมา ณ ที่นี้

ปิยะบุตร ประธานพิพัฒน์

การวิเคราะห์การซื้อขายหลักทรัพย์ภายในวันและระหว่างวัน สำหรับหลักทรัพย์ที่ประกาศขายแก่  
สาธารณชนเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

INTRA AND INTER DAY ANALYSIS OF FIRST DAY TRADING OF IPO IN SET

ปิยะบุตร ประธานพิพัฒน์ 6150104

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์นริรัตน์ เตชพิรุณทอง, Ph.D., ผู้ช่วย  
ศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ธาทรี จันทรโคติกา, Ph.D.

#### บทคัดย่อ

ราคาหุ้น IPO ที่พุ่งขึ้นอย่างมากในวันแรกของการซื้อขายนั้นทำให้เกิดอัตราผลตอบแทน  
สั้นที่เกินกว่าปกติระหว่างราคาขาย IPO ในวันแรกกับราคาจองซื้อ (Subscription price) เรียกปรากฏการณ์  
นี้ว่า “Underpricing” ทฤษฎีที่นำมาอธิบายการ Underpricing มีทั้งสิ้น 4 ทฤษฎี โดยทฤษฎีที่เป็นที่รู้จักกัน  
อย่างกว้างขวาง คือ Asymmetric Information เนื่องจากสามารถอธิบายปรากฏการณ์ในตลาดของประเทศ  
กำลังพัฒนาได้เป็นอย่างดี และยังมี Institutional Theory, Ownership and Control และ Behavioral  
Explanation (Ljungqvist, 2004) เป็นต้น นักวิชาการหลายท่านต่างให้ความสนใจศึกษาปรากฏการณ์  
ดังกล่าว ยกตัวอย่างเช่น Logue (1973) และ Ibbotson (1975) เป็นนักวิชาการรุ่นแรกที่สนใจและศึกษา  
ปรากฏการณ์ underpricing พบว่าในวันแรกหุ้น IPO นั้นมีแนวโน้มที่จะ underpricing การศึกษานี้จึง  
นำมาใช้เป็นแนวทางในการหาช่องทางเข้าทำกำไรของกลุ่มนักลงทุนที่ได้รับจัดสรรหุ้น IPO ณ ราคาจอง  
ซื้อ (Subscription price) และกลุ่มนักลงทุนที่ไม่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO ณ ราคาจองซื้อแต่สามารถซื้อ  
หุ้น IPO ได้ภายในวันแรก เป็นต้น โดยการศึกษาจะใช้ข้อมูลรายการซื้อขายภายในวัน (Deal transaction  
data) ของหุ้นทั้งหมดหรือข้อมูลความถี่สูง เพื่อให้ตรวจสอบการซื้อขายระหว่างนักลงทุนที่ได้รับจัดสรร  
และไม่ได้รับจัดสรร ผลการศึกษาพบว่านักลงทุนที่ได้รับจัดสรรเท่านั้นที่สามารถทำกำไรที่เกินปกติได้  
โดยช่วงเวลาที่ดีที่สุดของการขาย คือ ช่วงเวลาเปิดตลาดซึ่งเป็นช่วงที่มีความผันผวนสูงที่สุด

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

# INTRA AND INTER DAY ANALYSIS OF FIRST DAY TRADING OF IPO IN SET

PIYABUT PRATHANPHIPHAT 6150104

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 theories 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.

**KEYWORD :** Intra day/ IPO underpricing/ Initial return/ Subscription price

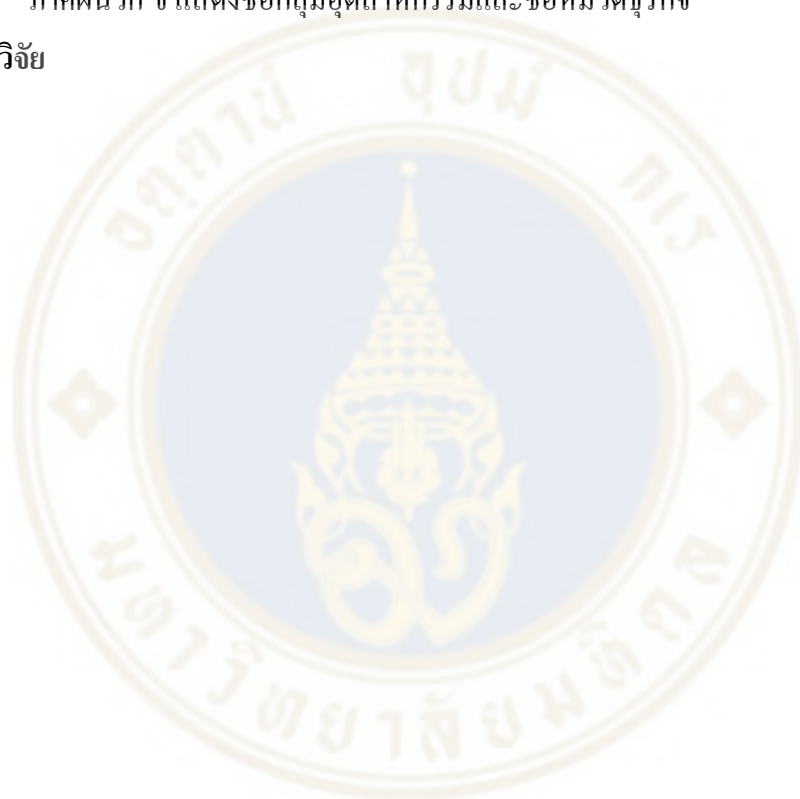
52 pages

## สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	ช
สารบัญรูปภาพ	ณ
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง	5
2.1 Asymmetric Information	5
2.2 Institutional Explanations	9
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 SET	22
4.1.2 ผลการศึกษาตลาด SET แยกรายอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2551 - 2560	28
4.2 ผลการศึกษาข้อมูลระหว่างวันหลังจากเริ่มเปิดทำการซื้อขายในตลาดรอง (Secondary market)	38
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	40
บรรณานุกรม	42

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
ภาคผนวก	45
ภาคผนวก ก แสดงถึงรายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี 2551 - 2560	46
ภาคผนวก ข แสดงชื่อกลุ่มอุตสาหกรรมและชื่อหมวดธุรกิจ	52
ประวัติผู้วิจัย	52



## สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
3.1 ข้อมูลบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ที่นำมาประกอบการศึกษาแยกเป็นรายปีตั้งแต่ปี 2551 - 2560	17
4.1 แสดงสถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนในระหว่างวันแรก (Intraday data) ของการซื้อขายหุ้น IPO แบ่งเป็นช่วงละ 5 นาที ที่เกิดขึ้นในตลาด SET ตั้งแต่ปี 2551 - 2560	22
4.2 แสดงผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุโดยใช้ตัวแปรหุ้นของอัตราผลตอบแทนช่วง 5 นาที ในระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET แยกรายอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2551 - 2560 จำนวน 109 หุ้น	28
4.3 แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยระหว่างวันของหุ้น IPO ตั้งแต่ราคาเสนอขายจนถึงช่วงเวลาต่างๆ ของตลาด SET ปี 2551 - 2560 จำนวน 109 หุ้น	38



## สารบัญรูปร่างภาพ

รูปร่างภาพ	หน้า
4.1 แสดงความผันผวน (Parkinson’s Method) โดยแบ่งเป็นช่วงละ 5 นาที รวมทั้งสิ้น 54 ช่วงเวลาระหว่างวันแรก (Intraday data) ของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET ตั้งแต่ปี 2551 - 2560	26
4.2 แสดงพฤติกรรมนักลงทุนในด้านการเป็นผู้นำตลาดของนักลงทุนโดยแบ่งเป็นช่วงละ 5 นาที รวมทั้งสิ้น 54 ช่วงเวลาระหว่างวันแรก (Intraday data) ของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET ตั้งแต่ปี 2551 - 2560	27
4.3 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET อุตสาหกรรมบริการ ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จำนวน 29 หุ้น	31
4.4 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จำนวน 17 หุ้น	32
4.5 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จำนวน 5 หุ้น	33
4.6 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จำนวน 13 หุ้น	34
4.7 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET อุตสาหกรรมทรัพยากร ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จำนวน 18 หุ้น	35
4.8 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET อุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จำนวน 9 หุ้น	36
4.9 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET อุตสาหกรรมเทคโนโลยี ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จำนวน 6 หุ้น	37
4.10 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET อุตสาหกรรมเกษตร ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จำนวน 12 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 นั้นเอง โดยมีนักลงทุนทั่วไปหรือนักลงทุนรายสถาบันที่สนใจสามารถเข้ามาซื้อหุ้นดังกล่าวได้ในตลาดที่เรียกกันว่าตลาดรอง ในการเข้าสู่สาธารณะนั้นเป็นที่สนใจของบริษัทต่างๆ เพราะนอกจากจะได้รับเงินทุนเข้าสู่บริษัทแล้ว ยังสามารถได้รับผลประโยชน์ทางอ้อมอีกด้วย เช่น การดึงความสามารถของผู้จัดการหรือผู้บริหารในการแสวงหาผลประโยชน์ให้แก่บริษัทและกลุ่มผู้ถือหุ้น อีกทั้งยังสร้างความน่าเชื่อถือและสร้างภาพลักษณ์ที่ดีให้แก่บริษัท เนื่องจากการเข้าสู่สาธารณะนั้นบริษัทจะต้องเปิดเผยข้อมูลภายในที่สำคัญเพื่อเป็นข้อมูลในการตัดสินใจแก่นักลงทุน แสดงความโปร่งใส และปฏิบัติตามข้อกำหนดในการเปิดเผยข้อมูลและแสดงรับผิดชอบต่อกลุ่มผู้ถือหุ้นกลุ่มใหญ่ เป็นต้น

สำหรับนักลงทุนผลตอบแทนจากการลงทุนที่นักลงทุนคาดหวัง โดยหลักแล้วมีอยู่ 2 ประเภท คือ 1) Capital Gains หรือกำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้นที่เราซื้อเท่ากับราคาขายไป 2) เงินปันผล (Dividend) หรือส่วนแบ่งผลกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทที่นำมาจัดสรรให้แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งนักลงทุนทั่วไปหรือนักลงทุนรายสถาบันย่อมต้องการเข้ามาแสวงหาผลประโยชน์ผ่านการซื้อขายหรือแลกเปลี่ยนหุ้นกันในตลาดรองและมีนักลงทุนจำนวนไม่น้อยที่ได้รับผลตอบแทนสูงเกินปกติ หรือมี Capital Gains จากส่วนต่างราคาตลาดที่ทำการซื้อขายหุ้น IPO ในวันแรกกับราคาจองซื้อ (Subscription price) ปรากฏการณ์นี้มีชื่อเรียกว่า IPO underpricing จึงเป็นที่สนใจของนักลงทุนทั้งนักลงทุนรายสถาบันและนักลงทุนทั่วไปเป็นอย่างมาก ปรากฏการณ์ดังกล่าว เป็นประเด็นที่นักวิชาการในประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอื่น ๆ ได้แก่ สหราชอาณาจักร ฮองกง 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 เป็นที่สนใจมานานหลายทศวรรษ

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. ผู้จัดการจำหน่ายหลักทรัพย์ - เป็นบริษัทหลักทรัพย์ที่จะช่วยในการขายหลักทรัพย์ให้แก่นักลงทุนทั่วไป บริษัทที่เสนอขายหุ้น IPO สามารถจะร่วมกับที่ปรึกษาทางการเงิน ทำการสำรวจความต้องการซื้อหลักทรัพย์ (Book Building) กับนักลงทุนสถาบัน เพื่อกำหนดช่วงราคาเสนอขายหุ้นและอาจทำหน้าที่เป็นผู้จัดจำหน่ายด้วยก็ได้ ผู้จัดการจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นอีกหนึ่งสมมติฐานการเกิดปรากฏการณ์ Underpricing ด้วยเช่นกัน โดยมีสมมติฐานที่ว่าผู้จัดการจำหน่ายหลักทรัพย์ย่อมมีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นที่เสนอขายมากกว่านักลงทุนทั่วไป (The Winner's Curse) หรือการแทรกแซงการจัดสรรให้แก่ นักลงทุนหรือสถาบันต่าง 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 สามารถทำได้ง่ายขึ้น 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 ซึ่งเป็นหนึ่งในสมมติฐานของทฤษฎี Asymmetric Information และนำไปสู่ปัญหาเรื่องตัวแทนที่จะอธิบายในบทถัดไป แต่ไม่ว่าจะเป็นกรณีใดนั้น ความไม่เท่าเทียมในข้อมูลข่าวสารมีส่วนเกี่ยวข้องกับมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทกับการตั้งราคาหุ้น IPO ทั้งสิ้น โดย Rock (1986) สันนิษฐานว่านักลงทุนบางส่วนได้รับข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทมากกว่านักลงทุนรายอื่นและนักลงทุนที่มีข้อมูลสามารถหลีกเลี่ยงการมีส่วนร่วมในการเสนอขายหุ้นที่สูงเกินไป

ยังมีทฤษฎีอื่นๆ พยายามที่จะอธิบายสาเหตุของการ underpricing โดย Institutional Theory จึงนำเสนอปัญหาการถูกดำเนินคดีหากผลการดำเนินงานไม่ได้เป็นไปตามที่คาดการณ์ แต่การฟ้องร้องนี้มักจะเกิดขึ้นประเทศที่กฎหมายเข้มงวดเรื่องการเปิดเผยข้อมูล เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา เป็นต้น และการฟ้องร้องดังกล่าวทำให้บริษัทมีค่าใช้จ่ายจำนวนมากจากการดำเนินคดี ดังนั้นบริษัทส่วนใหญ่จึงมักจะจงใจเสนอขายหุ้นที่ราคา underpricing เพื่อเป็นการป้องกันการถูกฟ้องร้อง อีกทฤษฎีหนึ่งว่าด้วยเรื่องของความเป็นเจ้าของและการควบคุม (Ownership and Control) โดยบริษัทที่มีความกังวลในเรื่องโครงสร้างผู้ถือหุ้นจะเปลี่ยนแปลงไปเมื่อบริษัทเข้าสู่ความ

เป็นสาธารณะ 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) ศึกษาความสัมพันธ์ของปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของ IPO (open-to-close) แบ่งผลตอบแทนของ IPO ออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่ม Cold, Neutral, Hot พบว่าปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนรายย่อยซึ่งเป็นกลุ่มนักลงทุนที่มีปริมาณการซื้อขายต่อครั้งน้อยมีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของ IPO ที่อยู่ในกลุ่ม Hot ส่วนกลุ่มนักลงทุนที่มีปริมาณการซื้อขายต่อครั้งจำนวนมาก เช่น นักลงทุนสถาบัน มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนภายในวันแรกในกลุ่ม 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) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ทั้งหมด 197 หุ้น ระหว่างปี 2557 จนถึงปี 2561

## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาเรื่อง ราคาตลาดของ IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง หรือ ปรากฏการณ์ Underpricing ที่เกิดช่วงเวลาระหว่างวันแรกนั้น ผู้ศึกษาได้รวบรวมแนวคิดและทฤษฎีที่อธิบายปรากฏการณ์ความผิดปกติของผลตอบแทนระยะสั้นของ IPO ได้ดังนี้

#### 2.1 Asymmetric Information

ในเชิงเศรษฐศาสตร์ข้อมูลไม่สมมาตรเกี่ยวข้องกับการศึกษาการตัดสินใจในการทำธุรกรรมต่างๆ ในสถานการณ์ที่ฝ่ายหนึ่งมีข้อมูลมากกว่าหรือดีกว่าอีกฝ่าย สถานการณ์นี้สร้างความไม่สมดุลให้เกิดขึ้นในตลาด เช่น ผู้ขายมีข้อมูลเกี่ยวกับตราสารมากกว่าผู้ซื้อและผู้ออกตราสาร ผู้ซื้อ มีข้อมูลเกี่ยวกับตลาดรองมากกว่าผู้ขายและผู้ออกตราสาร 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 โดยนักลงทุนกลุ่มนี้ยอมได้รับหุ้นที่ไม่น่าสนใจไว้ทั้งหมด หรืออีกทางหนึ่งคือ กลุ่มนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลจะได้รับการจัดสรรหุ้นที่มูลค่าสูงเกินกว่ามูลค่าแท้จริงของบริษัท ทำให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่ได้รับจะติดลบหรือผลตอบแทนเฉลี่ยขาดทุน ดังนั้นผลตอบแทนที่จัดสรรให้แก่กลุ่มที่ไม่มีข้อมูลจะได้รับต่ำกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยหรือผลตอบแทนที่ผิดปกติที่

ได้รับจากการ Underpricing เมื่อผลตอบแทนที่ผิดปกติไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์ นักลงทุนดังกล่าวจะไม่เสนอซื้อ IPO ส่งผลให้ตลาด IPO จะถือคักเฉพาะกลุ่มของนักลงทุนผู้มีข้อมูลเท่านั้น

สมมติฐานของ Rock คือ สำหรับตลาดแรก (Primary market) อุปสงค์ที่ได้รับจากกลุ่มนักลงทุนที่มีข้อมูลไม่เพียงพอสำหรับหุ้นทั้งหมดที่เสนอขาย ตลาดยังต้องการการลงทุนจากกลุ่มนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลด้วย ดังนั้นหากสิ่งนี้นักลงทุนที่ไม่มีความรู้ต้องการ คือ ผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการ Underpricing หรือการไม่ขาดทุน หรือเท่าทุน ฉะนั้นการเสนอขายหุ้นทั้งหมดจะต้อง Underpricing เท่านั้น เพราะจะช่วยให้กลุ่มนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลเข้ามามีส่วนร่วมในตลาด แต่การ Underpricing ไม่ได้แก้ปัญหาค่าการจัดสรรที่ไม่เป็นธรรมต่อนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล นักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลยังคงมีพฤติกรรมแห่ซื้อหุ้น IPO ที่ Underpricing ตามนักลงทุนที่มีข้อมูลเช่นเดิม แม้ว่าได้รับการจัดสรรหุ้นใหม่แล้วก็ตาม ดังนั้น “Underpricing” จึงเป็นสิ่งจำเป็นและต้องการ ซึ่งถูกนำมาทดแทนการจัดสรรหุ้นที่ไม่เป็นธรรมต่อนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล

อีกหนึ่งในสมมติฐานแบบจำลองของ Rock's (1986) winner's curse คือ บริษัทผู้ออกตราสารยอมเลือกที่จะเข้ามาหาประโยชน์จากการ underpricing เพราะเป็นวิธีการที่จะทำให้บริษัทผู้ออกตราสารได้ประโยชน์จากนักลงทุนที่มีข้อมูลและไม่มีข้อมูล ผลประโยชน์ดังกล่าวนี้หมายถึงแหล่งเงินทุนที่บริษัทต้องการนั่นเอง แต่หากมีการจัดสรรหุ้นอย่างเหมาะสมแล้ว นักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลจะไม่ได้ผลตอบแทนที่ผิดปกติ (ผลตอบแทนที่เกินปกติเป็น 0) สมมติฐานนี้ได้พิสูจน์โดย Koh and Walter's (1989) ทำการทดสอบความสัมพันธ์ของการจัดสรรหุ้นและผลตอบแทนที่ผิดปกติใช้ข้อมูล IPO ในประเทศที่กำหนดกฎเกณฑ์การจัดสรรที่เข้มงวดทั้งสิ้น 66 บริษัท ซึ่งผลของการได้รับการจัดสรรมีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับอัตราการ Underpricing และผลตอบแทนเบื้องต้นเฉลี่ยลดลงอย่างมีนัยสำคัญจาก 27% เป็น 1% หากมีการปรับสัดส่วนสำหรับการจัดสรรหุ้น IPO

### 2.1.2 Information Revelation Theories

ทฤษฎี Information Revelation หรือการทำ Bookbuilding เป็นการออกแบบกลไกหรือเครื่องมือเพื่อให้กลุ่มนักลงทุนเปิดเผยข้อมูลที่เป็นความจริงและเป็นประโยชน์ต่อการเสนอขายหุ้นของผู้จัดการจัดจำหน่าย โดยใช้วิธีการสำรวจความต้องการซื้อขายหลักทรัพย์ (Bookbuilding) ซึ่งเป็นหนึ่งในกระบวนการของการรับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ วิธีนี้ช่วยให้พวกเขาสามารถเก็บรวบรวมข้อมูลจากนักลงทุนทั้งกลุ่มที่มีข้อมูลและไม่มีข้อมูล และนำข้อมูลดังกล่าวมาใช้เพื่อเพิ่มราคาเสนอขายโดยคาดว่าจะเพิ่มขึ้นอีกหลังจากเปิดตลาด วิธีสำรวจความต้องการซื้อขายหลักทรัพย์ (Bookbuilding) จะช่วยให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ได้ใช้ดุลยพินิจในการจัดสรร ซึ่งสามารถแทรกแซงการจัดสรรตามสัดส่วนได้เพื่อให้กลไกมีประสิทธิภาพ ตัวอย่างเช่น

เพื่อให้เกิดความยุติธรรมแก่ผู้ที่เสนอราคาทุกกลุ่ม ผู้จัดจำหน่ายจะต้องกำหนดให้มีการจัดสรรหุ้นให้กับนักลงทุนรายย่อยด้วย สำหรับเรื่องนี้ถือว่าเป็นเรื่องปกติในยุโรปและเอเชียที่มีกฎเกณฑ์การจัดสรรอย่างเข้มงวด และนำมาใช้ในการกำหนดราคาเสนอขายเพื่อให้สามารถขายหุ้นได้ทั้งหมดด้วยราคาที่ไม่ว่าทำให้ผู้ออกตราเสียประโยชน์จากการขายหุ้นที่ราคาต่ำเกินไป

แต่อย่างไรก็ตามในกรณีที่แรงจูงใจของนักลงทุนไม่สัมพันธ์กับการเปิดเผยข้อมูลแก่ผู้จัดการการจัดจำหน่าย หรือบิดเบือนข้อมูลเพื่อให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้นขายที่ราคาต่ำกว่า อาจจะยังทำให้ราคาเสนอขายสูงขึ้นทำให้นักลงทุนที่มีข้อมูลมีกำไรลดลงใน หรืออาจจะเสนอราคาที่ต่ำเกินไปจนทำให้ผู้ออกตราเสียผลประโยชน์และทำให้ผู้จัดการจำหน่ายเองเสียชื่อเสียงก็เป็นได้ 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 ที่มีเจตนาขายหุ้น

Underpricing เพื่อเอื้อประโยชน์แก่นักลงทุนบางกลุ่ม หรือเจตนาขายหุ้นที่ Underpricing เพราะต้องการเสนอขายหุ้นได้ทั้งหมด ตัวอย่างเช่น ข้อเท็จจริงที่ว่า การ underpricing เป็นตัวแทนการโอนทรัพย์สินสมบัติหรือผลประโยชน์จากบริษัท ไปสู่นักลงทุนที่มีพฤติกรรม rent-seeking behavior<sup>1</sup> โดยการเสนอเงินสินบนเพื่อให้ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO ที่มีการ underpricing ซึ่งเงินสินบนดังกล่าวอาจเป็นรูปแบบของค่าคอมมิชชั่นที่มากเกินไปหรือเงินที่จ่ายให้กับการทำธุรกรรมที่ไม่เกี่ยวข้องกับการจำหน่าย เป็นต้น

<sup>1</sup>“rent-seeking behavior” เป็นแนวคิดทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น เมื่อบริษัทพยายามที่จะแสวงหาความมั่งคั่ง โดยไม่ต้องมีส่วนร่วมในการผลิตซึ่งกันและกัน โดยทั่วไปแล้วมันจะเป็นการบริการสังคมที่รัฐบาลสนับสนุนและโครงการบริการสังคม



ค่าธรรมเนียมการจัดจำหน่ายโดยทั่วไปจะคิดเป็นสัดส่วนเดียวกับการเสนอขายหุ้น IPO หรือค่าธรรมเนียมการจัดจำหน่ายผูกพันกับการ underpricing คือ หากผู้จัดการจัดจำหน่ายสามารถขายหุ้นได้สูงมากเพียงใด ค่าธรรมเนียมหรือค่าบริการจะสูงขึ้นมากเท่านั้น สิ่งนี้เป็นการสร้างแรงจูงใจให้การ underpricing อยู่ในระดับที่ต่ำ แต่ในบางครั้งค่าธรรมเนียมการจัดจำหน่ายอาจมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการเสนอขายหุ้น IPO ก็สามารเป็นไปได้ คือ ยิ่ง underpricing มากเท่าใด ค่าตอบแทนการจัดจำหน่ายยิ่งสูงมากเท่านั้น เนื่องจากอาจเป็นไปได้ว่าผู้ออกตราสารยังมีความไม่แน่นอนในมูลค่าของบริษัทมากเท่าใด ยิ่งทำให้เกิดความไม่สมดุลของข้อมูลระหว่างบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มากขึ้นเท่านั้น ซึ่งนั่นเป็นสาเหตุของการ underpricing และค่าบริการของผู้ให้บริการก็จะมีค่าธรรมเนียมการจัดจำหน่ายสูงขึ้นด้วยเช่นกัน

#### 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” หรือบริษัทผู้ออกตราสารดังกล่าวมีมูลค่าที่แท้จริงสูงกว่าราคาเสนอขาย แต่ทั้งนี้บริษัทจะต้องยอมรับว่าบริษัทจะต้องแบกรับค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้นด้วย แต่หากการทำ underpricing หรือส่งสัญญาณได้สำเร็จจะทำให้ผู้ออกตราสารสามารถขายตราสารทุนในเงื่อนไขที่ดีกว่าเดิมในตลาดได้อีกครั้งและได้รับชดเชยค่าใช้จ่ายที่เสียไปในครั้งแรกของการเสนอขายหุ้น

การส่งสัญญาณรวมถึงการเลือกผู้จัดจำหน่ายมีชื่อเสียงที่มาจากคณะกรรมการที่มีคุณภาพโดยเฉพาะอย่างยิ่งมาจากคณะกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร ซึ่งจะทำให้มีบรรทัดฐานและการเปิดเผยข้อมูลให้กับนักลงทุน IPO มากยิ่งขึ้น สมมติว่า กำหนดให้นักลงทุนทั่วไปไม่มีความแตกต่างและมีบริษัทสองประเภทที่แสดงถึงคุณภาพสูงและคุณภาพต่ำ บริษัทหนึ่งที่มีคุณภาพสูงจะมีแรงจูงใจในการส่งสัญญาณที่แสดงถึงคุณภาพสูงเพื่อระดมทุนได้อย่างน่าเชื่อถือมากกว่าบริษัทคุณภาพต่ำมีแรงจูงใจที่จะเลียนแบบสิ่งที่มีบริษัทคุณภาพสูงทำได้

## 2.2 Institutional Explanations

ประเด็นการหลีกเลี่ยงปัญหาอคติความของผู้ออกตราสารและผู้จัดจำหน่ายตราสาร จึงทำให้บริษัทต่างๆ ตั้งใจขายหุ้นที่ราคา discount เพื่อลดโอกาสที่จะเกิดอคติความฟ้องร้องในภายหลังการเสนอขายหุ้น หากผลประกอบการไม่เป็นไปตามคาดการณ์ จึงมีความเป็นไปได้ว่า “การหลีกเลี่ยงการถูกฟ้องร้องจึงมีผลต่อการ underpricing” ข้อบังคับเรื่องการเปิดเผยข้อมูลที่เข้มงวดทำให้ผู้จัดจำหน่ายและผู้ออกตราสารที่มักจะเกิดในประเทศสหรัฐอเมริกา บริษัทผู้ออกตราสารมีความเสี่ยงจากการถูกฟ้องร้องดำเนินคดีโดยนักลงทุน จากการปกปิดหรือไม่แสดงข้อเท็จจริงที่เป็นสาระสำคัญในหนังสือชี้ชวนการเสนอขายหุ้น IPO ดังนั้นบริษัทต่างๆ จึงตั้งใจเสนอราคาที่ underpricing เพราะหากมีการดำเนินคดี ย่อมมีค่าใช้จ่ายจากการดำเนินคดีเป็นจำนวนมาก เช่น ค่าเสียหายจากการฟ้องร้อง ค่าธรรมเนียมในการดำเนินงาน เป็นต้น ยังส่งผลกระทบต่อความน่าเชื่อถือของธนาคารเพื่อการลงทุน และสุดท้ายจะส่งผลกระทบต่อกรออกหุ้นใหม่ในอนาคตอีกด้วย

ประเด็นที่สอง คือ Institutional Approach กล่าวถึงการกำหนดแนวทางการประเมินราคาของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ โดยหนึ่งในงานของผู้จัดการการจัดจำหน่าย คือ การรักษาเสถียรภาพของราคาเพื่อไม่ให้ราคาลดลงภายในวันหรือภายในสัปดาห์ในตลาดรอง (after-market) ตัวอย่าง ในประเทศสหรัฐอเมริกา รวมถึงอีกหลายๆ ประเทศ เรื่องการรักษาเสถียรภาพของราคานั้นเป็นเรื่องถูกต้องตามกฎหมาย 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 ดังนั้นบริษัทจึงต้องจ้างผู้บริหารมืออาชีพเข้ามาทำ

หน้าที่หรือเป็นตัวแทนของบริษัทในการบริหารงาน ซึ่งจะทำให้เกิดปัญหา agency problem ตามมา และเป็นหนึ่งในแนวทางอธิบายการเกิด Underpricing โดยใช้ Agency cost approach แต่อย่างไรก็ตามหน้าที่ของผู้บริหารย่อมมีเจตนาปกป้องผลประโยชน์ของบริษัทจากการควบคุมจากภายนอก หรือ Takeover ด้วยเช่นกัน ดังนั้น ในทฤษฎี Ownership and Control จึงมี 2 แนวทางในการอธิบายหนึ่งในแนวทาง ดังนี้

1) ผู้จัดการหรือฝ่ายบริหารของบริษัทใช้กลยุทธ์ “Underpricing” โดยมีเจตนาปกป้องผลประโยชน์ภายในของบริษัทเมื่อบริษัทต้องเข้าสู่ความเป็นสาธารณะ เพื่อสร้างอุปสงค์ส่วนเกิน จนกระทั่งต้องมีการกำหนดการจัดสรรหุ้นให้นักลงทุน โดยจงใจหลีกเลี่ยงการจัดสรรหุ้นไปให้กลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือจงใจหลีกเลี่ยงการจัดสรรแก่กลุ่มนักลงทุนที่ซื้อขายครวละมากๆ

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

## 2.4 Behavioral Explanations

นักลงทุนมีการเรียนรู้เกี่ยวกับมูลค่าหุ้นของบริษัทผู้ออกตราสารด้วยการสังเกตพฤติกรรมของนักลงทุนรายอื่น ๆ และจะลงทุนในทิศทางเดียวกัน หรือนักลงทุนมีพฤติกรรมการลอกเลียนแบบมาจากนักลงทุนรายอื่นๆ ในตลาด ถึงแม้ว่านักลงทุนแต่ละคนอาจจะมีความเชื่อมั่นก่อนหน้าเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของการเสนอขายหุ้น IPO หรือได้รับข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นนั้นๆ แต่เมื่อข้อมูลหรือการตัดสินใจของนักลงทุนนั้นถูกรอบงำด้วยพฤติกรรมของนักลงทุนรายอื่น ๆ ในตลาด ดังนั้นเพื่อให้ให้นักลงทุนตัดสินใจว่าจะซื้อ IPO หรือไม่ หุ้นดังกล่าวจะต้อง Underpricing เพราะจะทำให้กลุ่มนักลงทุนที่มีพฤติกรรมลอกเลียนแบบจะทำการจองซื้อหุ้นตามกลุ่มของนักลงทุนที่มีข้อมูล

ตลาด IPO เป็นกรณีศึกษาที่ดีในการศึกษาผลกระทบของนักลงทุนที่ไม่มีเหตุผลต่อราคาหุ้น บริษัทที่ไม่เคยมีการเสนอขายหุ้นมาก่อน มักจะมีแนวโน้มที่จะตั้งราคาแบบไม่มีข้อมูลและไม่มีที่ไปที่ไป 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 โบว์ตันที่กิจการขาย (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 ระหว่างปี 1977 – 1982 จำนวน 1,028 หุ้น ทดสอบตัวแปรทั้ง 4 กลุ่มข้างต้นเช่นกัน พบว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ตั้งใจออกตราสารที่ 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”<sup>1</sup> การจัดสรรจะถูกกำหนดให้เป็นแบบสุ่มเลือก (random ballot) ทำให้นักลงทุนสองคนที่เสนอราคาสำหรับจำนวนหุ้นเท่ากันมีโอกาสเท่าเทียมกันที่จะได้รับจัดสรร Koh and Walter's (1989) จึงทำการศึกษาหุ้น IPO ทั้งสิ้น 66 บริษัทในประเทศสิงคโปร์ พบว่าสมมติฐานการ

<sup>1</sup>“Oversubscription” คือ สถานการณ์ที่นักลงทุนแสดงความสนใจอย่างมากในหลักทรัพย์ใหม่หรือเกิดอุปทานส่วนเกิน

ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO มีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับการ Underpricing และผลตอบแทนเริ่มต้นเฉลี่ยลดลงจาก 27% เป็น 1% เมื่อได้รับการจัดสรรอย่างเหมาะสม

ถ้าหากไม่ปรากฏความหลากหลายหรือไม่เกิดความแตกต่างระหว่างกลุ่มของนักลงทุน จะไม่เกิดปรากฏการณ์ 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<sup>2</sup> เช่นเดียวกับการศึกษาของ Habib และ Ljungqvist (2001) ในประเทศสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี 1991 ถึง 1995 จำนวน 1,409 หุ้น IPO พบว่าผู้ออกตราสารมีแรงจูงใจที่ลดความไม่สมดุลของข้อมูลและปัญหาของ

adverse selection ระหว่างนักลงทุนที่มีข้อมูลและไม่มีข้อมูล เพราะประโยชน์จากการ underpricing ไม่สามารถชดเชยการสูญเสียความมั่งคั่งของบริษัทผู้ออกตราสารได้ ผู้ออกตราสารจึงยอมจ่ายเงินเพิ่มสูงขึ้น ในการเลือกผู้จัดจำหน่ายตราสารที่มีชื่อเสียง เนื่องจากหวังว่าผู้ออกตราสารจะสามารถกระจายข้อมูลข่าวสารไปยังนักลงทุนทั้งสองกลุ่มเพื่อลดการ underpricing ได้ โดยวัดความมั่งคั่งของผู้จัดการจัดจำหน่ายจากส่วนแบ่งการตลาด (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 และในรายชื่อที่เลือกใช้ผู้จัดการจัดจำหน่ายท้องถิ่น พบว่า 73% ของผู้ออกตราสารจะได้รับเงินน้อยลงจากการระดมทุนครั้งแรกเนื่องจากการที่หุ้นนั้น Underpricing ในทางกลับกัน Loughran และ Ritter (2003) และ Beatty and Welch (1996) ทำการศึกษาระหว่างปี 1970 และ 1980 พบความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามระหว่างผู้จัดจำหน่ายที่มีชื่อเสียงกับการ Underpricing โดย Beatty and Welch (1996) ศึกษาหุ้น IPO จำนวน 823 หุ้นในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่ายิ่งผู้จัดการจัดจำหน่ายที่มีชื่อเสียงมาก ยิ่งมีความเกี่ยวข้องกับการ underpricing มากขึ้น เนื่องจากพบว่าธนาคารใช้กลยุทธ์ underpricing เพื่อเสริมสร้างความมั่งคั่งให้แก่ตนเอง หรือให้แก่กลุ่มผู้ลงทุนของตน และลดกฎเกณฑ์บางประการเพื่อเอื้อประโยชน์ต่อผู้ออกตราสารในการออกจำหน่ายหุ้น IPO

<sup>2</sup> Adverse selection คือ การเลือกที่ไม่พึงประสงค์เมื่อผู้ขายมีข้อมูลที่ผู้ซื้อไม่มีหรือมีปัญหาคุณภาพของผลิตภัณฑ์ ในด้านเศรษฐศาสตร์ การประกันภัย และการจัดการความเสี่ยง การเลือกที่ไม่พึงประสงค์เป็นสถานการณ์ตลาดที่ผู้ซื้อและผู้ขายมีข้อมูลที่แตกต่างกันหรือไม่เท่ากัน อาจจะเป็นผู้ซื้อที่มีข้อมูลคุณภาพผลิตภัณฑ์ดีกว่าผู้ขายหรือผู้ขายมีข้อมูลคุณภาพผลิตภัณฑ์ดีกว่าผู้ซื้อยอมเป็นไปได้ ทั้งผู้ซื้อและผู้ขายอาจมีส่วนร่วมในการเลือกซื้อและขาย โดยอำนาจประโยชน์ต่อพวกเขามากที่สุด ตัวอย่างที่เห็นกัน คือ Lemon Market หรือตลาดสินค้ามือสองนั่นเอง (Akerlof's (1970))

Benveniste-Spindt 1989 Cornelli 2003 และ Goldreich (2001) ศึกษาในตลาดยุโรป และมีความเห็นคล้ายคลึงกันเกี่ยวกับการสำรวจความต้องการของผู้จัดจำหน่าย Cornelli 2003 ศึกษา การจดทะเบียน IPO ข้ามชาตินอกประเทศสหรัฐอเมริกามากกว่า 37 ประเทศของธนาคารเพื่อการลงทุนชั้นนำ โดยพบว่าการเสนอราคาสูงสุดที่กลุ่มนักลงทุนที่มีข้อมูลเต็มใจจ่าย (price-limited bids) หรือมีการเสนอราคาของที่มีการแก้ไข (Subscription price revisions) โดยเฉพาะกรณีแก้ไขราคาให้สูงขึ้น พบว่า 19% ของทั้งสองกรณีจะได้รับการจัดสรร Lowry and Schwert (2004), Edelen และ Kadlec (2004) พบความสัมพันธ์ของการแก้ไขราคาของที่มีการแก้ไข (Subscription price revisions) กับการ underpricing ซึ่งเป็นการปรับราคาบางส่วนเพื่อชดเชยให้กับนักลงทุนที่ยอมเปิดเผยข้อมูล และราคาที่ปรับนั้นมักจะ 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 ในการลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างบริษัทที่ออกตราสารและผู้จัดการตราสาร โดยการกำหนดค่าตอบแทนของการจัดจำหน่ายขึ้นอยู่กับมูลค่าของผู้ออกตราสารมากขึ้น Ljungqvist (2003) ศึกษาจากการทำสัญญาค่าคอมมิชชั่นที่สูงขึ้นในกลุ่มตัวอย่าง IPO ขนาดใหญ่ในสหราชอาณาจักรระหว่างปี 1991 - 2002 พบว่าผลตอบแทนเบื้องต้นลดลงอย่างมีนัยสำคัญเมื่อค่าตอบแทนการจัดจำหน่ายถูกควบคุม ดังนั้นการกำหนดเงื่อนไขในสัญญาค่าคอมมิชชั่นมีผลต่อการกำหนดราคา IPO ของ underwriters ยิ่งกว่านั้นผลลัพธ์เชิงประจักษ์ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานได้อย่างน่าเชื่อถือว่า ค่าตอบแทนหรือแรงจูงใจนั้นเหมาะสมที่สุดเพื่อให้สัญญามีประสิทธิภาพ หลักฐานในงานวิจัยของ Ljungqvist และ Wilhelm (2003) สนับสนุนว่ายิ่งการถือหุ้นของวาณิชธนกิจ (underwriter) ยิ่งต่ำเท่าไร ยิ่งให้ผลตอบแทนภายในวันแรกต่ำเท่านั้น

การส่งสัญญา 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) พบว่าบริษัทชั้นนำในสหรัฐอเมริกาได้เตรียมการรับมือการถูกรอบครองกิจการก่อนที่จะออกสู่สาธารณะไว้ก่อนแล้ว เช่น การออกหุ้นที่ไม่มีสิทธิ์ออกเสียง เป็นต้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งการเปิดเผยข้อมูลภายในสู่สาธารณะและจะส่งผลให้กลไกการควบคุมภายในของบริษัทลดน้อยลงตามลำดับ อาทิเช่น การลดทอนอำนาจการควบคุมของผู้เป็นเจ้าของเดิม และจ้างผู้บริหารมืออาชีพมาบริหาร เป็นต้น ดังนั้นไม่น่ามีความเป็นไปได้ว่าการเกิด Underpricing จะเป็นคำอธิบายเดียวของการคุ้มครองผลประโยชน์ภายในบริษัท ต่อมา Field and Sheehan (2004) พบว่า ไม่มีความสัมพันธ์กันเลยในการกีดขวางการซื้อขายหุ้นปริมาณที่มากกับระดับการ Underpricing

Purnanandam และ Swaminathan (2003) ให้การสนับสนุนการคาดการณ์ว่า บริษัทที่จะออกสู่สาธารณะในช่วงตลาดร้อนแรงจะเกิด Overpricing ทั้งราคาขายวันแรกและราคาเสนอขาย (Subscription 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 ที่ได้รับความนิยมสูงจากสถาบันผู้ลงทุนรายย่อย เมื่อเวลาผ่านไปผลตอบแทนเริ่มต้นที่สูงจะลดลงตามลำดับ เนื่องจากปริมาณซื้อสุทธิของนักลงทุนรายย่อยลดลง จนในที่สุดส่งผลให้ประสิทธิภาพลดลงในช่วงหกถึง 12 เดือนแรกหลังจากการเสนอขายหุ้น

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



### บทที่ 3

## ข้อมูลที่ใช้ สมมติฐาน และวิธีการทางสถิติ

### 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ระหว่างปี 2551 – 2560 และข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ระหว่างปี 2551 – 2560 ที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก (IPO) หลักทรัพย์ที่นำมาใช้ประกอบการศึกษา เป็นจำนวน 197 หุ้น แบ่งเป็นหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวน 109 หุ้น คิดเป็น 55% ของทั้งหมด และมีมูลค่าหลักทรัพย์รวม 1,245,667 ล้านบาท ในปี 2560 มีมูลค่าระดมทุนสูงสุด 376,775 ล้านบาท คิดเป็น 30% ของมูลค่าหลักทรัพย์รวม ซึ่งส่วนใหญ่เป็นหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานและกลุ่มอุตสาหกรรมก่อสร้าง และหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) จำนวน 88 หุ้น คิดเป็น 45% ของทั้งหมด มีมูลค่าหลักทรัพย์รวม 172,320 ล้านบาท ในปี 2556 มีมูลค่าระดมทุนสูงสุด 44,979 ล้านบาท คิดเป็น 26% ของมูลค่าหลักทรัพย์รวม ซึ่งในปี 2556 เป็นหุ้นกลุ่มทรัพยากรทั้งหมด โดยรวมทั้งสองตลาดมีมูลค่าหลักทรัพย์ของทั้งสองตลาด 1,417,987 ล้านบาท 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 ข้อมูลบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ที่นำมาประกอบการศึกษาแยกเป็นรายปีตั้งแต่ปี 2551 – 2560

ปี	SET			
	มูลค่าระดม ทุน (ล้านบาท)	มูลค่า หลักทรัพย์ (ล้านบาท)	จำนวนหุ้น IPO	% share of Observation
2551	18,389	68,886	8	7%
2552	4,852	24,386	6	6%
2553	6,028	49,644	4	4%
2554	3,794	22,105	3	3%
2555	17,182	58,019	8	7%
2556	31,045	148,989	13	12%
2557	43,558	203,447	16	15%
2558	35,307	179,882	20	18%
2559	26,700	113,534	10	9%
2560	83,661	376,775	21	19%
<b>Total</b>	<b>270,516</b>	<b>1,245,667</b>	<b>109</b>	<b>100%</b>

1. "มูลค่าหลักทรัพย์" เป็นข้อมูล ณ วันที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
2. "มูลค่าระดมทุน" คำนวณจากหุ้นทั้งหมดที่ขายให้กับประชาชนทั่วไป (หุ้นเพิ่มทุน และหุ้นจัดสรรส่วนเกิน) และการเสนอขายตาม โครงการ 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 หรือสถิติเชิงแบบพรรณนา (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 และเพื่อให้เข้าใจพฤติกรรมการซื้อขายในตลาดได้ดียิ่งขึ้น ในมุมมองทั้งแบบภาพรวมและแยกรายอุตสาหกรรม โดยจะศึกษาทั้งแบบภาพรวมทั้งตลาด ซึ่งแบ่งเป็น SET กับ mai และศึกษาแบบแยกย่อยรายอุตสาหกรรม โดยแต่ละอุตสาหกรรมจะแบ่งออกเป็นตลาด SET และตลาด mai มีสมการในการคำนวณ ดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนระยะสั้น การคำนวณอัตราผลตอบแทนระยะสั้นคำนวณโดยการหาลอการิทึมของราคาสุดท้ายของหุ้น IPO ที่ถูกจับคู่ ณ จุดช่วงเวลา หาดด้วยราคาเริ่มต้นของหุ้น 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  $i$

Final Price<sub>i</sub> คือ ราคาสุดท้ายของหุ้น IPO ที่ถูกจับคู่ ในช่วงเวลาที่ i

First Price<sub>i</sub> คือ ราคาเริ่มต้นของหุ้น IPO ที่ถูกจับคู่ ในช่วงเวลาที่ i

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

สำหรับการศึกษาแยกรายอุตสาหกรรม เนื่องจากบางอุตสาหกรรมมีปริมาณข้อมูลที่น้อย จึงเลือกใช้การวิเคราะห์ถดถอยพหุโดยใช้ตัวแปรหุ่น (Multiple regression with dummy variable) ในการคำนวณ

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

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

โดยที่

Volatility<sub>i</sub> คือ ความผันผวนของราคาหุ้น IPO ในช่วงเวลาที่ i

Highest Price<sub>i</sub> คือ ราคาสูงสุดของหุ้น IPO ที่ถูกจับคู่ ในช่วงเวลาที่ i

Lowest Price<sub>i</sub> คือ ราคาต่ำที่สุดของหุ้น IPO ที่ถูกจับคู่ ในช่วงเวลาที่ i

3. พฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุน โดยศึกษาจากการเป็นผู้นำตลาดของนักลงทุน (Hanafi M. M., 2018) ในการศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุน จะศึกษาจากการเป็นผู้นำตลาดของนักลงทุน ในการจับคู่กันของรายการคำสั่งซื้อและขาย หากรายการคำสั่งขายเกิดขึ้นหลังจากคำสั่งซื้อ จะถือว่ารายการนั้นมีผู้ขายเป็นผู้ชักนำตลาด (Sell initiated) และหากรายการคำสั่งซื้อเกิดขึ้นหลังจากคำสั่งขาย จะถือว่ารายการนั้นมีผู้ซื้อเป็นผู้ชักนำตลาด (Buy initiated) ในศึกษานี้จะหาอัตราส่วนการนำตลาดของนักลงทุน โดยคำนวณด้วย จำนวนรายการที่ผู้ขายเป็นผู้ชักนำตลาด (Sell initiated) หาดด้วย 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 นักลงทุนมีการแห่ขายหุ้นเป็นจำนวนมาก และหากมีค่าเท่ากับ 1 แสดงให้เห็นพฤติกรรมของนักลงทุนว่า นักลงทุนมีการซื้อและขายเป็นสัดส่วนเท่ากัน การซื้อขายหุ้นเข้าสู่ภาวะปกติ

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

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

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 จะคำนวณ โดยหาลอการิทึมของราคาปิดตลาดของหุ้น IPO ในแต่ละวันหารด้วย ราคาจองที่เสนอขายหุ้น IPO ตามสมการ

$$LT\ Return_i = \log\left(\frac{Close\ Price_i}{Subscription\ Price}\right)$$

โดยที่

$LT\ Return_i$  คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้น IPO ในวันที่  $i$

$Close\ Price_i$  คือ ราคาปิดของหุ้น IPO ในวันที่  $i$

$Subscription\ Price$  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 SET และตลาด mai และในมุมมองแยกย่อยรายอุตสาหกรรม พร้อมกันนี้ยังได้ศึกษาพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนในด้านการเป็นผู้นำตลาดของตลาด SET และ mai ต่อหุ้น IPO ที่ทำการซื้อขายในระหว่างวันแรก โดยแยกแสดงผลการศึกษาแบ่งเป็น 1) อัตราผลตอบแทนระยะสั้นด้วยรูปแบบตารางแสดงเป็นช่วงเวลา Subscription ถึง Open และช่วงเวลาเปิดทำการจนถึงเวลาปิดทำการ (ตั้งแต่ช่วงเวลาที่ 1 - 54) 2) ความผันผวนของราคาซื้อขายในระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ด้วยรูปแบบกราฟตั้งแต่ช่วงเวลาที่ 1 - 54 และพฤติกรรมการซื้อขายในแต่ละช่วงเวลาของหุ้น IPO ที่ทำการซื้อขายภายในวันแรกด้วยรูปแบบกราฟ

##### 4.1.1 ผลการศึกษาภาพรวมของตลาด SET จำนวน 109 หุ้น

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

ตารางที่ 4.1 แสดงสถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนในระหว่างวันแรก (Intraday data) ของการซื้อขายหุ้น IPO แบ่งเป็นช่วงละ 5 นาที ที่เกิดขึ้นในตลาด SET ตั้งแต่ปี 2551 – 2560

Interval (5 Min)	Mean	Std.	t-value	Prob >  t	Min	Max	Cumulative Return 0 - 54	Cumulative Return 1 - 54
0 (Subscription – Open)	27.30%	0.0037	74.1100	0.0000***	-9.59%	107.84%	27.30%	

ตารางที่ 4.1 แสดงสถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนในระหว่างวันแรก (Intraday data) ของการซื้อขายหุ้น IPO แบ่งเป็นช่วงละ 5 นาที ที่เกิดขึ้นในตลาด SET ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 (ต่อ)

Interval (5 Min)	Mean	Std.	t-value	Prob >  t	Min	Max	Cumulative Return 0 - 54	Cumulative Return 1 - 54
1 (Open – 10.05)	-0.18%	0.0037	-0.4900	0.6250	-14.00%	12.46%	27.12%	-0.18%
2 (10.05 – 10.10)	-0.28%	0.0037	-0.7600	0.4470	-7.06%	9.67%	26.84%	-0.46%
3 (10.10 – 10.15)	0.08%	0.0037	0.2300	0.8200	-3.73%	9.18%	26.92%	-0.38%
4 (10.15 – 10.20)	0.06%	0.0037	0.1600	0.8770	-7.23%	6.36%	26.98%	-0.32%
5 (10.20 – 10.25)	-0.06%	0.0037	-0.1500	0.8790	-3.58%	8.48%	26.92%	-0.37%
6 (10.25 – 10.30)	-0.07%	0.0037	-0.1800	0.8570	-7.43%	6.12%	26.86%	-0.44%
7 (10.30 – 10.35)	0.00%	0.0037	0.0000	0.9980	-6.27%	7.02%	26.86%	-0.44%
8 (10.35 – 10.40)	-0.08%	0.0037	-0.2200	0.8260	-4.37%	7.02%	26.77%	-0.52%
9 (10.40 – 10.45)	-0.06%	0.0037	-0.1700	0.8690	-3.69%	7.93%	26.71%	-0.58%
10 (10.45 – 10.50)	0.13%	0.0037	0.3600	0.7150	-4.06%	7.02%	26.85%	-0.45%
11 (10.50 – 10.55)	0.03%	0.0037	0.0800	0.9360	-2.55%	7.02%	26.88%	-0.42%
12 (10.55 – 11.00)	0.02%	0.0037	0.0500	0.9570	-4.41%	7.02%	26.90%	-0.40%
13 (11.00 – 11.05)	-0.12%	0.0037	-0.3400	0.7370	-2.69%	1.75%	26.77%	-0.52%
14 (11.05 – 11.10)	0.00%	0.0037	0.0100	0.9960	-1.89%	2.66%	26.78%	-0.52%
15 (11.10 – 11.15)	-0.08%	0.0037	-0.2300	0.8200	-3.72%	1.85%	26.69%	-0.60%
16 (11.15 – 11.20)	-0.11%	0.0037	-0.3000	0.7650	-2.05%	2.61%	26.58%	-0.71%



ตารางที่ 4.1 แสดงสถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนในระหว่างวันแรก (Intraday data) ของการซื้อขายหุ้น IPO แบ่งเป็นช่วงละ 5 นาที ที่เกิดขึ้นในตลาด SET ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 (ต่อ)

Interval (5 Min)	Mean	Std.	t-value	Prob >  t	Min	Max	Cumulative Return 0 - 54	Cumulative Return 1 - 54
17 (11.20 – 11.25)	-0.03%	0.0037	-0.0900	0.9310	-2.94%	2.51%	26.55%	-0.75%
18 (11.25 – 11.30)	0.07%	0.0037	0.1800	0.8580	-3.05%	2.21%	26.62%	-0.68%
19 (11.30 – 11.35)	-0.01%	0.0037	-0.0200	0.9840	-2.77%	3.87%	26.61%	-0.69%
20 (11.35 – 11.40)	-0.04%	0.0037	-0.1000	0.9220	-4.79%	1.94%	26.57%	-0.72%
21 (11.40 – 11.45)	-0.08%	0.0037	-0.2000	0.8380	-3.20%	1.87%	26.50%	-0.80%
22 (11.45 – 11.50)	0.08%	0.0037	0.2100	0.8320	-0.98%	8.88%	26.58%	-0.72%
23 (11.50 – 11.55)	-0.01%	0.0037	-0.0200	0.9830	-5.01%	2.99%	26.57%	-0.73%
24 (11.55 – 12.00)	-0.10%	0.0037	-0.2800	0.7820	-5.59%	2.77%	26.47%	-0.83%
25 (12.00 – 12.05)	0.05%	0.0037	0.1200	0.9020	-1.83%	2.20%	26.51%	-0.79%
26 (12.05 – 12.10)	-0.03%	0.0037	-0.0700	0.9420	-3.77%	1.83%	26.48%	-0.81%
27 (12.10 – 12.15)	0.11%	0.0037	0.2900	0.7760	-1.80%	2.45%	26.59%	-0.71%
28 (12.15 – 12.20)	-0.03%	0.0037	-0.0800	0.9360	-3.24%	4.45%	26.56%	-0.74%
29 (12.20 – 12.25)	-0.01%	0.0037	-0.0200	0.9840	-1.68%	1.92%	26.55%	-0.74%
30 (12.25 – 12.30)	0.07%	0.0037	0.2000	0.8440	-3.89%	4.41%	26.62%	-0.67%
31 (14.30 – 14.35)	-0.09%	0.0037	-0.2300	0.8150	-3.54%	2.30%	26.54%	-0.76%
32 (14.35 – 14.40)	-0.18%	0.0037	-0.4800	0.6280	-3.26%	2.69%	26.36%	-0.94%
33 (14.40 – 14.45)	-0.03%	0.0037	-0.0700	0.9430	-3.28%	2.78%	26.33%	-0.96%

ตารางที่ 4.1 แสดงสถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนในระหว่างวันแรก (Intraday data) ของการ  
ซื้อขายหุ้น IPO แบ่งเป็นช่วงละ 5 นาที ที่เกิดขึ้นในตลาด SET ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 (ต่อ)

Interval (5 Min)	Mean	Std.	t-value	Prob >  t	Min	Max	Cumulative Return 0 - 54	Cumulative Return 1 - 54
34 (14.45 – 14.50)	-0.10%	0.0037	-0.2700	0.7910	-3.99%	2.64%	26.24%	-1.06%
35 (14.50 – 14.55)	0.00%	0.0037	-0.0100	0.9940	-3.20%	3.80%	26.23%	-1.06%
36 (14.55 – 15.00)	-0.24%	0.0037	-0.6500	0.5170	-3.67%	2.14%	25.99%	-1.30%
37 (15.00 – 15.05)	-0.18%	0.0037	-0.4800	0.6300	-5.86%	2.62%	25.82%	-1.48%
38 (15.05 – 15.10)	0.12%	0.0037	0.3300	0.7440	-2.67%	3.41%	25.94%	-1.36%
39 (15.10 – 15.15)	-0.21%	0.0037	-0.5800	0.5610	-7.28%	2.53%	25.72%	-1.57%
40 (15.15 – 15.20)	-0.01%	0.0037	-0.0200	0.9810	-2.87%	4.88%	25.71%	-1.58%
41 (15.20 – 15.25)	-0.11%	0.0037	-0.2900	0.7690	-3.76%	3.67%	25.61%	-1.69%
42 (15.25 – 15.30)	-0.11%	0.0037	-0.2900	0.7720	-6.51%	3.17%	25.50%	-1.80%
43 (15.30 – 15.35)	-0.10%	0.0037	-0.2700	0.7890	-9.60%	2.84%	25.40%	-1.90%
44 (15.35 – 15.40)	-0.25%	0.0037	-0.6900	0.4890	-9.45%	2.74%	25.15%	-2.15%
45 (15.40 – 15.45)	-0.16%	0.0037	-0.4400	0.6580	-9.96%	1.86%	24.98%	-2.31%
46 (15.45 – 15.50)	-0.10%	0.0037	-0.2800	0.7810	-4.73%	3.09%	24.88%	-2.42%
47 (15.50 – 15.55)	-0.34%	0.0037	-0.9200	0.3580	-7.23%	4.83%	24.54%	-2.75%
48 (15.55 – 16.00)	-0.07%	0.0037	-0.2000	0.8390	-6.79%	4.70%	24.47%	-2.83%
49 (16.00 – 16.05)	-0.08%	0.0037	-0.2200	0.8270	-6.28%	2.97%	24.39%	-2.91%
50 (16.05 – 16.10)	-0.16%	0.0037	-0.4300	0.6650	-5.41%	10.11%	24.23%	-3.07%

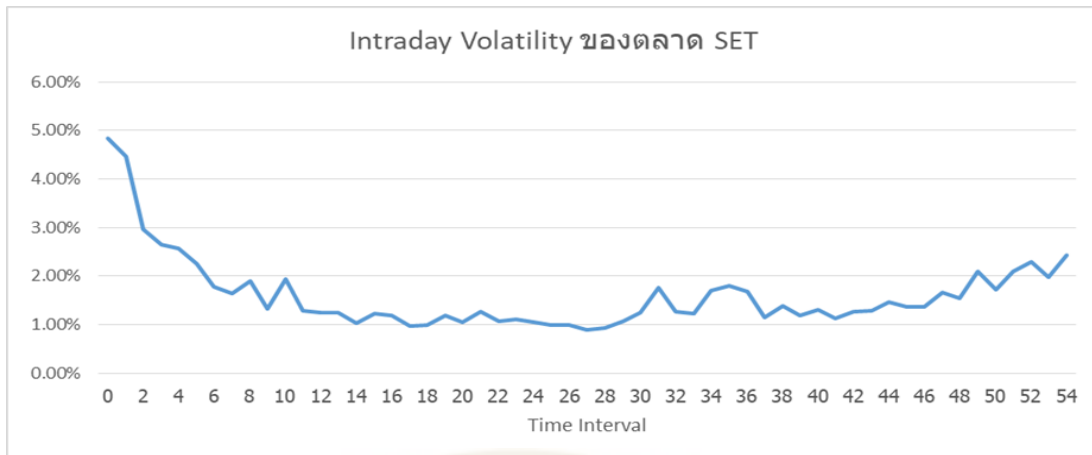
ตารางที่ 4.1 แสดงสถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนในระหว่างวันแรก (Intraday data) ของการซื้อขายหุ้น IPO แบ่งเป็นช่วงละ 5 นาที ที่เกิดขึ้นในตลาด SET ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 (ต่อ)

Interval (5 Min)	Mean	Std.	t-value	Prob >  t	Min	Max	Cumulative Return 0 - 54	Cumulative Return 1 - 54
51 (16.10 – 16.15)	-0.38%	0.0037	-1.0200	0.3070	-6.28%	3.74%	23.85%	-3.44%
52 (16.15 – 16.20)	-0.23%	0.0037	-0.6100	0.5400	-5.36%	5.36%	23.63%	-3.67%
53 (16.20 – 16.25)	-0.22%	0.0037	-0.5900	0.5550	-8.25%	4.41%	23.41%	-3.89%
54 (16.25 – 16.30)	0.33%	0.0037	0.9000	0.3660	-5.36%	4.98%	23.74%	-3.55%

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

จากตารางที่ 4.1 พบว่า ในตลาด SET ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.1 อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยตั้งแต่ช่วงเวลาที่ 1 (open – 10.05) จนถึงช่วงเวลาที่ปิดตลาด (16.25 – 16.30) มีค่าไม่แตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าอัตราความผิดปกติในผลตอบแทนระยะสั้นของ IPO ในช่วงระหว่างวันแรกนั้นเกิดขึ้นเฉพาะในช่วงเวลาแรกของการซื้อขายเท่านั้น นักลงทุนที่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO จะมีผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมในระหว่างวันแรกสูงที่สุดในช่วงเวลาแรกสุดของการเริ่มต้นซื้อขายในตลาดรอง (Secondary market) มีผลตอบแทนเฉลี่ยอยู่ที่ 27.30% มีจำนวนหุ้นที่มีผลตอบแทนเป็นบวก จำนวน 94 หุ้น คิดเป็น 86.23% ของจำนวนหุ้นทั้งหมด และนักลงทุนที่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO จะสามารถทำกำไรได้จากการขายหุ้นในระหว่างวันแรกในทุกช่วงเวลา (เปิด-ปิดตลาด) สำหรับนักลงทุนที่ไม่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO จะไม่สามารถทำกำไรได้โดยจากการซื้อและขายหุ้นในระหว่างวันแรกในทุกช่วงเวลา (เปิด-ปิดตลาด) เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้ว่า “ในตลาด SET นักลงทุนที่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO จะสามารถทำกำไรได้จากการขายหุ้นในระหว่างวันแรกในทุกช่วงเวลา (เปิด-ปิดตลาด) แต่นักลงทุนที่ไม่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO จะไม่สามารถทำกำไรได้โดยจากการซื้อขายหุ้น IPO ภายในวันแรก”

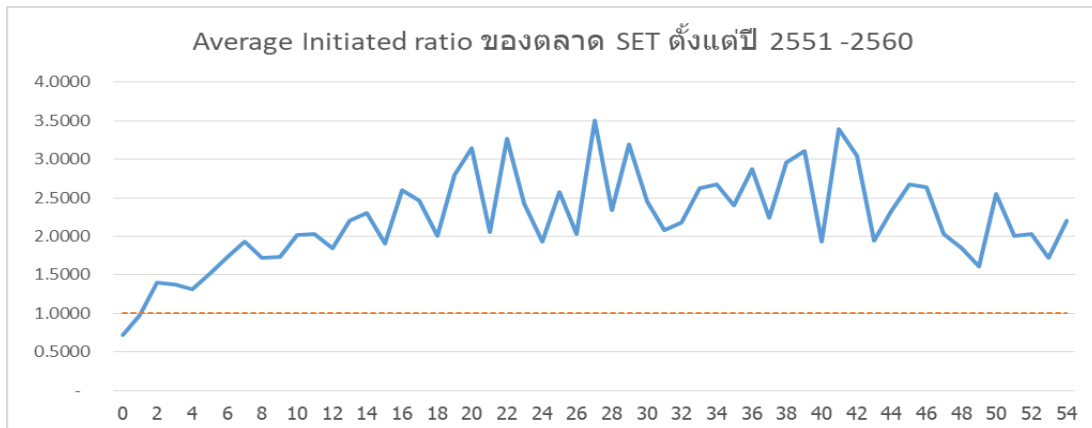
4.1.1.2 ความผันผวน (Parkinson's Method) กำหนดโดยใช้หลักการ Parkinson's Method โดยหาลอการิทึมของราคาสูงสุดของหุ้น IPO หาดด้วยราคาต่ำที่สุดของหุ้น IPO ที่ถูกจับคู่ ณ จุดช่วงเวลาแต่ละช่วงเวลา (5 นาที) เป็นจำนวน 54 ช่วงเวลา



ภาพที่ 4.1 แสดงความผันผวน (Parkinson's Method) โดยแบ่งเป็นช่วงละ 5 นาที รวมทั้งสิ้น 54 ช่วงเวลาระหว่างวันแรก (Intraday data) ของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET ตั้งแต่ปี 2551 – 2560

จากกราฟที่ 4.1 พบว่า รูปแบบความผันผวนของราคาซื้อขายหุ้น IPO ภายในระหว่างวันแรกในตลาด SET จะมีลักษณะรูปแบบเป็นรูปตัว U เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้ โดยช่วงเวลาที่ 0 จะมีค่าสูงที่สุด เท่ากับ 4.84% แสดงให้เห็นว่า ราคาในช่วงเวลาดังกล่าวมีการแกว่งตัวเป็นอย่างมาก และมีความเสี่ยงที่สูงที่สุด และจากนั้นลดลงเป็นอย่างมากในช่วงเวลาที่ 2 และเข้าสู่ช่วงสมดุลตั้งแต่ช่วงเวลาที่ 10 จนถึง ช่วงเวลาที่ 44 เหลือเฉลี่ยเพียง 1.17% แสดงให้เห็นว่า ในช่วงเวลาระหว่างวันราคาหุ้นมีการกระจุยตัว และกลับมาเพิ่มขึ้นอีกครั้งในช่วง 50 นาทีสุดท้าย เป็นเฉลี่ย 1.81% บ่งบอกถึงราคาหุ้นมีการกระจายตัวที่เพิ่มมากขึ้น

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 แสดงพฤติกรรมนักลงทุนในด้านการเป็นผู้นำตลาดของนักลงทุน โดยแบ่งเป็นช่วงละ 5 นาที รวมทั้งสิ้น 54 ช่วงเวลาระหว่างวันแรก (Intraday data) ของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET ตั้งแต่ปี 2551 – 2560

จากกราฟที่ 4.2 พบว่า ในช่วงเวลาที่ 0 จะมีอัตรา Initiated ratio เท่ากับ 0.7238 แสดงให้เห็นว่า มีรายการคำสั่งขายที่ถูกปิดมากกว่ารายการคำสั่งซื้อที่ถูกปิด หรือมีความต้องการในการซื้อที่มีมากกว่าความต้องการในการขาย สถานการณ์นี้ภายในช่วงเวลานั้นผู้ซื้อเป็นผู้ชักนำตลาด (Buy Initiated) ต่อมาในช่วงเวลาที่ 1 – 54 อัตรา Initiated ratio เฉลี่ยมีค่าเท่ากับ 2.2561 แสดงให้เห็นว่า มีรายการคำสั่งซื้อที่ถูกปิดมากกว่ารายการคำสั่งขายที่ถูกปิด ความต้องการในการขายมีมากกว่าความต้องการในการซื้อ ผู้ขายเป็นผู้ชักนำตลาด (Sell Initiated) จึงสรุปได้ว่า นักลงทุนจะแห่ซื้อหุ้นเป็นจำนวนมากผิดปกติ เฉพาะในช่วงเวลาเปิดตลาด (open) เท่านั้น หลังจากนั้น ตั้งแต่ช่วงเวลาที่ 1 จนถึงปิดตลาดในวันแรก นักลงทุนจะแห่เทขายหุ้นเป็นจำนวนมากผิดปกติ

#### 4.1.2 ผลการศึกษาตลาด SET แยกรายอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2551 - 2560

##### 4.1.2.1 อัตราผลตอบแทนระยะสั้น

ตารางที่ 4.2 แสดงผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุ โดยใช้ตัวแปรหุ่นของอัตราผลตอบแทนช่วง 5 นาที ในระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET แยกรายอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จำนวน 109 หุ้น

Variable	Coefficient
Intercept	0.0066*
0 (IPO – Open)	0.2691***
1 (Open – 10.05)	-0.0038

ตารางที่ 4.2 แสดงผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุ โดยใช้ตัวแปรหุ่นของอัตราผลตอบแทนช่วง 5 นาที  
 ในระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET แยกรายอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2551 – 2560  
 จำนวน 109 หุ่น (ต่อ)

Variable	Coefficient
2 (10.05 – 10.10)	-0.0048
3 (10.10 – 10.15)	-0.0011
4 (10.15 – 10.20)	-0.0014
5 (10.20 – 10.25)	-0.0025
6 (10.25 – 10.30)	-0.0026
7 (10.30 – 10.35)	-0.0020
8 (10.35 – 10.40)	-0.0028
9 (10.40 – 10.45)	-0.0026
10 (10.45 – 10.50)	-0.0008
11 (10.50 – 10.55)	-0.0016
12 (10.55 – 11.00)	-0.0018
13 (11.00 – 11.05)	-0.0032
14 (11.05 – 11.10)	-0.0019
15 (11.10 – 11.15)	-0.0028
16 (11.15 – 11.20)	-0.0031
17 (11.20 – 11.25)	-0.0023
18 (11.25 – 11.30)	-0.0013
19 (11.30 – 11.35)	-0.0020
20 (11.35 – 11.40)	-0.0023
21 (11.40 – 11.45)	-0.0027
22 (11.45 – 11.50)	-0.0012
23 (11.50 – 11.55)	-0.0020
24 (11.55 – 12.00)	-0.0030
25 (12.00 – 12.05)	-0.0015
26 (12.05 – 12.10)	-0.0022
27 (12.10 – 12.15)	-0.0009
28 (12.15 – 12.20)	-0.0023
29 (12.20 – 12.25)	-0.0020
30 (12.25 – 12.30)	-0.0012

ตารางที่ 4.2 แสดงผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุ โดยใช้ตัวแปรหุ่นของอัตราผลตอบแทนช่วง 5 นาที  
 ในระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET แยกรายอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2551 – 2560  
 จำนวน 109 หุ่น (ต่อ)

Variable	Coefficient
31 (14.30 – 14.35)	-0.0028
32 (14.35 – 14.40)	-0.0037
33 (14.40 – 14.45)	-0.0022
34 (14.45 – 14.50)	-0.0029
35 (14.50 – 14.55)	-0.0020
36 (14.55 – 15.00)	-0.0043
37 (15.00 – 15.05)	-0.0037
38 (15.05 – 15.10)	-0.0008
39 (15.10 – 15.15)	-0.0041
40 (15.15 – 15.20)	-0.0020
41 (15.20 – 15.25)	-0.0030
42 (15.25 – 15.30)	-0.0030
43 (15.30 – 15.35)	-0.0029
44 (15.35 – 15.40)	-0.0045
45 (15.40 – 15.45)	-0.0036
46 (15.45 – 15.50)	-0.0030
47 (15.50 – 15.55)	-0.0053
48 (15.55 – 16.00)	-0.0027
49 (16.00 – 16.05)	-0.0028
50 (16.05 – 16.10)	-0.0036
51 (16.10 – 16.15)	-0.0057
52 (16.15 – 16.20)	-0.0042
53 (16.20 – 16.25)	-0.0041
54 (16.25 – 16.30)	Base
บริการ	-0.0044**
เทคโนโลยี	-0.0037
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	-0.0060***
ทรัพยากร	-0.0052**

ตารางที่ 4.2 แสดงผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุโดยใช้ตัวแปรหุ่นของอัตราผลตอบแทนช่วง 5 นาที ในระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET แยกรายอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จำนวน 109 หุ่น (ต่อ)

Variable	Coefficient
สินค้าอุตสาหกรรม	-0.0064***
เกษตรและอุตสาหกรรม อาหาร	-0.0059**
สินค้าอุปโภคบริโภค	-0.0019*
ธุรกิจการเงิน	Base
Prob > F	0.0000
R-squared	0.4646
Adj R-squared	0.4591
Root MSE	0.0392

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

จากตารางที่ 4.2 พบว่า ในตลาด SET ตั้งแต่ปี 2551-2560 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.1 อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยตั้งแต่ช่วงเวลาที่ 1(open – 10.05) จนถึงช่วงเวลาที่ปิดตลาด (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 45.91% และเมื่อมองแยกในรายอุตสาหกรรม พบว่า ที่ระดับนัยสำคัญ 0.1 อุตสาหกรรม เทคโนโลยี และอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย ไม่แตกต่างจากอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น นักลงทุนที่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO ทั้ง 3 อุตสาหกรรม ได้แก่ ธุรกิจการเงิน และ เทคโนโลยี จะมีอัตราผลตอบแทนสูงที่สุด อยู่ที่ 27.58% รองลงมา คือ สินค้าอุปโภคบริโภค มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยอยู่ที่ 27.39% อันดับที่ 4 คือ อุตสาหกรรมบริการ มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยอยู่ที่ 27.14% อันดับที่ 5 คือ อุตสาหกรรมทรัพยากร มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยอยู่ที่ 27.06% อันดับที่ 6 คือ อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยอยู่ที่ 26.99% อันดับที่ 7 คือ อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยอยู่ที่

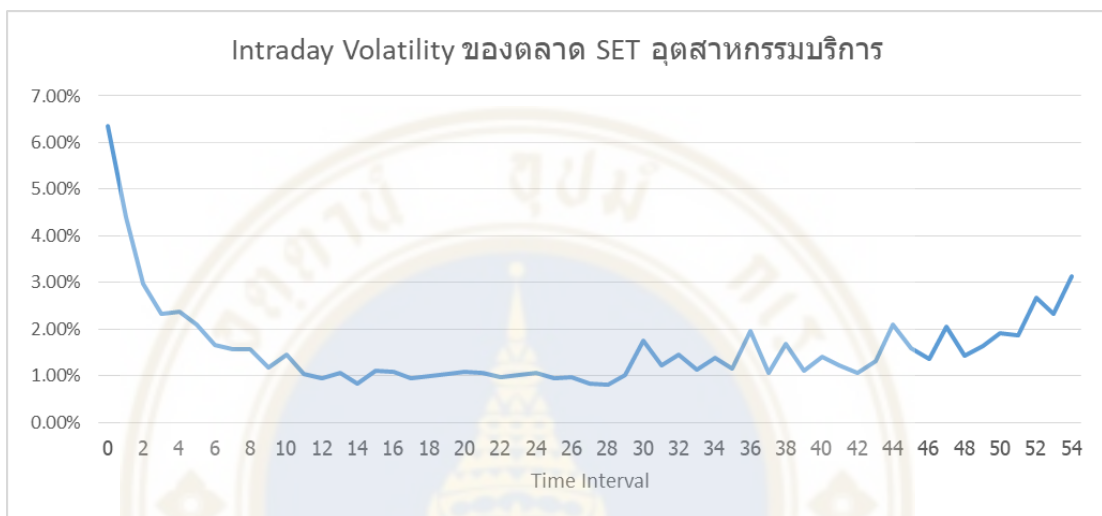


26.98% และอันดับสุดท้าย คือ อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยอยู่ที่ 26.94%

#### 4.1.2.2 ความผันผวน (Parkinson's Method)

##### 4.1.2.2.1 อุตสาหกรรมบริการ เช่น ธุรกิจการแพทย์ ธุรกิจ

สื่อสิ่งพิมพ์ ธุรกิจโรงแรม เป็นต้น

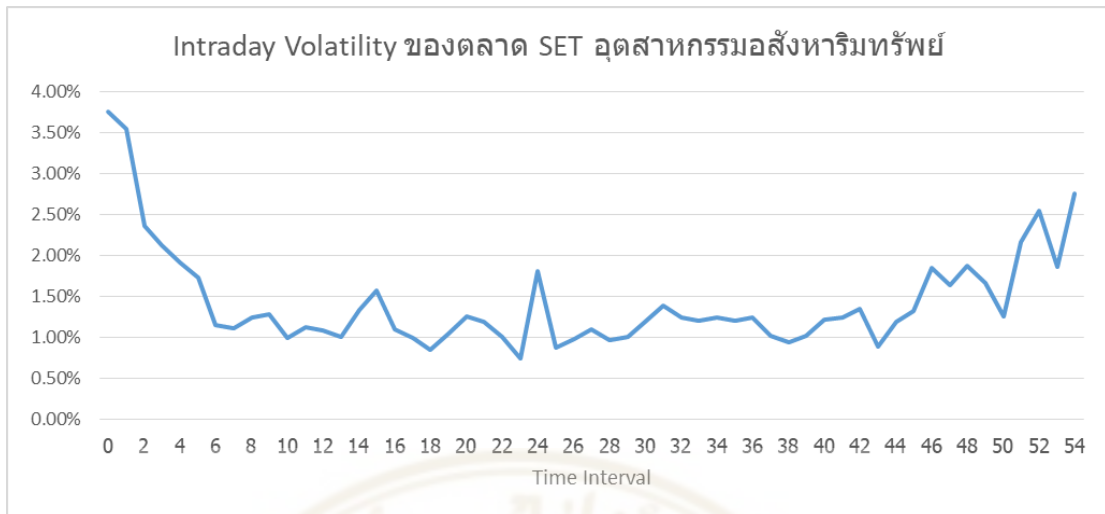


ภาพที่ 4.3 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET อุตสาหกรรมบริการ ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จำนวน 29 หุ้น

จากกราฟที่ 4.3 พบว่า รูปแบบความผันผวนของราคาซื้อขายหุ้น IPO ภายในระหว่างวันแรกในตลาด SET อุตสาหกรรมบริการ ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จะมีลักษณะรูปแบบเป็นรูปตัว U โดยช่วงเวลาที่ 0 จะมีค่าเท่ากับ 6.36% ซึ่งสูงที่สุด และลดลงเป็นอย่างมากในช่วงเวลาที่ 2 จนถึง ช่วงเวลาที่ 48 เหลือเฉลี่ย 1.35% และเพิ่มขึ้นในช่วง 30 นาทีสุดท้าย เป็นเฉลี่ย 2.26% และในช่วงเวลาสุดท้าย(ช่วงเวลาที่ 54) มีค่าเท่ากับ 3.13% เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้

##### 4.1.2.2.2 อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ เช่น ธุรกิจพัฒนา

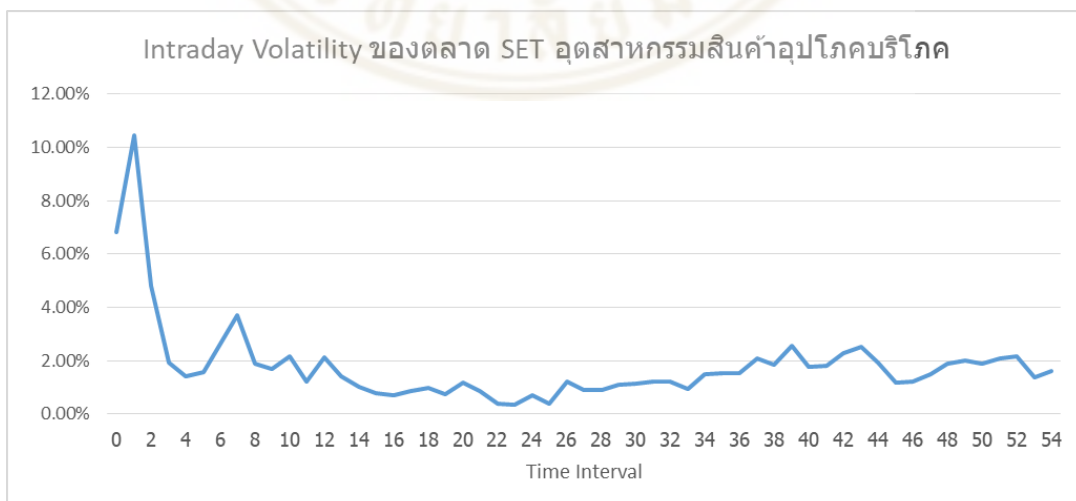
อสังหาริมทรัพย์ ธุรกิจก่อสร้าง เป็นต้น



ภาพที่ 4.4 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จำนวน 17 หุ้น

จากกราฟที่ 4.4 พบว่า รูปแบบความผันผวนของราคาซื้อขายหุ้น IPO ภายในระหว่างวันแรกในตลาด SET อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จะมีลักษณะรูปแบบเป็นรูปตัว U โดยช่วงเวลาที่ 0 จะมีค่าเท่ากับ 3.76% ซึ่งสูงที่สุด และลดลงเป็นอย่างมากในช่วงเวลาที่ 4 จนถึง ช่วงเวลาที่ 50 เหลือเฉลี่ย 1.23% และเพิ่มขึ้นในช่วง 20 นาทีสุดท้าย เป็นเฉลี่ย 2.33% และในช่วงเวลาสุดท้าย(ช่วงเวลาที่ 54) มีค่าเท่ากับ 2.76% เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้

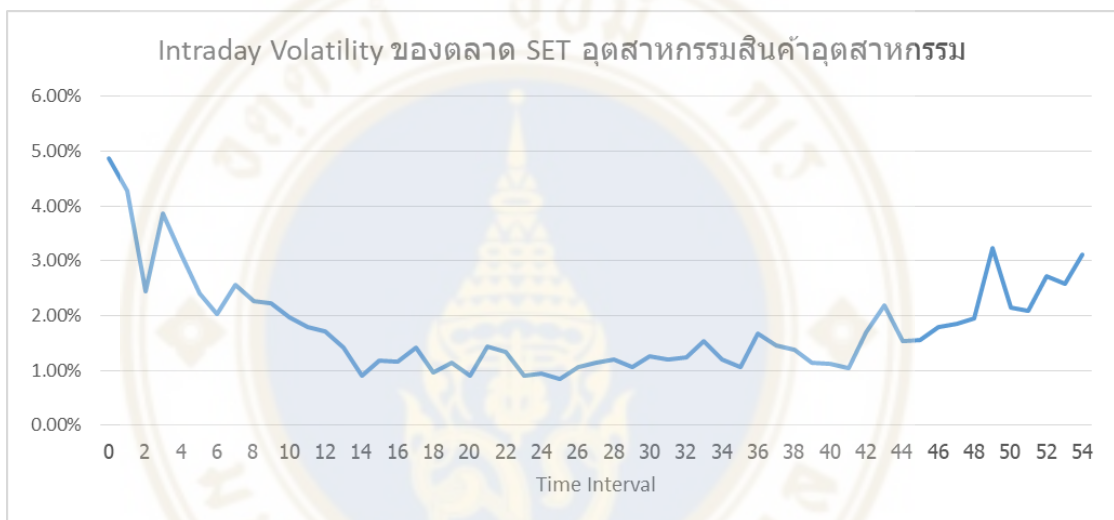
4.1.2.2.3 อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค เช่น ธุรกิจ  
ของใช้ในครัวเรือน เป็นต้น



ภาพที่ 4.5 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จำนวน 5 หุ้น

จากกราฟที่ 4.5 พบว่า รูปแบบความผันผวนของราคาซื้อขายหุ้น IPO ภายในระหว่างวันแรกในตลาด SET อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จะมีลักษณะรูปแบบเป็นรูปตัว U โดยช่วงเวลาที่ 1 จะมีค่าเท่ากับ 10.44% ซึ่งสูงที่สุด และลดลงเป็นอย่างมากในช่วงเวลาที่ 3 จนถึง ช่วงเวลาที่ 48 เหลือเฉลี่ย 1.45% และเพิ่มขึ้นในช่วง 30 นาทีสุดท้าย เป็นเฉลี่ย 1.86% และในช่วงเวลาสุดท้าย(ช่วงเวลาที่ 54) มีค่าเท่ากับ 1.61% ซึ่งอาจจะแตกต่างจากสมมุติฐานที่ตั้งไว้เนื่องจากมีข้อมูลเพียง 5 หุ้น

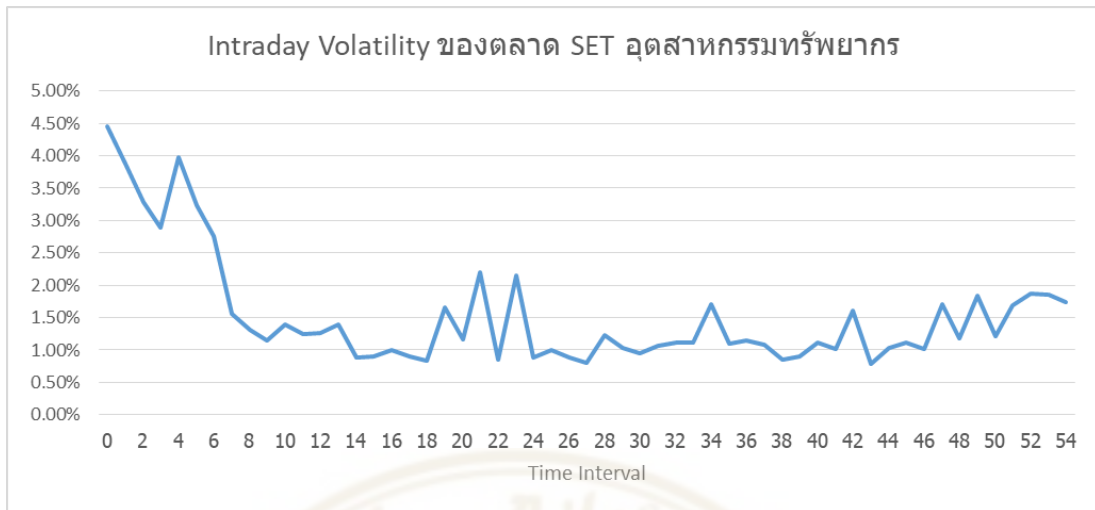
4.1.2.2.4 อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม เช่น ธุรกิจยานยนต์ ธุรกิจปิโตรเคมี ธุรกิจเคมีภัณฑ์ เป็นต้น



ภาพที่ 4.6 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จำนวน 13 หุ้น

จากกราฟที่ 4.6 พบว่า รูปแบบความผันผวนของราคาซื้อขายหุ้น IPO ภายในระหว่างวันแรกในตลาด SET อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จะมีลักษณะรูปแบบเป็นรูปตัว U โดยช่วงเวลาที่ 0 จะมีค่าเท่ากับ 4.87% ซึ่งสูงที่สุด และลดลงอย่างค่อยเป็นค่อยไปจนเริ่มคงที่ในช่วงเวลาที่ 12 จนถึง ช่วงเวลาที่ 42 เหลือเฉลี่ย 1.22% และเพิ่มขึ้นในช่วง 1 ชั่วโมงสุดท้าย เป็นเฉลี่ย 2.23% และในช่วงเวลาสุดท้าย(ช่วงเวลาที่ 54) มีค่าเท่ากับ 3.11% เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้

4.1.2.2.5 อุตสาหกรรมทรัพยากร เช่น ธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภค ธุรกิจเหมืองแร่ เป็นต้น

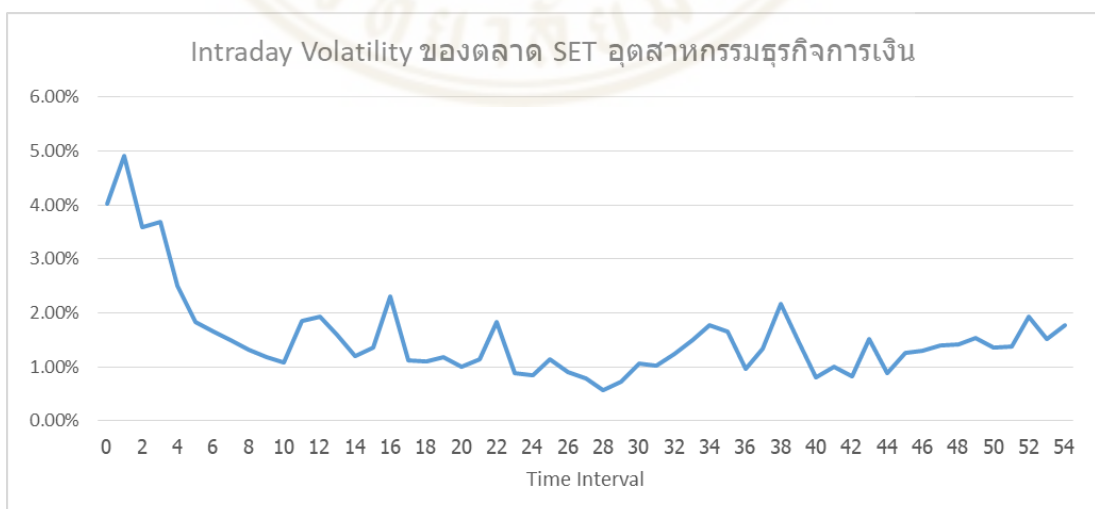


ภาพที่ 4.7 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET อุตสาหกรรมทรัพยากร ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จำนวน 18 หุ้น

จากกราฟที่ 4.7 พบว่า รูปแบบความผันผวนของราคาซื้อขายหุ้น IPO ภายในระหว่างวันแรกในตลาด SET อุตสาหกรรมทรัพยากร ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จะมีลักษณะรูปแบบเป็นรูปตัว U โดยช่วงเวลาที่ 0 จะมีค่าเท่ากับ 4.45% ซึ่งสูงที่สุด และลดลงเป็นอย่างมากในช่วงเวลาที่ 7 จนถึง ช่วงเวลาที่ 46 เหลือเฉลี่ย 1.16% และเพิ่มขึ้นในช่วง 40 นาทีสุดท้าย เป็นเฉลี่ย 1.64% และในช่วงเวลาสุดท้าย(ช่วงเวลาที่ 54) มีค่าเท่ากับ 1.74% เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้

#### 4.1.2.2.6 อุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน เช่น ธุรกิจธนาคาร

ธุรกิจประกันภัย เป็นต้น



ภาพที่ 4.8 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET อุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จำนวน 9 หุ้น

จากกราฟที่ 4.8 พบว่า รูปแบบความผันผวนของราคาซื้อขายหุ้น IPO ภายในระหว่างวันแรกในตลาด SET อุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จะมีลักษณะรูปแบบเป็นรูปตัว U โดยช่วงเวลาที่ 1 จะมีค่าเท่ากับ 4.91% ซึ่งสูงที่สุด และลดลงเป็นอย่างมากในช่วงเวลาที่ 5 จนถึง ช่วงเวลาที่ 48 เหลือเฉลี่ย 1.29% และเพิ่มขึ้นในช่วง 30 นาทีสุดท้าย เป็นเฉลี่ย 1.58% และในช่วงเวลาสุดท้าย(ช่วงเวลาที่ 54) มีค่าเท่ากับ 1.77% เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้

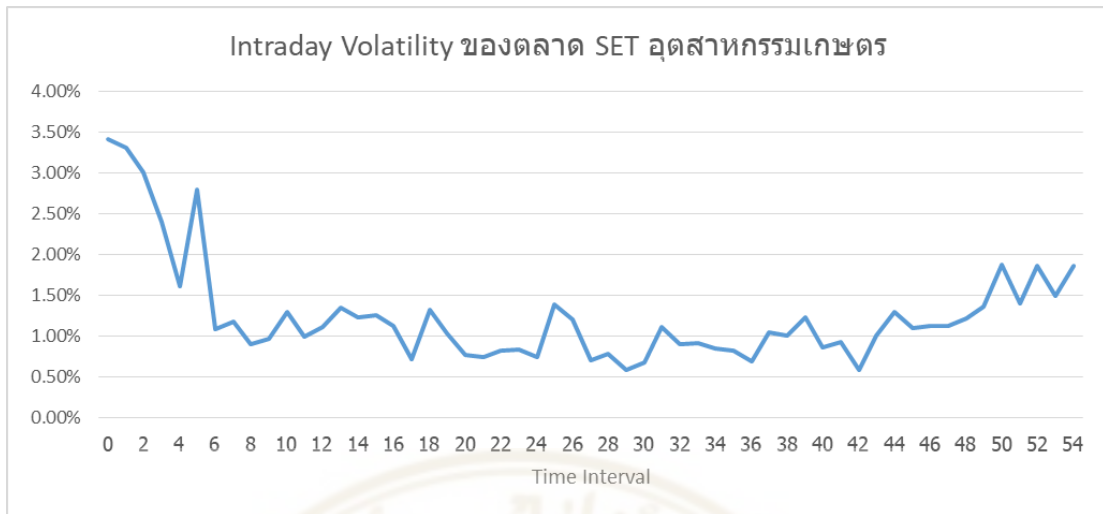
4.1.2.2.7 อุตสาหกรรมเทคโนโลยี เช่น ธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร เป็นต้น



กราฟที่ 4.9 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET อุตสาหกรรมเทคโนโลยี ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จำนวน 6 หุ้น

จากกราฟที่ 4.9 พบว่า รูปแบบความผันผวนของราคาซื้อขายหุ้น IPO ภายในระหว่างวันแรกในตลาด SET อุตสาหกรรมเทคโนโลยี ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จะมีลักษณะรูปแบบเป็นรูปตัว U โดยช่วงเวลาที่ 1 จะมีค่าเท่ากับ 6.32% ซึ่งสูงที่สุด และลดลงเป็นอย่างมากในช่วงเวลาที่ 2 จนถึง ช่วงเวลาที่ 47 เหลือเฉลี่ย 1.32% และเพิ่มขึ้นในช่วง 35 นาทีสุดท้าย เป็นเฉลี่ย 2.10% เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้

4.1.2.2.8 อุตสาหกรรมเกษตร เช่น ธุรกิจการเกษตร เป็นต้น



ภาพที่ 4.10 แสดงความผันผวนในช่วง 5 นาที ระหว่างวันแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาด SET อุตสาหกรรมเกษตร ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จำนวน 12 หุ้น

จากกราฟที่ 4.10 พบว่า รูปแบบความผันผวนของราคาซื้อขายหุ้น IPO ภายในระหว่างวันแรกในตลาด SET อุตสาหกรรมเกษตร ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 จะมีลักษณะรูปแบบเป็นรูปตัว U โดยช่วงเวลาที่ 0 จะมีค่าเท่ากับ 3.42% ซึ่งสูงที่สุด และลดลงเป็นอย่างมากในช่วงเวลาที่ 6 จนถึง ช่วงเวลาที่ 48 เหลือเฉลี่ย 0.99% และเพิ่มขึ้นในช่วง 30 นาทีสุดท้าย เป็นเฉลี่ย 1.64% และในช่วงเวลาสุดท้าย(ช่วงเวลาที่ 54) มีค่าเท่ากับ 1.87% เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้

## 4.2 ผลการศึกษาข้อมูลระหว่างวันหลังจากเริ่มเปิดทำการซื้อขายในตลาดรอง (Secondary market)

การศึกษาในส่วนนี้เป็นการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ ของการซื้อขายหุ้น IPO ทั้งในมุมมองภาพรวมของตลาด SET และตลาด mai โดยเปรียบเทียบระหว่างราคาเสนอจองซื้อ (Subscription price) กับราคาปิดตลาดในแต่ละวัน

### 4.2.1 ตลาด SET

ตารางที่ 4.3 แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยระหว่างวันของหุ้น IPO ตั้งแต่ราคาเสนอขายจนถึงช่วงเวลาต่างๆ ของตลาด SET ปี 2551 – 2560 จำนวน 109 หุ้น

Period	Mean	Median	Std.	t-value	Prob >  t	Min	Max	Positive Return
1 วัน	23.15%	17.10%	0.2933	8.2404	0.0000***	-34.72%	109.86%	88
2 วัน	21.62%	15.98%	0.2930	7.7028	0.0000***	-27.44%	114.80%	87
3 วัน	20.24%	15.67%	0.3007	7.0271	0.0000***	-34.49%	124.47%	86
7 วัน	20.16%	15.37%	0.3035	6.9361	0.0000***	-49.20%	98.39%	77
15 วัน	19.44%	14.18%	0.3275	6.1405	0.0000***	-84.73%	105.61%	73
30 วัน	19.07%	13.05%	0.3682	5.2307	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 SET ตั้งแต่ปี 2551 – 2560 นั้น อยู่ในช่วงระหว่าง 19.07% จนถึง 23.15% โดยลดลงเรื่อยๆ ตั้งแต่วันที่ 1 จนถึงวันที่ 30 และวันที่มีอัตราผลตอบแทนสูงที่สุด คือ วันที่แรกที่เริ่มต้นซื้อขายในตลาดรอง (Secondary market) มีผลตอบแทนเฉลี่ยอยู่ที่ 23.15% มีช่วงอัตราผลตอบแทนอยู่ระหว่าง -34.72% จนถึง 109.86% และมีจำนวนหุ้นที่มีผลตอบแทนเป็นบวกในวันแรก จำนวน 88 หุ้น คิดเป็น 80.73% 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) ทั้งในตลาด SET ระหว่างปี 2551 - 2560 ทั้งสิ้น 197 หุ้น แบ่งเป็นหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวน 109 หุ้น คิดเป็น 55% 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)

ผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติภาพรวมทั้งตลาดโดยแยกเป็น SET พบว่านักลงทุนที่ได้รับการจัดสรรหุ้นที่ราคาเสนอขาย (Subscription Price) เท่านั้นที่ได้รับผลตอบแทนที่เกินปกติ ซึ่งผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมของตลาด SET อยู่ระหว่าง 23.33% จนถึง 27.30 % และในตลาด mai อยู่ระหว่าง 50.78% จนถึง 60.82% ช่วงเวลาที่ดีที่สุดที่จะสามารถทำกำไรเกินปกติได้คือ ช่วงเวลาแรกของการเปิดตลาดซื้อขายหุ้น ส่วนนักลงทุนที่ไม่ได้รับการจัดสรรหุ้นที่ราคาเสนอขาย (Subscription price) จะไม่สามารถทำกำไรได้เลยในภายในวันแรก จากผลการทดสอบตรงกับสมมติฐานที่สนใจ คือ นักลงทุนกลุ่มที่ได้กำไรเกินปกติ คือ กลุ่มนักลงทุนที่ได้รับการจัดสรรเท่านั้น สอดคล้องกับทฤษฎี Asymmetric Information ในบริบทของ The Winner's Curse (Ritter (1984), Beatty and Ritter (1986), Nanda and Yun (1997) และ Dunbar (2000)) ในมุมมองที่ว่าหุ้นที่ประกาศขายสู่สาธารณะเป็นครั้งแรก นักลงทุนทั่วไปยังไม่ทราบข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทและยังไม่สามารถเข้าถึงข้อมูลที่เพียงพอสำหรับการตัดสินใจลงทุน ยิ่งนักลงทุนไม่ทราบข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นดังกล่าวมากเท่าใด นักลงทุนย่อมคาดหวังผลตอบแทนเริ่มต้นจากหลักทรัพย์นั้นสูงมากเท่านั้น นั่นแสดงว่าหุ้นนั้นเกิดการ underpricing

ข้อเสนอแนะสำหรับนักลงทุนที่ได้รับการจัดสรร ณ ราคาจอง (Subscription price) แยกเป็นตลาด SET สำหรับนักลงทุนที่มีสามารถทนต่อความเสี่ยงและความผันผวนเพื่อแลกกับผลตอบแทนที่จะสูงขึ้นหรือนักลงทุนที่มีพฤติกรรมชื่นชอบความเสี่ยง (Risk Seeking) ช่วงเวลาที่ดี



ที่สุดในการขาย คือ ช่วงเวลาเปิดตลาด (10.00 - 10.05) ส่วนนักลงทุนที่ไม่สามารถทนต่อความเสี่ยงและความผันผวนหรือกลัวความเสี่ยง (Risk Averse) ช่วงเวลาที่ดีที่สุดในการขาย คือ 15.00 – 15.05 และตลาด mai สำหรับนักลงทุนที่สามารถทนต่อความเสี่ยงและความผันผวนเพื่อแลกกับผลตอบแทนที่จะสูงขึ้นหรือนักลงทุนที่มีพฤติกรรมชื่นชอบความเสี่ยง (Risk Seeking) ช่วงเวลาที่ดีที่สุดในการขาย คือ ช่วงเวลาเปิดตลาด (10.00 - 10.05) ส่วนนักลงทุนที่ไม่สามารถทนต่อความเสี่ยงและความผันผวนหรือกลัวความเสี่ยง (Risk Averse) ช่วงเวลาที่ดีที่สุดในการขาย คือ 12.05 – 12.10

ผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติแยกรายอุตสาหกรรมในตลาด SET พบว่า ช่วงเวลาที่ดีที่สุดที่จะสามารถทำกำไรเกินปกติ คือ ช่วงเวลาแรกของการเปิดตลาดซื้อขายหุ้น นักลงทุนที่ได้รับการจัดสรรสามารถทำกำไรได้ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม โดย 3 อันดับที่ให้ผลตอบแทนสูงสุด คือ กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มธุรกิจการเงิน และกลุ่มเทคโนโลยี ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุด โดยที่ให้อัตราผลตอบแทนเป็นบวกต่ำที่สุดคือ อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยอยู่ที่ 26.94%

ในช่วงเวลาแรกของการเปิดการซื้อขายหุ้นพบว่า มีความผันผวนของราคาซื้อขายสูงสุด โดยมีรูปแบบเป็นรูป U คือ ณ ช่วงเวลา 5 นาทีแรกจะมีค่าความผันผวนสูงที่สุด ทุกๆ 5 นาที ค่าความผันผวนจะลดลงตามลำดับ และค่อยๆ กลับมาผันผวนอีกครั้งในช่วงเวลาสุดท้ายแต่มีค่าความผันผวนไม่สูงเท่ากับช่วงเวลาแรก ซึ่งเป็นรูปแบบเดียวกันทั้งในตลาด SET และ mai และเป็นรูปแบบเดียวกันทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ในตลาด SET ณ ช่วงเวลาที่ 0 (5 นาทีแรก) จะมีค่าความผันผวนสูงที่สุดเท่ากับ 4.84% และในตลาด mai จะมีค่าความผันผวนสูงที่สุด ณ ช่วงเวลาที่ 0 (5 นาทีแรก) เท่ากับ 5.70% ซึ่งรูปแบบความผันผวนดังกล่าวตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้และสอดคล้องกับผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่มีค่าสูงที่สุดของนักลงทุนที่ได้รับการจัดสรรอยู่ในช่วงเวลาแรกหรือ 5 นาทีแรกเช่นเดียวกัน

จากการศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุนในด้านการเป็นผู้นำตลาดของนักลงทุนในแต่ละช่วงเวลาของหุ้น IPO พบว่าภายในวันแรกผู้ซื้อ (Buy Initiated) จะเป็นผู้นำตลาด และจนถึงช่วงเวลาที่ปิดผู้ขาย (Sell Initiated) จะเป็นผู้นำตลาด คนที่ไม่ได้รับการจัดสรรหุ้น IPO จะแห่กันซื้อจากนักลงทุนที่ได้รับการจัดสรรในช่วงเวลาเปิดตลาด (open)

จากการศึกษาข้อมูลระหว่างวันหลังจากเริ่มเปิดการซื้อขายในตลาดรอง ให้ผลลัพธ์สอดคล้องกับการใช้ข้อมูลภายในวัน คือ ผู้ที่ได้รับการจัดสรรยังคงได้รับผลตอบแทนที่สูงที่สุดและลดลงตามลำดับ ในตลาด SET จากวันแรกให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 23.15% ภายใน 30 วัน ลดลงมาเหลือ 19.44%

## 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.
- Meggison, 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

แสดงถึงรายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
ตั้งแต่ปี 2551 - 2560

ลำดับ	Security_Symbol	ชื่อบริษัท	ปีที่เข้าตลาด	วันที่เข้าตลาด	ราคา IPO	มูลค่าระดมทุน (ล้านบาท)	มูลค่าหลักทรัพย์ (ล้านบาท)	กลุ่มอุตสาหกรรม
1	LHK	บริษัท โกลบอล เม้าทอล จำกัด (มหาชน)	2551	24-Jan-51	2.76	220.80	883.20	สินค้าอุตสาหกรรม
2	ESSO	บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	2551	6-May-51	10.00	9,304.00	33,833.33	ทรัพยากร
3	SABINA	บริษัท ซาบิน่า จำกัด (มหาชน)	2551	15-May-51	32.00	336.00	2,224.00	สินค้าอุปโภคบริโภค
4	TTW	บริษัท ทีทีดับเบิ้ลยู จำกัด (มหาชน)	2551	22-May-51	4.20	4,200.00	16,758.00	ทรัพยากร
5	PM	บริษัท พรีเมียร์ มาร์เก็ตติ้ง จำกัด (มหาชน)	2551	27-May-51	3.10	666.50	2,015.00	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
6	AS	บริษัท เอเชียซอฟท์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	2551	29-May-51	12.00	900.00	3,600.00	บริการ
7	SGP	บริษัท สยามเก็ส แอนด์ โปรดักต์ จำกัด (มหาชน)	2551	3-Jun-51	8.00	2,240.00	7,600.00	ทรัพยากร
8	SYNEX	บริษัท ซินเน็ค (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	2551	16-Jun-51	2.90	522.00	1,972.00	เทคโนโลยี
9	TTCL	บริษัท ทีทีซีแอล จำกัด (มหาชน)	2552	16-Jun-52	4.25	552.50	2,040.00	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
10	JMART	บริษัท เจ มาร์ท จำกัด (มหาชน)	2552	25-Jun-52	1.80	135.00	540.00	เทคโนโลยี
11	SENA	บริษัท เซนาดีเวลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	2552	29-Jul-52	1.98	346.50	2,448.00	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
12	GLOBAL	บริษัท สยามโกลบอลเฮาส์ จำกัด (มหาชน)	2552	19-Aug-52	2.55	663.00	2,448.00	บริการ
13	SMT	บริษัท สมาริส ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	2552	24-Sep-52	4.95	455.40	1,821.60	เทคโนโลยี
14	BLA	บริษัท กรุงเทพประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)	2552	25-Sep-52	13.50	2,700.00	16,200.00	ธุรกิจการเงิน
15	IVL	บริษัท อิน โดรวาเวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)	2553	5-Feb-53	10.20	4,692.00	44,209.56	สินค้าอุตสาหกรรม
16	IFS	บริษัท ไอเอฟเอส แคมป์โคด (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	2553	10-Aug-53	1.35	162.00	634.50	ธุรกิจการเงิน
17	GUNKUL	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)	2553	19-Oct-53	5.40	540.00	2,160.00	ทรัพยากร
18	SYMC	บริษัท ซิมพีพี คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	2553	26-Nov-53	8.80	633.60	2,640.00	เทคโนโลยี
19	VIH	บริษัท วีวีซีแคววี่แควิน จำกัด (มหาชน)	2555	9-May-55	1.25	168.75	668.75	บริการ
20	LHBANK	ธนาคารแลนด์แอนด์เฮาส์ จำกัด (มหาชน)	2554	10-May-54	1.40	2,020.00	15,919.58	ธุรกิจการเงิน
21	KBS	บริษัท นวัตกรรมวีซี จำกัด (มหาชน)	2554	27-May-54	9.10	1,365.00	1,635.00	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
22	APCS	บริษัท เอเชีย ฟรียูชั่น จำกัด (มหาชน)	2554	29-Sep-54	5.45	408.75	1,635.00	สินค้าอุตสาหกรรม
23	AAV	บริษัท เอเชียเอไอเอช จำกัด (มหาชน)	2555	31-May-55	3.70	4,486.25	17,945.00	บริการ
24	SIRCHA	บริษัท ซีร่าทอคอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	2555	2-Jul-55	15.00	1,173.75	4,548.75	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
25	VGI	บริษัท วีจี ไอ โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน)	2555	11-Oct-55	35.00	3,080.00	10,500.00	บริการ

ลำดับ	Security_Symbol	ชื่อบริษัท	ปีที่เข้าตลาด	วันที่เข้าตลาด	ราคา IPO	มูลค่าระดมทุน (ล้านบาท)	มูลค่าหลักทรัพย์ (ล้านบาท)	กลุ่มอุตสาหกรรม
26	WHA	บริษัท คีบดิ้งเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	2555	8-Nov-55	13.25	1,714.55	6,757.50	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
27	JMT	บริษัท เจเอ็มทีเนทเวอร์ค เซอร์วิสเซส จำกัด (มหาชน)	2555	27-Nov-55	4.00	300.00	1,200.00	ธุรกิจการเงิน
28	ANAN	บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	2555	7-Dec-55	4.20	5,598.60	13,998.60	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
29	BEAUTY	บริษัท บีที คอมมูนิตี้ จำกัด (มหาชน)	2555	12-Dec-55	8.00	660.00	2,400.00	บริการ
30	PPP	บริษัท พรีเมียร์ โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)	2556	14-Feb-56	5.00	412.50	15,141.85	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
31	CHG	บริษัท โรงพยาบาลพระรามเก้า จำกัด (มหาชน)	2556	16-May-56	6.30	1,386.00	9,600.00	บริการ
32	PTG	บริษัท พีทีจี เอ็นเนอยี จำกัด (มหาชน)	2556	30-May-56	3.90	1,638.00	9,600.00	ทรัพยากร
33	NOK	บริษัท สาขาการบินนกแอร์ จำกัด (มหาชน)	2556	20-Jun-56	26.00	3,250.00	16,250.00	บริการ
34	MC	บริษัท แม็คกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	2556	4-Jul-56	15.00	3,000.00	12,000.00	บริการ
35	CKP	บริษัท ซีเคิฟาวเวอร์ จำกัด (มหาชน)	2556	18-Jul-56	13.00	2,340.00	14,300.00	ทรัพยากร
36	PACE	บริษัท เพชรสีเวลลอปเม้นท์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	2556	7-Aug-56	3.50	2,100.00	7,189.93	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
37	M	บริษัท เอ็มเคเรสโตรอนด์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	2556	15-Aug-56	49.00	9,106.65	44,386.65	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
38	CSS	บริษัท คอมมิวนิเคชั่น แอนด์ ซิสเต็มส์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)	2556	3-Sep-56	3.00	600.00	2,100.00	บริการ
39	THREL	บริษัท ไทยรีพรีเซนชัน จำกัด (มหาชน)	2556	9-Oct-56	9.50	95.00	5,700.00	ธุรกิจการเงิน
40	MEGA	บริษัท เมก้า โกลฟ์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)	2556	19-Nov-56	17.50	2,271.28	15,141.85	บริการ
41	NYT	บริษัท นามขง เทอร์มิเนด จำกัด (มหาชน)	2556	25-Nov-56	11.90	2,445.45	9,600.00	บริการ
42	BICHI	บริษัท บีเจซี เอฟี อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)	2556	28-Nov-56	30.00	2,400.00	9,600.00	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
43	AJD	บริษัท เอจ แอดวานซ์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	2557	27-Feb-57	2.50	250.00	1,500.00	สินค้าอุปโภคบริโภค
44	PCSGH	บริษัท พี.ซี.เอส.เมทรีน กรุ๊ป โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	2557	14-Mar-57	8.60	3,345.40	13,287.00	สินค้าอุตสาหกรรม
45	SUTHA	บริษัท สุชาท์กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	2557	3-Apr-57	3.70	277.50	1,110.00	สินค้าอุตสาหกรรม
46	ICHI	บริษัท อิชิตัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	2557	21-Apr-57	13.00	3,900.00	16,900.00	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
47	KTIS	บริษัท เกษตรไทย อินเทอร์เน็ต ซูการ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	2557	28-Apr-57	10.00	5,854.27	38,600.00	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
48	SAWAD	บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	2557	8-May-57	6.90	1,725.00	6,900.00	ธุรกิจการเงิน
49	TAE	บริษัท ไทย อะโกร เอ็นเนอยี จำกัด (มหาชน)	2557	5-Jun-57	2.00	400.00	2,000.00	ทรัพยากร
50	TSR	บริษัท เทียร์ซูร์ทน์ จำกัด (มหาชน)	2557	19-Jun-57	3.50	301.00	1,204.00	สินค้าอุปโภคบริโภค



ลำดับ	Security_Symbol	ชื่อบริษัท	ปีที่เข้าตลาด	วันที่เข้าตลาด	ราคา IPO	มูลค่าระดมทุน (ล้านบาท)	มูลค่าหลักทรัพย์ (ล้านบาท)	กลุ่มอุตสาหกรรม
51	SAPPE	บริษัท เซ็ปเป้ จำกัด (มหาชน)	2557	25-Jun-57	13.50	1,012.50	4,050.00	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
52	RICHY	บริษัท ริชชี ฟอซ 2002 จำกัด (มหาชน)	2557	7-Aug-57	3.30	706.20	2,356.20	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
53	BA	บริษัท การบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	2557	3-Nov-57	25.00	13,000.00	52,500.00	บริการ
54	BRR	บริษัท น้ำตาลบุรีรัมย์ จำกัด (มหาชน)	2557	6-Nov-57	6.80	1,150.44	4,601.90	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
55	CBG	บริษัท การบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	2557	21-Nov-57	28.00	4,200.00	28,000.00	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
56	VPO	บริษัท วิจิตรเกษทรัพย์แอมเวย์ จำกัด (มหาชน)	2557	24-Nov-57	2.70	378.00	2,538.00	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
57	MTLS	บริษัท เมืองไทยแคปิตอล จำกัด (มหาชน)	2557	26-Nov-57	5.50	2,997.50	11,660.00	ธุรกิจการเงิน
58	EPG	บริษัท อีสเทิร์น ไพลเมอร์ กล้วย จำกัด (มหาชน)	2557	24-Dec-57	5.80	4,060.00	16,240.00	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
59	PLANB	บริษัท แพลน บี มีเดีย จำกัด (มหาชน)	2558	17-Feb-58	2.00	1,795.22	6,990.00	บริการ
60	SCN	บริษัท สแกน อินเตอร์ จำกัด (มหาชน)	2558	23-Feb-58	5.00	1,500.00	6,000.00	ทรัพยากร
61	S11	บริษัท เอส 11 กล้วย จำกัด (มหาชน)	2558	25-Feb-58	5.30	424.00	20,720.00	ธุรกิจการเงิน
62	PLAT	บริษัท เดอะ แพลทินัม กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	2558	24-Mar-58	7.40	5,180.00	20,720.00	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
63	PMTA	บริษัท พีเอ็ม โทริเซน เอเซีย โอเคจส์ จำกัด (มหาชน)	2558	6-May-58	18.00	145.80	1,821.60	สินค้าอุตสาหกรรม
64	SLP	บริษัท สาลี ฟรันทิง จำกัด (มหาชน)	2558	7-May-58	2.16	648.00	2,592.00	สินค้าอุตสาหกรรม
65	GPSC	บริษัท โกลบอลเพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)	2558	18-May-58	27.00	10,035.06	40,454.12	ทรัพยากร
66	BR	บริษัท บงกชแบรินซ์ จำกัด (มหาชน)	2558	15-Jul-58	8.80	2,006.40	8,038.33	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
67	WICE	บริษัท ไวส์ โกลด์คิส จำกัด (มหาชน)	2558	28-Jul-58	2.10	315.00	1,260.00	บริการ
68	ASEFA	บริษัท อาซิฟา จำกัด (มหาชน)	2558	5-Aug-58	3.70	555.00	2,035.00	สินค้าอุตสาหกรรม
69	COM7	บริษัท คอมเซเว่น จำกัด (มหาชน)	2558	10-Aug-58	3.35	1,005.00	4,020.00	บริการ
70	JWD	บริษัท เจดับเบิลยูดี อินโฟเควสติกส์ จำกัด (มหาชน)	2558	29-Sep-58	11.00	1,320.00	6,600.00	บริการ
71	ORI	บริษัท ออร์จิน พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)	2558	7-Oct-58	9.00	1,350.00	9,945.00	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
72	TFG	บริษัท ไทยฟู๊ดส์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	2558	8-Oct-58	1.95	2,145.00	9,945.00	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
73	SCI	บริษัท เอสซีไอ ซิเมนต์ จำกัด (มหาชน)	2558	13-Oct-58	5.90	1,106.25	4,425.00	ทรัพยากร
74	LPH	บริษัท โรงพยาบาลลาดพร้าว จำกัด (มหาชน)	2558	28-Oct-58	5.00	1,000.00	3,750.00	บริการ
75	J	บริษัท เจเอสเอส จำกัด (มหาชน)	2558	10-Nov-58	2.77	333.48	1,025.98	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

ลำดับ	Security_Symbol	ชื่อบริษัท	ปีที่เข้าตลาด	วันที่เข้าตลาด	ราคา IPO	มูลค่าระดมทุน (ล้านบาท)	มูลค่าหลักทรัพย์ (ล้านบาท)	กลุ่มอุตสาหกรรม
76	TKN	บริษัท เค้แก่น้อยฟู๊ดแอนด์เมคส์ จำกัด (มหาชน)	2558	3-Dec-58	4.00	1,440.00	5,520.00	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
77	SPRC	บริษัท สดาร์วิโทรเคมิคอลส์ จำกัด (มหาชน)	2558	8-Dec-58	9.00	1,755.00	39,023.12	ทรัพยากร
78	AMATAV	บริษัท อมตะวีเอ็น จำกัด (มหาชน)	2558	16-Dec-58	7.50	1,247.78	7,012.50	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
79	TPBI	บริษัท ทีพีบีไอ จำกัด (มหาชน)	2559	24-Mar-59	10.80	1,080.00	4,320.00	สินค้าอุตสาหกรรม
80	ALT	บริษัท เอแอลที เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	2559	4-Jul-59	4.70	1,175.00	4,700.00	เทคโนโลยี
81	EKH	บริษัท เอกซ์การแพช จำกัด (มหาชน)	2559	27-Jul-59	3.05	508.74	4,800.00	บริการ
82	RJH	บริษัท โรงพิมพ์ราชธานี จำกัด (มหาชน)	2559	1-Sep-59	16.00	1,199.99	4,800.00	บริการ
83	BCPG	บริษัท บีซีพีจี จำกัด (มหาชน)	2559	28-Sep-59	10.00	5,900.00	19,900.00	ทรัพยากร
84	SQ	บริษัท สทกลอติวิปเมนท์ จำกัด (มหาชน)	2559	26-Oct-59	3.20	1,216.00	3,616.00	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
85	BPP	บริษัท บ้านปู เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน)	2559	28-Oct-59	21.00	13,618.34	63,959.53	ทรัพยากร
86	ALLA	บริษัท ออลล่า จำกัด (มหาชน)	2559	8-Nov-59	2.88	432.00	1,728.00	สินค้าอุตสาหกรรม
87	FN	บริษัท เอฟเอ็น แฟคตอรี เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	2559	14-Nov-59	3.88	970.00	3,880.00	บริการ
88	TNR	บริษัท ไทยเนชั่นบรันเนอรีอินดัสตรี จำกัด (มหาชน)	2559	29-Nov-59	16.00	600.00	4,800.00	สินค้าอุปโภคบริโภค
89	RPH	บริษัท โรงพิมพ์ราชพฤกษ์ จำกัด (มหาชน)	2559	27-Feb-60	4.80	786.14	2,620.80	บริการ
90	ASAP	บริษัท ซินเนอริเจติกส์ โอโต้ เพอร์ฟอร์แมนซ์ จำกัด (มหาชน)		30-Mar-60	3.03	636.30	1,999.80	ธุรกิจการเงิน
91	TIIPP	บริษัท ทีพีไอ โพลีน เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน)		5-Apr-60	7.00	17,500.00	20,081.25	ทรัพยากร
92	WHAUP	บริษัท ดับเบิลยูเอชเอ ซูทิลิตี้ส์ (แอนด์) พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน)		10-Apr-60	26.25	3,281.25	20,081.25	ทรัพยากร
93	GGC	บริษัท โกลบอลกรีนเคมิคอล จำกัด (มหาชน)		2-May-60	11.20	2,762.67	11,050.67	สินค้าอุตสาหกรรม
94	BGRIM	บริษัท บี.กริม เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน)		19-Jul-60	16.00	10,428.80	40,668.80	ทรัพยากร
95	FTE	บริษัท ไฟร์เทคเอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)		27-Jul-60	2.95	442.50	1,770.00	บริการ
96	INGRS	บริษัท อินกริส อินดัสตรีล (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)		9-Aug-60	1.33	347.88	1,924.43	สินค้าอุตสาหกรรม
97	III	บริษัท ทริเพิล ไอ โกลด์คิกส์ จำกัด (มหาชน)		1-Sep-60	4.80	789.60	2,901.60	บริการ
98	PRM	บริษัท พีเอ็ม ปริน จำกัด (มหาชน)		14-Sep-60	8.00	4,000.00	20,000.00	บริการ
99	SKN	บริษัท ส.กิชชัย เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)		26-Sep-60	7.35	1,470.00	5,880.00	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
100	WPH	บริษัท โรงพิมพ์ภาคพัฒนาพีดี จำกัด (มหาชน)		3-Oct-60	3.90	585.00	2,340.00	บริการ

ลำดับ	Security_Symbol	ชื่อบริษัท	ปีที่เข้าตลาด	วันที่เข้าตลาด	ราคา IPO	มูลค่าระดมทุน (ล้านบาท)	มูลค่าหลักทรัพย์ (ล้านบาท)	กลุ่มอุตสาหกรรม
101	TOA	บริษัท ทีโอเอ เฟนท (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)		10-Oct-60	24.00	6,096.00	4,466.00	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
102	RSP	บริษัท ริช สปอร์ต จำกัด (มหาชน)		10-Nov-60	5.80	1,160.00	4,466.00	บริการ
103	SKE	บริษัท สากล เอนเนอจี จำกัด (มหาชน)		22-Nov-60	1.80	426.96	1,674.00	ทรัพย์สินทาง ทรัพย์สินทาง
104	GPI	บริษัท กรังด์ปรีซ์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)		1-Dec-60	3.50	350.00	2,100.00	บริการ
105	GULF	บริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)		6-Dec-60	45.00	23,998.50	95,998.50	ทรัพย์สินทาง
106	THG	บริษัท ธนบุรี เซลท์แคร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)		7-Dec-60	38.00	3,230.00	32,265.04	บริการ
107	HUMAN	บริษัท ฮิวแมนิก้า จำกัด (มหาชน)		8-Dec-60	4.00	720.00	2,720.00	เทคโนโลยี
108	CPT	บริษัท ซีพีที ไคร์ แอนด์ เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน)		20-Dec-60	2.30	621.00	2,070.00	สินค้าอุตสาหกรรม
109	DDD	บริษัท ดู เคย์ คริม จำกัด (มหาชน)		26-Dec-60	53.00	4,028.00	16,748.00	สินค้าอุปโภคบริโภค

**ภาคผนวก ข**  
**แสดงชื่อกลุ่มอุตสาหกรรมและชื่อหมวดธุรกิจ**

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
		HEALTH	การแพทย์
		MEDIA	สื่อและสิ่งพิมพ์
		PROF	บริการเฉพาะกิจ
		TOURISM	การท่องเที่ยวและสันทนาการ
		TRANS	ขนส่งและโลจิสติกส์
เทคโนโลยี	TECH	ETRON	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
		ICT	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร