

การศึกษาการประมาณมูลค่าหลักทรัพย์ (IPO Estimating Value) และการศึกษา
การประมาณมูลค่าหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรกคลาดเคลื่อน
(Prediction Errors on IPO Valuation)



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2564

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

การศึกษาการประมาณมูลค่าหลักทรัพย์ (IPO Estimating Value) และการศึกษา

การประมาณมูลค่าหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรกคลาดเคลื่อน

(Prediction Errors on IPO Valuation)

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

9 กันยายน พ.ศ. 2564

นายชยกุล กุศลประเสริฐศรี

ผู้วิจัย

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ชาระวานิช,

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์กิตติชัย ราชมหา,

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

รองศาสตราจารย์วิจิตา รักธรรม,

Ph.D.

คณบดีวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคลิกา,

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่องการศึกษาการประมาณมูลค่าหลักทรัพย์ (IPO Estimating Value) และการศึกษาการประมาณมูลค่าหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรกคลาดเคลื่อน (Prediction Errors on IPO Valuation) ประสบความสำเร็จลงได้ด้วยความกรุณา ความช่วยเหลือและคำแนะนำที่เป็นประโยชน์อย่างยิ่งจากบุคคลากรหลายท่าน ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณอาจารย์ที่ปรึกษา คือ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปิยภัทร ธาระวนิช และรองศาสตราจารย์ ดร.ชาติร์ จันทร์ โคลิกา ซึ่งท่านได้กรุณาเสียสละเวลาอันมีค่าในการให้คำแนะนำถึงประเด็นต่าง ๆ ในการศึกษา พร้อมทั้งแนะนำแนวทางในการแก้ปัญหาและแหล่งค้นคว้าหาข้อมูลเพิ่มเติมอันเป็นประโยชน์สำหรับงานวิจัยนี้ รวมถึงการวิเคราะห์ วิเคราะห์ผลการศึกษา และการแก้ไขงานเพื่อให้สารนิพนธ์นี้มีความสมบูรณ์

สุดท้ายทางผู้วิจัยขอขอบคุณผู้มีพระคุณ อาทิ บิดา มารดา รวมถึงครอบครัว ที่คอยสนับสนุนและให้กำลังใจผู้วิจัยมาโดยตลอด รวมถึงเพื่อนทุกท่านที่ได้ร่วมแรงร่วมใจช่วยเหลืองานวิจัยครั้งนี้สำเร็จไปได้ด้วยดี ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าสารนิพนธ์เล่มนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจ และสามารถนำไปเป็นแนวทางต่อยอดสำหรับผู้ที่จะทำการศึกษาในเรื่องที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติมต่อไป ทั้งนี้หากงานวิจัยนี้มีข้อผิดพลาดประการใดต้องขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วย

ชัชกร กุศลประเสริฐศรี

การศึกษาการประมาณมูลค่าหลักทรัพย์และการศึกษาการประมาณมูลค่าหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรก
คลาดเคลื่อน

THE STUDY OF INITIAL PUBLIC OFFERING ESTIMATING VALUE AND PREDICTION
ERRORS ON INITIAL PUBLIC OFFERING VALUATION

ชยักร กุศลประเสริฐศรี 6250201

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์
กิตติชัย ราชมหา, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคลิกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาวิธีการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ของผู้จัดจำหน่าย (Underwriter) และศึกษาปัจจัย
ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกหรือ Initial Public Offering
(IPO) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)
โดยรวบรวมข้อมูลตัวแปรจากทฤษฎีต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง อาทิเช่น สินทรัพย์รวมของบริษัท, ชื่อเสียงของผู้จัด
จำหน่ายหลักทรัพย์, สัดส่วนของหุ้นเพิ่มทุนที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทก่อนยื่นเสนอขาย,
สัดส่วนการขายหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมต่อจำนวนหุ้นทั้งหมด, อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี, อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วน
ของผู้ถือหุ้น, และผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ณ ขณะนั้น เป็นต้น การศึกษาวิจัยนี้ได้ทำการเก็บ
รวบรวมข้อมูลจากบริษัทที่ได้ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ และจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จำนวน 242 บริษัท
นับตั้งแต่ปี ค.ศ. 2010 ถึงปี 2020 โดยนำปัจจัยต่าง ๆ มาศึกษาโดยใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอยแบบ OLS Regression
โดยเริ่มจากการประมาณมูลค่าหุ้นขึ้นมาโดยวิธีต่าง ๆ และนำไปทดสอบหาการประมาณมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อน
(ERROR) และส่วนลดในการจำหน่าย (DISCOUNT) พบว่า ปัจจัยที่ส่งผลคือ สัดส่วนของหุ้นเพิ่มทุน (IPO_RATIO)
และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) และเมื่อผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์กำหนดราคาเสนอขาย (IPO Price)
แล้วจึงทำการทดสอบการตั้งราคาต่ำกว่ามูลค่าของการซื้อขายวันแรกและวันที่ 10 (UNDERPRICE) พบว่า
ปัจจัยที่ส่งผลต่อการจำหน่ายต่ำกว่ามูลค่าได้แก่ สินทรัพย์รวม (LNASSET), ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์
(UW), ผลตอบแทนของตลาด (PREOPEN_RE) และส่วนเบี่ยงเบนของผลตอบแทนตลาด (PREOPEN_SD)

คำสำคัญ : Initial Public Offering (IPO)/ Prediction Errors on IPO Valuation

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	ช
สารบัญภาพ	ซ
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 หลักเกณฑ์การยื่นเสนอขายหลักทรัพย์แก่สาธารณชนครั้งแรก	3
2.1 ประโยชน์ต่อบริษัทในการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	4
2.1.1 แหล่งระดมเงินทุนระยะยาว	4
2.1.2 ภาพลักษณ์และความน่าเชื่อถือ	4
2.1.3 โอกาสทางธุรกิจ	4
2.1.4 การบริหารงานแบบมืออาชีพและการดำรงอยู่ของกิจการในระยะยาว	4
2.1.5 ความภาคภูมิใจของบุคลากร	5
2.2 ขั้นตอนการเตรียมความพร้อมในการขออนุญาตเสนอขายหุ้นต่อประชาชน และเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ มีขั้นตอน ดังนี้	5
2.2.1 ขั้นตอนที่ 1 การเตรียมความพร้อม (12 - 24 เดือน ก่อนยื่นคำขอ)	5
2.2.2 ขั้นตอนที่ 2 การเตรียมการเพื่อยื่นคำขอ	6
2.2.3 ขั้นตอนที่ 3 การตรวจสอบข้อมูลและพิจารณาอนุมัติ (120 วัน + 45 วัน)	7
2.2.4 ขั้นตอนที่ 4 การเสนอขายและการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (6 เดือน + 6 เดือน)	7
บทที่ 3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	9
3.1 ทฤษฎี	9
3.1.1 ทฤษฎีอัตราผลตอบแทนแรกเริ่ม (Initial Public Offering Underpricing / IPO Underpricing)	9
3.1.2 ทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information theory)	9
3.1.3 ทฤษฎี Ownership and Control	10

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
3.1.4 ทฤษฎี Bookbuilding	11
3.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ (Empirical Studies)	11
3.2.1 งานวิจัยศึกษาจากประเทศที่พัฒนาแล้ว (Developed Market)	11
3.2.2 งานวิจัยศึกษาจากประเทศกำลังพัฒนา (Emerging Market)	13
บทที่ 4 ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ	20
4.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)	20
4.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	24
4.2.1 ตัวแปรตาม (Dependent variables)	24
4.2.2 ตัวแปรอธิบาย (Explanatory Variables)	28
4.3 ค่าทางสถิติของตัวแปรและความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร	41
4.4 วิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method)	44
4.4.1 แบบจำลองที่ 1 : ทดสอบลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าหลักทรัพย์ (Natural Log of The Market Value : LN_VMARKET)	44
4.4.2 แบบจำลองที่ 2: การประมาณมูลค่าหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรก คลาดเคลื่อน (Prediction Error : ERROR)	46
4.4.3 แบบจำลองที่ 3 : ส่วนลดในการจำหน่ายหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรก (Discount: DISCOUNT)	46
4.4.4 แบบจำลองที่ 4 : การตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าหุ้น เสนอขายครั้งแรกในตลาดรองวันแรก (Underpricing : UNDERPRICE)	47
4.4.5 แบบจำลองที่ 5 : การตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าหุ้น IPO ในตลาดรองวันที่ 10 (Underpricing at 10 days : UNDERPRICE10)	48
บทที่ 5 ผลการทดสอบ	50
5.1 ผลการศึกษาการประมาณมูลค่าโดยประมาณโดยวิธีต่าง ๆ ต่อมูลค่าตลาด	50
5.2 ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการประมาณมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อน (ERROR)	53
5.2.1 ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการประมาณมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อน (ERROR)	55

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 6 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	62
บรรณานุกรม	65
ภาคผนวก	68
ภาคผนวก ก ตารางหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษาตั้งแต่ปี ค.ศ. 2010 ถึง 2020	69
ภาคผนวก ข ตารางอุตสาหกรรม และหมวดหมู่ธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์	78
ภาคผนวก ค ตารางความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปร (Correlation)	80
ภาคผนวก ง วิธีการอ่านกราฟ Box and Whisker	81
ประวัติผู้วิจัย	82



สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า	
3.1	บทสรุปการศึกษาเชิงประจักษ์ (Empirical Studies)	15
4.1	แสดงจำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก มูลค่าระดมทุน มูลค่าเสนอขาย และมูลค่าหลักทรัพย์ ณ ราคา IPO	21
4.2	แสดงจำนวนหลักทรัพย์จดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ (เฉพาะใน SET และ mai) แยกตามประเภทอุตสาหกรรม (Industry)	22
4.3	แสดงจำนวนหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษา	24
4.4	แสดงเครื่องหมายที่คาดหวังของตัวแปรต้นในแต่ละตัวแปรตาม	38
4.5	แสดงค่าทางสถิติของตัวแปร	42
4.6	แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlation)	43
5.1	แสดงผลการศึกษาโดยวิธีการวิเคราะห์การถดถอย OLS regression ค่า ln ของมูลค่าตลาด (Market Value) เมื่อเทียบกับ ln ของมูลค่าจากการประมาณ มูลค่าบริษัทจดทะเบียนแบบต่าง ๆ	51
5.2	สรุปผลการทดสอบตัวแปร Hypothesis : $\beta = 1$	52
5.3	สรุปผลการทดสอบตัวแปร Hypothesis : $\beta = 1$ และ Constant = 0	52
5.4	แสดงค่าทางสถิติของการประมาณมูลค่าหุ้นตลาดเคลื่อน (Prediction Error : ERROR)	54
5.5	ค่าทางสถิติ รวมถึง Min, Max และ Percentile ที่ไม่รวมค่าผิดปกติ (Outliers)	55
5.6	แสดงผลการศึกษาโดยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยของการประมาณมูลค่าหุ้นตลาดเคลื่อน (Prediction error) ที่ประเมินค่าโดยใช้การประมาณแบบต่าง ๆ	57

สารบัญภาพ

ภาพ		หน้า
2.1	เกณฑ์การพิจารณาขึ้นเสนอขายหลักทรัพย์ในแต่ละตลาดหลักทรัพย์	3
2.2	ขั้นตอนและผู้ที่เกี่ยวข้องในการเข้าจดทะเบียน	8
5.1	กราฟแสดง Box and Whisker ค่าทางสถิติของการประมาณมูลค่าหุ้นตลาดเคลื่อน (Prediction Error : ERROR)	54



บทที่ 1

บทนำ

การลงทุน คือ การนำเงินไปจัดสรรเพื่อผลประโยชน์ที่จะเพิ่มขึ้นในอนาคต ส่วนที่เพิ่มขึ้นนั้น เรียกว่า “ผลตอบแทน” ดังนั้น ผลตอบแทนจากการลงทุนจึงเป็นสิ่งสำคัญที่สุดที่นักลงทุนทุกคนต้องการ ซึ่งการลงทุนสามารถทำได้หลากหลายวิธี อาทิ การฝากเงิน การซื้อพันธบัตร การซื้อที่ดิน หรือการลงทุนในหลักทรัพย์ ทั้งนี้ผลตอบแทนจากการลงทุนในแต่ละวิธีจะไม่เท่ากัน เนื่องจากความเสี่ยงในการลงทุนวิธีต่าง ๆ นั้น ไม่เท่ากัน โดยในปัจจุบันนี้ ผู้คนให้ความสนใจในการลงทุนในหลักทรัพย์มากขึ้น เนื่องจากให้อัตราผลตอบแทนที่สูงและการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นมีสภาพคล่องที่สูง โดยเฉพาะในตลาดรอง สามารถซื้อขายได้เองในทันทีและจากการลงทุนในหลักทรัพย์นั้น มีประเด็นที่น่าสนใจ คือ กิจการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก (IPO) แล้วนำหลักทรัพย์ดังกล่าวมาจดทะเบียนเพื่อซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ (ตลาดรอง) โดยนักลงทุนส่วนมากมีความคิดว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เพิ่งได้ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์นั้นมีโอกาสได้รับผลตอบแทนที่สูงเพราะการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ทำให้กิจการมีเงินสดเพื่อไปลงทุนขยายกิจการมากขึ้นอาจก่อให้เกิดผลตอบแทนในอนาคตได้มาก ดังนั้น ในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองในวันแรกนักลงทุนมักจะได้รับผลตอบแทนในอัตราที่สูง จึงเป็นที่น่าสนใจ คือ เหตุใดผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จึงเสนอราคาขายหลักทรัพย์ให้แก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpricing) และเหตุปัจจัยใดที่ส่งผลต่อการกำหนดราคาซื้อขายของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ต่ำกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ในวันแรกอย่างมีนัยสำคัญ

การที่บริษัททำการเสนอขายหลักทรัพย์ในวันแรกแล้วมักพบว่า ราคาที่นักลงทุนซื้อขายสูงกว่าการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ งานวิจัยนี้จึงเน้นไปที่การศึกษาวิจัยว่าปัจจัยใดบ้างที่มีส่วนต่อการกำหนดราคาซื้อขาย หรือการมีส่วนร่วมเพื่อจูงใจแก่นักลงทุน เช่น สิทธิพิเศษรวม อายุกิจการ ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ สัดส่วนการออกหุ้นเพิ่มทุน สัดส่วนการขายหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิม อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ประเภทตลาดหลักทรัพย์ที่จดทะเบียน หรือ จำนวนเงินทุนที่ระดมได้จากการเสนอขายหลักทรัพย์ จากกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุดหรือ Ordinary Least Square (OLS) ทั้งนี้ กลุ่มผู้วิจัยเลือกใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ได้เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และ

ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ในระหว่างปี ค.ศ. 2010 ถึง ค.ศ. 2020 ทั้งสิ้น 242 บริษัท ยกเว้น
หลักทรัพย์ในกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

งานวิจัยฉบับนี้แตกต่างจากงานวิจัยก่อนหน้าคือ งานของ Rosenboom (2012) โดยงานวิจัย
ฉบับนี้ได้มีการศึกษาส่วนลดในการจำหน่ายหลักทรัพย์เพิ่มเติมเพื่อดูแนวโน้มของการกำหนดราคา
จำหน่ายแก่นักลงทุนและปัจจัยที่ส่งผลกระทบ และเพิ่มเติมปัจจัยอัตราส่วนหนี้สินและส่วนของผู้ถือ
หุ้นและชื่อเสียงของสำนักตรวจสอบบัญชีภายนอกมาเป็นอีกหนึ่งองค์ประกอบในครั้งนี้

การศึกษาในครั้งนี้แบ่งการทดสอบออกเป็น 5 ขั้นตอน 1) การศึกษาการประมาณมูลค่า
บริษัทโดยวิธีต่าง ๆ ผลการศึกษาพบว่า การประมาณมูลค่าทั้ง 5 วิธี สามารถสะท้อนมูลค่าตลาดใน
วันซื้อขายวันแรกได้ 2) การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการประมาณมูลค่าหุ้นตลาดเคลื่อน (ERROR) พบว่า
ทั้ง 5 แบบจำลองสามารถอธิบายผลต่อการประมาณมูลค่าหุ้นตลาดเคลื่อนได้ โดยแบบจำลองที่อธิบาย
ได้ดีที่สุดคือ แบบจำลองการประมาณมูลค่าโดยเทียบเท่ากับ P/BV ของตลาดหลักทรัพย์แต่ละหุ้น
(ERROR_PBV_Market) 3) การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนลดในการจำหน่ายหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรก
พบว่า ทั้ง 5 แบบจำลองสามารถอธิบายส่วนลดในการจำหน่ายหลักทรัพย์ (DISCOUNT) ได้แบบจำลอง
การประมาณมูลค่าโดยเทียบเท่ากับ P/BV ของตลาดหลักทรัพย์แต่ละหุ้น (DISCOUNT_PBV_Market)
สามารถอธิบายส่วนลดในการจำหน่ายหลักทรัพย์ได้ดีที่สุดเช่นกัน 4) และ 5) การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อ
การตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกในตลาดรองวันแรก (UNDERPRICE)
และในตลาดรองวันที่ 10 (UNDERPRICE10) พบว่า ปัจจัยที่มีผลต่อการเกิด Underpricing ได้แก่
สินทรัพย์รวม (LNASSET), ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UW), ผลตอบแทนของตลาด
(PREOPEN_RE) และส่วนเบี่ยงเบนของผลตอบแทนตลาด (PREOPEN_SD)

รายงานฉบับนี้ได้ถูกแบ่งออกเป็นห้าส่วน ได้แก่ บทนำ (Introduction), หลักเกณฑ์
การยื่นเสนอขายหลักทรัพย์แก่สาธารณชนครั้งแรก (IPO), งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review),
ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ (Methodology), ผลการทดสอบ (Results) และ สรุปผลการวิจัย
และข้อเสนอแนะ (Conclusions)

บทที่ 2

หลักเกณฑ์การยื่นเสนอขายหลักทรัพย์แก่สาธารณชนครั้งแรก

แหล่งเงินทุนมีความสำคัญแก่บริษัทที่มีความประสงค์ต้องการขยายกิจการหรือลงทุนเพิ่มเพื่อสร้างการเติบโตนั้น นอกจากเงินกู้จากสถาบันการเงิน บริษัทยังสามารถระดมทุนได้จากการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เพื่อนำเสนอขายหุ้นของบริษัทแก่ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุน โดยมีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ซึ่งเป็นแหล่งระดมทุนระยะสำหรับบริษัทไทยและบริษัทต่างประเทศขนาดใหญ่ และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) เป็นแหล่งระดมทุนสำหรับธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม

เกณฑ์	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)		ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)	
	เกณฑ์กำไรสุทธิ	เกณฑ์มูลค่าหุ้นสามัญตามราคาตลาด*	เกณฑ์กำไรสุทธิ	เกณฑ์มูลค่าหุ้นสามัญตามราคาตลาด*
มูลค่าที่ตราไว้ขั้นต่ำ	≥ 0.5 บาท/หุ้น			
ทุนชำระแล้ว (เฉพาะหุ้นสามัญ)	≥ 300 ล้านบาท		≥ 50 ล้านบาท	
ส่วนของผู้ถือหุ้น	≥ 300 ล้านบาท และก่อนเสนอขายหุ้น IPO ต้องมีส่วนของผู้ถือหุ้น > 0		≥ 50 ล้านบาท และก่อนเสนอขายหุ้น IPO ต้องมีส่วนของผู้ถือหุ้น > 0	
กำไรสุทธิ / มูลค่าหุ้นสามัญตามราคาตลาด	<ul style="list-style-type: none"> 2-3 ปี รวมกัน ≥ 50 ล้านบาท ปีล่าสุด ≥ 30 ล้านบาท กำไรงวดสะสมล่าสุด > 0 	<ul style="list-style-type: none"> ≥ 7,500 ล้านบาท EBIT ปีล่าสุด และ งบสะสมล่าสุด > 0 	<ul style="list-style-type: none"> ปีล่าสุด ≥ 10 ล้านบาท กำไรงวดสะสมล่าสุด > 0 	<ul style="list-style-type: none"> ≥ 1,000 ล้านบาท EBIT ปีล่าสุด และ งบสะสมล่าสุด > 0
ผลการดำเนินงาน (Track record)	≥ 3 ปี		≥ 2 ปี	
กรรมการและผู้บริหารส่วนใหญ่เป็นกลุ่มเดียวกันมาอย่างต่อเนื่อง (Same management)	≥ 1 ปี		≥ 1 ปี	
% การเสนอขายหุ้นต่อประชาชน	≥ 15% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว (≥ 10% หรือ 75 ล้านบาท (แล้วแต่จำนวนใดสูงกว่า) หากทุนจดทะเบียนชำระแล้ว ≥ 500 ล้านบาท)		≥ 15% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว	
การกระจายหุ้นให้ผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float)	≥ 25% + 1,000 ราย (≥ 20% หากทุนจดทะเบียนชำระแล้ว ≥ 3,000 ล้านบาท)		≥ 25% + 300 ราย (≥ 20% หากทุนจดทะเบียนชำระแล้ว ≥ 3,000 ล้านบาท)	
กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ	มีการจัดตั้งกองทุนสำรองเลี้ยงชีพตามกฎหมายว่าด้วยกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ			
นายทะเบียนหลักทรัพย์	แต่งตั้งให้บริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด (TSD) หรือนักคณิตศาสตร์ที่ตลาดหลักทรัพย์เห็นชอบเป็นนายทะเบียนหลักทรัพย์			
การห้ามขายหุ้น (Silent Period)	Strategic Shareholders รวมกัน 55% ของทุนชำระแล้ว จะถูกห้ามนำหุ้นออกขายภายใน 1 ปี ทั้งนี้ จะทยอยขายหุ้นได้ 25% ของหุ้นที่ถูกห้ามขาย เมื่อครบ 6 เดือนหลังเข้าจดทะเบียน			

ภาพที่ 2.1 เกณฑ์การพิจารณายื่นเสนอขายหลักทรัพย์ในแต่ละตลาดหลักทรัพย์

ที่มา: SET and mai IPO and listing guide (2018), สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SEC) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

2.1 ประโยชน์ต่อบริษัทในการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

2.1.1 แหล่งระดมเงินทุนระยะยาว

- สามารถระดมทุนเพื่อสนับสนุนการลงทุนหรือขยายธุรกิจในระยะยาว โดยปราศจากดอกเบี้ยและภาระชำระคืนเงินต้น
- สามารถขายหุ้นได้ในวงกว้าง โดยสามารถระดมทุนได้จากนักลงทุนทั้งในและต่างประเทศ
- สามารถเพิ่มทางเลือกและโอกาสในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนผ่านการออกหลักทรัพย์ประเภทอื่นหรือใช้เครื่องมือทางการเงินต่าง ๆ ภายหลังเข้าจดทะเบียน อาทิเช่น หุ้นกู้
- สามารถมีความยืดหยุ่นในการปรับโครงสร้างเงินทุนและต้นทุนทางการเงินของกิจการให้เข้ากับสถานะเศรษฐกิจ ฐานะการเงินและการลงทุนของบริษัท

2.1.2 ภาพลักษณ์และความน่าเชื่อถือ

สามารถเสริมสร้างภาพลักษณ์และความน่าเชื่อถือ เพราะการเข้าจดทะเบียนต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์และมาตรฐานต่าง ๆ รวมทั้งมีการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส ตรวจสอบได้ทำให้บริษัทรวมถึงผลิตภัณฑ์หรือบริการของบริษัทเป็นที่รู้จักของสาธารณชนมากขึ้น

2.1.3 โอกาสทางธุรกิจ

สามารถเพิ่มโอกาสในการหาและเข้าร่วมลงทุนจากพันธมิตรทางธุรกิจทั้งในประเทศและต่างประเทศ ซึ่งจะสนับสนุนการขยายตัวและเพิ่มความแข็งแกร่งทางธุรกิจ

2.1.4 การบริหารงานแบบมืออาชีพและการดำรงอยู่ของกิจการในระยะยาว

- สามารถเปลี่ยนจากการบริหารธุรกิจแบบครอบครัวมาเป็นการบริหารงานแบบมืออาชีพและมีกรรมการภายนอกเข้ามาช่วยดูแล มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีการดำเนินธุรกิจโดยรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคมและผู้มีส่วนได้เสีย
- มีระบบบัญชีและระบบควบคุมภายในที่มีมาตรฐาน เพิ่มประสิทธิภาพการทำงานมีการบริหารความเสี่ยงอย่างเป็นระบบมากขึ้น

2.1.5 ความภาคภูมิใจของบุคลากร

- ภาพลักษณ์ที่ดีและชื่อเสียงเป็นที่ยอมรับ ทำให้บุคลากรของบริษัทเกิดค่านิยมร่วม (shared value) และความภาคภูมิใจ
- เพิ่มความสามารถในการดึงดูดมืออาชีพเข้าร่วมงาน รักษาพนักงานและสามารถให้ผลตอบแทนที่สร้างแรงจูงใจและความมีส่วนร่วมในกิจการ เช่น โครงการสะสมหุ้นสำหรับพนักงาน (Employee Joint Investment Program: EJIP) และโครงการเสนอขายหลักทรัพย์ให้กรรมการและพนักงานของบริษัท (Employee Stock Ownership Plan: ESOP)

2.2 ขั้นตอนการเตรียมความพร้อมในการขออนุญาตเสนอขายหุ้นต่อประชาชนและเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ มีขั้นตอน ดังนี้

2.2.1 ขั้นตอนที่ 1 การเตรียมความพร้อม (12 - 24 เดือน ก่อนยื่นคำขอ)

2.2.1.1 ศึกษาข้อมูลและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้อง เช่น พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เกณฑ์ต่าง ๆ

2.2.1.2 แต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงิน (FA) ที่ได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อ

- ให้คำปรึกษาในการเตรียมความพร้อมในการเสนอขายหลักทรัพย์และเข้าจดทะเบียน
- จัดทำเอกสารในการยื่นคำขอในการเสนอขายหลักทรัพย์และเข้าจดทะเบียน

• ตรวจสอบข้อมูลและรับรองว่าผู้ยื่นคำขอเปิดเผยข้อมูลถูกต้องครบถ้วน และมีคุณสมบัติเป็นไปตามเกณฑ์ที่กำหนด

- วางแผนและกำหนดกรอบเวลาดำเนินการ
 - ประสานงานและทำงานกับที่ปรึกษาด้านอื่นและผู้เกี่ยวข้อง
- เพื่อให้การเข้าจดทะเบียน

2.2.1.3 ปรับโครงสร้างการถือหุ้นและโครงสร้างกลุ่มบริษัท ให้มีระบบการดำเนินงานโปร่งใส มีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีปราศจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ และตรวจสอบได้

2.2.1.4 จัดทำงบการเงินให้เป็นไปตามมาตรฐาน

- แต่งตั้งผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน

ก.ล.ต.

- เตรียมความพร้อมให้การจัดทำงบการเงินเป็นไปตามมาตรฐานบัญชี ได้แก่ ระบบบัญชี ระบบปฏิบัติงาน นโยบายบัญชีที่เหมาะสมกับธุรกิจ และมาตรฐานบัญชีที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ

- เตรียมความพร้อมบุคลากรที่เกี่ยวข้อง โดยเฉพาะสมุหบัญชี

และ CFO

2.2.1.5 ระบบการดำเนินงาน โปร่งใส ตรวจสอบได้ โดยระบบควบคุมภายในแต่งตั้งผู้ตรวจสอบภายในเพื่อประเมิน ให้คำแนะนำในการปรับปรุงระบบควบคุมภายในให้เพียงพอตามมาตรฐาน ติดตามผลการปฏิบัติและรายงานผลการตรวจสอบอย่างสม่ำเสมอ รวมถึงมีส่วนร่วมในการพัฒนาระบบควบคุมภายในอย่างต่อเนื่อง

2.2.1.6 โครงสร้างคณะกรรมการ และการทำหน้าที่ของกรรมการ กรรมการอิสระ และกรรมการตรวจสอบ

2.2.2 ขั้นตอนที่ 2 การเตรียมการเพื่อยื่นคำขอ

2.2.2.1 ช่วง 6 - 12 เดือน ก่อนยื่นคำขอ

- Pre-consult นัดหารือประเด็นที่สำคัญกับสำนักงาน ก.ล.ต.

และตลาดหลักทรัพย์ฯ

- จัดเตรียมข้อมูลและเอกสาร เพื่อยื่นคำขออนุญาตต่อสำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์

2.2.2.2 ช่วง 1 - 2 เดือน ก่อนยื่นคำขอ

- แปรสภาพบริษัทเป็นบริษัทมหาชน และจัดตั้งกองทุน

สำรองเลี้ยงชีพ

- ร่วมวางแผนกำหนดการที่สำคัญ เช่น การตรวจ Working paper ของ FA / Auditor การเยี่ยมชมกิจการและตอบข้อซักถามของสำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์

- จัดเตรียมเอกสารสำหรับยื่นต่อสำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์

2.2.2.3 ช่วงยื่นคำขอ

ยื่นคำขอเสนอขายหุ้น IPO ต่อสำนักงาน ก.ล.ต. และยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ พร้อมเตรียมการเรื่องการเชื่อมขมกิจการ และตอบข้อซักถามของสำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์

2.2.3 ขั้นตอนที่ 3 การตรวจสอบข้อมูลและพิจารณาอนุมัติ (120 วัน + 45 วัน)

- สำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ตรวจสอบข้อมูลเชื่อมขมกิจการ สัมภาษณ์ผู้บริหารและคณะกรรมการตรวจสอบและพิจารณาข้อมูลเพื่ออนุมัติ
- วางแผนและศึกษาการกำหนดราคาและจัดจำหน่ายหุ้น
- จัดเตรียมแผนประชาสัมพันธ์

2.2.4 ขั้นตอนที่ 4 การเสนอขายและการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (6 เดือน + 6 เดือน)

- แต่งตั้งนายทะเบียนหลักทรัพย์
- แต่งตั้งผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย (underwriter)
- ให้ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนก่อนเสนอขาย
- เสนอขายหุ้นแก่ประชาชน
- จดทะเบียนและเริ่มซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ (1st Trading Day)

Day)

ทั้งนี้ เพื่อเป็นการปกป้องตลาดทุนและนักลงทุน ก.ล.ต. ได้กำหนดเงื่อนไข (Greenshoe Option) เข้าไปในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ได้ ในกรณีที่หากมีความจำเป็นในกรณีที่คาดว่า เมื่อทำการซื้อขายวันแรกแล้วมีการเปลี่ยนแปลงของราคาตลาดมาก เพื่อให้ราคามีเสถียรภาพ ซึ่ง Greenshoe Option คือ การจัดสรรหุ้นส่วนเกินที่มากกว่าที่ต้องการจัดจำหน่าย ซึ่งผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) จะทำการยืมหุ้นส่วนเกินที่บริษัทต้องการนำเสนอขายไปจัดสรรให้แก่ผู้ลงทุนตามความต้องการ ซึ่งมีข้อที่ต้องปฏิบัติดังนี้ หุ้นส่วนเกินดังกล่าวต้องไม่เกิน 15% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดที่เสนอขาย และต้องได้รับอนุมัติจากสำนักงาน ก.ล.ต. และทางผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ต้องทำการส่งคืนหุ้นที่ได้ทำการจัดสรรเพิ่มเติมให้แก่ผู้ลงทุนนั้น ส่งคืนในภายหลังตามที่กำหนดหลังจากหุ้นดังกล่าวได้ทำการเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แล้ว ประโยชน์คือช่วยสร้างเสถียรภาพให้แก่ราคาหุ้น IPO ในช่วงแรก โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากหลักทรัพย์นั้นมีราคาซื้อขายในวันแรกต่ำกว่าราคาจอง IPO ผู้จัด

จำหน่ายหลักทรัพย์สามารถนำหุ้นส่วนเกินมาใช้เป็นเครื่องมือพยุงราคาหุ้นไม่ให้ตกลงไปมาก และลดความไม่พอใจกับนักลงทุนที่จองหุ้นในราคา IPO ที่สูงกว่าไว้

FA AUDITOR INTERNAL AUDITOR ที่ปรึกษากฎหมาย ผู้ประเมิน มูลค่าทรัพย์สิน	FA AUDITOR ที่ปรึกษากฎหมาย SEC SET	FA AUDITOR SEC SET	SEC SET	FA UNDERWRITER	SET TSD
12-24 เดือน		120 วัน	45 วัน	6 + 6 เดือน	
พ.ร.บ. อำนวยความสะดวก					
1	2	3	4	5	6
การเตรียมความพร้อม 1. ปรับโครงสร้างกลุ่มบริษัท 2. จัดเตรียม ประเมิน และแก้ไข ระบบควบคุมภายใน 3. จัดเตรียมงบการเงิน 4. แต่งตั้งคณะกรรมการ ตรวจสอบ	การเตรียมการเพื่อยื่น Filing 1. Pre consult กับ SEC และ SET 2. แปลสภาพเป็นบริษัท มหาชน 3. ยื่นคำขอ + Filing ต่อ SEC และ SET	การตรวจสอบข้อมูล 1. ตรวจสอบกระดาษกำกับ / สืบค้น FA และ Auditor 2. เยี่ยมชมกิจการ 3. สืบค้นผู้บริหารและ คณะกรรมการตรวจสอบ 4. ส่งข้อมูลเพิ่มเติม	การพิจารณา อนุมัติ	การกำหนดราคา 1. Roadshow 2. Bookbuilding	การเสนอขาย การกระจายหุ้น และการจดทะเบียน รับหลักทรัพย์ <div style="background-color: orange; color: white; padding: 2px; text-align: center; font-weight: bold;">FIRST TRADING DAY</div>

ภาพที่ 2.2 ขั้นตอนและผู้ที่เกี่ยวข้องในการเข้าจดทะเบียน

ที่มา: SET and mai IPO and listing guide (2018), สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SEC) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

บทที่ 3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

3.1 ทฤษฎี

3.1.1 ทฤษฎีอัตราผลตอบแทนแรกเริ่ม (Initial Public Offering Underpricing / IPO Underpricing)

IPO Underpricing หรือราคาต่ำกว่ามูลค่า คือราคาที่ผลตอบแทนของหุ้นเสนอขายครั้งแรก ณ ราคาที่ปิดตลาดซื้อขายในตลาดรอง (Exchange) มีราคาปิดที่สูงกว่าราคาเสนอขายหุ้นเสนอขายครั้งแรก ราคาหุ้นที่เกิด Underpricing นั้นอาจเกิดจากสาเหตุที่วณิชธนกิจ (Investment Banking) ได้ทำการประเมินมูลค่าของบริษัทต่ำกว่าความเป็นจริง หรืออาจสามารถเกิดได้จากการที่บริษัทผู้ออกเสนอขายหุ้นแก่สาธารณะชนเป็นครั้งแรกเลือกเสนอขายราคาหุ้นในราคาที่ต่ำ เพื่อทำการจูงใจและสร้างผลตอบแทนให้แก่นักลงทุนในระยะเวลายสั้น

คำอธิบายข้างต้นสอดคล้องกับงานวิจัยของ Brav, Alon and Lehavy (2003) ที่พบว่าที่ปรึกษาทางการเงินหรือผู้จัดทำกรเสนอขายหุ้นเสนอขายครั้งแรก มักมีการตั้งราคาเสนอขายที่ต่ำกว่ามูลค่าหรือให้ส่วนลดแก่นักลงทุนเพื่อเป็นการสร้างผลตอบแทนให้แก่นักลงทุนที่ได้ทำการซื้อหุ้นเสนอขายครั้งแรกของบริษัท จากการศึกษาของ Biais, Bossaerts, and Rochet (2002) ได้และพบว่าการตั้งราคา underpricing อาจเป็นการร่วมมือกันระหว่างวณิชธนกิจและนักลงทุนสถาบันหรือรายใหญ่ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ส่วนลดราคาจากการที่มีการแลกเปลี่ยนข้อมูลวัตถุประสงค์การซื้อขายระหว่างวณิชธนกิจและนักลงทุนรายใหญ่ ซึ่งทำให้สามารถสร้างผลตอบแทนระยะสั้นแก่นักลงทุนเหล่านี้ได้

3.1.2 ทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information theory)

ทฤษฎีสมมาตรของข้อมูลหรือทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารที่ได้รับของแต่ละฝ่ายในตลาดนั้น Rock (1986) ได้ทำการศึกษาว่าเหตุใดหุ้นเสนอขายครั้งแรกจึงเกิดการกำหนดราคาต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) และได้พบว่าสาเหตุเกิดมาจากความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) คือการที่ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งที่มีข้อมูลเหนือกว่าอีกฝ่าย หรือการที่ผู้ซื้อและผู้ขายมีข้อมูลที่ไม่เท่ากัน อาทิเช่น ผู้ขายหลักทรัพย์ (บริษัทเจ้าของหลักทรัพย์และวณิชธนกิจ) ที่มีข้อมูล

ของตัวบริษัทหลักทรัพย์เองมากกว่าผู้ซื้อ (นักลงทุน) ซึ่งไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าของหุ้นที่แท้จริงเท่ากับคนขาย ทำให้แต่ละฝ่ายเกิดความได้เปรียบเสียเปรียบในด้านข้อมูล จึงเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลขึ้น หรือกล่าวได้ว่าผู้ซื้อหรือนักลงทุนประเภทที่ได้รับความรู้จะเลือกลงทุนในหุ้นเสนอขายครั้งแรกที่ต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) ส่วนนักลงทุนประเภทที่ไม่ได้รับความรู้จะเลือกลงทุนในหุ้นเสนอขายครั้งแรกที่สูงกว่ามูลค่า (Overpricing) ดังนั้นเพื่อลดความไม่สมมาตรของข้อมูลผู้จัดจำหน่ายจึงเลือกลดราคาของหุ้นเสนอขายครั้งแรกให้ต่ำกว่ามูลค่าที่ได้ทำการประเมินเพื่อเป็นการจูงใจนักลงทุนให้ทำการซื้อหุ้นเสนอขายครั้งแรกและเป็นการทดแทนจากความเสี่ยงของการได้รับข้อมูลที่ไม่มีเพียงพอ จึงเป็นเหตุให้หุ้นเสนอขายครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing)

3.1.3 ทฤษฎี Ownership and Control

Alavi, Kien and Pham (2007) ได้ทำการศึกษาและพบว่าสัดส่วนโครงสร้างการถือหุ้นก่อนการเสนอขายครั้งแรกนั้นเป็นปัจจัยที่สำคัญต่อการพิจารณาการขายหุ้นเสนอขายครั้งแรก เนื่องจากมีผลต่อการพิจารณาในเรื่องต่าง ๆ อาทิเช่น โอกาสการสูญเสียการควบคุมหากมีการขายสัดส่วนหุ้นเดิมในจำนวนมาก หรือโอกาสสูญเสียความมั่งคั่งจากการถือครองหุ้นหากมีการนำเสนอขายหุ้นสู่สาธารณชน (สัดส่วนการถือครองหุ้นลดลง)

Jinying and Goergen (2001) ได้ทำการศึกษาและพบว่าบริษัทที่มีแผนการเสนอขายหุ้นครั้งแรกสำหรับบริษัทที่มีขนาดใหญ่และอยู่ในช่วงธุรกิจที่อิ่มตัว ผู้ถือหุ้นเดิมมักมีสัดส่วนการถือครองหุ้นหลังจากการเสนอขายหุ้นเสนอขายครั้งแรก ในสัดส่วนที่ค่อนข้างมาก อันเนื่องมาจากธุรกิจขนาดใหญ่หรืออยู่ในช่วงอิ่มตัวมักจะมีโอกาสการเติบโตที่น้อยและมีความมั่นคงสูงจึงไม่จำเป็นต้องทำการเสนอขายสัดส่วนหุ้นสามัญแก่นักลงทุนในจำนวนมาก ในทางตรงกันข้ามบริษัทที่มีขนาดเล็กและอยู่ในช่วงธุรกิจที่เติบโตจะมีสัดส่วนการถือหุ้นจากนักลงทุนรายย่อยหลายๆ ราย อาจเนื่องมาจากธุรกิจมีความต้องการใช้เงินทุนเพื่อนำมาขยายกิจการส่งผลให้จำเป็นต้องขายสัดส่วนหุ้นเดิมที่ถืออยู่ให้แก่ นักลงทุนรายใหม่ รวมถึงอาจเป็นความต้องการของเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นเดิมที่มีความต้องการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อทำการขายทำกำไร (Exit Strategy) ด้วยเหตุนี้ทำให้นักลงทุนตระหนักจากความเสี่ยงเรื่องผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นเดิมที่เกิดขึ้น จึงต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยงมากขึ้นหากผู้บริหารเลือกการขายทำกำไร ดังนั้น จึงเสนอขายราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าเพื่อเป็นการสร้างแรงจูงใจให้นักลงทุนรวมถึงสามารถสร้างผลตอบแทนในระยะสั้นแก่นักลงทุนได้

3.1.4 ทฤษฎี Bookbuilding

Cornelli and Goldreich (2001) ได้ทำการศึกษาเพื่อหาเหตุผลแก่การเสนอขายหุ้นครั้งแรกแบบ Bookbuilding และได้พบว่าวาณิชธนกิจมักจะให้ความสำคัญแก่นักลงทุนผู้ที่เสนอราคาที่ให้ข้อมูลหรือวัตถุประสงค์ในการลงทุนที่ชัดเจนและเจาะจงแก่ผู้จัดจำหน่าย (Underwriter) อาทิเช่น ข้อมูลสาเหตุการลงทุน ระยะเวลาในการลงทุน เป็นต้น มากกว่านักลงทุนประเภทที่ให้ข้อมูลเฉพาะเพียงจำนวนหุ้นที่สนใจจะลงทุนเท่านั้น และนอกจากนี้นักลงทุนผู้แสดงความสนใจในการลงทุนในจำนวนที่สูงถึงขนาดเกินสัดส่วนการจอง (Oversubscribe) ก็มีส่วนสำคัญต่อการกำหนดราคา มากไปกว่านั้น หากเป็นกลุ่มนักลงทุนประเภทบริษัทประกันภัยหรือกองทุนบำเหน็จ บำนาญ ก็มักจะมีผลสำคัญต่อราคาที่เสนอขายอันเนื่องมาจากกลุ่มนักลงทุนเหล่านี้เป็นผู้ลงทุนในระยะยาว จึงส่งผลให้วาณิชธนกิจทำการเสนอราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าตลาด (IPO Underpricing) เพื่อเป็นการมอบส่วนลดราคา รวมถึงการสร้างผลตอบแทนระยะสั้น ให้แก่นักลงทุนอันเนื่องมาจากการได้รับแลกเปลี่ยนข้อมูลจากนักลงทุนรายใหญ่

3.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ (Empirical Studies)

3.2.1 งานวิจัยศึกษาจากประเทศที่พัฒนาแล้ว (Developed Market)

จากงานวิจัยเกี่ยวกับ IPO Underpricing อาทิเช่น Rosenboom (2012) ได้ทำการศึกษาการประเมินมูลค่าและการกำหนดราคาเสนอขายหุ้นเสนอขายครั้งแรก (Valuing and pricing IPOs) โดยเป็นการเก็บรวบรวมข้อมูลจำนวน 228 บริษัทจากมูลค่าเพื่อเสนอขายหลักทรัพย์หุ้นเสนอขายครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ประเทศฝรั่งเศสเพื่อศึกษาหาปัจจัยที่สำคัญในการประเมินมูลค่าและกำหนดราคาเสนอขายหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรก ส่วนลดที่เสนอให้กับนักลงทุน รวมไปถึงการศึกษากำหนดราคาเสนอขายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าในวันแรกของการซื้อขายและวันที่ 10 หลังจากการซื้อขายวันแรก ซึ่งจากการศึกษาพบว่า การกำหนดราคาเสนอขายครั้งแรก เป็นการกำหนดราคาโดยการให้ส่วนลดจากราคามูลค่าที่แท้จริงของตลาด โดยใช้วิธี Multiple Valuation เป็นหลักในการประเมินถึง 87.28% ปัจจัยที่ส่งผลต่อส่วนลดได้แก่ อัตราการทำกำไรของบริษัทและชื่อเสียงของวาณิชธนกิจ ส่วนปัจจัยที่ก่อให้เกิดการเสนอขายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าได้แก่อายุของกิจการ

Ritter (1991) ได้ทำการศึกษาบริษัทที่ทำการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณะชนเป็นครั้งแรกในสหรัฐอเมริกาจำนวน 1,526 บริษัท ในช่วงระหว่างปี ค.ศ. 1975-1984 พบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นเดิมที่จำหน่ายออกมามากหลังทำการเสนอขายครั้งแรก (สัดส่วนการถือครองจะลดลง) นักลงทุนมัก

ต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น จึงต้องเสนอส่วนลดแก่นักลงทุนโดยขายให้ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ส่งผลให้เกิดการขายหุ้นครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) เพื่อที่สามารถสร้างผลตอบแทนระยะสั้น จึงส่งผลให้ราคาปิดหลังวันซื้อขายวันแรกสูงกว่าราคาเสนอขายครั้งแรก

Reilly and Brown (1999) ได้ทำการศึกษาและพบว่าบริษัทที่ทำการเสนอขายแก่สาธารณะชนเป็นครั้งแรก ที่มีอายุกิจการหรือมีชื่อเสียงความนิยมของธุรกิจน้อยในอุตสาหกรรมนั้น ๆ (อายุกิจการน้อยหรือบริษัทตั้งมาได้ไม่นาน) รวมถึงธุรกิจที่มีการเปลี่ยนแปลงกลยุทธ์การดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ มักจะส่งผลให้นักลงทุนเข้าถึงข้อมูลที่สำคัญของธุรกิจหรือข้อมูลที่สามารถหาได้ในสาธารณะได้น้อย จึงต้องเสนอส่วนชดเชยความเสี่ยงให้นักลงทุน อันเนื่องมาจากความไม่สมมาตรของข้อมูล ทำให้ราคาเสนอขาย (IPO Price) ต้องลดลงจากมูลค่าที่แท้จริง ส่งผลให้เกิดการขายหุ้นครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing)

Carter & Manaster (1990) ได้ทำการศึกษาผลตอบแทนจากการจองซื้อหุ้นเสนอขายครั้งแรก เปรียบเทียบระหว่างนักลงทุนที่ได้รับข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทที่จะทำการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณะชนเป็นครั้งแรก ทั้งการศึกษาหาข้อมูลเองของนักลงทุน หรือได้รับข้อมูลจากภายใน (Insider) รวมทั้งข้อมูลที่ได้รับจากผู้จัดจำหน่าย (Underwriter) กับนักลงทุนที่ไม่ได้รับข้อมูลเพียงพอหรือมีข้อมูลเพียงผิวเผินเท่านั้น โดยข้อมูลศึกษาตัวอย่างรวบรวมจากบริษัทที่ทำการเสนอขายแก่สาธารณะชนเป็นครั้งแรกในตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกา ระหว่างวันที่ 1 มกราคม 1979 – 1983 จำนวนทั้งหมด 501 บริษัท ซึ่งจากการศึกษาพบว่าผู้ที่จัดจำหน่ายที่มีชื่อเสียงได้ทำการเลือกวิเคราะห์และประเมินมูลค่าของกิจการบนราคายุติธรรมและเหมาะสม เพื่อต้องการรักษาระดับชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จึงมีผลทำให้เกิดความน่าเชื่อถือส่งผลให้นักลงทุนตัดสินใจได้แม่นยำขึ้นและมีราคาจำหน่ายที่สูงขึ้น ก่อให้เกิดการจำหน่ายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าที่ลดลง

Rosenboom (2012) ได้ทำการศึกษาหาปัจจัยในการกำหนดราคาหุ้นเสนอขายครั้งแรกของผู้จัดจำหน่าย โดยข้อมูลศึกษาตัวอย่างรวบรวมจากบริษัทก่อนทำการเสนอขายหุ้นในตลาดรอง (Stock Exchange) จำนวน 228 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ NYSE Euronext Paris ช่วงระหว่างปี 1990-1999 พบว่า ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ (PPE) มีผลต่อการกำหนดราคาซื้อขาย โดยหากสัดส่วนของที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ของกิจการเพิ่มขึ้น เป็นสัญญาณเชิงบวกว่าฝ่ายบริหารของกิจการนั้นจะนำเงินไปลงทุนต่อในระยะยาวเพื่อก่อให้เกิดกำไรแก่กิจการหลังจากการลงทุน ทำให้นักลงทุนเกิดความเชื่อมั่นและมีความต้องการลงทุนในกิจการนั้น และกำหนดราคาเสนอขายในราคาที่สูงได้ ส่งผลให้เกิดการจำหน่ายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าลดลง นอกจากนี้ในส่วนของผลตอบแทนและสภาวะความผันผวนของตลาด (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) ก็มีผลต่อทิศทางความเชื่อมั่นของ

นักลงทุนในการลงทุนในช่วงนั้น ๆ บ่งบอกถึงโอกาสในการทำกำไรและบอกถึงสถานะตลาด หากอยู่ในช่วงที่ดี จะมีโอกาสทำกำไรที่มากกว่า

3.2.2 งานวิจัยศึกษาจากประเทศกำลังพัฒนา (Emerging Market)

Chahine & Tohme (2009) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยการออกเสนอขายหุ้น ในกลุ่มประเทศตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ ระหว่าง มกราคม 2000 - กรกฎาคม 2007 จำนวน 127 บริษัท พบว่า หากมีสัดส่วนการขายหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทก่อนการเสนอขายครั้งแรกสูง (ผู้ถือหุ้นเดิมขายหุ้นออกมามาก) ทำให้ก่อให้เกิดความกังวลของนักลงทุนที่มองว่าผู้ถือหุ้นเดิมอาจไม่มีความตั้งใจในการบริหารหรือดำเนินกิจการต่อ (Exit Strategy) เพียงต้องการที่จะทำการขายสัดส่วนหุ้นออกเพื่อมาสร้างกำไร หรือคาดการณ์ผลประโยชน์ในอนาคตอาจไม่ได้ดีอีกต่อไป จึงต้องให้ส่วนลดกับนักลงทุนเพื่อจูงใจ ส่งผลให้เกิดการจำหน่ายหุ้นที่ต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing)

Lizinska & Czapiewski (2014) ได้ทำการศึกษาอิทธิพลของขนาดกิจการของบริษัท หลังจากทำการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณะชนเป็นครั้งแรก โดยข้อมูลศึกษารวบรวมจากบริษัทที่ทำการเสนอขายหุ้นครั้งแรกในตลาดหุ้น Warsaw Stock Exchange ระหว่างช่วงปี 2004-2009 ซึ่งจากการศึกษาพบว่าขนาดของกิจการ (สินทรัพย์) ที่มีขนาดใหญ่ที่มักจะมีผลประโยชน์ที่ดี มีชื่อเสียงเป็นที่สนใจต่อนักลงทุน เพราะบริษัทสามารถนำเงินทุนไปขยายธุรกิจส่งผลให้บริษัทเกิดการขยายกิจการเพิ่มขึ้น จึงสามารถจำหน่ายหุ้นในราคาที่สูงได้ ทำให้เกิดการจำหน่ายหุ้นต่ำกว่ามูลค่าลดลง

Razafindrambinina & Kwan (2013) ได้ทำการศึกษาอิทธิพลของชื่อเสียงผู้ตรวจสอบบัญชี และสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ต่อการเกิด IPO Underpricing โดยข้อมูลศึกษาตัวอย่างรวบรวมจากบริษัทที่ทำการเสนอขายหุ้นครั้งแรก ในตลาดหุ้นอินโดนีเซีย (IDX) ระหว่างช่วงปี 2004-2009 ซึ่งจากการศึกษาพบว่าชื่อเสียงผู้ตรวจสอบบัญชี เป็นปัจจัยที่กำหนดให้ราคาเสนอขายต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) ลดลง อันเนื่องมาจากนักลงทุนในประเทศอินโดนีเซียมักมีความรู้และความเข้าใจต่อข้อมูลของหุ้นที่จดทะเบียนซื้อขายในตลาดอินโดนีเซียน้อย การที่ผู้ตรวจสอบบัญชีมีชื่อเสียงเป็นการส่งสัญญาณให้เกิดความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนว่ากิจการมีความน่าเชื่อถือ ทำให้นักลงทุนมีความต้องการเข้าลงทุนในกิจการ สามารถทำให้ราคาเสนอขาย (IPO Price) นั้นสูงขึ้นได้ และปัจจัยสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นปัจจัยในทิศทางตรงกันข้ามกับผู้สอบบัญชี เนื่องจากสัดส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้น นักลงทุนมองว่าเป็นความเสี่ยงหนึ่งที่จะกระทบต่อการลงทุนจึงต้องการส่วนลดและราคาที่ต่ำลง ทำให้เกิดการเสนอขายต่ำกว่ามูลค่า

เกร์ อิชยพฤกษ์, เสาวภาคย์ ดิยั้ง และ อลิสรา มณีโชติ (2560) ทำการวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบต่อ การตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ระหว่างปี 2007 ถึง 2016 พบว่า ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อ การตั้งราคา เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าได้แก่ สัดส่วนของหุ้นเพิ่มทุนเสนอขายครั้งแรกที่ออกจำหน่าย หากสัดส่วนหุ้นเสนอขายครั้งแรกมีสัดส่วนที่น้อย จะเสนอขายในราคาที่สูงเนื่องจาก นักลงทุนมองว่า มีความน่าเชื่อมั่นแก่บริษัทที่สัดส่วนผู้ถือหุ้นเดิม ไม่มีการนำออกมาจำหน่ายในปริมาณที่สูงและ มีความตั้งใจที่จะบริหารต่อหลังจากได้รับเงินระดมทุนจากการเสนอขายหุ้นครั้งแรก ดังนั้น สัดส่วน ของหุ้นเพิ่มทุนเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นทั้งหมดหากมีสัดส่วนที่ต่ำ สามารถลดการเกิดการเสนอขาย ต่ำกว่ามูลค่าได้

รักชนก ลำเนียงล้ำ (2563) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2014-2018 พบว่า ที่ปรึกษาทางการเงินและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อการส่งผลการกำหนด ราคาหลักทรัพย์หากมีที่ปรึกษาทางการเงินที่ดีมีคุณภาพจะสร้างความน่าเชื่อถือให้กับบริษัท ผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ และมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหุ้นที่สามารถสร้างผลตอบแทนระยะสั้น แก่นักลงทุนได้ อันเนื่องมาจากการที่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงจะวิเคราะห์และประเมินมูลค่าของ ราคาเสนอขายบนราคาที่เหมาะสม และต้องการรักษาลูกค้าเอาไว้ด้วยเช่นกัน โดยเมื่อทำการเสนอขาย ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มักเชิญนักลงทุนลูกค้ารายใหญ่ที่เป็นลูกค้าประจำมาให้ข้อมูลความต้องการ ซื้อหุ้น เพื่อกำหนดทิศทางของราคาเสนอขาย ดังนั้นจึงเลือกกำหนดราคาในการจำหน่ายให้เหมาะสม และมีส่วนลดให้นักลงทุนที่เป็นลูกค้าด้วย จึงส่งผลให้เกิดการจำหน่ายต่ำกว่ามูลค่า

พิมพ์ิศา พรหมมา (2561) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคา หลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ของประเทศไทยระหว่างปี 2012-2016 โดยพบว่าอัตราการกำไรของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนด ราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรก เนื่องจากนักลงทุนจะมั่นใจและเลือกลงทุนในบริษัทที่มี อัตรากำไรที่ดี จากการบริหารต้นทุน ค่าใช้จ่ายได้ดี จึงคาดการณ์ว่าในอนาคตจะสามารถทำได้ดียิ่งขึ้น และเป็นข้อมูลที่สามารถึงเข้าถึงได้ง่ายจึงเป็นที่สนใจแก่นักลงทุน ทำให้การกำหนดราคาเสนอขาย (IPO Price) ในราคาที่สูงได้ ส่งผลให้ลดการเกิดการจำหน่ายต่ำกว่ามูลค่า

ตารางที่ 3.1 บทสรุปการศึกษาเชิงประจักษ์ (Empirical Studies)

งานวิจัยศึกษาจากประเทศที่พัฒนาแล้ว (Developed Market)		
ผู้วิจัย	หัวข้อการศึกษา	ผลการวิจัย
Rosenboom (2012)	การศึกษาการประเมินมูลค่าและการกำหนดราคาเสนอขายหุ้นเสนอขายครั้งแรก	การกำหนดราคาเสนอขายครั้งแรก เป็นการกำหนดราคาโดยการให้ส่วนลดจากราคามูลค่าที่แท้จริงของตลาด โดยใช้วิธี Multiple Valuation เป็นหลักในการประเมินถึง 87.28% ปัจจัยที่ส่งผลต่อส่วนลดได้แก่ อัตราการทำกำไรของบริษัทและชื่อเสียงของวาณิชธนกิจ ส่วนปัจจัยที่ก่อให้เกิดการเสนอขายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าได้แก่อายุของกิจการ
Ritter (1991)	การเสนอขายหุ้นแก่สาธารณะชนครั้งแรก	หากบริษัทที่มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นเดิมที่จำหน่ายออกมามากหลังทำการเสนอขายครั้งแรก นักลงทุนมักต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น บริษัทที่เสนอขายจึงต้องเสนอส่วนลดแก่นักลงทุน โดยขายให้ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ส่งผลให้เกิดการขายหุ้นครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) เพื่อที่สามารถสร้างผลตอบแทนระยะสั้น และทำให้ผลให้ราคาปิดหลังวันซื้อขายวันแรกสูงกว่าราคาเสนอขายครั้งแรก
Reilly and Brown (1999)	ศึกษาอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหุ้นเสนอขายครั้งแรก จากอายุของกิจการ	อายุกิจการหรือมีชื่อเสียงความนิยมของธุรกิจน้อยในอุตสาหกรรมนั้น ๆ รวมถึงธุรกิจที่มีการเปลี่ยนแปลงกลยุทธ์การดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ มักจะส่งผลให้นักลงทุนเข้าถึงข้อมูลที่สำคัญของธุรกิจหรือข้อมูลที่สามารถหาได้ในสาธารณะได้น้อย จึงต้องเสนอส่วนชดเชยความเสี่ยงให้นักลงทุน อันเนื่องจากความไม่สมมาตรของข้อมูล ทำให้ราคาเสนอขาย (IPO Price) ต้องลดลงจากราคามูลค่าที่แท้จริง ส่งผลให้เกิดการขายหุ้นครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing)

ตารางที่ 3.1 บทสรุปการศึกษาเชิงประจักษ์ (Empirical Studies) (ต่อ)

งานวิจัยศึกษาจากประเทศที่พัฒนาแล้ว (Developed Market)		
ผู้วิจัย	หัวข้อการศึกษา	ผลการวิจัย
Carter & Manaster (1990)	ศึกษาผลตอบแทนจากการซื้อหุ้น เสนอขายครั้งแรก เปรียบเทียบระหว่าง นักลงทุนที่ได้รับข้อมูลกับนักลงทุนที่ ไม่ได้รับข้อมูลหรือรับข้อมูลเพียง เล็กน้อยของกิจการที่ทำการเสนอขาย	ผู้จัดจำหน่ายที่มีชื่อเสียง ได้ทำการเลือกวิเคราะห์และประเมินมูลค่าของกิจการบนราคายุติธรรม และเหมาะสม เพื่อต้องการรักษาระดับชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ชื่อเสียงของผู้จัด จำหน่ายหลักทรัพย์จึงมีผลทำให้เกิดความน่าเชื่อถือส่งผลให้นักลงทุนตัดสินใจได้แม่นยำขึ้น และมีราคาจำหน่ายที่สูงขึ้น ก่อให้เกิดการจำหน่ายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าที่ลดลง
Rosenboom (2012)	ศึกษาอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหุ้น เสนอขายครั้งแรก จากสัดส่วน ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ (PPE)	หากสัดส่วนของที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ของกิจการเพิ่มขึ้น เป็นสัญญาณเชิงบวกทำให้นักลงทุน เกิดความเชื่อมั่นและมีความต้องการลงทุนในกิจการนั้น และกำหนดราคาเสนอขายในราคาที่สูง สูงได้ ส่งผลให้เกิดการจำหน่ายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าลดลง นอกจากนี้ในส่วนของผลตอบแทน และสภาวะความผันผวนของตลาด (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) ก็มีผลต่อทิศทางการเชื่อมั่น ของนักลงทุนในการลงทุนในช่วงนั้น ๆ บ่งบอกถึงโอกาสในการทำกำไรและบอกถึงสภาวะตลาด หากอยู่ในช่วงที่ดี จะมีโอกาสทำกำไรที่มากกว่า
Chahine & Tohme (2009)	ศึกษาปัจจัยต่อการกำหนดราคาเสนอ ขายหุ้นในกลุ่มประเทศตะวันออก กลางและแอฟริกาเหนือ	หากมีสัดส่วนการขายหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทก่อนการเสนอขาย ครั้งแรกสูง (ผู้ถือหุ้นเดิมขายหุ้นออกมาจำนวนมาก) ทำให้ก่อให้เกิดความกังวลของนักลงทุน ที่มองว่าผู้ถือหุ้นเดิมอาจไม่มีความตั้งใจในการบริหารหรือดำเนินกิจการต่อ (Exit Strategy) เพียงต้องการที่จะทำการขายสัดส่วนหุ้นออกมาเพื่อมาสร้างกำไร หรือคาดการณ์ผลประกอบการ

ตารางที่ 3.1 บทสรุปการศึกษาเชิงประจักษ์ (Empirical Studies) (ต่อ)

งานวิจัยศึกษาจากประเทศที่พัฒนาแล้ว (Developed Market)		
ผู้วิจัย	หัวข้อการศึกษา	ผลการวิจัย
		ในอนาคตอาจไม่ได้ดีอีกต่อไป จึงต้องให้ส่วนลดกับนักลงทุนเพื่อจูงใจ ส่งผลให้เกิดการจำหน่ายหุ้นที่ต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing)
Lizinska and Czapiewski (2014)	ศึกษาอิทธิพลของขนาดกิจการของบริษัทหลังจากทำการเสนอขายหุ้นแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก	โดยข้อมูลศึกษารวบรวมจากบริษัทที่ทำการเสนอขายหุ้นครั้งแรกในตลาดหุ้น Warsaw Stock Exchange ระหว่างช่วงปี 2004-2009 ซึ่งจากการศึกษาพบว่าขนาดของกิจการ (สินทรัพย์) ที่มีขนาดใหญ่จะมีผลประกอบการที่ดี มีชื่อเสียง เป็นที่สนใจต่อนักลงทุน เพราะบริษัทสามารถนำเงินทุนไปขยายธุรกิจส่งผลให้บริษัทเกิดการขยายกิจการเพิ่มขึ้น จึงสามารถจำหน่ายหุ้นในราคาที่สูงได้ ทำให้เกิดการจำหน่ายหุ้นต่ำกว่ามูลค่าลดลง
Razafindrambinina and Kwan (2013)	ศึกษาอิทธิพลของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และชื่อเสียงผู้ตรวจสอบบัญชีต่อราคาหุ้น IPO Underpricing	ชื่อเสียงผู้ตรวจสอบบัญชี เป็นปัจจัยที่กำหนดให้ราคาเสนอขายต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) ลดลง อันเนื่องมาจากนักลงทุนในประเทศอินโดนีเซียมักมีความรู้และความเข้าใจต่อข้อมูลของหุ้นที่จดทะเบียนซื้อขายในตลาดอินโดนีเซียน้อย การที่ผู้ตรวจสอบบัญชีมีชื่อเสียง เป็นการส่งสัญญาณให้เกิดความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนว่ากิจการมีความน่าเชื่อถือ ทำให้นักลงทุนมีความต้องการเข้าลงทุนในกิจการ สามารถทำให้ราคาเสนอขาย (IPO Price) นั้นสูงขึ้นได้ และปัจจัยสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นปัจจัยในทิศทางตรงกันข้ามกับผู้สอบบัญชี เนื่องจาก สัดส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้น นักลงทุนมองว่าเป็นความเสี่ยงหนึ่งที่จะมากระทบต่อการลงทุนจึงต้องการส่วนลดชดเชยและราคาที่ต่ำลง ทำให้เกิดการเสนอขายต่ำกว่ามูลค่า

ตารางที่ 3.1 บทสรุปการศึกษาเชิงประจักษ์ (Empirical Studies) (ต่อ)

งานวิจัยศึกษาจากประเทศที่พัฒนาแล้ว (Developed Market)		
ผู้วิจัย	หัวข้อการศึกษา	ผลการวิจัย
เกรรี อิชยพฤกษ์, เสาวภาคย์ ดิยั้ง และ อลิศรา มณีโชติ (2560)	ศึกษาปัจจัยที่มีต่อการตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ระหว่างปี 2007 ถึง 2016	สัดส่วนของหุ้นเพิ่มทุนเสนอขายครั้งแรกที่ออกจำหน่าย หากสัดส่วนหุ้นเสนอขายครั้งแรกมีสัดส่วนที่น้อย จะเสนอขายในราคาที่สูงเนื่องจาก นักลงทุนมองว่ามีความน่าเชื่อถือแก่บริษัทที่สัดส่วนผู้ถือหุ้นเดิมไม่มีการนำออกจำหน่ายในปริมาณที่สูงและมีความตั้งใจที่จะบริหารต่อ หลังจากได้รับเงินระดมทุนจากการเสนอขายหุ้นครั้งแรก ดังนั้น สัดส่วนของหุ้นเพิ่มทุนเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นทั้งหมดหากมีสัดส่วนที่ต่ำ สามารถลดการเกิดการเสนอขายต่ำกว่ามูลค่าได้
รักษนก สำเนียงลำ (2563)	ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2014-2018	ปรึกษาทางการเงินและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อการส่งผลการกำหนดราคาหลักทรัพย์ หากมีที่ปรึกษาทางการเงินที่ดีมีคุณภาพจะสร้างความน่าเชื่อถือให้กับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ และมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหุ้นที่สามารถสร้างผลตอบแทนระยะสั้นแก่นักลงทุนได้ อันเนื่องมาจากการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงจะวิเคราะห์และประเมินมูลค่าของราคาเสนอขายบนราคาที่เหมาะสม และต้องการรักษฐานลูกค้าเอาไว้ด้วยเช่นกัน โดยเมื่อทำการเสนอขาย ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มักเชิญนักลงทุนลูกค้ารายใหญ่ที่เป็นลูกค้าประจำมาให้ข้อมูลความต้องการซื้อหุ้น เพื่อกำหนดทิศทางของราคาเสนอขาย ดังนั้นจึงเลือกกำหนดราคาในการจำหน่ายให้เหมาะสมและมีส่วนลดให้แก่ักลงทุนที่เป็นลูกค้าด้วย จึงส่งผลให้เกิดการจำหน่ายต่ำกว่ามูลค่า

ตารางที่ 3.1 บทสรุปการศึกษาเชิงประจักษ์ (Empirical Studies) (ต่อ)

งานวิจัยศึกษาจากประเทศที่พัฒนาแล้ว (Developed Market)		
ผู้วิจัย	หัวข้อการศึกษา	ผลการวิจัย
พิมพิสา พรหมมา (2561)	ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอของประเทศไทยระหว่างปี 2012-2016	อัตราการกำไรของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรก เนื่องจากนักลงทุนจะมั่นใจและเลือกลงทุนในบริษัทที่มีอัตรากำไรที่ดี จากการบริหารต้นทุนค่าใช้จ่ายได้ดี จึงคาดการณ์ว่าในอนาคตจะสามารถทำได้ดียิ่งขึ้น และเป็นข้อมูลที่สามารถเข้าถึงได้ง่ายจึงเป็นที่สนใจแก่นักลงทุน ทำให้การกำหนดราคาเสนอขาย (IPO Price) ในราคาที่สูงได้ ส่งผลให้ลดการเกิดการจำหน่ายต่ำกว่ามูลค่า

บทที่ 4

ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ

4.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)

ในการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาเสนอขายหลักทรัพย์ของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) การศึกษานี้ใช้การรวบรวมข้อมูลจากหนังสือชี้ชวน (Filing) ของบริษัทที่ได้ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชนซึ่งจัดทำโดยที่ปรึกษาการเงิน (Financial Advisor) ของบริษัท และผู้จัดจำหน่ายของบริษัทหลักทรัพย์ (Underwriter) จากฐานข้อมูลออนไลน์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SEC) ฐานข้อมูลจากเว็บไซต์ SET Smart และฐานข้อมูลจาก Thomson Reuters Eikon

ตารางที่ 4.1 แสดงจำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก มูลค่าระดมทุน มูลค่าเสนอขาย และมูลค่าหลักทรัพย์ ณ ราคา IPO

Year	Number of listed companies					มูลค่าระดมทุน (ล้านบาท)	มูลค่าเสนอขาย (ล้านบาท)	มูลค่าหลักทรัพย์ ณ ราคา IPO (ล้านบาท)
	SET			mai Stock	Total			
	Stock	IFF	FUND/REIT					
2010	4	-	4	7	15	11,975.56	12,587.56	58,332.02
2011	3	-	6	7	16	18,462.99	18,766.70	40,211.65
2012	8	-	6	10	24	52,271.20	52,466.48	101,007.58
2013	13	3	7	15	38	191,599.84	197,057.32	346,505.65
2014	16	-	9	20	45	113,989.95	122,366.92	304,796.99
2015	20	2	6	13	41	130,622.36	143,778.94	289,321.64
2016	10	-	4	13	27	52,657.53	53,257.53	157,766.41
2017	21	1	3	17	42	106,279.62	118,835.79	426,349.09
2018	7	1	3	11	22	81,572.53	84,229.53	183,140.68
2019	11	1	3	17	32	90,838.78	123,731.59	383,749.07
2020	14	1	1	12	28	136,043.88	164,671.63	555,299.12
Total	127	9	52	142	330	986,314.24	1,091,749.99	2,846,479.9

*IFF (Infrastructure Fund) กองทุนรวม โครงสร้างพื้นฐาน; *FUND / REIT (Real Estate Investment Trust) ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

*มูลค่าระดมทุน จำนวนจาก หุ้นสามัญเพิ่มทุนใหม่ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไป และการเสนอขายตามโครงการ ESOP (การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อกรรมการหรือพนักงาน เพื่อสร้างแรงจูงใจให้แก่บุคลากรของบริษัทในการทำงานอย่างมีประสิทธิภาพและสร้างความเจริญเติบโตแก่กิจการ)

*มูลค่าเสนอขาย จำนวนจาก หุ้นสามัญเพิ่มทุนใหม่ หุ้นสามัญเดิม และหุ้นจัดสรรส่วนเกิน (Greenshoe Option คือ การจัดสรรหุ้นส่วนเกินจากจำนวนหุ้นที่ตั้งใจจะเสนอขายให้แก่นักลงทุน โดยการจัดสรรหุ้นส่วนเกินจะทำได้ไม่เกิน 15% ของจำนวนหุ้นที่เสนอขายทั้งหมด) ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไป

*มูลค่าหลักทรัพย์ จำนวนจาก จำนวนหลักทรัพย์จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ และราคาจองซื้อหุ้นเสนอขายครั้งแรก

ตารางที่ 4.2 แสดงจำนวนหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (เฉพาะใน SET และ mai) แยกตามประเภทอุตสาหกรรม (Industry)

Market	Industry	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Total
SET	Agro		1		1	6	3			2	2	1	16
	Consump					2		1	1			1	5
	Fincial	1	1	1	1	2	1		1	1	1	3	13
	Indus	1	1			2	3	2	3	2	1	1	16
	Propcon			3	3	2	4	1	2		1	3	19
	Resourc	1			2	1	4	2	5		1		16
	Service			4	6	1	5	3	8	2	5	4	38
	Tech	1						1	1			1	4
mai	Agro			2		1	1	1	2				7
	Consump		1		2		1	2		1	1		8
	Fincial				1	2		1		1	1		6
	Indus	2	3	3	3	3	2	3	3	2	2	2	28
	Propcon		2	2	1	2	2	2	3	3	6	3	26
	Resourc	1	1	1	2	4	2		1	1	1	1	15
	Service	4		2	5	6	5	1	6	3	3	4	39
	Tech				1	2		3	2		3	2	13
IFF				3		2		1	1	1	1	9	
Fund / REIT	4	6	6	7	9	6	4	3	3	3	1	52	
Total		15	16	24	38	45	41	27	42	22	32	28	330

ในช่วงปี ค.ศ. 2010 ถึง ค.ศ. 2020 มีบริษัทที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์แก่สาธารณชนทั่วไปครั้งแรก สามารถแบ่งแยกตามประเภทของอุตสาหกรรมได้ 8 กลุ่ม จำนวนทั้งสิ้น 242 บริษัทจดทะเบียนจากทั้งหมด 330 บริษัทจดทะเบียน

โดยบริษัทที่คัดออกจำนวน 88 หลักทรัพย์จากจำนวนทั้งหมด 330 หลักทรัพย์ที่จดทะเบียน มีดังนี้

1. หลักทรัพย์ประเภท Infrastructure Fund (IFF) จำนวน 9 หลักทรัพย์ เนื่องจากการดำเนินกิจการการประกอบธุรกิจ และที่มาของรายได้มีลักษณะเฉพาะตัว

2. หลักทรัพย์ประเภท Property fund/Real Estate Investment Trust (Pfund/REIT) จำนวน 52 หลักทรัพย์ เนื่องจากการดำเนินกิจการการประกอบธุรกิจ และที่มาของรายได้มีลักษณะเฉพาะตัว

3. บริษัทจดทะเบียนใน SET ประเภท Stock จำนวน 17 หลักทรัพย์ แบ่งเป็น

- 5 หลักทรัพย์ ที่ใน Filing ไม่ระบุ PE Ratio ของบริษัท
- 4 หลักทรัพย์ ที่ใน Filing ไม่ระบุ PE Ratio คู่เทียบ
- 3 หลักทรัพย์ ที่ใน Filing ไม่ระบุวิธี Valuation
- 2 หลักทรัพย์ ที่ไม่มีข้อมูล ROE รายไตรมาส
- 1 หลักทรัพย์ ที่ใน Filing ไม่ระบุ PBV Ratio คู่เทียบ
- 2 หลักทรัพย์ ที่ในเว็บไซต์ สำนักงาน ก.ล.ต. (SEC) ไม่มีข้อมูลรายงาน

ผลการขาย IPO

4. บริษัทจดทะเบียนใน mai ประเภท Stock จำนวน 10 หลักทรัพย์ แบ่งเป็น

- 1 หลักทรัพย์ ที่ใน Filing ไม่ระบุ PE Ratio ของบริษัท
- 2 หลักทรัพย์ ที่ใน Filing ไม่ระบุ PE Ratio คู่เทียบ
- 1 หลักทรัพย์ ที่ใน Filing ไม่ระบุวิธี Valuation
- 1 หลักทรัพย์ ที่ไม่มีข้อมูล ROE รายไตรมาส
- 1 หลักทรัพย์ ที่ข้อมูลใน Thomson Reuters Eikon ไม่ครบถ้วน
- 4 หลักทรัพย์ ที่ในเว็บไซต์ สำนักงาน ก.ล.ต. (SEC) ไม่มีข้อมูลสรุป

รายงานผลการขาย IPO

รายละเอียดตาม ภาคผนวก ก ตารางหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษาตั้งแต่ปี ค.ศ. 2010 ถึง 2020

สรุปจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา ตามตารางที่ 4.2 ตารางแสดงจำนวนหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษา

ตารางที่ 4.3 แสดงจำนวนหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษา

Year	Number of listed companies		
	SET (Stock)	mai (Stock)	Total
2010	0	4	4
2011	1	6	7
2012	7	10	17
2013	11	14	25
2014	16	19	35
2015	18	13	31
2016	8	13	21
2017	20	14	34
2018	7	11	18
2019	9	16	25
2020	13	12	25
Total	110	132	242

4.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

4.2.1 ตัวแปรตาม (Dependent variables)

4.2.1.1 ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าหลักทรัพย์ (Natural Log of The Market Value : LN_VMARKET)

$$\text{LN_VMARKET} = \text{Ln} (\text{Close Price} \times \text{Number of Shares})$$

LN_VMARKET (Ln ของล้านบาท) เป็นการวัดมูลค่าของหลักทรัพย์ ณ สิ้นวันแรกของการเริ่มซื้อขายในตลาดรอง คำนวณจากราคา ณ สิ้นวันแรกคูณกับจำนวนหุ้นของหลักทรัพย์นั้น ๆ และทำการคิดด้วยลอการิทึมธรรมชาติ

- หมายเหตุ
1. Close Price (บาท) คือ ราคาปิดในตลาดรองวันแรกของหุ้นเสนอขายครั้งแรกแต่ละบริษัท
 2. Number of Shares (หุ้น) คือ จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทหลังทำการเสนอขายครั้งแรก

โดยผู้วิจัยประสงค์ที่จะทราบว่า การประมาณมูลค่าหุ้น (Estimate Value) มีความใกล้เคียงกับมูลค่าของหลักทรัพย์ ณ สิ้นวันแรกของการซื้อขาย (Market Value) หรือไม่ ดังสมการ

$$LN_VMARKET = \beta_0 + \beta_1 \text{Estimate Value} + u$$

โดยผู้วิจัยได้ทำการคำนวณค่าการประมาณมูลค่าหุ้น (Estimate Value) ทั้งสิ้น 5 รูปแบบ ดังนี้

- Estimate Value ด้วยการเทียบเคียงมูลค่าให้บริษัทที่ทำการเสนอขายครั้งแรก มีค่า P/E Ratio หรือ P/BV Ratio เท่ากับบริษัทคู่แข่งหรือบริษัทที่มีลักษณะการทำธุรกิจใกล้เคียงกัน โดยค่า ratio ดังกล่าวได้มาจากหนังสือชี้ชวนของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ เป็นผู้จัดการเทียบเคียง (EST_FA) โดยจากจำนวนข้อมูลตัวอย่างทั้งหมด 242 หลักทรัพย์ แบ่งเป็น ใช้ค่าในการเปรียบเทียบเป็นค่า P/E 236 หลักทรัพย์ และใช้ค่า P/BV จำนวน 6 หลักทรัพย์ มีสมการ ดังนี้

$$EST_FA \text{ (บาท)} = (\text{Comparable firm multiples} \times \text{Shares})$$

- Estimate Value ด้วยการเทียบเคียงให้บริษัทที่ทำการเสนอขายครั้งแรก มีค่า P/E Ratio เท่ากับบริษัทที่อยู่ใน Industry หรือ Sector เดียวกัน (EST_PE_SECTOR) หากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด SET จะใช้หมวดธุรกิจ (Sector) ซึ่งเป็นหมวดย่อยของกลุ่มอุตสาหกรรม แต่หากบริษัทจดทะเบียนในตลาด mai จะใช้กลุ่มอุตสาหกรรม (Industry) โดยคำนวณจากการใช้ค่า P/E เฉลี่ยของ Sector หรือ Industry 20 วัน ก่อน Filing มีผลบังคับใช้ (บาท) x จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทหลังทำการเสนอขายครั้งแรก (หุ้น) มีสมการ ดังนี้

$$EST_PE_SECTOR \text{ (บาท)} = (PE_{\text{Sector}} \times EPS_{\text{company}} \times \text{Shares})$$

- Estimate Value ด้วยการเทียบเคียงให้บริษัทที่ทำการเสนอขายครั้งแรก มีค่า P/E Ratio เท่ากับบริษัทที่อยู่ในประเภทตลาดหลักทรัพย์เดียวกัน (EST_PE_MARKET) ตามตลาดที่บริษัทหลักทรัพย์นั้น ๆ จดทะเบียน (SET หรือ mai) โดยคำนวณจากการใช้ค่า P/E เฉลี่ยของตลาดที่บริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียน 20 วัน ก่อน Filing มีผลบังคับใช้ (บาท) x จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทหลังทำการเสนอขายครั้งแรก (หุ้น) มีสมการ ดังนี้

$$\text{EST_PE_MARKET (บาท)} = (\text{PE}_{\text{market}} \times \text{EPS}_{\text{company}} \times \text{Shares})$$

- Estimate Value ด้วยการเทียบเคียงให้บริษัทที่ทำการเสนอขายครั้งแรก มีค่า P/BV Ratio เท่ากับบริษัทที่อยู่ใน Industry หรือ Sector เดียวกัน (EST_PBV_SECTOR) หากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด SET จะใช้หมวดธุรกิจ (Sector) ซึ่งเป็นหมวดย่อยของกลุ่มอุตสาหกรรม แต่หากบริษัทจดทะเบียนในตลาด mai จะใช้กลุ่มอุตสาหกรรม (Industry) โดยคำนวณจากการใช้ค่า P/BV เฉลี่ยของ Sector หรือ Industry 20 วัน ก่อน Filing มีผลบังคับใช้ (บาท) x จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทหลังทำการเสนอขายครั้งแรก (หุ้น) มีสมการ ดังนี้

$$\text{EST_PBV_SECTOR (บาท)} = (\text{PBV}_{\text{Sector}} \times \text{BV}_{\text{company}} \times \text{Shares})$$

- Estimate Value ด้วยการเทียบเคียงให้บริษัทที่ทำการเสนอขายครั้งแรก มีค่า P/BV Ratio เท่ากับบริษัทที่อยู่ในประเภทตลาดหลักทรัพย์เดียวกัน (EST_PE_MARKET) ตามตลาดที่บริษัทหลักทรัพย์นั้น ๆ จดทะเบียน (SET หรือ mai) โดยคำนวณจากการใช้ค่า P/BV เฉลี่ยของตลาดที่บริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียน 20 วัน ก่อน Filing มีผลบังคับใช้ (บาท) x จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทหลังทำการเสนอขายครั้งแรก (หุ้น) มีสมการ ดังนี้

$$\text{EST_PBV_MARKET (บาท)} = (\text{PBV}_{\text{market}} \times \text{BV}_{\text{company}} \times \text{Shares})$$

โดยที่

PE_{Sector} (เท่า) คือ ค่า P/E Ratio ของ Sector (บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ SET) และ Industry (บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ mai) นับจากวันก่อน Filing ของบริษัทจดทะเบียนมีผลใช้บังคับ (Filing Effective Date) เฉลี่ย 20 วันทำการ

- PE_{market} (เท่า) คือ ค่า P/E Ratio ของประเภทตลาดหลักทรัพย์ (SET หรือ mai) นับจากวันก่อน Filing ของบริษัทจดทะเบียนมีผลใช้บังคับ (Filing Effective Date) เฉลี่ย 20 วันทำการ
- PBV_{Sector} (เท่า) คือ ค่า P/BV ของ Sector (บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ SET) และ Industry (บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ mai) นับจากวันก่อน Filing ของบริษัทจดทะเบียนมีผลใช้บังคับ (Filing Effective Date) เฉลี่ย 20 วันทำการ
- PBV_{market} (เท่า) คือ ค่า P/BV ของประเภทตลาดหลักทรัพย์ (SET หรือ mai) นับจากวันก่อน Filing ของบริษัทจดทะเบียนมีผลใช้บังคับ (Filing Effective Date) เฉลี่ย 20 วันทำการ
- EPS_{company} (เท่า) คือ จำนวนจาก กำไรสุทธิย้อนหลัง 4 ไตรมาสล่าสุด (Trailing) / จำนวนหุ้นหลังเสนอขายครั้งแรก
- BV_{company} (เท่า) คือ จำนวนจาก Total Equity / จำนวนหุ้นหลังเสนอขายครั้งแรก
- Shares (หุ้น) คือ จำนวนหุ้นหลังเสนอขายครั้งแรก

4.2.1.2 การประมาณมูลค่าหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรกคลาดเคลื่อน
(Prediction Errors: ERROR)

$$\text{ERROR} = (\text{Market Value} - \text{Estimate Value}) / \text{Market Value}$$

ERROR (ทศนิยม) เป็นการวัดขนาดความคลาดเคลื่อนในการประมาณมูลค่าหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับ มูลค่าของหลักทรัพย์ ณ สิ้นวันแรกของการซื้อขายในตลาดรอง โดยหากมีค่าเป็นบวก (+) หมายความว่า ประมาณมูลค่าหลักทรัพย์ต่ำไป (Under-Estimate) และหากมีค่าเป็นลบ (-) หมายความว่า ประมาณมูลค่าหลักทรัพย์สูงไป (Over-Estimate)

- หมายเหตุ
1. Market Value (บาท) เท่ากับ ราคาปิดในตลาดรองวันแรกของหุ้นเสนอขายครั้งแรกแต่ละบริษัท (บาท) x จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทหลังทำการเสนอขายครั้งแรก (หุ้น)
 2. Estimate Value (บาท) เท่ากับ มูลค่าหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับค่า P/E Ratio หรือ P/BV Ratio ด้วยวิธีการประมาณต่าง ๆ x จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทหลังทำการเสนอขายครั้งแรก (หุ้น)

4.2.2 ตัวแปรอธิบาย (Explanatory Variables)

4.2.2.1 สินทรัพย์รวม (Total Assets: LNASSET)

ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม (\ln ของล้านบาท) สินทรัพย์รวมเป็นตัวเลขทางบัญชีรายการหนึ่งที่บอกถึงขนาดของกิจการ ซึ่งขนาดของกิจการโดยส่วนมากจะมาพร้อมชื่อเสียงที่เป็นที่รู้จักของนักลงทุน การศึกษาในครั้งนี้เลือกใช้ข้อมูลสินทรัพย์รวมของบริษัท (ล้านบาท) จากหนังสือชี้ชวนของบริษัทที่เป็นฉบับเผยแพร่ล่าสุดก่อนเสนอขายครั้งแรก ในข้อมูลเว็บ กลต. ทั้งนี้ งานวิจัยของ Lizinska and Czapiewski (2014) ได้ทำการศึกษาอิทธิพลของขนาดกิจการของบริษัทที่ทำการเสนอขายครั้งแรกต่อนักลงทุนใน Warsaw Stock Exchange ระหว่างช่วงปี 2004-2009 และพบว่า ขนาดของกิจการนั้นมีผลต่อการกำหนดราคาเสนอขาย (IPO Price) ในทิศทางเดียวกัน (+) เนื่องจาก บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีผลประโยชน์การที่ดี มีชื่อเสียง เป็นที่สนใจต่อนักลงทุน ซึ่งคาดว่าสินทรัพย์รวมที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกคลาดเคลื่อน (ERROR) ในทิศทางเดียวกัน (+), ส่งผลต่อส่วนลดในการจำหน่ายหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรก (DISCOUNT) ในทิศทางตรงกันข้าม (-) และส่งผลต่อการตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกในตลาดรองวันแรกและในตลาดรองของการซื้อขายในวันที่ 10 (UNDERPRICE และ UNDERPRICE10) ในทิศทางตรงกันข้าม (-) เนื่องจาก บริษัทที่มีขนาดใหญ่ย่อมหมายถึงกิจการมีชื่อเสียง และมีแนวโน้มผลประโยชน์การดีทำให้กำหนดราคาเสนอขายครั้งแรกที่สูงได้ และจะทำให้ราคาตลาดมีแนวโน้มสูงขึ้นด้วย

4.2.2.2 อายุของกิจการ (Company Age: LNAGE)

ลอการิทึมธรรมชาติของอายุของกิจการ (\ln ของปี) อายุของกิจการเป็นตัวเลขที่แสดงถึงระยะเวลาในการดำเนินธุรกิจของกิจการ บ่งบอกได้ถึงประสบการณ์ในการทำธุรกิจของกิจการ ว่ามีความเข้าใจและเชี่ยวชาญในอุตสาหกรรมนั้น ๆ มากน้อยขนาดไหน การศึกษาในครั้งนี้เลือกใช้ข้อมูลอายุกิจการตั้งแต่วันเริ่มจดทะเบียนนิติบุคคลตั้งแต่เริ่มที่ธุรกิจในอดีตมีรากฐานในการทำธุรกิจที่มีมาหลายธุรกิจในปัจจุบันจนถึงวันที่เข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยนับหน่วยเป็นปี ซึ่งการที่กิจการมีอายุของกิจการมากนั้น กิจการนั้นค่อนข้างจะเป็นที่รู้จักและมีข้อมูลให้นักลงทุนศึกษาได้มาก ทำให้สามารถลดความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ได้ และจากงานวิจัยของ Reilly and Brown (1999) ได้ทำการศึกษาและพบว่าบริษัทที่ทำการเสนอขายครั้งแรกมีอายุกิจการน้อยมักจะส่งผลให้นักลงทุนเข้าถึงข้อมูลที่สำคัญของธุรกิจได้น้อย ซึ่งคาดว่าหากอายุกิจการเพิ่มขึ้นจะส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกคลาดเคลื่อน (ERROR) ในทิศทางเดียวกัน (+), ส่งผลต่อส่วนลดในการจำหน่ายหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรก (DISCOUNT) ในทิศทางตรงกันข้าม (-) และส่งผลต่อการตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าหุ้นเสนอขาย

ครั้งแรกในตลาดรองวันแรกและในตลาดรองของการซื้อขายในวันที่ 10 (UNDERPRICE และ UNDERPRICE10) ในทิศทางตรงกันข้าม (-) จากการที่การเข้าถึงข้อมูลที่สำคัญของธุรกิจที่มีอายุกิจการน้อย ทำให้นักลงทุนสนใจในบริษัทน้อยลงตามข้อมูลที่นักลงทุนมี บริษัทที่ทำการเสนอขายครั้งแรกจึงต้องทำการเสนอส่วนลดเพิ่มขึ้นเพื่อจูงใจนักลงทุน

4.2.2.3 สัดส่วนที่ดิน อาคารและอุปกรณ์สุทธิต่อสินทรัพย์รวม (Portion of Plant, Property and Equipment: PPE)

สัดส่วนที่ดิน อาคารและอุปกรณ์สุทธิต่อสินทรัพย์รวม (%) ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ เป็นรายการแสดงสินทรัพย์ที่มีตัวตนที่กิจการมีไว้เพื่อประโยชน์ในการบริหารงาน จากงานวิจัยของ Rosenboom (2012) พบว่า การเพิ่มสูงขึ้นของรายการดังกล่าวเป็นสัญญาณเชิงบวกว่าฝ่ายบริหารของกิจการนั้นมีความเชื่อมั่นในการลงทุนระยะยาวและความสามารถในการทำกำไรของกิจการหลังจากลงทุน และรายการดังกล่าวเป็นรายการใหญ่ในสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนหรืออาจบอกได้ว่า สัดส่วนที่ดิน อาคารและอุปกรณ์สุทธิต่อสินทรัพย์รวมบอถึงสัดส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม เพื่อคิดว่าบริษัทที่ทำการซื้อขายครั้งแรกนั้น การใช้สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนมีผลมากน้อยเพียงใด การศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูล ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิ (ล้านบาท)หารด้วย สินทรัพย์รวม (ล้านบาท) จากหนังสือชี้ชวนของบริษัทที่เป็นฉบับเผยแพร่ล่าสุดก่อนเสนอขายครั้งแรก ในข้อมูลเว็บกลด. ซึ่งคาดว่าหากสัดส่วนดังกล่าวเพิ่มขึ้นจะส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกคลาดเคลื่อน (ERROR) ในทิศทางเดียวกัน (+), ส่งผลต่อส่วนลดในการจำหน่ายหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรก (DISCOUNT) ในทิศทางตรงกันข้าม (-) และส่งผลต่อการตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกในตลาดรองวันแรกและในตลาดรองของการซื้อขายในวันที่ 10 (UNDERPRICE และ UNDERPRICE10) ในทิศทางตรงกันข้าม (-) เนื่องจาก บริษัทที่มีสัดส่วนที่ดิน อาคารและอุปกรณ์สุทธิต่อสินทรัพย์รวมสูงนั้น มีสัญญาณเชิงบวกว่าฝ่ายบริหารมีความมั่นใจในทิศทางของบริษัท

4.2.2.4 ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter's reputation: UW)

สูตรการคำนวณชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์

$$X_1Y_1 + X_2Y_2 + X_3Y_3 + \dots + X_nY_n$$

โดยที่

$X (%) =$ สัดส่วนการจำหน่ายหุ้น IPO ของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของหุ้น IPO ตัวหนึ่ง ๆ ทั้งนี้ X สามารถคำนวณได้จาก สัดส่วนที่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์รายหนึ่ง ๆ สามารถจำหน่ายได้หารด้วย จำนวนหุ้น IPO ที่ออกเสนอขายของหุ้นตัวหนึ่ง ๆ โดยที่ $X_1 + X_2 + X_3 + \dots + X_n = 100%$

$Y (%) =$ ส่วนแบ่งตลาดของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์รายหนึ่ง ๆ โดย Y สามารถคำนวณได้จาก มูลค่าที่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์รายหนึ่ง ๆ จำหน่ายได้ในปีก่อนการเสนอขาย IPO หารด้วย มูลค่าการจำหน่าย IPO ทุกบริษัท ทั้งปีในปีก่อนการเสนอขาย IPO

1,2,3, ..., n = ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์แต่ละราย

ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (%) ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) เป็นผู้ทำการวิเคราะห์ ประเมิน จัดจำหน่ายหลักทรัพย์แก่นักลงทุน โดยจะได้รับค่าตอบแทนตามที่ตกลงไว้กับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ในการเสนอขายครั้งแรก การที่นักลงทุนจะเลือกลงทุนซื้อหุ้นเสนอขายครั้งแรกนั้น ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นส่วนสำคัญมาก เนื่องจากเป็นผู้รวบรวมข้อมูลสำคัญในการตัดสินใจแก่นักลงทุน หรือนักลงทุนอาจหาแหล่งข้อมูลได้จากช่องทางเดียวคือ หนังสือชี้ชวนที่ออกโดยผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ จากทฤษฎีของ Rock (1986) ได้ทำการศึกษาความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) คือการที่ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งที่มีข้อมูลเหนือกว่าอีกฝ่าย หรือการที่ผู้ซื้อและผู้ขายมีข้อมูลที่ไม่เท่ากัน จึงเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลขึ้น ดังนั้นเพื่อลดความไม่สมมาตรของข้อมูลผู้จัดจำหน่ายจึงเลือกลดราคาของหุ้นเสนอขายครั้งแรกให้ต่ำกว่ามูลค่าที่ได้ทำการประเมินเพื่อเป็นการจูงใจนักลงทุนให้ทำการซื้อหุ้น

โดยการศึกษาในครั้งนี้ ใช้วิธีการวัดชื่อเสียงผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ด้วยการวัดจากสัดส่วนมูลค่าทางการตลาด (Market Capitalization) ของบริษัทจดทะเบียนที่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จัดจำหน่ายต่อมูลค่าทางการตลาดของหุ้นเสนอขายครั้งแรก ทั้งหมดเป็นรายปี ช่วงปี ค.ศ. 2009 ถึง 2020 โดยการวัดชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์นั้น ประเมิน โดยการวัดสัดส่วนมูลค่าทางการตลาดของผู้จัดจำหน่ายที่ได้ทำการเสนอขายหลักทรัพย์แก่นักลงทุน โดยไล่เรียงตามลำดับสัดส่วนที่จำหน่ายของแต่ละปี และจากการศึกษาของ Carter & Manaster (1990) ได้กล่าวไว้ว่า ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ได้ทำการวิเคราะห์และประเมินมูลค่าของราคาเสนอขายบนราคายุติธรรมที่เหมาะสม ทั้งนี้ เพื่อต้องการที่รักษาระดับชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ดีเอาไว้ ดังนั้น

การศึกษาในครั้งนี้จึงคาดว่า หากบริษัทฯ ที่เลือกใช้ผู้จัดจำหน่ายที่มีชื่อเสียงที่ดีมากขึ้นจะส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกในตลาดเคลื่อน (ERROR) ในทิศทางตรงข้าม (-), ส่งผลต่อส่วนลดในการจำหน่ายหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรก (DISCOUNT) ในทิศทางเดียวกัน (+) และส่งผลต่อการตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกในตลาดรองวันแรกและในตลาดรองของการซื้อขายในวันที่ 10 (UNDERPRICE และ UNDERPRICE10) ในทิศทางเดียวกัน (+) จากงานวิจัยของ Razafindrambinina and Kwan (2013) ที่ทำการศึกษาในตลาดหุ้นอินโดนีเซียพบว่า นักลงทุนในประเทศอินโดนีเซียมักมีความรู้และความเข้าใจต่อข้อมูลของหุ้นที่จดทะเบียนซื้อขายในตลาดอินโดนีเซียน้อย ดังนั้นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงจึงเป็นปัจจัยที่สามารถช่วยแก่นักลงทุนให้มีข้อมูลที่ถูกต้อง ในการตัดสินใจลงทุนและทำให้กำหนดราคาซื้อขาย (IPO Price) ได้เหมาะสมมากขึ้น และนอกจากนี้ งานวิจัยของ รักชนก สำเนียงล้ำ (2563) ได้สนับสนุนปัจจัยดังกล่าวว่า ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อการส่งผลการกำหนดราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากผู้จัดจำหน่ายมักเชิญนักลงทุนรายใหญ่ที่เป็นลูกค้าประจำมาให้ข้อมูลความต้องการซื้อหุ้นเพื่อดูความต้องการของตลาด ซึ่งจะทำให้ได้ข้อมูลเชิงลึกและเปิดเผยข้อมูลทั้งในแง่ของราคาที่นักลงทุนเห็นว่าเหมาะสมและปริมาณหุ้นออกใหม่ที่นักลงทุนต้องการทำให้สามารถตัดสินใจและกำหนดทิศทางของราคาหุ้นที่เสนอขายหลักทรัพย์ได้

4.2.2.5 สัดส่วนของหุ้นเสนอขายครั้งแรกที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทก่อนเสนอขายครั้งแรก (Dilution Factor: IPO_RATIO)

สัดส่วนของหุ้นเสนอขายครั้งแรกที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทก่อนเสนอขายครั้งแรก (%) เป็นการคิดสัดส่วนการออกหุ้นใหม่ต่อจำนวนหุ้นก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรก หมายความว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นเดิมจะลดลง อาจก่อให้เกิดปัญหาหรือกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมไม่บริหารงานเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมและผู้ถือหุ้นใหม่ หรืออาจเอื้อประโยชน์ให้แก่กลุ่มผู้ถือหุ้นเดิม จากทฤษฎี Ownership and Control โดย Jensen and Meckling (1976) นั้นพบว่า ในช่วงก่อนที่บริษัทจะทำการเสนอขายครั้งแรก กลุ่มผู้บริหารที่เป็นผู้ถือหุ้นเดิมจะบริหารงานอย่างเต็มความสามารถ เนื่องจากมีสถานะเป็นเจ้าของกิจการอย่างแท้จริง แต่เมื่อบริษัททำการเสนอขายครั้งแรกแล้ว สถานะความเป็นเจ้าของจะแบ่งเป็นกลุ่มของผู้ถือหุ้นใหม่ด้วย แต่อำนาจการบริหารยังเป็นของผู้บริหารกลุ่มเดิม ทำให้ผู้บริหารอาจไม่ได้บริหารงานอย่างเต็มความสามารถสำหรับผู้ถือหุ้นทุกคน ดังนั้น ผู้ที่ต้องการเข้ามาซื้อหุ้นบริษัทเมื่อเสนอขายครั้งแรก ย่อมตระหนักถึงความเสี่ยงดังกล่าว จึงต้องการส่วนลดความเสี่ยงเพิ่มขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Ritter (1991) ที่ได้พบว่า หากสัดส่วนผู้ถือหุ้นเดิมที่ยังคงอยู่ในจำนวนที่มาก (สัดส่วน IPO Ratio น้อย) หลังการเสนอขายครั้งแรกจะสามารถกำหนดราคาหุ้นเสนอขาย (IPO Price)

ในราคาที่สูงได้ ดังนั้น จะส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกคลาดเคลื่อน (ERROR) ในทิศทางตรงข้าม (-), ส่งผลต่อส่วนลดในการจำหน่ายหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรก (DISCOUNT) ในทิศทางเดียวกัน (+) และส่งผลต่อการตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกในตลาดรองวันแรกและในตลาดรองของการซื้อขายในวันที่ 10 (UNDERPRICE และ UNDERPRICE10) ในทิศทางเดียวกัน (+) เนื่องจากผู้บริหารมั่นใจในผลประกอบการที่ดีของบริษัทจึงไม่สนใจขายหุ้นออกมา และการศึกษาในครั้งนี้คำนวณโดยใช้จำนวนหุ้นออกใหม่หารจำนวนหุ้นก่อนเสนอขายเสนอขายครั้งแรก จากหนังสือชี้ชวนของบริษัทที่เป็นฉบับเผยแพร่ล่าสุดก่อนเสนอขายครั้งแรก ในข้อมูลเว็บ กลด.

4.2.2.6 สัดส่วนการขายหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทก่อน เสนอขายครั้งแรก (Participation Ratio: EXISTSHARE)

สัดส่วนการขายหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทก่อนเสนอขายครั้งแรก (%) จากทฤษฎี Ownership and Control โดย Jensen and Meckling (1976) นั้นพบว่าหากสัดส่วนอำนาจในการควบคุมหรือบริหารงานบริษัทนั้นเปลี่ยนแปลงไปจากการเสนอขายครั้งแรกทำให้กลุ่มผู้บริหารเดิมที่มีส่วนได้เสียในบริษัทลดลง ทำให้ผู้บริหารอาจไม่ได้บริหารงานเพื่อประโยชน์แก่ทุกฝ่าย สัดส่วนการขายหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทก่อนเสนอขายครั้งแรก ซึ่งบ่งบอกถึงสัดส่วนอำนาจการบริหารงานจากกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมอาจลดลง (EXISTSHARE เพิ่มขึ้น) จะส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกคลาดเคลื่อน (ERROR) ในทิศทางตรงข้าม (-), ส่งผลต่อส่วนลดในการจำหน่ายหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรก (DISCOUNT) ในทิศทางเดียวกัน (+), การตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกในตลาดรองวันแรกในทิศทางเดียวกัน (+) และ การตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรก ในตลาดรองวันที่ 10 ในทิศทางเดียวกัน (+) เนื่องจาก การที่ผู้ถือหุ้นเดิมขายหุ้นออกมาผู้บริหารเดิมอาจมองเห็นว่า ผลประกอบการในอนาคตของบริษัทอาจแยลงจึงเลือกขายหุ้นออกมา ทำให้การกำหนดราคาเสนอขายที่สูงนั้นทำได้ยาก เนื่องจากนักลงทุนจะมองว่า หากผลประกอบการดีผู้บริหารจะเลือกที่จะไม่ขายหุ้นออกมา โดยงานวิจัยของ Ritter (1991) บอกว่าหากสัดส่วนผู้ถือหุ้นเดิมที่ยังคงอยู่ในจำนวนที่มากหลังการเสนอขายครั้งแรกจะสามารถขายหุ้นเสนอขายครั้งแรกในราคาที่สูงได้ เนื่องจากผู้บริหารมั่นใจในผลประกอบการที่ดีของบริษัทจึงไม่สนใจขายหุ้นออกมา และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Chahine & Tohme (2009) ที่พบว่า หากมีสัดส่วนการขายหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมมากเท่าไรก็จะมีผลต่อราคาของหุ้นเสนอขายครั้งแรกลดลงในวันแรกที่เปิดการซื้อขาย อันเนื่องมาจากการขาดความเชื่อมั่นของนักลงทุน

4.2.2.7 อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี (EBIT Margin: EBIT) สูตรการคำนวณอัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี

$$\text{EBIT} = (\text{อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีตามงบการเงินปีล่าสุดก่อนเสนอขาย} / \text{รายได้รวมตามงบการเงินปีล่าสุดก่อนเสนอขาย}) \times 100$$

อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี (%) เป็นอัตราส่วนการชี้วัดในด้านความสามารถในการบริหารต้นทุนสินค้าและการบริหารค่าใช้จ่ายว่าบริษัทมีความสามารถบริหารด้านต่าง ๆ ของบริษัทได้ดีเพียงใด หากบริหารงานด้านต่าง ๆ ได้ดีย่อมมีกำไรที่ดี เป็นผลทำให้บริษัทที่เป็นที่สนใจต่อนักลงทุนด้วย ซึ่งทาง พิมพิศา พรหมมา (2561) ได้ทำการศึกษาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอของประเทศไทย ระหว่างปี 2012-2016 พบว่า อัตรากำไรที่สูงทำให้กำหนดราคาเสนอขายครั้งแรกในราคาที่สูงได้ ซึ่งคาดว่าจะส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกคลาดเคลื่อน (ERROR) ในทิศทางเดียวกัน (+), ส่งผลต่อส่วนลดในการจำหน่ายหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรก (DISCOUNT) ในทิศทางตรงกันข้าม (-), การตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกในตลาดรองวันแรกและวันที่ 10 (UNDERPRICE และ UNDERPRICE10) ในทิศทางตรงกันข้าม (-) เมื่อบริษัทมีอัตรากำไรดอกเบี้ยที่สูงทำให้กำหนดราคาเสนอขายครั้งแรกที่สูงได้ และจะทำให้ราคาตลาดมีแนวโน้มสูงขึ้นด้วย

4.2.2.8 อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) สูตรการคำนวณอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น

$$\text{ROE} = (\text{กำไรสุทธิตามงบการเงินประจำปีล่าสุดก่อนเสนอขาย} / \text{ส่วนของผู้ถือหุ้นจากงบการเงินล่าสุดที่นำเสนอ} / \text{กต.ก่อนเสนอขาย} / \text{นักลงทุน}) \times 100$$

อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (%) เป็นอีกอัตราส่วนการชี้วัดหนึ่งในเรื่องความสามารถในการทำกำไรของบริษัท แต่เป็นการวัดความสามารถในการบริหารส่วนทุนที่ออกมา มีกำไรแน่นอนว่าหากบริหารงานด้านต่าง ๆ ได้ดี ย่อมมีกำไรที่ดีตามมา และในแง่มุมมองของนักลงทุนเองที่สามารถวัดได้ว่าหากซื้อหุ้นเสนอขายครั้งแรก มีโอกาสจะได้รับผลตอบแทนในอนาคตจะดีหรือไม่ ซึ่งงานวิจัยของ พิมพิศา พรหมมา (2561) ยังได้บอกว่า อัตรากำไรที่สูงทำให้กำหนดราคาเสนอขายครั้งแรกในราคาที่สูงได้ ซึ่งคาดว่าอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นจะส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้นเสนอ

ขายครั้งแรกคลาดเคลื่อน (ERROR) ในทิศทางเดียวกัน (+), จะส่งผลต่อส่วนลดในการจำหน่ายหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรก (DISCOUNT) ในทิศทางตรงกันข้าม (-) และส่งผลต่อการตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกในตลาดรองวันแรกและวันที่ 10 (UNDERPRICE และ UNDERPRICE10) ในทิศทางตรงกันข้าม (-) เนื่องจาก อัตราผลตอบแทนที่สูงทำให้กำหนดราคาเสนอขายครั้งแรกที่สูงได้ และจะทำให้ราคาตลาดมีแนวโน้มสูงขึ้นด้วย

4.2.2.9 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt-to-equity ratio: DE)

สูตรการคำนวณอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

$$DE = \frac{\text{หนี้สินรวมจากงบการเงินล่าสุดที่น่าส่ง กลด. ก่อนเสนอขายนักลงทุน} / \text{ส่วนของผู้ถือหุ้นจากงบการเงินล่าสุดที่น่าส่ง กลด. ก่อนเสนอขายนักลงทุน}}$$

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (เท่า) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นแสดงถึงการบริหารเงินทุนของกิจการ คือ สินทรัพย์ของบริษัทมาจากหนี้สินส่วนของผู้ถือหุ้นเท่าใด อีกนัยหนึ่ง แสดงถึง Credit Risk หากบริษัทมีแนวโน้มอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่สูงย่อมหมายความว่า บริษัทจะมีความเสี่ยงในเรื่องเครดิตการชำระหนี้ ทำให้นักลงทุนสนใจซื้อหุ้นเสนอขายครั้งแรกนั้นน้อยลงจากความเสี่ยงด้านการบริหารเงินทุนที่เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งจากการศึกษาของ Razafindrambinina and Kwan (2013) นั้นพบว่า หากมีอัตราส่วนดังกล่าวสูง อาจทำให้บริษัทดึงดูดนักลงทุนเข้ามาซื้อหุ้นเสนอขายครั้งแรก น้อยลงจนต้องลดราคาเสนอขายครั้งแรก เพื่อมาจูงใจนักลงทุน ซึ่งคาดว่าหากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกคลาดเคลื่อน (ERROR) ในทิศทางตรงข้าม (-), ส่งผลต่อส่วนลดในการจำหน่ายหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรกในทิศทางเดียวกัน (+) และส่งผลต่อการตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกในตลาดรองวันแรกและในตลาดรองของการซื้อขายในวันที่ 10 (UNDERPRICE และ UNDERPRICE10) ในทิศทางเดียวกัน (+) เนื่องจาก นักลงทุนตระหนักได้ถึงความเสี่ยง จึงต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น การศึกษาในครั้งนี้เลือกใช้ข้อมูลอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(หนี้สินรวม / รวมส่วนของผู้ถือหุ้น)จากหนังสือชี้ชวนของบริษัทที่เป็นฉบับเผยแพร่ล่าสุดก่อนเสนอขายครั้งแรก ในข้อมูลเว็บ กลด.

4.2.2.10 อัตราผลตอบแทนตลาด (Market Return: PREFINAL_RE และ PREOPEN_RE)

สูตรการคำนวณอัตราผลตอบแทนตลาด (PREFINAL_RE)

$$\text{PREFINAL_RE} = [(\text{SET Index}_T - \text{SET Index}_{T-100}) / \text{SET Index}_{T-100}] \times 100$$

โดยที่ T คือ วันก่อนหน้าที่หนังสือชี้ชวนมีผลบังคับใช้

และสูตรการคำนวณอัตราผลตอบแทนตลาด (PREOPEN_RE)

$$\text{PREOPEN_RE} = [(\text{SET Index}_T - \text{SET Index}_{T-100}) / \text{SET Index}_{T-100}] \times 100$$

โดยที่ T คือ วันก่อนหน้าที่จะเริ่มซื้อขายในตลาดรองวันแรก

อัตราผลตอบแทนตลาด (%) อัตราผลตอบแทนตลาดจะเป็นการบอกแนวโน้มแบบคร่าวๆ ว่า ในช่วงนั้นว่าจากการลงหุ้นทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์มีโอกาสกำไรหรือขาดทุนมากน้อยเพียงใด หรืออาจจะบอกได้ว่าหากลงทุนในช่วงตลาดที่มีผลตอบแทนเป็นบวกจะมีโอกาสกำไรมากกว่า ทำให้นักลงทุนมักเลือกลงทุนในช่วงที่ตลาดปรับตัวสูงขึ้น และจากงานวิจัยของ Rosenboom (2012) นั้นพบว่า หากบริษัทที่ทำการเสนอขายครั้งแรกในช่วงที่ตลาดนั้นมีผลตอบแทนเป็นบวกจะทำให้หุ้นเสนอขายครั้งแรกได้รับความนิยมจากนักลงทุนมากกว่า หรือโอกาสกำไรจะมีมากกว่า กลับกัน หากทำการเสนอขายในช่วงตลาดมีผลตอบแทนเป็นลบจะให้ผลที่ตรงข้ามกัน โดยใช้ผลตอบแทนของตลาดคือ การศึกษาในครั้งนี้ เลือกแบ่งอัตราผลตอบแทนตลาดเป็น 2 ช่วงด้วยกัน คือ 1) ใช้อัตราผลตอบแทนของการซื้อและถือดัชนีของตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 100 วัน ก่อนที่หนังสือชี้ชวนจะมีผลบังคับใช้ (PREFINAL_RE) และ 2) ใช้อัตราผลตอบแทนของการซื้อและถือดัชนีของตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 100 วัน ก่อนวันทำการซื้อขายในตลาดรองวันแรก (PREOPEN_RE) มาเป็นตัวกำหนดอัตราผลตอบแทนตลาดในช่วงนั้น เนื่องจาก ในช่วงที่ 1) เป็นการมองโอกาสในการลงทุนก่อนการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO (ตรงกับช่วง ERROR และ DISCOUNT) และในช่วงที่ 2) เป็นการมองโอกาสในการลงทุนหลังการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO (ตรงกับช่วง UNDERPRICE และ UNDERPRICE10) โดยรวบรวมดัชนีตลาดหลักทรัพย์จาก SETSMART และวันที่ต่าง ๆ ที่ระบุใช้วันที่ตามเว็บไซต์ของสำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด ซึ่งคาดว่าหากอัตราผลตอบแทนตลาดในช่วงที่

ทำการเสนอสูง อัตราผลตอบแทนของการซื้อและถือดัชนีของตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 100 วัน ก่อนที่หนังสือชี้ชวนจะมีผลบังคับใช้ (PREFINAL_RE) จะส่งผลกระทบต่อการประเมินมูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรก ตลาดเคลื่อน (ERROR) ในทิศทางเดียวกัน (+), จะส่งผลกระทบต่อส่วนลดในการจำหน่ายหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรก (DISCOUNT) ในทิศทางตรงข้าม (-) และอัตราผลตอบแทนของการซื้อและถือดัชนีของตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 100 วัน ก่อนวันทำการซื้อขายในตลาดรองวันแรกจะส่งผลกระทบต่อราคาเสนอขายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกในตลาดรองวันแรกและวันที่ 10 (UNDERPRICE และ UNDERPRICE 10) ในทิศทางเดียวกัน (+) เนื่องจาก ในช่วงที่ตลาดมีผลตอบแทนดีจะทำให้ราคาตลาดมีแนวโน้มสูงขึ้นด้วยจากนักลงทุนที่เลือกลงทุนในสถานะตลาดที่เอื้อต่อการลงทุน

4.2.2.11 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนตลาด (Standard Deviation of Market Return: PREFINAL_SD และ PREOPEN_SD)

สูตรการคำนวณส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนตลาด

$$S.D. = \sqrt{\frac{\sum(x-\bar{x})^2}{n-1}}$$

โดย $x = (\text{SET Index}_T - \text{SET Index}_{T-1}) / \text{SET Index}_{T-1}$

n คือ จำนวนตัวอย่างที่ใช้ ซึ่งในการวิจัยครั้งนี้ใช้ตัวอย่างย้อนหลัง 20 วันทำการ (กรณี PREFINAL_SD ใช้ตัวอย่างข้อมูลนับตั้งแต่วันที่หนังสือชี้ชวนมีผลบังคับใช้ 20 วันทำการ และ PREOPEN_SD ใช้ตัวอย่างข้อมูลนับตั้งแต่วันที่ซื้อขายในตลาดรองวันแรก 20 วันทำการ)

ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนตลาด (%ต่อวัน) เป็นการบอกความผันผวนของผลตอบแทนตลาดว่าโดยเฉลี่ยแล้วอัตราผลตอบแทนตลาดในแต่ละวันมีค่าต่างจากค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนตลาดเท่าใด ซึ่งการที่จะเกิดความผันผวนที่สูงได้มักเกิดมาจากปริมาณการซื้อขายจำนวนมากของนักลงทุนในกลุ่มต่าง ๆ ทำให้นักลงทุนกำไรหรือขาดทุนได้มาก และจากงานวิจัยของ Rosenboom (2012) นั้นพบว่า ในช่วงที่ภาวะตลาดผันผวนสูง การที่ราคาปรับตัวสูงขึ้นจะทำให้ให้นักลงทุนมั่นใจและซื้อหุ้นเป็นจำนวนมาก กลับกันเมื่อราคาปรับตัวลดลงนักลงทุนก็มองว่าเป็นโอกาสในการซื้อของถูก โดยใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนของตลาดจากการซื้อและถือดัชนีของตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 100 วัน ก่อนที่หนังสือชี้ชวนจะมีผลบังคับใช้และ 100 วัน ก่อนวันทำการซื้อขายในตลาดรองวันแรก มาเป็นตัวกำหนดส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทน ภาวะตลาดในช่วงนั้น โดยทำการรวบรวมดัชนีตลาดหลักทรัพย์จาก SETSMART และ

วันที่ต่าง ๆ ที่ระบุ ใช้วันที่ตามเว็บไซต์ของสำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด ซึ่งคาดว่าหากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนตลาดในช่วงที่ทำการเสนอสูง ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนของตลาดจากการซื้อและถือดัชนีของตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 100 วัน ก่อนที่หนังสือชี้ชวนจะมีผลบังคับใช้จะส่งผลกระทบต่อการประเมินมูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกคลาดเคลื่อน (ERROR) ในทิศทางเดียวกัน (+), จะส่งผลกระทบต่อส่วนลดในการจำหน่ายหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรก (DISCOUNT) ในทิศทางตรงกันข้าม (-) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนของตลาดจากการซื้อและถือดัชนีของตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 100 วัน ก่อนทำการซื้อขายในตลาดรองวันแรกจะส่งผลกระทบต่อตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกในตลาดรองวันแรกและวันที่ 10 (UNDERPRICE และ UNDERPRICE10) ทิศทางเดียวกัน (+) เนื่องจาก ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของตลาดที่สูง ซึ่งหมายถึงสภาวะที่ตลาดผันผวนเป็นอย่างมากทำให้มีการเก็งกำไรเป็นอย่างสูง ส่งผลให้เกิดความผันผวนของราคาเมื่อทำการซื้อขายเป็นอย่างมาก

4.2.2.12 ชื่อเสียงของสำนักตรวจสอบบัญชีภายนอก (Auditor Reputation: AUDIT)

ชื่อเสียงของสำนักตรวจสอบบัญชีภายนอก (0 หรือ 1) สำนักตรวจสอบบัญชีภายนอก (Auditor) เป็นผู้ทำการตรวจสอบความถูกต้องของกิจการและรับรองงบการเงินออกบริษัท โดยจะได้รับค่าตอบแทนตามที่ตกลงกันกับบริษัท จากการศึกษาของ Razafindrambinina and Kwan (2013) ที่ทำการศึกษาในตลาดหุ้นอินโดนีเซียพบว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีผลต่อ IPO Underpricing อันเนื่องมาจากนักลงทุนในประเทศอินโดนีเซียมักมีความรู้และความเข้าใจต่อข้อมูลของหุ้นที่จดทะเบียนซื้อขายในตลาดอินโดนีเซียน้อย ดังนั้นสำนักตรวจสอบบัญชีที่มีชื่อเสียงจึงเป็นปัจจัยที่สามารถช่วยนักลงทุนให้มีข้อมูลที่น่าเชื่อถือและตัดสินใจได้ ซึ่งคาดว่าหากบริษัทที่ทำการเสนอขายครั้งแรกใช้ผู้ตรวจสอบบัญชี 4 บริษัท ที่มีค่าเป็น 1 (1. บริษัท เคพีเอ็มจี ภูมิภาคเอเชีย สอบบัญชี จำกัด 2. บริษัท ไพร์ซวอเตอร์เฮาส์คูเปอร์ส คอนซัลติ้ง (ประเทศไทย) จำกัด 3. บริษัท ดีลอยท์ ทัช โธมัทส ไซยศ จำกัด 4. บริษัท สำนักงาน อีวาย จำกัด) ซึ่งเป็นผู้สอบบัญชีที่มีชื่อเสียงที่สุด จะส่งผลกระทบต่อประเมินมูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกคลาดเคลื่อนในทิศทางเดียวกัน (+), จะส่งผลกระทบต่อส่วนลดในการจำหน่ายหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรกในตลาดรองวันแรกทิศทางตรงกันข้าม (-) และส่งผลกระทบต่อตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกในตลาดรองวันแรกทิศทางตรงกันข้าม (-) เนื่องจากชื่อเสียงที่ดีของผู้สอบตรวจบัญชีทำให้นักลงทุนนั้นมั่นใจและจะทำให้กำหนดราคาเสนอขายครั้งแรกที่สูงได้ และจะทำให้ราคาตลาดมีแนวโน้มสูงขึ้นด้วย หากเป็นสำนักงานตรวจสอบบัญชีภายนอกอื่น ๆ ที่ได้รับความเห็นชอบจาก ก.ล.ต. ให้มีค่าเป็น 0

ตารางที่ 4.4 แสดงเครื่องหมายที่คาดหวังของตัวแปรต้นในแต่ละตัวแปรตาม

Symbol	Expected Sign				Note
	LN_VMARKET	ERROR	DISCOUNT	UNDERPRICE and UNDERPRICE10	
LN_Estimate Value (Ln ของล้านบาท)	(+)	N/A	N/A	N/A	
LNASSET (Ln ของล้านบาท)	N/A	(+)	(-)	(-)	บริษัทที่มีขนาดใหญ่มักจะมีผลประกอบการ ชั่วเสียดที่ดี ทำให้นักลงทุนคาดการณ์ หากลงทุนในหุ้นเสนอขายครั้งแรกจะมีผลตอบแทนสูง ความเสี่ยงต่ำ ส่งผลให้ราคา หุ้น IPO มีโอกาสสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Lizinska and Czapiewski, 2014)
LNAGE (Ln ของปี)	N/A	(+)	(-)	(-)	บริษัทที่มีอายุกิจการมากมักจะส่งผลให้นักลงทุนเข้าถึงข้อมูลที่สำคัญของบริษัทได้มาก ทำให้ลดความไม่สมมาตรของข้อมูลแก่นักลงทุน ได้ระดับหนึ่ง (Reilly and Brown, 1999)
PPE (%)	N/A	(+)	(-)	(-)	บริษัทที่มีสัดส่วน PPE ที่สูงเป็นการส่งสัญญาณเชิงบวกวิธีหนึ่งที่บอกว่า ฝ่ายบริหารมีความเชื่อมั่นในความสามารถของการทำกำไรของกิจการหลังจากลงทุน (Rosenboom, 2012)
UW (%)	N/A	(-)	(+)	(+)	ผู้จัดการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงจะวิเคราะห์และประเมินมูลค่าของราคาเสนอขาย บนราคาที่เหมาะสม และต้องการรักษานักลงทุนลูกค้าเอาไว้ด้วยเช่นกัน โดยเมื่อทำการเสนอขาย ผู้จัดการจำหน่ายหลักทรัพย์มักเชิญนักลงทุนลูกค้ารายใหญ่ที่เป็นลูกค้าประจำมาให้ข้อมูล ความต้องการซื้อหุ้น เพื่อกำหนดทิศทางของราคาเสนอขาย เพื่อความเหมาะสมกับ ตลาดและลูกค้าของผู้จัดการจำหน่ายหลักทรัพย์ด้วยเช่นกัน (รักชนก สำเนียงล้ำ, 2563)
IPO_RATIO (%)	N/A	(-)	(+)	(+)	สัดส่วนหุ้นเพิ่มทุนเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นเดิม บ่งบอกถึงสถานะความเป็นเจ้าของและ อำนาจการบริหารที่เปลี่ยนแปลงไป ทำให้นักลงทุนต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยงที่ เพิ่มขึ้น (Carter & Manaster, 1990)

ตารางที่ 4.4 แสดงเครื่องหมายที่คาดหวังของตัวแปรต้นในแต่ละตัวแปรตาม (ต่อ)

Symbol	Expected Sign				Note
	LN_VMARKET	ERROR	DISCOUNT	UNDERPRICE and UNDERPRICE10	
EXISTSHARE (%)	N/A	(-)	(+)	(+)	สัดส่วนการจำหน่ายหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิม ที่อาจจะมีข้อมูลมากกว่านักลงทุนทั่วไป เป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งว่าบริษัท อาจมีกำไรที่ลดลง หรือมีมูลค่าบริษัทที่ลดลงได้ นักลงทุนจึงต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นเช่นกัน (Chahine & Tohme, 2009)
EBIT (%)	N/A	(+)	(-)	(-)	นักลงทุนจะมั่นใจและเลือกลงทุนในบริษัทที่มีอัตรากำไรที่ดี จากการบริหารต้นทุน ค่าใช้จ่ายได้ดี จึงคาดการณ์ว่าในอนาคตจะสามารถทำได้ดียิ่งขึ้น และเป็นข้อมูลที่สามารถเข้าถึงได้ง่ายจึงเป็นที่สนใจแก่นักลงทุน (พิมพ์ิศา พรหมมา, 2561)
ROE (%)	N/A	(+)	(-)	(-)	ROE แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัท จึงเป็นข้อมูลที่เข้าถึงได้ง่าย และนักลงทุนมักจะลงในบริษัทที่มีกำไรดีและคาดว่าจะสามารถสร้างผลตอบแทนให้นักลงทุนได้ดี (พิมพ์ิศา พรหมมา, 2561)
DE (เท่า)	N/A	(-)	(+)	(+)	สัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นแสดงถึงความเสี่ยงในการบริหารงานของบริษัท นักลงทุนมักต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากการลงทุน (Razafindrambinina and Kwan, 2013)
PREFINAL_RE (%)	N/A	(+)	(-)	N/A	อัตราผลตอบแทนตลาดเป็นตัวบ่งบอกโอกาสในการลงทุนและทำกำไรอย่างหนึ่ง หากอยู่ในช่วงที่ตลาดมีผลตอบแทนดีจะสามารถมีโอกาสทำกำไรได้ (Rosenboom, 2012)

ตารางที่ 4.4 แสดงเครื่องหมายที่คาดหวังของตัวแปรต้นในแต่ละตัวแปรตาม (ต่อ)

Symbol	Expected Sign				Note
	LN_VMARKET	ERROR	DISCOUNT	UNDERPRICE and UNDERPRICE10	
PREFINAL_SD (% ต่อปี)	N/A	(+)	(-)	N/A	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนตลาด เป็นการบอกสภาวะความผันผวนสูงของตลาด มีปริมาณการซื้อขายมาก จึงมีโอกาสในการทำกำไรได้ดี เมื่อหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นนักลงทุนจะมั่นใจและลงทุน และเมื่อหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงก็มองว่าเป็นโอกาสในการซื้อหลักทรัพย์ที่ถูก (Rosenboom, 2012)
PREOPEN_RE (%)	N/A	N/A	N/A	(+)	อัตราผลตอบแทนตลาดเป็นตัวบ่งบอกโอกาสในการลงทุนและทำกำไรอย่างหนึ่ง หากอยู่ในช่วงที่ตลาดมีผลตอบแทนดีจะสามารถมีโอกาสทำกำไรได้ (Rosenboom, 2012)
PREOPEN_SD (% ต่อวัน)	N/A	N/A	N/A	(+)	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนตลาด เป็นการบอกสภาวะความผันผวนสูงของตลาด มีปริมาณการซื้อขายมาก จึงมีโอกาสในการทำกำไรได้ดี เมื่อหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นนักลงทุนจะมั่นใจและลงทุน และเมื่อหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงก็มองว่าเป็นโอกาสในการซื้อหลักทรัพย์ที่ถูก (Rosenboom, 2012)
AUDIT (Dummy)	N/A	(+)	(-)	(-)	Auditor ที่มีชื่อเสียงจะมีมาตรฐานในการดำเนินงานที่เข้มข้นกว่า จึงสามารถตรวจสอบข้อมูลบริษัทอย่างละเอียดถี่ถ้วนเป็นประโยชน์แก่นักลงทุน ทำให้นักลงทุนเชื่อมั่นในการลงทุน (Razafindrambinina and Kwan, 2013)

โดย $ERROR = (\text{Market Value} - \text{Estimate Value}) / \text{Market Value}$

$DISCOUNT = (\text{Estimate Value} - \text{IPO Value}) / \text{Estimate Value}$

$UNDERPRICE = (\text{Market Value} - \text{IPO Value}) / \text{IPO Value}$

$UNDERPRICE10 = (\text{Market Value at 10 days} - \text{IPO Value}) / \text{IPO Value}$

4.3 ค่าทางสถิติของตัวแปรและความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

จากตารางที่ 4.6 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรถึงขนาด และทิศทาง หากมีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงถึงความสัมพันธ์ไปในทางเดียวกันมาก หากเข้าใกล้ 0 แสดงถึงความสัมพันธ์ที่ไม่สัมพันธ์กัน และหากเข้าใกล้ -1 แสดงถึงความสัมพันธ์ที่ตรงกันข้ามมาก

พบว่าตัวแปรที่ได้ใช้ในการศึกษานั้นมีความสัมพันธ์อยู่ในระดับที่น้อยจากการที่ค่า Correlation มีค่าที่เข้าใกล้ 0 ทำให้ไม่เกิดการดึงข้อมูลซึ่งกันและกัน หรือเกิดความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระในระดับที่ต่ำ ทำให้สามารถใช้ในการวิเคราะห์ประเมินค่าได้ง่ายขึ้น เนื่องจากสามารถลดปัญหาการเกิด Multicollinearity ลงได้

โดยค่าที่ได้ส่วนมากจะอยู่ในช่วง -0.30 ถึง 0.30 ซึ่งมีความสัมพันธ์ในระดับที่น้อย (ไม่นับค่า PREFINAL_RE, PREFINAL_SD, PREOPEN_RE และ PREOPEN_SD เนื่องจากมีที่มาจากคำนวณเดียวกัน คือ ค่าเฉลี่ยผลตอบแทน และค่าเบี่ยงเบนผลตอบแทนที่ได้รับจากตลาดหลักทรัพย์เหมือนกัน จึงมีค่าความสัมพันธ์ในระดับที่สูง) คู่ความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์รวม (LNASSET): อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ที่ระดับ 0.38 เนื่องจากยิ่งบริษัทที่มี Asset มาก ยิ่งมีแนวโน้มที่จะกู้เพื่อบริหารเงินและสภาพคล่องของธุรกิจ ส่งผลให้มีสัดส่วนของ Debt/Equity ที่มากขึ้นไปด้วย คู่ความสัมพันธ์ระหว่าง สินทรัพย์รวม (LNASSET): ชื่อเสียงของสำนักตรวจสอบบัญชีภายนอก (AUDIT) ที่ระดับ 0.39 เนื่องจากยิ่งบริษัทหลักทรัพย์มีขนาดใหญ่ ยิ่งแสดงถึงจำนวนงบประมาณที่มีรวมถึงหน้าตา ชื่อเสียง และความน่าเชื่อถือของบริษัทหลักทรัพย์และงบทางการเงิน จึงมีแนวโน้มใช้บริการสำนักงานตรวจสอบบัญชีภายนอกที่มีชื่อเสียงเป็นที่รู้จักกันอย่าง BIG4 มากกว่า ยกเว้นคู่ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการขายหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทก่อนเสนอขายครั้งแรก (EXISTSHARE): สัดส่วนของหุ้นเสนอขายครั้งแรกที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทก่อนเสนอขายครั้งแรก (IPO_RATIO) ที่ระดับ -0.42 เนื่องจากหากบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นเดิมขายหุ้นเพิ่มทุน สัดส่วนการของหุ้นที่เสนอขายครั้งแรกจะมีน้อยกว่าบริษัทที่ไม่มีผู้ถือหุ้นเดิมขายหุ้นเพิ่มทุน ในกรณีที่เสนอขายหุ้นเพิ่มทุนเท่ากัน จากการที่ว่าหุ้นในส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมเป็นการขายให้นักลงทุนรายใหม่ (เป็นการเปลี่ยนมือการถือหุ้น) นอกจากนี้ การขายหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมส่งผลต่อสัดส่วนการถือครองหุ้นของบริษัท ทำให้แรงจูงใจในการออกหุ้นเพิ่มทุนใหม่ลดลง เพื่อรักษาอำนาจในการควบคุมกิจการให้คงอยู่ดังเดิม

ตารางที่ 4.5 แสดงค่าทางสถิติของตัวแปร

Variable	N	Mean	Std. Dev.	Min	Percentile 25	Percentile 50	Percentile 75	Max
LNASSET (Ln ของล้านบาท)	242	7.16	1.38	4.63	6.11	6.87	7.92	12.12
LNAGE (Ln ของปี)	242	2.89	0.60	1.10	2.56	3.00	3.33	4.26
PPE (%)	242	0.35	0.26	0.00	0.13	0.31	0.56	0.93
UW (%)	242	0.06	0.07	0.00	0.02	0.04	0.07	0.69
IPO_RATIO (%)	242	0.34	0.10	0.02	0.30	0.33	0.38	0.72
EXISTSHARE (%)	242	0.02	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.48
EBIT (%)	242	0.17	0.15	-0.01	0.08	0.12	0.21	0.87
ROE (%)	242	0.30	0.28	-0.24	0.14	0.22	0.37	1.55
DE (เท่า)	242	1.84	1.39	0.18	0.84	1.50	2.44	8.60
PREFINAL_RE (%)	242	0.02	0.09	-0.15	-0.05	0.02	0.08	0.27
PREFINAL_SD (% ต่อวัน)	242	0.14	0.06	0.05	0.10	0.13	0.16	0.41
PREOPEN_RE (%)	242	0.02	0.09	-0.15	-0.06	0.01	0.08	0.33
PREOPEN_SD (% ต่อวัน)	242	0.14	0.06	0.05	0.10	0.13	0.16	0.41
AUDIT (Dummy)	242	0.56	0.50	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

ตารางที่ 4.6 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlation)

	LNASSET	LNAGE	PPE	UW	IPO_RATIO	EXISTSHARE	EBIT	ROE	DE	PREFINAL_RE	PREFINAL_SD	PREOPEN_RE	PREOPEN_SD	AUDIT
LNASSET	1.00													
LNAGE	0.05	1.00												
PPE	0.20	-0.05	1.00											
UW	0.00	-0.07	0.00	1.00										
IPO_RATIO	-0.14	-0.02	-0.01	0.02	1.00									
EXISTSHARE	0.15	0.02	0.06	0.02	-0.42	1.00								
EBIT	0.23	-0.30	0.08	0.05	0.02	0.01	1.00							
ROE	0.06	0.00	-0.10	0.02	-0.13	0.08	0.09	1.00						
DE	0.38	-0.07	0.10	0.01	0.18	-0.06	-0.02	0.18	1.00					
PREFINAL_RE	-0.08	0.05	0.05	0.18	-0.10	-0.09	0.08	0.01	-0.05	1.00				
PREFINAL_SD	-0.08	0.07	-0.14	-0.05	0.00	0.04	-0.05	0.05	-0.07	-0.38	1.00			
PREOPEN_RE	-0.06	0.05	0.08	0.10	-0.13	-0.09	0.02	0.01	-0.02	0.88	-0.29	1.00		
PREOPEN_SD	-0.07	0.06	-0.15	-0.06	0.00	0.04	-0.06	0.06	-0.07	-0.40	0.98	-0.35	1.00	
AUDIT	0.39	0.05	0.01	-0.06	-0.08	0.09	0.17	0.15	0.11	-0.11	-0.11	-0.10	-0.10	1.00

4.4 วิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method)

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา เป็นข้อมูลที่มีลักษณะแบบหลายตัวอย่าง (Cross-sectional) โดยในงานวิจัยนี้เก็บข้อมูลการออกหุ้นเสนอขายครั้งแรกของแต่ละบริษัทจดทะเบียนครอบคลุมตั้งแต่ปี ค.ศ. 2010 ถึง 2020 และใช้วิธีการทางสถิติแบบ Ordinary Least Square Method โดยสนใจศึกษาวิธีการประมาณมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทจดทะเบียน ปัจจัยที่ส่งผลถึงประสิทธิภาพของการประมาณมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทหลักทรัพย์ในวิธีการต่าง ๆ ปัจจัยที่ส่งผลทำให้เกิดการคลาดเคลื่อนในการประมาณมูลค่าหุ้น (ERROR) รวมไปถึงศึกษาปัจจัยที่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ให้ส่วนลดเพื่อจูงใจนักลงทุน (DISCOUNT) และปัจจัยของการ Underpricing ในราคาหุ้นเสนอขายครั้งแรก ณ วันแรกและ 10 วัน หลังการซื้อขายในตลาดรอง

ในการศึกษาได้ใช้สมการเส้นตรง โดยวิธีการ Run Regression พร้อมกับใช้คำสั่ง Robust เพื่อลดปัญหาการเกิด Heteroscedasticity (ปัญหาที่เกิดจากความแปรปรวนของตัวแปรในแบบจำลองที่ไม่คงที่ อันอาจเกิดจากการที่ขนาดของกิจการ เทคโนโลยี ธุรกิจที่มีความแตกต่างกัน) เนื่องจากชุดข้อมูลเป็นแบบ Cross-sectional มีขนาดของบริษัทหลักทรัพย์มีความหลากหลายแตกต่างกัน โดยทางกลุ่มแบ่งวิธีการศึกษา ออกมาเป็น 5 แบบจำลอง ดังนี้

4.4.1 แบบจำลองที่ 1 : ทดสอบลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าหลักทรัพย์ (Natural Log of The Market Value : LN_VMARKET)

โดยศึกษาว่าการประมาณมูลค่าหุ้นทั้ง 5 แบบ สามารถใช้อธิบายค่า Market Value (VMARKET) ได้หรือไม่ โดยได้ทำการใส่ Natural Log แก่ตัวแปรต้น และตัวแปรตาม เพื่อเพิ่มความสามารถในการอ่านค่าและตีความได้ง่ายขึ้น โดยมีสมการ ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{LN_VMARKET}_a &= \beta_{a0} + \beta_{a1} \text{LN_EST_FA} + \epsilon_a^{(+)} \\ \text{LN_VMARKET}_b &= \beta_{b0} + \beta_{b1} \text{LN_EST_PE_SECTOR} + \epsilon_b^{(+)} \\ \text{LN_VMARKET}_c &= \beta_{c0} + \beta_{c1} \text{LN_EST_PE_MARKET} + \epsilon_c^{(+)} \\ \text{LN_VMARKET}_d &= \beta_{d0} + \beta_{d1} \text{LN_EST_PBV_SECTOR} + \epsilon_d^{(+)} \\ \text{LN_VMARKET}_e &= \beta_{e0} + \beta_{e1} \text{LN_EST_PBV_MARKET} + \epsilon_e^{(+)} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{โดยที่ LN_EST_FA} &= \ln(\text{Comparable firm multiples} \times \text{Shares}) \\
 \text{LN_EST_PE_SECTOR} &= \ln(\text{PE}_{\text{Sector}} \times \text{EPS}_{\text{company}} \times \text{Shares}) \\
 \text{LN_EST_PE_MARKET} &= \ln(\text{PE}_{\text{market}} \times \text{EPS}_{\text{company}} \times \text{Shares}) \\
 \text{LN_EST_PBV_SECTOR} &= \ln(\text{PBV}_{\text{Sector}} \times \text{BV}_{\text{company}} \times \text{Shares}) \\
 \text{LN_EST_PBV_MARKET} &= \ln(\text{PBV}_{\text{market}} \times \text{BV}_{\text{company}} \times \text{Shares})
 \end{aligned}$$

หมายเหตุ

$\text{PE}_{\text{Sector}}$	คือ ค่า P/E Ratio ของ Sector (บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ SET) และ Industry (บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ mai) นับจากวันก่อน Filing ของบริษัทจดทะเบียนมีผลใช้บังคับ (Filing Effective Date) เฉลี่ย 20 วันทำการ
$\text{PE}_{\text{market}}$	คือ ค่า P/E Ratio ของประเภทตลาดหลักทรัพย์ (SET หรือ mai) นับจากวันก่อน Filing ของบริษัทจดทะเบียนมีผลใช้บังคับ (Filing Effective Date) เฉลี่ย 20 วันทำการ
$\text{PBV}_{\text{Sector}}$	คือ ค่า P/BV ของ Sector (บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ SET) และ Industry (บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ mai) นับจากวันก่อน Filing ของบริษัทจดทะเบียนมีผลใช้บังคับ (Filing Effective Date) เฉลี่ย 20 วันทำการ
$\text{PBV}_{\text{market}}$	คือ ค่า P/BV ของประเภทตลาดหลักทรัพย์ (SET หรือ mai) นับจากวันก่อน Filing ของบริษัทจดทะเบียนมีผลใช้บังคับ (Filing Effective Date) เฉลี่ย 20 วันทำการ
$\text{EPS}_{\text{company}}$	คำนวณจาก กำไรสุทธิย้อนหลัง 4 ไตรมาสล่าสุด (Trailing) / จำนวนหุ้นหลังเสนอขายครั้งแรก
$\text{BV}_{\text{company}}$	คำนวณจาก Total Equity / จำนวนหุ้นหลังเสนอขายครั้งแรก
Shares	คือ จำนวนหุ้นหลังเสนอขายครั้งแรก

โดยใช้วิธีทดสอบ T-test เพื่อดูว่ามีการประมาณมูลค่าหุ้นแต่ละแบบนั้นมีนัยสำคัญหรือไม่ ทดสอบทั้งมีค่าคงที่ (constant) และไม่มีค่าคงที่ (non-constant)

4.4.2 แบบจำลองที่ 2: การประมาณมูลค่าหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรกคลาดเคลื่อน (Prediction Error : ERROR)

ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลให้เกิดการคลาดเคลื่อนในการประมาณมูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรก (Estimate value) ทั้ง 5 แบบ โดยจะเปลี่ยนแปลงไปตามสูตร ERROR ดังนี้

$$\text{ERROR} = (\text{Market Value} - \text{Estimate Value}) / \text{Market Value}$$

โดย Market Value (บาท) คำนวณจากราคาปิดในตลาดรองวันแรก (บาท) x จำนวนหุ้นหลังเสนอขายครั้งแรก (หุ้น)

Estimate Value (บาท) คือ การประมาณมูลค่าบริษัทจดทะเบียนจากการเปรียบเทียบ (ทั้ง 5 แบบ)

ทั้งนี้ หากแทนค่าตามสูตร ERROR มีค่าเป็นบวก (+) หมายความว่า การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ต่ำไป (มูลค่า ณ วันซื้อขายในตลาดรองวันแรกสูงกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ที่ประเมินออกมา) และหากมีค่าเป็นลบ (-) หมายความว่า ประเมินมูลค่าหลักทรัพย์สูงไป (มูลค่า ณ วันซื้อขายในตลาดรองวันแรกต่ำกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ที่ประเมินออกมา) หากนำปัจจัยต่าง ๆ ที่ต้องการศึกษามาใส่ในแบบจำลองแล้ว สามารถกำหนดเป็นสมการได้ ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{ERROR} = & \beta_0 + \beta_1 \overset{(+)}{\text{LNASSET}} + \beta_2 \overset{(+)}{\text{LNAGE}} + \beta_3 \overset{(+)}{\text{PPE}} + \beta_4 \overset{(-)}{\text{UW}} \\ & + \beta_5 \overset{(-)}{\text{IPO_RATIO}} + \beta_6 \overset{(-)}{\text{EXISTSHARE}} + \beta_7 \overset{(+)}{\text{EBIT}} + \beta_8 \overset{(+)}{\text{ROE}} \\ & + \beta_9 \overset{(-)}{\text{DE}} + \beta_{10} \overset{(+)}{\text{PREFINAL_RE}} + \beta_{11} \overset{(+)}{\text{PREFINAL_SD}} + \beta_{12} \overset{(+)}{\text{AUDIT}} \\ & + \varepsilon_i \end{aligned}$$

4.4.3 แบบจำลองที่ 3 : ส่วนลดในการจำหน่ายหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรก (Discount: DISCOUNT)

ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลให้เกิดส่วนลดในการจำหน่ายหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรกจากการประมาณมูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรก (Estimate value) ทั้ง 5 แบบ โดยจะเปลี่ยนแปลงไปตามสูตร DISCOUNT ดังนี้

$$\text{DISCOUNT} = (\text{Estimate Value} - \text{IPO Value}) / \text{Estimate Value}$$

โดย IPO Value (บาท) คำนวณจากราคาจำหน่ายหุ้นเสนอขายครั้งแรก (บาท) x จำนวนหุ้นหลังเสนอขายครั้งแรก (หุ้น)

Estimate Value (บาท) คือ การประมาณมูลค่าบริษัทจดทะเบียนจากการเปรียบเทียบ (ทั้ง 5 แบบ)

ทั้งนี้ หากแทนค่าตามสูตร DISCOUNT แล้วมีค่าเป็นบวก (+) หมายความว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จัดจำหน่ายหุ้นเสนอขายครั้งแรก โดยมีส่วนลดให้กับนักลงทุน (Discount) และหากมีค่าเป็นลบ (-) หมายความว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จัดจำหน่ายหุ้นเสนอขายครั้งแรก ในราคาส่วนเพิ่มแก่นักลงทุน (Premium) หากนำปัจจัยต่าง ๆ ที่ต้องการศึกษามาใส่ในแบบจำลองแล้ว สามารถกำหนดเป็นสมการได้ ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{DISCOUNT} = & \beta_0 + \beta_1 \overset{(-)}{\text{LNASSET}} + \beta_2 \overset{(-)}{\text{LNAGE}} + \beta_3 \overset{(-)}{\text{PPE}} + \beta_4 \overset{(+)}{\text{UW}} \\ & + \beta_5 \overset{(+)}{\text{IPO_RATIO}} + \beta_6 \overset{(+)}{\text{EXISTSHARE}} + \beta_7 \overset{(-)}{\text{EBIT}} + \beta_8 \overset{(-)}{\text{ROE}} \\ & + \beta_9 \overset{(+)}{\text{DE}} + \beta_{10} \overset{(-)}{\text{PREFINAL_RE}} + \beta_{11} \overset{(-)}{\text{PREFINAL_SD}} + \beta_{12} \overset{(-)}{\text{AUDIT}} \\ & + \varepsilon_1 \end{aligned}$$

4.4.4 แบบจำลองที่ 4 : การตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกในตลาดรองวันแรก (Underpricing : UNDERPRICE)

ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลให้เกิดการ Underpricing ในตลาดรองวันแรก เช่นเดียวกับการงานศึกษาของ เกร์ อิชยพฤษ์, เสาวภาคย์ ดียิ่ง และ อลิศรา มณี โซติ (2560) ตามสมการ ดังนี้

$$\text{UNDERPRICE} = (\text{Market Value} - \text{IPO Value}) / \text{IPO Value}$$

โดย Market Value (บาท) คำนวณจากราคาปิดในตลาดรองวันแรกของหุ้นเสนอขายครั้งแรก (บาท) x จำนวนหุ้นหลังการเสนอขายครั้งแรก (หุ้น)

IPO Value (บาท) คำนวณจาก ราคาจำหน่ายหุ้นเสนอขายครั้งแรก (บาท) x จำนวนหุ้นหลังการเสนอขายครั้งแรก (หุ้น)

ทั้งนี้ หากมีค่าเป็นบวก (+) หมายความว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จัดจำหน่ายหุ้นเสนอขายครั้งแรกต่ำกว่าราคาตลาด (Underpricing) และหากมีค่าเป็นลบ (-) หมายความว่าผู้จัดจำหน่าย

หลักทรัพย์จัดจำหน่ายหุ้นเสนอขายครั้งแรก สูงกว่าราคาตลาด (Overpricing) หากนำปัจจัยต่าง ๆ ที่ต้องการศึกษามาใส่ในแบบจำลองแล้ว สามารถกำหนดเป็นสมการได้ ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{UNDERPRICE} = & \beta_0 + \beta_1 \overset{(-)}{\text{LNASSET}} + \beta_2 \overset{(-)}{\text{LNAGE}} + \beta_3 \overset{(-)}{\text{PPE}} + \beta_4 \overset{(+)}{\text{UW}} \\ & + \beta_5 \overset{(+)}{\text{IPO_RATIO}} + \beta_6 \overset{(+)}{\text{EXISTSHARE}} + \beta_7 \overset{(-)}{\text{EBIT}} + \beta_8 \overset{(-)}{\text{ROE}} \\ & + \beta_9 \overset{(+)}{\text{DE}} + \beta_{10} \overset{(+)}{\text{PREOPEN_RE}} + \beta_{11} \overset{(+)}{\text{PREOPEN_SD}} + \beta_{12} \overset{(-)}{\text{AUDIT}} \\ & + \epsilon_i \end{aligned}$$

4.4.5 แบบจำลองที่ 5 : การตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าหุ้น IPO ในตลาด รองวันที่ 10 (Underpricing at 10 days : UNDERPRICE10)

ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลให้เกิดการ Underpricing ในตลาดรองวันที่ 10 เช่นเดียวกับการงาน
ศึกษาของ เกร์ อิชยพฤษ์, เสาวภาคย์ ดียิ่ง และ อลิศรา มณี โชติ (2560) ตามสมการ ดังนี้

$$\text{UNDERPRICE10} = (\text{Market Value at 10 days} - \text{IPO Value}) / \text{IPO Value}$$

โดย IPO Value (บาท) คำนวณจาก ราคาจำหน่ายหุ้นเสนอขายครั้งแรก (บาท) x จำนวน
หุ้นหลังการเสนอขายครั้งแรก (หุ้น)

Market Value at 10 days (บาท) คำนวณจากราคาปิดในตลาดรองวันที่ 10 ของหุ้น
เสนอขายครั้งแรก (บาท) x จำนวนหุ้นหลังการเสนอขายครั้งแรก (หุ้น)

ทั้งนี้ หากมีค่าเป็นบวก (+) หมายความว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จัดจำหน่ายหุ้นเสนอ
ขายครั้งแรกต่ำกว่าราคาตลาด (Underpricing) และหากมีค่าเป็นลบ (-) หมายความว่าผู้จัดจำหน่าย
หลักทรัพย์จัดจำหน่ายหุ้นเสนอขายครั้งแรก สูงกว่าราคาตลาด (Overpricing) หากนำปัจจัยต่าง ๆ ที่
ต้องการศึกษามาใส่ในแบบจำลองแล้ว สามารถกำหนดเป็นสมการได้ ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{UNDERPRICE} = & \beta_0 + \beta_1 \overset{(-)}{\text{LNASSET}} + \beta_2 \overset{(-)}{\text{LNAGE}} + \beta_3 \overset{(-)}{\text{PPE}} + \beta_4 \overset{(+)}{\text{UW}} \\ & + \beta_5 \overset{(+)}{\text{IPO_RATIO}} + \beta_6 \overset{(+)}{\text{EXISTSHARE}} + \beta_7 \overset{(-)}{\text{EBIT}} + \beta_8 \overset{(-)}{\text{ROE}} \\ & + \beta_9 \overset{(+)}{\text{DE}} + \beta_{10} \overset{(+)}{\text{PREOPEN_RE}} + \beta_{11} \overset{(+)}{\text{PREOPEN_SD}} + \beta_{12} \overset{(-)}{\text{AUDIT}} \\ & + \epsilon_i \end{aligned}$$

ทั้งนี้ แบบจำลองที่ 2 (ERROR) และแบบจำลองที่ 3 (DISCOUNT) จะมีการทดสอบ ทั้ง 5 แบบ ตามการ Estimate Value ในทุกแบบจำลองรวมถึงส่วนแบบจำลองที่ 4 (UNDERPRICE) และแบบจำลองที่ 5 (UNDERPRICE10) จะทดสอบโดยการใช้สมการเส้นตรง พร้อมกับใช้ค่าตั้ง Robust Standard Error เพื่อศึกษานัยสำคัญของตัวแปรต่าง ๆ



บทที่ 5

ผลการทดสอบ

การศึกษาบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่ปี 2010 - 2020 ในครั้งนี้ ได้แบ่งเป็นช่วงหลัก ๆ ดังนี้

5.1 ผลการศึกษาการประมาณมูลค่าโดยประมาณโดยวิธีต่าง ๆ ต่อมูลค่าตลาด

จาก Natural Log of The Market Value = Ln ของราคาหุ้น IPO x จำนวนหุ้นหลังการเสนอขาย ในครั้งนี้ต้องการทดสอบว่า Estimate Value ที่เป็นการประมาณการมูลค่าตลาดของหุ้นเสนอขายครั้งแรก สามารถอธิบาย Market Value ที่เป็นมูลค่าตลาดของหุ้นเสนอขายครั้งแรก ณ วันแรกในการเข้าตลาดได้หรือไม่ ดังสมการ

$$LN_VMARKET = \text{Ln}(\text{Estimate Value})$$

ซึ่ง Estimate Value คือ การประมาณการมูลค่าบริษัทจดทะเบียน มีด้วยกันทั้งหมด 5 รูปแบบ แบ่งเป็น 5 Models ดังนี้

1. EST_FA = การประมาณมูลค่าจากธุรกิจใกล้เคียง โดยทาง Financial Consult (FA) เป็นผู้กำหนดบริษัทในธุรกิจใกล้เคียง
2. EST_PE_SECTOR = การประมาณมูลค่าจากค่า P/E Ratio ใน Sector หรือ Industry เดียวกัน
3. EST_PE_MARKET = การประมาณมูลค่าจากค่า P/E Ratio ในตลาด SET หรือ mai ที่บริษัทจดทะเบียนอยู่
4. EST_PBV_SECTOR = การประมาณมูลค่าจากค่า P/BV Ratio ใน Sector หรือ Industry เดียวกัน
5. EST_PBV_MARKET = การประมาณมูลค่าจากค่า P/BV Ratio ในตลาด SET หรือ mai ที่บริษัทจดทะเบียนอยู่

จากตารางที่ 5.1 แสดงผลการศึกษาโดยวิธีการวิเคราะห์การถดถอย ค่า Ln ของ Market Value โดย Ln ของมูลค่าจากการประมาณมูลค่าบริษัทจดทะเบียนแบบต่าง ๆ พบว่า การประมาณมูลค่าบริษัทจดทะเบียนทั้ง 5 แบบ มีค่าเป็นบวก (+) ซึ่งสอดคล้องกับเครื่องหมายที่คาดการณ์ไว้ นอกจากนี้ยังพบว่า การประมาณมูลค่าบริษัทจดทะเบียนทั้ง 5 แบบ สามารถอธิบายค่า Ln ของมูลค่าบริษัทจดทะเบียน (Natural Log of The Market Value) ได้ทุกแบบจำลองโดยดูได้จากค่า F- test ที่มีระดับนัยสำคัญร้อยละ 1 ทั้งนี้ แบบจำลองที่มีการคำนวณโดยใช้ Estimate Value จากหนังสือชี้ชวน (Filing) (EST_FA) มีสามารถอธิบายแบบจำลองได้มากที่สุด โดยสังเกตได้จากค่า R-Square มากที่สุด (ร้อยละ 80.10) รองลงมาคือ การคำนวณโดยใช้ Estimate Value จากการเปรียบเทียบ P/BV ใน Sector (EST_PBV_SECTOR), จากการเปรียบเทียบ P/BV ในตลาด (EST_PBV_MARKET), จากการเปรียบเทียบ P/E ใน Sector (EST_PE_SECTOR) และจากการเปรียบเทียบ P/E ในตลาด (EST_PE_MARKET) ตามลำดับ อย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 5.1 แสดงผลการศึกษาโดยวิธีการวิเคราะห์การถดถอย OLS regression ค่า Ln ของมูลค่าตลาด (Market Value) เมื่อเทียบกับ Ln ของมูลค่าจากการประมาณมูลค่าบริษัทจดทะเบียนแบบต่าง ๆ

Variable	Y1 = Natural Log of The Market Value (Ln ของล้านบาท)				
LN_EST_FA (+) (Ln ของล้านบาท)	0.815 *** (28.620)				
LN_EST_PE_SECTOR (+) (Ln ของล้านบาท)		0.806 *** (21.150)			
LN_EST_PE_MARKET (+) (Ln ของล้านบาท)			0.847 *** (19.720)		
LN_EST_PBV_SECTOR (+) (Ln ของล้านบาท)				0.898 *** (24.880)	
LN_EST_PBV_MARKET (+) (Ln ของล้านบาท)					0.951 *** (24.270)
Constant	4.187 *** (6.750)	4.233 *** (5.110)	3.360 *** (3.620)	3.104 *** (4.150)	2.054 ** (2.530)
F-test	819.029 ***	447.349 ***	388.924 ***	619.231 ***	588.923 ***
R-Square	0.801	0.648	0.612	0.733	0.716
Adjusted R-squared	0.800	0.646	0.610	0.731	0.715
Observations	242	242	242	242	242

หมายเหตุ: * มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 ** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 *** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, เครื่องหมายในวงเล็บ คือ ค่า T-test

จากตารางที่ 5.2 พบว่า เมื่อทดสอบระดับนัยยะสำคัญ (test Hypothesis) ที่ $\beta = 1$ เพื่อทดสอบว่าการประมาณมูลค่าแบบใดที่จะสามารถอธิบาย Natural Log of The Market Value ได้ดีที่สุด

ผลการศึกษาที่ได้ คือ แบบจำลองที่มีการคำนวณโดยใช้ Estimate Value จากหนังสือชี้ชวน (Filing) (EST_FA), จากการเปรียบเทียบ P/E ใน Sector (EST_PE_SECTOR), จากการเปรียบเทียบ P/E ในตลาด (EST_PE_MARKET) และจากการเปรียบเทียบ P/BV ใน Sector (EST_PBV_SECTOR) ตามลำดับ ที่มีค่าระดับนัยสำคัญร้อยละ 1 แสดงค่าประมาณมูลค่านั้นมีความใกล้เคียงกับ Natural log of the market share ยกเว้นการคำนวณโดยใช้ Estimate Value จากการเปรียบเทียบ P/BV ในตลาด (EST_PBV_MARKET) ที่มีค่าไม่ใกล้เคียงกับ Natural log of the market share อย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 5.2 สรุปผลการทดสอบตัวแปร Hypothesis : $\beta = 1$

	LN_EST_FA	LN_EST_PE_SECTOR	LN_EST_PE_MARKET	LN_EST_PBV_SECTOR	LN_EST_PBV_MARKET
T-test	41.9700	26.0100	12.6500	7.9900	1.5700
Prob > T	0.0000	0.0000	0.0005	0.0051	0.2114

จากตารางที่ 5.3 เมื่อทดสอบระดับนัยยะสำคัญ (test Hypothesis) $\beta = 1$ และค่า Constant = 0 พบว่าแบบจำลอง หรือทุกตัวแปรที่เป็นการประมาณมูลค่าของแต่ละแบบ (5 แบบ) มีค่าใกล้เคียงกับ Natural log of the market share อย่างมีนัยสำคัญร้อยละ 1 แต่หากพิจารณาจากค่า T-test ที่ได้นั้นจะพบว่า การประมาณมูลค่าที่ได้จากการเปรียบเทียบ PBV_MARKET นั้นมีความใกล้เคียงมากที่สุด รองลงมาคือการประมาณที่ได้จาก PBV_SECTOR, FA, PE_SECTOR และ PE_MARKET ตามลำดับ

ตารางที่ 5.3 สรุปผลการทดสอบตัวแปร Hypothesis : $\beta = 1$ และ Constant = 0

	LN_EST_FA	LN_EST_PE_SECTOR	LN_EST_PE_MARKET	LN_EST_PBV_SECTOR	LN_EST_PBV_MARKET
T-test	31.8500	13.0600	7.0500	282.1900	276.4400
Prob > T	0.0000	0.0000	0.0011	0.0000	0.0000

5.2 ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการประมาณมูลค่าหุ้นตลาดเคลื่อน (ERROR)

สูตรการคำนวณ ERROR (ทศนิยม)

$$\text{ERROR} = (\text{Market Value} - \text{Estimate Value}) / \text{Market Value}$$

สมการ Regression ERROR

$$\begin{aligned} \text{ERROR} = & \beta_0 + \beta_1 \overset{(+)}{\text{LNASSET}} + \beta_2 \overset{(+)}{\text{LNAGE}} + \beta_3 \overset{(+)}{\text{PPE}} + \beta_4 \overset{(-)}{\text{UW}} \\ & + \beta_5 \overset{(-)}{\text{IPO_RATIO}} + \beta_6 \overset{(-)}{\text{EXISTSHARE}} + \beta_7 \overset{(+)}{\text{EBIT}} + \beta_8 \overset{(+)}{\text{ROE}} \\ & + \beta_9 \overset{(-)}{\text{DE}} + \beta_{10} \overset{(+)}{\text{PREFINAL_RE}} + \beta_{11} \overset{(+)}{\text{PREFINAL_SD}} + \beta_{12} \overset{(+)}{\text{AUDIT}} \\ & + \varepsilon_i \end{aligned}$$

จากตารางที่ 5.4 และกราฟที่ 5.1 แสดงถึงค่าทางสถิติของ Prediction Error ที่แตกต่างกัน ยิ่งค่าเข้าใกล้ 0 ยิ่งหมายความว่ามีการประเมินมูลค่าได้ใกล้เคียงกับมูลค่าตอนเปิดตลาดวันแรกมาก

พบว่า ค่าเฉลี่ย (Mean) ของค่า Prediction Error ที่มาจากการ Estimate Value จากการใช้ FA มีค่าที่ใกล้เคียง 0 มากที่สุด (-1.83%) เนื่องจากค่า Estimate Value จากการใช้ FA นั้นได้มีการเลือกค่าที่ใช้เปรียบเทียบ (P/E และ P/BV) จากบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ที่มีการดำเนินกิจการใกล้เคียงกันเท่านั้นมาใช้เป็นตัวเปรียบเทียบ ทำให้สามารถประมาณมูลค่าของบริษัทจดทะเบียนที่จะทำการเสนอขายครั้งแรก ได้ใกล้เคียงกับมูลค่าตอนเปิดตลาดวันแรกมากที่สุด รองลงมาคือค่า Prediction Error ที่มาจากการ Estimate Value จาก PE_MARKET, PE_SECTOR, PBV_SECTOR และ PBV_MARKET ตามลำดับ

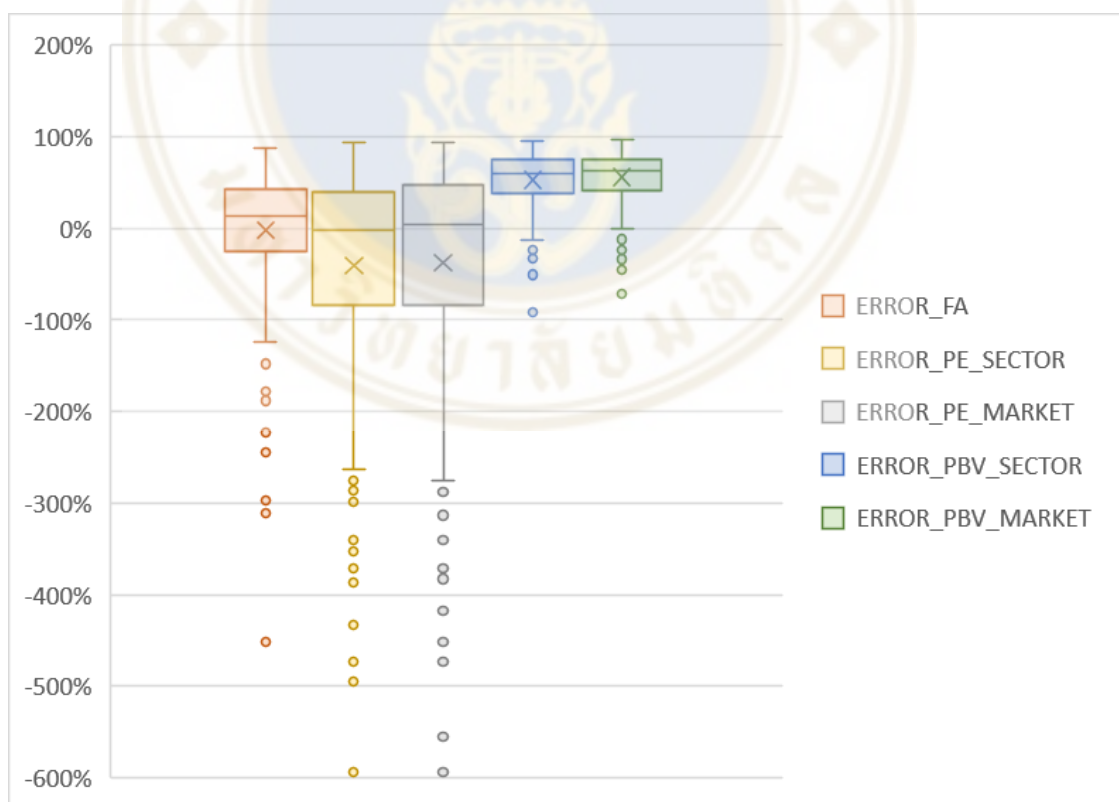
แต่เมื่อมองถึงค่าทางสถิติ Standard Deviation (S.D.) ที่มาจากการ Estimate Value จาก PBV Market และ PBV Sector อยู่ที่ร้อยละ 28.62 – 30.94 ซึ่งมีค่า S.D. น้อยกว่า (เบี่ยงเบนน้อย) Estimate Value จาก FA, PE Sector และ PE Market อยู่ที่ร้อยละ 70.83 – 120.33

จากกราฟที่ 5.1 ค่าทางสถิติเมื่อไม่รวมค่าผิดปกติ (Outliers) พบว่าค่าที่มาจากการใช้ FA นั้นมีค่าเฉลี่ย (mean) ใกล้เคียง 0 มากที่สุด โดยมีการกระจายตัวของข้อมูลอยู่ในช่วง -123.50% ถึง 88.03% การประมาณมูลค่าจากค่า P/E มีค่า Percentile 50 อยู่ที่ระดับที่ 0 มากที่สุด โดยมีการกระจายตัวของข้อมูลอยู่ในช่วง -262.95% ถึง 93.35% ซึ่งถือว่ามี การกระจายตัวกันหรือการเบี่ยงเบนของข้อมูล

มากที่สุด และสุดท้ายการประมาณมูลค่าจากการใช้ P/BV จะมีค่าเฉลี่ย Error หรือเป็นการประมาณมูลค่าได้ใกล้เคียงน้อยที่สุด (59.62%) แต่มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่น้อยที่สุดอยู่ในช่วง 22.01% ถึง 24.28%

ตารางที่ 5.4 แสดงค่าทางสถิติของการประมาณมูลค่าหุ้นในตลาดเคลื่อน (Prediction Error : ERROR)

	ERROR_FA	ERROR_PE_ SECTOR	ERROR_PE_ MARKET	ERROR_PBV_ SECTOR	ERROR_PBV_ MARKET
N	242	242	242	242	242
Mean	-1.83%	-40.37%	-37.05%	53.05%	55.78%
Std. Dev.	70.83%	118.62%	120.33%	30.94%	28.62%
Min	-450.92%	-593.68%	-593.68%	-91.60%	-72.00%
Percentile 25	-25.39%	-84.14%	-83.89%	39.00%	41.33%
Percentile 50	12.82%	-1.87%	3.55%	60.08%	62.75%
Percentile 75	43.47%	40.45%	47.44%	75.64%	75.63%
Max	88.03%	93.35%	93.35%	95.34%	96.20%



ภาพที่ 5.1 กราฟแสดง Box and Whisker ค่าทางสถิติของการประมาณมูลค่าหุ้นในตลาดเคลื่อน (Prediction Error : ERROR)

โดยมีค่าทางสถิติ รวมถึง Min, Max และ Percentile ที่ไม่รวมค่าผิดปกติ (Outliers) ดังนี้

ตารางที่ 5.5 ค่าทางสถิติ รวมถึง Min, Max และ Percentile ที่ไม่รวมค่าผิดปกติ (Outliers)

Without Outliers	ERROR_FA	ERROR_PE_ SECTOR	ERROR_PE_ MARKET	ERROR_PBV_ SECTOR	ERROR_PBV_ MARKET
N	228	229	231	233	232
Mean	11.20%	-20.46%	-18.77%	56.81%	59.62%
Std. Dev.	43.89%	83.38%	85.92%	24.28%	22.01%
Min	-123.50%	-262.95%	-275.19%	-13.21%	-0.18%
Percentile 25	-13.94%	-59.86%	-62.56%	46.61%	44.69%
Percentile 50	18.93%	03.52%	10.96%	64.27%	64.27%
Percentile 75	45.08%	42.09%	48.02%	79.17%	76.17%
Max	88.03%	93.35%	93.35%	95.34%	96.20%

โดยข้อมูลค่าผิดปกติ (Outlier) คือ ค่าของตัวอย่างที่มีค่าสูงหรือต่ำกว่าตัวอย่างส่วนใหญ่ โดย Upper Bound = $Q3 + 1.5(IQR)$ และ Lower Bound = $Q1 - 1.5(IQR)$; Interquartile Range (IQR) = $Q3 - Q1$

5.2.1 ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการประมาณมูลค่าหุ้นตลาดเคลื่อน (ERROR)

ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการประมาณมูลค่าหุ้นตลาดเคลื่อน ดังตารางที่ 5.5 Model 1 ERROR จากการใช้ข้อมูลตามผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (ERROR_FA) พบว่า สัดส่วนของหุ้นเสนอขายครั้งแรก ที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทก่อนเสนอขายครั้งแรก (IPO_RATIO) และผลตอบแทนจากการลงทุนซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 100 วันก่อนวัน Filing มีผลบังคับใช้ (PREFINAL_RE) มีความสัมพันธ์ทิศทางลบ (เมื่อ IPO_RATIO เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR ลดลง) และทิศทางบวก (PREFINAL_RE เพิ่มขึ้น ทำให้ ERROR เพิ่มขึ้น) ตามลำดับอย่างมีนัยสำคัญต่อการประมาณมูลค่าหุ้นตลาดเคลื่อน (ERROR) ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งเอาไว้ และให้ผลตรงกับงานวิจัยของ Ritter (1991) และ Rosenboom (2012) ตามลำดับ

ทั้งนี้ ขนาดของกิจการ (LNASSET) มีความสัมพันธ์ทิศทางลบ (เมื่อ LNASSET เพิ่มขึ้น ทำให้ ERROR ลดลง) อย่างมีนัยสำคัญกับการประมาณมูลค่าหุ้นตลาดเคลื่อน (ERROR) แต่ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และไม่ตรงกับงานวิจัยของ Lizinska and Czapiewski (2014)

การศึกษายังพบว่า อายุของกิจการ (LNAGE) และ ชื่อเสียงของสำนักตรวจสอบบัญชีภายนอก (AUDIT) ไม่สามารถอธิบายการประมาณมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อนได้อย่างมีนัยสำคัญ แต่มีทิศทางบวกสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ (เมื่อ LNAGE และ AUDIT เพิ่ม ทำให้ ERROR เพิ่มขึ้น) และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Reilly and Brown (1999) และ Razafindrambinina and Kwan (2013) ตามลำดับ นอกจากนี้ สัดส่วนการขายหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทก่อนเสนอขายครั้งแรก (EXISTSHARE) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานจากการลงทุนซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 100 วันก่อนวัน Filing มีผลบังคับใช้ (PREFINAL_SD) ต่างก็ไม่สามารถอธิบายการประมาณมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อน (ERROR) ได้อย่างมีนัยสำคัญ แต่ก็มีทิศทางลบและทิศทางบวกสอดคล้องกับสมมติฐานซึ่งให้ผลตรงกับงานวิจัยของ Chahine & Tohme (2009) และ Rosenboom (2012) ตามลำดับ (เมื่อ EXISTSHARE เพิ่มขึ้น ทำให้ ERROR ลดลง และเมื่อ PREFINAL_SD เพิ่มขึ้น ทำให้ ERROR เพิ่มขึ้น)

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาพบว่า ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UW) ให้ผลทิศทางบวก (เมื่อ UW เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR เพิ่มขึ้น), อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) ให้ผลในทิศทางลบ (เมื่อ EBIT เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR ลดลง), อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ให้ผลในทิศทางลบ (เมื่อ ROE เพิ่มขึ้น ทำให้ ERROR ลดลง) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ให้ผลในทิศทางบวก (เมื่อ DE เพิ่มขึ้น ทำให้ ERROR เพิ่มขึ้น) ปัจจัยข้างต้นไม่สามารถอธิบายการประมาณมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อน (ERROR) ได้อย่างมีนัยสำคัญ และทิศทางความสัมพันธ์ไม่ตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

ตารางที่ 5.6 แสดงผลการศึกษาโดยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยของการประมาณมูลค่าหุ้นตลาดเคลื่อน (Prediction error) ที่ประเมินค่าโดยใช้การประมาณแบบต่าง ๆ

	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5
	ERROR_FA	ERROR_PE_SECTOR	ERROR_PE_MARKET	ERROR_PBV_SECTOR	ERROR_PBV_MARKET
	(ทศนิยม)	(ทศนิยม)	(ทศนิยม)	(ทศนิยม)	(ทศนิยม)
LNASSET (+) (Ln ของล้านบาท)	-0.108 ** (2.170)	0.076 (1.320)	0.137 ** (2.460)	-0.036 ** (2.090)	-0.031 * (1.700)
LNAGE (+) (Ln ของปี)	0.004 (0.050)	-0.234 (1.640)	-0.049 (0.400)	-0.039 (1.130)	0.024 (0.660)
PPE (%) (+)	0.246 (1.460)	0.818 *** (2.650)	0.987 *** (3.130)	0.005 (0.090)	0.064 (0.950)
UW (%) (-)	0.528 (1.180)	0.608 (0.480)	0.792 (0.470)	-0.526 * (1.780)	-0.034 (0.170)
IPO_RATIO (%) (-)	-1.650 *** (2.710)	-1.079 (1.510)	-1.902 ** (2.570)	-0.379 (1.330)	-0.651 *** (2.680)
EXISTSHARE (%) (-)	-1.475 (1.490)	-0.384 (0.380)	-1.889 * (1.880)	-0.341 (1.120)	-0.959 ** (2.290)
EBIT (%) (+)	-0.166 (0.490)	-0.329 (0.620)	-0.579 (1.050)	0.141 (0.980)	0.060 (0.440)
ROE (%) (+)	-0.435 (1.540)	-0.223 (0.800)	-0.239 (0.840)	0.405 *** (6.940)	0.420 *** (7.480)
DE (เท่า) (-)	0.059 (1.420)	-0.033 (0.560)	-0.043 (0.620)	0.040 *** (2.720)	0.035 ** (2.510)
PREFINAL_RE (%) (+)	1.451 *** (2.910)	3.382 *** (3.580)	1.595 * (1.940)	0.317 (1.270)	0.154 (0.770)
PREFINAL_SD (+) (% ต่อวัน)	0.552 (0.750)	5.191 *** (4.900)	5.669 *** (4.620)	0.380 (1.070)	0.361 (1.230)
AUDIT (Dummy) (+)	0.174 (1.390)	0.105 (0.670)	0.143 (0.860)	0.010 (0.250)	0.027 (0.790)
Constant	1.062 ** (2.100)	-0.873 (1.360)	-1.557 *** (2.800)	0.780 *** (4.010)	0.661 *** (4.400)
F-test	4.434 ***	3.767 ***	4.917 ***	7.678 ***	8.225 ***
R-Square	0.130	0.132	0.158	0.230	0.275
Adjusted R-squared	0.085	0.087	0.114	0.190	0.237
Observations	242	242	242	242	242

หมายเหตุ: * มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 ** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 *** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, เครื่องหมายในวงเล็บ คือ ค่า T-test

$ERROR = (\text{Market Value} - \text{Estimate Value}) / \text{Market Value}$

$ERROR_FA = (\text{Market Value} - (\text{Comparable firm multiples} \times \text{Shares})) / \text{Market Value}$

$ERROR_PE_SECTOR = (\text{Market Value} - (\text{PESector} \times \text{EPScompany} \times \text{Shares})) / \text{Market Value}$

$ERROR_PE_MARKET = (\text{Market Value} - (\text{PEMarket} \times \text{EPScompany} \times \text{Shares})) / \text{Market Value}$

$ERROR_PBV_SECTOR = (\text{Market Value} - (\text{PBVSector} \times \text{BVcompany} \times \text{Shares})) / \text{Market Value}$

$ERROR_PBV_MARKET = (\text{Market Value} - (\text{PBVMarket} \times \text{BVcompany} \times \text{Shares})) / \text{Market Value}$

การศึกษาใน Model 2 ERROR จากการใช้ค่า P/E Ratio เทียบเคียงกับบริษัทที่อยู่ใน Sector หรือ Industry เดียวกันกับหุ้นเสนอขายครั้งแรก (ERROR_PE_SECTOR) พบว่า สัดส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ (PPE), ผลตอบแทนจากการลงทุนซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ในช่วง

100 วันก่อนวัน Filing มีผลบังคับใช้ (PREFINAL_RE) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานจากการลงทุนซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 100 วันก่อนวัน Filing มีผลบังคับใช้ (PREFINAL_SD) ต่างก็มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อการประมาณมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อน (ERROR) และสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ หมายความว่า ปัจจัยข้างต้นทำให้การประเมินมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อนสูงขึ้น ตรงกับงานวิจัยของ Rosenboom (2012)

นอกจากนี้พบว่า ขนาดของกิจการ (LNASSET) ให้ผลในทิศทางบวก (เมื่อ LNASSET เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR เพิ่มขึ้น), ชื่อเสียงของสำนักตรวจสอบบัญชีภายนอก (AUDIT) ให้ผลในทิศทางบวก (เมื่อ LNAge และ AUDIT เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR เพิ่มขึ้น), สัดส่วนการขายหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทก่อนเสนอขายครั้งแรก (EXISTSHARE) ให้ผลในทิศทางลบ (เมื่อ EXISTSHARE เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR ลดลง), และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ให้ผลในทิศทางลบ (เมื่อ DE เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR ลดลง) ไม่สามารถอธิบายการประมาณมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อน (ERROR) ได้อย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ให้ผลตรงกับการวิจัยของ Lizinska and Czapiewski (2014), Razafindrabinina and Kwan (2013) และ Chahine & Tohme (2009) ตามลำดับ

อย่างไรก็ตาม อายุของกิจการ (LNAge) ให้ผลในทิศทางลบ, ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UW), อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) ให้ผลในทิศทางลบ และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ให้ผลในทิศทางลบ ทำให้ไม่สามารถอธิบายการประมาณมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อน (ERROR) ได้อย่างมีนัยสำคัญ และทิศทางไม่ตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ (เมื่อ LNAge, EBIT และ ROE เพิ่มขึ้น ทำให้ ERROR ลดลง และเมื่อ UW เพิ่มขึ้น ทำให้ ERROR มากขึ้น)

การศึกษาใน Model 3 ERROR จากการใช้ค่า P/E Ratio เทียบเคียงกับบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์เดียวกันกับหุ้นเสนอขายครั้งแรก (ERROR_PE_MARKET) พบว่า ขนาดของกิจการ (LNASSET), สัดส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ (PPE), ผลตอบแทนจากการลงทุนซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 100 วันก่อนวัน Filing มีผลบังคับใช้ (PREFINAL_RE) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานจากการลงทุนซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 100 วันก่อนวัน Filing มีผลบังคับใช้ (PREFINAL_SD) มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการประมาณมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อน (ERROR) และเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ (เมื่อ LNASSET, PPE, PREFINAL_RE และ PREFINAL_SD เพิ่มขึ้น ทำให้ ERROR เพิ่มขึ้น) ให้ผลตรงกับการวิจัยของ Lizinska and Czapiewski (2014), Rosenboom (2012) และในส่วนของสัดส่วนของหุ้นเสนอขายครั้งแรกที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทก่อนเสนอขายครั้งแรก (IPO_RATIO) และสัดส่วนการขายหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทก่อนเสนอขายครั้งแรก (EXISTSHARE) มีความสัมพันธ์ใน

ทิศทางลบต่อการประมาณมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อน (ERROR) อย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งเอาไว้เช่นกัน (เมื่อ IPO_RATIO และ EXISTSHARE เพิ่มขึ้น ทำให้ ERROR ลดลง) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Ritter (1991) และ Chahine & Tohme (2009) ตามลำดับ

และการศึกษายังพบอีกว่า ชื่อเสียงของสำนักตรวจสอบบัญชีภายนอก (AUDIT) ให้ผลในทิศทางบวก (เมื่อ AUDIT เพิ่มขึ้น ทำให้ ERROR เพิ่มขึ้น) ไม่สามารถอธิบายการประมาณมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อน (ERROR) ได้อย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ให้ผลตรงกับงานวิจัยของ Razafindrambinina and Kwan (2013) ตามลำดับ

นอกจากนี้ อายุของกิจการ (LNAGE) ให้ผลทิศทางลบ (เมื่อ LNAGE เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR ลดลง), ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UW) ให้ผลทิศทางบวก (เมื่อ UW เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR เพิ่มขึ้น), อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) ให้ผลทิศทางลบ (เมื่อ EBIT เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR ลดลง) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ให้ผลทิศทางลบ (เมื่อ ROE เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR ลดลง) และไม่สามารถอธิบายการประมาณมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อน (ERROR) ได้อย่างมีนัยสำคัญ และไม่ตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

การศึกษาใน Model 4 ERROR จากการใช้ค่า P/BV Ratio เทียบเคียงกับบริษัทที่อยู่ใน Sector หรือ Industry เดียวกันกับหุ้นเสนอขายครั้งแรก (ERROR_PBV_SECTOR) พบว่า ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UW) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบ (เมื่อ UW เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR ลดลง) และทิศทางบวก (เมื่อ ROE เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR เพิ่มขึ้น) กับการประมาณมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อน (ERROR) อย่างมีนัยสำคัญ และตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Carter & Manaster (1990) และ พิมพิสา พรหมมา (2561) ตามลำดับ

การศึกษานี้ยังพบว่า ขนาดของกิจการ (LNASSET) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) สามารถอธิบายการประเมินมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อน (ERROR) ได้อย่างมีนัยสำคัญ แต่ไม่ตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ (LNASSET ให้ผลในทิศทางลบ คือเมื่อ LNASSET เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR ลดลง และ DE ให้ผลในทิศทางบวก คือเมื่อ DE เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR เพิ่มขึ้น) ซึ่งให้ผลไม่ตรงกับงานวิจัยของ Lizinska and Czapiewski (2014) และ Razafindrambinina and Kwan (2013) ตามลำดับ

ในขณะที่สัดส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ (PPE) ให้ผลในทิศทางบวก, สัดส่วนของหุ้นเสนอขายครั้งแรกที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทก่อนเสนอขายครั้งแรก (IPO_RATIO) ให้ผลในทิศทางลบ, สัดส่วนการขายหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทก่อนเสนอขายครั้งแรก (EXISTSHARE) ให้ผลในทิศทางลบ, อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) ให้ผลในทิศทางบวก, ผลตอบแทนจากการลงทุนซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 100 วันก่อนวัน Filing มีผลบังคับใช้ (PREFINAL_RE) ให้ผลในทิศทางบวกและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานจากการลงทุนซื้อ

หุ้นในตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 100 วันก่อนวัน Filing มีผลบังคับใช้ (PREFINAL_SD) ให้ผลในทิศทางบวก ซึ่งแต่ละปัจจัยต่างก็ไม่สามารถอธิบายการประมาณมูลค่าหุ้นตลาดเคลื่อน (ERROR) ได้อย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ (เมื่อ PPE, EBIT, PREFINAL_RE และ PREFINAL_SD เพิ่มขึ้น ทำให้ ERROR เพิ่มขึ้น และเมื่อ IPO_RATIO และ EXISTSHARE เพิ่มขึ้น ทำให้ ERROR ลดลง) และให้ผลไปในทิศทางเดียวกับ Ritter (1991), Chahine & Tohme (2009), พิมพิศา พรหมมา (2561) และ Rosenboom (2012) ตามลำดับ

อย่างไรก็ตาม อายุของกิจการ (LNAGE) ไม่สามารถอธิบายการประมาณมูลค่าหุ้นตลาดเคลื่อน (ERROR) ได้อย่างมีนัยสำคัญ และให้ผลในทิศทางลบ (เมื่อ LNAGE เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR ลดลง) ไม่ตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

Model 5 ERROR จากการใช้ค่า P/BV Ratio เทียบเคียงกับบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์เดียวกันกับหุ้นเสนอขายครั้งแรก (ERROR_PBV_MARKET) พบว่า สัดส่วนของหุ้นเสนอขายครั้งแรกที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทก่อนเสนอขายครั้งแรก (IPO_RATIO), สัดส่วนการขายหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทก่อนเสนอขายครั้งแรก (EXISTSHARE) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการประมาณมูลค่าหุ้นตลาดเคลื่อน (ERROR) อย่างมีนัยสำคัญ ตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ (IPO_RATIO และ EXISTSHARE ให้ผลในทิศทางลบ คือเมื่อ IPO_RATIO และ EXISTSHARE เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR ลดลง และ ROE ให้ผลในทิศทางบวก เมื่อ ROE เพิ่มขึ้นจะทำให้ ERROR เพิ่มขึ้น) และตรงกับงานวิจัยของ Ritter (1991), Chahine & Tohme (2009) และ พิมพิศา พรหมมา (2561) ตามลำดับ

เรายังพบอีกว่า ขนาดของกิจการ (LNASSET) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) สามารถอธิบายการประเมินมูลค่าหุ้นตลาดเคลื่อน (ERROR) ได้อย่างมีนัยสำคัญ แต่ไม่ตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ซึ่งให้ผลไม่ตรงกับงานวิจัยของ Lizinska and Czapiewski (2014) และ Razafindrambinina and Kwan (2013) ตามลำดับ

นอกจากนี้ยังพบอีกว่า อายุของกิจการ (LNAGE) ให้ผลในทิศทางบวก (เมื่อ LNAGE เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR เพิ่มขึ้น), สัดส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ (PPE) ให้ผลในทิศทางบวก (เมื่อ PPE เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR เพิ่มขึ้น), ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UW) ให้ผลในทิศทางลบ (เมื่อ UW เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR ลดลง), อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) ให้ผลในทิศทางบวก (เมื่อ EBIT เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR เพิ่มขึ้น), ผลตอบแทนจากการลงทุนซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 100 วันก่อนวัน Filing มีผลบังคับใช้ (PREFINAL_RE) ให้ผลในทิศทางบวก (เมื่อ PREFINAL_RE เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR เพิ่มขึ้น), ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานจากการลงทุนซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 100 วันก่อนวัน Filing มีผลบังคับใช้ (PREFINAL_SD) ให้ผลในทิศทางบวก (เมื่อ

PREFINAL_SD เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR เพิ่มขึ้น) และชื่อเสียงของสำนักตรวจสอบบัญชีภายนอก (AUDIT) ให้ผลในทิศทางบวก (เมื่อ AUDIT เพิ่มขึ้นทำให้ ERROR เพิ่มขึ้น) ซึ่งแต่ละปัจจัยต่างก็ไม่สามารถอธิบายการประมาณมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อน (ERROR) ได้อย่างมีนัยสำคัญ แต่ก็สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และให้ผลไปในทิศทางเดียวกับงานวิจัยของ Lizinska and Czapiewski (2014), Carter & Manaster (1990), พิมพิศา พรหมมา (2561), Rosenboom (2012) และ Razafindrambinina and Kwan (2013) ตามลำดับ

จากตารางแสดงผลจากตัวแปรต่าง ๆ ต่อการประมาณมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อน (ERROR) พบว่าทั้ง 5 Model นั้น ปัจจัยต่าง ๆ สามารถอธิบายแบบจำลองได้อย่างมีนัยสำคัญในระดับร้อยละ 1 ทั้งสิ้น และพบว่ารูปแบบของการประมาณมูลค่าทั้ง 5 Model มีผลกระทบต่อ การประมาณมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อน (ERROR) ที่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ การประมาณมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อน (ERROR) จากการใช้ P/BV สามารถอธิบายแบบจำลองได้มากกว่าการประมาณมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อน (ERROR) จากการใช้ P/E ในทุกแบบ (ทั้งแบบ Market และ Sector) ทั้งนี้ การประมาณมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อน (ERROR) ที่ได้จากการใช้ FA สามารถอธิบายแบบจำลองได้น้อยที่สุด อันสังเกตได้จากค่า R-Square และค่า Adjust R-squared ที่มีค่าที่แตกต่างกัน

นอกจากนี้ยังพบว่า การประมาณมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อน (ERROR) จากการใช้ FA มีการประมาณ Estimate Value โดยอ้างอิงจาก P/E ของบริษัทอื่น ๆ เป็นหลัก ทำให้โดยส่วนใหญ่ นั้น ผลที่ได้ออกมาจึงมีความใกล้เคียงกับ ERROR ของ PE_SECTOR และ PE_MARKET มาก และพบว่าปัจจัยที่ส่งผลเหมือนกันทั้ง 3 แบบจำลอง คือ อัตราผลตอบแทนของการซื้อและถือครองของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในช่วง 100 วัน ก่อนที่หนังสือชี้ชวนจะมีผลบังคับใช้ (PREFINAL_RE) ที่มีค่าไปในทิศทางเดียวกันตรงกับที่คาดหวัง และมีนัยสำคัญ แสดงถึงสภาพผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์ในช่วงนั้นมีผลต่อความแม่นยำในการประมาณมูลค่าหลักทรัพย์คลาดเคลื่อน (ERROR) อย่างมีนัยสำคัญ ในส่วนของการประมาณมูลค่าหุ้นคลาดเคลื่อน (ERROR) จากการใช้ P/BV ทั้งกรณี Sector และ Market พบว่าปัจจัยอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) สามารถใช้อธิบายความคลาดเคลื่อนได้ไปในทิศทางเดียวกันกับที่คาดหวังอย่างมีนัยสำคัญ (ROE มีทิศทางความสัมพันธ์เป็นบวกต่อ ERROR) ปัจจัยเกี่ยวกับขนาดของสินทรัพย์ (LNASSET) และปัจจัยเกี่ยวกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ส่งผลต่อความคลาดเคลื่อนอย่างมีนัยสำคัญ แต่ทิศทางเป็นทางตรงกันข้ามต่างจากที่คาดหวัง (LNASSET มีทิศทางความสัมพันธ์เป็นลบต่อ ERROR ส่วน DE มีทิศทางความสัมพันธ์เป็นบวกต่อ ERROR)

บทที่ 6

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

งานวิจัยนี้ทำการศึกษาเกี่ยวกับบริษัทที่ได้เข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ mai ต่อประชาชนครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) ระหว่างปี ค.ศ. 2010 - 2020 จำนวน 242 บริษัท ในเรื่องปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการประเมินราคาหุ้นตลาดเคลื่อนจากราคาปิดในตลาดรองวันแรก ปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับส่วนลดสำหรับนักลงทุนในการมาซื้อหุ้นเสนอขายครั้งแรก และปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการตั้งราคาหุ้นเสนอขาย (IPO Price) ต่ำกว่าราคาตลาดในวันแรกและวันที่ 10 โดยได้ศึกษาปัจจัยที่คาดว่าจะส่งผล 16 ปัจจัย ได้แก่ ขนาดของกิจการ (สินทรัพย์รวม), อายุของกิจการ, สัดส่วนที่ดิน อาคารและอุปกรณ์สุทธิต่อสินทรัพย์รวม, ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์, สัดส่วนของหุ้นเสนอขายครั้งแรกที่ออกจำหน่ายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทก่อนเสนอขายครั้งแรก, สัดส่วนการขายหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทก่อนเสนอขายครั้งแรก, อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี, อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น, อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, ผลตอบแทนและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนจากการลงทุนซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ช่วง 100 วันก่อน Filing มีผลบังคับใช้, ผลตอบแทนและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนจากการลงทุนซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ช่วง 100 วันก่อน เริ่มซื้อขายในตลาดรองวันแรก และชื่อเสียงของสำนักตรวจสอบบัญชีภายนอก

จากการทดสอบการประมาณมูลค่าหลักทรัพย์ โดยวิธีการเปรียบเทียบมูลค่าทั้ง 5 แบบ เปรียบเทียบกับธุรกิจใกล้เคียงตาม Financial Consult (FA), เปรียบเทียบกับค่า P/E ของหมวดธุรกิจหรืออุตสาหกรรม (PE_SECTOR), เปรียบเทียบกับค่า P/E ของตลาดที่หลักทรัพย์จดทะเบียน (PE_MARKET), เปรียบเทียบกับค่า P/BV ของหมวดธุรกิจหรืออุตสาหกรรม (PBV_SECTOR) และ เปรียบเทียบกับค่า P/BV ของตลาดที่หลักทรัพย์จดทะเบียน (PBV_MARKET) พบว่าทั้ง 5 แบบสามารถใช้เป็นค่าเทียบเคียงกับค่า Market Value ณ วันเปิดตลาดวันแรกได้อย่างมีนัยสำคัญ

การประมาณมูลค่าหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรกตลาดเคลื่อน (ERROR) เมื่อพิจารณาจากค่าทางสถิติ แล้วพบว่าการใช้การ Estimate Value จาก P/BV สามารถอธิบายค่าความคลาดเคลื่อน (ERROR) โดยมีค่าความเบี่ยงเบนที่น้อยกว่า (ผลที่ได้มีการกระจายตัวน้อยกว่า) ค่าการประมาณที่มาจาก การใช้ P/E และจากการใช้ FA แต่ค่าเฉลี่ยที่ได้จะอยู่ที่ประมาณร้อยละ 53 ถึง 56 หากมีความประสงค์ที่จะใช้ข้อมูลที่มาจากการประมาณโดยใช้ค่า P/BV ผู้วิจัยแนะนำให้ปรับปรุงค่า หรือ Adjust ข้อมูล

ประมาณร้อยละ 54.5 เพื่อให้ได้ข้อมูลที่ใกล้เคียงมากที่สุด และจากการวิเคราะห์การถดถอย ค่า ERROR พบว่าค่าการ Estimate Value จากการใช้ P/BV ทั้งที่มาจาก Sector และ Market สามารถอธิบายแบบจำลองได้มากกว่าจากการใช้ P/E และ FA โดยปัจจัยอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) สามารถใช้อธิบายความคลาดเคลื่อนได้ไปในทิศทางเดียวกันกับที่คาดหวังอย่างมีนัยสำคัญ (เมื่อ ROE เพิ่ม ERROR เพิ่ม) ปัจจัยเกี่ยวกับขนาดของสินทรัพย์ (LNASSET) และปัจจัยเกี่ยวกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ส่งผลต่อความคลาดเคลื่อนอย่างมีนัยสำคัญ แต่ทิศทางเป็นทางตรงกันข้ามต่างจากสมมติฐาน (เมื่อ LNASSET เพิ่ม ทำให้ ERROR ลดลง และเมื่อ DE เพิ่มจะทำให้ ERROR เพิ่มขึ้น)

ส่วนลดในการจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (DISCOUNT) เมื่อพิจารณาจากค่าทางสถิติแล้วพบว่าค่า Discount ที่มาจากการใช้การ Estimate Value จากการใช้ P/E มีค่าความเบี่ยงเบนมาตรฐานที่น้อยกว่า และค่าที่ได้อยู่ในเกณฑ์บวก หรือมีส่วนลดให้แก่นักลงทุนในการเสนอขายครั้งแรก ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน ในขณะที่ค่าที่ได้จาก P/BV มีค่าความเบี่ยงเบนที่มากกว่าและข้อมูลส่วนใหญ่มีค่าติดลบ ผู้วิจัยจึงมีแนะนำให้ใช้ค่า Estimate Value จากการใช้ P/E เป็นหลัก และจากการวิเคราะห์การถดถอยของ DISCOUNT พบว่าปัจจัยที่ส่งผลต่อแบบจำลองพบว่าปัจจัยที่ส่งผลต่อทุกแบบจำลองมีความใกล้เคียงกัน โดยมีปัจจัยด้านขนาดของกิจการ (LNASSET) ที่มีทิศทางตรงกันข้ามกับ DISCOUNT และปัจจัยด้านชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UW) ที่มีทิศทางเดียวกันกับ DISCOUNT ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

การตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าหุ้นเสนอขายครั้งแรกในตลาดรองวันแรก (UNDERPRICE) และในตลาดรองวันที่ 10 (UNDERPRICE10) เมื่อพิจารณาจากค่าทางสถิติพบว่าเมื่อเวลาผ่านไปหลังการจากเปิดตลาดวันที่ 10 มูลค่าของหลักทรัพย์จะน้อยกว่าวันแรก หรือหมายถึงราคาของหลักทรัพย์มีทิศทางลดลงเมื่อเวลาผ่านไปหลังจากเปิดซื้อขายวันแรก และจากการวิเคราะห์สมการถดถอย พบว่าค่า UNDERPRICE และ UNDERPRICE10 พบว่าปัจจัยที่อธิบายแบบจำลองได้อย่างมีนัยสำคัญมีความคล้ายคลึงกันมาก ปัจจัยที่ส่งผลต่อแบบจำลองที่สำคัญ คือ ปัจจัยด้านขนาดของกิจการ (LNASSET) ซึ่งมีทิศทางความสัมพันธ์ตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ (เมื่อ LNASSET เพิ่ม ทำให้ UNDERPRICE และ UNDERPRICE10 ลดลง) ทุกแบบจำลองอย่างมีนัยสำคัญ ปัจจัยด้านชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UW) ปัจจัยอัตราผลตอบแทนตลาด 100 วัน ก่อนวันทำการซื้อขายในตลาดรองวันแรก (PREOPEN_RE) และปัจจัยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนตลาด 100 วัน ก่อนวันทำการซื้อขายในตลาดรองวันแรก (PREOPEN_SD) มีทิศทางความสัมพันธ์ตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ทุกแบบจำลอง (PRE) อย่างมีนัยสำคัญ (เมื่อ PREOPEN_RE และ PREOPEN_SD เพิ่มทำให้ UNDERPRICE และ UNDERPRICE10 ลดลง) แสดงถึงขนาดของกิจการยังมีขนาดเล็กยิ่งทำให้เกิด Underpricing นอกจากนี้ยังต้องมองในเรื่องของชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ หากยังมีชื่อเสียง

มากจะมีโอกาสเกิด Underpricing มาก เนื่องจากปัจจัยในเรื่องผู้จัดจำหน่ายต้องการรักษามาตรฐาน และให้ส่วนลดแก่ลูกค้าอีกด้วย รวมไปถึงเมื่อผู้จัดจำหน่ายที่มีชื่อเสียงจำหน่ายหลักทรัพย์แล้ว จะทำให้หุ้นเมื่อทำการซื้อขายได้รับความนิยมเพิ่มขึ้น รวมไปถึงสถานะของตลาด หากตลาดอยู่มีผลตอบแทนเป็นบวกหรืออยู่ในช่วงขาขึ้น หรือในช่วงที่ตลาดมีความผันผวนที่สูงจะส่งผลต่อค่า Underpricing ที่มีค่ามากขึ้นได้ เนื่องจากในช่วงดังกล่าวมีโอกาสทำกำไรได้สูง

สำหรับงานวิจัยฉบับนี้ได้ศึกษาแง่มุมเกี่ยวกับราคาของหุ้นเสนอขายครั้งแรกไว้ในหลายแง่มุม อาทิ เช่น มูลค่าโดยประมาณ (Estimate Value) ทั้ง 5 วิธี ทำให้เกิดความเคลื่อนไหวในการประเมินมูลค่า นักลงทุนที่อ่านงานวิจัยฉบับนี้สามารถเลือกใช้การประเมินมูลค่าโดยประมาณข้างต้นเพื่อเปรียบเทียบได้ หรืออาจดูว่าปัจจัยต่าง ๆ ที่หุ้นเสนอขายครั้งแรกที่นักลงทุนกำลังศึกษาเพื่อลงทุนนั้นมีปัจจัยต่าง ๆ ที่คล้ายคลึงกัน อาทิ ขนาดของกิจการ ผู้ตรวจสอบบัญชี อุตสาหกรรม หรือ ตลาดที่หุ้นเสนอขายครั้งแรกนั้นสังกัด เพื่อนำมาประเมินความเหมาะสมของมูลค่าสูงสุดที่นักลงทุนนั้นรับได้ และเมื่อมีราคาที่เหมาะสมในการจะตัดสินใจแล้ว นักลงทุนสามารถพบว่าได้ส่วนลดในการจำหน่ายหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรกเหมาะสมแก่ความเสี่ยงด้านต่าง ๆ ที่นักลงทุนได้ประเมินเอาไว้หรือไม่ อย่างไรก็ตาม ข้อมูลงานวิจัยชุดนี้เป็นเพียงข้อมูลในอดีต ไม่ได้สะท้อนถึงอนาคต นักลงทุนควรวิจัยสถานการณ์ปัจจุบันเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยนี้เป็นลักษณะการประมาณมูลค่าหุ้นโดยรวม บางกรณีที่ใช้อาจไม่สะท้อนในทุกหมวดธุรกิจหรือทุกอุตสาหกรรม บางหลักทรัพย์มีความโดดเด่นที่ไม่เหมือนกับหลักทรัพย์หรือกิจการทั่วไป หากประสงค์ที่จะทำการประเมินที่มีความละเอียดยิ่งขึ้น ควรที่จะแยกประเภทในหมวดธุรกิจหรือหมวดอุตสาหกรรมของกิจการในเชิงลึกมากกว่านี้ และยังสามารถศึกษาเพิ่มเติมปัจจัยในการศึกษาให้หลากหลายและดียิ่งขึ้นได้ อาทิ ตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ข้อมูลการส่งออก อัตราแลกเปลี่ยน อัตราการว่างงาน ดัชนีราคาผู้บริโภค เป็นต้น

บรรณานุกรม

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. (2561). *SET and mai IPO and Listing Guide SET*. สืบค้นจาก https://www.set.or.th/th/products/listing/files/Going_Public_Guide.pdf
- พิมพ์ิศา พรหมมา และพัทธนันท์ เพชรเชิดชู. (2561). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอของประเทศไทย. *สุทธิปริทัศน์*, 32(102), 140-153.
- เกรี อิชยพฤษย์, เสาวภาคย์ ดียิ่ง และ อลิศรา มณีโชติ. (2560). ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์แก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าตลาด (IPO Underpricing) ในประเทศไทย. College of Management Mahidol University (CMMU).
- รักษนก ลำเนียงล้ำ, พัทธนันท์ เพชรเชิดชู และ ศิริเดช คำสุพรหม. (2563). ปัจจัยที่ส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารสุทธิปริทัศน์*, 34(111), 163-180.
- Aggarwal, R., Bhagat, S. and Rangan, S. (2009). "The Impact of Fundamentals on IPO Valuation." *Financial Management*, 38(2), 253-284.
- Alavi, A., Pham, P.K. and Pham, T.P. (2008). Pre-IPO ownership structure and its impact on the IPO process. *Journal of Banking & Finance*, 32(11), 2361-2375.
- Biais, B., Bossaerts, P. and Rochet, J.C. (2002). An Optimal IPO Mechanism. *Review of Economic Studies*, 69(1), 117-146.
- Brav, A. and Lehavy, R. (2003). An Empirical Analysis of Analysts' Target Prices: Short-term Informativeness and Long-term Dynamics. *Journal of Finance*, 57(5), 1934-1967.
- Brennan, M.J. and Franks, J. (1997). Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK. *Journal of Financial Economics*, 45(4), 391-413.
- Carter, R. and Manaster, S. (1990). Initial Public Offerings and Underwriter Reputation. *The Journal of Finance*, 45(4), 1045-1067.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Chahine, S. and Tohme, N.S. (2009). Is CEO Duality Always Negative an Exploration of CEO Duality and Ownership Structure in the Arab IPO Context. *Corporate Governance: An International Review*, 17(2), 123-141.
- Cornelli, F. and Goldreich, G. (2001). Bookbuilding and Strategic Allocation. *The Journal of Finance*, 56(6), 2337-2369.
- Derrien, F. and Womack, K.L. (2003). Auctions versus book-building and the control of underpricing in hot IPO markets. *Review of Financial Studies*, 16(1), 31-61.
- Ducharme, L.L., Malatesta, P.H. and Sefcik, S.E. (2001). Earnings Management IPO Valuation and Subsequent Performance. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 16(4), 369-396.
- Florin, J. and Simsek, S. (2007). The effects of moral hazard and adverse selection on the pricing and underpricing of initial public offerings. *Venture Capital*, 9(2), 127-143.
- Hanley, K.W. (1993). The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon. *Journal of Financial Economics*, 34(2), 231-250.
- Hawaladar, I.T., Kumar, K.R. and Mallikarjunappa, T. (2018). Pricing and performance of IPOs: Evidence from Indian stock market. *Cogent Economics & Finance*, 6(1), 1-20.
- Hoque, H. (2014). Role of asymmetric information and moral hazard on IPO underpricing and lockup. *International Financial Markets, Institutions and Money*, 30(1), 81-105.
- Hu, G. J. and Goergen, M. (2001). *A Study of Ownership Concentration, Control and Evolution in Chinese IPOs*. Control and Evolution of Chinese IPO.
- Kaasjager, G.T. (2020). *IPO underpricing and the (long-term) relationship between issuers, investors and underwriters*.
- Katti, S. and Phani, B.V. (2016). Underpricing of Initial Public Offerings. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 4(2), 35-52
- Kunal, Katti, S. and Phani, B.V. (2018). Private equity investment, exit strategy and IPO performance: evidence from Indian IPOs. *International Journal of Accounting and Finance*, 8(1), 38-59.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Lizinska, J. and Czapiewski, L. (2014). Performance of Polish IPO Firm: Size and Profitability Effect. *Gospodarka Narodowa*, 269(25), 53-71.
- Parmasuo, R. (2020). How Does A Pre-IPO Credit Rating Affect IPO Underpricing Before and After Financial Crisis. Aalto: 36.
- Razafindrambinina, D. and Kwan, T. (2013). The Influence of Underwriter and Auditor Reputations on IPO Under-pricing. *European Journal of Business and Management*, 5(2), 199-212.
- Ritter, J.R. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 46(1), 3-27.
- Ritter, J.R. and Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations. *The Journal of Finance*, 107(4), 1795-1828.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 187-212.
- Roosenboom, P. (2012). Valuing and pricing IPOs. *Journal of Banking & Finance*, 36(6), 1653-1664.
- Zhou, J. and Lao, L.J. (2012). Analysis of Influencing Factors of IPO Underpricing in ChiNext. *Physics Procedia*, 33, 846-851.



ภาคผนวก ก

ตารางหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษาตั้งแต่ปี ค.ศ. 2010 ถึง 2020

No.	Year	Symbol	Exchange	Industry	Use (Yes/No)	Note
1	2010	GUNKUL	SET	Resourc	No	ไม่ระบุวิธี Valuation
2	2010	IFS	SET	Fincial	No	ไม่ระบุ PE Ratio คู่เทียบ
3	2010	IVL	SET	Indus	No	ไม่ระบุวิธี Valuation
4	2010	SYMC	SET	Tech	No	ไม่ระบุวิธี Valuation
5	2010	ARIP	mai	Service	Yes	
6	2010	PHOL	mai	Service	Yes	
7	2010	UAC	mai	Indus	Yes	
8	2010	UPA	mai	Resourc	Yes	
9	2010	COL	mai	Service	No	ข้อมูลไม่ครบถ้วน
10	2010	NINE	mai	Service	No	ไม่ระบุ PE Ratio คู่เทียบ
11	2010	TMI	mai	Indus	No	ไม่ระบุ PE Ratio คู่เทียบ
12	2011	APCS	SET	Indus	Yes	
13	2011	KBS	SET	Agro	Yes	
14	2011	LHFG	SET	Fincial	No	ไม่ระบุ PE Ratio
15	2011	APCO	mai	Consump	Yes	
16	2011	CHOW	mai	Indus	Yes	
17	2011	GIFT	mai	Indus	Yes	
18	2011	HYDRO	mai	Propcon	Yes	
19	2011	META	mai	Propcon	Yes	
20	2011	QTC	mai	Resourc	Yes	
21	2011	COLOR	mai	Indus	No	ไม่มีข้อมูลรายงานผลการขาย IPO
22	2012	BEAUTY	SET	Service	Yes	
23	2012	JMT	SET	Fincial	Yes	
24	2012	SRICHA	SET	Propcon	Yes	
25	2012	VGI	SET	Service	Yes	

No.	Year	Symbol	Exchange	Industry	Use (Yes/No)	Note
26	2012	VIH	SET	Service	Yes	
27	2012	WHA	SET	Propcon	Yes	
28	2012	AAV	SET	Service	No	ไม่มีข้อมูล ROE รายไตรมาส
29	2012	ANAN	SET	Propcon	No	ไม่มีข้อมูล ROE รายไตรมาส
30	2012	ARROW	mai	Propcon	Yes	
31	2012	FPI	mai	Indus	Yes	
32	2012	JCKH	mai	Agro	Yes	
33	2012	MORE	mai	Service	Yes	
34	2012	PJW	mai	Indus	Yes	
35	2012	PPS	mai	Propcon	Yes	
36	2012	TMC	mai	Indus	Yes	
37	2012	TMILL	mai	Agro	Yes	
38	2012	TVD	mai	Service	Yes	
39	2012	UWC	mai	Resourc	Yes	
40	2013	BJCHI	SET	Propcon	Yes	
41	2013	CHG	SET	Service	Yes	
42	2013	CSS	SET	Service	Yes	
43	2013	M	SET	Agro	Yes	
44	2013	MC	SET	Service	Yes	
45	2013	MEGA	SET	Service	Yes	
46	2013	NOK	SET	Service	Yes	
47	2013	NYT	SET	Service	Yes	
48	2013	PACE	SET	Propcon	Yes	
49	2013	PPP	SET	Propcon	Yes	
50	2013	PTG	SET	Resourc	Yes	ไม่มีข้อมูลรายงานผลการขาย IPO
51	2013	THREL	SET	Fincial	Yes	
52	2013	CKP	SET	Resourc	No	ไม่ระบุ PE Ratio
53	2013	AKP	mai	Service	Yes	
54	2013	AUCT	mai	Service	Yes	
55	2013	BKD	mai	Propcon	Yes	
56	2013	CHO	mai	Indus	Yes	ไม่มีข้อมูลรายงานผลการขาย IPO
57	2013	EA	mai	Resourc	Yes	
58	2013	ECF	mai	Consump	Yes	

No.	Year	Symbol	Exchange	Industry	Use (Yes/No)	Note
59	2013	FVC	mai	Service	Yes	
60	2013	GCAP	mai	Fincial	Yes	
61	2013	MONO	mai	Service	Yes	
62	2013	OCEAN	mai	Consump	Yes	
63	2013	SANKO	mai	Indus	Yes	
64	2013	SEAOIL	mai	Resourc	Yes	
65	2013	SPVI	mai	Tech	Yes	
66	2013	UREKA	mai	Indus	Yes	
67	2013	WINNER	mai	Service	Yes	
68	2014	AJA	SET	Consump	Yes	
69	2014	BA	SET	Service	Yes	
70	2014	BRR	SET	Agro	Yes	
71	2014	CBG	SET	Agro	Yes	
72	2014	EPG	SET	Propcon	Yes	
73	2014	ICHI	SET	Agro	Yes	
74	2014	KTIS	SET	Agro	Yes	
75	2014	MTC	SET	Fincial	Yes	
76	2014	PCSGH	SET	Indus	Yes	
77	2014	RICHY	SET	Propcon	Yes	
78	2014	SAPPE	SET	Agro	Yes	
79	2014	SAWAD	SET	Fincial	Yes	
80	2014	SUTHA	SET	Indus	Yes	
81	2014	TAE	SET	Resourc	Yes	
82	2014	TSR	SET	Consump	Yes	
83	2014	VPO	SET	Agro	Yes	
84	2014	AIE	mai	Resourc	Yes	
85	2014	FSMART	mai	Service	Yes	
86	2014	HARN	mai	Service	Yes	
87	2014	JSP	mai	Propcon	Yes	
88	2014	KCM	mai	Indus	Yes	
89	2014	LDC	mai	Service	Yes	
90	2014	LIT	mai	Fincial	Yes	
91	2014	NCL	mai	Service	Yes	

No.	Year	Symbol	Exchange	Industry	Use (Yes/No)	Note
92	2014	OTO	mai	Service	Yes	
93	2014	PDG	mai	Indus	Yes	
94	2014	PLANET	mai	Tech	Yes	
95	2014	PSTC	mai	Resourc	Yes	
96	2014	RWI	mai	Indus	Yes	
97	2014	SKY	mai	Tech	Yes	
98	2014	SMART	mai	Propcon	Yes	
99	2014	SPA	mai	Service	Yes	
100	2014	TAKUNI	mai	Resourc	Yes	
101	2014	TSE	mai	Resourc	Yes	
102	2014	XO	mai	Agro	Yes	
103	2014	AIRA	mai	Fincial	No	ไม่ระบุ PE Ratio
104	2015	AMATAV	SET	Propcon	Yes	
105	2015	ASEFA	SET	Indus	Yes	
106	2015	BR	SET	Agro	Yes	
107	2015	COM7	SET	Service	Yes	
108	2015	GPSC	SET	Resourc	Yes	
109	2015	J	SET	Propcon	Yes	
110	2015	JWD	SET	Service	Yes	
111	2015	LPH	SET	Service	Yes	
112	2015	ORI	SET	Propcon	Yes	
113	2015	PLANB	SET	Service	Yes	
114	2015	PLAT	SET	Propcon	Yes	
115	2015	PMTA	SET	Indus	Yes	
116	2015	S11	SET	Fincial	Yes	
117	2015	SCI	SET	Resourc	Yes	
118	2015	SCN	SET	Resourc	Yes	
119	2015	SLP	SET	Indus	Yes	
120	2015	TKN	SET	Agro	Yes	
121	2015	WICE	SET	Service	Yes	
122	2015	SPRC	SET	Resourc	No	ไม่ระบุ PE Ratio
123	2015	TFG	SET	Agro	No	ไม่ระบุ PBV Ratio คู่เทียบ
124	2015	ATP30	mai	Service	Yes	

No.	Year	Symbol	Exchange	Industry	Use (Yes/No)	Note
125	2015	HPT	mai	Consump	Yes	
126	2015	K	mai	Propcon	Yes	
127	2015	KOOL	mai	Service	Yes	
128	2015	NDR	mai	Indus	Yes	
129	2015	NVD	mai	Propcon	Yes	
130	2015	PIMO	mai	Indus	Yes	
131	2015	RP	mai	Service	Yes	
132	2015	SR	mai	Resourc	Yes	
133	2015	TACC	mai	Agro	Yes	
134	2015	TNP	mai	Service	Yes	
135	2015	TPCH	mai	Resourc	Yes	
136	2015	TVT	mai	Service	Yes	
137	2016	ALLA	SET	Indus	Yes	
138	2016	ALT	SET	Tech	Yes	
139	2016	BCPG	SET	Resourc	Yes	
140	2016	BPP	SET	Resourc	Yes	
141	2016	EKH	SET	Service	Yes	
142	2016	FN	SET	Service	Yes	
143	2016	RJH	SET	Service	Yes	
144	2016	TPBI	SET	Indus	Yes	
145	2016	SQ	SET	Propcon	No	ไม่ระบุ PE Ratio คู่เทียบ
146	2016	TNR	SET	Consump	No	ไม่ระบุ PE Ratio คู่เทียบ
147	2016	AMA	mai	Service	Yes	
148	2016	ASN	mai	Fincial	Yes	
149	2016	AU	mai	Agro	Yes	
150	2016	BIZ	mai	Consump	Yes	
151	2016	BM	mai	Indus	Yes	
152	2016	BTW	mai	Propcon	Yes	
153	2016	CHEWA	mai	Propcon	Yes	
154	2016	COMAN	mai	Tech	Yes	
155	2016	GTB	mai	Indus	Yes	
156	2016	ITEL	mai	Tech	Yes	
157	2016	NETBAY	mai	Tech	Yes	

No.	Year	Symbol	Exchange	Industry	Use (Yes/No)	Note
158	2016	SELIC	mai	Indus	Yes	
159	2016	TM	mai	Consump	Yes	
160	2017	ASAP	SET	Fincial	Yes	
161	2017	BGRIM	SET	Resourc	Yes	
162	2017	CPT	SET	Indus	Yes	
163	2017	DDD	SET	Consump	Yes	
164	2017	FTE	SET	Service	Yes	
165	2017	GPI	SET	Service	Yes	
166	2017	GULF	SET	Resourc	Yes	
167	2017	HUMAN	SET	Tech	Yes	
168	2017	III	SET	Service	Yes	
169	2017	INGRS	SET	Indus	Yes	
170	2017	PRM	SET	Service	Yes	
171	2017	RPH	SET	Service	Yes	
172	2017	RSP	SET	Service	Yes	
173	2017	SKE	SET	Resourc	Yes	
174	2017	SKN	SET	Propcon	Yes	
175	2017	THG	SET	Service	Yes	
176	2017	TOA	SET	Propcon	Yes	
177	2017	TPIPP	SET	Resourc	Yes	
178	2017	WHAUP	SET	Resourc	Yes	
179	2017	WPH	SET	Service	Yes	
180	2017	GGC	SET	Indus	No	ไม่ระบุ PE Ratio คู่เทียบ
181	2017	ADB	mai	Indus	Yes	
182	2017	CRD	mai	Propcon	Yes	
183	2017	D	mai	Service	Yes	
184	2017	ETE	mai	Service	Yes	
185	2017	FLOYD	mai	Propcon	Yes	ไม่มีข้อมูลรายงานผลการขาย IPO
186	2017	ICN	mai	Tech	Yes	ไม่มีข้อมูลรายงานผลการขาย IPO
187	2017	JKN	mai	Service	Yes	
188	2017	MGT	mai	Indus	Yes	
189	2017	PORT	mai	Service	Yes	
190	2017	SE	mai	Service	Yes	

No.	Year	Symbol	Exchange	Industry	Use (Yes/No)	Note
191	2017	SSP	mai	Resourc	Yes	
192	2017	SUN	mai	Agro	Yes	
193	2017	THMUI	mai	Service	Yes	
194	2017	TITLE	mai	Propcon	Yes	
195	2017	VCOM	mai	Tech	Yes	
196	2017	ZIGA	mai	Indus	Yes	
197	2017	MM	mai	Agro	No	ไม่ระบุวิธี Valuation
198	2018	BGC	SET	Indus	Yes	
199	2018	CMAN	SET	Indus	Yes	
200	2018	NER	SET	Agro	Yes	
201	2018	OSP	SET	Agro	Yes	
202	2018	PR9	SET	Service	Yes	
203	2018	TEAMG	SET	Service	Yes	
204	2018	TQM	SET	Fincial	Yes	
205	2018	ABM	mai	Resourc	Yes	
206	2018	CHAYO	mai	Fincial	Yes	
207	2018	CMC	mai	Propcon	Yes	
208	2018	DOD	mai	Consump	Yes	
209	2018	KWM	mai	Indus	Yes	
210	2018	MVP	mai	Service	Yes	
211	2018	SISB	mai	Service	Yes	
212	2018	SONIC	mai	Service	Yes	
213	2018	STI	mai	Propcon	Yes	
214	2018	TIGER	mai	Propcon	Yes	
215	2018	TPLAS	mai	Indus	Yes	
216	2019	ACE	SET	Resourc	Yes	
217	2019	CPW	SET	Service	Yes	
218	2019	DOHOME	SET	Service	Yes	
219	2019	ILM	SET	Service	Yes	
220	2019	RBF	SET	Agro	Yes	
221	2019	SFLEX	SET	Indus	Yes	
222	2019	SHR	SET	Service	Yes	
223	2019	VRANDA	SET	Service	Yes	

No.	Year	Symbol	Exchange	Industry	Use (Yes/No)	Note
224	2019	ZEN	SET	Agro	Yes	
225	2019	AWC	SET	Propcon	No	ไม่ระบุ PE Ratio
226	2019	BAM	SET	Fincial	No	ไม่ระบุ PE Ratio
227	2019	ACG	mai	Indus	Yes	
228	2019	ALL	mai	Propcon	Yes	
229	2019	APP	mai	Tech	Yes	
230	2019	ARIN	mai	Propcon	Yes	
231	2019	BC	mai	Propcon	Yes	
232	2019	CAZ	mai	Propcon	Yes	
233	2019	GSC	mai	Service	Yes	
234	2019	IMH	mai	Service	Yes	ไม่มีข้อมูลรายงานผลการขาย IPO
235	2019	INSET	mai	Tech	Yes	
236	2019	IP	mai	Consump	Yes	
237	2019	KUMWEL	mai	Indus	Yes	
238	2019	KUN	mai	Propcon	Yes	
239	2019	MITLIB	mai	Fincial	Yes	
240	2019	SAAM	mai	Resourc	Yes	
241	2019	STC	mai	Propcon	Yes	
242	2019	TPS	mai	Tech	Yes	
243	2019	VL	mai	Service	Yes	
244	2020	CRC	SET	Service	Yes	
245	2020	JR	SET	Tech	Yes	
246	2020	KEX	SET	Service	Yes	
247	2020	MICRO	SET	Fincial	Yes	
248	2020	NCAP	SET	Fincial	Yes	
249	2020	NRF	SET	Agro	Yes	
250	2020	RT	SET	Propcon	Yes	
251	2020	SA	SET	Propcon	Yes	
252	2020	SAK	SET	Fincial	Yes	
253	2020	SCGP	SET	Indus	Yes	
254	2020	SCM	SET	Service	Yes	ไม่มีข้อมูลรายงานผลการขาย IPO
255	2020	SO	SET	Service	Yes	
256	2020	STGT	SET	Consump	Yes	

No.	Year	Symbol	Exchange	Industry	Use (Yes/No)	Note
257	2020	WGE	SET	Propcon	Yes	
258	2020	DHOUSE	mai	Propcon	Yes	
259	2020	ETC	mai	Resourc	Yes	
260	2020	IIG	mai	Tech	Yes	
261	2020	IND	mai	Propcon	Yes	
262	2020	KK	mai	Service	Yes	
263	2020	LEO	mai	Service	Yes	
264	2020	PRAPAT	mai	Indus	Yes	
265	2020	SABUY	mai	Service	Yes	
266	2020	SFT	mai	Indus	Yes	
267	2020	SICT	mai	Tech	Yes	
268	2020	SK	mai	Propcon	Yes	
269	2020	YGG	mai	Service	Yes	

ภาคผนวก ข

ตารางอุตสาหกรรม และหมวดหมู่ธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์

Industry	Sector
AGRO (เกษตรและ อุตสาหกรรมอาหาร)	AGRI (ธุรกิจภาคเกษตร)
	FOOD (อาหารและเครื่องดื่ม)
CONSUMP (สินค้าอุปโภคบริโภค)	FASHION (แฟชั่น)
	HOME (ของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน)
	PERSON (ของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์)
FINCIAL (ธุรกิจการเงิน)	BANK (ธนาคาร)
	FIN (เงินทุนและหลักทรัพย์)
	INSUR (ประกันภัยและประกันชีวิต)
INDUS (สินค้าอุตสาหกรรม)	AUTO (ยานยนต์)
	IMM (วัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร)
	PAPER (กระดาษและวัสดุการพิมพ์)
	PETRO (ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์)
	PKG (บรรจุภัณฑ์)
	STEEL (เหล็ก)
PROPCON (อสังหาริมทรัพย์และ ก่อสร้าง)	CONMAT (วัสดุก่อสร้าง)
	CONS (บริการรับเหมาก่อสร้าง)
	PF&REITs (กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์)
	PROP (พัฒนาอสังหาริมทรัพย์)
RESOURC (ทรัพยากร)	ENERG (พลังงานและสาธารณูปโภค)
	MINE (เหมืองแร่)
SERVICE (บริการ)	COMM (พาณิชย์)
	HEALTH (การแพทย์)
	MEDIA (สื่อและสิ่งพิมพ์)
	PROF (บริการเฉพาะกิจ)
	TOURISM (การท่องเที่ยวและสันทนาการ)
	TRANS (ขนส่งและโลจิสติกส์)

Industry	Sector
TECH	ETRON (ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์)
(เทคโนโลยี)	ICT (เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร)



ภาคผนวก ค

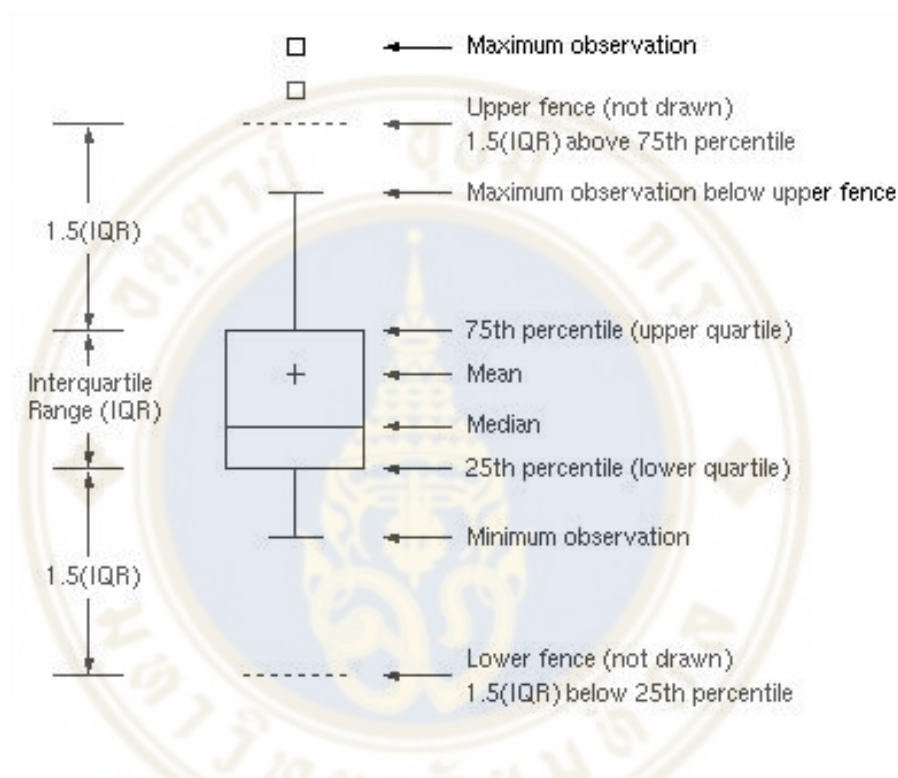
ตารางความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปร (Correlation)

ตารางแสดงความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปร หากมีเลขที่มากแสดงถึงความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันมาก อาจจะทำให้เกิดปัญหาเรื่องการดึง ข้อมูลซึ่งกัน และกัน แล้วการวิเคราะห์จะมีความคลาดเคลื่อน ฉะนั้นต้องมีการคัดตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ที่อยู่ในระดับต่ำ จึงจะได้ผลลัพธ์ที่คลาดเคลื่อนน้อยที่สุด

	lnasset_q	lnage	ppeper_q	sale_g_y	div_po	uw_rep	dilute	parti	institution	ebitper_y	roa_q	roa_set	roe_q	roe_set	de_q	de_y	d_mar	d_audit
lnasset_q	1.00																	
lnage	0.05	1.00																
ppeper_q	0.20	-0.03	1.00															
sale_g_y	0.19	-0.19	-0.06	1.00														
div_po	-0.14	0.07	-0.05	-0.03	1.00													
uw_rep	0.02	-0.08	0.00	0.04	0.14	1.00												
dilute	-0.14	0.00	0.00	0.12	0.01	0.00	1.00											
parti	0.16	0.01	0.06	-0.04	-0.08	0.04	-0.42	1.00										
institution	0.63	0.02	0.10	0.07	-0.01	0.03	-0.18	0.13	1.00									
ebitper_y	0.22	-0.29	0.08	0.22	0.05	0.06	0.02	0.01	0.17	1.00								
roa_q	-0.11	-0.05	-0.11	0.05	0.20	0.06	-0.16	0.04	0.12	0.20	1.00							
roa_set	-0.18	-0.03	-0.18	0.06	0.21	0.05	-0.15	0.02	0.08	0.26	0.75	1.00						
roe_q	0.07	0.00	-0.10	0.06	0.15	0.03	-0.13	0.08	0.22	0.09	0.73	0.55	1.00					
roe_set	0.02	0.08	-0.04	0.07	0.17	-0.06	-0.01	-0.05	0.07	0.20	0.38	0.55	0.67	1.00				
de_q	0.37	-0.04	0.10	0.12	-0.01	0.01	0.18	-0.06	0.15	-0.02	-0.22	-0.28	0.17	0.21	1.00			
de_y	0.42	-0.02	0.10	0.13	-0.04	-0.02	0.07	0.05	0.17	0.04	-0.16	-0.25	0.25	0.27	0.83	1.00		
d_mar	0.62	0.11	0.09	0.01	0.04	0.07	-0.16	0.16	0.59	0.12	0.03	0.08	0.18	0.10	0.10	0.13	1.00	
d_audit	0.39	0.02	-0.01	-0.03	-0.03	-0.04	-0.09	0.10	0.32	0.16	0.07	-0.01	0.15	0.07	0.09	0.13	0.30	1.00

ภาคผนวก ง

วิธีการอ่านกราฟ Box and Whisker



ในส่วนของ Box (กล่องสี่เหลี่ยม) จะเรียงลำดับเส้นจากบนลงล่าง คือ Quartile ที่ 3, 2 และ 1 ตามลำดับ (Percentile ที่ 75, 50 และ 25 ตามลำดับ) และจัดในกล่อง คือ ค่าเฉลี่ย (mean)

ในส่วนของที่ขึ้นออกมา เรียกว่า Whisker คือค่า Minimum และ Maximum ก่อนค่า Outliers ซึ่งค่า Outliers (ข้อมูลค่าผิดปกติ) หรือค่าที่ออกจากรั้ว (fence) ซึ่งมีค่าน้อยกว่า $Q1 - 1.5 * (IQR)$ หรือมีค่าสูงกว่า $Q3 + 1.5 * (IQR)$ โดย $IRQ = Q3 - Q1$

Source: https://www.tpa.or.th/publisher/pdfFileDownloadS/FQ148_p35-37.pdf

www.clinicalepi.com/2009/01/box-plot.html

<http://cardaicnursenote.blogspot.com/2016/06/box-and-whisker-plot.html>

<https://getcodecamp.com/2020/08/20/box-plot-การแสดงผลแบบกล่องอันท/>