

ผลตอบแทนวันแรกของหุ่นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



นางสาวอูรวี พิทยาภิต

การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
แขนงวิชาการจัดการธุรกิจและการบริการ สาขาวิชาวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช

พ.ศ. 2565

The First Day Returns of Initial Public Offerings in the Stock Exchange of Thailand

Miss Aurawee Pittayakit



An Independent Study Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for
the Degree of Master of Business Administration in Business and Hospitality Management

School of Management Science

Sukhothai Thammathirat Open University

2022

หัวข้อการศึกษาค้นคว้าอิสระ ผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชน
เป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อและนามสกุล นางสาวอรุณี พิทยาภิต
แขนงวิชา การจัดการธุรกิจและการบริการ (กลุ่มวิชาการเงินและการบัญชี)
สาขาวิชา วิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช
อาจารย์ที่ปรึกษา รองศาสตราจารย์ ดร.กัลยานี ภาคอัติ

การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้ ได้รับความเห็นชอบให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา
ตามหลักสูตรระดับปริญญาโท เมื่อวันที่ 29 พฤศจิกายน 2565

คณะกรรมการสอบการศึกษาค้นคว้าอิสระ

กัลยานี ภาคอัติ

ประธานกรรมการ

(รองศาสตราจารย์ ดร.กัลยานี ภาคอัติ)

ชยงการ ภมรมาศ

กรรมการ

(อาจารย์ ดร.ชยงการ ภมรมาศ)

Pa

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ภาวิน ชินะโชติ)

ประธานกรรมการประจำสาขาวิชาวิทยาการจัดการ

ชื่อการศึกษาค้นคว้าอิสระ ผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผู้ศึกษา นางสาวอรุณี พิทยาภิต **รหัสนักศึกษา** 2633000597

ปริญญา บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต (การจัดการธุรกิจและการบริการ)

อาจารย์ที่ปรึกษา รองศาสตราจารย์ ดร.กัลยาณี ภาค้อต **ปีการศึกษา** 2565

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา (1) ช่วงเวลาของการเข้าจดทะเบียนของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2) ผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ (3) ปัจจัยกำหนดผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การศึกษานี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ และศึกษาจากประชากร คือ หุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในช่วง พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2564 จำนวน 73 บริษัท การศึกษาใช้ข้อมูลทุติยภูมิ ซึ่งประกอบด้วย ผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ขนาดของบริษัท ดัชนีราคาตลาด ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี อัตราส่วนสภาพคล่อง สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ วิธีการที่ใช้ในการศึกษา คือ สมการถดถอยแบบภาคตัดขวาง สถิติที่ใช้ในการศึกษา คือ ค่าความถี่ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และสถิติที่ใช้

ผลการศึกษาพบว่า (1) เดือนตุลาคม และเดือนธันวาคม เป็นช่วงเวลาที่หุ้นไอพีโอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมากที่สุด รองลงมาคือ เดือนพฤศจิกายน และเดือนกรกฎาคม ตามลำดับ (2) อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอโดยเฉลี่ยประมาณร้อยละ 20.79 ในขณะที่อัตราผลตอบแทนสูงสุดเท่ากับร้อยละ 121.62 และต่ำสุดเท่ากับร้อยละ -20.38 และ (3) ปัจจัยเดียวที่กำหนดผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอในช่วงระยะเวลาที่ศึกษา คือ ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

คำสำคัญ ผลตอบแทนวันแรก หุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Independent Study title: The First Day Returns of Initial Public Offerings
in the Stock Exchange of Thailand

Author: Miss Aurawee Pittayakit; **ID:** 2633000597;

Degree: Master of Business Administration (Business and Hospitality Management);

Independent Study advisor: Dr.Gallayanee Parkatt, Associate Professor;

Academic year: 2022

Abstract

The objectives of this study were to study (1) the listed period of initial public offerings (IPO) in the Stock Exchange of Thailand (2) the first day returns of initial public offerings in the Stock Exchange of Thailand, and (3) factors determining the first day returns of initial public offerings in the Stock Exchange of Thailand.

This study was a quantitative research and focused on population, Initial Public Offerings (IPO) in the Stock Exchange of Thailand (SET) during the year 2017 up to 2021 totally 73 companies. The secondary data sources were used comprising of the first day returns of initial public offerings in the Stock Exchange of Thailand, size of companies, stock price index, reputation of auditor, current ratio, proportion of independent committee and return on assets. The research methodology employed cross sectional regression. Statistics for data analysis comprised of frequency, mean, standard deviation, maximum, minimum and t-statistics.

The findings revealed that (1) October and December were the months that IPO shares were listed in the Stock Exchange of Thailand the most, followed by November and July, respectively. (2) The average of the first day returns of IPO shares in the Stock Exchange of Thailand was approximately at 20.79%, while the maximum rate of return was at 121.62% and the minimum rate of return was at -20.38%. (3) The only one factor that determined the first day returns of IPO share during the period of study was the reputation of auditor at statistically significance at 0.05 level.

Keywords: The First Day Returns, Initial Public Offerings, The Stock Exchange of Thailand

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาเรื่อง “ผลตอบแทนวันแรกของหุ่นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” ได้รับความอนุเคราะห์อย่างยิ่งจาก รองศาสตราจารย์ ดร.กัลยาณี ภาค้อต ที่ได้กรุณาเป็นอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ ให้คำแนะนำแก้ไขปัญหา ข้อผิดพลาดบกพร่อง ให้ถูกต้องอย่างต่อเนื่อง จนทำให้การศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้สมบูรณ์ จึงขอกราบขอบพระคุณอาจารย์เป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ขอบพระคุณ อาจารย์ ดร.ชยงการ ภมรมาศ อาจารย์โยธิน ทวีกิติกุล และคณาจารย์ทุกท่าน ที่ได้อบรม สั่งสอน ให้ความรู้ทางด้านวิชาการแก่ผู้ศึกษา รวมถึงผู้เขียนตำรา เอกสาร บทความต่างๆ ที่ผู้ศึกษาได้ค้นคว้าและนำมาอ้างอิงในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้

ขอบคุณเจ้าหน้าที่สาขาวิชาวิทยาการจัดการ เจ้าหน้าที่สำนักบัณฑิตศึกษา ตลอดจนเจ้าหน้าที่ห้องสมุด มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราชทุกท่าน ที่ได้ให้ความช่วยเหลือและอำนวยความสะดวกในด้านต่างๆ ตลอดระยะเวลาที่ศึกษา และการศึกษาค้นคว้าอิสระ

หวังเป็นอย่างยิ่งว่าการศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้จะก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้สนใจทุกท่าน หากมีข้อผิดพลาดหรือไม่สมบูรณ์ประการใด ผู้ศึกษาขอน้อมรับไว้เพื่อเป็นแนวทางในการปรับปรุงให้ดีขึ้นในโอกาสต่อไป



อรุณี พิทยาภิต

เมษายน 2566

สารบัญ

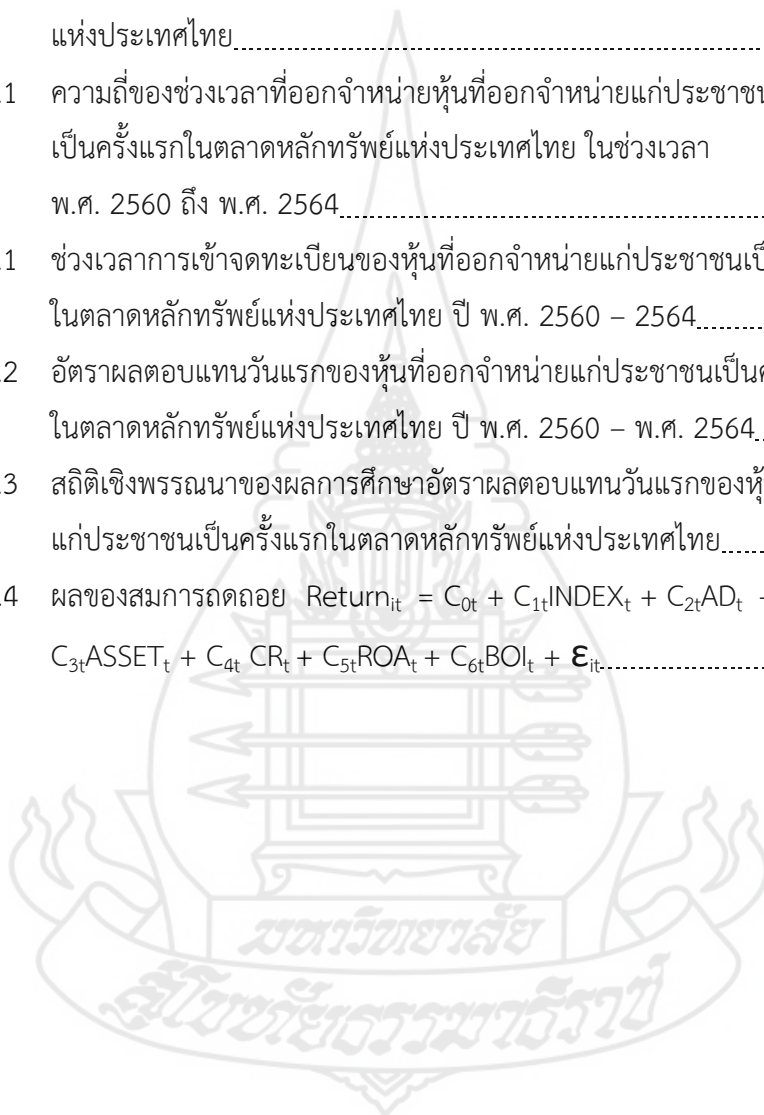
	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	จ
กิตติกรรมประกาศ	ฉ
สารบัญตาราง	ณ
สารบัญภาพ	ญ
บทที่ 1 บทนำ	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์ของการศึกษา	2
ขอบเขตของการศึกษา	3
กรอบแนวคิดในการศึกษา	3
นิยามศัพท์เฉพาะ	4
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	6
บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	7
แนวคิดเกี่ยวกับผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก.....	7
ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก.....	9
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	13
การสังเคราะห์งานวิจัยเกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์ผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่าย แก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	18
บทที่ 3 วิธีดำเนินการศึกษา	19
การกำหนดประชากร.....	19
การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	19
การคำนวณผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก.....	20
การจัดทำความถี่ของช่วงเวลาที่ยกจำหน่ายหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลา พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2564.....	21
การคำนวณค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดของผลตอบแทน วันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก.....	21

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
การใช้สมการถดถอยภาคตัดขวางเพื่อศึกษาปัจจัยกำหนดผลตอบแทนวันแรก ของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก.....	22
การวิเคราะห์ผลการศึกษา.....	23
บทที่ 4 ผลการศึกษา	24
ผลการศึกษาช่วงเวลาของการเข้าจดทะเบียนของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชน เป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	24
ผลการศึกษาผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	25
ผลการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชน เป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	27
บทที่ 5 สรุปการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ	29
สรุปการศึกษา.....	29
อภิปรายผล	30
ข้อเสนอแนะ	31
บรรณานุกรม	32
ภาคผนวก	36
ก ช่วงเวลาของการเข้าจดทะเบียนของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	37
ข การคำนวณผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลา พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2564.....	41
ค การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์.....	45
ง ผลของสมการถดถอยเพื่อศึกษาปัจจัยกำหนดผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออก จำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2560 – พ.ศ. 2564.....	47
จ รายชื่อหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2560 – พ.ศ. 2564.....	49
ประวัติผู้ศึกษา	53

สารบัญตาราง

	หน้า	
ตารางที่ 2.1	สรุปการสังเคราะห์งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์ผลตอบแทนวันแรก ของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย.....	18
ตารางที่ 3.1	ความถี่ของช่วงเวลาที่ออกจำหน่ายหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชน เป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลา พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2564.....	21
ตารางที่ 4.1	ช่วงเวลาการเข้าจดทะเบียนของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2560 – 2564.....	24
ตารางที่ 4.2	อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2560 – พ.ศ. 2564.....	26
ตารางที่ 4.3	สถิติเชิงพรรณนาของผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่าย แก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	27
ตารางที่ 4.4	ผลของสมการถดถอย $Return_{it} = C_{0t} + C_{1t}INDEX_t + C_{2t}AD_t +$ $C_{3t}ASSET_t + C_{4t}CR_t + C_{5t}ROA_t + C_{6t}BOI_t + \epsilon_{it}$	28



ญ

สารบัญภาพ

หน้า

ภาพที่ 1.1 กรอบแนวคิดในการศึกษา..... 3



บทที่ 1

บทนำ

1. ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในปัจจุบันเทคโนโลยีเข้ามามีบทบาทในการดำรงชีวิตประจำวันของคนส่วนใหญ่มากขึ้น สามารถเข้าถึงข่าวสารต่างๆ ได้ง่าย ธุรกิจต่างๆ มีการแข่งขันกันอย่างมาก ทำให้ต้องมีการปรับปรุงโครงสร้างธุรกิจเพื่อให้สามารถแข่งขันกับคู่แข่งได้ โดยเฉพาะด้านเทคโนโลยีและการตลาด ซึ่งการปรับปรุงดังกล่าวต้องใช้ทุนในการดำเนินงานจำนวนมาก ผู้ประกอบการบางส่วนเลือกใช้วิธีการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ เข้าจดทะเบียนเพื่อซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เป็นครั้งแรก ด้วยการเสนอขายหุ้นไอพีโอ (IPO: Initial Public Offering) แก่ประชาชนทั่วไป ซึ่งคุณสมบัติและขั้นตอนต่างๆ ต้องเป็นไปตามที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนด

สำหรับนักลงทุนทั่วไป การลงทุนในหุ้นไอพีโอ ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรก ไม่มีข้อมูลแนวโน้มราคาหุ้นในอดีตให้เปรียบเทียบ และการรับรู้ข้อมูลอื่นๆ ของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหุ้นไอพีโอ มีจำกัดนั้น อาจทำให้เกิดการคาดการณ์ที่ผิดพลาด เกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างบุคคลภายในและนักลงทุนภายนอก บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จึงจำเป็นต้องส่งสัญญาณเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเพื่อลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล โดยนักลงทุนมักจะประเมินมูลค่าหลักทรัพย์จากข้อมูลขนาดสินทรัพย์ กำไรสุทธิ สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ ผู้จัดจำหน่าย ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชี ขนาดของบริษัท อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กระแสเงินสด จากหนังสือชี้ชวนและรายงานทางการเงิน และเพื่อเป็นการจูงใจนักลงทุนบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จึงตั้งราคาหลักทรัพย์ในตลาดแรกไว้ต่ำกว่าราคาที่แท้จริง เมื่อเข้ามาเทรดในตลาดรองวันแรก ส่วนใหญ่ราคามักจะปรับตัวเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามยังขึ้นอยู่กับอีกหลายปัจจัย อาทิ ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์โดยรวม หากตลาดหุ้นอยู่ในทิศทางขาขึ้น มีสภาพคล่องสูง ราคาหุ้นไอพีโอจะปรับตัวสูงขึ้น ทางกลับกัน หากตลาดหุ้นซบเซา สภาพคล่องน้อย ราคาหุ้นไอพีโอก็จะปรับตัวต่ำลงจากราคาจองซื้อ นอกจากนี้ต้องพิจารณา แนวโน้มธุรกิจและการเติบโตของอุตสาหกรรมด้วย เพราะหากไม่มีปัจจัยพื้นฐานรองรับราคาหุ้นไอพีโอ นั้น ๆ ก็ปรับลดลง

ทั้งนี้ มีนักวิจัยจำนวนมากทั้งในประเทศ และต่างประเทศให้ความสนใจ ศึกษา ผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ หรือ Underpricing ซึ่งเป็นปรากฏการณ์ที่ราคาตลาดที่ซื้อขายหุ้น ไอพีโอวันแรกในตลาดรองสูงกว่าราคาจองซื้อ (Offering Price) อาทิ ปรากฏการณ์ของผลตอบแทน วันแรกของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกหรือหุ้นไอพีโอที่มีค่าเป็นบวก ในตลาดหลักทรัพย์ไทย (กัลยานี ภาคอัท 2559) Dr.Chih -Hsiang พบว่า การกำหนดราคาจองซื้อ หุ้นไอพีโอมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ และมีอีกหลายแนวคิด ที่เกี่ยวข้องอื่นๆ ยืนยันว่าผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ มีค่าเป็นบวก (Komenkul, Sherif, & Bing 2017; Keawsang 2016; Lonkani & Firth 2005; Mingmaung 2010; Pansriwong 2016; Parkatt 2016) แต่จากการศึกษาค้นคว้าเบื้องต้นพบว่า ยังมีหุ้นไอพีโอที่ผลตอบแทนวันแรกมีค่า เป็นลบ ซึ่งมีสาเหตุจากปัจจัยที่แตกต่างกัน

ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพิจารณารวมถึงช่วงเวลาที่บริษัทเข้าไปจดทะเบียน และเปิดให้มีการซื้อขายหุ้นที่เสนอขายให้ประชาชนเป็นครั้งแรก ปัจจัยกำหนด ผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่เสนอขายให้ประชาชนเป็นครั้งแรก ซึ่งเป็นข้อมูลที่นักลงทุนใช้ประเมิน มูลค่าหุ้นไอพีโอ เพื่อตัดสินใจลงทุน มีความสัมพันธ์ในทางบวกและทางลบกับผลตอบแทนวันแรกของ หุ้นไอพีโอ และอธิบายถึงผลการศึกษาเชิงประจักษ์พร้อมทั้งเป็นข้อเสนอแนะต่อผู้ที่สนใจ

2. วัตถุประสงค์ของการศึกษา

การศึกษามีวัตถุประสงค์ดังนี้

2.1 เพื่อศึกษาช่วงเวลาของการเข้าจดทะเบียนของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็น ครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.2 เพื่อศึกษาผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.3 เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชน เป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. ขอบเขตของการศึกษา

การศึกษามีขอบเขตดังนี้

3.1 ประชากร การศึกษาครั้งนี้ศึกษาจากประชากร คือบริษัทจดทะเบียนหรือหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลา พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2564 เป็นเวลา 5 ปี จำนวน 73 บริษัท

3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วย

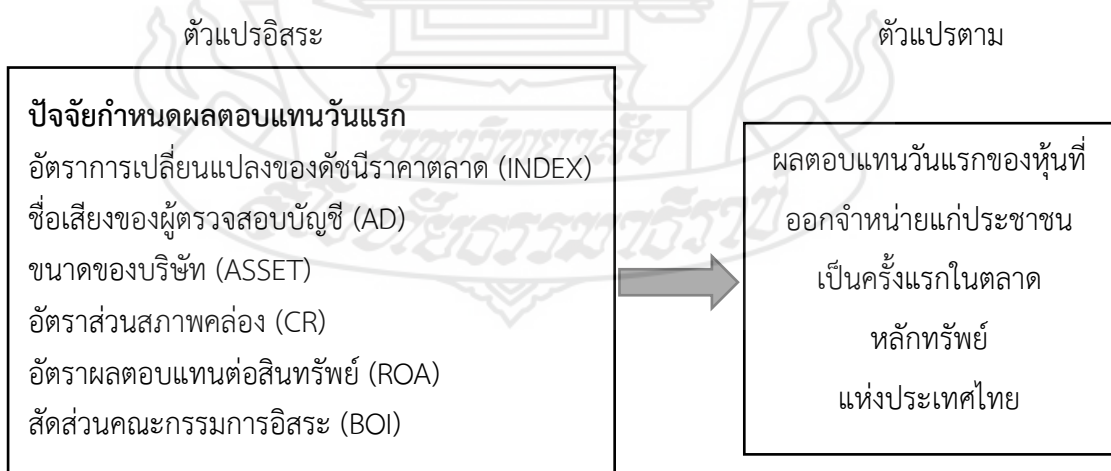
3.2.1 ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.2.2 ตัวแปรอิสระ ได้แก่ ขนาดของบริษัท ดัชนีราคาตลาด ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชี อัตราส่วนสภาพคล่อง สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น จำนวน 7 ตัวแปร

3.3 ระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา เดือนสิงหาคม 2565 - พฤศจิกายน 2565

4. กรอบแนวคิดในการศึกษา

จากการศึกษางานวิจัยและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องสามารถกำหนดกรอบแนวคิดในการศึกษาได้ ดังนี้



ภาพที่ 1.1 กรอบแนวคิดในการศึกษา

5. นิยามศัพท์เฉพาะ

ศัพท์เฉพาะในการศึกษาครั้งนี้ประกอบด้วย

5.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) จัดตั้งขึ้นโดยพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 อยู่ภายใต้การกำกับดูแลโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เปิดทำการซื้อขายขึ้นอย่างเป็นทางการครั้งแรกในวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 ทำหน้าที่เป็นตลาดรองเพื่อแลกเปลี่ยนซื้อขายตราสารทุนของบริษัทต่างๆ ที่ขึ้นทะเบียนไว้ และเพื่อให้สามารถระดมเงินทุนเพิ่มเติมจากสาธารณะได้โดยสะดวก ปัจจุบันการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

5.2 บริษัทจดทะเบียน (Listed Company) เป็นบริษัทมหาชนจำกัดที่ได้รับอนุมัติจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ให้สามารถออกและเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน และได้รับอนุมัติจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้เข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนใน SET และ mai ตามขนาดของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว และคุณสมบัติอื่นๆ ที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนด

5.3 หุ้นไอพีโอ (Initial Public Offering: IPO) หมายถึง การที่บริษัทต้องการแหล่งเงินทุนเพื่อขยายธุรกิจ บริษัทผู้เสนอขายหลักทรัพย์ (Issuer) ก็จะปรึกษากับที่ปรึกษาทางการเงินจัดทำหนังสือชี้ชวนการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ให้มีข้อมูลครบถ้วน ถูกต้อง เพื่อให้ให้นักลงทุนอ่านทำความเข้าใจก่อนตัดสินใจจองซื้อหลักทรัพย์ได้ โดยจะต้องทำผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (Securities and Exchange Commission: SEC) และต้องจัดทำหนังสือชี้ชวนตามหลักเกณฑ์ โดยบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตจัดจำหน่ายให้เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน แต่แต่ละครั้งจะไม่มีเกณฑ์แน่นอนว่าจะจองด้วยวิธีใด ผ่านช่องทางไหน จ่ายเงินอย่างไร หรือจัดสรรอย่างไร ผู้ลงทุนจะต้องศึกษารายละเอียดต่างๆ จากหนังสือชี้ชวนเองเมื่อหลักทรัพย์ได้รับจัดสรรเรียบร้อยแล้ว ก็จะถูกเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้ผู้ถือหลักทรัพย์มีโอกาสซื้อขายเปลี่ยนมือบนกระดานตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5.4 ราคาปิดวันแรก (First Day Closing Price) หมายถึง ราคาซื้อขายหุ้นไอพีโอ ครั้งสุดท้ายในวันแรกที่เปิดให้ซื้อขายในตลาดรอง

5.5 อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ (First Day Returns of IPO) หมายถึง อัตราผลตอบแทนวันแรกคิดเป็นอัตราร้อยละของผลต่างระหว่างราคาปิดของหลักทรัพย์ IPO วันแรกในตลาดรอง (Secondary Market) กับราคาจองซื้อ (Offering Price) ของหลักทรัพย์ IPO ในตลาดแรก (Primary Market)

5.6 ดัชนีราคาตลาด (Price Index) หมายถึง ดัชนีที่สะท้อนความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ฯ ทั้งหมด เปรียบเทียบมูลค่าตลาดรวม ในวันปัจจุบันของหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญทั้งหมดที่เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน และหลักทรัพย์รับอนุญาตในตลาดหลักทรัพย์กับมูลค่าตลาดโดยการคำนวณ SET Index คำนวณโดยใช้วิธีถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization Weighted) ด้วยการเปรียบเทียบมูลค่าตลาดในวันปัจจุบันของหลักทรัพย์ (Current Market Value: CMV) กับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ในวันฐานของหลักทรัพย์ (Base Market Value: BMV)

5.7 ขนาดของบริษัท (Company Size) วัดโดยมูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัทในงบการเงิน สินทรัพย์แบ่งเป็น 2 ประเภทใหญ่ดังนี้ 1) สินทรัพย์หมุนเวียน คือสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงสามารถหมุนเวียนได้เร็วภายในไม่เกิน 1 ปี โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อการค้า ได้แก่ เงินสด ลูกหนี้ เงินให้กู้ยืมระยะสั้น สินค้าคงเหลือ สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น เป็นต้น 2) สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน คือสินทรัพย์ที่กิจการมีไว้ในครอบครองในระยะยาว เกินกว่า 1 ปี รวมถึงสินทรัพย์ที่มีตัวตนและสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน ได้แก่ เงินลงทุนระยะยาว ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สินทรัพย์ไม่มีตัวตน สินทรัพย์อื่น เป็นต้น ซึ่งสินทรัพย์รวมเท่ากับ สินทรัพย์หมุนเวียนบวกด้วยสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนของบริษัท

5.8 อัตราส่วนสภาพคล่อง (Current Ratio) เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่คำนวณจากสินทรัพย์หมุนเวียน กับการนี้สินหมุนเวียน เป็นอัตราส่วนที่จัดอยู่ในกลุ่มทางการเงินที่บอกถึงสภาพคล่องของกิจการ จะบอกว่า กิจการมีสินทรัพย์หมุนเวียนมากพอที่จะชำระหนี้สินระยะสั้นหรือไม่

5.9 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset) คำนวณจากกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่วัดความสามารถของกิจการในการนำสินทรัพย์ที่มีทั้งหมดไปทำกำไรสุทธิกลับเข้ามาให้กิจการในปีนั้นเป็นกึ่งเปอร์เซ็นต์ของสินทรัพย์ที่มีทั้งหมด ถ้าอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์สูง แสดงว่ากิจการสามารถนำสินทรัพย์รวมไปทำกำไรสุทธิกลับเข้ามามาก

5.10 สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (Proportion of Independent Directors) คณะกรรมการบริษัทมีบทบาทเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้น มีหน้าที่สำคัญในการตัดสินใจเกี่ยวกับนโยบายและกลยุทธ์ที่สำคัญของกิจการ และดูแลให้มั่นใจว่าฝ่ายจัดการได้นำนโยบายและกลยุทธ์ไปปฏิบัติตามที่กำหนดไว้เพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น คณะกรรมการจึงควรประกอบด้วยผู้ที่มีคุณสมบัติเหมาะสมที่จะทำหน้าที่ดังกล่าวอย่างมีประสิทธิภาพ โดยมีองค์ประกอบที่เป็นกรรมการที่มีส่วนร่วมในการบริหาร และกรรมการที่ไม่มีส่วนร่วมในการบริหาร ในสัดส่วนที่จะทำให้เป็นคณะกรรมการที่มี

ความรู้ความชำนาญที่หลากหลายเหมาะสมกับธุรกิจและมีการถ่วงดุลอำนาจภายในคณะกรรมการของบริษัทเพื่อให้กรรมการทุกคนแสดงความคิดเห็นได้อย่างอิสระ และไม่ให้มีบุคคลหรือกลุ่มบุคคลใดมีอำนาจเหนือการตัดสินใจของคณะกรรมการบริษัท

องค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียนต้องเป็นไปตามเกณฑ์ของสำนักงาน ก.ล.ต. คือ

- 1) มีกรรมการอิสระอย่างน้อยหนึ่งในสามของจำนวนกรรมการทั้งหมด แต่ต้องไม่น้อยกว่า 3 คน
- 2) มีกรรมการตรวจสอบอย่างน้อย 3 คน

6. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การศึกษาครั้งนี้คาดว่าจะได้รับประโยชน์ดังนี้

6.1 บริษัทที่ออกจำหน่ายหุ้นแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกสามารถนำผลการศึกษาไปใช้ในการเตรียมความพร้อมในการเข้าจดทะเบียน และการจำหน่ายหุ้น

6.2 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถนำผลการศึกษาไปใช้วิเคราะห์ช่วงเวลาการเข้าจดทะเบียนของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก เพื่อวางแผนการทำงานต่อไป

6.3 ผู้ลงทุนสามารถนำผลการศึกษาไปใช้ เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนในหุ้นไอพีโอ

6.4 ผู้วิจัย นักวิชาการ และผู้สนใจทั่วไปสามารถนำผลการศึกษาไปใช้ในการอ้างอิงในการศึกษาเพิ่มเติม และเพิ่มพูนความรู้



บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะอธิบายเกี่ยวกับ 1) แนวคิดเกี่ยวกับผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก 2) ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก และ 3) งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

1. แนวคิดเกี่ยวกับผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก

จากการศึกษาแนวคิดเกี่ยวกับผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก (IPO) จะแยกอธิบายเป็น 5 หัวข้อ คือ 1) ความหมายของหุ้น IPO 2) ผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO และ 3) ผู้ที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายหุ้น IPO 4) ตลาดแรกและตลาดรอง 5) ผู้ออกจำหน่ายอธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

1.1 ความหมายของหุ้น IPO IPO ย่อมาจาก Initial Public Offering คือ การเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ของบริษัทมหาชนจำกัดต่อประชาชนในครั้งแรก เพื่อให้ได้มาซึ่งเงินทุนโดยการระดมทุนของบริษัทที่ออกจำหน่าย และเปลี่ยนจากบริษัทเอกชน เป็นบริษัทมหาชน

1.2 ผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO คำนวณได้จาก ราคาปิดของหลักทรัพย์ IPO วันแรกในตลาดรอง (Secondary Market) ลบด้วยราคาจองซื้อ (Offering Price) ของหลักทรัพย์ IPO ในตลาดแรก (Primary Market)

1.3 ผู้ที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายหุ้น IPO มีรายละเอียดดังนี้

1) กสท./สำนักงาน กสท. เป็นหน่วยงานที่ออกกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการ IPO และเป็นผู้ตรวจสอบข้อมูลของกิจการและอนุญาตให้ออกและเสนอขายหลักทรัพย์ บริษัทมหาชนจำกัดที่ยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ต่อประชาชนเป็นครั้งแรก จะได้รับอนุญาตให้เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ต่อเมื่อแสดงให้สำนักงานเห็นว่ามีความเหมาะสมเป็นไปตามหลักเกณฑ์ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการที่ดีและหลักเกณฑ์คุณสมบัติอื่นๆ ตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 39/2559 เรื่อง การขออนุญาตและการอนุญาตให้เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ (ฉบับประมวล) โดยอาศัยอำนาจตามความในมาตรา 16/6 และมาตรา 89/27 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

- 2) ตลาดหลักทรัพย์ เป็นหน่วยงานที่ผู้ออกกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และเป็นผู้อนุญาตให้หลักทรัพย์ของบริษัทเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน นอกจากนี้ขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกกับสำนักงาน ก.ล.ต. แล้วเพื่อให้หลักทรัพย์มีแหล่งในการซื้อขาย เปลี่ยนมือได้บริษัทจะยื่นขออนุญาตเข้าจดทะเบียนเพื่อซื้อขายในตลาดรอง ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ตลอดจนบริการที่เกี่ยวข้อง และกำกับดูแลให้ทำตามกฎเกณฑ์เช่น กฎเกณฑ์การซื้อขาย การเปิดเผยข้อมูลที่ต้อง ครบถ้วน ทันเวลา เป็นต้น
- 3) กระทรวงพาณิชย์ เป็นหน่วยงานที่กำกับดูแลเกี่ยวกับการแปรสภาพบริษัทจากบริษัทจำกัดเป็นบริษัทมหาชนและการเพิ่มทุนของบริษัทสำหรับการ IPO
- 4) ที่ปรึกษาทางการเงินจะเป็นผู้ให้คำแนะนำและคำปรึกษาตลอดกระบวนการ IPO และการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์รวมถึงทำหน้าที่ยื่นแบบ Filing
- 5) ที่ปรึกษากฎหมายจะทำหน้าที่ให้คำปรึกษากฎหมายและกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการ IPO และการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
- 6) ผู้สอบบัญชีจะทำหน้าที่ตรวจสอบงบการเงินของกิจการ
- 7) ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์หรือ Underwriter เป็นบริษัทหลักทรัพย์ที่จะช่วยกระจายหุ้นให้แก่นักลงทุนทั่วไป
- 8) ผู้ตรวจสอบอื่นเช่น Internal Audit จะทำหน้าที่ช่วยตรวจสอบสภาพของกิจการ เช่น การควบคุมภายใน
- 9) ผู้ประเมินมูลค่าทรัพย์สินจะมาดูแลเกี่ยวกับการประเมินราคาหลักทรัพย์
- 10) นายทะเบียนหลักทรัพย์ บริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด (The Thailand Securities Depository Co. Ltd. หรือ TSD) ให้บริการงานนายทะเบียนหลักทรัพย์ จัดทำทะเบียนผู้ถือหุ้นให้ถูกต้อง ครบถ้วน รวมถึงให้บริการนำหุ้นเข้าฝากในระบบไร้ใบหุ้น (Scripless) นอกจากนี้ TSD ยังให้บริการแจ้งข่าวสารและจ่ายสิทธิประโยชน์ต่างๆ ให้กับผู้ถือหุ้นด้วย เช่น จัดส่งเอกสารเชิญประชุมผู้ถือหุ้น จ่ายเงินปันผล และแจ้งสิทธิจองซื้อหุ้น เพิ่มทุน เป็นต้น

1.4 ตลาดแรกและตลาดรอง ตลาดแรกหรือตลาดหลักทรัพย์ออกใหม่ (Primary หรือ New Issued Market) เป็นตลาดสำหรับหลักทรัพย์ที่ออกใหม่โดยผู้ที่ต้องการเงินทุน และต้องการระดมเงินทุนจากผู้ลงทุนโดยตรง ด้วยการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ การซื้อขายหุ้นส่วนนี้จะดำเนินการภายใต้ข้อกำหนดของ ก.ล.ต. โดยประกาศผ่านทางเว็บไซต์ SET หรือเว็บไซต์ของบริษัท และผ่านโบรกเกอร์ต่างๆ

ตลาดรองหรือตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ (Secondary หรือ Trading Market) เป็นตลาดกลางสำหรับการซื้อขายเปลี่ยนมือความเป็นเจ้าของของหลักทรัพย์ที่ได้ผ่านการจองซื้อในตลาดแรกมาแล้ว เกิดขึ้นหลังจากที่บริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้ว โดยราคาหุ้นอาจจะสูงกว่าหรือต่ำกว่าในตลาดแรก

1.5 ผู้ออกจำหน่ายหุ้น IPO ต้องมีคุณสมบัติตามหลักเกณฑ์เงื่อนไขของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และตลาดหลักทรัพย์กำหนด

2. ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก

จากการศึกษาทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก จะแยกอธิบายเป็น 4 ทฤษฎี คือ 1) ทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล 2) ทฤษฎีความมีประสิทธิภาพของตลาด 3) ทฤษฎีการส่งสัญญาณ และ 4) ทฤษฎีการทำ Bookbuilding อธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

2.1 ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetry Information Theory)

ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูลหรือความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) คือ ข้อมูลที่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในตลาดแต่ละฝ่ายมีนั้นไม่เท่ากัน ซึ่งเห็นถึงการได้รับข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันของนักลงทุนที่ถือเป็นบุคคลภายนอก และผู้บริหารที่ถือเป็นบุคคลภายใน รวมทั้งผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ทราบข้อมูลภายในมากกว่านักลงทุน ความไม่เท่าเทียมกันในการรู้ข้อมูลภายในของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เป็นปัจจัยที่มีผลต่อการได้รับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ IPO ทั้งนี้การที่นักลงทุนเกิดความกังวลเกี่ยวกับความไม่เพียงพอของข้อมูล จะมีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ในแรกเข้าตลาด ด้วยเหตุนี้บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มักจะยอมเปิดเผยข้อมูลภายในของบริษัทเพิ่มขึ้น ดังนั้นข้อมูลที่ระบุในหนังสือชี้ชวน ไม่ว่าจะป็นรายละเอียดคณะกรรมการบริษัท ผลประกอบการในอดีต และข้อมูลภายในอื่นๆ จะช่วยสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุน อันจะมีผลต่อราคาของหลักทรัพย์ IPO ในวันแรกเข้าตลาด เพราะจะช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลที่จะสื่อสารสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนเกี่ยวกับผลตอบแทนที่จะได้รับ

Beatty & Ritter (1986) อธิบายว่าการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpricing IPO) มีสาเหตุเพื่อชดเชยกับความไม่แน่นอนซึ่งเกิดจากปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และนักลงทุน

2.2 ทฤษฎี Winner's Curse Rock (1986) อธิบายว่าการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpricing IPO) เกิดจากความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างนักลงทุนที่มีข้อมูลเหนือกว่า (Informed Traders) กับนักลงทุนที่มีข้อมูลน้อยกว่า (Uninformed Traders) โดยอธิบายว่านักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีข้อมูลเหนือกว่า เนื่องจาก

มีเครื่องมือและความรู้ในการลงทุนเหนือกว่านักลงทุนทั่วไป ซึ่งเป็นนักลงทุนซึ่งมีข้อมูลน้อยกว่า นักลงทุนทั่วไปซึ่งเป็นนักลงทุนซึ่งมีข้อมูลน้อยกว่า จะสุ่มลงทุนทั้งหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนในตลาด ครั้งแรกที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpricing IPO) และหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนในตลาด ครั้งแรกที่มีราคาสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Overpricing IPO) ดังนั้นจึงเกิดความเสียเปรียบ ซึ่งปัญหาดังกล่าวถูกเรียกว่า การเลือกที่ไม่เป็นธรรม (Adverse Selection) เพื่อชดเชยปัญหาดังกล่าวและจูงใจให้นักลงทุนทั่วไปซึ่งมีข้อมูลน้อยกว่า เข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนในตลาดครั้งแรก ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จึงต้องเสนอราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpricing IPO) โดยมีหลักฐานเชิงประจักษ์จำนวนมาก

2.3 ทฤษฎี Negative Cascade Welch (1992) ได้เสนอทฤษฎีต่อยอดจากทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูลว่า นักลงทุนมักมีพฤติกรรมการลอกเลียนแบบนักลงทุนคนอื่นๆ โดยหุ้น IPO ตัวใดที่มีนักลงทุนให้ความสนใจของซื้อเป็นจำนวนมาก นักลงทุนรายอื่นๆ จะเขาไปจองซื้อด้วย ดังนั้นการตั้งราคาหุ้น IPO ต่ำกว่าราคาที่แท้จริงนั้นเป็นสิ่งจำเป็น เนื่องจากหากบริษัทตั้งราคาหุ้น IPO ที่สูงกว่าราคาที่แท้จริงแล้ว นักลงทุนจะไม่ให้ความสนใจของซื้อหุ้นดังกล่าว และเมื่อนักลงทุนรายอื่นๆ เห็นว่าหุ้น IPO ดังกล่าวไม่ได้รับความสนใจ จะไม่ลงทุนในหุ้นด้วยเช่นกัน ในทางกลับกันหากบริษัทตั้งราคาหุ้นที่ต่ำกว่าราคาที่แท้จริงจะขยาดึงดูดนักลงทุนที่สนใจที่จะจองซื้อหุ้น IPO และเมื่อนักลงทุนคนอื่นๆ เห็นว่าหุ้น IPO ดังกล่าวได้รับความสนใจจะสนใจจองซื้อตาม โดยไม่คำนึงถึงข้อมูลที่มีอยู่

2.4 ทฤษฎีการทำ Bookbuilding Benveniste and Spindt (1989) ได้พัฒนาทฤษฎีที่นำเสนอการทำ Bookbuilding เพื่อลดปัญหาการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้บริหารของบริษัทกับนักลงทุนที่มีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO การทำ Bookbuilding นั้นจะเริ่มต้นโดยการที่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) พร้อมด้วยผู้บริหารของบริษัทที่ออกหุ้น IPO ทำการส่งเสริมการขายหุ้น IPO ของกิจการให้แก่แก่นักลงทุนที่มีแนวโน้มสนใจของซื้อหุ้นของบริษัทในช่วงของการส่งเสริมการขายนี้ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จะตั้งช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้น IPO และทำการสอบถามถึงจำนวนหุ้นที่นักลงทุนสนใจจะซื้อในแต่ละช่วงระดับราคา เมื่อผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และผู้บริหารของกิจการได้รับข้อมูลเกี่ยวกับอุปสงค์ของตลาดที่มีต่อหุ้นแล้วก็จะนำไปสู่การตั้งราคาจองเพื่อจัดจำหน่ายให้แก่แก่นักลงทุนต่อไป โดยการตั้งราคาจองต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงที่นักลงทุนยินดีจะจ่ายนั้นเป็นสิ่งจำเป็นภายใต้ทฤษฎีนี้ เพื่อเป็นสิ่งที่ตอบแทนให้กับแก่นักลงทุนในการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับราคาและความต้องการหุ้น IPO ในแต่ละระดับราคา เพราะหากแก่นักลงทุนเปิดเผยจำนวนและราคาหุ้น IPO ที่ต้องการซื้อแล้ว หากผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ทบทวนและตั้งราคาสูงสุดตามที่แก่นักลงทุนยินดีจะจ่ายนั้น แก่นักลงทุนที่ยินดีเปิดเผยข้อมูลก็จะไม่ได้อะไรเป็นผลตอบแทน ซึ่งอาจนำไปสู่การไม่ให้ความร่วมมือในการให้ข้อมูล

2.5 ความมีประสิทธิภาพของตลาด (Market Efficiency Hypothesis Theory) ตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นถือว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาจะเป็นอิสระต่อกันไม่มีความสัมพันธ์กันและเชื่อว่า ราคา การค้นคว้า และการวิเคราะห์ข่าวสารที่เปิดเผยต่อสาธารณชน แม้กระทั่งข้อมูลที่เป็นความลับหรือรู้กันเพียงคนในวงจำกัด ราคาที่เกิดขึ้นจึงเป็นราคาที่มีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพ (Equilibrium Price) ซึ่งในตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นราคาดุลยภาพคือมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value)

ตลาดที่มีประสิทธิภาพคือ ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงอยู่ตลอดเวลา มีการจำแนกประเภทระดับความมีประสิทธิภาพตามระดับของข่าวสารที่แพร่ไปยังผู้ลงทุนแบ่งเป็น 3 ระดับ ดังนี้

1. ความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak-Form Efficiency) ซึ่งข่าวสารที่ใช้ประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ ข้อมูลตลาด อาทิเช่น ข้อมูลด้านปริมาณหรือ ราคาการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้ว แสดงว่าไม่สามารถใช้ข้อมูลในอดีตด้านปริมาณหรือราคาการซื้อขายหลักทรัพย์ มาใช้พยากรณ์ราคาในอนาคตและออกแบบกลยุทธ์การลงทุนให้มีกำไรในระดับสูงเกินปกติได้อย่างต่อเนื่อง เพราะราคาปัจจุบัน ได้สะท้อนข่าวสารทั้งหมด

2. ความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับกลาง (Semi-Strong-Form Efficiency) ซึ่งข่าวสารที่ใช้ประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ได้แก่ ข้อมูลตลาด ซึ่งผู้ลงทุนยังใช้ข่าวสารทั้งหมดได้รับทราบและมีอยู่ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลทั้งในอดีตและปัจจุบัน และการคาดการณ์ในอนาคต แสดงว่าราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ในตลาด ได้สะท้อนข่าวสารไว้อย่างเต็มที่ ซึ่งในตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับกลางไม่สามารถกำหนดกลยุทธ์ การลงทุนที่อิงอยู่บนพื้นฐานของข่าวสารที่เผยแพร่ต่อสาธารณะมาสร้างผลกำไรที่เกินปกติได้อย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้เนื่องจากราคามีการเปลี่ยนแปลงเพื่อตอบสนองต่อข่าวสารสาธารณะอย่างเป็นระบบ เหมาะสม รวดเร็ว และ ไม่ล่าช้า ดังนั้นผู้ที่เป็นเจ้าของหลักทรัพย์จะได้รับกำไรหรือขาดทุนจากหลักทรัพย์ทันทีที่มีการประกาศข่าวสารดังกล่าว หลังจากนั้นจะไม่มีผู้ใดสามารถทำกำไรหรือขาดทุนจากข่าวสารดังกล่าวได้อีก

3. ความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับสูง (Strong-Form Efficiency) ซึ่งข่าวสารที่ใช้ประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ ข่าวสารทุกประเภททั้งที่เป็นสาธารณะและไม่ใช่สาธารณะ อาทิเช่น ข่าวสารที่อยู่ระหว่างกระบวนการตัดสินใจของทางการ เป็นต้น โดยไม่สามารถใช้ข้อมูลหรือข่าวสารที่มิได้ลงทุนรู้ แม้เพียงคนเดียวมากำหนดกลยุทธ์ในการสร้างผลกำไรที่เกินปกติได้อย่างต่อเนื่อง

ทั้งนี้ เนื่องจากข่าวสารทั้งหมด ซึ่งรวมถึงข่าวสารส่วนบุคคลและข้อมูลภายในได้สะท้อนรวมอยู่ในราคาของหลักทรัพย์แล้วความมีประสิทธิภาพของตลาดทั้ง 3 ระดับ มีความสัมพันธ์กันแบบต่อเนื่อง กล่าวคือ ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำเป็นเงื่อนไขที่จำเป็นของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลางและระดับสูง (Latham 1986)

2.6 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ทฤษฎีการส่งสัญญาณเป็นทฤษฎีที่ศึกษาถึงพฤติกรรมที่บริษัทหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือผู้บริหารส่งสัญญาณให้แก่นักลงทุนรายย่อย โดยการเข้าถึงข้อมูลที่แตกต่างกันและการกระจายข้อมูล ข่าวสารที่ไม่ทั่วถึงในตลาดทุน เกิดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetry Information) ส่งผลให้นักลงทุนไม่ทราบถึงคุณภาพของบริษัท ไม่สามารถคัดแยกบริษัทที่มีคุณภาพต่ำและคุณภาพสูงออกจากกันได้ บริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชนจึงส่งสัญญาณ (Signal) ให้แก่นักลงทุนผ่านการ IPO Underpricing เพื่อจูงใจให้เข้ามาลงทุนในบริษัท

Welch (1989) พบว่า บริษัทที่เสนอขายหุ้น IPO ที่มีคุณภาพสูงจึงส่งสัญญาณคุณภาพของบริษัทแก่นักลงทุนโดยตั้งราคาจองซื้อหุ้นที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (IPO Underpricing) เพื่อดึงดูดให้นักลงทุนมาจองซื้อหุ้นของบริษัท นักลงทุนจะได้กำไรและเกิดความพอใจ และเมื่อบริษัทต้องการออกหลักทรัพย์เพื่อระดมทุนครั้งใหม่ก็จะสามารถขายให้กับนักลงทุนได้ไม่ยากและไม่ต้องลดราคา (Underpricing) ลงอีกในการระดมทุนครั้งใหม่ บริษัทที่มีคุณภาพต่ำจะพยายามเลียนแบบการส่งสัญญาณโดยการลดราคาจองซื้อหุ้น IPO เพื่อบ่งบอกถึงคุณภาพที่มีลักษณะเหมือนกับบริษัทที่มีคุณภาพสูง แต่การเลียนแบบนี้จะมีต้นทุนเกิดขึ้นและนักลงทุนจะเรียนรู้ถึงการเลียนแบบของบริษัทที่มีคุณภาพต่ำ ดังนั้น บริษัทที่มีคุณภาพต่ำจะไม่ส่งสัญญาณ Underpricing ได้มากเท่าที่บริษัทที่มีคุณภาพสูงทำ

Mnif (2010) อธิบายวิธีการที่บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนในการลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลผ่านการเปิดเผยข้อมูลต่างๆ ในหนังสือชี้ชวนที่สามารถส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนสร้างความน่าเชื่อถือช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล

Habib & Ljungqvist (2001) อธิบายว่าปัญหาการเลือกที่ไม่เป็นธรรม (Adverse Selection) สามารถลดลงได้โดยการเลือกผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงเพื่อเป็นการส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนถึงความมีคุณภาพของหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรก

3. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย วรรณกรรมที่เกี่ยวข้องทั้งงานวิจัยในประเทศและต่างประเทศ สามารถอธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

3.1 งานวิจัยในประเทศที่เกี่ยวข้อง กัลยานี ภาคอัฐ (2559) ศึกษาปรากฏการณ์ของผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกหรือหุ้นไอพีโอที่มีค่าเป็นบวกในตลาดหลักทรัพย์ไทย พบว่า หุ้นไอพีโอส่วนใหญ่ซื้อขายวันแรกในเดือนพฤศจิกายน รองลงมาคือ เดือนธันวาคม ตุลาคม พฤษภาคม และเดือนกันยายน อัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยของหุ้นไอพีโอในตลาดหลักทรัพย์ไทยประมาณ 61.43% ซึ่งสูงกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันที่สามและวันที่ห้า โดยหุ้นไอพีโอปี 2557 มีอัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยสูงสุดคือ 80.18% ในขณะที่หุ้นไอพีโอปี 2553 มีอัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยต่ำสุดคือ 38.30% ขนาดของเงินลงทุนที่จัดหาและภาวะตลาดหลักทรัพย์เป็นปัจจัยสำคัญที่อธิบายระดับของผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ

ชูเกียรติ มงคลเกียรติชัย (2560) ศึกษาการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนต่ำกว่ามูลค่าทางทฤษฎี กรณีศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่ามีผลตอบแทนที่สูงผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ ผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นจากราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรกสูงกว่าราคาเสนอขายโดยเฉลี่ย 28.05% ทดสอบค่าเฉลี่ยโดยใช้วิธีทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) รวมทั้งประเมินมูลค่าระหว่างราคาหลักทรัพย์กับรายได้บริษัท (Earning) ซึ่งการเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ปิดวันแรกเป็นปรากฏการณ์ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ว่าราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนต่ำกว่ามูลค่าทางทฤษฎี (Underpricing)

สายรุ้ง แก้วสังข์ (2559) ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในวันแรกของการซื้อขายประกอบด้วย ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขาย มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ที่เสนอขาย อายุบริษัท ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ซื้อขายวันแรก ส่วนปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ณ วันที่ทำการซื้อขายวันที่หกสิบประกอบด้วย มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ IPO ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ซื้อขายวันที่หกสิบ และดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม

เวสารัช จรัสวรุฒิกุล (2557) ศึกษาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใหม่ (หุ้น IPO) กรณีเป็นบริษัทย่อยของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2547-2557 พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นในหลักทรัพย์ใหม่ของบริษัทที่จดทะเบียน ปีที่หลักทรัพย์ใหม่เข้าทำการซื้อขาย อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ฯ เฉลี่ยย้อนหลัง 3, 6 และ 12 เดือน ผลตอบแทนเฉลี่ย

ของหลักทรัพย์ใหม่ก่อนหน้าย้อนหลัง 1 ปี มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ สัดส่วนการจองต่อจำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขาย สัดส่วนการจองหลักทรัพย์ใหม่โดยผู้มีอุปการคุณของบริษัท มูลค่าการระดมทุนของหลักทรัพย์ และวาทะถนกรบางแห่ง มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใหม่และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใหม่นั้นสามารถบ่งบอกถึงคุณภาพของบริษัท

ประพันธ์ จันทรวิไลศรี (2557) ศึกษาคุณภาพของกำไรและการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่ออกหุ้น Initial Public Offerings (IPOs) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ช่วงปี 2550-2556 โดยแบ่งออกเป็นสามช่วงระยะเวลา ได้แก่ ปีที่ออกหุ้น IPOs หนึ่งปีหลังจากที่ออกหุ้น IPOs และสองปีหลังจากที่ออกหุ้น IPOs ทั้งนี้ในแต่ละช่วงระยะเวลาจะทำการแบ่งบริษัทในกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 4 ควอไทล์โดยเรียงลำดับกำไรสุทธิ องค์กรประกอบของกำไรที่เป็นเกณฑ์ทางรับ และองค์กรประกอบของกำไรที่เป็นกระแสเงินสด จากน้อยที่สุด (Q1) ไปมากที่สุด (Q4) พบว่า บริษัทที่มีกำไรมาจากองค์ประกอบของกระแสเงินสดในสัดส่วนที่สูงจะมีคุณภาพของกำไรที่สูงด้วย และมีโอกาสสูงที่กำไรนั้นจะมีความยั่งยืนในอนาคต ทั้งนี้ เมื่อวิเคราะห์ด้วยแบบจำลองเศรษฐมิติ โดยวิธีวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสแบบลำดับขั้น พบว่า บริษัทที่มี Earning อยู่ในช่วงควอไทล์ที่สูงจะเป็นบริษัทที่มีจำนวนของบอร์ดคณะกรรมการและสัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบที่น้อยแต่จะมีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระที่มาก มีจำนวนครั้งการประชุมของคณะกรรมการที่น้อยครั้งกว่า มีการใช้ผู้สอบบัญชีซึ่งอยู่ในกลุ่ม BIG4 และประธานเจ้าหน้าที่บริหารไม่ได้ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบริษัท ในขณะที่บริษัทที่มี CF Component อยู่ในช่วงควอไทล์ที่สูง จะเป็นบริษัทที่มีจำนวนครั้งการประชุมของคณะกรรมการที่น้อยครั้งกว่า มีการใช้ผู้สอบบัญชี ซึ่งอยู่ในกลุ่ม BIG4 และประธานเจ้าหน้าที่บริหารไม่ได้ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบริษัท นอกจากนี้ ผลแบบจำลองยังพบว่าแบบจำลองที่ใช้ Accruals Component เป็นตัวแปรตามนั้นเป็นแบบจำลองที่มีความเหมาะสมน้อยที่สุดที่จะใช้ในการพยากรณ์ และ CF Component อาจจะไม่ใช้ตัวแปรที่เพียงพอในแง่ของคุณภาพของกำไร ทั้งนี้ ถ้าหากจะคำนึงถึงคุณภาพกำไรในรูปของกระแสเงินสดอิสระ ก็ควรใช้กระแสเงินสดอิสระของบริษัท (Free Cash Flow to Firm) น่าจะเป็นตัวแปรที่ดีกว่า

พีรพงศ์ บุญมี (2558) ศึกษาผลตอบแทนและปริมาณการซื้อขายของหุ้น IPO ในช่วงสิ้นสุดระยะการห้ามขายหุ้นที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด (Silent Period) ในช่วงปี ค.ศ. 2010 – 2014 จำนวน 82 บริษัท พบว่าจากช่วงที่ทำการศึกษาทั้งหมด 6 ช่วง ของทั้งอัตราผลตอบแทนและปริมาณการซื้อขายนั้นมีเพียงช่วงเดียว คือช่วงก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น 15 วันจนถึงวันสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นเท่านั้นที่มีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนผิดปกติ โดยมีปัจจัยที่มีผลอธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติได้คือ ความผันผวนของราคาหุ้น ในช่วงวันที่เข้าซื้อขายวันแรกจนถึงวันที่มีการซื้อขายแล้ว 90 วัน โดยมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม ในขณะที่มูลค่าตลาดของหุ้นในตอนจบวันเข้าซื้อขายวันแรก อายุของ

บริษัทจนถึงวันเข้าซื้อขายวันแรก อัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหุ้นในตลาดวันแรก สัดส่วนของผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัท ระยะเวลาที่ถูกระงับห้ามขายหุ้น และจำนวนหุ้นที่ถูกระงับห้ามขายเทียบกับจำนวนหุ้นที่ชำระเงินแล้วเป็นปัจจัยที่ไม่มีความสัมพันธ์อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น

ธัญญา ธนากาญจนอนันต์ (2558) ศึกษาผลกระทบของวิกฤตการเงินต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกและผลตอบแทนระยะยาวของหุ้นไอพีโอที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี ค.ศ. 2005-2011 เป็นจำนวน 72 หุ้น โดยศึกษาการออกหุ้นไอพีโอในช่วงเวลาที่แตกต่างกันจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนอย่างไร และได้ศึกษาผลของวิกฤตการณ์ซับไพร์มที่เกิดขึ้นในปี ค.ศ. 2008-2009 ซึ่งแบ่งช่วงเวลาในการศึกษาเป็นสามช่วง คือ การออกหุ้นไอพีโอช่วงก่อนเกิดวิกฤต ช่วงเกิดวิกฤต และช่วงหลังเกิดวิกฤต พบว่า ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนวันแรกและผลตอบแทนระยะยาวเฉลี่ยสามปีที่คิดแบบ Buy and Hold เป็นบวกในทุกช่วง แต่ในช่วงที่เกิดวิกฤตมีผลตอบแทนเฉลี่ยวันแรกน้อยที่สุด คือ 8.43% และหุ้นที่ออกในช่วงวิกฤตมีผลตอบแทนระยะยาวเฉลี่ยมากที่สุด คือ 115.54% ซึ่งการออกหุ้นไอพีโอในช่วงก่อนเกิดวิกฤตมีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนวันแรกเท่านั้น และการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนวันแรกและผลตอบแทนระยะยาวพบว่า มูลค่าตามราคาตลาดและมูลค่าสินทรัพย์รวมมีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนวันแรก ในขณะที่มูลค่าตามราคาตลาดและผลตอบแทนตลาดมีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนระยะยาว

ณัฐภัทร ศิริพินทุ์ (2561) การศึกษาองค์ประกอบย่อยในตลาดของหลักทรัพย์เสนอขายต่อสาธารณะเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ไทยช่วงระหว่างวันแรกของการซื้อขาย ตั้งแต่ พ.ศ. 2548 ถึง พ.ศ. 2558 ทั้งหมดจำนวน 130 หลักทรัพย์ พบว่า ความผิดปกติของผลตอบแทนระยะสั้นของหลักทรัพย์ไอพีโอเกิดขึ้นในช่วงเปิดการซื้อขายในตลาดรองวันแรกเท่านั้น และได้พบอีกว่า ผลตอบแทนในช่วงระหว่างวันแรกของการซื้อขายมีอัตราผลตอบแทนลดลงตามลำดับ หลังจากช่วงเปิดการซื้อขายซึ่งแสดงว่า นักลงทุนที่ได้กำไรจากการลงทุนในหลักทรัพย์ไอพีโอ้นั้นคือนักลงทุนที่ได้รับจัดสรรหลักทรัพย์ไอพีโอในตลาดแรกเท่านั้นและนักลงทุนที่ไม่ได้รับจัดสรรหลักทรัพย์แต่ได้ซื้อขายในตลาดรองช่วงระหว่างวันแรกไม่สามารถได้กำไรในช่วงระหว่างวันแรก นอกจากนี้ยังพบว่า ปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนรายย่อยความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนในวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ ในขณะที่ปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนในวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ

กาญจนา สงวัฒนา และสายรุ้ง แก้วสังข์ (2562) ได้ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนในวันแรกของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยข้อมูลหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกระหว่างปี 2009

ถึง 2010 จำนวน 101 หลักทรัพย์ งานวิจัยนี้ใช้การวิเคราะห์แบบจำลองสมการถดถอยในการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนในวันแรกของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ประกอบด้วย ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขาย มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ที่เสนอขาย อายุบริษัท และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ซื้อขายวันแรก ในขณะที่อัตราดอกเบี้ย พันธบัตรรัฐบาล ดัชนีการลงทุนจากต่างประเทศ และดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมนั้นไม่มีนัยสำคัญทางสถิติต่อการกำหนดผลตอบแทนของหลักทรัพย์

พิชญ์ ถาวรวัส (2562) ศึกษาวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์เพื่อทางเลือกในการลงทุน เอ็ม เอ ไอ โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้คือ บริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ไอพีโอในช่วงปี 2560 -2562 รวมระยะเวลา 3 ปี จำนวน 40 บริษัท โดยใช้ข้อมูลแบบทุดิยภูมิ ปัจจัยที่นำมาใช้ คือ ขนาดของบริษัท อายุของบริษัท การเปลี่ยนแปลงดัชนีตลาด มูลค่าหลักทรัพย์ไอพีโอ ผลตอบแทนของสินทรัพย์ โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา และการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ ไอพีโอในตลาดทางเลือกเพื่อการลงทุน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ได้แก่ ขนาดบริษัท การเปลี่ยนแปลงดัชนีตลาด

หทัยพันธ์ ศรีงาม (2563) ศึกษาอิทธิพลของกระแสเงินสดอิสระและประสิทธิภาพการดำเนินงานต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกและอัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2550 ถึงปี พ.ศ. 2562 รวมทั้งสิ้น 75 บริษัท พบว่า อัตราการเติบโตของยอดขายมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO และกระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลเชิงลบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO ในขณะที่อัตราการเติบโตของกำไรก่อนหักค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลปีแรกของหลักทรัพย์ IPO

3.2 งานวิจัยต่างประเทศที่เกี่ยวข้อง Cheng, Cheung and Po (2004) ได้ศึกษาอัตราผลตอบแทนในช่วงระหว่างวันแรกของการซื้อขายของหลักทรัพย์เสนอขายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง (SEHK) ในระหว่างปี ค.ศ. 1995-1998 จำนวน 159 หลักทรัพย์ พบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของนักลงทุนในหลักทรัพย์เสนอขายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกในกรณีที่ซื้อหลักทรัพย์ ณ ราคาจองและขาย ณ ราคาเปิดการซื้อขายในวันแรก เท่ากับ 14.9 เปอร์เซ็นต์และนักลงทุนที่ไม่ได้รับจัดสรร IPO ในตลาดแรกเข้ามาทำกำไรระยะสั้นใน IPO โดยเข้ามาซื้อหลักทรัพย์ในช่วงเปิดตลาดของวันซื้อขายวันแรกและขาย ณ ราคาปิดการซื้อขายในปิดตลาด ไม่สามารถที่จะทำกำไรสังเกตได้จากอัตราผลตอบแทนในช่วงหลังจากเข้ามาในตลาดในช่วงระหว่างวันแรกที่ติดลบ

Ritter & Welch (2002, p. 1796) สรุปว่าหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี ค.ศ. 1980 – 2001 มีจำนวน 6,249 หลักทรัพย์ โดยให้ผลตอบแทนในวันแรกเฉลี่ยที่ 18.8% และหากถือหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่อไปเป็นระยะเวลา 3 ปี จะให้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยประมาณ 22.6% ในช่วงระยะเวลา 3 ปี

Mok and Hui (1998) ได้ศึกษาการ Underpricing ของหลักทรัพย์ IPO ในสาธารณรัฐประชาชนจีน จำนวน 101 หลักทรัพย์ ในช่วงปี ค.ศ. 1978-1983 พบว่า ปัจจัยสำคัญที่ทำให้มีความแตกต่างในการเกิดปรากฏการณ์ Underpricing ได้แก่ (1) ปัจจัยทางด้านโครงสร้างของผู้ถือหุ้น (2) ความห่างของช่วงระยะเวลาระหว่างการเสนอขายและออกหลักทรัพย์ (3) ข้อมูลที่ไม่สมมาตร

Fin & Higham (1998) ประเทศออสเตรเลีย ได้ทำการศึกษาหลักทรัพย์ IPO ระหว่างปี 1966-1978 พบว่า ผลตอบแทนในวันแรกโดยเฉลี่ยในวันแรกอยู่ที่ 29.2% และผลตอบแทนเฉลี่ยหลังจากเข้าสู่ตลาดเป็นลบแต่ไม่มีนัยสำคัญ ทั้งนี้กระบวนการในการเข้าสู่ตลาด IPO ในประเทศออสเตรเลียและนายหน้า (Broker) เป็นอุปสรรคต่อการเข้าสู่ตลาดฯ ของหลักทรัพย์ IPO และส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ IPO ต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม

Boudriga, Slama & Boulila (2009) ประเทศตูนิเซีย ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลทำให้หลักทรัพย์ IPO เกิดการ Underpriced ในประเทศที่กำลังพัฒนา ระหว่างปี 1992-2008 พบว่า กำไรสะสม วาณิชธนกิจ สิทธิการจองหุ้นที่เกิน Listing Delay และราคาเสนอขาย IPO มีนัยสำคัญต่อผลตอบแทน ทำให้เกิด Underpriced ส่วนตัวแปร อายุบริษัท และ มูลค่าหลักทรัพย์ที่นำเสนอขาย ไม่ส่งผลการเกิด Underpriced

Kunz and Aggarwal (1994) ได้ศึกษาหลักทรัพย์ IPO จำนวน 42 หลักทรัพย์ ระหว่างปี ค.ศ. 1983- 1989 ในประเทศสวิตเซอร์แลนด์ พบว่า หลักทรัพย์ IPO มีราคาต่ำกว่าราคาที่แท้จริง (Underpricing) และมีผลตอบแทนวันแรกมีค่าเท่ากับ 35.8% โดยให้เหตุผลว่าเพื่อให้บริษัทที่ออกหลักทรัพย์ IPO มีชื่อเสียงต่อสาธารณะและเพื่อประโยชน์ของบริษัทในการออกหลักทรัพย์เพื่อจำหน่ายครั้งต่อไป และมีผลตอบแทนส่วนเกินจากราคาเสนอขายภายใน 3 ปีหลังจากเข้าสู่ตลาด แต่หากเป็นหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในวันแรกเป็นลบ ผลตอบแทนใน 3 ปีก็จะเป็นลบ

Martani, Sinaga, and Syahroza (2012) ได้ศึกษาหุ้นกลุ่มบริษัท Manufacturing ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย ในระหว่างปี ค.ศ. 1994 – 2006 จำนวน 45 บริษัท พบว่า ความมีชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ความมีชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี ขนาดของบริษัท อายุของบริษัท และ ROE Ratio มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการ Underpricing

4. การสังเคราะห์งานวิจัย (Research Synthesis) ที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์ผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สรุปการสังเคราะห์งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์ผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแสดงตามตารางที่ 2.1

ตารางที่ 2.1 สรุปการสังเคราะห์งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์ผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ลำดับ	ตัวแปรอิสระ	ผลการศึกษา	ผู้วิจัย
1	ดัชนีราคาตลาด	+	กาญจนา สงวัฒนา และสายรุ้ง แก้วสังข์ (2562), พิษณุ ถาวรวัส (2562)
2	ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชี	+	Zheng (2007), Beatty (1989), Beatty and Ritter(1986), ณัฐพล มิ่งเมือง (2553), พิมพิศา พรหมมาและพัทธนันท์ เพชรเชิดชู (2561)
3	ขนาดของกิจการ	+ -	Martani and Chastina (2005), Carter & Manaster (1990), Yatim (2011) Mikkelson, Partch and Shah (1997), ปทุมวดี โปงุเหลืออม (2561), พิมพิศา พรหมมาและพัทธนันท์ เพชรเชิดชู (2561), ธัญญา ธนากาญจนอนันต์ (2558)
4	อัตราส่วนสภาพคล่อง	+ -	Hasan et al. (2013), ปทุมวดี โปงุเหลืออม (2561), พิมพิศา พรหมมา และพัทธนันท์ เพชรเชิดชู (2561)
5	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)	+ -	Yatim (2011), สายรุ้ง แก้วสังข์ (2559), ปทุมวดี โปงุเหลืออม (2561), พิมพิศา พรหมมา และพัทธนันท์ เพชรเชิดชู (2561)
6	สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ	+ -	Darmadi, S. and Gunawan, R. (2013), Anis (2010), Kim et al (2010), Yatim (2011), พิมพิศา พรหมมา และพัทธนันท์ เพชรเชิดชู (2561) เวสารัช จรัสวรวิฑูกร (2557), ประพันธ์ จันทรวีโลศรี (2557), พีรพงศ์ บุญมี (2558)

บทที่ 3

วิธีดำเนินการศึกษา

เพื่อศึกษาช่วงเวลาของการเข้าจดทะเบียน ผลตอบแทนวันแรก และปัจจัยกำหนดผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยดำเนินการตามลำดับดังนี้ 1) กำหนดประชากร 2) เก็บรวบรวมข้อมูล 3) คำนวณผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ 4) จัดทำความถี่ของช่วงเวลาที่ยกจำหน่ายหุ้นไอพีโอ 5) คำนวณค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดของผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ 6) ใช้สมการถดถอยภาคตัดขวางเพื่อวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ 7) วิเคราะห์ผลการศึกษา อธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

1. การกำหนดประชากร

การศึกษาครั้งนี้ศึกษาจากประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนหรือหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก (หุ้นไอพีโอ) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลา พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2564 เป็นเวลา 5 ปี จำนวน 73 บริษัท

2. การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก (หุ้นไอพีโอ) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 73 บริษัท สำหรับระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ในช่วงเวลา พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2564 และข้อมูลทางการเงินอื่น ซึ่งประกอบด้วย อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาตลาด (INDEX) ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชี (AD) ขนาดของบริษัท (ASSET) อัตราส่วนสภาพคล่อง (CR) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (BOI) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ฐานข้อมูล SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งแต่ละตัวแปรแสดงการคำนวณดังนี้

1) อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาตลาด (INDEX) =

ดัชนีราคาตลาด ณ ก่อนวันซื้อขายหุ้น IPO 3 วัน - ดัชนีราคาตลาดวันก่อนหน้า

2) ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชี (AD) =

บริษัทที่ผู้ตรวจสอบบัญชีอยู่ใน กลุ่ม Big 4 ในระหว่างจำหน่ายหุ้น IPO มีค่าเท่ากับ 1 และอื่นๆ เท่ากับ 0

3) ขนาดของบริษัท (ASSET) =

วัดจากลอการิทึมของสินทรัพย์รวมของบริษัท ณ สิ้นปีก่อนหน้าการเปิดจองหุ้น IPO

4) อัตราส่วนสภาพคล่อง (CR) = $\frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$

5) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) = $\frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$

6) สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (BOI) = $\frac{\text{สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ}}{\text{กรรมการบริษัททั้งหมด}}$

3. การคำนวณผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก

การคำนวณผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลา พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2564 แสดงได้ดังนี้

$$\text{Return } P_1 = \frac{(P_1 - P_0)}{P_0} \times 100$$

โดย

Return P_1 = ผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ

P_0 = ราคาจอง

P_1 = ราคาปิดของหุ้นไอพีโอที่ทำการซื้อขายวันแรก

4. การจัดทำความถี่ของช่วงเวลาที่ยกจำหน่ายหุ้นที่ยกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลา พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2564

ตารางที่ 3.1 ความถี่ของช่วงเวลาที่ยกจำหน่ายหุ้นที่ยกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลา พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2564

ช่วงเวลา ออกจำหน่าย หุ้นไอพีโอ	เดือนที่ยกจำหน่ายหุ้นไอพีโอ												รวม
	ม.ค	ก.พ	มี.ค	เม.ย	พ.ค	มิ.ย	ก.ค	ส.ค	ก.ย	ต.ค	พ.ย	ธ.ค	
ปี 2560													21
ปี 2561													7
ปี 2562													11
ปี 2563													14
ปี 2564													20
รวม	0	5	2	3	5	0	8	3	6	15	11	15	73

5. การคำนวณค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดของผลตอบแทน วันแรกของหุ้นที่ยกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก

การศึกษาได้คำนวณค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุดของผลตอบแทน
วันแรกของหุ้นที่ยกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลา
พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2564

6. การใช้สมการถดถอยภาคตัดขวางเพื่อวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดผลตอบแทนวันแรก ของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก

การศึกษาครั้งนี้ใช้สมการถดถอยแบบภาคตัดขวางเพื่อศึกษาปัจจัยกำหนดผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สมการถดถอยภาคตัดขวางแสดงได้ดังนี้

$$\text{Return}_{it} = C_{0t} + C_{1t}\text{INDEX}_t + C_{2t}\text{AD}_t + C_{3t}\text{ASSET}_t + C_{4t}\text{CR}_t + C_{5t}\text{ROA}_t + C_{6t}\text{BOI}_t + \varepsilon_{it}$$

เมื่อ

Return_{it} = ผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกของของบริษัท i ณ เวลา t

INDEX_{it} = อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาตลาด ณ เวลา t

AD_{it} = ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชี โดยกำหนดให้บริษัทที่ผู้ตรวจสอบบัญชีอยู่ใน กลุ่ม Big4 ในระหว่างจำหน่ายหุ้น IPO มีค่าเท่ากับ 1 และอื่นๆ เท่ากับ 0 ของบริษัท i ณ เวลา t

ASSET_{it} = ขนาดของบริษัท วัดจากลอการิทึมของสินทรัพย์รวมของบริษัท i สิ้นปีก่อนหน้าการเปิดจองหุ้น IPO ณ เวลา t

CR_{it} = อัตราส่วนสภาพคล่อง ย้อนหลัง 3 ปีก่อนการเปิดจองหุ้น IPO ของบริษัท i ณ เวลา t

ROA_{it} = อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ย้อนหลัง 3 ปีก่อนการเปิดจองหุ้น IPO ของบริษัท i ณ เวลา t

BOI_{it} = สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ ของบริษัท i ณ เวลา t

ε_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อน

C_{1t} - C_{6t} = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรในสมการ

การศึกษาครั้งนี้ได้มีการทดสอบการมีความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรอิสระในแต่ละสมการ ด้วยค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation)

7. การวิเคราะห์ผลการศึกษา

การอธิบายผลการศึกษาย่อยจะอธิบายแยกเป็น 3 ส่วน คือ

7.1 ผลการศึกษาช่วงเวลาของการเข้าจดทะเบียนของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

7.2 ผลการศึกษาผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

7.3 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



บทที่ 4 ผลการศึกษา

การอธิบายผลการศึกษาระยะเวลาของการเข้าจดทะเบียนของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชน

1. ผลการศึกษาช่วงเวลาของการเข้าจดทะเบียนของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. ผลการศึกษาผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. ผลการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1. ผลการศึกษาช่วงเวลาของการเข้าจดทะเบียนของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การอธิบายผลการศึกษาช่วงเวลาของการเข้าจดทะเบียนของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะอธิบายตามรูปแบบวิธีดำเนินการศึกษาตามข้อ 4 แสดงได้ดังตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 ช่วงเวลาการเข้าจดทะเบียนของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2560 – 2564

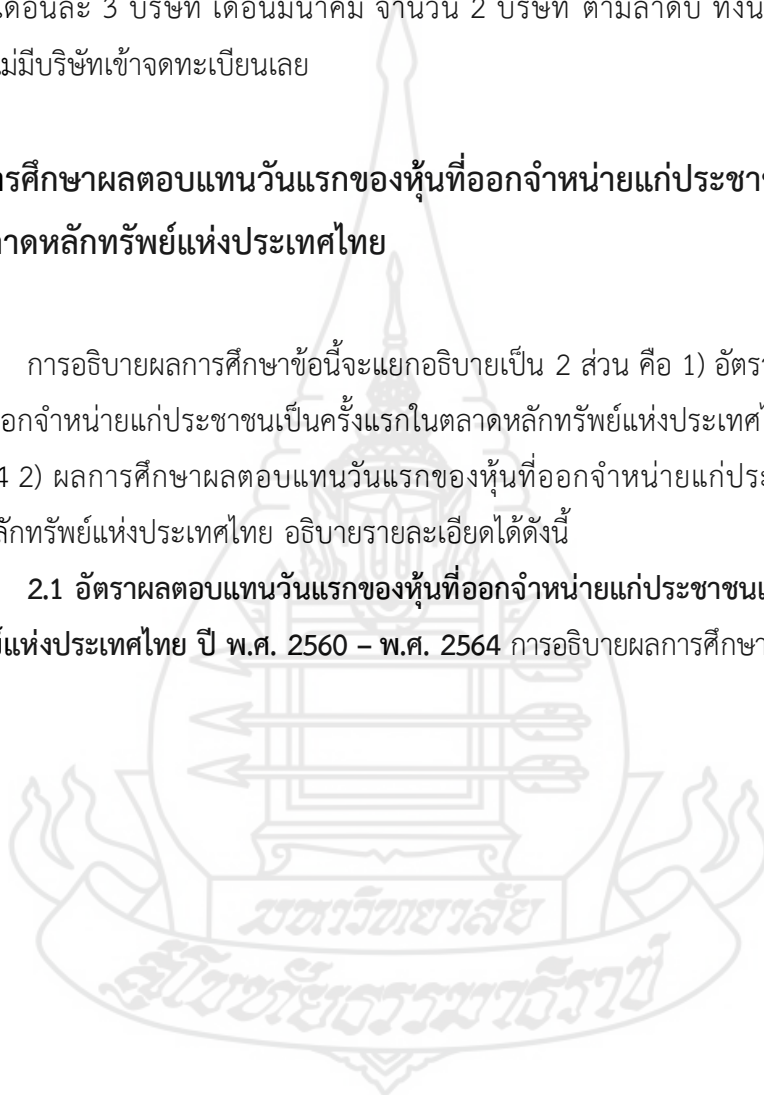
ช่วงเวลา ออกจำหน่าย หุ้นไอพีโอ	เดือนที่ออกจำหน่ายหุ้นไอพีโอ												รวม
	ม.ค.	ก.พ.	มี.ค.	เม.ย.	พ.ค.	มิ.ย.	ก.ค.	ส.ค.	ก.ย.	ต.ค.	พ.ย.	ธ.ค.	
ปี 2560													21
ปี 2561													7
ปี 2562													11
ปี 2563													14
ปี 2564													20
รวม	0	5	2	3	5	0	8	3	6	15	11	15	73

ตารางที่ 4.1 ให้ข้อมูลเกี่ยวกับระยะเวลาการเข้าจดทะเบียนและความถี่ในการเข้าจดทะเบียนของหุ้นไอพีโอในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจากตารางพบว่า เดือนธันวาคม และเดือนตุลาคม เป็นช่วงที่มีการเข้าจดทะเบียนมากที่สุด จำนวน 15 บริษัท รองลงมาคือเดือน พฤศจิกายน จำนวน 11 บริษัท เดือนกรกฎาคม จำนวน 8 บริษัท เดือนกันยายน จำนวน 6 บริษัท เดือนกุมภาพันธ์และเดือนพฤษภาคม มีจำนวนเท่ากัน เดือนละ 5 บริษัท เดือนเมษายนและเดือน สิงหาคม เดือนละ 3 บริษัท เดือนมีนาคม จำนวน 2 บริษัท ตามลำดับ ทั้งนี้เดือนมกราคม และ มิถุนายน ไม่มีบริษัทเข้าจดทะเบียนเลย

2. ผลการศึกษาผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การอธิบายผลการศึกษาข้อนี้จะแยกอธิบายเป็น 2 ส่วน คือ 1) อัตราผลตอบแทนวันแรก
ของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2560 –
พ.ศ. 2564 2) ผลการศึกษาผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

2.1 อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2560 – พ.ศ. 2564 การอธิบายผลการศึกษาจะอธิบายด้วยตาราง
ที่ 4.2



ตารางที่ 4.2 อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2560 – พ.ศ. 2564

ปี	บริษัท	อัตรา ผลตอบแทน วันแรก (%)	ปี	บริษัท	อัตรา ผลตอบแทน วันแรก (%)	ปี	บริษัท	อัตรา ผลตอบแทน วันแรก (%)	ปี	บริษัท	อัตรา ผลตอบแทน วันแรก (%)
2560	DDD	60.38	2561	TQM	20.00	2563	SA	7.27	2564	NV	-13.04
	CPT	-9.57		NER	0.00		KEX	83.04		WFX	17.36
	HUMAN	101.25		PR9	0.00		SAK	121.62		BRI	18.10
	THG	-3.29		BGC	15.69		JR	32.73		PIN	-2.56
	GULF	19.44		OSP	9.00		RT	-6.25		ONEE	8.24
	GPI	-9.71		TEAMG	11.57		NCAP	39.09		TFM	7.41
	SKE	17.78		CMAN	13.54		WGE	-13.91		HENG	46.67
	RSP	38.79					SCGP	0.00		SVT	39.37
	TOA	35.42	2562	SFLEX	-3.09		SO	-1.54		UBE	-14.17
	WPH	7.18		BAM	0.00		NRF	31.52		CV	0.51
	SKN	29.25		ACE	5.45		MICRO	105.66		AMR	0.72
	PRM	42.50		SHR	-20.38		SCM	29.47		STECH	17.99
	III	57.29		RBF	32.12		STGT	77.94		SNNP	13.04
	INGRS	6.02		CPW	5.88		CRC	-0.60		MENA	106.67
	FTE	18.64		AWC	0.83					NSL	14.17
	BGRIM	5.62		DOHOME	11.54					TIDLOR	25.34
	GGC	7.14		ILM	4.09					DMT	-0.62
	WHAUP	-0.95		VRANDA	8.00					ASW	0.31
	TPIPP	-4.29		ZEN	16.92					KISS	55.56
	ASAP	43.23								OR	62.50
	RPH	14.58									

ตารางที่ 4.2 ให้ข้อมูลว่า อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2560 – พ.ศ. 2564 ส่วนใหญ่จะมีค่าเป็นบวก โดยในปี พ.ศ. 2561 ไม่มีอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอที่มีค่าเป็นลบ ปี พ.ศ. 2563 มีอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอที่มีค่าเป็นลบ จำนวน 4 บริษัท ปี พ.ศ. 2564 มีจำนวน 4 บริษัท และปี พ.ศ. 2560 มีจำนวน 5 บริษัท ตามลำดับ

2.2 ผลการศึกษาผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การอธิบายผลการศึกษาจะอธิบายในลักษณะสถิติเชิงพรรณนา ซึ่งแสดงได้ดังตารางที่ 4.3

ตารางที่ 4.3 สถิติเชิงพรรณนาของผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

	Average	STDV	MAX	MIN
RETURN (%)	20.79	30.25	121.62	-20.38

ตารางที่ 4.3 แสดงข้อมูลค่าเฉลี่ย (Average) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) ค่าสูงสุด (Max) และค่าต่ำสุด (Min) ของอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2560 – พ.ศ. 2564 โดยพบว่า อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอมีค่าเฉลี่ยประมาณร้อยละ 20.79 (S.D. = 30.25) ค่าสูงสุดร้อยละ 121.62 คือ บริษัท ศักดิ์สยามลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) ในขณะที่อัตราผลตอบแทนต่ำสุดร้อยละ -20.38% คือ บริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน)

3. ผลการศึกษาปัจจัยกำหนดผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การอธิบายปัจจัยกำหนดผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2560 – พ.ศ. 2564 จะอธิบายตามผลของสมการถดถอยแบบภาคตัดขวาง ซึ่งแสดงได้ดังตารางที่ 4.4

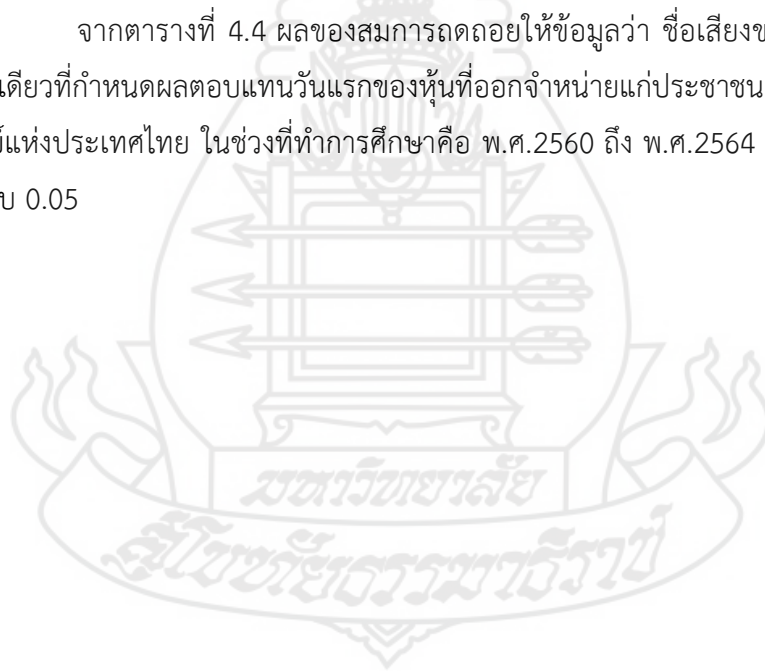


ตารางที่ 4.4 ผลของสมการถดถอย $Return_{it} = C_{0t} + C_{1t}INDEX_t + C_{2t}AD_t + C_{3t}ASSET_t + C_{4t}CR_t + C_{5t}ROA_t + C_{6t}BOI_t + \varepsilon_{it}$

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	P-value
C	40.79246	24.19176	1.686213	0.0975
ASSET	-3.748252	2.404118	-1.559097	0.1248
BOI	-32.996	36.49823	-0.904044	0.3700
CR	0.236585	2.96295	0.079848	0.9367
INDEX	-4.332785	3.272179	-1.324128	0.1910
AD	22.58655	8.588863	2.629748	*0.0111
ROA	0.377584	0.501218	0.753332	0.4545

*นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.4 ผลของสมการถดถอยให้ข้อมูลว่า ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชีเป็นปัจจัยเดียวที่กำหนดผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงที่ทำการศึกษาคือ พ.ศ.2560 ถึง พ.ศ.2564 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05



บทที่ 5

สรุปการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะได้ดังนี้

1. สรุปการศึกษา

การศึกษาเกี่ยวกับผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาช่วงเวลาของการเข้าจดทะเบียนของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2) ศึกษาผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ 3) วิเคราะห์ปัจจัยกำหนดผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาจากประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก จำนวน 73 บริษัท ระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาคือ 5 ปี ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2560 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2564 วิธีการที่ใช้ในการศึกษา คือ สมการถดถอยแบบภาคตัดขวาง สามารถสรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

1.1 ช่วงเวลาของการเข้าจดทะเบียนของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มากที่สุดคือ เดือนธันวาคม และเดือนตุลาคม มีจำนวน 15 บริษัท รองลงมาคือเดือนพฤศจิกายน จำนวน 11 บริษัท เดือนกรกฎาคม จำนวน 8 บริษัท เดือนกันยายน จำนวน 6 บริษัท เดือนกุมภาพันธ์และเดือนพฤษภาคม มีจำนวนเท่ากัน เดือนละ 5 บริษัท เดือนเมษายน และเดือนสิงหาคม เดือนละ 3 บริษัท เดือนมีนาคม จำนวน 2 บริษัท ตามลำดับ ทั้งนี้เดือนมกราคม และมีถุนายน ไม่มีบริษัทเข้าจดทะเบียน

1.2 ผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงที่ทำการศึกษา ปี พ.ศ. 2560 – พ.ศ. 2564 มีค่าเฉลี่ยประมาณร้อยละ 20.79 ค่าสูงสุดร้อยละ 121.62 คือ บริษัท ศักดิ์สยามลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) ในขณะที่อัตราผลตอบแทนต่ำสุด ร้อยละ -20.38% คือ บริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน)

1.3 ปัจจัยกำหนดผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีเพียงปัจจัยเดียวคือ ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

2. อภิปรายผล

จากผลการศึกษาพบว่าช่วงเวลาของการเข้าจดทะเบียนของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมากที่สุดคือ เดือนธันวาคม และเดือนตุลาคม สอดคล้องผลศึกษาของ กัลยานี ภาคอัท (2559) ซึ่งได้ศึกษาช่วงเวลาของการซื้อขายหลักทรัพย์วันแรก หุ้นไอพีโอส่วนใหญ่ซื้อขายวันแรกในเดือนพฤศจิกายน ธันวาคม และตุลาคม หรือไตรมาสที่ 4 ของปี

อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ มีค่าสูงสุดค่าสูงสุดร้อยละ 121.62 เป็นปรากฏการณ์ Underpricing ที่ราคาตลาดที่ซื้อขายหุ้นไอพีโอวันแรกในตลาดรองสูงกว่าราคาจองซื้อ สอดคล้องผลการศึกษาของหลายท่าน อาทิ กัลยานี ภาคอัท (2559) ศึกษาถึงปรากฏการณ์ของผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกหรือหุ้นไอพีโอที่มีค่าเป็นบวกในตลาดหลักทรัพย์ไทย Ritter (1991) และ Loughran (1993) ศึกษาผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา ในขณะที่ Dimovski and Brooks (2004) ศึกษาในประเทศออสเตรเลีย Keasey and Short (1992) ประเทศอังกฤษ Kunz and Aggarwal (1994) ประเทศสวิสเซอร์แลนด์ Cheng et.al. (2006) ประเทศฮ่องกง และ Jelic et. al. (2001) ประเทศมาเลเซีย จากผลของปรากฏการณ์ Underpricing ทำให้นักลงทุนให้ความสนใจจองซื้อหุ้นไอพีโอจำนวนมาก และจะขายเพื่อทำกำไรในราคาที่พอใจ ราคาหุ้นจึงเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็วในระยะแรก และปรับเปลี่ยนตามปัจจัยต่างๆ ในขณะที่อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอมีค่าต่ำสุดร้อยละ -20.38% ซึ่งอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ต่างกัน อีกทั้งในช่วงเวลาปี พ.ศ. 2560 – พ.ศ. 2564 สถานการณ์โรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (COVID-19) เกิดขึ้น มีการปิดประเทศ เศรษฐกิจตกต่ำ ทำให้อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวซบเซา และในทางตรงกันข้ามอุตสาหกรรมการเงินได้รับความนิยมขึ้น เพราะความต้องการใช้เงิน และมีทำธุรกรรมการเงินสูง

ปัจจัยกำหนดผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2560 – พ.ศ. 2564 คือ ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี สอดคล้องผลการศึกษาของหลายๆ ท่าน อาทิ เช่น Malhotra and Nair (2015) และ Lizinska and Czapiewski (2015) กาญจนา สงวัฒนาและสายรุ้ง แก้วสังข์ (2562) ได้ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดยชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี หรือคุณภาพของผู้ตรวจสอบบัญชีจะส่งผลต่อความน่าเชื่อถือของงบการเงิน ญัฐพล มิ่งเมือง (2553) พบว่าชื่อเสียงของผู้สอบบัญชีช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ได้ ขณะที่ณัฐจิรา คณานุรักษ์ (2554) พิมพิศา พรหมมา และพัทธนันท์ เพชรเชิดชู (2561) พบว่าชื่อเสียงของผู้สอบบัญชีไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโออย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษามีเหตุการณ์สำคัญทางการเมือง สถานการณ์โรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (COVID-19) และการปรับตัวแบบ New Normal เกิดขึ้น อิทธิพลจากเหตุการณ์ดังกล่าวอาจส่งผลทำให้เกิดความคลาดเคลื่อนเนื่องจากสภาพแวดล้อมของตลาดมีการเปลี่ยนแปลง

3. ข้อเสนอแนะ

การอธิบายข้อเสนอแนะจะแยกอธิบายเป็น 2 ลักษณะ คือ

3.1 ข้อเสนอแนะจากผลการศึกษาครั้งนี้ อธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

3.1.1 บริษัทที่ออกจำหน่ายหุ้นแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกควรพิจารณาช่วงเวลาในการเข้าจดทะเบียน และการจำหน่ายหุ้น เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนมากที่สุด

3.1.2 บริษัทที่ออกจำหน่ายหุ้นแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกควรศึกษาอัตราผลตอบแทนวันแรกในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน เพื่อเป็นแนวทางในการวางแผนการดำเนินงานให้ได้รับผลตอบแทนมากที่สุด

3.1.3 บริษัทที่ออกจำหน่ายหุ้นแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก ควรใช้ผู้สอบบัญชีที่มีชื่อเสียง เพื่อให้ข้อมูลมีความน่าเชื่อถือ

3.1.4 นักลงทุนควรศึกษาข้อมูลปัจจัยกำหนดผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก เพื่อเป็นแนวทางการวิเคราะห์และวางแผนการลงทุนเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่สูง

3.2 ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาครั้งต่อไป อธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

3.2.1 นักวิจัย นักวิชาการ หรือผู้สนใจทั่วไป ควรขยายผลการศึกษาหรือนำผลการศึกษาไปบูรณาการกับงานวิจัยอื่น เพื่อเพิ่มความสมบูรณ์ของงานวิจัยมากขึ้น

3.2.2 การศึกษาครั้งต่อไปควรเพิ่มตัวแปรในการศึกษาเพิ่มเติม เช่น ปัจจัยที่มีนัยสำคัญทางเศรษฐกิจ ประเภทอุตสาหกรรม หรือตัวแปรอื่นที่แตกต่างจากการศึกษาครั้งนี้เพื่อทำการศึกษาได้ครอบคลุมมากขึ้น และเกิดประโยชน์สูงสุดต่อการศึกษาในครั้งต่อไป



บรรณานุกรม

มหาวิทยาลัยราชภัฏสกลนคร

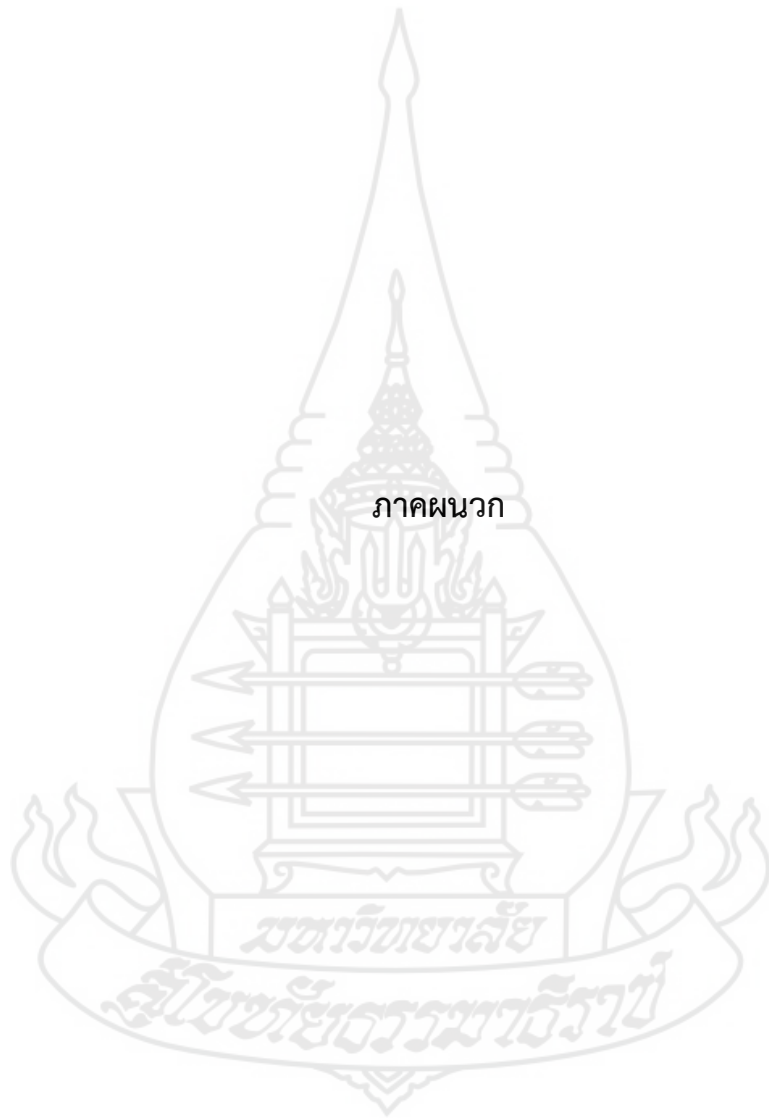
สกลนคร

บรรณานุกรม

- กัลยานี ภาคออต. (2559). ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ไทย. *วารสารมหาวิทยาลัยศิลปากร*, 9(1).
- กาญจนา สงวัฒนา และสายรุ้ง แก้วสังข์. (2562). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (รายงานการค้นคว้าอิสระปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยกรุงเทพ, กรุงเทพมหานคร.
- ชูเกียรติ มงคลเกียรติชัย. (2560). การเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนต่ำกว่ามูลค่าทางทฤษฎี กรณีศึกษา บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (รายงานการค้นคว้าอิสระปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยกรุงเทพ, กรุงเทพมหานคร.
- นันทน์ช อัญชลีพรสันต์. (2559). ทฤษฎีการส่งสัญญาณในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (วิทยานิพนธ์ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพมหานคร.
- เบญญาภา จันทร์ทองนภา. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างความสนใจของนักลงทุนรายย่อยซึ่งถูกวัดโดย Google Search Volume Index กับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO (รายงานการค้นคว้าอิสระปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยมหิดล, กรุงเทพมหานคร.
- ปทุมวดี โปงุเหลืออม. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารศาสตร์ มหาวิทยาลัยอุบลราชธานี*, 7(13), 25-43.
- ปริญานุช เหมือนขาว และกฤษฎาภรณ์ รุจิธำรงกุล. (2558). ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (วิทยานิพนธ์ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยรังสิต, กรุงเทพมหานคร.
- พิมพ์ิศา พรหมมา และพัทธนันท์ เพชรเชิดชู. (2561). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอของประเทศไทย. *วารสารสุทธิปริทัศน์*, 32(102), 140-153.

- ภารดี รัชมี. (2554). *Underpricing and Firm Quality: Evidence from Thai IPO Firms* (วิทยานิพนธ์ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพมหานคร.
- สายรุ้ง แก้วสังข์. (2559). *ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (รายงานการค้นคว้าอิสระ ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยกรุงเทพ, กรุงเทพมหานคร.
- Alhadab, M., & Clacher. I. (2018). The impact of audit quality on real and accrual earnings management around IPOs. *The British Accounting Review*, 50, 442-461.
- Baker, M., & Gompers, P. A. (2003). The determinants of board structure at the initial public offering. *The Journal of Law and Economics*, 46(2), 569-598.
- Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *Accounting review*, 45(4), 443-465.
- Beatty, R. P. (1989). Auditor reputation and the pricing of initial public offerings. *Accounting Review*, 46(5), 693-709.
- Binti, N., Bakara A., & Uzakib, K. (2013). An Empirical Study of Initial Public Offerings Underpricing for Shariah-compliant Companies: The Case of Malaysian Market. *International Journal of Economics, Business and Finance*, 1(9).
- Boudriga, A., Slama, S.B., & Boulila, N. (2009). What determines IPO underpricing? Evidence from a frontier market, MPRA Paper. *Journal of Insurance and Financial Management*, 2(1).
- Bowers, H. M., & Miller, R. E. (1990). Choice of investment banker and shareholders' wealth of firms involved in acquisitions. *Financial Management*, 47(5), 34-44.
- Carter, R., & Manaster, S. (1990). Initial public offerings and underwriter reputation. *The Journal of Finance*, 45(4), 1045-1067.
- Chang, X. S., Gygax, A., Oon, E., & Zhang, H. F. (2007). Audit quality, auditor compensation and IPO underpricing. *Accounting Finance*, 48, 391-416.
- Darmadi, S., & Gunawan, R. (2013). Underpricing, board structure, and ownership: An empirical examination of Indonesian IPO firms. *Managerial Finance*, 39(2), 181-200.

- Gao, N., & Jain, B. A. (2011). Founder CEO management and the long-run investment performance of IPO firms. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1669-1682.
- Golubov, A., Petmezas, D., & Travlos, N. G. (2012). When it pays to pay your investment banker: New evidence on the role of financial advisors in M & As. *The Journal of Finance*, 67(1), 271-311.
- Hasan, T., Hadad, M., & Gorener, R. (2013). Value relevance of accounting information and IPO performance in Indonesia. *Accounting and Finance Research*, 2(1), 90.
- Kim, M., & Ritter, J. (1999). Valuing IPOs. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 409-437.
- Liu, J., Uchida, K., & Gao, R. (2014). Earnings management of initial public offering firms: evidence from regulation changes in China. *Accounting and Finance*, 54, 505-537.
- Ljungqvist, A.K., & Wilhelm, W.J. (2003). IPO Pricing in the Dot-com Bubble. *Journal of Finance*, 58, 723-752.
- Martani, D., Sinaga, I. L., & Syahroza, A. (2012). Analysis on Factors Affecting IPO Underpricing and their Effects on Earnings Persistence. *World Review of Business Research*, 2(2), 1-15.
- Mnif, A. (2010). Board of Directors and the Pricing of Initial Public Offerings (IPOs): Does the Existence of a Properly Structured Board Matter? Evidence from France. *Working Paper*. Accessed on 08-09-2013.
- Ritter, J.R., & Welch, L. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *Journal of Finance*, 57, 1795-1828.
- Teoh, S.H., Wong, T.J., & Rao, G.R. (1998). Are Accruals during Initial Public Offerings Opportunistic?. *Review of Accounting Studies*, 3, 175-208.
- Yatim, P. (2011). Underpricing and Board Structures: An Investigation of Malaysian Initial Public Offering (IPOs). *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 7(1), 73-93.



ภาคผนวก

มหาวิทยาลัยราชภัฏสกลนคร

สกลนคร



ภาคผนวก ก

ช่วงเวลาของการเข้าจดทะเบียนของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Company	วันที่ซื้อขาย วันแรก	ช่วงเวลาซื้อขายวันแรก											
		ม.ค.	ก.พ.	มี.ค.	เม.ย.	พ.ค.	มิ.ย.	ก.ค.	ส.ค.	ก.ย.	ต.ค.	พ.ย.	ธ.ค.
BRI	21 ธ.ค. 64												√
PIN	9 พ.ย. 64											√	
ONEE	5 พ.ย. 64											√	
TFM	29 ต.ค. 64										√		
HENG	19 ต.ค. 64										√		
SVT	5 ต.ค. 64										√		
UBE	30 ก.ย. 64									√			
CV	2 ก.ย. 64									√			
AMR	2 ส.ค. 64								√				
STECH	23 ก.ค. 64								√				
SNNP	20 ก.ค. 64								√				
MENA	7 ก.ค. 64								√				
NSL	19 พ.ค. 64					√							
TIDLOR	10 พ.ค. 64					√							
DMT	7 พ.ค. 64					√							
ASW	28 เม.ย. 64				√								
KISS	19 ก.พ. 64		√										
OR	11 ก.พ. 64		√										



ภาคผนวก ข

การคำนวณผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลา พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2564



ตารางเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลา พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2564

ปี	ชื่อ หลักทรัพย์	ราคา offer price	ราคาซื้อขาย วันแรก	ส่วนต่าง	เฉลี่ยกำไร (ขาดทุน) (%)	อัตรา ผลตอบแทน เฉลี่ยรวม (%)
2560	DDD	53.00	85.00	32.00	60.38	
	CPT	2.30	2.08	-0.22	-9.57	
	HUMAN	4.00	8.05	4.05	101.25	
	THG	38.00	36.75	-1.25	-3.29	
	GULF	45.00	53.75	8.75	19.44	
	GPI	3.50	3.16	-0.34	-9.71	
	SKE	1.80	2.12	0.32	17.78	
	RSP	5.80	8.05	2.25	38.79	
	TOA	24.00	32.50	8.50	35.42	
	WPH	3.90	4.18	0.28	7.18	
	SKN	7.35	9.50	2.15	29.25	
	PRM	8.00	11.40	3.40	42.50	
	III	4.80	7.55	2.75	57.29	
	INGRS	1.33	1.41	0.08	6.02	
	FTE	2.95	3.50	0.55	18.64	
	BGRIM	16.00	16.90	0.90	5.62	
	GGC	11.20	12.00	0.80	7.14	
	WHAUP	26.25	26.00	-0.25	-0.95	
	TPIPP	7.00	6.70	-0.30	-4.29	
	ASAP	3.03	4.34	1.31	43.23	
RPH	4.80	5.50	0.70	14.58	22.70	
2561	TQM	23.00	27.60	4.60	20.00	
	NER	2.58	2.58	-	-	
	PR9	11.60	11.60	-	-	
	BGC	10.20	11.80	1.60	15.69	
	OSP	25.00	27.25	2.25	9.00	
	TEAMG	2.42	2.70	0.28	11.57	
	CMAN	3.84	4.36	0.52	13.54	9.97

ปี	ชื่อ หลักทรัพย์	ราคา offer price	ราคาซื้อขาย วันแรก	ส่วนต่าง	เฉลี่ยกำไร (ขาดทุน) (%)	อัตรา ผลตอบแทน เฉลี่ยรวม (%)
2562	SFLEX	3.88	3.76	-0.12	-3.09	
	BAM	17.5	17.5	-	-	
	ACE	4.4	4.64	0.24	5.45	
	SHR	5.2	4.14	-1.06	-20.38	
	RBF	3.3	4.36	1.06	32.12	
	CPW	2.38	2.52	0.14	5.88	
	AWC	6	6.05	0.05	0.83	
	DOHOME	7.8	8.7	0.90	11.54	
	ILM	22	22.9	0.90	4.09	
	VRANDA	10	10.8	0.80	8.00	
	ZEN	13	15.2	2.20	16.92	5.58
2563	SA	5.5	5.9	0.40	7.27	36.15
	KEX	28	51.25	23.25	83.04	
	SAK	3.7	8.2	4.50	121.62	
	JR	5.5	7.3	1.80	32.73	
	RT	1.92	1.8	-0.12	-6.25	
	NCAP	2.2	3.06	0.86	39.09	
	WGE	2.3	1.98	-0.32	-13.91	
	SCGP	35	35	-	-	
	SO	6.5	6.4	-0.10	-1.54	
	NRF	4.6	6.05	1.45	31.52	
	MICRO	2.65	5.45	2.80	105.66	
	SCM	1.9	2.46	0.56	29.47	
	STGT	34	60.5	26.50	77.94	
	CRC	42	41.75	-0.25	-0.60	

ปี	ชื่อ หลักทรัพย์	ราคา offer price	ราคาซื้อขาย วันแรก	ส่วนต่าง	เฉลี่ยกำไร (ขาดทุน) (%)	อัตรา ผลตอบแทน เฉลี่ยรวม (%)
2564	NV	6.90	6.00	-0.90	-13.04	20.18
	WFX	7.20	8.45	1.25	17.36	
	BRI	10.50	12.40	1.90	18.10	
	PIN	3.90	3.80	-0.10	-2.56	
	ONEE	8.50	9.20	0.70	8.24	
	TFM	13.50	14.50	1.00	7.41	
	HENG	1.95	2.86	0.91	46.67	
	SVT	2.54	3.54	1.00	39.37	
	UBE	2.40	2.06	-0.34	-14.17	
	CV	3.90	3.92	0.02	0.51	
	AMR	6.90	6.95	0.05	0.72	
	STECH	2.78	3.28	0.50	17.99	
	SNNP	9.20	10.40	1.20	13.04	
	MENA	1.20	2.48	1.28	106.67	
	NSL	12.00	13.70	1.70	14.17	
	TIDLOR	36.50	45.75	9.25	25.34	
	DMT	16.00	15.90	-0.10	-0.62	
	ASW	9.82	9.85	0.03	0.31	
	KISS	9.00	14.00	5.00	55.56	
	OR	18.00	29.25	11.25	62.50	
รวม 73 หลักทรัพย์						20.79



ภาคผนวก ค

การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

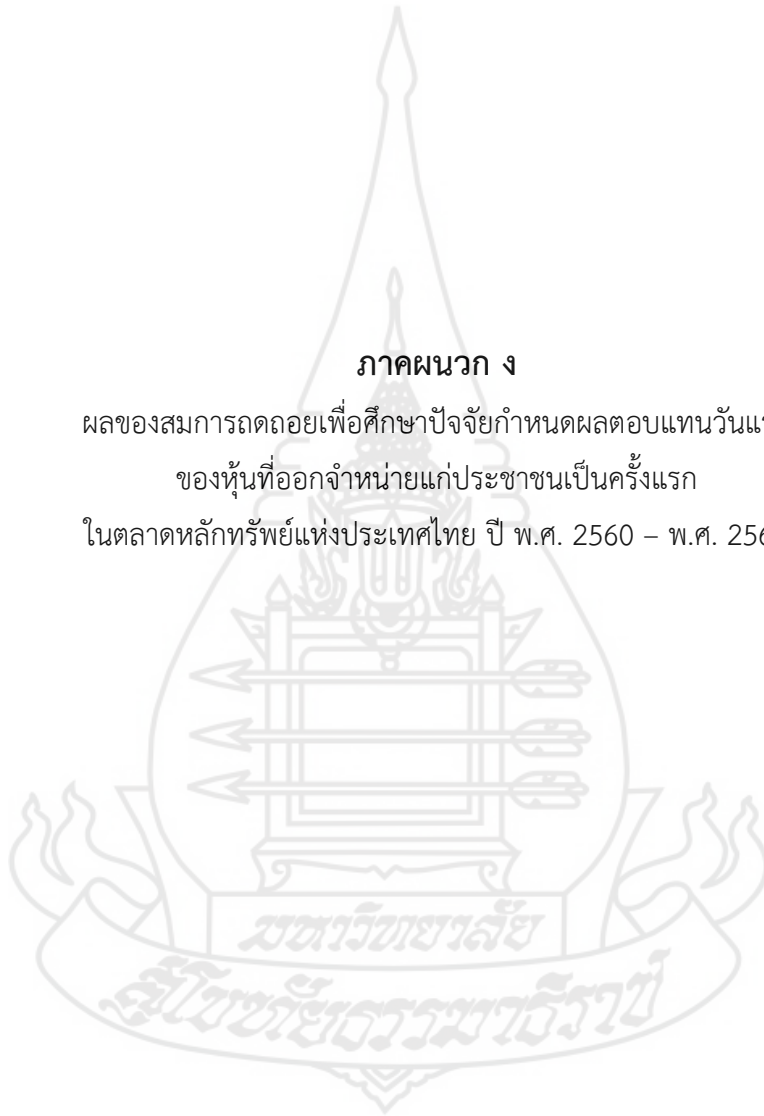
การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกัน

	INDEX	ASSET	BOI	CR	ROA	ROE	AD
INDEX	1						
ASSET	-0.039435	1					
BOI	-0.170749	0.048863	1				
CR	0.0131077	-0.06649	0.2292949	1			
ROA	0.0300524	-0.34686	0.18680707	0.20017027	1		
ROE	-0.036457	-0.12417	0.1835248	-0.0096771	0.6838381	1	
AD	-0.07987	0.253334	0.10814172	-0.0661975	-0.108804	-0.07	1



ภาคผนวก ง

ผลของสมการถดถอยเพื่อศึกษาปัจจัยกำหนดผลตอบแทนวันแรก
ของหุ้นที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2560 – พ.ศ. 2564



ผลของสมการถดถอยเพื่อศึกษาปัจจัยกำหนดผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่ออกจำหน่าย
แก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2560 – พ.ศ. 2564

Dependent Variable:

RETURN

Method: Least Squares

Date: 12/14/22 Time: 20:24

Sample: 1 61

Included observations: 61

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	40.79246	24.19176	1.686213	0.0975
ASSET	-3.748252	2.404118	-1.559097	0.1248
BOI	-32.996	36.49823	-0.904044	0.37
CR	0.236585	2.96295	0.079848	0.9367
INDEX	-4.332785	3.272179	-1.324128	0.191
AD	22.58655	8.588863	2.629748	0.0111
ROA	0.377584	0.501218	0.753332	0.4545
R-squared	0.186471	Mean dependent var		17.93781
Adjusted R-squared	0.096079	S.D. dependent var		26.90261
S.E. of regression	25.57759	Akaike info criterion		9.428928
Sum squared resid	35327.5	Schwarz criterion		9.67116
Log likelihood	-280.5823	Hannan-Quinn criter.		9.523861
F-statistic	2.062918	Durbin-Watson stat		1.755892
Prob(F-statistic)	0.072925			

ภาคผนวก จ

รายชื่อหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2560 – พ.ศ. 2564



รายชื่อหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2560 – พ.ศ. 2564

หลักทรัพย์	บริษัท
DDD	บริษัท ดู เดย์ ดรีม จำกัด (มหาชน)
CPT	บริษัท ซีพีที ไดรฟ์ แอนด์ เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน)
HUMAN	บริษัท ฮิวแมนิก้า จำกัด (มหาชน)
THG	บริษัท ธนบุรี เฮลท์แคร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
GULF	บริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน)
GPI	บริษัท กรังด์ปรีซ์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
SKE	บริษัท สากล เอนเนอจี จำกัด (มหาชน)
RSP	บริษัท ริช สปอร์ต จำกัด (มหาชน)
TOA	บริษัท ทีโอเอ แพ้นท์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
WPH	บริษัท โรงพยาบาลวัฒนะแพทย ตัง จำกัด (มหาชน)
SKN	บริษัท ส.กิจชัย เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)
PRM	บริษัท พรินมา มารีน จำกัด (มหาชน)
III	บริษัท ทริฟเฟิล ไอ โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน)
INGRS	บริษัท อิงเกรส อินดัสเตรียล (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)
FTE	บริษัท ไฟร์เทรดเอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
BGRIM	บริษัท บี.กริม เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน)
GGC	บริษัท โกลบอลกรีนเคมิคอล จำกัด (มหาชน)
WHAUP	บริษัท ดับบลิวเอชเอ ยูทิลิตี้ส์ แอนด์ พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน)
TPIPP	บริษัท ทีพีไอ โพลีน เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน)
ASAP	บริษัท ซินเนอร์เจติก ออโต้ เพอร์ฟอร์แมนซ์ จำกัด (มหาชน)
RPH	บริษัท โรงพยาบาลราชพฤกษ์ จำกัด (มหาชน)
TQM	บริษัท ทีคิวเอ็ม คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
NER	บริษัท นอร์ทอีส รีบเบอร์ จำกัด (มหาชน)
PR9	บริษัท โรงพยาบาลพระรามเก้า จำกัด (มหาชน)
BGC	บริษัท บีจี คอนเทนเนอร์ กล๊าส จำกัด
OSP	บริษัท โอสภสกา จำกัด (มหาชน)

หลักทรัพย์	บริษัท
TEAMG	บมจ. ทีม คอนซัลติ้ง เอนจิเนียริง แอนด์ แมเนจเม้นท์
CMAN	บริษัท เคมีแมน จำกัด (มหาชน)
SFLEX	บริษัท สตาร์เฟล็กซ์ จำกัด (มหาชน)
BAM	บริษัทบริหารสินทรัพย์ กรุงเทพพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)
ACE	บริษัท แอ็บโซลูท คลีน เอ็นเนอร์จี้ จำกัด (มหาชน)
SHR	บริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน)
RBF	บริษัท อาร์ แอนด์ บี ฟู้ด ซัพพลาย จำกัด (มหาชน)
CPW	บริษัท คอปเปอร์ ไวร์ด จำกัด (มหาชน)
AWC	บริษัท แอสเสท เวิร์ด คอร์ป จำกัด (มหาชน)
DOHOME	บริษัท ดูโฮม จำกัด (มหาชน)
ILM	บริษัท อินเด็กซ์ ลิฟวิ่งมอลล์ จำกัด (มหาชน)
VRANDA	บริษัท วีรันดา รีสอร์ท จำกัด (มหาชน)
ZEN	บริษัท เซ็น คอร์ปอเรชั่น กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
SA	บริษัท ซามิส แอสเสท จำกัด (มหาชน)
KEX	บริษัท เคอรี่ เอ็กซ์เพรส (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
SAK	บริษัท ศักดิ์สยามลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน)
JR	บริษัท เจ.อาร์.ดับเบิลยู. ยูทิลิตี้ จำกัด (มหาชน)
RT	บริษัท ไรท์ทันเน็ลลิง จำกัด (มหาชน)
NCAP	บริษัท เน็คซ์ แคปปิตอล จำกัด (มหาชน)
WGE	บริษัท เวล เกรด เอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
SCGP	บริษัท เอสซีจี แพคเกจจิ้ง จำกัด (มหาชน)
SO	บริษัท สยามราชาธานี จำกัด (มหาชน)
NRF	บริษัท เอ็นอาร์ อินสแตนซ์ โปรดิวซ์ จำกัด (มหาชน)
MICRO	บริษัท ไมโครลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน)
SCM	บริษัท ซัคเซสมอร์ บีอิ้งค์ จำกัด (มหาชน)
STGT	บริษัท ศรีตรังโกลฟ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
CRC	บริษัท เซ็นทรัล รีเทล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
NV	บริษัท โนวา ออร์แกนิก จำกัด (มหาชน)
WFX	บริษัท เวิลด์เฟล็กซ์ จำกัด (มหาชน)

หลักทรัพย์	บริษัท
BRI	บริษัท บริทาเนีย จำกัด (มหาชน)
PIN	บริษัท ปิ่นทอง อินดัสเตรียล พาร์ค จำกัด (มหาชน)
ONEE	บริษัท เดอะ วัน เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)
TFM	บริษัท ไทยยูเนี่ยน ฟีดมิลล์ จำกัด (มหาชน)
HENG	บริษัท เฮงลิสซิ่ง แอนด์ แคปปิตอล จำกัด (มหาชน)
SVT	บริษัท ชันเวนดิง เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
UBE	บริษัท อูบล ไปโอ เอทานอล จำกัด (มหาชน)
CV	บริษัท โคลเวอร์ เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน)
AMR	บริษัท เอเอ็มอาร์ เอเชีย จำกัด (มหาชน)
STECH	บริษัท สยามเทคนิคคอนกรีต จำกัด (มหาชน)
SNNP	บริษัท ศรีนันทาพร มาร์เก็ตติ้ง จำกัด (มหาชน)
MENA	บริษัท มีนาทรานสปอร์ต จำกัด (มหาชน)
NSL	บริษัท เอ็นเอสแอล ฟู้ดส์ จำกัด (มหาชน)
TIDLOR	บริษัท เงินติดล้อ จำกัด (มหาชน)
DMT	บริษัท ทางยกระดับดอนเมือง จำกัด (มหาชน)
ASW	บริษัท แอสเซทไวส์ จำกัด (มหาชน)
KISS	บริษัท โรจุกิส อินเทอร์เน็ตเซ็นแนล จำกัด (มหาชน)
OR	บริษัท ปตท. น้ำมันและการค้าปลีก จำกัด (มหาชน)



ประวัติผู้ศึกษา

ชื่อ	นางสาวอรุณี พิทยาภิต
วัน เดือน ปีเกิด	12 ธันวาคม 2528
สถานที่เกิด	อำเภอสูงเม่น จังหวัดแพร่
ประวัติการศึกษา	บริหารธุรกิจบัณฑิต มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลล้านนา พ.ศ. 2551
สถานที่ทำงาน	กองกษาปณ์ กรมธนารักษ์ กระทรวงการคลัง
ตำแหน่ง	นักวิชาการเงินและบัญชีปฏิบัติการ

