

ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนระยะสั้นและระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรก
ต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
Factors Affecting Short-run and Long-run Returns of Initial Public Offerings in
The Stock Exchange of Thailand and Market for Alternative Investment

กิ่งชม พิชวงศ์* และสิริเกียรติ รัชชชานติ**

บทคัดย่อ

การศึกษานี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนระยะสั้น และผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชน (IPO) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวน 122 หลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) จำนวน 66 หลักทรัพย์ ช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2546 ถึง 2554 โดยใช้สมการถดถอยพหุคูณในการวิเคราะห์ข้อมูล ผลจากการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนระยะสั้น พบว่า มูลค่าที่เสนอขายหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนระยะสั้นของหลักทรัพย์ IPO ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วิธีการกำหนดราคาของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนระยะสั้นของหลักทรัพย์ IPO ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนระยะสั้นของหลักทรัพย์ IPO ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในขณะที่ผู้ตรวจสอบบัญชีของบริษัทจดทะเบียนมีความความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนระยะสั้นของหลักทรัพย์ IPO ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และผลจากการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนระยะยาว พบว่าขนาดสินทรัพย์ของบริษัทมีความความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่หลักทรัพย์ IPO ทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มูลค่าของหลักทรัพย์ที่เสนอขายมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ IPO ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วิธีการกำหนดราคาของหลักทรัพย์มีความความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่หลักทรัพย์ IPO ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ผู้ตรวจสอบบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่หลักทรัพย์ IPO ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ผลตอบแทนวันแรกที่ปรับโดยตลาดและอัตราหมุนเวียนหลักทรัพย์มีความความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ IPO ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมูลค่าบัญชีต่อหลักทรัพย์มีความความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ IPO ทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

* นักศึกษาหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

** รองศาสตราจารย์ อาจารย์ประจำภาควิชาการเงินและการธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

ABSTRACT

This study aims to analyze the relationships between eleven major IPO factors affect short-run and long-run return of 122 IPOs in The Stock Exchange of Thailand (SET) and 66 IPOs in Market for Alternative Investment (mai), and multiple regression analysis are used to examine this study. The result of factors effect on short-run return shows that issue offering volume has positive relation to short run return of IPO in SET. Pricing procedure has negative relation to short-run return of IPO in SET but has positive relation to short-run return of IPO in mai while issue auditor has negative relation to short-run return of IPO in SET only. In the relationship between these factors and long-run return that issue asset has positive relation to long-run return of both IPO in SET and mai. Issue offering volume has negative relation to long-run return of IPO in Stock Exchange of Thailand. Underwriter has positive relation to long-run return of IPO in mai. Pricing procedure has negative relation to long-run return of IPO in mai. Initial return and turnover ratio also has negative relation to long-run return of IPO in SET while price to book has positive relation to long-run return of both IPO in SET and mai.

บทนำ

หลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชน (Initial Public Offering) หรือหุ้น IPO เป็นเครื่องมือทางการเงินประเภทหนึ่งที่บริษัทเอกชนต่างๆ ใช้ในการระดมเงินทุนจากนักลงทุนรายย่อย หรือนักลงทุนรายใหญ่ทั้งในประเทศและต่างประเทศ ผ่านทางการเข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นในบริษัท โดยบริษัทเหล่านั้นจะนำเงินทุนที่ได้ไปใช้ในการลงทุนขยายกิจการภายในบริษัทหรือใช้ดำเนินงานทางการเงินอื่นๆ ของบริษัท การระดมทุนนั้นจะต้องดำเนินการภายใต้หลักเกณฑ์และกฎระเบียบข้อบังคับของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หรือ ก.ล.ต. โดยผ่านทางตลาดแรก (Primary Market) ก่อน หลังจากบริษัทได้เสนอขายหุ้นในตลาดแรกไปแล้ว จะนำหุ้นเหล่านั้นเข้าไปจดทะเบียนซื้อขายในตลาดรอง (Secondary Market) ซึ่งตลาดรองมีความสำคัญทำให้หุ้นสามัญที่ซื้อขายในตลาดแรกนั้นสามารถเปลี่ยนการถือครองได้ เป็นการเพิ่มสภาพคล่องให้กับหลักทรัพย์ ปัจจุบันประเทศไทยมีตลาดรองซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand, SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอ ไอ (Market for Alternative Investment, mai) ในปัจจุบันการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนเป็นที่นิยมกันมาก นักลงทุนควรพิจารณาถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ดังกล่าวด้วย ดังนั้นผู้ศึกษาจึงมีความสนใจขยายการศึกษาเพิ่มเติมในส่วนของปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอ ไอ ในส่วนผลตอบแทนระยะสั้น (Short-run Return) และผลตอบแทนระยะยาว (Long-run Return) ว่าปัจจัยเหล่านั้นมีความสัมพันธ์อย่างไรต่อผลตอบแทนในหลักทรัพย์นั้นๆ เพื่อเป็นข้อมูลในการตัดสินใจแก่ผู้ที่สนใจจะลงทุนในทั้งสองตลาด

แนวคิดและทฤษฎี

ทฤษฎีที่ว่าด้วยความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลได้ถูกอธิบายโดย Rock (1986) โดยคนทั้งสองฝ่ายมีข้อมูลเกี่ยวกับสิ่งๆ หนึ่งไม่เท่าเทียมกัน เมื่อข้อมูลที่ได้รับไม่เท่าเทียมกัน การตั้งราคาตามคุณค่าที่คาดหวังย่อมไม่เท่ากัน เป็นทฤษฎีที่ถูกกล่าวโดยเชื่อว่ามีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลในตลาด

ทฤษฎีตัวแทนได้ถูกอธิบายโดย Jensen and Meckling (1976) มีสมมติฐานที่อยู่เบื้องหลัง คือ ความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ระหว่างฝ่ายที่มอบอำนาจหรือเจ้าของ ซึ่งเรียกว่า ตัวการ (Principle) กับอีกฝ่ายที่รับอำนาจหรือผู้บริหาร ซึ่งเรียกว่า ตัวแทน (Agent) เนื่องจาก ผู้บริหารมีพฤติกรรมที่มีแนวโน้มที่จะตัดสินใจกระทำใดๆ เพื่อประโยชน์สูงสุดให้กับตนเองมากกว่ากิจการของผู้ที่เป็นเจ้าของ มิได้ตัดสินใจปฏิบัติงานอย่างเต็มหน้าที่เพื่อประโยชน์และเพิ่มมูลค่าสูงสุดให้แก่กิจการของผู้ที่เป็นเจ้าของ ดังนั้นจึงก่อให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ขึ้น

สมมติฐานการส่งสัญญาณ ได้ถูกอธิบายโดย Welch (1989) เนื่องจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ส่งผลให้นักลงทุนบางกลุ่มไม่สามารถรับรู้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการลงทุน ทำให้ไม่สามารถคัดแยกและพิจารณาบริษัทที่มีคุณภาพต่ำและบริษัทที่มีคุณภาพสูงออกจากกันได้ ดังนั้นบริษัทที่มีคุณภาพสูง จึงส่งสัญญาณโดยการที่หลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชน มีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Underpricing)

สมมติฐานความคิดเห็นต่างกัน โดย Miller (1977) อธิบายว่า ถ้าเกิดความไม่แน่นอนเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชน นักลงทุนที่มีมุมมองที่ดีต่อหลักทรัพย์ดังกล่าว จะเป็นคนซื้อหลักทรัพย์นั้น มากกว่านักลงทุนที่มีมุมมองที่ไม่ดีต่อหลักทรัพย์ ดังกล่าว เมื่อเวลาผ่านไปพร้อมกับมีข้อมูลที่เปิดเผยมากขึ้น นักลงทุนทั้ง 2 ประเภท จะมีมุมมองที่ไม่แตกต่างกัน จึงทำให้ราคาของหลักทรัพย์ในตลาดลดลง

วิธีการดำเนินงานวิจัย

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนโดยเป็นหุ้นสามัญเท่านั้น ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2546 ถึง 31 ธันวาคม 2554 โดยแบ่งเป็นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 122 หลักทรัพย์ และในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 66 หลักทรัพย์

ในการศึกษานี้ ตัวแทนที่ใช้วัดผลตอบแทนระยะสั้นและระยะยาว ได้แก่ ผลตอบแทนวันแรกที่ปรับโดยตลาด (Market-Adjusted Initial Return, MAIR) ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return, CAR) และผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการซื้อและถือ (Buy-and-Hold Abnormal Return, BHAR) ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนตามลำดับ

โดยในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนระยะสั้น และผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรก ใช้สมการถดถอยแบบพหุคูณในสมการต่อไปนี้

ผลตอบแทนระยะสั้น

$$MAIR_{i,SET} = \beta_0 + \beta_1 NPM_{i,SET} + \beta_2 AGE_{i,SET} + \beta_3 AST_{i,SET} + \beta_4 SIZE_{i,SET} + \beta_5 OWN_{i,SET} + \beta_6 UN_{i,SET} + \beta_7 MTD_{i,SET} + \beta_8 AUD_{i,SET} + \varepsilon_i$$

(1)

$$MAIR_{i,mai} = \beta_0 + \beta_1 NPM_{i,mai} + \beta_2 AGE_{i,mai} + \beta_3 AST_{i,mai} + \beta_4 SIZE_{i,mai} + \beta_5 OWN_{i,mai} + \beta_6 UN_{i,mai} + \beta_7 MTD_{i,mai} + \beta_8 AUD_{i,mai} + \varepsilon_i$$

(2)

ผลตอบแทนระยะยาว

$$CAR_{i,SET} = \beta_0 + \beta_1 NPM_{i,SET} + \beta_2 AGE_{i,SET} + \beta_3 AST_{i,SET} + \beta_4 SIZE_{i,SET} + \beta_5 OWN_{i,SET} + \beta_6 UN_{i,SET} + \beta_7 MTD_{i,SET} + \beta_8 AUD_{i,SET} + \beta_9 MAIR_{i,SET} + \beta_{10} LIQ_{i,SET} + \beta_{11} PBV_{i,SET} + \varepsilon_i$$

(3)

$$CAR_{i,mai} = \beta_0 + \beta_1 NPM_{i,mai} + \beta_2 AGE_{i,mai} + \beta_3 AST_{i,mai} + \beta_4 SIZE_{i,mai} + \beta_5 OWN_{i,mai} + \beta_6 UN_{i,mai} + \beta_7 MTD_{i,mai} + \beta_8 AUD_{i,mai} + \beta_9 MAIR_{i,mai} + \beta_{10} LIQ_{i,mai} + \beta_{11} PBV_{i,mai} + \varepsilon_i$$

(4)

$$BHAR_{i,SET} = \beta_0 + \beta_1 NPM_{i,SET} + \beta_2 AGE_{i,SET} + \beta_3 AST_{i,SET} + \beta_4 SIZE_{i,SET} + \beta_5 OWN_{i,SET} + \beta_6 UN_{i,SET} + \beta_7 MTD_{i,SET} + \beta_8 AUD_{i,SET} + \beta_9 MAIR_{i,SET} + \beta_{10} LIQ_{i,SET} + \beta_{11} PBV_{i,SET} + \varepsilon_i$$

(5)

$$BHAR_{i,mai} = \beta_0 + \beta_1 NPM_{i,mai} + \beta_2 AGE_{i,mai} + \beta_3 AST_{i,mai} + \beta_4 SIZE_{i,mai} + \beta_5 OWN_{i,mai} + \beta_6 UN_{i,mai} + \beta_7 MTD_{i,mai} + \beta_8 AUD_{i,mai} + \beta_9 MAIR_{i,mai} + \beta_{10} LIQ_{i,mai} + \beta_{11} PBV_{i,mai} + \varepsilon_i$$

(6)

การตั้งสมมติฐาน

คำนิยามตัวแปรอิสระและสมมติฐานของการศึกษานี้

ตัวแปรอิสระ	ทิศทางที่คาดหวังตามสมมติฐาน		ผลการศึกษา			
	ผลตอบแทนระยะสั้น	ผลตอบแทนระยะยาว	ผลตอบแทนระยะสั้น		ผลตอบแทนระยะยาว	
			SET	mai	SET	mai
อัตรากำไรสุทธิ (NPM)	ลบ	บวก	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ
อายุของบริษัท (AGE)	ลบ	บวก	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ
สินทรัพย์บริษัท (AST)	ลบ	บวก	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ	บวก	บวก
มูลค่าเสนอขาย (SIZE)	ลบ	บวก	บวก	ปฏิเสธ	ลบ	ลบ
สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร (OWN)	ลบ	บวก	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ
ชื่อเสียงวาณิชธนกิจ (UN)	ลบ	บวก	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ	บวก

วิธีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (MTD)	ลบ	บวก	ลบ	บวก	ปฏิเสธ	ลบ
ชื่อเสียงผู้สอบบัญชี (AUD)	ลบ	บวก	ลบ	ปฏิเสธ	ปฏิเสธ	บวก
ผลตอบแทนวันแรก (MAIR)	-	ลบ	-	-	ลบ	ปฏิเสธ
สภาพคล่อง (LIQ)	-	บวก	-	-	ลบ	ปฏิเสธ
อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (PBV)	-	บวก	-	-	บวก	บวก

ผลการศึกษา

จากผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนระยะสั้นและระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีดังนี้

ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนระยะสั้น

1. มูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนวันแรกที่ปรับโดยตลาดของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. วิธีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนเป็นครั้งแรกมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนวันแรกที่ปรับโดยตลาดของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนวันแรกที่ปรับโดยตลาดของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

3. ผู้ตรวจสอบบัญชีของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนเป็นครั้งแรก มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนวันแรกที่ปรับโดยตลาดของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนระยะยาว

1. ขนาดสินทรัพย์ของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return, CAR) ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ 12, 24 และ 36 เดือน และมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการซื้อและถือ (Buy-and-Hold Abnormal Return, BHAR) ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ 12, 24 และ 36 เดือน

2. มูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชน มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return, CAR) ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ 12, 24 และ 36 เดือน และมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการซื้อและถือ (Buy-and-Hold Abnormal Return, BHAR) ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. วิธีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนเป็นครั้งแรกมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return, CAR) ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ 12, 24 และ 36 เดือน

4. ชื่อเสียงของวารสารธุรกิจมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return, CAR) และผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการซื้อและถือ (Buy-and-Hold Abnormal Return, BHAR) ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ 24 เดือน

5. ผู้ตรวจสอบบัญชีของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนเป็นครั้งแรกมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return, CAR) และผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการซื้อและถือ (Buy-and-Hold Abnormal Return, BHAR) ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ 12 เดือน

6. ผลตอบแทนเฉลี่ยวันแรกที่ปรับโดยตลาดมีความสัมพันธ์เชิงลบทั้งกับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return, CAR) ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ 12, 24 และ 36 เดือน และผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการซื้อและถือ (Buy-and-Hold Abnormal Return, BHAR) ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ 12, 24 และ 36 เดือน

7. สภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการซื้อและถือ (Buy-and-Hold Abnormal Return, BHAR) ที่ระยะเวลา 24 และ 36 เดือน ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

8. มูลค่าบัญชีต่อหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return, CAR) ที่ระยะเวลา 24 และ 36 เดือน และผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการซื้อและถือ (Buy-and-Hold Abnormal Return, BHAR) ที่ระยะเวลา 12, 24 และ 36 เดือน ของทั้งหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

โดยปัจจัยอื่นๆ นอกจากที่กล่าวมาข้างต้น ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนระยะสั้นและระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ

การอภิปรายผลการศึกษา

1. ขนาดสินทรัพย์ของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เนื่องจากเมื่อหลักทรัพย์นั้นได้เข้าสู่ตลาดรองแล้ว บริษัทที่มีสินทรัพย์ขนาดใหญ่มีโอกาสในการจัดหาเงินลงทุนและการกระจายการลงทุนเพิ่มขึ้น ส่งผลต่อผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนจะเพิ่มขึ้นไปด้วย

2. มูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนวันแรกที่ปรับโดยตลาดของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากนักลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชน ที่ได้ทำการซื้อขายในวันแรก มีมุมมองที่ดีต่อบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าที่สูงจึงเกิดการเก็งกำไรขึ้นทำให้ราคาของหลักทรัพย์ในวันแรกเพิ่มสูงขึ้น และมีความสัมพันธ์เชิงลบกับระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น เนื่องจากบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ แต่เมื่อหลักทรัพย์นั้นได้ทำการซื้อขายในตลาดรองแล้ว นักลงทุนมีมุมมองในการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นไม่แตกต่างกันมากนัก จึงให้ราคาของหลักทรัพย์ใกล้เคียงกับมูลค่าที่แท้จริง (Fair Value)

3. วิธีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนเป็นครั้งแรกมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนวันแรกที่ปรับโดยตลาดของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากวิธีการตั้งราคาแบบ Book Building เป็นวิธีการตั้งราคาจากการสำรวจความต้องการของนักลงทุนที่สนใจ โดยเฉพาะจากนักลงทุนสถาบัน จึงมีความผิดพลาดในการตั้งราคาที่น้อยกว่าเมื่อเทียบกับการตั้งราคาแบบ Fixed Price ทำให้ราคาของหลักทรัพย์ในวันแรกที่มีการซื้อขายใกล้เคียงกับราคาที่นักลงทุนต้องการ ส่งผลให้ผลตอบแทนในวันแรกของหลักทรัพย์ต่ำ และมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เนื่องจากว่า บริษัทที่ออกหลักทรัพย์เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ส่วนใหญ่ใช้วิธี Fixed Price ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์

4. ผู้ตรวจสอบบัญชีของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนเป็นครั้งแรก มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนวันแรกที่ปรับโดยตลาดของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ที่ใช้บริษัทสอบบัญชีที่ในกลุ่ม Big 4 ได้แก่ PwC, KPMG, Deloitte และ EY เป็นตัวกลางหนึ่งที่ช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารระหว่างบริษัทที่ออกหลักทรัพย์กับนักลงทุนที่สนใจได้ดีกว่าผู้ตรวจสอบบัญชีอื่นๆ เนื่องจากความชำนาญและมีชื่อเสียงในการตรวจสอบบัญชี สร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน ทำให้ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ต่ำ

5. ผลตอบแทนวันแรกที่ปรับโดยตลาด มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากสมมติฐานความคิดเห็นที่ต่างกัน (The Divergence of Opinion Hypothesis) นักลงทุนมีมุมมองในการลงทุนที่แตกต่างกัน ทำให้ผลตอบแทนในวันแรกของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนสูง แต่เวลาเมื่อผ่านไปจะมีข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นั้นเปิดเผยมากขึ้น ทำให้นักลงทุนมีมุมมองในการลงทุนไม่แตกต่างกันมากนัก

6. สภาพคล่องมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากว่า หลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงย่อมสามารถเปลี่ยนแปลงการถือครองได้ง่ายกว่าหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ หลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ จึงเกิดความเสี่ยงในสภาพคล่อง (Liquidity Risk) จึงต้องมีการชดเชยความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในการลงทุนระยะยาว

7. มูลค่าบัญชีต่อหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนที่ได้ทำการซื้อขายในตลาดแล้ว มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ทั้งที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนดังกล่าว มีศักยภาพที่จะเติบโตสูง โดยเฉพาะบริษัทที่นำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยดูได้จากค่าสัมประสิทธิ์ของมูลค่าบัญชีต่อหลักทรัพย์จะเห็นว่าเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเชิงบวกมากขึ้นจะทำให้ผลตอบแทนระยะยาวเพิ่มขึ้นด้วย ทำให้นักลงทุนมีความต้องการหลักทรัพย์นั้นสูง ทำให้หลักทรัพย์นั้นมีราคาสูงด้วยเช่นกัน จึงทำให้ผลตอบแทนที่ได้สูงขึ้นไปด้วย

ข้อเสนอแนะ

ในปัจจุบันหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชนไม่ใช่มีเพียงหุ้นสามัญเท่านั้น แต่มีหน่วยลงทุนอื่นๆ เช่น **ทรัสต์เพื่อการลงทุน, กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน เป็นต้น** ดังนั้นควรขยายการศึกษาไปที่หลักทรัพย์ประเภทอื่นๆ ด้วย เพื่อเปรียบเทียบผลการศึกษากับการตัดสินใจหรือแตกต่างกับการศึกษาในครั้งนี้

บรรณานุกรม

- ณัฐพล มิ่งเมือง. (2553). ผลกระทบของชื่อเสียงของผู้จัดการจัดจำหน่ายและกระบวนการค้นหาราคาต่อหุ้นสามัญเข้าใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าแบบอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).
- Boonchuaymetta, E. & Chuanrommanee, W. (2013). Management of the IPO performance in Thailand. *Journal of Multinational Financial Management*, 23, 272 – 274.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Financial Economics*, 3(4), 305 – 306.
- Lonkani, R. & Limpaphayom, P. (2013). Initial Public Offering: Two Markets, One Country. *Research Paper*. 1 – 39.
- Miller, E.M. (1977). Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion. *Journal of Finance*, 32(4), 1151 – 1168.
- Ritter, J.R. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offering. *The Journal of Finance*, 46(1), 3 – 27.
- Ritter, J.R. (1998). Initial Public Offering. *Contemporary Finance Digest*, 2(1), 5 – 30.
- Rock, K. (1986). Why New Issue Are Underpriced. *Journal of Finance Economic*, 15, 187 – 212.
- Vithessonthi, C. (2008). Stock Price Performance of Initial Public Offering: The Thai Experience. *Journal of International Finance and Economic*, 8(2), 30 – 43.
- Welch, I. (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421 – 449.