

ผลตอบแทนในวันแรกของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่าย
แก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทย

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

กาญจนา ส่องวัฒนา^{1*} และสายรุ้ง แก้วสังข์²

Karnjana Songwathana^{1*} and Sairung Keawsang²

¹ อ.ดร., คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยกรุงเทพ กรุงเทพฯ 10110

² นักศึกษาปริญญาโท บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยกรุงเทพ กรุงเทพฯ 10110

¹ Lecturer, Dr., Faculty of Economics, Bangkok University, Bangkok, 10110, Thailand

² Graduate Student, Graduate School, Bangkok University, Bangkok, 10110, Thailand

* Corresponding author: E-mail address: karnjana.s@bu.ac.th

(Received: March 13, 2017; Revised: October 31, 2017; Accepted: November 13, 2017)

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนในวันแรกของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกระหว่างปี 2009 ถึง 2010 จำนวน 101 หลักทรัพย์ งานวิจัยนี้ใช้การวิเคราะห์แบบจำลองสมการถดถอยในการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนในวันแรกของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ประกอบด้วย ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขาย มูลค่ารวมของหลักทรัพย์ที่เสนอขาย อายุบริษัท และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ซื้อขายวันแรก ในขณะที่อัตราดอกเบี้ย พันธบัตรรัฐบาล ดัชนีการลงทุนจากต่างประเทศ และดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมนั้น ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติต่อการกำหนดผลตอบแทนของหลักทรัพย์

คำสำคัญ: หลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค

Abstract

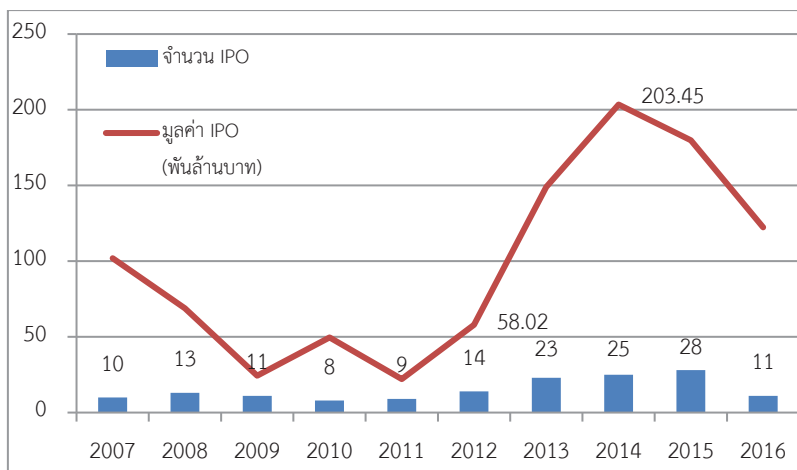
This research aims to study factors that influence the first day return of Initial Public Offering (IPO) in Stock Exchange of Thailand (SET). The study uses IPO data from 2009 to 2016 with a total of 101 stocks. Regression analysis examines factors influencing the first day return of IPO. The results shows that factors that influence the first day return of IPO consisted of initial price, offer size, the age of company, and SET Index of the first day. Meanwhile, interest rate, foreign direct investment

index and manufacturing index have no significant impact on the first day return of IPO.

Keywords: Initial Public Offering, The First Day Return of Initial Public Offering, Macroeconomics Factors

บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand : SET) เริ่มมีการซื้อขายครั้งแรกในปี 1975 โดย SET ทำหน้าที่ในการอำนวยความสะดวกในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ขึ้นทะเบียนไว้ และเป็นศูนย์กลางในการระดมทุนของบริษัทที่ต้องการเงินทุนจากประชาชนอื่นจะก่อให้เกิดการขยายตัวของธุรกิจและกิจกรรมทางเศรษฐกิจอื่น ๆ ในอนาคต ซึ่งนับตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบันมีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกว่า 700 บริษัท โดยบริษัทที่ต้องการมองหาแหล่งเงินทุน (ที่นอกเหนือจากเงินกู้) เพื่อขยายกิจการสามารถเสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไป (Initial Public Offering: IPO)



ภาพที่ 1 จำนวนและมูลค่าของ IPO ที่จดทะเบียนระหว่างปี 2007-2016

ที่มา: รวบรวมข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากภาพที่ 1 จะเห็นได้ชัดว่าในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา มีการเพิ่มขึ้นของจำนวน IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงปี 2012-2015 โดยในปี 2014 มีมูลค่าของ IPO ที่จดทะเบียนสูงสุดในรอบ 10 ปีที่ประมาณ 203.45 พันล้านบาทจากจำนวน 25 หลักทรัพย์ IPO ซึ่งมูลค่าดังกล่าวสูงขึ้นจากปี 2012 ซึ่งมีมูลค่าที่ 58.02 พันล้านบาทถึง 820%

ทั้งนี้ การลงทุนใน IPO ได้รับความสนใจจากนักลงทุนเป็นจำนวนมาก เนื่องจากโดยมากแล้วนักลงทุนเชื่อว่า IPO มีราคาต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษาในอดีตที่พบว่าอัตราผลตอบแทนของ IPO วันแรกมีมูลค่าสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ [1-3] ซึ่งสอดคล้องกับงานของ Gunturkun, Gurarda, and Erdogan [4] ที่พบว่าอัตราผลตอบแทน IPO ในวันแรกของประเทศตุรกีสูงถึง 7.7% Bakara and Uzakib [5] พบว่า อัตราผลตอบแทน IPO ในวันแรกของประเทศญี่ปุ่นเท่ากับ 37.31% และ Jelic, Saadouni, and Briston [6] พบว่า อัตราผลตอบแทน IPO ในวันแรกของประเทศมาเลเซียเท่ากับ 38.16% ซึ่งงานศึกษาดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า IPO มีลักษณะ Underpricing สำหรับงานศึกษาในอดีตเกี่ยวข้องกับ IPO ในประเทศไทยนั้นยังมีจำกัด มีแต่เพียงงานศึกษาของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ สุวิมล ชุตติจิรนาท [7] และชัยวัตร วรกวินยางศ์ [8]

จากความสำคัญของ IPO และลักษณะ Underpricing ของ IPO เป็นที่มาของการศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของ IPO ในครั้งนี้ โดยการศึกษานี้มุ่งศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนวันแรกของ IPO ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ ปัจจัยที่การศึกษานี้เลือกที่จะศึกษาจะเป็นปัจจัยที่เพิ่มเติมจากงานศึกษาในอดีต กล่าวคือ งานศึกษาที่เกี่ยวข้องกับอัตราผลตอบแทน IPO ในอดีตนั้น โดยมากจะศึกษาเฉพาะปัจจัยภายในของบริษัท เช่นราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอครั้งแรก มูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขาย อายุบริษัท ดังนั้น งานวิจัยนี้จะเพิ่มเติมปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทน IPO โดยรวบรวมทั้งปัจจัยภายในเช่นเดียวกับงานศึกษาในอดีต และเพิ่มเติมปัจจัยทางเศรษฐกิจ

ภายนอก เช่น อัตราดอกเบี้ย ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ เพื่อให้การศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของ IPO ครอบคลุมมากยิ่งขึ้น

วัตถุประสงค์

การศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของ IPO โดยมีวัตถุประสงค์ ดังนี้

1. เพื่อศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของ IPO
2. เพื่อศึกษาปัจจัยของบริษัทที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของ IPO

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

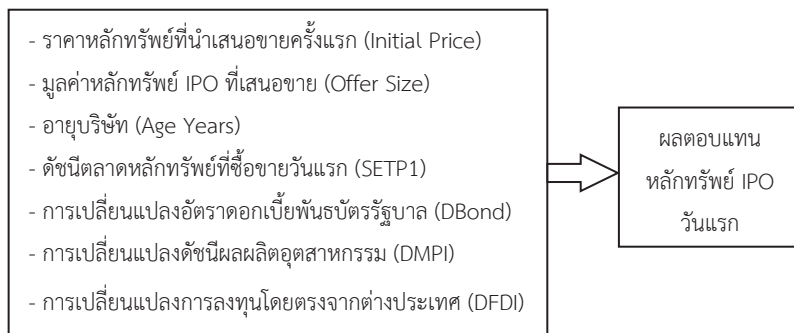
งานศึกษาในอดีตที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของ IPO นั้น สามารถแบ่งตามปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของ IPO ออกเป็นปัจจัยภายในของบริษัท และปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจมหภาคหรือปัจจัยภายนอกบริษัทโดยปัจจัยภายในของบริษัทที่พบว่า มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของ IPO ประกอบด้วย อายุของบริษัท มูลค่าหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขาย ราคาหลักทรัพย์ที่นำเสนอขายครั้งแรก ขนาดของบริษัท ทั้งนี้ จากงานศึกษาในอดีตพบว่า อายุของบริษัทมีทิศทางตรงกันข้ามกับการอัตราผลตอบแทน IPO ในระยะสั้น [1-4] เนื่องจากบริษัทที่มีอายุบริษัทน้อยกว่าจะมีข้อมูลที่ไม่แน่นอนมากกว่า ซึ่งส่งผลให้ผลตอบแทนในระยะสั้นของ IPO สูงกว่า (Underpricing IPO) ในส่วนงานศึกษาในอดีตเกี่ยวกับราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกนั้นพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกันระหว่างราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกกับผลตอบแทนระยะสั้นของ IPO หรือการเป็น Underpricing IPO โดยงานศึกษาในอดีตส่วนหนึ่งพบว่า ราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกที่สูงขึ้นแสดงถึงความไม่แน่นอนของบริษัทที่ลดลง หรือโอกาสการเป็น Underpricing IPO ที่ต่ำลงส่งผลให้ผลตอบแทนระยะสั้นของ IPO นั้นลดลง [1, 3] สำหรับมูลค่าหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขายนั้น จากงานศึกษาในอดีตพบว่า ขนาดของหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขายนั้นมีความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับระดับการ Underpricing หรือ

ผลตอบแทนระยะสั้นของ IPO ที่สูงขึ้น [1-2, 4] โดยมากแล้วบริษัทขนาดใหญ่และเป็นที่เชื่อกันจะมีมูลค่าของ IPO ที่เสนอขายครั้งแรกสูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก ซึ่งจะส่งผลให้ระดับการ Underpricing ลดลงหรือผลตอบแทนระยะสั้นของ IPO ที่ลดลง [3-4, 6] สำหรับงานศึกษาที่เกี่ยวข้องกับตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลต่อผลตอบแทนของ IPO นั้น มีค่อนข้างจำกัดโดยมากแล้วจะเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคที่ใช้ในการศึกษาส่วนใหญ่ ประกอบด้วย ดัชนีราคาผู้บริโภค อัตราดอกเบี้ย ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ [7-8]

งานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่ส่วนใหญ่จะศึกษาเฉพาะปัจจัยภายในที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนของ IPO งานศึกษานี้จึงต่อยอดงานศึกษาในอดีตโดยศึกษาความสัมพันธ์ทั้งปัจจัยภายในและปัจจัยทางเศรษฐกิจภายนอกต่อผลตอบแทนของ IPO โดยใช้ตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์จากงานวิจัยในอดีตที่กล่าวมาข้างต้น

ระเบียบวิธีการศึกษา

จากวัตถุประสงค์ของการศึกษาและการทบทวนงานศึกษาในอดีตที่เกี่ยวข้องสามารถกำหนดกรอบแนวคิดในการศึกษา ดังนี้



ภาพที่ 2 กรอบแนวคิดในการศึกษา

แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

จากกรอบแนวคิดการศึกษาข้างต้นสามารถสร้างแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาดังนี้

$$\text{Return P1} = \alpha + \beta_1 (\text{Initial price}) + \beta_2 (\text{Offer Size}) + \beta_3 (\text{AGE}) + \beta_4 (\text{SETP1}) + \beta_5 (\text{DBond}) + \beta_6 (\text{DFDI}) + \beta_7 (\text{DMPI}) + \varepsilon_i$$

โดย Return P1 คือ อัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO

α คือ Intercept

Initial Price คือ ราคาเสนอขายครั้งแรกของหลักทรัพย์ IPO

Offer Size คือ จำนวนหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขาย

AGE คือ อายุของบริษัทเจ้าของหลักทรัพย์ IPO

SETP1 คือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ IPO ซื้อขายวันแรก

DBond คือ การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล

DFDI คือ การเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ

DMPI คือ การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม

ε_i คือ ค่าความคลาดเคลื่อน (Error Term)

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้ประกอบด้วยข้อมูลหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระหว่างปี 2009-2016 จำนวน 103 หลักทรัพย์ซึ่งสืบค้นจากหนังสือชี้ชวนที่ยื่นต่อตลาดหลักทรัพย์ และฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการศึกษานี้คำนวณผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ที่ทำการซื้อขายวันแรก (Return P1) โดยนำราคาเสนอขายหลักทรัพย์ (Initial Price) และราคาปิดของหลักทรัพย์ IPO ที่ทำการซื้อขายวันแรก

$$\text{มาคำนวณหา Return P1} = \frac{(P1-P0)}{P0} \times 100$$

สำหรับข้อมูลปัจจัยที่มีอิทธิพลสามารถแยกเป็นสองส่วนหลัก คือ ปัจจัยทางด้านตลาดทุนซึ่งสืบค้นข้อมูลของวันที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์ IPO วันแรก จากฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจมหภาคอื่น ๆ เช่น อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล ข้อมูลดัชนีการลงทุนโดยตรงจาก FDI ข้อมูลดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ซึ่งสืบค้นข้อมูลของเดือนที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์ IPO จากฐานข้อมูลธนาคารแห่งประเทศไทย นอกจากนี้เพื่อลดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้านปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคอันจะก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity การศึกษานี้จึงใช้การเปลี่ยนแปลงของปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคเป็นตัวแทนทางด้านปัจจัยภายนอก

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลของการศึกษานี้ ประกอบด้วย ทั้งการใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และสถิติอ้างอิงจากการใช้สมการถดถอย (Regression) ตามแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาข้างต้น โดยก่อนที่ประมาณค่าโดยวิธีสมการถดถอย การศึกษานี้จะทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระโดยการคำนวณค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation) ของตัวแปรอิสระที่ใช้ในแบบจำลองเพื่อลดปัญหา Multicollinearity ที่เกิดจากความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรอิสระของแบบจำลอง

นอกจากนี้ การศึกษายังได้ทดสอบปัญหา Heteroskedasticity ซึ่งเป็นปัญหาที่ค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนไม่คงที่ อันจะเป็นปัญหาที่ทำให้ค่าสัมประสิทธิ์จากการประมาณค่าด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square) ไม่เหมาะสม โดยการศึกษาจะใช้การทดสอบปัญหา Heteroskedasticity โดยวิธี White Test และหากพบว่าแบบจำลองที่ประมาณโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดมีปัญหา Heteroskedasticity จะแก้ไขโดยการประมาณการแบบจำลองด้วยวิธี Weight Least Square เพื่อแก้ปัญหา Heteroskedasticity

ผลการศึกษา

ตารางที่ 1 ค่าสถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ต่ำสุด	สูงสุด
อัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO (%)	19.94	31.39	-34.72	109.86
ราคาเสนอขายครั้งแรกของหลักทรัพย์ IPO (บาท)	9.19	7.47	1.25	49.00
จำนวนหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขาย (สิบล้านบาท)	50.19	89.18	3.54	578.80
อายุบริษัท (ปี)	13.17	13.39	0.01	58.04
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ IPO ซื้อขายวันแรก	1,351.73	249.85	590.60	1,617.89
การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตร	-0.01	0.09	-0.22	0.25
การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม	0.58	5.81	-13.60	19.06
การเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ	-49.53	1,423.81	-4,186.45	5,736.56

จากตารางที่ 1 ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ในวันแรก (ReturnP1) มีค่าเฉลี่ยประมาณ 19.94% โดยมีค่าสูงสุดของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ในวันแรกสูงสุดถึง 109.86% ค่าต่ำสุดอยู่ที่ -34.72% โดยมีหลักทรัพย์ IPO มีราคาเฉลี่ยอยู่ที่ประมาณ 9.19 บาท มีอายุบริษัทเฉลี่ยที่ประมาณ 13.17 ปี ในขณะที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ IPO ซื้อขายวันแรกค่าเฉลี่ยประมาณ 1,351.73 จุด

การทดสอบสมการรวม

ตารางที่ 2 ค่าสถิติทดสอบ Correlation

Variables	Initial Price	Offer Size	Age Years	SetP1	DBond	DMPI	DFDI
Initial Price	1						
Offer Size	-0.0122	1					
Age Years	0.0159	-0.2354	1				
SetP1	0.1543	0.1595	-0.1243	1			
DBond	-0.2635	-0.031	0.2216	-0.5075	1		
DMPI	0.021	-0.0711	0.117	-0.2801	0.0564	1	
DFDI	0.0066	0.1356	-0.1954	0.0871	-0.0989	-0.0664	1

ก่อนที่จะเริ่มประมาณค่าตามแบบจำลอง การศึกษาได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Correlation) ดังตารางที่ 2 ซึ่งผลการศึกษาไม่พบปัญหา Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระที่ใช้ในแบบจำลอง ซึ่งเห็นได้จากค่า Correlation คู่อันดับ 0.80

ตารางที่ 3 ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO โดยวิธี Ordinary Least Square

อัตราผลตอบแทนแรกของหลักทรัพย์ IPO	Coefficient	Standard Error	P>t
ราคาเสนอขายครั้งแรกของหลักทรัพย์ IPO	-0.9373	0.3894	0.018**
จำนวนหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขาย	-0.0805	0.0329	0.016**
อายุบริษัท	0.4714	0.2255	0.039**
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ IPO ซื้อขายวันแรก	0.0520	0.0138	0.000***
การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตร	77.6209	38.6275	0.047**
การเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ	-0.0271	0.5084	0.958
การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม	0.0015	0.0020	0.449
ค่าคงที่	-42.9596	18.8146	0.025**
F (7, 93)		4.63 (0.0002)	
R-squared		0.2584	

หมายเหตุ *** , ** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%, 5%, 10% ตามลำดับ

ข้อมูลจากตารางที่ 3 พบว่า ตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO ประกอบด้วยราคาเสนอขายครั้งแรกของหลักทรัพย์ IPO จำนวนหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขาย อายุบริษัทดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ IPO ซื้อขายวันแรก และการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตร อย่างไรก็ตาม หลังจากทดสอบปัญหา Heteroskedasticity หรือปัญหาความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนไม่คงที่ โดยทดสอบ White Test ภายใต้อสมมติฐาน

Ho: Homoskedasticity

Ha: Non-Homoskedasticity

ตารางที่ 4 ค่าสถิติทดสอบปัญหา Heteroskedasticity ของแบบจำลอง Ordinary Least Square

Source	chi2	df	prob
Heteroskedasticity	53.48	35	0.024
Skewness	19.07	7	0.008
Kurtosis	0.92	1	0.336
Total	73.48	43	0.003

ผลจากการทดสอบ White Test ปฏิเสธ Ho และยอมรับ Ha คือ แบบจำลองสมการถดถอยดังกล่าวมีปัญหา Heteroskedasticity จึงต้องการแก้ไขปัญหาดังกล่าวโดยใช้การประมาณค่าแบบกำลังสองน้อยที่สุดถ่วงน้ำหนัก (Weight Least Square) แทนวิธี Ordinary Least Square แบบปกติ โดยใช้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ IPO ซื้อขายวันแรก เป็นค่าในการถ่วงน้ำหนักเพื่อแก้ปัญหาดังกล่าวที่ไม่คงที่ในความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน โดยผลจากการประมาณค่าโดย Weight Least Square แสดงดังตารางที่ 5

ตารางที่ 5 ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO โดยวิธี Weight Least Square

อัตราผลตอบแทนวันแรกของ หลักทรัพย์ IPO	Coefficient	Standard Error	P>t
ราคาเสนอขายครั้งแรกของ หลักทรัพย์ IPO	-1.0153	0.397	0.012**
จำนวนหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขาย	-0.0737	0.032	0.025**
อายุบริษัท	0.5194	0.234	0.029**
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ IPO ซื้อขายวันแรก	0.0473	0.0201	0.021**
การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย พันธบัตร	78.0846	41.156	0.061
การเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรง จากต่างประเทศ	-0.2103	0.554	0.705
การเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิต อุตสาหกรรม	0.0013	0.002	0.524
ค่าคงที่	70.4811	15.905	0.000***
F(7, 93)		4.23	
		(0.0004)	
R-squared		0.2416	

หมายเหตุ ***, **, * หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%, 5%, 10% ตามลำดับ

จากตารางที่ 5 พบว่า ตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO ประกอบด้วยราคาเสนอขายครั้งแรกของหลักทรัพย์ IPO จำนวนหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขาย อายุบริษัท และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ IPO ซื้อขายวันแรก

ตารางที่ 6 ค่าสถิติทดสอบปัญหา Heteroskedasticity ของแบบจำลอง Weight Least Square

Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	47.07	35	0.0836
Skewness	16.27	7	0.0228
Kurtosis	2.71	1	0.0999
Total	66.04	43	0.0135

ผลของการทดสอบปัญหา Heteroskedasticity โดยการทดสอบ White Test แสดงดังตารางที่ 6 ผลจากการทดสอบ White Test ไม่สามารถปฏิเสธ H_0 ที่ระดับนัยสำคัญ 5% หรือสามารถกล่าวได้ว่าแบบจำลองดังกล่าวไม่มีปัญหา Heteroskedasticity จึงสามารถใช้แบบจำลอง Weight Least Square ในการศึกษาได้

ดังนั้น ปัจจัยที่มีอิทธิพลทางบวกต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO คือ อายุบริษัทและดัชนีตลาดหลักทรัพย์ เมื่ออายุบริษัทที่ออก IPO เพิ่มขึ้น 1 ปี จะส่งผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรกเพิ่มขึ้น 0.51% หากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในวัน IPO ซื้อขายวันแรกเพิ่มขึ้น 1 จุดจะส่งผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรกเพิ่มขึ้น 0.05% ในขณะที่ปัจจัยที่มีอิทธิพลทางลบต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO ประกอบด้วย ราคาเสนอขายครั้งแรกของหลักทรัพย์ IPO และ จำนวนหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขาย โดยเมื่อราคาเสนอขายครั้งแรกของหลักทรัพย์ IPO เพิ่มขึ้น 1 บาทจะส่งผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรกลดลง -1.02% หากจำนวนหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขายเพิ่มขึ้น 10 ล้านบาท จะส่งผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรกลดลง -0.07% นอกจากนี้ ในขณะที่ยกเว้นการเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (DBond) และการเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศนั้นไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรก โดยแบบจำลองสามารถอธิบายอิทธิพลต่อมีส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO

วันแรกเท่ากับ 24.16% จากผลการศึกษาสามารถสรุปคร่าว ๆ ได้ว่าปัจจัยภายในของบริษัท เช่น อายุของบริษัท ราคาเสนอขาย และจำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขาย เป็นปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ในวันแรก ในขณะที่ปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ในวันแรก มีเพียงดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ IPO ซื้อขายวันแรก

สรุปและการอภิปรายผล

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO วันแรกโดยใช้ข้อมูล IPO ทั้งหมด 102 หลักทรัพย์ระหว่างปี 2009-2016 โดยปัจจัยที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วย ราคาเสนอขายครั้งแรกของหลักทรัพย์ IPO จำนวนหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขาย อายุบริษัท ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ IPO ซื้อขายวันแรก การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตร การเปลี่ยนแปลงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ และการเปลี่ยนแปลงดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม การศึกษาใช้การประมาณการด้วย Weight Least Square เพื่อแก้ปัญหา Heteroskedasticity ที่เกิดจากแบบจำลอง Ordinary Least Square ทั้งนี้ ผลการศึกษพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO ในทิศทางเดียวกัน ประกอบด้วย อายุบริษัท และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ IPO ซื้อขายวันแรก ในขณะที่ปัจจัยที่มีอิทธิพลทางลบต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO ประกอบด้วย ราคาเสนอขายครั้งแรกของหลักทรัพย์ IPO และจำนวนหลักทรัพย์ IPO ที่เสนอขาย

ความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันของอายุบริษัทและผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO นี้สามารถอธิบายโดยเหตุผลที่ว่า บริษัทที่เพิ่งตั้งใหม่หรือมีอายุบริษัทนั้นจะมีความไม่แน่นอนในการบริหารจัดการมากกว่าบริษัทที่มีอายุมากกว่า โดยบริษัทที่ดำเนินการมานานมีความเสถียรภาพ และความสามารถในการดำเนินธุรกิจที่นานกว่า รวมถึงมีงบการเงินที่เผยแพร่ต่อสาธารณะที่ชัดเจน ดังนั้น นักลงทุนที่มีศักยภาพ เช่น นักลงทุน สถาบันและนักลงทุนรายใหญ่จะมีประเมินมูลค่าในอนาคตบริษัทจะยังคงสามารถทำกำไร และสามารถจ่ายเงินปันผลได้ ส่งผลให้ความ

ต้องการถือหลักทรัพย์มีมากกว่าความต้องการขายจึงส่งผลให้ผลตอบแทนวันแรก
ของหลักทรัพย์นั้นสูงขึ้น ทั้งนี้ ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับงานศึกษาในอดีต
[1, 3, 9-10]

สำหรับราคาเสนอขายครั้งแรกของหลักทรัพย์ IPO นั้นมีความสัมพันธ์
ทิศทางเดียวกับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษา
ของณัฐจิรา คณานุรักษ์ [11] และกัลยาณี ภาคอิต [12] จึงสามารถอธิบายได้ว่าในช่วงที่
ภาพรวมการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นที่น่าสนใจจะส่งผลให้หลักทรัพย์ที่มีการ
เสนอขายครั้งแรกมีราคาเพิ่มสูงขึ้น อันส่งผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น
ด้วยเช่นกัน

สำหรับปัจจัยที่ไม่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO
เช่น การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล ดัชนีการลงทุนโดยตรงจาก
ต่างประเทศ และดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมนั้น อาจจะสืบเนื่องจากสาเหตุที่ว่านักลงทุน
โดยมากสนใจแต่ปัจจัยภายในของบริษัท และปัจจัยจากตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทยในขณะนั้นเป็นหลัก ในขณะที่ปัจจัยภายนอก ยังไม่ได้ส่งผลการผล
การดำเนินงานของบริษัทหลักทรัพย์ IPO ในทันทีทันใด จึงยังไม่มีผลต่อราคาหรือ
ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO

เอกสารอ้างอิง

- [1] Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings.
Journal of Finance, 46(1), 3-27.
- [2] Finn, F. J., & Higham R. (1988). The performance of unseasoned new
equity issues-cum-stock exchange listings in Australia. *Journal
of Banking and Finance*, 12(3), 333-351.
- [3] Boudriga A., Slama S. B., & Boulila. N. (2009). What determines IPO
underpricing? Evidence from a frontier market. *MPRA Paper
No. 18069*.

- [4] Gunturkun M.H., Gurarda S., & Erdogan, H.H. (2012). Impact of macroeconomic factors on underpricing of initial public offerings before and after the recent global financial crisis evidence from Istanbul Stock Exchange. *Journal of Applied Finance and Banking*, 2(5), 261-273.
- [5] Bakara N.B., & 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), 262 – 274.
- [6] Jelic, R., Saadouni, B., & Briston, R. (2001). Performance of Malaysian IPOs: Underwriters reputation and management earnings forecasts. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9, 457-486.
- [7] Chutijiranart, S. (1997). *Economic factors affecting the stock exchange of Thailand*. Master's Thesis in Business Economics. Bangkok: Kasetsart University.
- [8] Worakaveenaiyaiwong C. (2002). *Economic factors influencing stock price index of banking sector in the Stock Exchange of Thailand*, Master's Thesis in Finance. Bangkok: Chulalongkorn University.
- [9] Hensler, D. A., Tutherford, R. C., & Springer T. M. (1997). The survival of initial public offerings in the aftermarket. *Journal of Financial Research*, 20, 93-110.
- [10] Bilson, C., Heanry, R., Powell J. G., & Shi J. (2003). The decision to voluntarily provide an IPO prospectus earnings forecast: Theoretical implication and empirical evidence. *Working paper*, Australian National University.

- [11] Khananurak, N. (2011). *Investment Bangkok, reputation and the underpricing of Initial Public Offerings: The Case of Thailand*. Independent Study for the Degree of Master of Science in Financial Management. Bangkok: Thammasart University.
- [12] Parkatt, K. (2016). The First Day Returns of Initial Public Offerings in the Thai stock market. *Veridian E-Journal, Silpakorn University*, 9(1), 1173-1189.