

ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์ไทย*

The First Day Returns of Initial Public Offerings in the Thai Stock Market

กัลยานี ภาคอิต (Gallayanee Parkatt)**

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาถึงปรากฏการณ์ของผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกหรือหุ้นไอพีโอที่มีค่าเป็นบวกในตลาดหลักทรัพย์ไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาช่วงเวลาของการซื้อขายหลักทรัพย์วันแรก วิเคราะห์ลักษณะของผลตอบแทนวันแรก และระบุปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอในตลาดหลักทรัพย์ไทย การวิจัยครั้งนี้ศึกษาจากประชากรคือ หุ้นไอพีโอทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ สำหรับระยะเวลาตั้งแต่ 1 มกราคม 2553 ถึง 31 ธันวาคม 2557 การวิจัยดำเนินการดังนี้ 1) เก็บรวบรวมข้อมูลและจัดทำความถี่ เพื่อพิจารณาช่วงเวลาการซื้อขายหลักทรัพย์วันแรกของหุ้นไอพีโอ 2) คำนวณอัตราผลตอบแทนวันแรก วันที่สาม และวันที่ห้า ของหุ้นไอพีโอเพื่อวิเคราะห์ลักษณะของผลตอบแทนวันแรก 3) ใช้สมการถดถอยเพื่อระบุปัจจัยที่สามารถอธิบายหุ้นไอพีโอ ผลการวิจัยพบว่า หุ้นไอพีโอส่วนใหญ่ซื้อขายวันแรกในเดือนพฤศจิกายน รองลงมาคือ เดือนธันวาคม ตุลาคม พฤษภาคม และเดือนกันยายน อัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยของหุ้นไอพีโอในตลาดหลักทรัพย์ไทยประมาณ 61.43% ซึ่งสูงกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันที่สามและวันที่ห้า โดยหุ้นไอพีโอปี 2557 มีอัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยสูงสุดคือ 80.18% ในขณะที่หุ้นไอพีโอปี 2553 มีอัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยต่ำสุดคือ 38.30% ขนาดของเงินลงทุนที่จัดหาและภาวะตลาดหลักทรัพย์เป็นปัจจัยสำคัญที่อธิบายระดับของผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ

คำสำคัญ: ผลตอบแทนวันแรก หลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ตลาดหลักทรัพย์ไทย

* วัตถุประสงค์เพื่อศึกษาช่วงเวลาของการซื้อขายหลักทรัพย์วันแรก วิเคราะห์ลักษณะของผลตอบแทนวันแรก และระบุปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอในตลาดหลักทรัพย์ไทย

** Ph.D., รองศาสตราจารย์ สาขาวิชาวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช จังหวัดนนทบุรี E-mail address: gallayan@gmail.com

Associate Professor in the School of Management Science, Sukhothai Thammathirat Open University, Nonthaburi Province.

Abstract

This research concentrates on the phenomenon of positive initial returns known as “underpricing” of initial public offerings (IPO shares / IPOs) in the Thai stock market. The objectives of this study are to study the period of first trading day, to analyse the character of first day returns, and to identify the factors explaining the initial returns of IPOs in the Thai stock market. This study focuses on the population, all IPOs in the SET and MAI listed from the period 1st January 2010 to 31st December 2014. The research is performed as follows: 1) collecting and arranging the data to consider the period of IPOs first trading day 2) calculating the IPOs first day returns, third day returns and fifth day returns to analyse their characters 3) using regression to identify the factors explaining the IPOs initial returns. The results reveal that first trading day of most IPOs is in November. The next is December, October, May and September respectively. The average initial returns of IPO shares is about 61.43%, higher than the third and the fifth days. By considering the average first day returns of IPO shares for each year, the year 2014 shows the highest, 80.18%, while the year 2010 shows the lowest, 38.30%. In addition, size and market condition play an important role in explaining the IPOs’ initial returns.

Keywords: First Day Returns, Initial Public Offerings, The Thai Stock Market

บทนำ

ในปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ มีบทบาทและความแข็งแกร่งเพิ่มมากขึ้นในการเป็นแหล่งระดมเงินทุนของภาคธุรกิจ ดังจะเห็นได้จากจำนวนหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ทั้งสองมีจำนวนมากกว่า 600 หลักทรัพย์ และในแต่ละปีที่ผ่านมามีธุรกิจจำนวนมากที่เลือกจัดหาเงินทุนโดยผ่านการออกจำหน่ายหุ้นสามัญให้แก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) ดังเช่นปี 2553 ถึงปี 2558 มีบริษัทจำนวนกว่า 100 บริษัท เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2558)

จากการจัดหาเงินทุนของธุรกิจโดยการออกหุ้นสามัญจำหน่ายให้แก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกหรือหุ้นไอพีโอ เพิ่มขึ้น สะท้อนให้เห็นว่าธุรกิจได้รับความสำเร็จจากการจัดหาเงินทุน และผู้ลงทุนได้รับประโยชน์หรือผลตอบแทนจากการจำหน่ายหุ้นไอพีโอของบริษัทจดทะเบียน ผลงานวิจัยหลายๆ ผลงาน เช่น Welch and Ritter (2002) พบว่า หุ้นไอพีโอ ที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา ระหว่าง ค.ศ. 1980 – 2001 จำนวน 6,249 หลักทรัพย์ มีผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยประมาณ 18.8% ในขณะที่หุ้นไอพีโอ ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศจีน อินเดีย และเกาหลี ในช่วงระหว่างปี 2005 ถึง 2012 มีผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยประมาณ 51.03% 21.44% และ 36.11% ตามลำดับ (Lizinska and Czapiewski, 2015)

การศึกษาผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ หรือ Underpricing ซึ่งเป็นปรากฏการณ์ที่ราคาตลาดที่ซื้อขายหุ้นไอพีโอ วันแรกในตลาดรองสูงกว่าราคาจองซื้อ (Offering Price) ได้รับความนิยมน้อยกว่าหลายจากนักวิจัย

และนักวิชาการเงินหลายท่าน เช่น Ritter (1991) และ Loughran (1993) ศึกษาผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา ในขณะที่ Dimovski and Brooks (2004) ศึกษาในประเทศออสเตรเลีย Keasey and Short (1992) ประเทศอังกฤษ Kunz and Aggarwal (1994) ประเทศสวิตเซอร์แลนด์ Cheng et. al. (2006) ประเทศฮ่องกง และ Jelic et. al., (2001) ประเทศมาเลเซีย โดยผลงานวิจัยที่นำเสนอเหล่านั้นส่วนใหญ่จะสอดคล้องกันคือ หุ้นไอพีโอ มีลักษณะเป็น Underpricing (Mc Donald and Fisher, 1972; Ibbotson, 1975, Ritter, 1991, Aggarwal et. al., 1993, Tinic, 1988 และ Loughran et. al., 1994)

สำหรับระดับของ Underpricing นั้น จะมีความแตกต่างกันในแต่ละลักษณะของตลาดหลักทรัพย์ ระดับของ Underpricing อยู่ระหว่าง 6% - 20% ในตลาดหลักทรัพย์ที่พัฒนาแล้ว (Developed Markets) (Buckland et. al., 1981 Ibbotson et. al., 1994 และ Levis 1990) และอยู่ระหว่าง 100% - 500% ในตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่ (Emerging Markets) (Su and Fleisher, 1999, Mc Guinness, 1992 and Dawson, 1987) ประเทศที่ระดับของ Underpricing อยู่ในช่วงระดับต่ำมีแนวโน้มเป็นประเทศที่บริษัทส่วนใหญ่นำหุ้นออกเสนอขายต่อประชาชน และค่อนข้างเป็นบริษัทขนาดใหญ่ มีประวัติและผลการดำเนินงานที่ยาวนาน (Loughran et. al., 1994) ในทางตรงกันข้ามประเทศที่มีระดับของ Underpricing สูง มักจะเป็นประเทศที่ตลาดหลักทรัพย์มีลักษณะเป็น Emerging และ Developing Markets เช่น ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีน จากหลักฐานพบว่า ระดับของ Underpricing โดยเฉลี่ยประมาณ 948.6% (Su and Fleisher, 1999) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประมาณ 56.73% (Wethyavivorn and Koo-Smith, 1991)

จากผลงานวิจัยที่สอดคล้องกัน นักวิจัยเหล่านั้นได้พยายามให้คำอธิบายที่เป็นไปได้สำหรับปรากฏการณ์ของ Underpricing ที่ผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ มีค่าเป็นบวก โดย Rock (1986) มองว่าอาจเป็นไปได้สำหรับทฤษฎี Asymmetric Information ที่ผู้ลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่ากัน จึงเป็นผลให้เกิด Underpricing ในตลาดหุ้นไอพีโอ Chemmanur (1993) และ Sherman (1992) สนับสนุนแนวคิดของ Rock (1986) พร้อมเสริมว่า Underpricing เป็นเครื่องมืออย่างหนึ่งที่จะกระตุ้นให้ผู้ลงทุนทั้งหลายได้แบ่งปันและเปิดเผยข้อมูลที่ไม่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชน นอกจากแนวคิดของทฤษฎีข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่ากันแล้ว คำอธิบายที่เป็นไปได้สำหรับ Underpricing คือ ทฤษฎี Social Comparison ซึ่ง Chih - Hsiang (2010) ได้ศึกษาถึงการกำหนดราคาและผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ โดยอิงจากทฤษฎีดังกล่าว เขามองว่า ถ้าผู้ออกหุ้นไอพีโอ และบริษัทผู้จัดจำหน่ายไม่แน่ใจเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทผู้ออกหุ้นไอพีโอแล้ว เขาจะศึกษาโดยเปรียบเทียบกับข้อมูลของบริษัทอื่นที่คล้ายคลึงกัน และได้ดำเนินการออกจำหน่ายหุ้นไอพีโอไปก่อนหน้านี้แล้ว Chih - Hsiang พบว่า การกำหนดราคาของหุ้นไอพีโอ มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ ยังมีแนวคิดหรือทฤษฎีอื่นอีกหลายแนวคิด ที่นักวิจัยพยายามนำมาอธิบายปรากฏการณ์ Underpricing ในตลาดหลักทรัพย์ เช่น Signaling Approach, Cyclical Behavior of Markets, Institutional Explanation, Adverse Selection และ Principal - Agent of IPOs เป็นต้น

งานวิจัยเกี่ยวกับผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ ได้ขยายมุมมองถึงการศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลหรือมีอิทธิพลต่อ Underpricing ตัวแปรหรือปัจจัยที่นักวิจัยหลายๆ ท่านได้นำมาศึกษาว่าเป็นปัจจัยที่สามารถส่งผลต่อผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอมีหลายปัจจัย เช่น ขนาดของจำนวนเงินทุนที่ต้องการ สัดส่วนการเป็นเจ้าของสัดส่วนของการจัดสรรหุ้นไอพีโอ อายุของกิจการ ชื่อเสียงของบริษัทผู้จัดจำหน่าย ภาวะตลาดหลักทรัพย์ สินทรัพย์

สุทธิของบริษัท และชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี เป็นต้น (Lizinska and Czapiewski, 2015, Mulhotra and Nair, 2015, Boonchuaymetta, 2011, Angsutrarux. 2010 และ Chiraphadhanakul and Kennedy, 2005)

สำหรับประเทศไทย งานวิจัยหลายๆ งานได้รายงานว่ามีปรากฏการณ์ของ Underpricing ในตลาดหลักทรัพย์ไทย โดยระดับของ Underpricing มีความแตกต่างกัน Wethyavivorn and Koo-Smith (1991) พบว่าระดับของ Underpricing ประมาณ 56.73% ระหว่างปี 1988 ถึง 1989 ในขณะที่ Allen et. al., (1999) รายงานว่าอยู่ในระดับ 63.49% ระหว่างปี 1985 ถึงปี 1992 Lonkani (2000) ประมาณ 46.7% จากปี 1987 ถึง 1997 Vithessonthi (2008) ประมาณ 19.97% ระหว่างปี 2000 ถึงปี 2005 และ Angsutrarux (2010) ประมาณ 19.45% ระหว่างปี 2003 ถึงปี 2010 นอกจากนี้งานวิจัยเหล่านี้ยังได้พบว่า สัดส่วนการถือครองหลักทรัพย์ของผู้ถือหุ้นเดิม สัดส่วนการกระจายหลักทรัพย์ต่อนักลงทุนสถาบัน และความสนใจในหลักทรัพย์ (Boonchuaymetta, 2011) รวมถึงชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี ขนาดของสินทรัพย์ของกิจการ ผลการดำเนินงานของบริษัทก่อนออกหุ้นไอพีโอ และภาวะตลาด (Angsutrarux, 2010) เป็นปัจจัยสำคัญที่สามารถอธิบายผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ

แม้ว่างานวิจัยเกี่ยวกับผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอในตลาดหลักทรัพย์ไทยจะเพิ่มขึ้น แต่ก็ยังไม่เพียงพอสำหรับมุมมองต่างๆ ของหุ้นไอพีโอ โดยเฉพาะมุมมองที่ศึกษาทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ และศึกษาในภาวะวิกฤติ ดังนั้นการวิจัยครั้งนี้จึงเป็นการเพิ่มผลงานและหลักฐานเกี่ยวกับหุ้นไอพีโอ ในตลาดหลักทรัพย์ไทยในมุมมองของช่วงเวลาในการออกจำหน่ายหุ้นไอพีโอ ผลตอบแทนวันแรก และปัจจัยที่อธิบายผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ การนำเสนอบทความวิจัยต่อจากนี้ประกอบด้วย วิธีการวิจัย ผลการวิจัย การอภิปรายผล และข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัย

วิธีการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ศึกษาจากประชากรคือ หุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ที่ออกจำหน่ายให้แก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกหรือหุ้นไอพีโอ ทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ จำนวน 101 หลักทรัพย์ สำหรับระยะเวลาตั้งแต่ 1 มกราคม 2553 ถึง 31 ธันวาคม 2557 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ประเทศไทยอยู่ในภาวะวิกฤติหลายด้าน ตลาดหลักทรัพย์จึงอยู่ในภาวะที่ได้รับผลกระทบทั้งจากปัจจัยการเมือง ภาวะเศรษฐกิจ ภัยธรรมชาติ และการต่างประเทศ¹ ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิที่ปรากฏในเอกสารและฐานข้อมูล ซึ่งได้รวบรวมจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (จาก SET SMART) และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) การวิจัยดำเนินการดังนี้

1. เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิที่เป็นสาระสำคัญของหุ้นไอพีโอ ซึ่งประกอบด้วยวันแรกที่ซื้อขายหุ้นไอพีโอ จำนวนหุ้นที่บริษัทจดทะเบียนออกจำหน่ายเป็นครั้งแรก ราคาจองซื้อหุ้นไอพีโอ ราคาปิดของหุ้นไอพีโอในวันแรก วันที่สาม และวันที่ห้า ของการซื้อขาย อายุของบริษัทจดทะเบียนตั้งแต่เริ่มดำเนินงานจนถึงวันซื้อขายวันแรก และดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสำหรับระยะเวลาที่ทำการวิจัย

¹ แม้ช่วงเวลาที่ทำการวิจัยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับผลกระทบจากปัจจัยการเมือง แต่ก็ไม่มีผลทำให้ตลาดหลักทรัพย์หยุดทำการซื้อขาย การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ยังคงดำเนินธุรกรรมตามปกติ ผู้ลงทุนยังคงลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

2. จัดแยกข้อมูลเพื่อศึกษาช่วงเวลาของการซื้อขายหุ้นไอพีโอ ในวันแรก ช่วงเวลาของการซื้อขายหุ้นไอพีโอ แต่ละหุ้นในวันแรก แสดงได้ดังตารางที่ 1

3. คำนวณอัตราผลตอบแทนวันแรก วันที่สาม และวันที่ห้า ของหุ้นไอพีโอ ซึ่งแสดงการคำนวณได้ดังนี้

โดย

$$IR_i = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \times 100 \quad (1)$$

เมื่อ IR_i = ผลตอบแทนตลาดวันแรกของหุ้นไอพีโอ

P_1 = ราคาปิดวันแรกของหุ้นไอพีโอ

P_0 = ราคาจองซื้อหุ้นไอพีโอ

ผลตอบแทนของหุ้นไอพีโอ ในวันที่สาม และวันที่ห้า คำนวณเช่นเดียวกับผลตอบแทนวันแรก โดยเปลี่ยนราคาปิดวันแรกของหุ้นไอพีโอ (P_1) เป็นราคาปิดวันที่สาม (P_3) ราคาปิดวันที่ห้า (P_5) แทนสำหรับ P_0 จัดให้เป็นราคาปิดของวันก่อนวันที่สามและวันที่ห้า 1 วัน

4. คำนวณอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสำหรับผลตอบแทนวันแรก วันที่สาม และวันที่ห้า โดยคำนวณแยกเป็นรายปีตั้งแต่ปี 2553 ถึงปี 2557 แสดงรายละเอียดได้ดังตารางที่ 2 และ 3

5. ใช้สมการถดถอยภาคตัดขวาง (Cross – sectional Regression) เพื่อระบุปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ โดยปัจจัยหรือตัวแปรที่นำมาใช้เป็นตัวแปรอิสระในการวิจัยครั้งนี้ เป็นตัวแปรอิสระที่งานวิจัยหลายงานใช้ และพบว่าสามารถอธิบายผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอในตลาดหลักทรัพย์ได้ เช่น งานวิจัยของ Abdullah and Mohd (2004) และ Mulhotra and Nair (2015) ซึ่งประกอบด้วย อายุของกิจการ จำนวนเงินทุนที่ได้รับจากการจำหน่ายหุ้นไอพีโอ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และตัวแปรหุ่นซึ่งแสดงค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนวันแรกในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ แสดงสมการได้ดังนี้

$$IR_i = \beta_0 + \beta_1 AGE_i + \beta_2 SIZ_i + \beta_3 MKT_i + \beta_4 D_i + e_i \quad (2)$$

เมื่อ IR_i = ผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ

AGE_i = อายุของกิจการผู้ออกหุ้นไอพีโอ ตั้งแต่วันดำเนินการจนถึงวันที่หุ้นไอพีโอเข้าซื้อขายวันแรก

SIZ_i = Log ของจำนวนเงินทุนที่ได้รับจากการออกจำหน่ายหุ้นไอพีโอ (จำนวนหุ้นไอพีโอ ที่ออกจำหน่าย x ราคาจองซื้อหุ้นไอพีโอ) ซึ่งหมายถึง ขนาดของเงินทุนที่บริษัทผู้ออกหุ้นไอพีโอได้รับจากการออกจำหน่ายหุ้นไอพีโอ

MKT_i = % การเปลี่ยนแปลงดัชนีตลาดหลักทรัพย์ระหว่างวันแรกของการซื้อขายของหุ้นไอพีโอแต่ละหุ้นกับดัชนีก่อนวันซื้อขายวันแรก 20 วัน ซึ่งถือเป็นปัจจัยแสดงภาวะตลาดหลักทรัพย์

D_i = ตัวแปรหุ่นมีค่าเท่ากับ 0 กรณีหุ้นไอพีโอที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีค่าเท่ากับ 1 กรณีหุ้นไอพีโอที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ

e_i = ค่าความคลาดเคลื่อน

ผลของสมการถดถอยแสดงได้ดังตารางที่ 4

ผลการวิจัย

การอธิบายผลการวิจัยแบ่งออกเป็น 3 ส่วน คือ 1) ผลการศึกษาช่วงเวลาการซื้อขายหุ้นไอพีโอ วันแรก 2) ผลการคำนวณอัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยของหุ้นไอพีโอ และ 3) ผลของสมการถดถอย อธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

1. ผลการศึกษาช่วงเวลาการซื้อขายหุ้นไอพีโอวันแรก ช่วงเวลาการซื้อขายวันแรกของหุ้นไอพีโอ แต่ละหุ้น แสดงได้ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1: ช่วงเวลาที่หุ้นไอพีโอ แต่ละหุ้นทำการซื้อขายวันแรก : พ.ศ. 2553 – 2557

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)									
2553		2554		2555		2556		2557	
หลักทรัพย์ ไอพีโอ	วันที่ซื้อ ขาย วันแรก	หลักทรัพย์ ไอพีโอ	วันที่ซื้อ ขาย วันแรก	หลักทรัพย์ ไอพีโอ	วันที่ซื้อ ขาย วันแรก	หลักทรัพย์ ไอพีโอ	วันที่ซื้อ ขาย วันแรก	หลักทรัพย์ ไอพีโอ	วันที่ซื้อ ขาย วันแรก
IVL	5 ก.พ. 53	LHBAN K	10 พ.ค. 54	VIH	9 พ.ค. 55	PPP	14 ก.พ. 56	AJD	27 ก.พ. 57
IFS	10 ส.ค. 53	KBS	2 พ.ค. 54	AAV	31 พ.ค. 55	CHG	16 พ.ค. 56	PCSGH	14 มี.ค. 57
GUNK UL	19 ต.ค. 53	APCS	29 ก.ย. 54	SRICH A	2 ก.ค. 55	PTG	30 พ.ค. 56	SUTH A	3 เม.ย. 57
SYMC	26 พ.ย. 53			VGI	11 ต.ค. 55	MONO	6 มิ.ย. 56	ICHI	21 เม.ย. 57
				WHA	8 พ.ย. 55	NOK	20 มิ.ย. 56	KTIS	28 เม.ย. 57
				JMT	27 พ.ย. 55	MC	4 ก.ค. 56	SAWA D	8 พ.ค. 57
				ANAN	7 ธ.ค. 55	CKP	18 ก.ค. 56	TAE	5 มิ.ย. 57

				BEAUT Y	12 ธ.ค. 55	PACE	7 ส.ค. 56	TSR	19 มิ.ย. 57
						M	15 ส.ค. 56	SAPPE	25 มิ.ย. 57
						CSS	3 ก.ย. 56	RICHY	7 ส.ค. 57
						THREL	9 ต.ค. 56	BA	3 พ.ย. 57
						MEGA	19 พ.ย. 56	BRR	6 พ.ย. 57
						NYT	25 พ.ย. 56	CBG	21 พ.ย. 57
						BJCHI	28 พ.ย. 56	VPO	24 พ.ย. 57
								MTLS	26 พ.ย. 57
								EPG	24 ธ.ค. 57
ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)									
2553		2554		2555		2556		2557	
หลักทรัพย์ ไอพีโอ	วันที่ซื้อ ขาย วันแรก	หลักทรัพย์ ไอพีโอ	วันที่ซื้อ ขาย วันแรก	หลักทรัพย์ ไอพีโอ	วันที่ซื้อ ขาย วันแรก	หลักทรัพย์ ไอพีโอ	วันที่ซื้อ ขาย วันแรก	หลักทรัพย์ ไอพีโอ	วันที่ซื้อ ขาย วันแรก
TMI	14 พ.ค. 53	VTE	9 มี.ค. 54	PJW	28 ก.พ. 55	EA	30 ม.ค. 56	AIE	6 ม.ค. 57
UAC	11 ต.ค. 53	GIFT	3 มิ.ย. 54	UWC	12 ก.ค. 55	AKP	7 ก.พ. 56	LIT	25 มี.ค. 57
NINE	17 พ.ย. 53	COLOR	14 มิ.ย. 54	TVD	23 ส.ค. 55	UREKA	3 มี.ค. 56	OTO	15 พ.ค. 57
ARIP	2 ธ.ค. 53	QTC	28 ก.ค. 54	HOTP OT	18 ก.ย. 55	ECF	26 มี.ค. 56	PCA	23 มิ.ย. 57
PHOL	9 ธ.ค. 53	APCO	4 พ.ย. 54	FPI	20 ก.ย. 55	SANKO	9 พ.ค. 56	AIRA	7 ก.ค. 57

		HYDRO	15 ธ.ค. 54	PPS	26 ก.ย. 55	CHO	13 พ.ค. 56	PDG	29 ก.ค. 57
		CHOW	21 ธ.ค. 54	TMC	26 ต.ค. 55	AUCT	9 ส.ค. 56	TAKU NI	19 ส.ค. 57
				TMILL	23 พ.ย. 55	SEAOIL	5 ก.ย. 56	XO	25 ส.ค. 57
				DNA	21 ธ.ค. 55	BKD	25 ก.ย. 56	LDC	2 ก.ย. 57
				ARRO W	25 ธ.ค. 55	WINNE R	3 ต.ค. 56	CCN	11 ก.ย. 57
						FVC	29 ต.ค. 56	RWI	18 ก.ย. 57
						GCAP	17 ธ.ค. 56	SMAR T	2 ต.ค. 57
						SPVI	19 ธ.ค. 56	FSMAR T	14 ต.ค. 57
						OCEAN	23 ธ.ค. 56	TSE	30 ต.ค. 57
								SPA	31 ต.ค. 57
								NCL	11 พ.ย. 57
								FIRE	13 พ.ย. 57
								JSP	19 พ.ย. 57
								PSTC	19 ธ.ค. 57
								KCM	23 ธ.ค. 57

แสดงจำนวนวันที่ซื้อขายหลักทรัพย์ ไอพีโอ วันแรกเป็นรายเดือน..พ.ศ. 2553 – 2557												
เดือน	ม.ค.	ก.พ.	มี.ค.	เม.ย.	พ.ค.	มิ.ย.	ก.ค.	ส.ค.	ก.ย.	ต.ค.	พ.ย.	ธ.ค.
จำนวนหลักทรัพย์ ไอพีโอ	2	5	5	3	11	8	7	8	10	11	17	14

ตารางที่ 1 รายงานว่าระหว่างปี 2553 – 2557 หุ้นไอพีโอทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ ตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ จำนวน 101 หุ้น หรือบริษัททำการซื้อขายวันแรกในเดือนพฤศจิกายนมากที่สุดจำนวน 17 บริษัท รองลงมาคือ เดือนธันวาคม จำนวน 14 บริษัท เดือนตุลาคมและเดือนพฤษภาคมเดือนละ 11 บริษัท เดือน กันยายน 10 บริษัท ส่วนเดือนที่เหลืออีก 7 เดือน การซื้อขายวันแรกของหุ้นไอพีโอ ค่อนข้างกระจายเวลาการซื้อขาย กล่าวคือ หุ้นไอพีโอ ทำการซื้อขายวันแรกในเดือนมิถุนายนและเดือนสิงหาคม เดือนละ 8 บริษัท เดือน กรกฎาคม 7 บริษัท เดือนกุมภาพันธ์และเดือนมีนาคม เดือนละ 5 บริษัท เดือนเมษายนจำนวน 2 บริษัท และเดือน ที่ทำการซื้อขายวันแรกน้อยที่สุดคือ เดือนมกราคมจำนวน 2 บริษัท ⁽¹⁾

2. ผลการคำนวณอัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยของหุ้นไอพีโอ อัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยของ หุ้นไอพีโอ ในตลาดหลักทรัพย์ไทย แสดงได้ดังตารางที่ 2 และอัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยของหุ้นไอพีโอ ทั้งใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ แสดงได้ตารางที่ 3

ตารางที่ 2: อัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยของหุ้นไอพีโอในตลาดหลักทรัพย์ไทย : พ.ศ. 2553 – 2557

ปี	จำนวนหุ้นไอพีโอ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย (%)					
		วันแรก	SD	วันที่สาม	SD	วันที่ห้า	SD
2553	9	38.30	45.00	5.93	14.58	0.28	11.42
2554	10	66.59	74.37	1.70	8.20	-3.27	7.36
2555	18	47.00	87.32	-1.17	7.62	-1.40	4.18
2556	28	52.20	62.71	-3.45	9.81	-0.87	5.58
2557	36	80.18	75.46	-4.23	17.51	-0.26	5.00
รวม	101	เฉลี่ย = 61.43	เฉลี่ย = 72.45	เฉลี่ย = - 1.98	เฉลี่ย = 13.26	เฉลี่ย = - 0.88	เฉลี่ย = 6.03

ตารางที่ 3: อัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยของหุ้นไอพีโอในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) : พ.ศ. 2553 – 2557

ปี	ตลาด	จำนวนหุ้นไอพีโอ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย (%)					
			วันแรก	SD	วันที่สาม	SD	วันที่ห้า	SD
2553	SET	4	27.60	25.22	-5.20	4.70	0.94	8.62
	MAI	5	46.86	58.02	14.84	13.62	-0.24	14.30
2554	SET	3	8.80	16.77	-1.61	11.49	0.20	5.55
	MAI	7	91.35	76.27	3.11	7.01	-4.76	7.91
2555	SET	8	51.70	92.05	1.07	6.45	-3.00	3.95
	MAI	10	43.23	88.19	-2.97	8.32	-0.11	4.08
2556	SET	14	18.58	40.87	-2.46	6.35	0.20	3.77
	MAI	14	85.81	63.75	-4.44	12.56	-1.95	6.92
2557	SET	16	38.34	58.92	-6.37	23.34	-0.58	3.00
	MAI	20	113.65	71.37	-2.52	11.31	0.00	6.23

⁽¹⁾ การวิจัยครั้งนี้ได้จัดทำรายละเอียดเพื่อแสดงความถี่ของเดือนแต่ละเดือนตั้งแต่เดือนมกราคมถึงธันวาคมที่หุ้นไอพีโอ แต่ละหุ้นมีการซื้อขายวันแรก แต่มีได้นำเสนอในบทความ การนำเสนอเพียงระบุวันเดือนปีที่หุ้นแต่ละหุ้นมีการซื้อขายวันแรก

จากตารางที่ 2 แสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่าในปี 2557 ธุรกิจนำหุ้นเข้าจดทะเบียนและเสนอขายในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อระดมเงินทุนเป็นจำนวนมากที่สุดคือ 36 บริษัท เมื่อเปรียบเทียบกับปีอื่นๆ ที่ทำการศึกษารองลงมาคือ ปี 2556 จำนวน 28 บริษัท และจำนวน 18 บริษัท 10 บริษัท ในปี 2555 และ 2554 ตามลำดับ ส่วนปี 2553 เป็นช่วงเวลาที่ธุรกิจนำหุ้นเข้าจดทะเบียนและเสนอขายในตลาดหลักทรัพย์จำนวนน้อยที่สุดคือ 9 บริษัท เมื่อพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยของหุ้นไอพีโอ หรือหุ้นที่เสนอขายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ตารางที่ 2 ให้ข้อมูลว่าอัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยของหุ้นไอพีโอ ในตลาดหลักทรัพย์ไทยมีค่าประมาณ 61.43% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) 72.45% ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาระหว่างปี 2553 ถึงปี 2557 ซึ่งสูงกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในวันที่สามและวันที่ห้าคือ -1.98% และ -0.88% ตามลำดับ หากวิเคราะห์ผลตอบแทนเป็นรายปีแล้วจะพบว่า อัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยของหุ้นไอพีโอ ในปี 2557 มีค่าสูงที่สุดคือ 80.18% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 75.46% รองลงมาคือ 66.59% 52.20% และ 47.70% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 74.37% 62.71% และ 87.32% ในปี 2554 2556 และ 2555 ตามลำดับ สำหรับปี 2553 เป็นปีที่อัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยต่ำที่สุด

คือ 38.30% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 45.00% อย่างไรก็ตาม เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันที่สามและวันที่ห้าของการซื้อขายแล้ว อัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยของทุกปีมีอัตราสูงกว่า

ตารางที่ 3 รายงานข้อมูลอัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยของหุ้นไอพีโอ ในแต่ละตลาดหลักทรัพย์ ทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) เมื่อพิจารณาภาพรวมเป็นรายปี จะเห็นว่า อัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยของหุ้นไอพีโอ ในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ สูงกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกปี จากปี 2553 ถึง 2557 ยกเว้นปี 2555 โดยปี 2557 เป็นปีที่อัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยสูงสุดคือ 113.65% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 71.37% รองลงมาคือ ปี 2554 2556 2553 ด้วยอัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ย 91.35% S.D. 76.27% 85.81% S.D. 63.75 และ 46.86% S.D. 58.02% ตามลำดับ ปี 2555 เป็นปีที่มีอัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยต่ำที่สุดคือ 43.23% S.D. 88.19% ในทางตรงกันข้าม ปี 2555 เป็นปีที่มีอัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยสูงสุดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยคือ 51.70% S.D. 92.05% รองลงมาคือ ปี 2557 2553 และ 2556 ด้วยอัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ย 38.34% S.D. 58.92% 27.60% S.D. 25.22% และ 18.58% S.D. 40.87% ตามลำดับ ปี 2554 เป็นปีที่มีอัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยต่ำที่สุดคือ 8.80% S.D. 16.77% อย่างไรก็ตาม เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันที่สาม และวันที่ห้าของการซื้อขาย อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของทุกปีทั้งในตลาด SET และ MAI มีอัตราสูงกว่า

กล่าวโดยสรุปจากตารางที่ 2 และ 3 อัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยของหุ้นไอพีโอ ในตลาดหลักทรัพย์ไทยประมาณ 61.43% ในช่วงที่ทำการวิจัยระหว่างปี 2553 ถึงปี 2557 โดยในแต่ละปี ซึ่งปี 2557 เป็นปีที่มีอัตราผลตอบแทนสูงสุด (80.18%) ในขณะที่ปี 2553 มีอัตราผลตอบแทนต่ำที่สุด (38.30%) และเมื่อพิจารณาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในวันที่สามและวันที่ห้าของการซื้อขายแล้ว อัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยมีอัตราสูงกว่าประมาณ 60% ทั้งนี้ เนื่องจากอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยวันที่สาม และวันที่ห้ามีค่าติดลบ โดยอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยวันที่สาม และวันที่ห้าราว -1.98% และ -0.88% ตามลำดับ

3. ผลของสมการถดถอย ผลของสมการถดถอยซึ่งแสดงตัวแปรหรือปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ แสดงในลักษณะสมการได้ดังนี้

$$IR_i = 2.83 - 0.04 AGE_i - 0.26 SIZ_i + 2.52 MKT_i - 0.05 D_i + e_i$$

$$(5.1686) \quad (-0.4490) \quad (-5.2709) \quad (2.0305) \quad (-0.3332)$$

โดย

$$R^2 = 0.3587 \quad F\text{-stat} = 13.4227 \quad \text{Durbin-Watson stat} = 1.5810$$

$$(\quad) = \text{ค่าสถิติที (T-Stat)}$$

ผลจากสมการถดถอยให้ข้อมูลว่าขนาดของจำนวนเงินหุ้นที่ได้รับจากการออกจำหน่ายหุ้นไอพีโอ (SIZ) และภาวะตลาดในช่วงเวลาก่อนการซื้อขายวันแรกจนถึงวันซื้อขายวันแรก (MKT) เป็นปัจจัยสำคัญที่สามารถอธิบายผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ ในระหว่างปี 2553 ถึงปี 2557 โดยกิจการที่ระดมเงินทุนหรือจัดหาเงินทุนจำนวนไม่มากนักจะมีอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโออยู่ในระดับสูง และยิ่งไปกว่านั้นการซื้อขายหุ้นไอพีโอวันแรกยังคำนึงถึงภาวะตลาดหลักทรัพย์ โดยกิจการผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์จะกำหนดวันซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรกในช่วงที่ตลาดมีการซื้อขายอย่างคึกคัก สภาพคล่องของการซื้อขายสูง

อภิปรายผลการวิจัย

ผลการวิจัยครั้งนี้สอดคล้องกับงานวิจัยเกี่ยวกับหุ้นไอพีโอ หลายๆ งานที่ผ่านมา เช่น Lizinska and Czapiewski (2015) ได้สรุปว่า ช่วงเวลาของการซื้อขายหุ้นไอพีโอ วันแรกมีความสำคัญต่ออัตราผลตอบแทนวันแรก นอกจากนั้นงานวิจัยหลายๆ งานดังกล่าว ยังยืนยันว่าผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ มีค่าเป็นบวก เช่น Loughran (1993) และ Ibbotson et. al., (1994) รายงานผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ มีค่าเป็นบวกในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา ในขณะที่ Keasey and Short (1992) ได้ค้นพบในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอังกฤษ Lee et. al., (1995) ได้ยืนยันในประเทศออสเตรเลีย Huang (1997) ในประเทศโปแลนด์ Kunz and Aggarwal (1994) ในประเทศสวิตเซอร์แลนด์ Lee et. al., (1994) ในประเทศเกาหลี Young (1996) ในประเทศมาเลเซีย Lee et. al., (1996) ในประเทศสิงคโปร์ และ Aggarwal et. al., (2000) ในประเทศฮ่องกง

นอกจากการยืนยันผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอเป็นบวกแล้ว การวิจัยครั้งนี้ยังแสดงให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ สูงกว่าอัตราผลตอบแทนของวันซื้อขายในช่วงสัปดาห์แรก และมีอัตราค่อนข้างสูงในตลาดหลักทรัพย์ที่มีลักษณะเป็น Emerging หรือ Developing Market ดังเช่นตลาดหลักทรัพย์ไทยซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Mc Donald and Fisher (1972) และ Su and Fleisher (1999) ส่วนปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ งานวิจัยครั้งนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Abdullah and Mohd (2004) Malhotra and Nair (2015) และ Lizinska and Czapiewski (2015) ที่กล่าวว่าขนาดของเงินทุนที่จัดหาและภาวะตลาดหลักทรัพย์ส่งผลต่อผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ

สำหรับประเทศไทย จากหลักฐานการศึกษาหุ้นไอพีโอ ในตลาดหลักทรัพย์ไทยพบว่า ผลการวิจัยครั้งนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Wethyavivorn and Koo-Smith (1991) Lonkani (2000) และ Angsutrarux (2010) ที่รายงานว่าอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอมีค่าเป็นบวก และภาวะตลาดเป็นปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ (Vithessonthi, 2008)

จากผลการวิจัยที่พบว่า กิจการหรือบริษัทผู้ออกหุ้นไอพีโอ ส่วนใหญ่ทำการซื้อขายหุ้นวันแรกในเดือน พฤศจิกายน ธันวาคม และตุลาคม หรือราวไตรมาสที่ 4 ของปี อาจเป็นไปได้ว่าไตรมาส 4 ของปีปฏิทินคือ ไตรมาสที่ 1 ของรอบระยะเวลางบประมาณของราชการ ดังนั้น ธุรกิจหรือกิจการต่างมีความชัดเจนในนโยบายของรัฐไม่ว่าจะเป็นนโยบายการเงิน นโยบายการคลัง หรือทิศทางการดำเนินงานของรัฐ ประกอบกับนักวิชาการหรือสถาบันต่างๆ ให้ข้อมูลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจ การต่างประเทศ และทิศทางแนวโน้มของสถานการณ์ในปีถัดไป ซึ่งถ้าไม่มีเหตุการณ์หรือสถานการณ์ที่รุนแรงส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศไทย และเศรษฐกิจโลกแล้ว การคาดการณ์ทิศทาง และแนวโน้มของภาวะเศรษฐกิจและการต่างประเทศจะเป็นภาพบวก ดัชนีและตัวชี้วัดต่างๆ จะแสดงการเจริญเติบโตของประเทศไทย ดังนั้น โครงการลงทุนต่างๆ ของธุรกิจจะประสบความสำเร็จในอนาคต เป็นผลให้ผู้ลงทุนสนใจลงทุนในหุ้นไอพีโอที่ต่างมีอนาคตสดใส ผลที่ตามมาคือ ตลาดหลักทรัพย์มีสภาพคล่องสูง มีการซื้อขายและหุ้นไอพีโอสามารถซื้อขายในราคาที่สูงกว่าราคาจอง จึงเป็นไปได้ที่ธุรกิจผู้ออกหุ้นไอพีโอ ส่วนใหญ่เลือกที่จะทำการซื้อขายวันแรกในไตรมาสที่ 4 ของปีปฏิทิน นอกจากนั้นอาจเป็นไปได้ว่าผลประโยชน์ของบริษัทผู้ออกหุ้นไอพีโอ หรือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ในไตรมาสที่ 4 แสดงผลการดำเนินงานในทิศทางบวก โดยเฉพาะความสามารถในการทำกำไร

ส่วนผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ ที่มีค่าเป็นบวกหรือราคาตลาดสูงกว่าราคาจองซื้อนั้น อาจเป็นไปได้กับคำอธิบายหลายมุมมอง โดยมุมมองที่สำคัญคือ ความผิดปกติหรือความไม่มีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารไม่เท่ากันเป็นผลให้ผู้ลงทุนบางรายหรือบางกลุ่มสามารถทำกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ หรือบางครั้งอาจมาจากอารมณ์ความรู้สึกของผู้ลงทุนต่อตลาดหลักทรัพย์ หรือความเชื่อที่ว่าผู้ลงทุนสามารถทำกำไรจากการลงทุนในหุ้นไอพีโอ พฤติกรรมของตลาดที่มีลักษณะเป็นวัฏจักร ซึ่งในช่วงระยะเวลาที่ทำการวิจัยระหว่างปี 2553 ถึงปี 2557 นั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ได้รับผลกระทบทั้งจากปัจจัยภายในประเทศและปัจจัยภายนอก โดยเฉพาะปัจจัยทางการเมืองในประเทศที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง ภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัว ภัยธรรมชาติ และความไม่แน่นอนในนโยบายรัฐ ประกอบกับการเกิดปัญหาทางการเมืองของประเทศแถบตะวันออกกลาง ภาวะเศรษฐกิจของประเทศเกือบทั่วโลกตกต่ำ ราคาน้ำมันมีความผันผวน เป็นผลให้ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยมีความผันผวน แต่ความรู้สึกหรืออารมณ์ของผู้ลงทุนมองว่าปัจจัยเหล่านี้เป็นความเสี่ยงที่ยอมรับได้ และยังมีความมั่นใจในการกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้ลงทุนจึงยังคงทำธุรกรรมซื้อขายหลักทรัพย์และสนใจการลงทุนบริษัทที่ต้องการระดมเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์จึงมีความมั่นใจในการออกจำหน่ายหุ้นไอพีโอ ดังจะเห็นได้จากจำนวนหุ้นไอพีโอในแต่ละปีที่เพิ่มขึ้นจาก 9 บริษัท ในปี 2553 เป็น 36 บริษัท ในปี 2557 ยิ่งไปกว่านั้นในปี 2556 และ 2557 ภาพการเมืองในประเทศไทยมีการเปลี่ยนแปลงที่น่าจะดีขึ้น ราวพฤษภาคม 2557 การเมืองของประเทศไทยอยู่ภายใต้รัฐบาล คสช. ซึ่งน่าจะส่งผลในทางบวกต่อการบริหารประเทศเป็นผลให้ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีการซื้อขายอย่างคึกคักในปี 2557 หุ้นไอพีโอที่เข้าซื้อขายในช่วงนี้แสดงอัตราผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยถึง 80.18%

จากข้างต้นจะเห็นได้ว่าทั้งผู้ออกจำหน่ายหุ้นไอพีโอ และผู้ลงทุน พิจารณาภาวะตลาดหลักทรัพย์เป็นปัจจัยสำคัญ ในการตัดสินใจกำหนดวันทำการซื้อขายหุ้นไอพีโอวันแรก และการตัดสินใจการลงทุนในหลักทรัพย์ จึงไม่น่าแปลกใจที่ภาวะตลาดเป็นปัจจัยสำคัญที่สามารถอธิบายผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ ส่วนขนาดของจำนวนเงินทุนที่ได้รับการออกจำหน่ายหุ้นไอพีโอ นั้น อาจเป็นไปได้ว่า ผู้ลงทุนแต่ละรายได้รับข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่ากัน และอารมณ์และความรู้สึกของการลงทุนที่ต่างกัน รวมทั้งจากประสบการณ์ที่ได้รับข้อมูลว่าหุ้นหรือหลักทรัพย์ของกิจการขนาดเล็กมักจะให้ผลตอบแทนในอัตราที่สูง ผู้ลงทุนจึงหันไปสนใจหลักทรัพย์ของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมที่มีโครงการที่ดีในอนาคตมากกว่า จึงเป็นไปได้ที่ขนาดของจำนวนเงินทุนที่ได้รับการออกจำหน่ายหุ้นไอพีโอเป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัย

จากผลการวิจัยที่ให้ข้อมูลเกี่ยวกับช่วงเวลาของการซื้อขายหุ้นไอพีโอเป็นครั้งแรก ผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ และปัจจัยสำคัญที่อธิบายผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอนี้ ผู้ลงทุนสามารถนำไปใช้ในการวางแผนการลงทุน และกำหนดกลยุทธ์การลงทุนในหุ้นสามัญได้ โดยผู้ลงทุนอาจจับจังหวะการลงทุนเพื่อให้ได้รับผลประโยชน์จากผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอ หรือถือครองหุ้นไอพีโอที่แสดงผลประกอบการดีในอนาคต สำหรับนักวิชาการหรือนักวิจัยสามารถนำผลการวิจัยไปขยายสู่งานวิจัยใหม่ได้อีกอย่างน้อย 4 ประเด็น คือ 1) สามารถขยายเวลาและจำนวนหุ้นไอพีโอให้มากขึ้นและให้ครอบคลุมทั้งลักษณะตลาดคึกคักและตลาดซบเซา เพื่อเปรียบเทียบลักษณะของผลตอบแทนวันแรกและปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทนดังกล่าวได้ 2) สามารถใช้

ประชากรเดิมแต่พิจารณาถึงกระบวนการของการออกหุ้นไอพีโอและผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนวันแรก 3) สามารถใช้แนวทางของงานวิจัยเดิมและเปรียบเทียบกับประเทศอื่น เช่น ประเทศมาเลเซีย 4) ใช้ข้อมูลเดิมและวิเคราะห์ผลตอบแทนระยะยาว เหล่านี้ล้วนเป็นงานวิจัยที่ก่อให้เกิดผลการวิจัยและหลักฐานใหม่ในตลาดหลักทรัพย์ไทย

เอกสารอ้างอิง

ภาษาไทย

- ดวงฤทัย นิลเพ็ชร. (2556). การศึกษารูปแบบการนำเสนอรายการโทรทัศน์ด้านข่าวเศรษฐกิจ สถานีวิทยุโทรทัศน์เพื่อเศรษฐกิจและการลงทุน มั่นนี้ชาแนล. วารสารวิชาการ Veridian E-Journal. ปีที่ 6 ฉบับที่ 1 เดือนมกราคม – เมษายน หน้า 526 – 535.
- รุ่งนภา ปฐมชัยอัมพร อนิรุทธ พลอยหิน และพิทักษ์ ศิริวงศ์. (2557). การให้ความหมาย ที่มาของความหมาย รูปแบบและกลยุทธ์ในการดำเนินกิจกรรมความรับผิดชอบต่อสังคมของผู้บริหารบริษัท อำพลฟู้ดส์ โพรเซสซิง จำกัด. วารสารวิชาการ Veridian E-Journal. ปีที่ 7 ฉบับที่ 1 เดือนมกราคม – เมษายน หน้า 436 – 448.

ภาษาต่างประเทศ

- Abudullah, Nur Adiana, Hiau and Mohd, Kamarun, Nisham, Taufil. (2004). Factors Influencing the Underpricing of Initial Public Offerings in an Emerging Market: Malaysian Evidence. **Journal of Economics and Management**. 12. (2): 1 - 20.
- Aggarwal, Reena, Leal, Ricardo, and Hernandez, Leonardo. (1993). The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America. **Journal of Financial Management**. 22 : 42 - 53.
- Aggarwal, Reena. (2000). Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings. **Journal of Finance**. 55. (3) : 1075 - 1103.
- Allen, David Edmund. Morkel Kingsbury, Nigel J. and Paiboonthahakiat, W. (1999). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings in Thailand. **Applied Financial Economics**. 9. (3) : 215 - 232.
- Angsutrarux, Nattarat. (2010). Underpricing Determinants of IPOs: Evidence from Thailand. **An Independent Study for the Degree of Master of Science in Financial Management**, Thammasat University. 1 - 51.
- Boonchuaymetta, Ekkachai. (2011). Management of the Initial Public Offering Performance: Empirical Evidence from the Thai Stock Market. **AU Journal of Management**. 9. (2) : 53 - 65.

- Buckland, Roger. Herbert, P. and Yeomans, Keith A. (1981). Price Discount on New Equity Issue in the UK and their Relationship to Investor Subscription in the Period 1965 – 1975. **Journal of Business and Accounting**. 8. (Spring) : 79 – 96.
- Chang, Chih-Hsiang. (2010). IPO Underpricing: A Social Comparison Perspective. **International Review of Economics & Finance**. 20. (3) : 367 - 375.
- Chemmanur, Thomas J. (1993). The Pricing of Initial Public Offerings: A Dynamic Model with Information Production. **The Journal of Finance**. 48. (1) : 283 - 304.
- Cheng, Wai-yan, Cheung, Yan-leung and Tse, Yuen-Ching. (2006). The Impact on IPO Performance of More Stringent Listing Rules with a Pre-listing Earnings Requirement: Evidence from Hong Kong, **Journal of Business Finance & Accounting**. 33. (5 & 6) : 868 - 884.
- Chiraphadhanakul, Vichakorn and Gunawardana, Kennedy. (2005). The Factors Affecting on IPO Return in Thai Stock Market. **Special Issue of the International Journal of the Computer, the Internet and Management**. 13. (2) : 19.1 - 19.6.
- Dawson, Steven M. (1987). Secondary Stock Market Performance of Initial Public Offers, Hong Kong, Singapore and Malaysia: 1975 – 1984. **Journal of Business Finance and Accounting**. 1. (1) : 65 - 76.
- Dimovski, William and Brooks, Robert. (2004). Initial Public Offerings in Australia 1994 to 1999, Recent Evidence of Underpricing and Underperformance, **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 22 : 179 - 198.
- Huang, Qi. (1997). The Underpricing and Aftermarket Performance of New Equity Offering by Recently Privatized Firm: An International Test. Doctoral Dissertation, New York University.
- Ibbotson, Roger G. Sindelar, Jody L. and Ritter, Jay. (1994). The Market Problems with the Pricing of Initial Public Offerings. **Journal of Applied Corporate Finance**. 7. (1) : 66 - 74.
- Ibbotson, Roger. (1975). Price Performance of Common Stock New Issues. **Journal of Financial Economics**. 2 : 235 - 272.
- Jelic, Ranko. Saadouni, Brahim and Briston, R. (2001). Performance of Malaysian IPOs: Underwriters Reputation and Management Earnings Forecasts. **Pacific-Basin Finance Journal**. 9 : 457 - 486.
- Keasey, Kevin. and Short, Helen. (1992). The Underpricing of Initial Public Offering: Some UK Evidence. **OMEGA International Journal of Management Science**. 20. (4) : 457 - 466.
- Kunz, M., Roger and Aggarwal, Reena. 1994. Why Initial Public Offerings are Underpriced: Evidence from Switzerland. **Journal of Banking and Finance**. 18. (4) : 705 - 723.

- Lee, Jason. Kim, Jeong-Bon, and Krinsky, Itzhak. (1994). The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Korea. **Pacific-Basin Finance Journal**. 3. (4) : 429–448.
- Lee, Philip J. Taylor Stephen L. and Walter, Terry S. (1995). The Voluntary Disclosures of Forecast Data by Australian IPOs. **Working Paper. The University of Sydney**.
- Lee, Philip J. Taylor Stephen L. and Walter, Terry S. (1996). Expected and Realized Returns for Singaporean IPOs: Initial and Long run Analysis. **Pacific-Basin Finance Journal**. (4) : 153 - 180.
- Levis, Mario. (1990). The Winner's Curse Problem, Interest Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings. **The Economic Journal**, 100. (399) : 76 - 89.
- Lizinska, Joanna and Czapiewski, Leszek. (2015). Does Timing Matter for the Determinants of IPO Short -Term Returns? Evidence from the Top Emerging Markets. **Folia Oeconomica**. 1. (310) : 39 - 56.
- Loughran, Tim. (1993). NYSE VS NASDAQ Returns: Market Microstructure or the Poor Performance of Initial Public Offerings?. **Journal of Financial Economics**. 33 : 241 - 260.
- Loughran, Tim. Ritter, Jay and Rydqvist, K. (1994). Initial Public Offerings: International Insights. **Pacific-Basin Finance Journal**. 2. (2-3) : 165 - 199.
- Loukani, Ravi. (2000). Information Acquisition and Dissemination of the Initial Public of Offerings: The Base of the Thai Stock Market: JDBA Doctoral Dissertation. Chulalongkorn University. Bangkok. Thailand.
- Malhotra, Madhuri and Nair, Manjuska. (2015). Initial Public Offerings Underpricing: A Study on the short Run Price Performance of Bookbuilt IPOs in India. **Indian Journal of Research**. 4. (2) : 197 - 204.
- Mc Donald, Jack G. and Fisher, A. K. (1972). New Issue Stock Pricing Behaviour. **Journal of Finance**. 27 : 97 - 102.
- Mc Guinness, Paul. (1992). An Examination of the Underpricing of Initial Public Offering in Hong Kong: 1980 – 1990. **Journal of Business Finance and Accounting**. 19 : 165 - 186.
- Ritter, Jay. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offing. **Journal of Finance**. 46. (1) : 3 - 27.
- Rock, Kevin. (1986). Why New Issues Are Underpriced?. **Journal of Financial Economic**. 15. (1 & 2) : 187 - 212.
- Sherman, Ann. (1992). The Pricing of Best Efforts New Issues. **Journal of Finance**. 47. (2) : 781 - 790.

- Su, Dongwei. and Fleisher, Belton M. (1999). An Empirical Investigation of Underpricing in Chinese IPOs. **Pacific-Basin Finance Journal**. 7. (2) : 173 - 202.
- Tinic, Seha M., (1988). Anatomy of Initial Public Offering of Common Stock. **Journal of Finance**. 43. (9) : 792 - 822.
- Vithessonthi, Chaiporn. (2008). The Short-run Performance of Initial Public Offerings. An Experience Study for Thailand. **The Business Review**. Cambridge. 9 : 48 - 54.
- Welch, Ivo. and Ritter, Jay R. 2002. A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations. **Yale ICF Working Paper**. (02-01).
- Wethyavivorn, Kulpatra and Koo-Smith, Yothin. (1991)). Initial Public Offerings in Thailand, 1988-89: Price and Return Patterns, in Pacific-Basin Capital Markets Research, S. G. Rhee and R. P. Chang, Eds., Vol. 2. **Elsevier Science Publishers**. North Holland : 379 - 394.
- Young, Otman. (1996). Size of the Firm, Oversubscription Ration and Performance of IPOs. **Malaysian Management Review**. 31. (2) : 28 - 39.