



ทฤษฎีการส่งสัญญาณในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

โดย

นางสาวนันทน์ช อัญชลีพรสันต์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2559  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ทฤษฎีการส่งสัญญาณในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

โดย

นางสาวนันท์นัช อัญชลีพรสันต์



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2559  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

SIGNALING THEORY IN SET AND MAI MARKET

BY

MISS NUNTHANUT ANCHALEEPORNSANT



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF  
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE

FINANCIAL MANAGEMENT

FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY

THAMMASAT UNIVERSITY

ACADEMIC YEAR 2016

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวนันท์นัช อัญชลีพรสันต์

เรื่อง

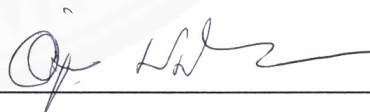
ทฤษฎีการส่งสัญญาณในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

30 ส.ย. 2560

เมื่อ วันที่ .....

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



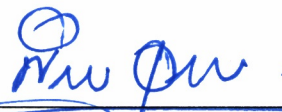
(รองศาสตราจารย์อัญชลี พิพัฒน์เสรีบุญ)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันเพชร)

คณบดี



(รองศาสตราจารย์ ดร.พิภพ อุดร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ทฤษฎีการส่งสัญญาณในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
ชื่อผู้เขียน	นางสาวนันทน์ช อัญชลีพรสันต์
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันเพชร
ปีการศึกษา	2559

### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาทฤษฎีการส่งสัญญาณ ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรก แก่สาธารณชน (IPOs) โดยถ้าหากบริษัทออกหุ้น IPO ด้วยราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง จะเป็นการส่ง สัญญาณคุณภาพของบริษัทให้นักลงทุนรับรู้ งานวิจัยนี้จึงทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้น IPO ที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งวัดจากผลตอบแทนวันแรกเมื่อปรับสภาพด้วยตลาดแล้วมีค่าเป็นบวก กับ คุณภาพของบริษัท ที่สามารถวัดได้จากอัตราการเติบโตของรายได้และอัตราการเติบโตของกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย โดยใช้ข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนและเสนอขาย หุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 - พ.ศ. 2555

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ด้วยวิธีสมการถดถอยพหุคูณเส้นตรง พบว่าผลตอบแทน วันแรกของหุ้นที่มีค่าเป็นบวก ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของรายได้และอัตราการเติบโต ของกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึง ไม่มีหลักฐานเชิงประจักษ์ทางสถิติที่จะสามารถพิสูจน์ทฤษฎีการส่งสัญญาณในตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

**คำสำคัญ:** ทฤษฎีการส่งสัญญาณ, ราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง, คุณภาพบริษัท

Independent Study Title	SIGNALING THEORY IN SET MARKET AND MAI MARKET
Author	Miss Nunthanut Anchaleepornsant
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Assistant Professor Sillapaporn Srijunpetch, Ph.D.
Academic Years	2016

### ABSTRACT

Signaling theory in the Stock Exchange of Thailand (SET) and Market for Alternative Investment (MAI) were studied for initial public offerings (IPOs). Firms issue IPO shares at prices lower than their true value to signal firm quality to investors. This study examined the relationship between IPOs priced below their true value, measured from the first day of returns with positive market conditions. Firm quality was measured by the revenue and earnings growth rates before interest, taxes, depreciation, and amortization. Information about listed companies and share IPOs on the SET and MAI from 2003 to 2012 was analyzed by multiple regression linear regression analysis.

Results were that the first day's return for stock was positive. There was no significant relationship between income and earning growth rates before interest, taxes, depreciation, and amortization. These findings may be useful for investors in Thailand to better understand IPOs on the SET and MAI, to make more informed investment decisions possible.

**Keywords:** Signaling, IPO Underpricing, Firm Quality

## กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี เนื่องจากการให้คำปรึกษา ข้อเสนอแนะและแนวคิด ในการทำวิจัยจากผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันทเพชร ผู้ที่ให้เกียรติมาเป็นอาจารย์ที่ปรึกษา และรองศาสตราจารย์อัญชลี พิพัฒน์เสริญ ที่ให้เกียรติมาเป็นประธานกรรมการสอบ พร้อมทั้งให้ คำแนะนำ ข้อคิด และสิ่งที่ควรปรับปรุงของงานวิจัยนี้ ส่งผลให้งานวิจัยมีความสมบูรณ์มากขึ้น ผู้วิจัย จึงขอกราบขอบพระคุณมา ณ ที่นี้ด้วย

อนึ่ง งานวิจัยนี้จะไม่สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี หากขาดกำลังใจที่สำคัญจาก ครอบครัว โดยเฉพาะอย่างยิ่งคุณพ่อ คุณแม่ และเพื่อน ๆ พี่ ๆ โครงการ IBMP ที่ให้การสนับสนุนทั้ง ทางด้านกำลังใจและคำปรึกษาต่องานวิจัยนี้ รวมถึงเจ้าหน้าที่ของโครงการที่ช่วยประสานงานในเรื่อง ของสถานที่สำหรับการสอบ และให้คำปรึกษาในการจัดทำรูปเล่ม

นางสาวนันท์นัช อัญชลีพรสันต์

## สารบัญ

หน้า

บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(7)
สารบัญภาพ	(8)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญ	1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	4
1.3 คำถามงานวิจัย	4
1.4 ขอบเขตงานวิจัย	4
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	4
1.5.1 ประโยชน์ต่อบริษัท	4
1.5.2 ประโยชน์ต่อนักลงทุน	4
1.5.3 ประโยชน์ต่อบุคคลทั่วไป	5
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6
2.1 การเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชนด้วยราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง	6
2.1.1 ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล	7
2.1.1.1 Adverse selection	7
2.1.1.2 Moral hazard	7
2.1.2 ทฤษฎีตัวแทน	8
2.1.3 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ	8



2.2 ตัวแปรที่เกี่ยวข้องและกรอบงานวิจัย	10
2.2.1 กรอบงานวิจัย	10
2.2.1.1 คุณภาพของบริษัท	10
2.2.1.2 ผลตอบแทนเริ่มแรก	71
2.2.1.3 ขนาดของบริษัท	71
2.2.1.4 อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี	71
2.2.1.5 รายจ่ายเพื่อการลงทุน	72
2.3 การเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน	12
2.3.1 ขั้นตอนการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน	72
2.3.1.1 บริษัทมหาชนจำกัด	72
2.3.1.2 ที่ปรึกษาทางการเงิน	72
2.3.1.3 คำขออนุญาต	72
2.3.1.4 พิจารณาคำขออนุญาต	72
2.3.1.5 เมื่อผ่านการพิจารณาจาก ก.ล.ต.	72
2.3.2 ขั้นตอนการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน	74
2.3.2.1 การรักษาสีทธิของผู้ถือหุ้นและปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเป็นธรรม	74
2.3.2.2 บทบาท หน้าที่ และความรับผิดชอบของกรรมการ ผู้บริหาร	74
2.3.2.3 การเปิดเผยข้อมูล	75
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	16
3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	16
3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล	17
3.3 วิธีการวิจัยและสมมติฐาน	17
3.3.1 วิธีการวิจัย	17
3.3.1.1 การคำนวณผลตอบแทนเริ่มแรก	17
3.3.2 สมมติฐาน	18
3.3.3 ข้อมูลตัวแปร สัญลักษณ์ และผลที่คาดหวัง	19

	(6)
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	20
4.1 การวิเคราะห์ผลการวิจัยด้วยสถิติเชิงพรรณนา	20
4.2 การวิเคราะห์ผลการวิจัยด้วยสถิติเชิงอนุมาน	21
4.2.1 การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ	21
4.2.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์	23
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	24
5.1 สรุปผลการวิจัย	24
5.2 ข้อเสนอแนะ	26
รายการอ้างอิง	27
ประวัติผู้เขียน	30



## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1.1 งานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับ IPO Underpricing	2
2.1 สรุปผลการวิจัยของทฤษฎีการส่งสัญญาณ	8
3.1 ข้อมูลตัวแปร สัญลักษณ์ และผลที่คาดหวัง	19
4.1 ลักษณะตัวแปรของหุ้น IPO ของปี พ.ศ. 2546 - พ.ศ. 2555	21
4.2 การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณของการเติบโตของรายได้ (Revenue) ปีที่ 1 - 3 และการเติบโตของกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ปีที่ 1 - 3	22
4.3 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) ระหว่างตัวแปรอิสระ	23
5.1 ค่า P/E Ratio ของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ปี พ.ศ. 2546 - พ.ศ. 2555	25

## สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1 แผนภาพแสดงทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับ IPO Underpricing	6
2.2 สรุปลขั้นตอนการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน	13
3.1 กราฟแสดงจำนวนหุ้น IPO ที่เสนอขายครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPOs) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 – พ.ศ. 2555	16



# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ที่มาและความสำคัญ

ตลอดระยะเวลาที่ผ่านมา ประเทศไทยมีผู้ประกอบการที่เป็นธุรกิจขนาดใหญ่และธุรกิจวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) จำนวนมาก โดยธุรกิจเหล่านี้กล่าวได้ว่าเป็นพื้นฐานสำคัญของภาคธุรกิจภายในประเทศ แต่สำหรับในปัจจุบันมีอีกหนึ่งธุรกิจที่มีความสำคัญเช่นเดียวกัน คือ ธุรกิจ Startup กล่าวคือ การเริ่มต้นธุรกิจเพื่อการเติบโตแบบก้าวกระโดด มีวิธีการสร้างรายได้ที่สามารถหาเงินแบบทำซ้ำและขยายได้ง่าย โดยส่วนใหญ่จะเป็นธุรกิจที่เกิดขึ้นเพื่อแก้ไขปัญหาในชีวิตประจำวันและยังไม่มีผู้ใดริเริ่มดำเนินการ อาทิเช่น Working Space ที่ทำงานสำหรับคนรุ่นใหม่ เพื่อใช้ในการประชุมหรือปรึกษาหารือ แทนที่ร้านกาแฟหรือร้านอาหาร รวมถึงแอปพลิเคชันบนโทรศัพท์สมาร์ทโฟนต่าง ๆ เช่น แอปพลิเคชันซื้อ-ขายหุ้น โดยไม่ต้องเสียค่าธรรมเนียม แอปพลิเคชันที่ขายบัตรการแสดง ไม่ว่าจะเป็นบัตรคอนเสิร์ตหรือบัตรเข้าชมการแข่งขันกีฬา เป็นต้น ธุรกิจ Startup ในปัจจุบันจึงได้รับความนิยมและมีแนวโน้มที่จะเติบโตสูงขึ้นอีกต่อไปในอนาคต นอกจากนี้เงินลงทุนสำหรับธุรกิจ Startup ค่อนข้างสูง ปัจจัยด้านเงินทุนจึงเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่สำคัญสำหรับการดำเนินธุรกิจ เนื่องจากเป็นสิ่งที่ขับเคลื่อนให้ธุรกิจสามารถดำเนินงานต่อไปได้ในอนาคต การระดมทุนจากประชาชนโดยตรงจึงเป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่สำคัญ เนื่องด้วยมีความยืดหยุ่นในการบริหารต้นทุนมากกว่าการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน อีกทั้งกิจการไม่ต้องเผชิญกับความไม่แน่นอนของอัตราดอกเบี้ยในอนาคต ที่กิจการต้องจ่ายชำระหากมีการกู้ยืมเงิน ทางเลือกหนึ่งของการระดมทุน คือ การระดมทุนจากประชาชนโดยตรง กล่าวคือ การเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPOs) โดยสำหรับประเทศไทยนั้นสามารถจดทะเบียนแล้วเสนอขายหุ้น IPO ได้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Securities Exchange of Thailand : SET) หรือตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment : mai) ขึ้นอยู่กับทุนจดทะเบียนของบริษัท สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น เป็นแหล่งระดมทุนระยะยาวของบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งมีทุนชำระแล้วหลังการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน ตั้งแต่ 300 ล้านบาทขึ้นไป ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เป็นแหล่งระดมทุนของธุรกิจที่มีศักยภาพขนาดกลางและเล็ก ซึ่งมีทุนชำระแล้วหลังการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน ตั้งแต่ 20 ล้านบาทขึ้นไป โดยเน้นธุรกิจที่มีการเติบโตสูง และมีแนวโน้มการเติบโตดีในอนาคต แต่อย่างไรก็ตามแนวทางการพิจารณาค่าขอรับอนุญาตและแนวทางการปฏิบัติ ภายหลังจากการเข้าจดทะเบียนแล้วจะไม่มี ความแตกต่างกัน

ตารางที่ 1.1 งานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับ IPO Underpricing

Author	Theory
Baron (1982)	Asymmetry Information
Rock (1986)	Asymmetry Information
Koh and Walter (1989)	Asymmetry Information
Jensen and Meckling (1976)	Agency Theory
Allen and Faulhaber (1989)	Signaling
Grinblatt and Hwang (1989)	Signaling
Welch (1989)	Signaling
Zheng and Stangeland (2007)	Signaling
Garfinkel (1993)	Signaling
Roni and Wayne (1994)	Signaling
Jegadeesh, Weinstein and Welch (1991)	Signaling

จากงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPOs) มักพบว่า IPO Underpricing กล่าวคือ ราคาหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกแก่สาธารณชนมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งสาเหตุนี้เกิดจากหลากหลายทฤษฎี ได้แก่

ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetry Information) จากงานวิจัยส่วนใหญ่ อาทิเช่น Baron (1982), Rock (1986) และ Koh and Walter (1989) ซึ่งชี้ให้เห็นว่า สาเหตุสำคัญที่ทำให้ IPO Underpricing นั้น เกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ไม่ว่าจะเป็นระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuing Firm)<sup>1</sup> กับนักลงทุน และผู้ออกหลักทรัพย์กับผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าว นำไปสู่ ปัญหาตัวแทน (Agency Problems)

สำหรับปัญหาตัวแทน (Agency Problems) นั้น Baron (1982) ได้กล่าวไว้ว่า ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) หรือบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นผู้ประเมินมูลค่าให้กับบริษัทที่ต้องการเสนอขายหลักทรัพย์ (Issuing Firm) มีข้อมูลมากกว่าผู้ออกหลักทรัพย์ เนื่องจากผู้ออกหลักทรัพย์ไม่ทราบถึงมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทตนเอง แต่จะทราบมูลค่าของบริษัทตนเองจากการประเมินของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับ Jensen and Meckling (1976) ที่กล่าวว่า ผู้ออกหลักทรัพย์ต้องมีแรงจูงใจในด้านผลตอบแทนให้กับตัวแทน (Agent) อย่างเหมาะสม เพื่อลดความขัดแย้งในด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์

<sup>1</sup> สำหรับงานวิจัยนี้ผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuing firm) หมายถึง บริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน

นอกจากนี้ยังมีอีกหนึ่งทฤษฎีสำคัญที่ส่งผลต่อ IPO Underpricing ด้วยเช่นกัน คือ ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling) มีงานวิจัยที่พิสูจน์แล้วว่า การที่ IPO Underpricing มีความสัมพันธ์กับคุณภาพของบริษัท (Firm Quality) ไม่ว่าจะเป็นงานวิจัยของ Allen and Faulhaber (1989) ที่ได้ศึกษาและสร้างแบบจำลองเกี่ยวกับทฤษฎีดังกล่าว รวมถึง Grinblatt and Hwang (1989) และ Welch (1989) ได้เสนอแนวความคิดว่า บริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชนนั้น จะส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนทราบว่าเป็นบริษัทที่มีคุณภาพดี โดยการออกหุ้น IPO ด้วยราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpriced) เนื่องจากผู้ออกหลักทรัพย์ไม่สามารถเปิดเผยมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทได้ จึงใช้การ IPO Underpricing เป็นเครื่องมือในการช่วยส่งสัญญาณ (Signal) ไปยังนักลงทุน เพราะเชื่อว่าบริษัทที่มีคุณภาพดีมักจะทำ IPO Underpricing เนื่องจากบริษัทมีความมั่นใจว่า ในอนาคตบริษัทจะมีโอกาสเติบโตและมีมูลค่าที่สูงขึ้น ซึ่งอาจจะส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทในอนาคตมากกว่านักลงทุน เช่นเดียวกับงานวิจัยของ (ชญาพร คงสาคร, 2553) ที่แสดงให้เห็นว่าการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน ไม่ได้หมายถึงเป็นการระดมทุนโดยตรงจากประชาชนเพียงอย่างเดียว แต่ยังเป็นการสื่อสารระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์และนักลงทุนอีกด้วย รวมถึงงานวิจัยของ Zheng and Stangeland ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง IPO Underpricing และคุณภาพของบริษัท ซึ่ง IPO Underpricing สามารถวัดได้จากผลตอบแทนเริ่มแรกของหุ้น IPO ในส่วนของคุณภาพของบริษัทจะวัดจากอัตราการเติบโตของบริษัทภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรก

แต่อย่างไรก็ตาม สำหรับทฤษฎีการส่งสัญญาณนี้ มีงานวิจัยบางชิ้นแสดงให้เห็นว่า ทฤษฎีนี้ไม่สอดคล้องกับการ IPO Underpricing ไม่ว่าจะเป็นงานวิจัยของ Garfinkel (1993) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ของการใช้ข้อมูลภายใน (Insider Trading) เพื่อการซื้อขายหุ้นกับการ IPO Underpricing อีกทั้ง Roni and Wayne (1994) ก็ให้เห็นว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทและอัตราการจ่ายเงินปันผลภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกด้วยราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpriced) นั้นมีแนวโน้มลดลง ประกอบกับผลการศึกษางานวิจัยของ Jegadeesh, Weinstein and Welch (1991) ที่พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างทฤษฎีการส่งสัญญาณกับการ IPO Underpricing นั้นไม่ชัดเจน นอกจากนี้ Katti and Phani (2016) กล่าวว่า ปัจจัยหรือทฤษฎีต่าง ๆ ที่ส่งผลให้ IPO Underpricing นั้นยังขึ้นอยู่กับกฎหมายหรือข้อบังคับและกลไกตลาดของแต่ละประเทศอีกด้วย

ดังนั้นในงานวิจัยนี้จะศึกษาเรื่อง ทฤษฎีการส่งสัญญาณ จากบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชนด้วยราคาหุ้น IPO ที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ว่าเป็นบริษัทที่มีคุณภาพ จากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง IPO Underpricing และคุณภาพของบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Securities Exchange of Thailand : SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment : mai)

## 1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

เพื่อศึกษาทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling) ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPOs) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ว่าเป็นบริษัทที่มีคุณภาพ จากการออกหุ้น IPO ด้วยราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpriced) โดยทดสอบจากความสัมพันธ์ระหว่าง IPO Underpricing และคุณภาพของบริษัท (Firm Quality)

## 1.3 คำถามงานวิจัย

ความสัมพันธ์ระหว่าง IPO Underpricing และคุณภาพของบริษัท (Firm Quality) ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPOs) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เป็นอย่างไร และมีเกี่ยวข้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling) หรือไม่

## 1.4 ขอบเขตงานวิจัย

การศึกษาทฤษฎีการส่งสัญญาณของบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPOs) จากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง IPO Underpricing และคุณภาพของบริษัท (Firm Quality) โดยใช้ข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนและเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 - พ.ศ. 2555

## 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

### 1.5.1 ประโยชน์ต่อบริษัท

เพื่อให้บริษัทตระหนักถึงความสำคัญของการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกด้วยราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpriced) ว่าอาจจะเป็นการส่งสัญญาณจากบริษัทให้นักลงทุนทราบถึงคุณภาพของบริษัท ซึ่งจะส่งผลให้บริษัทมีความระมัดระวังในการกำหนดราคาหุ้น IPO

### 1.5.2 ประโยชน์ต่อนักลงทุน

เพื่อให้ให้นักลงทุนทราบว่า เมื่อราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงนั้น อาจจะเป็นการส่งสัญญาณจากบริษัทถึงคุณภาพของบริษัทนั้น ๆ โดยเฉพาะนักลงทุนที่สนใจลงทุนในหุ้น IPO



### 1.5.3 ประโยชน์ต่อบุคคลทั่วไป

เพื่อให้บุคคลทั่วไปเข้าใจถึงความสำคัญของทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling) ที่เกี่ยวข้องกับราคาของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก (IPOs) รวมถึงเป็นแนวทางสำหรับผู้สนใจศึกษาทฤษฎีดังกล่าวในตลาดหลักทรัพย์อื่น ๆ



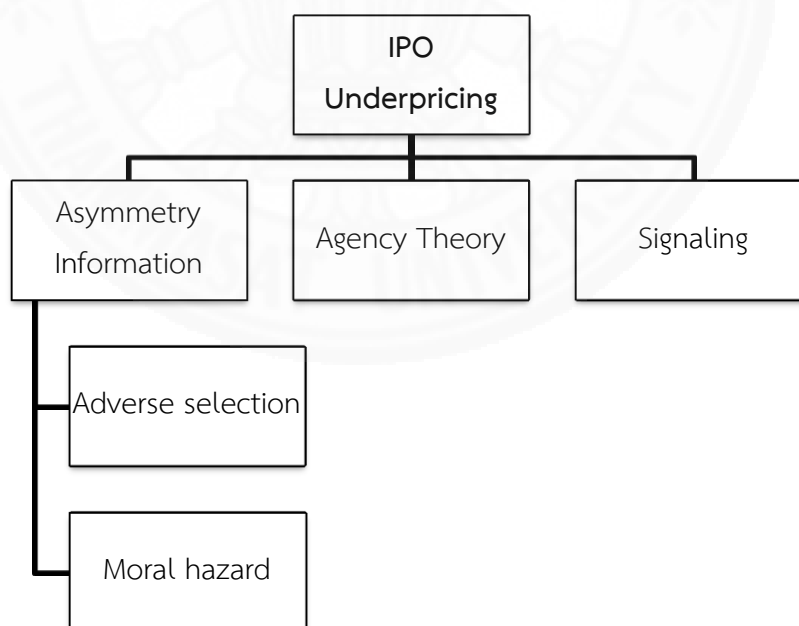
## บทที่ 2

### วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling) ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPOs) ว่าเป็นบริษัทที่มีคุณภาพ จากการออกหุ้น IPO ด้วยราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpriced) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องดังนี้

#### 2.1 การเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชนด้วยราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (IPO Underpricing)

IPO Underpricing คือ ราคาหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกแก่สาธารณชนมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง เพื่อดึงดูดนักลงทุนให้มาลงทุนในหุ้น IPO ส่งผลให้ผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ดังกล่าวสูง Allen and Faulhaber (1989) โดยสาเหตุสำคัญที่ทำให้เกิด IPO Underpricing นั้นเกิดจากแนวคิดหรือทฤษฎีต่าง ๆ ดังนี้



ภาพที่ 2.1 แผนภาพแสดงทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับ IPO Underpricing

### 2.1.1 ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetry Information)

ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) คือ ข้อมูลที่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในตลาดแต่ละฝ่ายมีนั้นไม่เท่ากัน สามารถแบ่งความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลได้เป็น 2 ประเภท ได้แก่

#### 2.1.1.1 Adverse selection

Adverse selection เป็นความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลในรูปแบบที่คู่สัญญาฝ่ายหนึ่ง มีข้อมูลน้อยกว่าอีกฝ่ายหนึ่ง ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของคู่สัญญา หรือกล่าวได้ว่า เป็นความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuing Firm) และนักลงทุน ซึ่ง Rock (1986) ได้แบ่งนักลงทุนออกเป็น 2 ประเภท คือ นักลงทุนที่ได้รับข้อมูล (Informed Investors) และนักลงทุนที่ไม่ได้รับข้อมูล (Uninformed Investors) โดยนักลงทุนที่ได้รับข้อมูล จะรู้ถึงข้อมูลข่าวสารและมูลค่าที่แท้จริงของผู้ออกหลักทรัพย์ ส่งผลให้นักลงทุนเลือกลงทุนในหุ้นที่มีแนวโน้มของราคาสูงขึ้นในอนาคต นักลงทุนประเภทนี้จึงเลือกลงทุนในหุ้นที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpriced) และไม่เลือกลงทุนในหุ้นที่มีราคาสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Overpriced) ส่งผลให้นักลงทุนที่ไม่ได้รับข้อมูล ลงทุนในหุ้นที่มีราคาสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ในสัดส่วนที่มากกว่านักลงทุนที่ได้รับข้อมูล เนื่องจากไม่มีข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับบริษัทที่เลือกลงทุน ดังนั้นการกำหนดราคาหุ้น IPO ให้ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง จึงเปรียบเสมือนส่วนชดเชยความเสี่ยงให้กับนักลงทุนที่ไม่ได้รับข้อมูล ซึ่งต่อมา Koh and Walter (1989) ได้อธิบายเพิ่มเติมจาก Rock (1986) ว่า การกำหนดราคาหุ้น IPO จำเป็นต้องต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง เนื่องจากถ้านักลงทุนที่ได้รับข้อมูลมีความต้องการลงทุนในหุ้นที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงมากกว่านักลงทุนที่ไม่ได้รับข้อมูล ส่งผลให้จำนวนหุ้นที่นักลงทุนที่ไม่ได้รับข้อมูลสามารถลงทุนได้นั้น มีสัดส่วนที่น้อยลง จึงทำให้นักลงทุนที่ไม่ได้รับข้อมูลเสียเปรียบ เนื่องด้วยไม่ได้รับผลตอบแทนสูงหรือเกิดผลขาดทุน ทำให้นักลงทุนประเภทนี้ไม่ยอมลงทุน จนกระทั่งยุติการลงทุนแล้วออกจากตลาด ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องของหุ้น IPO

#### 2.1.1.2 Moral hazard

Moral hazard เป็นปัญหาที่อาจเกิดขึ้นกับทั้ง 2 ฝ่าย แม้ว่าทั้ง 2 ฝ่ายจะมีข้อมูลครบถ้วน แต่ผลลัพธ์หรือผลตอบแทนขึ้นอยู่กับกรกระทำของคู่สัญญาฝ่ายหนึ่ง ที่อีกฝ่ายไม่สามารถตรวจสอบได้ หรือกล่าวได้ว่า เป็นความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์ และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) โดยงานวิจัยของ Baron (1982) ได้กล่าวว่า ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีข้อมูลความต้องการหุ้น IPO ของนักลงทุนมากกว่าผู้ออกหลักทรัพย์ ส่งผลให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นผู้ตัดสินใจในการกำหนดราคาหุ้น IPO ซึ่งผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จะได้รับผลตอบแทนในรูปของราคาหุ้น IPO ที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ส่งผลให้การกำหนดราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง

แต่อย่างไรก็ตาม เพื่อเป็นการป้องกันไม่ให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ กำหนดราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงมากเกินไป จึงเกิดการทำสัญญาระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์ และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ โดยกำหนดเงื่อนไขบางประการ ซึ่งจากงานวิจัยของ Beatty and Ritter (1986) ชี้ให้เห็นว่า การกำหนดราคาหุ้น IPO ที่ไม่เหมาะสม จะส่งผลกระทบต่อชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ จึงทำให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ตระหนักได้ถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตหากมีการกำหนดราคาหุ้น IPO ไม่เหมาะสม

### 2.1.2 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) คือ ความขัดแย้งในการตัดสินใจระหว่างผู้เป็นเจ้าของ (Principal) กับ ตัวแทน (Agent) โดย Jensen and Meckling (1976) ได้กล่าวไว้ว่า เนื่องจากทั้งสองฝ่ายมีแรงจูงใจต่างกัน ส่งผลต่อการตัดสินใจที่แตกต่างกัน อีกทั้งผู้เป็นเจ้าของไม่สามารถควบคุมตัวแทนให้อำนาจการตัดสินใจได้อย่างเหมาะสม ผู้เป็นเจ้าของจึงต้องมีผลตอบแทนที่สามารถจูงใจตัวแทน เพื่อที่จะลดความขัดแย้งในเรื่องของผลประโยชน์จากการตัดสินใจทั้งจากผู้เป็นเจ้าของและตัวแทน (ณัฐจิรา คณานุกรักษ์, 2554) ซึ่งเปรียบเสมือนกับเป็น ผู้ออกหลักทรัพย์ (ผู้เป็นเจ้าของ) และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (ตัวแทน)

### 2.1.3 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling)

ตารางที่ 2.1 สรุปผลการวิจัยของทฤษฎีการส่งสัญญาณ

Author	Result
Allen and Faulhaber	Agreed
Grinblatt and Hwang (1989)	Agreed
Welch (1989)	Agreed
Zheng and Stangeland (2007)	Agreed
Garfinkel (1993)	Not Agreed
Roni and Wayne (1994)	Not Agreed
Jegadeesh, Weinstein and Welch (1991)	Not Agreed

เนื่องจากเกิดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetry Information) ส่งผลให้นักลงทุนไม่ทราบถึงคุณภาพของบริษัท บริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชนจึงส่งสัญญาณ (Signal) ให้แก่นักลงทุนผ่านการ IPO Underpricing (ณัฐจิรา คณานุกรักษ์, 2554) จากงานวิจัยของ Allen and Faulhaber (1989) ได้ศึกษาและสร้างแบบจำลองทฤษฎีการส่งสัญญาณของบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน ด้วยราคาหุ้น IPO ที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง

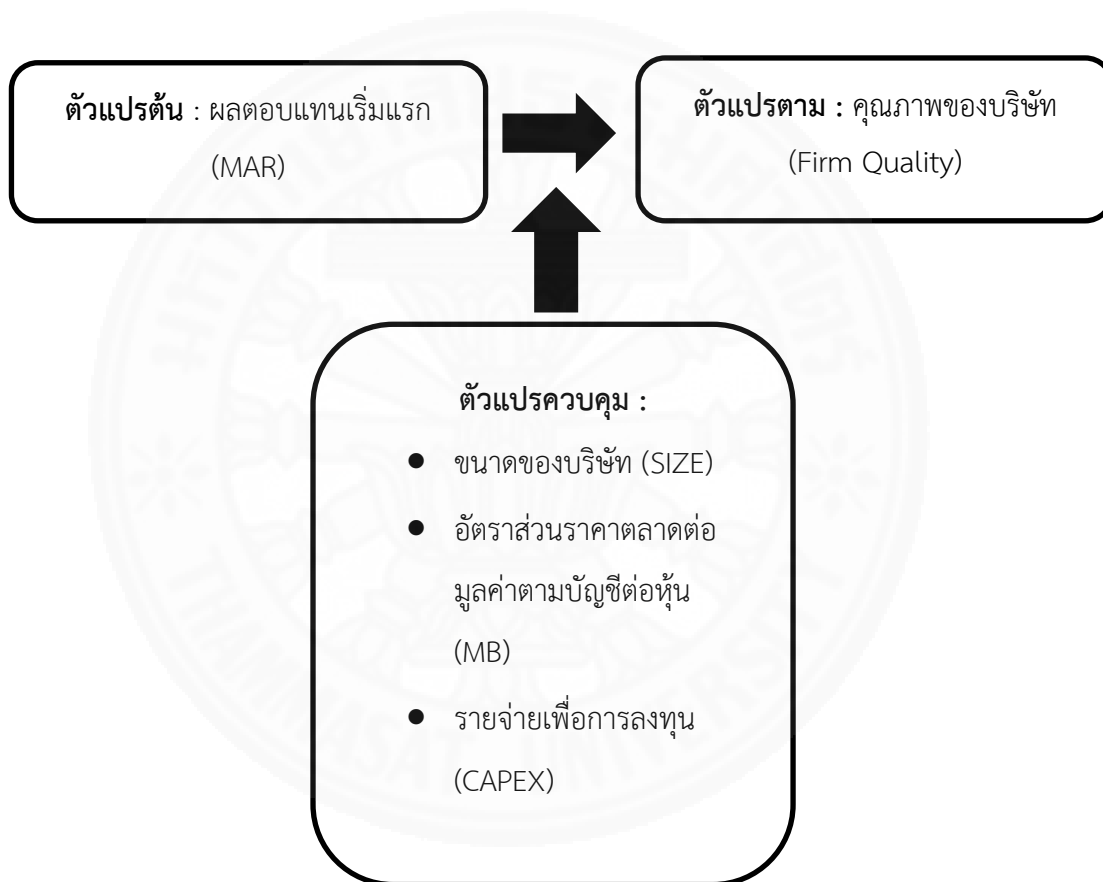
(Underpriced) โดยตั้งสมมติฐานว่า ผู้ออกหลักทรัพย์มีข้อมูลของบริษัทตนเองเกี่ยวกับความสามารถและโอกาสในการเติบโตในอนาคตมากกว่านักลงทุน นอกจากนี้ยังพบว่าบริษัทที่มีความเท่าเทียมกันของข้อมูลและไม่มีการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน จะไม่มีการกำหนดราคาหุ้นที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpriced) เนื่องจากไม่มีความจำเป็นในการส่งสัญญาณให้นักลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับ Grinblatt and Hwang (1989) ที่พบว่าระดับหรือขนาดส่วนลดของราคาหุ้น IPO มีความสัมพันธ์ทางบวกกับคุณภาพของบริษัท กล่าวคือ ราคาเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรก (Offer Price) สะท้อนถึงการส่งสัญญาณดังกล่าวจากผู้ออกหลักทรัพย์สู่นักลงทุน อีกทั้ง Welch (1989) ได้เสนอแนวคิดว่าบริษัทที่มีคุณภาพต่ำ (low Quality Firms) ส่งผลให้นักลงทุนไม่เลือกลงทุนนั้น จะมีพฤติกรรมเลียนแบบบริษัทที่มีคุณภาพสูงในการส่งสัญญาณ (Signal) ให้นักลงทุน จากการ IPO Underpricing แต่เนื่องจากการเลียนแบบของบริษัทที่มีคุณภาพต่ำ ต้องมีต้นทุนหรือค่าใช้จ่าย ทำให้บริษัทที่มีคุณภาพต่ำนี้ ไม่สามารถกำหนดราคาหุ้น IPO ด้วยราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงได้มากเท่ากับบริษัทที่มีคุณภาพสูง สรุปได้ว่า นักลงทุนสามารถรับรู้ได้ว่า IPO Underpricing เป็นการส่งสัญญาณของคุณภาพของบริษัท นอกจากนี้งานวิจัยของ Zheng and Stangland (2007) ศึกษาการส่งสัญญาณ โดยทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง IPO Underpricing และคุณภาพของบริษัท เนื่องจากการที่บริษัทกำหนดราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงเป็นการส่งสัญญาณของคุณภาพของบริษัท ซึ่ง IPO Underpricing วัดจากผลตอบแทนวันแรก ส่วนคุณภาพของบริษัทวัดจากการเติบโตของยอดขาย (Sales) กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) และกำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ (Income before extraordinary items) ผลการทดสอบพบว่ามีความสัมพันธ์ทางบวกกับยอดขาย (Sales) กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

แต่อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยบางชิ้นแสดงให้เห็นว่า ทฤษฎีการส่งสัญญาณ ไม่สอดคล้องกับการ IPO Underpricing ไม่ว่าจะเป็นงานวิจัยของ Garfinkel (1993) ที่ศึกษาเรื่องเกี่ยวกับการใช้ข้อมูลภายใน (Insider Trading) ในการซื้อขายหุ้น โดยผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีการทำ IPO Underpricing สูง ไม่ได้มีผลตอบแทนวันแรกจากการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPOs) สูง ทั้งที่มีการรับรู้ข้อมูลภายใน ซึ่งเปรียบเสมือนกับการได้รับสัญญาณ (Signal) จากบริษัทถึงคุณภาพของบริษัท จึงหมายความว่า IPO Underpricing ไม่มีความสัมพันธ์กับทฤษฎีการส่งสัญญาณ ประกอบกับ Roni and Wayne (1994) ซึ่งชี้ให้เห็นว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทและอัตราการจ่ายเงินปันผลภายหลังจากการออกหุ้น IPO ด้วยราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงนั้น มีแนวโน้มลดลง ซึ่งแสดงว่า IPO Underpricing ไม่ได้เป็นการส่งสัญญาณของคุณภาพบริษัท สอดคล้องกับผลการศึกษางานวิจัยของ Jegadeesh, Weinstein and Welch (1991) ที่พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างทฤษฎีการส่งสัญญาณกับการ IPO Underpricing นั้นไม่ชัดเจน เนื่องจากผล

การศึกษาของงานวิจัยนี้ แสดงให้เห็นว่า ผลตอบแทนในช่วงที่มีการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPOs) หรือผลตอบแทนเริ่มแรก (Initial Return) สูง แต่ผลตอบแทนภายหลังจากนั้นกลับลดลง จึงเป็นการบ่งชี้ว่าผลตอบแทนเริ่มแรกไม่สามารถนำมาใช้เพื่อการคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตภายหลังจากที่บริษัทเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชนได้

## 2.2 ตัวแปรที่เกี่ยวข้องและกรอบงานวิจัย

### 2.2.1 กรอบงานวิจัย



#### 2.2.1.1 คุณภาพของบริษัท (Firm Quality)

การวัดคุณภาพของบริษัท สามารถวัดได้จากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Market Performance) และจากการวัดผลตอบแทนจากการดำเนินงานของบริษัท (Operating Performance) (ภารดี รัชมี, 2553) ซึ่งจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนในระยะสั้นและผลตอบแทนในระยะยาวของประเทศไทย โดยใช้ผลตอบแทนหลักทรัพย์เป็นตัววัด ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว กล่าวคือ ราคาหุ้นอาจไม่สามารถสะท้อนคุณภาพที่แท้จริงของบริษัท นอกจากนี้งานวิจัยของ Chi and Padgett (2006) ก็ได้ใช้ผลตอบแทนจากการดำเนินงานของบริษัท

ศึกษาความสัมพันธ์ของผลตอบแทนระยะสั้นและผลตอบแทนระยะยาวของหุ้น IPO ในประเทศจีน ดังนั้นในงานวิจัยนี้จะใช้ผลตอบแทนจากการดำเนินงานของบริษัทเป็นตัววัดคุณภาพของบริษัท ด้วยตัววัดผลการดำเนินงานทางบัญชี ซึ่งงานวิจัยส่วนใหญ่ อาทิเช่น Zheng and Stangeland (2007) ใช้การเติบโตของยอดขาย (Sales) กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) และกำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ (Income before extraordinary items) เป็นตัววัดผลตอบแทนจากการดำเนินงานของบริษัท แต่สำหรับงานวิจัยนี้จะใช้อัตรากำไรเติบโตของรายได้ (Revenue) และกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) เป็นตัววัดคุณภาพของบริษัท เนื่องจาก Chan, Karceski and Lakonishok (2003) กล่าวว่า การใช้กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษเป็นตัววัด มักจะก่อให้เกิดความสัมพันธ์ทางลบ ส่งผลให้อัตรากำไรเติบโตในอนาคตไม่สามารถคาดการณ์ได้ถูกต้อง

#### 2.2.1.2 ผลตอบแทนเริ่มแรก (The first-day Initial Return: MAR)

สำหรับงานวิจัยนี้จะใช้ ผลตอบแทนเริ่มแรก (Initial return: IR) เป็นตัววัด IPO Underpricing แต่จากการศึกษางานวิจัยในอดีตพบว่า ควรกำจัดผลกระทบจากสภาพตลาดที่อาจส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหุ้นด้วย จึงต้องใช้วิธี Market Adjusted Initial Return (MAR) ในการคำนวณผลตอบแทนเริ่มแรก โดยอัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยสภาพตลาดแล้วเป็นบวก เป็นตัวสะท้อนให้เห็นว่าราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ในทางกลับกัน ถ้าอัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยสภาพตลาดแล้วเป็นลบ จะเป็นตัวสะท้อนให้เห็นว่าราคาหุ้น IPO สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง

#### 2.2.1.3 ขนาดของบริษัท (SIZE)

ขนาดของบริษัท คือ มูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัท (Total Asset) โดยจากงานวิจัยของ Mikkelson, Partch and Shah (1997) ที่ศึกษาเกี่ยวกับประสิทธิภาพของผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่า ขนาดของบริษัทเป็นอีกหนึ่งปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท สอดคล้องกับงานวิจัยของ Booth and Deli (1996) ที่กล่าวว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่ ผลการดำเนินงานของบริษัทดังกล่าวจะดี โดยขนาดของบริษัทวัดได้จากความสัมพันธ์ของสินทรัพย์และผลการดำเนินงาน ประกอบกับโอกาสเติบโตในอนาคตของบริษัท ดังนั้นในงานวิจัยนี้ขนาดของบริษัท จะมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตรากำไรเติบโตของรายได้ และกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย

#### 2.2.1.4 อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Market-to-Book Ratio)

จากงานวิจัยของ (ภารดี รัชมี, 2553) ได้ใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี เป็นตัวแปรควบคุมในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง IPO Underpricing และคุณภาพของบริษัท โดยตัวแปรทั้งสองสะท้อนข้อมูลการเติบโตของบริษัทในอนาคต ดังนั้นในงานวิจัยนี้อัตราส่วน



ราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีจะมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราการเติบโตของรายได้ และกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย

### 2.2.1.5 รายจ่ายเพื่อการลงทุน (CAPEX)

รายจ่ายเพื่อการลงทุน หมายถึง รายจ่ายที่บริษัทจ่ายไปเพื่อให้ได้มาซึ่งสินทรัพย์หรือผลตอบแทนที่จะได้รับเป็นการถาวรไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อม จากงานวิจัยของ McConnell and Servaes (1990) และ Morck, Shleifer and Vishny (1998) ได้ใช้รายจ่ายเพื่อการลงทุน กล่าวคือ ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา และค่าใช้จ่ายในการโฆษณา เป็นตัวแปรควบคุมในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นคณะกรรมการบริษัท พบว่า บริษัทที่มีรายจ่ายเพื่อการลงทุนสูงจะมีผลการดำเนินงานดีกว่าบริษัทที่มีรายจ่ายเพื่อการลงทุนต่ำ ดังนั้นในงานวิจัยนี้รายจ่ายเพื่อการลงทุนจะมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราการเติบโตของรายได้ และกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย

## 2.3 การเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPOs)

### 2.3.1 ขั้นตอนการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPOs)

#### 2.3.1.1 บริษัทมหาชนจำกัด

บริษัทที่จะเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน ต้องเป็นบริษัทมหาชนจำกัด (ถ้าเป็นบริษัทจำกัดต้องแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชนจำกัดก่อน) หรือเป็นผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนที่ได้จดทะเบียนหนังสือบริคณห์สนธิตามกฎหมายว่าด้วยบริษัทมหาชนจำกัดแล้ว

#### 2.3.1.2 ที่ปรึกษาทางการเงิน

บริษัทที่จะเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน ต้องแต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงิน เพื่อร่วมจัดทำคำขออนุญาตเสนอขายหุ้นและแบบ filing

#### 2.3.1.3 คำขออนุญาต

จากนั้นบริษัทจะต้องยื่นแบบคำขออนุญาต (แบบ 35-1) และยื่นแบบ filing (แบบ 69-1) รวมถึงร่างหนังสือชี้ชวน

#### 2.3.1.4 พิจารณาคำขออนุญาต

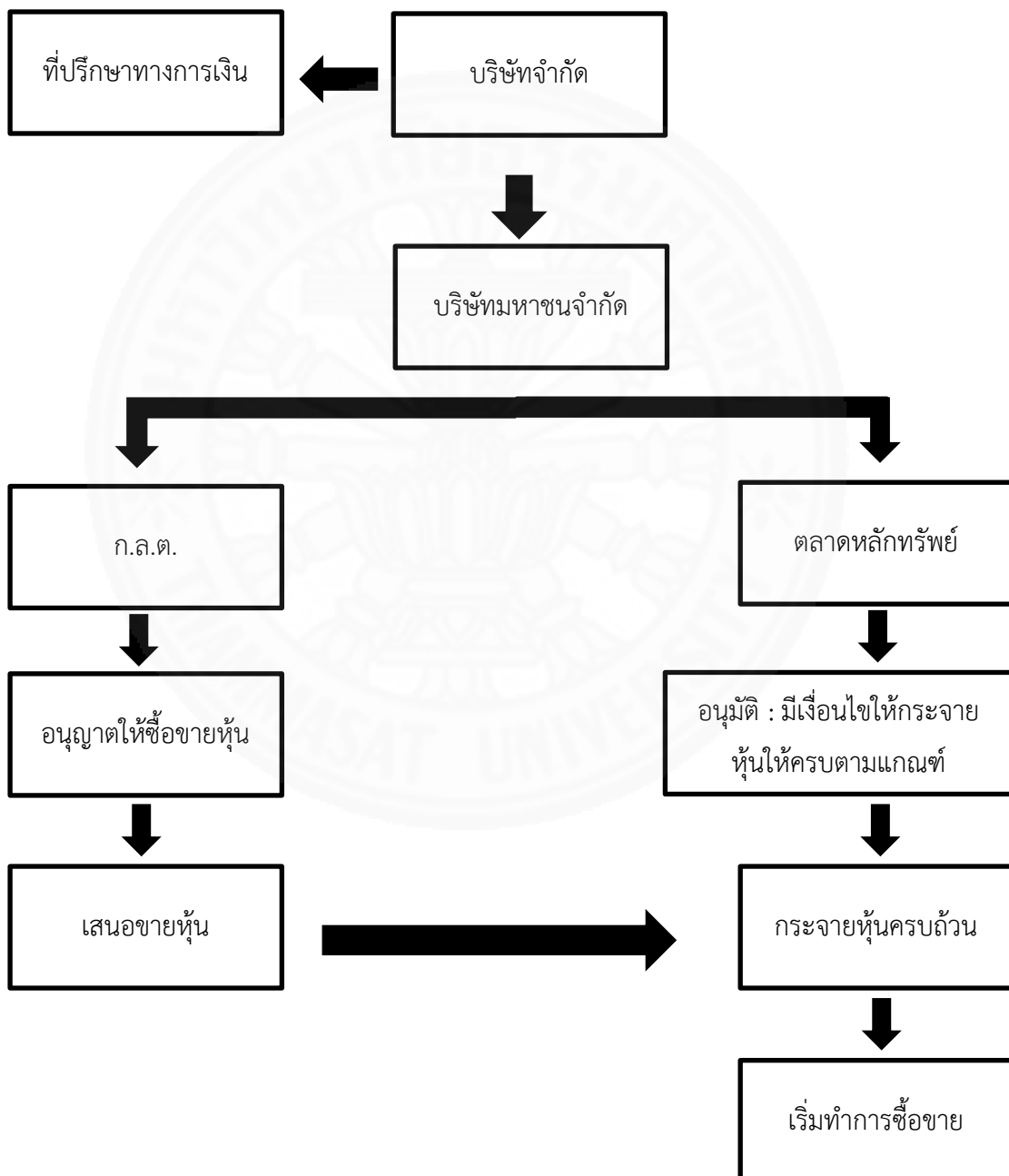
สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จะเป็นผู้พิจารณาข้อมูล รวบรวมประเด็น และแจ้งผลพิจารณาภายใน 165 วัน ตามคู่มือประชาชน

#### 2.3.1.5 เมื่อผ่านการพิจารณาจาก ก.ล.ต. แล้ว บริษัทจะต้องปฏิบัติ ดังนี้

1. แต่งตั้งผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter)
2. ระบุราคาขาย และวันจองซื้อในแบบ filing



3. จากนั้น ก.ล.ต. จะแจ้งแบบ filing ซึ่งมีผลบังคับใช้อย่างน้อย 14 วัน
4. เสนอขายหุ้นสามัญแก่สาธารณชน โดยจะต้องเสนอขายภายใน 6 เดือนนับจากวันที่อนุญาต หากไม่สามารถจัดการได้ภายในเวลาที่กำหนด บริษัทสามารถยื่นขอขยายระยะเวลาได้อีกไม่เกิน 6 เดือน
5. ยื่นคำขอต่อตลาดหลักทรัพย์ เพื่อนำหุ้นไปจดทะเบียน หรือเพื่อเสนอขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ



ภาพที่ 2.2 สรุปขั้นตอนการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 2.3.2 เกณฑ์อนุญาตการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPOs)

บริษัทที่จะสามารถเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชนได้ ต้องเป็นบริษัทมหาชนจำกัด และมีคุณสมบัติที่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ในเรื่องของการกำกับดูแลกิจการที่ดี และหลักเกณฑ์คุณสมบัติอื่น ๆ ดังนี้

#### 2.3.2.1 การรักษาสิทธิของผู้ถือหุ้นและปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเป็นธรรม

(1) บริษัทต้องมีโครงสร้างการถือหุ้น ชัดเจน เป็นธรรม กล่าวคือ การถือหุ้นต้องสะท้อนอำนาจในการควบคุม และส่วนได้เสียของผู้ถือหุ้นได้อย่างชัดเจน ไม่มีบุคคลที่อาจมีความขัดแย้ง ถือหุ้นในบริษัทย่อยหรือบริษัทร่วมเกิน 10% เว้นแต่ แสดงได้ว่าการจัดโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทย่อยหรือบริษัทร่วมดังกล่าวเป็นไปเพื่อประโยชน์ที่ดีที่สุดของบริษัทแล้ว นอกจากนี้ไม่สามารถมีการถือหุ้นไขว้ระหว่าง ผู้ขออนุญาต ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ บริษัทย่อย และบริษัทร่วม เว้นแต่ได้รับการผ่อนผันจาก ก.ล.ต.

(2) กรรมการ ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ต้องไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เว้นแต่ มีกลไกที่ทำให้เชื่อมั่นได้ว่า การบริหารจัดการจะเป็นไปเพื่อประโยชน์ที่ดีที่สุดของกิจการและผู้ถือหุ้นโดยรวม

(3) จะต้องไม่มีเหตุที่ทำให้สงสัยว่ากลไกการบริหารจัดการจะไม่สามารถรักษาสิทธิของผู้ถือหุ้น หรือไม่สามารถปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเป็นธรรม

#### 2.3.2.2 บทบาท หน้าที่ และความรับผิดชอบของกรรมการ ผู้บริหาร

(1) คณะกรรมการต้องเข้าใจบทบาท หน้าที่ และความรับผิดชอบที่มีต่อผู้ถือหุ้น และสามารถแสดงได้ให้เห็นว่าจะสามารถปฏิบัติหน้าที่ได้

(2) โครงสร้างคณะกรรมการและการจัดการ ต้องมีการตรวจสอบและถ่วงดุลอำนาจกันอย่างเพียงพอ ซึ่งต้องมีกรรมการอิสระอย่างน้อยหนึ่ง 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมดของบริษัท แต่ต้องไม่น้อยกว่า 3 คน และมีคณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee) ซึ่งประกอบด้วย กรรมการตรวจสอบอย่างน้อย 3 คน ที่มีความเป็นอิสระและมีคุณสมบัติ หน้าที่ในลักษณะเดียวกับที่กำหนดในข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยต้องมีความรู้และประสบการณ์ที่จะสอบทานความน่าเชื่อถือของงบการเงินรวม รวมถึงทำหน้าที่อื่นในฐานะกรรมการตรวจสอบได้

(3) กรรมการและผู้บริหารต้องไม่มีลักษณะขาดความน่าไว้วางใจ และเป็นบุคคลที่มีชื่ออยู่ในระบบข้อมูลรายชื่อกรรมการและผู้บริหารของบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกตามประกาศว่าด้วยหลักเกณฑ์การแสดงชื่อบุคคลในระบบข้อมูลรายชื่อกรรมการและผู้บริหารของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์

### 2.3.2.3 การเปิดเผยข้อมูล

(1) ข้อมูลต้องครบถ้วน เพียงพอต่อการตัดสินใจลงทุน และไม่มีข้อความที่อาจทำให้ผู้ลงทุนสำคัญผิด

(2) งบการเงินของบริษัทและงบการเงินรวมประจำงวดปีบัญชีล่าสุดและไตรมาสล่าสุดต้องถูกต้อง น่าเชื่อถือ โดยจัดทำให้เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีที่ใช้บังคับกับบริษัทมหาชนจำกัด (รวมถึงงบการเงินบริษัทย่อยที่เป็นบริษัทจำกัด) และเกณฑ์ที่กำหนด โดยผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบ ซึ่งรายงานผู้สอบบัญชี ต้องไม่มีลักษณะ ที่ชี้ให้เห็นว่า ไม่แสดงความเห็นต่อการจัดทำงบการเงิน หรือแสดงความเห็นว่างบการเงินไม่ถูกต้อง หรือแสดงความเห็นอย่างมีเงื่อนไขในรายการบัญชีที่เป็นสาระสำคัญว่า ไม่เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชี หรือแสดงความเห็นว่าถูกจำกัดขอบเขตการตรวจสอบโดยบริษัทหรือผู้บริหาร

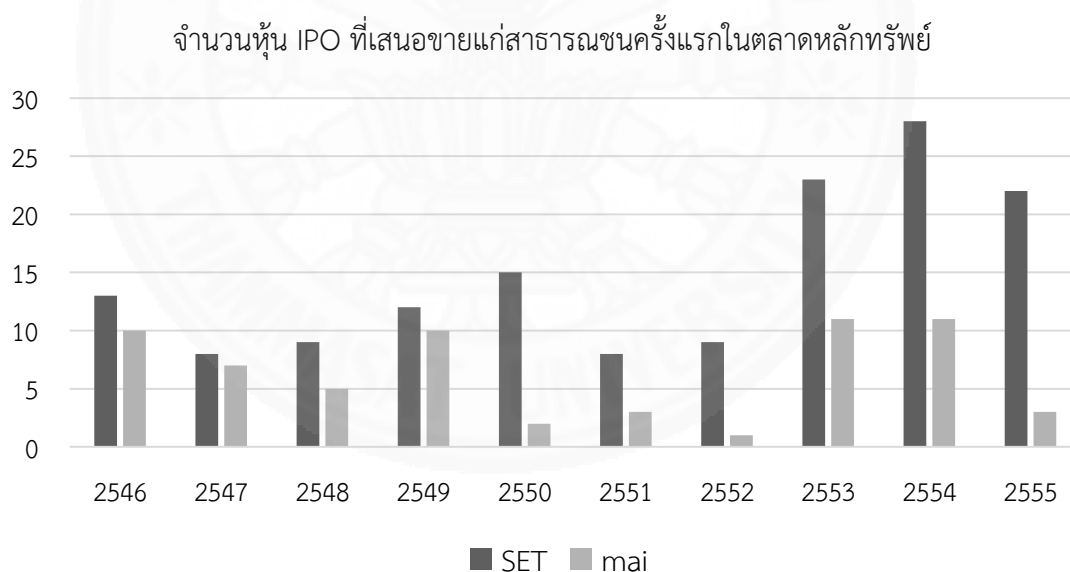
(3) การเปิดเผยข้อมูลต้องไม่มีเหตุสงสัยว่า บริษัทไม่มีระบบเพียงพอที่จะสามารถจัดทำและเปิดเผยข้อมูลตามเกณฑ์ที่กำหนดได้อย่างต่อเนื่องและน่าเชื่อถือ

## บทที่ 3

### วิธีการวิจัย

#### 3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลของบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPOs) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 - พ.ศ. 2555 เนื่องจากการศึกษานี้ต้องใช้ผลตอบแทนจากการดำเนินงาน (Operating performance) โดยใช้ตัววัดจากข้อมูลทางบัญชี ได้แก่ รายได้ กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย สินทรัพย์รวม และรายจ่ายเพื่อการลงทุน เป็นระยะเวลา 3 ปีหลังจากที่มีการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรก จึงไม่สามารถใช้ข้อมูลของปี พ.ศ. 2556 - พ.ศ. 2558 ได้ โดยในช่วงระหว่างปีดังกล่าวมีบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชนทั้งหมดจำนวน 210 บริษัท



ภาพที่ 3.1 กราฟแสดงจำนวนหุ้น IPO ที่เสนอขายครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPOs) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 - พ.ศ. 2555  
ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

### 3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาสำหรับงานวิจัยนี้ เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ซึ่งข้อมูลทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรก ผลตอบแทนเริ่มแรก และผลการดำเนินงานของบริษัท สามารถรวบรวมข้อมูลได้จาก สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) SETSMART (Set Marketing and Reporting Tools) และฐานข้อมูล DataStream

### 3.3 วิธีการวิจัยและสมมติฐาน

#### 3.3.1 วิธีการวิจัย

การศึกษาทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling) ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPOs) สำหรับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ว่าเป็นบริษัทที่มีคุณภาพ จากการออกหุ้น IPO ด้วยราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpriced) โดยทดสอบจากความสัมพันธ์ระหว่าง IPO Underpricing และคุณภาพของบริษัท (Firm Quality) ด้วยวิธีสมการถดถอยพหุคูณเส้นตรง (Multiple Linear Regression : MLR) โดยใช้ตัวแปรควบคุมจากงานวิจัยของ Chan, Karceski and Lakonishok (2003) และ (ภารดี รัชมี, 2553) ซึ่งมีสมการดังนี้

$$\text{FirmQuality}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{MAR}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{MB}_{it} + \beta_4 \text{CAPEX}_{it} + \epsilon_{it}$$

โดย	$\text{FirmQuality}_{it}$	คือ	อัตราการเติบโตของรายได้ หรืออัตราการเติบโตของกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย
	$\text{MAR}_{it}$	คือ	ผลตอบแทนเริ่มแรกที่ปรับด้วยสภาพตลาดแล้ว
	$\text{SIZE}_{it}$	คือ	มูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัท
	$\text{MB}_{it}$	คือ	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี
	$\text{CAPEX}_{it}$	คือ	รายจ่ายเพื่อการลงทุน

#### 3.3.1.1 การคำนวณผลตอบแทนเริ่มแรก (The first-day Initial Return)

เนื่องจากต้องคำนึงถึงผลกระทบจากสภาพตลาดที่อาจส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหุ้น การคำนวณผลตอบแทนเริ่มแรกจึงต้องใช้วิธี Market Adjusted Initial Return ซึ่งสามารถคำนวณได้จาก

$$MAR_{i1} = Ret_{i1} - Ret_{m1}$$

โดย	$MAR_{i1}$	คือ	ผลตอบแทนเริ่มแรกที่ปรับด้วยสภาพตลาดแล้ว
	$Ret_{i1}$	คือ	ผลตอบแทนของหุ้นในวันแรกหลังจากเข้าสู่ตลาด
	$Ret_{m1}$	คือ	ผลตอบแทนของตลาดในวันแรกที่หุ้น IPO ทำการซื้อขาย

ซึ่ง  $Ret_{i1}$  คำนวณได้จาก

$$Ret_{i1} = P_{i1}/S_{i0} - 1$$

โดย	$Ret_{i1}$	คือ	ผลตอบแทนของหุ้นในวันแรกหลังจากเข้าสู่ตลาด
	$P_{i1}$	คือ	ราคาปิดของหุ้น IPO ในวันแรกหลังจากเข้าสู่ตลาด
	$S_{i0}$	คือ	ราคาเสนอขายหุ้น IPO

และ  $Ret_{m1}$  คำนวณได้จาก

$$Ret_{m1} = P_{m1}/P_{m0} - 1$$

โดย	$Ret_{m1}$	คือ	ผลตอบแทนของตลาดในวันแรกที่หุ้น IPO ทำการซื้อขาย
	$P_{m1}$	คือ	ดัชนีราคาปิดของตลาดในวันแรกที่หุ้น IPO ทำการซื้อขาย
	$P_{m0}$	คือ	ดัชนีราคาปิดของตลาดในวันสุดท้ายของระยะเวลาที่เปิดจองซื้อหุ้น IPO

### 3.3.2 สมมติฐาน

สมมติฐานที่ 1 : ผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ที่มีค่าเป็นบวกจะมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราการเติบโตของรายได้

สมมติฐานที่ 2 : ผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ที่มีค่าเป็นบวกจะมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราการเติบโตของกำไรก่อนหัก ดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย

### 3.3.3 ข้อมูลตัวแปร สัญลักษณ์ และผลที่คาดหวัง

ตารางที่ 3.1 ข้อมูลตัวแปร สัญลักษณ์ และผลที่คาดหวัง

ข้อมูลตัวแปร	สัญลักษณ์	ผลที่คาดหวัง
<b>ตัวแปรต้น</b>		
ผลตอบแทนเริ่มแรก	MAR	+
<b>ตัวแปรตาม</b>		
คุณภาพบริษัท	FirmQuality	+
<b>ตัวแปรควบคุม</b>		
ขนาดของบริษัท	SIZE	+
อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี	MB	+
รายจ่ายเพื่อการลงทุน	CAPEX	+

## บทที่ 4

### ผลการวิจัยและอภิปรายผล

จากการเก็บรวบรวมข้อมูลและกลุ่มตัวอย่างเพื่อใช้ในการศึกษาทฤษฎีการส่งสัญญาณของบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPOs) ด้วยราคาหุ้น IPO ที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ว่าเป็นบริษัทที่มีคุณภาพ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ของปี พ.ศ. 2546 - พ.ศ. 2555 พบว่ามีจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ข้อมูลครบถ้วนทั้งหมด 161 บริษัท จากทั้งหมด 210 บริษัท เนื่องจากมีบางบริษัทที่ข้อมูลไม่ครบถ้วน อาทิเช่น วันที่หรือราคาเสนอขายหุ้นครั้งแรกไม่ชัดเจน เป็นต้น ส่งผลให้ไม่สามารถนำมาใช้ในการศึกษาได้

#### 4.1 การวิเคราะห์ผลการวิจัยด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

การวิเคราะห์ผลการวิจัยด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นการอธิบายข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างด้วยค่าสถิติเบื้องต้น ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ซึ่งจะแสดงให้เห็นถึงลักษณะข้อมูลของกลุ่มตัวอย่าง ที่สามารถนำมาวิเคราะห์ได้ในเบื้องต้น ดังตารางที่ 4.1

โดยข้อมูลในตารางที่ 4.1 นั้น แสดงถึงลักษณะตัวแปรต่าง ๆ ของหุ้น IPO ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 - พ.ศ. 2555 ซึ่งเป็นข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างในงานวิจัยนี้ พบว่า

อัตราการเติบโตของรายได้ซึ่งเป็นตัวแปรตาม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 15 ค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 437 ค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ -91 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 46

อัตรากำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายซึ่งเป็นตัวแปรตาม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ -9 ค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 130.7 ค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ -534 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 333

ผลตอบแทนเริ่มแรกซึ่งเป็นตัวแปรต้น มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 28 ค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 200 ค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ -92 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 48

ขนาดของบริษัทซึ่งเป็นตัวแปรควบคุม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3,643.56 ล้านบาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 88,942.88 ล้านบาท ค่าต่ำสุดเท่ากับ 60.86 ล้านบาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 10,854.37

อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีซึ่งเป็นตัวแปรควบคุม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.22 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 20.58 เท่า ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.24 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 2.57 เท่า



รายจ่ายเพื่อการลงทุนซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -170.92 ล้านบาท ค่าสูงสุดเท่ากับ -0.03 ล้านบาท ค่าต่ำสุดเท่ากับ -2,832.32 ล้านบาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 328.89 ล้านบาท

ตารางที่ 4.1 ลักษณะตัวแปรของหุ้น IPO ของปี พ.ศ. 2546 - พ.ศ. 2555

Year	Revenue growth	EBITDA growth	MAR	SIZE	MB	CAPEX
2546	0.22	0.15	0.56	3,021.49	1.64	-175.87
2547	0.12	0.09	0.13	2,665.58	1.39	-178.20
2548	0.10	-0.35	0.06	2,086.68	1.66	-139.34
2549	0.21	-0.08	0.00	2,608.92	1.20	-142.90
2550	0.21	-0.34	0.21	2,102.52	1.22	-78.73
2551	0.08	0.16	-0.02	3,254.65	2.05	-183.80
2552	0.14	-0.02	0.08	9,297.75	2.93	-191.65
2553	0.20	0.23	0.29	2,031.13	3.62	-260.10
2554	0.17	0.11	0.47	1,303.15	3.44	-128.10
2555	0.17	-0.42	0.55	6,855.32	4.76	-213.01
Mean	0.15	-0.09	0.28	3,643.56	2.22	-170.92
Max	4.37	13.07	2.00	88,942.88	20.58	-0.03
Min	-0.91	-5.34	-0.92	60.86	0.24	-2,832.32
SD	0.46	3.33	0.48	10,854.37	2.57	328.89

#### 4.2 การวิเคราะห์ผลการวิจัยด้วยสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

##### 4.2.1 การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตาม โดยมีตัวแปรควบคุมหรือตัวแปรอิสระมากกว่า 1 ตัวขึ้นไป

ตารางที่ 4.2 การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณของการเติบโตของรายได้ (Revenue) ปีที่ 1 - 3 และการเติบโตของกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ปีที่ 1 - 3

Revenue Growth						
Variables	Year 1		Year 2		Year 3	
	Coefficients	P-value	Coefficients	P-value	Coefficients	P-value
MAR	0.061	0.425	-1.344	0.171	0.138	0.233
SIZE	3.281	0.449	1.040	0.809	4.040	0.261
MB	0.043	0.105	0.057	0.202	-0.213	0.264
CAPEX	-0.002	0.044	0.000	0.874	0.000	0.827
EBITDA Growth						
Variables	Year 1		Year 2		Year 3	
	Coefficients	P-value	Coefficients	P-value	Coefficients	P-value
MAR	-0.114	0.681	-0.145	0.474	0.470	0.721
SIZE	0.000	0.376	4.140	0.644	0.000	0.668
MB	0.678	0.293	0.046	0.103	-0.121	0.577
CAPEX	0.000	0.906	0.000	0.852	0.000	0.322

จากตารางที่ 4.2 เป็นผลการวิเคราะห์สมมติฐานด้วยสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) พบว่า ผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ที่ Underpricing ไม่มีความสัมพันธ์กับคุณภาพของบริษัทในระดับนัยสำคัญทางสถิติร้อยละ 99 ร้อยละ 95 และร้อยละ 90

เมื่อใช้การเติบโตของรายได้ (Revenue) และการเติบโตของกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ปีที่ 1 - 3 หลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน เป็นตัววัดคุณภาพของบริษัท (Firm Quality) ซึ่งเป็นตัวแปรตาม ส่วนตัวแปรต้นใช้ผลตอบแทนเริ่มแรก (Initial return) ที่เป็นบวกเท่านั้น เนื่องจากผลตอบแทนแรกเริ่มที่เป็นบวกจะสะท้อนให้เห็นว่าราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpriced)

ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า IPO Underpricing ไม่ได้เป็นการส่งสัญญาณ (Signaling) คุณภาพของบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกไปยังนักลงทุน กล่าวคือ ไม่พบหลักฐานที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling) นอกจากนี้ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดบริษัท (SIZE)

อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และรายจ่ายเพื่อการลงทุน (CAPEX) ก็ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Garfinkel (1993) Roni and Wayne (1994) และ Jegadeesh, Weinstein and Welch (1991) ที่ไม่พบความเกี่ยวข้องดังกล่าวเช่นกัน

#### 4.2.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) เป็นวิธีการวิเคราะห์ทางสถิติของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระหรือตัวแปรควบคุม เพื่อตรวจสอบปัญหา multicollinearity ซึ่งเป็นปัญหาที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองเกินกว่าระดับที่สามารถยอมรับได้ เนื่องจากหากเกิดปัญหานี้ขึ้นจะส่งผลกระทบต่อผลการวิเคราะห์ทางสถิติ รวมถึงค่าพารามิเตอร์ของตัวแปร นำไปสู่ข้อผิดพลาดและอาจทำให้ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 4.3 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) ระหว่างตัวแปรอิสระ

	MAR	SIZE	MB	CAPEX
MAR	1.0000			
SIZE	-0.0743	1.0000		
MB	0.1351	0.0741	1.0000	
CAPEX	0.0856	-0.0997	-0.0676	1.0000

จากตารางที่ 4.3 เป็นผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระหรือตัวแปรควบคุม พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรมีความสัมพันธ์กันทั้งทางบวกและทางลบ แต่ความสัมพันธ์ดังกล่าวนี้ ไม่ก่อให้เกิดปัญหา multicollinearity เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรมีค่าน้อยกว่า 0.5 ซึ่งหากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่ามากกว่า 0.5 จะต้องแก้ปัญหาด้วยการปรับเปลี่ยนหรือนำตัวแปรที่มีค่าความสัมพันธ์สูงนั้นออก มิฉะนั้นแล้วผลการวิเคราะห์ที่ได้รับจะคลาดเคลื่อน

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่ชี้ให้เห็นว่า บริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPOs) ด้วยราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpriced) เป็นการส่งสัญญาณของคุณภาพบริษัท ว่าเป็นบริษัทที่มีคุณภาพดี ไม่ว่าจะเป็นงานวิจัยของ Allen and Faulhaber (1989), Grinblatt and Hwang (1989), Welch (1989) และ Zheng and Stangeland (2007) โดยงานวิจัยเหล่านี้เป็นการศึกษาทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling) ของประเทศสหรัฐอเมริกา แต่สำหรับงานวิจัยนี้เป็นการศึกษาทฤษฎีดังกล่าว ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2546 – พ.ศ. 2555 ซึ่งจากผลการวิเคราะห์ด้วยวิธีสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง IPO Underpricing และคุณภาพของบริษัท (Firm Quality) กล่าวคือ ผลตอบแทนในวันแรกผลตอบแทนในวันแรกของหุ้น IPO ที่ Underpricing ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของรายได้ (Revenue) และอัตราการเติบโตของกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA)

เมื่อนำผลการวิจัยมาวิเคราะห์แล้ว พบว่า งานวิจัยในอดีตที่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว นั้น เป็นงานวิจัยที่เกิดขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งกล่าวได้ว่าเป็นประเทศที่ตลาดพัฒนาแล้ว แต่สำหรับงานวิจัยนี้เป็นการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย เรียกได้ว่าเป็นประเทศที่ตลาดกำลังพัฒนา (Emerging Market) ซึ่งจากงานวิจัยของ (ฉัฐมา พิมพ์สกุล, 2553) ได้เคยศึกษาปัญหาของทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับราคาหุ้น IPO ที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง หรือ IPO Underpricing รวมถึงได้เสนอแนวคิดเกี่ยวกับพฤติกรรมของราคาหุ้น IPO ผลจากการศึกษาพฤติกรรมราคาหุ้น IPO ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2544 - พ.ศ. 2552 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) (ซึ่งเป็นช่วงการศึกษาที่ค่อนข้างสอดคล้องกับงานวิจัยนี้ คือ พ.ศ. 2546 - พ.ศ. 2555) พบว่า พฤติกรรมราคาหุ้น IPO มีความเกี่ยวข้องกับปรากฏการณ์ที่เรียกว่า Fads Hypothesis โดย Aggarwal and Rivoli (1990) ได้เคยศึกษาและเสนอแนวความคิดเกี่ยวกับปรากฏการณ์นี้ ว่าเป็นปรากฏการณ์ที่หลักทรัพย์มีมูลค่าสูงเกินจริง (Overvalued) เนื่องจากพฤติกรรมของนักลงทุนบางกลุ่มไม่มีเหตุผล (Irrational) กล่าวคือ นักลงทุนมองหลักทรัพย์เหล่านี้ในแง่ดีเกินไปหรือเรียกว่า Overoptimistic ส่งผลให้ค่า P/E Ratio สูงเกินจริง ซึ่งค่า P/E Ratio นั้นเป็นค่าที่แสดงถึงความคาดหวังของนักลงทุน เป็นสิ่งบ่งชี้ของนักลงทุนที่เชื่อว่าในอนาคตบริษัทจะมีการเติบโตของรายได้และกำไร

จากตารางที่ 5.1 เป็นค่า P/E Ratio ของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในช่วงระหว่างปีทำงานวิจัยนี้ใช้ศึกษาทฤษฎีการส่งสัญญาณ จะเห็นได้ว่าค่า P/E Ratio ในช่วงดังกล่าวมีค่าสูงมาก สาเหตุสำคัญที่ทำให้ค่า P/E Ratio สูงเป็นอย่างมากนั้น เนื่องจากหุ้น IPO ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ปี พ.ศ. 2546 ได้รับการคาดหวังจากนักลงทุนเป็นอย่างมาก เพราะเป็นช่วงแรกของการเปิดตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งบริษัทที่จดทะเบียนและเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPOs) ในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ โอนั้น เป็นผู้ประกอบการธุรกิจวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ส่งผลให้นักลงทุนเชื่อว่าในอนาคตบริษัทเหล่านี้มีโอกาสเติบโตได้สูง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Swaminathan and Purnanandam (2004) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของค่า P/E Ratio กับผลตอบแทนแรกเริ่ม พบว่า หุ้น IPO ที่มีค่า P/E Ratio สูง จะมีผลตอบแทนแรกเริ่มสูง แต่ในระยะยาวผลตอบแทนกลับลดลง

ตารางที่ 5.1 ค่า P/E Ratio ของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ปี พ.ศ. 2546 - พ.ศ. 2555

Year	P/E Ratio
2546	117.46
2547	15.99
2548	10.16
2549	11.02
2550	14.15
2551	12.53
2552	16.25
2553	17.29
2554	15.70
2555	17.96
Average	24.85

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กล่าวได้ว่า ผลตอบแทนแรกเริ่มแรก (Initial return) ที่ปรับด้วยสภาพตลาดแล้วมีค่าเป็นบวก อาจไม่ได้หมายถึงราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง หรือ IPO Underpricing แต่เป็นการ Overoptimistic ของนักลงทุน ดังนั้นจึงไม่พบความสัมพันธ์ในระดับนัยทางสถิติระหว่าง IPO Underpricing และคุณภาพของบริษัท (Firm Quality) ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่

สาธารณชน (IPOs) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และ IPO Underpricing จึงไม่มีหลักฐานเชิงประจักษ์ทางสถิติที่จะสามารถพิสูจน์ทฤษฎีการส่งสัญญาณในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

## 5.2 ข้อเสนอแนะ

งานวิจัยนี้ศึกษาทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling) ของบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 - พ.ศ. 2555 มีจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ข้อมูลครบถ้วนทั้งหมดเพียง 161 บริษัท ซึ่งเป็นจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ค่อนข้างน้อย โดยจากงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องนั้นมักจะทำการศึกษาในประเทศที่ตลาดพัฒนาแล้ว ดังนั้นในอนาคตหากมีผู้สนใจที่จะศึกษาเกี่ยวกับทฤษฎีการส่งสัญญาณนี้อาจทำการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ที่กำลังพัฒนาเช่นเดียวกับในประเทศไทย เพื่อวิเคราะห์หรือเปรียบเทียบผลการวิจัย และควรมีกุ่มตัวอย่างจำนวนมากกว่านี้

นอกจากนี้ปัญหาที่สำคัญอีกประการหนึ่ง คือ วิธีหา IPO Underpricing เนื่องจากวิธีที่งานวิจัยนี้นำมาใช้นั้น เป็นวิธีที่งานวิจัยในอดีตใช้ ซึ่งอาจจะไม่เหมาะสมกับสภาพตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย ดังนั้นผู้สนใจศึกษาเรื่องนี้ในอนาคตควรตระหนักถึงวิธีที่เหมาะสมกว่าวิธีที่ใช้ในปัจจุบัน

## รายการอ้างอิง

### การค้นคว้าอิสระ

- ณัฐมา พิมพ์สกุล, (2553). *ปรากฏการณ์ Fads Hypothesis ในหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณชน ครั้งแรก:กรณีศึกษาหลักทรัพย์ในประเทศไทย*. การศึกษาด้วยตนเองตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
- ชญาพร คงสาคร, (2553). *การตกแต่งกำไรในบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPOs) ในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpriced)*. การศึกษาด้วยตนเองตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
- ณัฐจิรา คณานุกรักษ์, (2554). *ผลกระทบการตั้งราคา IPO ต่อชื่อเสียงของวาณิชชกิจ : กรณีศึกษาประเทศไทย*. การศึกษาด้วยตนเองตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
- นันทินี วิทญเลิศปัญญา, (2553). *บทบาทของตัวกลางและสัดส่วนนักลงทุนสถาบันต่อหุ้นสามัญเข้าใหม่ในตลาดหลักทรัพย์เพื่อทางเลือกในการลงทุน (MAI)*. การศึกษาด้วยตนเองตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
- นภัสวรรณ อัจยุตโกคิน, (2554). *การตกแต่งกำไรโดยใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจด้วยวิธีการลดรายจ่ายการวิจัยและพัฒนา : การศึกษาบริษัทในอุตสาหกรรมยาของประเทศญี่ปุ่น*. การศึกษาด้วยตนเองตามหลักสูตรปริญญาบัญชิมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
- ภารตี รัชมี, (2553). *Underpricing and Firm quality: Evidence from That IPO Firms*. การศึกษาด้วยตนเองตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

### Articles

- Aggarwal, R. and Rivoli, P. (1990). *Fads in the Initial Public Offering Market?*, Financial Management, Winter 1990, 45 - 57.
- Allen, F., and Faulhaber, G.R. (1989). Signaling by Underpricing in the IPO Market, *Journal of Financial Economics*, 23, 303-323.

- Baron, D.P. (1982). A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues, *Journal of Finance*, 37, 955-976.
- Beatty, R.P. and Ritter, J.R. (1986). Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings, *Journal of Financial Economics*, 15, 213-232.
- Booth, J.R. and Deli, D.N. (1996). Factors affecting the number of outside directors held by CEOs, *Journal of Financial Economics*, 40, 81-104
- Chan, L.K.C., Karceski, J. and Lakonishok J. (2003). The Level and Persistence of Growth Rates, *Journal of Financial*, 58, 643-684.
- Chi, J. and Padgett, C. (2006). *Operating Performance and Its Relationship to Market Performance of Chinese Initial Public Offerings*, *Chinese Economy*, 39, 28-50.
- Garfinkel, Jon A. (1993). *IPO Underpricing, Insider Selling and Subsequent Equity Offerings: Is Underpricing a Signal of Quality?*, *Financial Management*, 22, 74.
- Grinblatt, M. and Hwang C.Y. (1989). Signaling and the Pricing of New Issues, *Journal of Finance*, 44, 393-420.
- Jain, B.A. and Kini, O. (1994). The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms, *Journal of Finance*, 49, 1699-1726.
- Jegadeesh, N., Welch, I. and Weinstein, M. (1991). *An empirical investigation of IPO returns and subsequent equity offerings*, Working Paper : University of California at Los Angeles.
- Jensen, M.C., and Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Katti, S. and Phani, B.V. (2016). Underpricing of Initial Public Offerings : A Literature Review, *Universal Journal of Accounting and Finance*, 4(2), 35-52.
- Kim, K.A., Kitsabunnarat, P. and Nofsinger, J.R. (2004). Ownership and operating performance in an emerging market: evidence from Thai IPO firms, *Journal of Corporate Finance*, 10, 355-381.
- Koh, F. and Walter, T. (1989). A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues, *Journal of Financial Economics*, 23, 251-272.
- McConnell, J.J and Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and



- corporate value, *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- Mikkelson, W.H., Partch, M.M. and Shah, K. (1997). *Ownership and operating performance of companies that go public*, *Financial Economics*, 44, 281-307.
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1998). Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Rock, K. (1986). Why New Issues Are Underpriced, *Journal of Financial Economics*, 15, 187-212.
- Roni, M. and Wayne H. S. (1994). *The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse-Selection and Signaling Theories*, *Review of Financial Studies*, 7, 279-319.
- Swaminathan, B. and Purnanandam A. K. (2004). *Are Ipos Really Underpriced?*, *Review of Financial Studies*, 17, 811-848.
- Tech, S.H., Welch, I. and Wong, T.J. (1998). Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings, *Journal of Finance*, 53, 1935-1974.
- Welch, I. (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings, *Journal of Finance*, 44(2), 421-449.
- Zheng, S.X. and Stangeland, D.A. (2007). *IPO Underpricing, Firm Quality, and Analyst Forecasts*, *Financial Management*, 36(2), 45-64.

## ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาวนันทน์ อัญชลีพรสันต์
วันเดือนปีเกิด	14 มิถุนายน พ.ศ. 2536
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2558: บัณฑิต (การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

