



## มูลค่าการระดมทุนผ่าน IPO เพิ่มขึ้นมาก จะมีผลต่อผลตอบแทนของหุ้นระดมทุนใหม่อย่างไร

ตั้งแต่ปี 2545 การระดมทุนของภาคเอกชนผ่านตลาดทุนในลักษณะ IPO กลับมาเป็นที่นิยมอีกครั้งในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 ทำให้ตั้งแต่ปี 2545-2548 ยอดรวม IPO เพิ่มขึ้นประมาณร้อยละ 37 ขณะเดียวกันอุปสงค์ของการลงทุนในหุ้นกลับเพิ่มในอัตราที่น้อยกว่าเพียงร้อยละ 25 เท่านั้น ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนวันแรกมีความผันผวนมาก จากสถิติเบื้องต้นยังพบอีกว่าหุ้น IPO ที่เข้าซื้อขายในช่วง 4 ปีที่ผ่านมามีการกระจุกตัวในไตรมาส 4 ของทุก ๆ ปี โดยการระดมทุนของหุ้นในไตรมาส 4 มีมูลค่าสูงกว่ายอดรวมของไตรมาส 1-3 เฉลี่ยเกือบ 3 เท่าตัว ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของ IPO โดยเฉลี่ยในไตรมาสที่ต่ำกว่าผลตอบแทนในไตรมาสอื่นกว่าร้อยละ 20

รายงานฉบับนี้ได้ทำการศึกษาถึงปัจจัยที่กำหนดทิศทางของผลตอบแทนหุ้น IPO โดยใช้วิธีเชิงเศรษฐมิติเพื่อควบคุมผลที่อาจเกิดจากปัจจัยอื่นๆ เช่น ผลจาก sentiment ของตลาด (market return) โดยใช้ข้อมูล IPO ที่เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ระหว่างปี 2546-2548 จำนวน 122 บริษัท จากการศึกษาพบว่า ปัจจัยหลักที่กำหนดอัตราผลตอบแทนวันแรกมี 2 ปัจจัย คือ (1) มูลค่าการระดมทุนของหุ้น IPO ที่ออกก่อนหน้าซึ่งสะท้อนถึงการกระจุกตัวของการออกหุ้น IPO และ (2) อุปสงค์การลงทุนซึ่งสะท้อนจากจำนวน active account นอกจากนี้ยังพบว่าอัตราผลตอบแทนวันแรกจะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อไปอีกอย่างน้อย 80 วันทำการ

จากข้อเท็จจริงที่พบว่า การกระจุกตัวของหุ้น IPO ที่เกิดขึ้นโดยเฉพาะในไตรมาสสี่เป็นผลมาจาก (1) ข้อกำหนดทางด้านงบการเงินและกระบวนการในการพิจารณาอนุมัติให้หุ้น IPO ออกขายสู่ประชาชนที่ใช้เวลาค่อนข้างนาน (2) บริษัทเร่งจดทะเบียนก่อนสิ้นปีเพื่อให้ได้รับสิทธิประโยชน์ทางด้านภาษีเงินได้นิติบุคคล และ (3) การเร่งเข้าจดทะเบียนภายในสิ้นปี 2548 สำหรับบางบริษัท เพื่อให้ได้ใช้ประโยชน์จากการใช้เกณฑ์การจดทะเบียนแบบเก่า ทั้งนี้ สำหรับบริษัทที่จะเข้าจดทะเบียนในปี 2549 เป็นต้นไป จะมีเพียงสาเหตุแรกเท่านั้นที่มีผลต่อการกระจุกตัวของหุ้น IPO ในไตรมาสสี่ เพราะอีกสองสาเหตุที่เหลือ ผลบังคับใช้ได้สิ้นสุดลงเมื่อสิ้นปี 2548 แล้ว

จากสถานการณ์ที่เกิดขึ้นในไตรมาสสี่ ปี 2547 โดยที่ปัจจัยแวดล้อมอื่น ๆ คงเดิม หากสามารถแก้ไขปัญหาโดยการลดการกระจุกตัวของหุ้น IPO ให้กระจายไปตามแต่ละไตรมาสได้จะสามารถเพิ่มผลตอบแทนเฉลี่ยกว่าร้อยละ 14 หรือคิดเป็นเม็ดเงินกว่า 6.7 พันล้านบาท ในขณะที่หากสามารถเพิ่มจำนวน active account ได้ร้อยละ 10 ผลตอบแทนจะเพิ่มขึ้นเฉลี่ยกว่าร้อยละ 10 หรือคิดเป็นเม็ดเงินกว่า 4.6 พันล้านบาท โดยมาตรการที่อาจนำมาใช้ ได้แก่ (1) การลดระยะเวลาในการพิจารณาโดยใช้ระบบ disclosure ในขณะเดียวกันยกระดับคุณภาพของ FA/Underwriter รวมถึงการส่งเสริมให้บริษัทฯ ใช้รอบบัญชีแบบเดิมหรือ fiscal year ไม่ต้องปรับมาเป็น calendar year และ (2) ส่งเสริมการเพิ่มนักลงทุนทั้งนักลงทุนรายย่อยและนักลงทุนสถาบันซึ่งส่วนหนึ่งอาจทำได้หากมีการนำระบบการออกภาคบังคับแบบให้ประชาชนสามารถเลือกลงทุนมาประยุกต์ใช้

### จัดทำโดย

ชัชณี จันทจวบงษ์  
เมธินี ลีวราภากุล

Email: [research@set.or.th](mailto:research@set.or.th)

### Disclaimer

ข้อความที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้เขียนโดยเฉพาะ ซึ่งไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหน่วยงานที่ผู้เขียนสังกัดอยู่ รายงานฉบับนี้จัดทำบนพื้นฐานของข้อมูลที่เชื่อว่ามีคุณภาพเชื่อถือได้ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ความรู้และแนวคิดแก่ผู้อ่านเท่านั้น

## มูลค่าการระดมทุนผ่าน IPO เพิ่มขึ้นมาก จะมีผลต่อผลตอบแทนของหุ้นระดมทุนใหม่อย่างไร

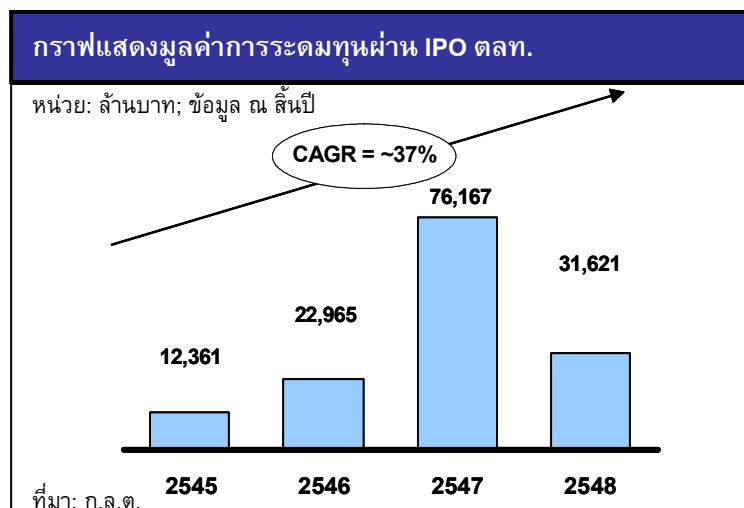
การระดมทุนผ่าน IPO เป็นที่นิยมเพิ่มมากขึ้น มี CAGR ประมาณร้อยละ 37 ตั้งแต่ปี 2545 เป็นต้นมา

มูลค่าการระดมทุนเพิ่มขึ้นด้วยอัตรา CAGR ประมาณร้อยละ 37 ตั้งแต่ปี 2545 เป็นต้นมา

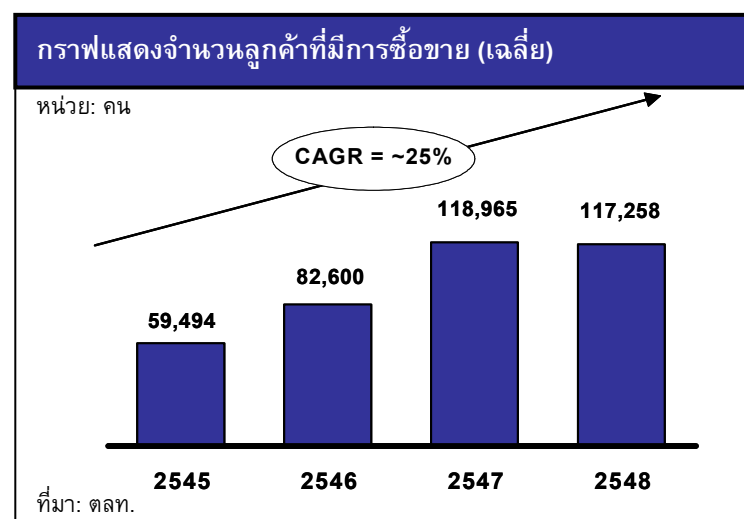
ในขณะที่อุปสงค์ของการลงทุนในหุ้นเพิ่มขึ้นในอัตราที่ต่ำกว่าอย่างมีนัยสำคัญ มี CAGR ประมาณร้อยละ 25

จำนวนลูกค้าที่มีการซื้อขาย (active account) เพิ่มขึ้นด้วยอัตรา CAGR ประมาณร้อยละ 25 ตั้งแต่ปี 2545 เป็นต้นมา

การระดมทุนผ่านตลาดทุนเป็นที่นิยมเพิ่มขึ้นอีกครั้งหลังจากประเทศไทยประสบกับวิกฤตเศรษฐกิจ ยอดการระดมทุนผ่าน IPO หรืออุปทานของ IPO เพิ่มขึ้นจากกว่า 12,361 ล้านบาท ในปี 2545 เป็นกว่า 31,621 ล้านบาท ในปี 2548 โดยมีอัตราการเติบโตแบบ compound annual growth rate (CAGR) ประมาณร้อยละ 37



ในขณะที่ อุปสงค์โดยรวมของการลงทุนในหุ้นขยายตัวด้วยอัตราที่ต่ำกว่าอย่างมีนัยสำคัญ โดยวัดจากจำนวนลูกค้าที่มีการซื้อขาย (Active Account) ซึ่งมี CAGR เพียงประมาณร้อยละ 25 ทั้งนี้จำนวนลูกค้าหรือจำนวนบัญชีที่มีการซื้อขาย (Active Account) ซึ่งคิดเฉพาะลูกค้าที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างน้อย 1 ครั้งใน 1 เดือน สามารถทำหน้าที่เป็นเครื่องชี้วัดเพื่อสะท้อนความต้องการการลงทุนในหุ้นในแต่ละช่วงเวลา กล่าวคือถ้าช่วงไหนตลาดหลักทรัพย์คึกคัก นักลงทุนก็จะมีการซื้อขายในปริมาณที่สูงทั้งจากกลุ่มที่ลงทุนระยะสั้นเป็นประจำอยู่แล้ว กับกลุ่มที่ถึงแม้จะมีเป้าหมายการลงทุนในระยะยาวแต่ต้องการจะปรับ Portfolio การลงทุนของตัวเอง ทำให้จำนวน active account เพิ่มขึ้นในทิศทางที่สอดคล้องกัน



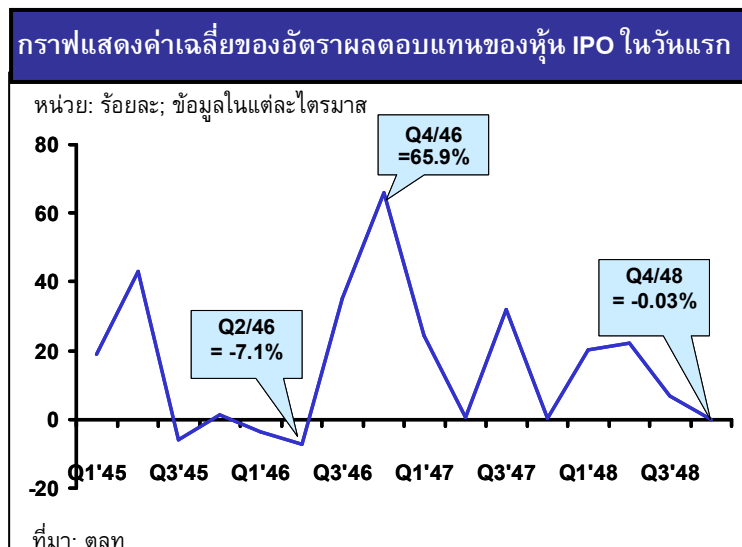
ส่งผลทำให้ผลตอบแทนของหุ้น IPO มีความผันผวนมากและโน้มเอียงไปในทางลบ

ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของหุ้น IPO ในวันแรกมีความผันผวนสูงมาก

ด้วยสภาวะดังกล่าว เมื่อมีการกระจุกตัวของหุ้น IPO จะส่งผลทำให้สภาพคล่องของการลงทุนในตลาดลดลง และในที่สุดทำให้ผลตอบแทนของหุ้น IPO ในช่วงเวลาดังกล่าวต่ำลง เมื่อเทียบกับช่วงเวลาอื่น

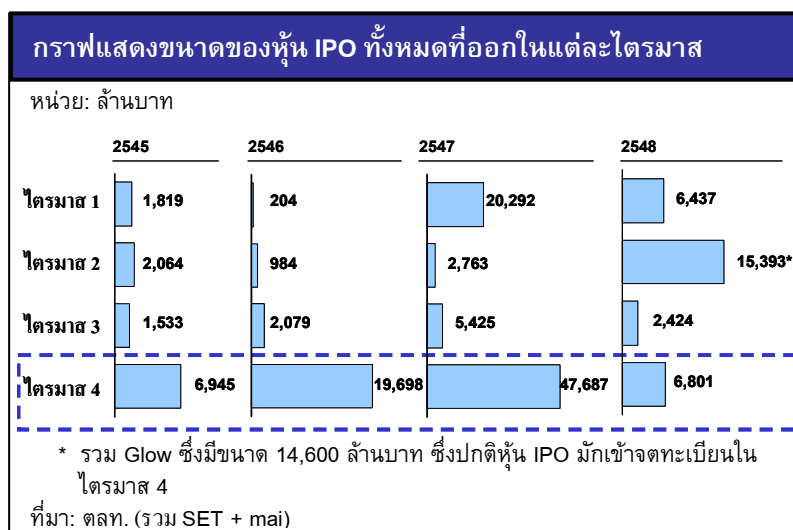
การระดมทุนของหุ้น IPO ในไตรมาส 4 มีมูลค่าสูงกว่ายอดรวมของไตรมาส 1 – 3 เฉลี่ยเกือบ 3 เท่าตัว

สภาวะดังกล่าวทำให้ผลตอบแทนของหุ้นระดมทุนใหม่มีความผันผวนอย่างมากต่อบัญชีต่าง ๆ



ปัจจัยหลักที่พบมากกว่ากระทบต่อผลตอบแทนของหุ้น IPO คือการกระจุกตัวของ การออกหุ้น IPO กล่าวคือ เมื่อเกิดการกระจุกตัวของหุ้น IPO ในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง สภาพคล่องของการลงทุนในหุ้นจะยิ่งลดลง ดังที่อุปสงค์ไม่เพียงพอต่ออุปทาน เพราะมีการแย่งเม็ดเงินลงทุนระหว่างหุ้น IPO กันเองในช่วงเวลานั้น ซึ่งจะส่งผลเชิงลบต่อผลตอบแทนของหุ้น IPO ในที่สุด

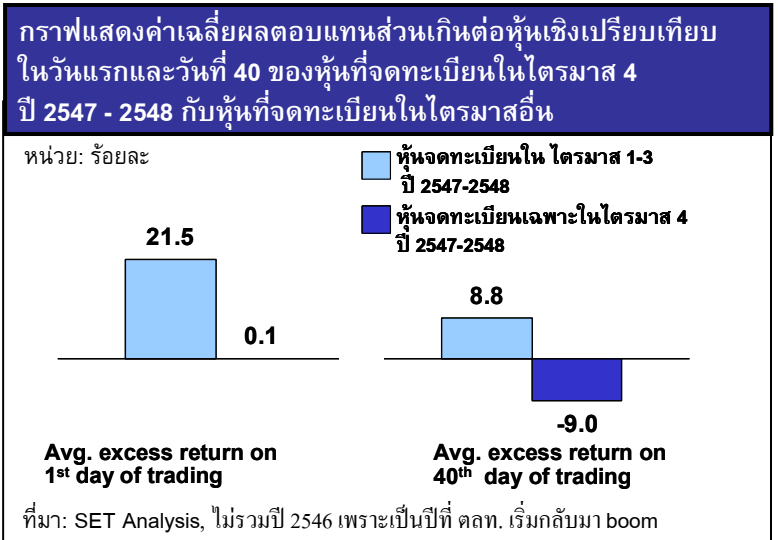
จากสถิติการเข้าจดทะเบียนและผลตอบแทนของหุ้น IPO ในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา พบว่าการกระจุกตัวของหุ้น IPO ในตลท. พบมากในไตรมาสที่ 4 ของทุกปี และส่งผลเชิงลบอย่างชัดเจนต่อผลตอบแทนของหุ้น IPO ที่ออกในไตรมาสนั้น<sup>1</sup>



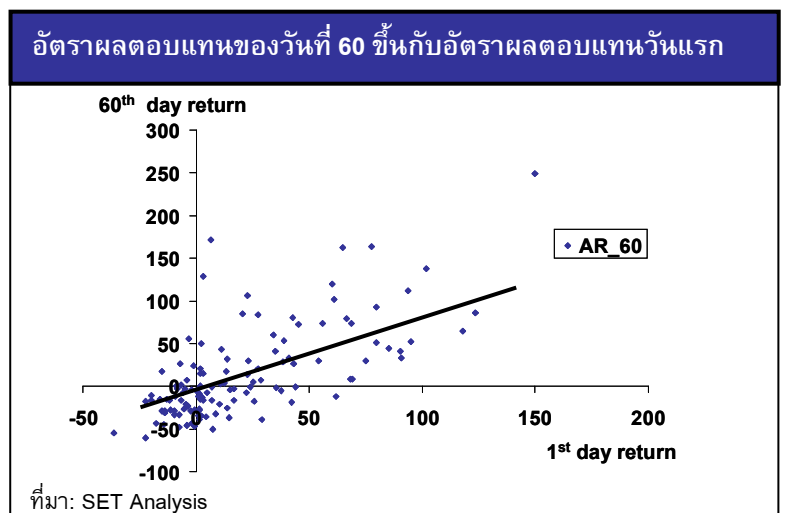
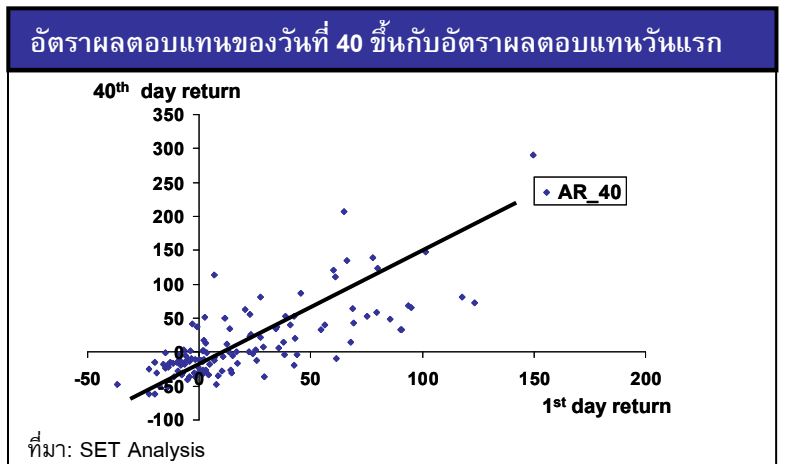
<sup>1</sup> ยกเว้นกรณีปี 2546 ซึ่งเป็นปีที่ตลาดขยายตัวมาก (Boom)

ผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้น IPO ใน ไตรมาส 4 น้อยกว่าผลตอบแทนของหุ้น IPO ในช่วงเวลาอื่นกว่าร้อยละ 20

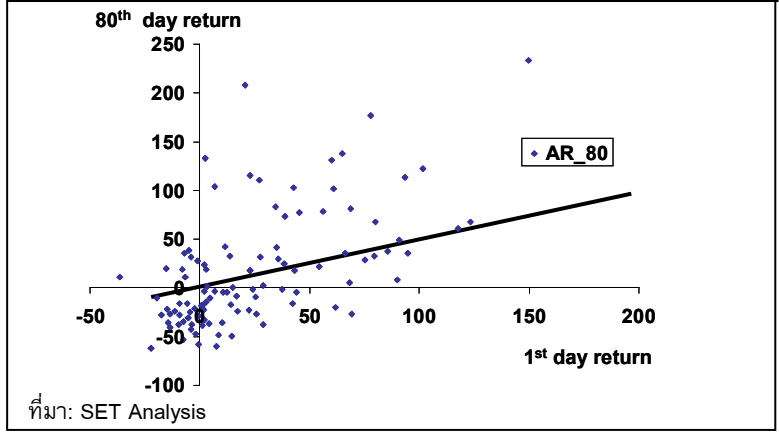
ซึ่งอัตราผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO เป็นตัวกำหนดอัตราผลตอบแทนในระยะเวลาถัดมาของหุ้นนั้นอย่างน้อยอีก 80 วันทำการ



ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเนื่องต่ออัตราผลตอบแทนในระยะเวลาถัดมาของหุ้นนั้น จากสถิติพบว่าอัตราผลตอบแทนวันแรกที่ทำกรซื้อขายของ IPO จะเป็นตัวกำหนดอัตราผลตอบแทนของ IPO นั้นในระยะเวลา 40, 60 และ 80 วันทำการ โดยหากมีอัตราผลตอบแทนเป็นบวกในวันแรก ก็จะมีความเป็นไปได้สูงที่อัตราผลตอบแทนในระยะเวลาถัดมาจะมีค่าเป็นบวก ซึ่งชี้ให้เห็นว่า บริษัทและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องควรให้ความสำคัญกับการสร้างความมั่นใจแก่นักลงทุนโดยเฉพาะวันแรกที่ทำกรซื้อขาย เพราะผลตอบแทนในวันแรกจะส่งผลอย่างมากต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่จะลงทุนในระยะเวลาถัดไป



อัตราผลตอบแทนวันที่ 80 ขึ้นกับอัตราผลตอบแทนวันแรก



สาเหตุหลักที่ทำให้เกิดการกระจุกตัวของหุ้น IPO ในสามปีที่ผ่านมาโดยเฉพาะในไตรมาส 4 คือ (1) ระเบียบด้านงบการเงินและกระบวนการพิจารณาที่ใช้เวลา (2) สิทธิประโยชน์ทางภาษี และ (3) การสิ้นสุดการใช้เกณฑ์การจดทะเบียนแบบเก่า

แต่สำหรับบริษัทที่จะเข้าจดทะเบียนในปี 2549 เป็นต้นไป จะมีเพียงสาเหตุแรกเท่านั้นที่มีผลต่อการกระจุกตัวของหุ้น IPO ในไตรมาส เพราะอีกสองสาเหตุที่เหลือ ผลบังคับใช้ได้สิ้นสุดลงเมื่อสิ้นปี 2548 แล้ว

โดยสาเหตุหลักที่ทำให้เกิดการกระจุกตัวของหุ้น IPO โดยเฉพาะในไตรมาสสี่ คือ (1) ระเบียบด้านงบการเงินและกระบวนการพิจารณาอนุมัติหุ้น IPO ของหน่วยงานที่รับผิดชอบใช้เวลานาน (2) ในช่วงสามปีล่าสุด (2546-2548) ยังเกิดจากการที่บริษัทเร่งจดทะเบียนก่อนสิ้นปีแต่ละปี เพื่อให้ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีเงินได้นิติบุคคลเมื่อบริษัทเห็นว่ากำไรในช่วงครึ่งแรกของปีหรือแนวโน้มกำไรทั้งปีอยู่ในเกณฑ์สูง และ (3) สำหรับปี 2548 ยังเป็นปีสุดท้ายที่บริษัทจะสามารถเข้าจดทะเบียนโดยใช้เกณฑ์การจดทะเบียนแบบเก่าได้

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากปัจจัยด้านเกณฑ์การจดทะเบียนแบบเก่าและสิทธิประโยชน์ทางภาษีได้สิ้นสุดลงในปี 2548 สาเหตุที่จะกระทบหุ้น IPO ในปี 2549 เป็นต้นไป จะเหลือเพียงสาเหตุเดียวคือ ระเบียบงบการเงินและกระบวนการพิจารณาที่ใช้เวลา โดยหากอ้างอิงข้อบังคับของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ บริษัทจดทะเบียนจะต้องนำส่งงบไตรมาสสี่ภายใน 45 วันและงบการเงินปีล่าสุดที่ผ่านการตรวจสอบจากผู้ตรวจสอบบัญชี ภายใน 3 เดือน หลังวันสิ้นสุดรอบบัญชี ดังนั้น บริษัทส่วนใหญ่จะสามารถยื่นคำขอจดทะเบียนได้อย่างเร็วประมาณไตรมาสสอง และจากสถิติกลุ่มบริษัทที่ได้รับอนุญาตแล้วในปี 2548 (ไม่รวม GLOW และ PHATRA) ก.ล.ต. จะใช้เวลาประมาณ 5.5 เดือนตั้งแต่วันยื่นคำขออนุญาต วันอนุญาต โดยเฉพาะขั้นตอนระหว่างการสั่งแก้ไข filing จนถึงอนุญาต เป็นขั้นตอนที่ใช้เวลานานที่สุดประมาณกว่า 4 เดือน เนื่องจาก ก.ล.ต. ต้องใช้เวลาในการตรวจสอบรายการระหว่างบุคคลและกิจการที่เกี่ยวข้องกับบริษัทส่วนใหญ่จึงสามารถเริ่มขายหุ้นจองได้ในไตรมาสสี่ และเข้าซื้อขายในตลาดได้ในช่วงปลายปี โดยเฉพาะเดือนธันวาคมของทุกปี (รายละเอียดปรากฏในภาคผนวก 1)

พฤติกรรมและปัจจัยต่าง ๆ ที่ได้กล่าวถึงมาทั้งหมดนี้ เป็นการสรุปจากค่าสถิติทั่วไปของหุ้น IPO ในช่วงสามปีที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม การจะบ่งชี้ว่าปัจจัยใดบ้างที่เป็นตัวกำหนดทิศทางของอัตราผลตอบแทนหุ้น IPO แต่ละตัว จำเป็นต้องอาศัยการศึกษาแบบเศรษฐมิติเพื่อควบคุมผลกระทบจากปัจจัยอื่น ๆ ดังที่จะอธิบายรายละเอียดต่อไป

**เพื่อศึกษาหาปัจจัยต่อผลตอบแทนของหุ้น IPO  
โดยละเอียด จึงได้ทำการวิเคราะห์เชิงเศรษฐมิติ  
แบบ *Multiple Regression***

เนื่องจากต้องการศึกษาหาปัจจัยต่อผลตอบแทนของหุ้น IPO จึงได้ทำการวิเคราะห์เชิงเศรษฐมิติ โดยเลือกใช้วิธีการทดสอบสมการถดถอยแบบหลายตัวแปร หรือ *Multiple Regression* เพื่อให้ทราบว่าอัตราผลตอบแทนถูกกำหนดโดยปัจจัยที่กำลังทดสอบหรือไม่และในทิศทางใด โดยความสำคัญของตัวแปรดังกล่าว ไม่ได้ขึ้นกับความแตกต่างขององค์ประกอบอื่นๆ ของหุ้นแต่ละตัว

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลของหุ้น IPO ที่เข้าซื้อขายทั้ง SET และ mai ระหว่างปี 2546 - 2548 จำนวนทั้งสิ้น 122 บริษัท<sup>2</sup> โดยผลตอบแทนของหุ้น IPO ที่มีการอ้างอิงทั้งหมดในการศึกษานี้จะเป็นอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้น IPO ที่ได้หักผลตอบแทนของ SET ไปแล้ว กล่าวคือ หากผลตอบแทนส่วนเกินของ IPO เป็นบวกเช่นร้อยละ 10 จะหมายความว่า IPO ดังกล่าวนั้นมีอัตราผลตอบแทนวันแรกที่สูงกว่าผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของ SET เป็นอัตราร้อยละ 10

สำหรับตัวแปรที่นำมาทดสอบซึ่งแบ่งตามแหล่งที่มาของข้อมูลประกอบด้วย

- กลุ่มอัตราผลตอบแทนในระยะเวลาต่างๆ ความแตกต่างของสาขาธุรกิจ (Industry) Market capitalization ข้อมูลจำนวน active account ข้อมูลด้านการทำ greenshoe ระยะเวลาระหว่างวันจองและวันเข้าซื้อขาย ซึ่งมีแหล่งข้อมูลจาก ตลท.
- กลุ่มข้อมูลพื้นฐานของบริษัทจดทะเบียน ได้แก่ สัดส่วนการกระจายหุ้นแก่ผู้ถือหุ้นประเภทต่างๆ ขนาดการระดมทุน Underwriter/FA ซึ่งมีแหล่งข้อมูลจากรายงานผลการขายหลักทรัพย์ของบริษัทฯ ส่งให้ กลต.
- กลุ่มข้อมูลอื่นๆ ได้แก่ (1) สัดส่วนการตลาดของ underwriter ต่างๆ จาก Bloomberg โดยแบ่งระหว่างบริษัทที่ใช้ underwriter ที่มีสัดส่วนการตลาดห้าอันดับแรกหรือใช้ underwriter อื่นๆ (2) จำนวนข่าวและบทวิเคราะห์ที่เกี่ยวกับหุ้นแต่ละตัวก่อนทำการซื้อขาย วัดจากจำนวนข่าวและบทวิเคราะห์ที่ปรากฏใน Newscenter ในช่วงเวลาระหว่างวันจองกับวันซื้อขายวันแรก

โดยการศึกษาแบบ *Multiple Regression* นี้ใช้เทคนิค Two-stage Least Squares (TSLS) เข้ามาประกอบ เพื่อแก้ปัญหา Multicollinearity จากการที่ตัวแปรที่ใช้อธิบาย (Explanatory variables) มีความสัมพันธ์กันเอง

การศึกษานี้มีจุดเด่น คือ (i) เป็นการศึกษากรณีประเทศไทยหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจและใช้ข้อมูลที่ใกล้เคียงกับสถานการณ์ปัจจุบันมากที่สุด คือ ข้อมูลปี 2546-2548 (ii) เป็นการศึกษาที่เน้นผลด้าน Spillover ทั้งการ

<sup>2</sup> มีการปรับหุ้นที่มีการซื้อขายผิดปกติ (Outlier) ออกไปจำนวน 1 บริษัท

กระจุกตัวและ Performance ของหุ้น IPO ที่ออกก่อนหน้านั้น และ (iii) มีการทดสอบตัวแปรอื่นๆ ที่มีคนกล่าวถึงทั้งในทางทฤษฎีและในทางปฏิบัติเกือบทุกตัว ได้แก่ ความแตกต่างของสาขาธุรกิจ (Industry) ขนาดหรือเม็ดเงินระดมทุนของหุ้น IPO การนำหุ้นเก่าออกมาขาย ระยะเวลาระหว่างวันเปิดจองวันแรกกับวันที่เข้าซื้อขายใน ตลท. การกระจายหุ้นให้กับนักลงทุนประเภทต่างๆ จำนวนข่าวที่เกี่ยวข้องกับหุ้น IPO ตัวนั้น และความแตกต่างของ Underwriter ที่บริษัทต่าง ๆ ใช้บริการ (รายละเอียดของสมการเศรษฐมิติ ปรากฏในภาคผนวก 2)

ผลการศึกษา ชี้ว่า ปัจจัยหลักที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนวันแรก มี 2 ปัจจัย คือ (1) มูลค่าการระดมทุนรวมของหุ้น IPO ที่ออกก่อนหน้า IPO ที่กำลังศึกษาเป็นเวลาสองเดือน และ (2) จำนวน Active Account นอกจากนี้ การศึกษายังแสดงให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนวันแรกจะกำหนดทิศทางของอัตราผลตอบแทนในระยะเวลาดัดไปอีกอย่างน้อย 80 วันทำการ

ส่วนตัวแปรที่เหลือตามที่อ้างถึงข้างต้น การวิเคราะห์เชิงเศรษฐมิติชี้ว่าตัวแปรเหล่านี้ไม่มีนัยสำคัญในการอธิบายอัตราผลตอบแทนวันแรก อย่างไรก็ตาม ความไม่มีนัยสำคัญดังกล่าวอาจเป็นผลมาจาก (1) ตัวแปรที่มีนัยสำคัญในการอธิบายที่อยู่ในสมการมีความสามารถในการอธิบายอัตราผลตอบแทนในระดับสูงและตัวแปรที่เพิ่มเติมบางตัวอาจสัมพันธ์กับตัวแปรที่มีนัยสำคัญอยู่แล้ว (2) การเลือกใช้วิธีสร้างตัวแปรเพื่อเป็น proxy ปัจจัยต่างๆ อาจไม่เหมาะสม เช่น กรณี underwriter ที่เลือกแบ่งระหว่างบริษัทที่ใช้ underwriter TOP 5 และ TOP 10 เพราะบริษัท underwriter มีจำนวนมากและมีการควบรวมกิจการหรือเลิกกิจการ รวมทั้งมีบริษัท underwriter รายใหม่ๆ เข้ามาในตลาดทุกปีโดยเฉพาะ underwriter ต่างชาติ และ (3) การศึกษานี้เลือกใช้ช่วงเวลาของข้อมูลที่ใกล้กับเวลาปัจจุบันที่สุด คือ ปี 2546-2548 แต่ช่วงเวลานี้โดยเฉพาะปี 2546 เป็นช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์ไทยเริ่มฟื้นกลับมาอีกรอบ ประกอบกับมีปัจจัยภายนอกที่กระทบซึ่งแม้จะปรับด้วยผลตอบแทนของตลาดรวมแล้ว ผลของปัจจัยภายนอกอาจยังคงมีผลอยู่จนทำให้ปัจจัยด้านพื้นฐานของบริษัทไม่มีนัยสำคัญในทางสถิติ

ทั้งนี้ ถึงแม้ว่าในการศึกษาจะใช้วิธีการศึกษา Multiple Analysis แต่ในการอธิบายผลของตัวแปรแต่ละตัวต่ออัตราผลตอบแทนหุ้น IPO จะแยกอธิบายผลทีละตัว (Partial) เพื่อง่ายต่อการทำความเข้าใจ

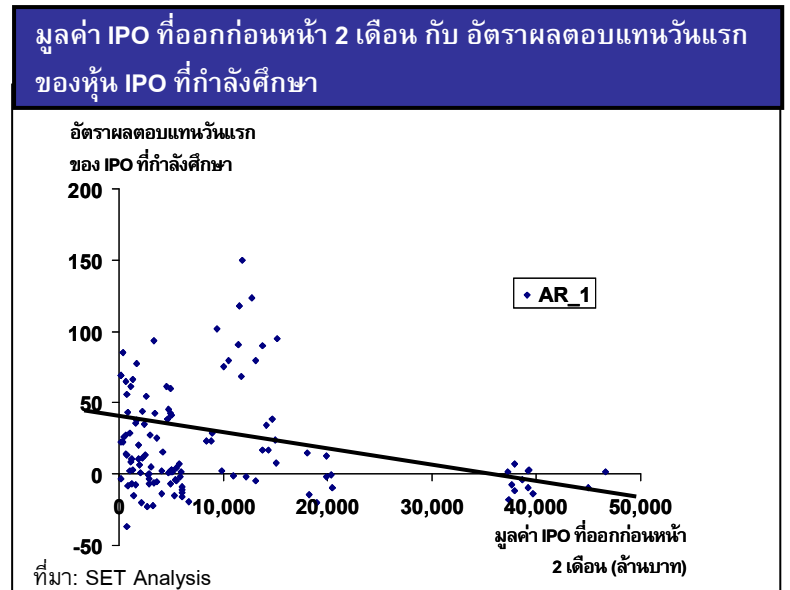
**(1) ถ้ามี IPO เข้าระดมทุนก่อนหน้า IPO มาก จะส่งผลด้านลบต่ออัตราผลตอบแทนของ IPO ตัวปัจจุบัน ในขณะที่ ถ้า IPO ที่ออกก่อนหน้า perform ดีจะส่งผลด้านบวกต่อ IPO ตัวปัจจุบัน**

จากการศึกษาปัจจัยแรกพบว่า มูลค่ารวมหรือเม็ดเงินระดมทุนทั้งหมดของ IPO ที่ออกก่อนหน้า IPO ตัวที่กำลังศึกษาเป็นเวลาทั้งหนึ่งเดือนและสองเดือน จะส่งผลด้านลบต่อ ผลตอบแทนของ IPO ที่เราสนใจ กล่าวคือ ยังมีมูลค่าของหุ้น IPO ที่เข้าระดมทุนก่อนหน้า หุ้น IPO ที่เราสนใจมากเพียงใด จะทำให้อัตราผลตอบแทน IPO ตัวที่ศึกษามีแนวโน้มลดลงเช่นกัน ซึ่งอาจเป็นผลจากการที่มี IPO เข้ามาให้นักลงทุนเลือกมาก จึง



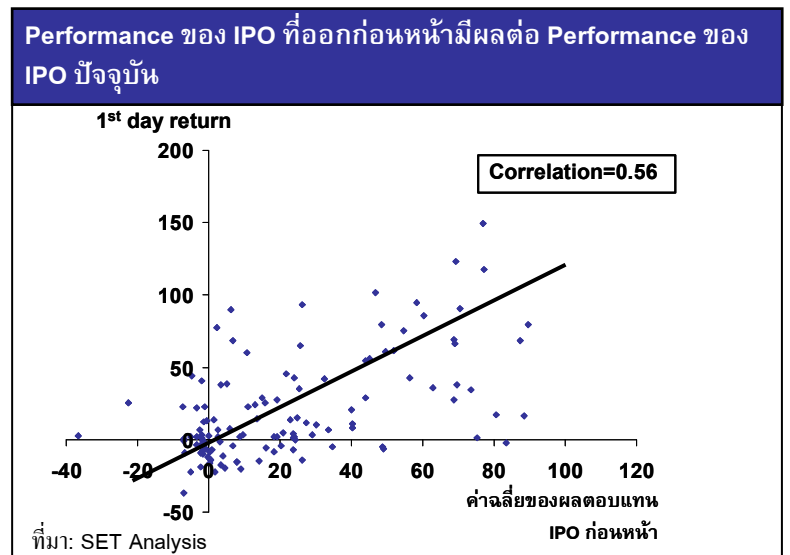
เกิดการแย่งเม็ดเงินกันเอง ทั้งนี้เครื่องชี้เม็ดเงินระดมทุนรวมของ IPO ที่ออกก่อนหน้าเป็นเครื่องชี้ที่สะท้อนภาพการกระจุกตัวของ IPO ในไตรมาส 4 ด้วย เนื่องจากว่าข้อมูล IPO ที่ใช้ในการศึกษาว่าครึ่งหนึ่งเข้าซื้อขายในช่วงไตรมาสสี่

ถ้ามูลค่าของหุ้น IPO ที่เข้าระดมทุนก่อนหน้าหุ้น IPO ที่เราสนใจมาก จะทำให้อัตราผลตอบแทน IPO ตัวที่ศึกษามีแนวโน้มลดลง



นอกจากนั้น ผลตอบแทนของ IPO ที่ออกก่อนหน้าก็มีผลต่อผลตอบแทนของ IPO ที่ออกถัดมา กล่าวคือ หากค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของ IPO ที่ออก 1-2 เดือนก่อนหน้าเป็นบวก ก็มีความเป็นไปได้ที่ผลตอบแทน IPO ณ ปัจจุบันจะเป็นบวก

ผลตอบแทนของ IPO ที่ออกก่อนหน้าจะส่งผลในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนของ IPO ที่ออกในช่วงเวลาที่เราสนใจ



**(2) อุปสงค์การลงทุนวัดจากจำนวน active account มีผลในทางบวกกับอัตราผลตอบแทน**

ปัจจัยที่สอง คือ จำนวน active account ซึ่งในการศึกษานี้ใช้เป็นเครื่องชี้วัดอุปสงค์ของการลงทุนในหุ้น การศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนวันแรก ดังนั้นหากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องสามารถเพิ่มจำนวน active account ได้ อัตราผลตอบแทนก็มีแนวโน้มเป็นบวกและในทิศทางที่เพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน



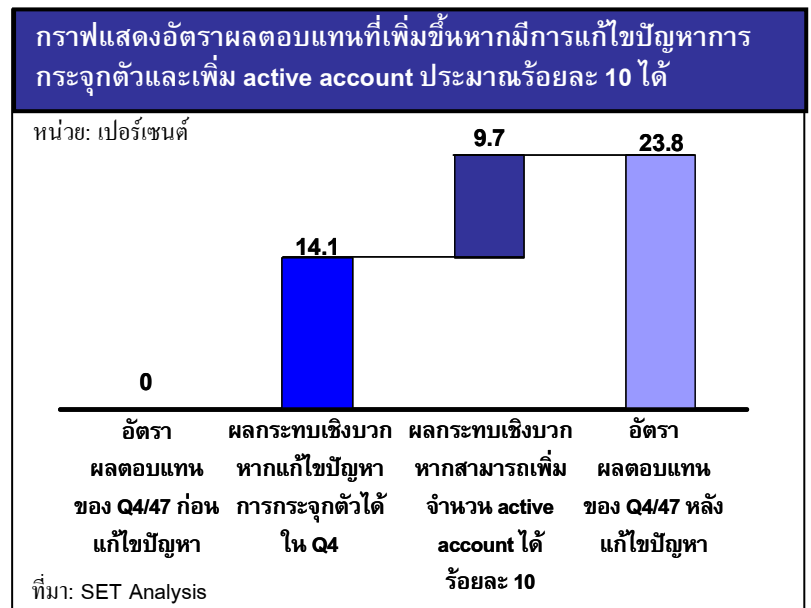
สำหรับการทำ **greenshoe** ที่มีการอ้างอิงถึง  
เสมอ ยังไม่สามารถสรุปได้ว่าเป็นผลดีต่อ IPO  
หรือไม่

สำหรับการทำ **greenshoe**<sup>3</sup> ที่มีการอ้างอิงถึงเสมอ ในรายงานฉบับนี้  
ก็ยังไม่สามารถสรุปได้ว่าการทำ **greenshoe** มีผลดีต่ออัตราผลตอบแทน  
IPO หรือไม่ เนื่องจากในช่วงแรกคือระหว่างปี 2546-2547 มีเพียง 4  
บริษัทที่มีการทำ **greenshoe** และทั้ง 4 บริษัทมีอัตราผลตอบแทนเป็น  
บวกทั้งหมด แต่เมื่อ **greenshoe** เป็นที่นิยมมากขึ้นในปี 2548 ซึ่งมีถึง 11  
บริษัทที่ประกาศทำ **greenshoe** แต่มีแค่ 8 บริษัทที่มีการ **exercise**  
**greenshoe** อย่างไรก็ตาม มีเพียง 2 บริษัทเท่านั้นที่มีอัตราผลตอบแทน  
เป็นบวก

\* \* \* \* \*

ดังนั้น ถ้าปัญหาการการกระจุกตัวได้รับการ  
แก้ไข และอุปสงค์ของการลงทุนในหุ้นขยายตัว  
เพิ่มขึ้น ผลตอบแทนของหุ้น IPO หนึ่งจะเพิ่มขึ้น  
อีกประมาณร้อยละ 24

ดังนั้นเมื่อศึกษาผลกระทบเชิงปริมาณโดยอ้างอิงค่าสัมประสิทธิ์จาก  
สมการถดถอยที่ใช้กรณีไตรมาสปี 2547 เป็นกรณีฐานในการศึกษา<sup>4</sup>  
จากข้อมูลในไตรมาสปี 2547 ซึ่งมียอดเงินระดมทุนรวม 47,700 ล้าน  
บาท หากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องหันมาให้ความสำคัญกับการแก้ไขปัญหา  
การกระจุกตัวของหุ้น IPO อย่างจริงจังและส่งเสริมการขยายฐานนัก  
ลงทุน โดยปัจจัยอื่นๆ ที่ไม่เกี่ยวข้องไม่มีการเปลี่ยนแปลง จะทำให้  
ผลประโยชน์ที่วัดโดยเม็ดเงินที่บริษัทได้รับเพิ่มขึ้นในไตรมาสปี 2547  
ประมาณร้อยละ 23.8

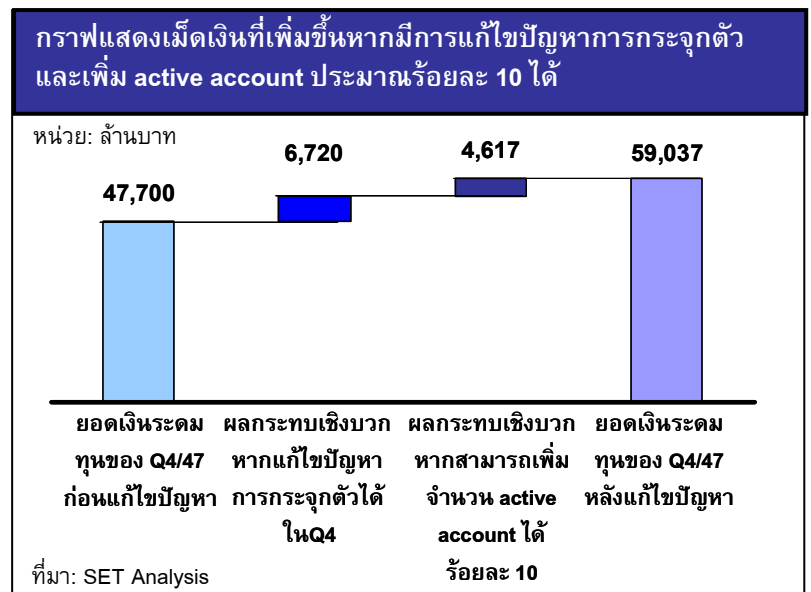


<sup>3</sup> Greenshoe option คือ การที่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จะเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนในจำนวนที่มากกว่าบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เสนอขายอยู่จำนวนหนึ่ง ซึ่งหลักทรัพย์ที่เกินนั้น ผู้จัดจำหน่ายจะไปทำ option กับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เพื่อออกหุ้นส่วนที่ผู้จัดจำหน่ายขายเกินในกรณีที่หลักทรัพย์ที่จัดจำหน่ายเมื่อเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์และมีราคาตลาดสูงกว่าราคาเสนอขาย และในกรณีที่หลักทรัพย์ดังกล่าวมีราคาต่ำกว่าราคาเสนอขาย ผู้จัดจำหน่ายจะเข้าไปซื้อหลักทรัพย์ในจำนวนที่เกินดังกล่าว วิธีทำ Greenshoe นี้เป็นวิธีทำ Price Stabilization ประเภทหนึ่งเพราะจะช่วยทำให้ราคาหลักทรัพย์ที่เข้าซื้อขายในช่วงแรกไม่ผันผวนมากเกินไป

<sup>4</sup> การศึกษาผลกระทบของนโยบาย เลือกใช้กลุ่มตัวอย่างในไตรมาส 4 ปี 2547 แทน ไตรมาส 4 ปี 2548 เนื่องจากในปี 2548 บริษัท Glow ซึ่งมีขนาดใหญ่ที่สุดใน IPO ที่เข้าซื้อขายในปี 2548 เข้าจดทะเบียนในไตรมาส 2 ทำให้ภาพการกระจุกตัวผิดปกติจากทุกปี แต่หากไม่รวม Glow ก็ยังคงพบว่ามีกระจุกตัวในไตรมาส 4 เหมือนทุกๆ ปี

กล่าวคือ หากหน่วยงานที่รับผิดชอบสามารถแก้ปัญหาการระงับตัวของหุ้น IPO ได้ จะส่งผลให้มูลค่าสะสมของการระดมทุนก่อนหน้า 2 เดือน (IPO\_2M) ของหุ้นที่เข้าซื้อขายในไตรมาสสี่ ปี 2547 ซึ่งมีค่าเฉลี่ย 26,900 ล้านบาทต่อหุ้น ลดลงไปที่เท่ากับค่าเฉลี่ยทั้งปีที่ 14,300 ล้านบาทต่อหุ้น จะทำให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 0.0 เป็นร้อยละ 14.1 อีกทั้งหากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องสามารถเพิ่มอุปสงค์ของการลงทุนในหุ้นซึ่งในการศึกษานี้วัดจากจำนวน Active Account ได้ โดยสมมติให้จำนวน active account เพิ่มขึ้นร้อยละ 10 หรือประมาณ 12,500 บัญชี จะทำให้ผลตอบแทนของหุ้น IPO ที่บริษัทได้รับเพิ่มขึ้นอีกร้อยละ 9.7

และเมื่อพิจารณาเม็ดเงินที่นักลงทุนจะได้รับเพิ่มขึ้นจากการแก้ไขปัญหาทั้งสองด้าน พบว่าในไตรมาส 4 ปี 2547 จะมีเม็ดเงินเพิ่มขึ้นประมาณ 11,337 ล้านบาท เป็นผลจากการแก้ปัญหาการระงับตัวเงินประมาณ 6,720 ล้านบาทและการเพิ่มจำนวน active account ประมาณ 4,617 ล้านบาท



มาตรการที่พึงทำได้เพื่อช่วยลดการระงับตัวของการออกหุ้น IPO โดยเฉพาะในไตรมาสสี่ และ เพิ่มอุปสงค์การลงทุนในหุ้น ได้แก่

(1) ลดการระงับตัวของการออกหุ้น IPO

การใช้หลักการ Disclosure ในการพิจารณาอนุญาตหุ้น IPO ให้เข้าจดทะเบียนและซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์จะช่วยลดระยะเวลาเพราะโดยทั่วไป Disclosure จะใช้ระยะเวลาในการดำเนินการสั้นกว่าหลักการ merit อย่างไรก็ตาม ในกรณีประเทศไทยซึ่งเป็นตลาดกำลังพัฒนาและนักลงทุนยังไม่มีความรู้เชิงลึกหรือการเข้าถึงข้อมูลยังมีไม่มากนัก จึงยังควรใช้หลัก merit ในบางส่วนอยู่เพื่อคุ้มครองผลประโยชน์ของนักลงทุน โดยเฉพาะในการพิจารณา “รายการระหว่างบุคคลและกิจการที่เกี่ยวข้องกัน” แต่การใช้เวลาตรวจสอบจะลดน้อยลง หาก filing ที่ FA/Underwriter จัดส่งให้หน่วยงานนั้นมี

คุณภาพและมีการเปิดเผยอย่างครบถ้วน ดังนั้น ควรมีการส่งเสริม และควบคุมคุณภาพของ FA/Underwriter อย่างจริงจัง

สำหรับข้อจำกัดด้านช่วงเวลาการจัดทำงบการเงินที่บริษัทส่วนใหญ่มี รอบระยะเวลาบัญชีตรงกัน นั่นคือ ระยะเวลาตามปีปฏิทิน (1 มกราคม ถึง 31 ธันวาคม) ซึ่งเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้เกิดการ กระจุกตัวของการออกหุ้น IPO ดังนั้น ควรมีการชี้ให้บริษัทที่ต้องการ เข้าจดทะเบียนเห็นถึงผลของการกระจุกตัวของหุ้น IPO และ สนับสนุนให้เกิดการกระจายของการเสนอขายหุ้น IPO โดยส่งเสริม ให้บริษัทที่ต้องการระดมทุนผ่าน IPO ใช้รอบระยะเวลาบัญชี แบบเดิม (fiscal year) ที่อาจไม่ตรงตามปีปฏิทิน โดยไม่ต้องปรับ รอบระยะเวลาบัญชีให้ตรงกับระยะเวลาตามปีปฏิทิน (Calendar Year) เพื่อให้เหมือนกับบริษัทส่วนใหญ่ที่จดทะเบียนอยู่ในตลาด หลักทรัพย์

## (2) เพิ่มอุปสงค์การลงทุนในหุ้น

สนับสนุนให้ประชาชนลงทุนในตลาดหลักทรัพย์โดยผ่านการให้ ความรู้ด้านการลงทุนเพื่อเพิ่มจำนวน active account และ สนับสนุนการเพิ่มจำนวนนักลงทุนสถาบัน ซึ่งถือว่าเป็นกลุ่มนัก ลงทุนที่มีความรู้ด้านการลงทุน และมีความสามารถในการเข้าถึง ข้อมูล ซึ่งเหมาะสมกับการหันมาใช้ระบบ disclosure ทั้งนี้ ในส่วน ของนักลงทุนสถาบัน ควรสนับสนุนให้เกิดระบบการออมทั้งโดย สมัครงใจที่ให้ผู้มีเงินออมลงทุนผ่านกองทุนรวม รวมถึงระบบการออม ภาคบังคับที่ให้ผู้ออมมีสิทธิในการกำหนดทางเลือกต่าง ๆ ในการ ลงทุน ทั้งการเลือกผู้บริหารการลงทุน และประเภทตราสาร

การศึกษานับนี้ชี้ให้เห็นว่ามีหลายปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนของ หุ้น IPO ทั้งปัจจัยด้านสภาพคล่อง และปัจจัยพื้นฐานทั่วไปของบริษัท อย่างไรก็ตาม ก็ยังคงเป็นการศึกษาที่อ้างอิงข้อมูล ณ สิ้นวันทำการของ หุ้นแต่ละตัว ซึ่งอาจทำให้ information ในส่วนพฤติกรรมการซื้อขายหุ้น ระหว่างวัน (Intra-day trading) โดยเฉพาะนักลงทุนประเภท Flipping ซึ่ง คือกลุ่มนักลงทุนที่ได้รับการจัดสรรหุ้นตั้งแต่ในตลาดแรก โดยกลุ่มคนนี้จะ มีการนำหุ้นมาเทขายในช่วงวันแรกหรือวันที่สองในตลาดรองเพื่อทำกำไร หรือเพื่อจำกัดการขาดทุนขาดหายไป ดังนั้น การศึกษาต่อในเรื่องนี้ จะนำ ข้อมูล intra-day trading มาใช้ในการวิเคราะห์ซึ่งอาจให้ผลที่น่าสนใจ โดยเฉพาะกรณีประเทศไทย จากข้อมูล intra-day อาจสามารถชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนประเภทไหนที่มีบทบาทสำคัญในช่วงแรกของการซื้อขายหุ้น IPO ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนทั่วไป นักลงทุนสถาบัน นักลงทุนต่างชาติ หรือ แม้กระทั่งการลงทุนเพื่อปรับ port ของ broker เอง

## ทำไมระเบียบเกี่ยวกับงบการเงินจึงก่อให้เกิดการระงับตัวของหุ้น IPO: กระบวนการทำงานของไทยใช้เวลาหนามากจริงหรือ?

ในการศึกษานี้ ซึ่งให้เห็นว่าภาวะการระงับตัวของหุ้น IPO ที่เกิดขึ้นในช่วงปี 2546-2548 โดยเฉพาะในไตรมาสสี่ เกิดจาก 3 สาเหตุ คือ

- (1) ระเบียบด้านงบการเงินและกระบวนการพิจารณาอนุมัติหุ้น IPO ของหน่วยงานที่รับผิดชอบใช้เวลาหน
- (2) การที่บริษัทเร่งจดทะเบียนก่อนสิ้นปีแต่ละปีเพื่อให้ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีเงินได้นิติบุคคลเมื่อบริษัทเห็นว่ากำไรในช่วงครึ่งแรกของปีหรือแนวโน้มกำไรทั้งปีอยู่ในเกณฑ์สูงโดยสิทธิประโยชน์ดังกล่าวสิ้นสุดเมื่อสิ้นปี 2548 และ
- (3) ปี 2548 ยังเป็นปีสุดท้ายที่บริษัทจะสามารถเข้าจดทะเบียนโดยใช้เกณฑ์การจดทะเบียนแบบเก่าได้

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากสาเหตุด้านเกณฑ์การจดทะเบียนแบบเก่าและสิทธิประโยชน์ทางภาษีได้สิ้นสุดลงในปี 2548 สาเหตุที่จะกระทบหุ้น IPO ในปี 2549 เป็นต้นไป จึงเป็นเฉพาะปัจจัยด้านระเบียบงบการเงินและกระบวนการพิจารณา ดังนั้น ในภาคผนวก 1 นี้ จึงจะอธิบายเฉพาะสาเหตุนี้

### ระเบียบการจัดทำงบการเงินสำหรับบริษัทที่จะจดทะเบียนหุ้น IPO

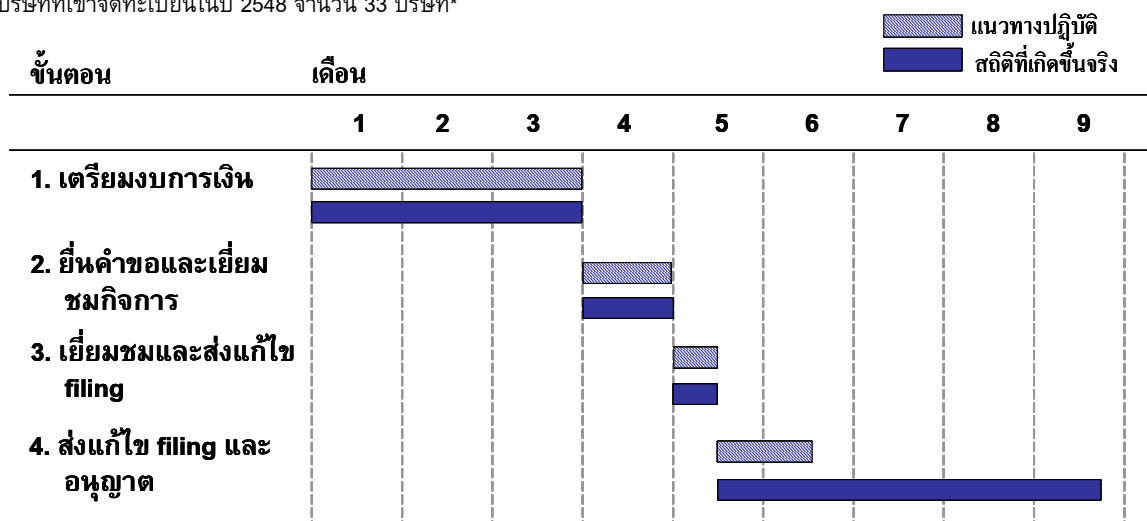
ก.ล.ต. และ ตลท. กำหนดให้บริษัทที่ต้องการจดทะเบียนหุ้น IPO ต้องนำส่งงบการเงินฉบับที่ผ่านการตรวจสอบแล้วจากผู้ตรวจสอบบัญชี เป็นงบการเงินฉบับปี ปีล่าสุด จำนวนหนึ่งปี และงบการเงินไตรมาสล่าสุดอีกหนึ่งไตรมาส โดยตามมาตราฐานบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ บริษัทฯ ต้องจัดส่งงบการเงินไตรมาสสี่ฉบับสอบทานภายใน 45 วันและส่งงบการเงินประจำปี (ฉบับตรวจสอบ) ภายใน 3 เดือนหลังสิ้นสุดรอบบัญชี ซึ่งถ้าไม่ส่งงบไตรมาสสี่ ต้องส่งงบการเงินประจำปีภายใน 2 เดือน หลังสิ้นสุดรอบบัญชี

### บริษัทที่ต้องการระดมทุนผ่านหุ้น IPO จะมี Time frame อย่างไรในแต่ละปี

หากสมมติว่าบริษัทต้องการนำหุ้นเข้าจดทะเบียนโดยเริ่มกระบวนการตั้งแต่ต้นปี ในทางปฏิบัติบริษัทดังกล่าวต้องใช้เวลาน้อย 3 เดือนในการจัดเตรียมงบการเงินฉบับปี ดังนั้น บริษัทที่ประสงค์จะเข้าจดทะเบียนในปีนั้นจะสามารถยื่นคำขอได้อย่างเร็วในช่วงต้นของเดือนเมษายน และจากกราฟเปรียบเทียบระหว่างระยะเวลาที่ ก.ล.ต. ตั้งเป็นมาตรฐานการทำงานไว้กับสถิติบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในปี 2548 จำนวน 33 บริษัท (โดยไม่รวม GLOW และ ภัทร ซึ่งใช้เวลาสั้นมากในการดำเนินการเพราะบริษัทมีความเชี่ยวชาญและมีความพร้อมในการเตรียม filing) พบว่าโดยเฉลี่ยจะใช้เวลาประมาณ 5.5 เดือนนับแต่วันยื่นคำขอจนถึงวันได้รับอนุญาตจาก ก.ล.ต. ให้ขายหุ้นได้ ซึ่งนานกว่าที่ ก.ล.ต. กำหนดเป็นมาตรฐานทั่วไปที่ประมาณ 3 เดือนโดยขั้นตอนระหว่างการส่งแก้ไข filing จนถึงอนุญาตเป็นขั้นตอนที่ใช้เวลานานที่สุดประมาณ 17 สัปดาห์ เนื่องจาก ก.ล.ต. ต้องใช้เวลาในการตรวจสอบ “รายการระหว่างบุคคลและกิจการที่เกี่ยวข้องกัน” ซึ่งเป็นรายการที่มีความซับซ้อนมากส่งผลให้บริษัทจะสามารถเริ่มกระบวนการขายในตลาดแรกได้เร็วที่สุดประมาณปลายไตรมาสสามหรือต้นไตรมาสสี่

กราฟแสดงข้อมูลเปรียบเทียบระยะเวลาการพิจารณาอนุญาตออก IPO ระหว่างแนวทางปฏิบัติและสถิติที่เกิดขึ้นจริง

สถิติบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในปี 2548 จำนวน 33 บริษัท\*



\* โดยไม่รวม GLOW และ ภัทร ซึ่งใช้เวลาสั้นมากในการดำเนินการเพราะบริษัทมีความเชี่ยวชาญและมีความพร้อมในการเตรียม filing ที่มา: ตลท., ก.ล.ด.

เมื่อบริษัทได้รับอนุมัติจาก ก.ล.ด. ให้เริ่มกระบวนการขายได้ ตลท. มีข้อกำหนดว่าบริษัทสามารถใช้เวลาได้ไม่เกิน 6 เดือน สำหรับกระบวนการกระจายหุ้น ซึ่งขั้นตอนนี้แต่ละบริษัทจะใช้เวลาแตกต่างกันขึ้นกับความพร้อมของบริษัท และตัวแทนจำหน่ายหลักทรัพย์แต่บริษัท และสุดท้ายจะใช้เวลาอีกประมาณสองอาทิตย์ในการส่งรายงานการกระจายหุ้นต่อตลท. เพื่อให้ ตลท. อนุมัติให้นำหุ้น IPO เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ต่อไป

อย่างไรก็ตาม แม้ว่า ตลท. จะกำหนดระยะเวลาในการกระจายหุ้นไว้ถึง 6 เดือน แต่ บริษัทและ underwriter จะพยายามไม่ใช้เวลานานเกินไปจนข้ามปี เพราะหากข้ามปี แม้ ก.ล.ด. หรือ ตลท. จะไม่ได้มีข้อกำหนดใดๆ แต่นักลงทุนย่อมต้องการเห็นข้อมูลงบการเงินฉบับใหม่เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจซื้อ IPO ตัวนั้นทั้งในตลาดแรกและตลาดรอง

โดยสรุปแล้วจากระยะเวลาในแต่ละขั้นตอนที่บริษัทต่างๆ ต้องเผชิญคล้ายกันทำให้บริษัทส่วนใหญ่สามารถนำหุ้นเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ได้ประมาณไตรมาสสี่โดยเฉพาะช่วงเดือนธันวาคมของทุกปี

## การศึกษาปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนของหุ้น IPO

การศึกษาปัจจัยที่กำหนดผลตอบแทนของหุ้น IPO เป็นงานศึกษาที่ทำกันอย่างแพร่หลาย โดยแบ่งกลุ่มการศึกษาหลักๆ ออกเป็นสามกลุ่มคือ (Ritter and Welch; 2002) (1) กลุ่มที่เน้นผลจากการที่การกระจายข้อมูลข่าวสารไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric Information) ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นงานศึกษาในรุ่นแรกๆ (2) กลุ่มที่เน้นปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการกระจายหุ้นไปยังนักลงทุนกลุ่มต่างๆ (Share Allocation) ซึ่งเป็นแนวคิดที่เป็นที่นิยมในปัจจุบัน และ กลุ่มสุดท้ายเป็นแนวคิดที่เริ่มเป็นที่นิยม และคาดว่างานศึกษาส่วนใหญ่จะเน้นไปในแนวคิดนี้มากขึ้นในอนาคต คือ (3) กลุ่มที่ศึกษาด้านพฤติกรรมของนักลงทุน หรือ พฤติกรรมของสถาบันต่างๆ เช่น งานศึกษาเกี่ยวกับ Agency or Institutional Bias ว่าองค์กรที่เกี่ยวข้องมีแนวโน้มจะเลือก maximize profit ของตัวเอง หรือ จะ maximize benefit ของบริษัทที่ต้องการเข้าจดทะเบียน

อย่างไรก็ตาม แม้การศึกษาเรื่องนี้จัดทำกันอย่างแพร่หลาย แต่มีข้อจำกัดคือ จะเน้นศึกษาตลาดที่พัฒนาแล้วเป็นหลัก ส่วนตลาดที่กำลังพัฒนา งานศึกษายังมีน้อยและส่วนใหญ่เป็นการเปรียบเทียบระหว่างประเทศไม่ค่อยพบการศึกษาเฉพาะประเทศไทยประเทศหนึ่งมากนัก ซึ่งสำหรับกรณีประเทศไทย งานศึกษาด้านนี้ก็มีไม่มากนัก และส่วนใหญ่จะศึกษาระยะเวลาก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (Piman, 2004) สำหรับงานศึกษาดังกล่าว เป็นงานศึกษาที่พิจารณาปัจจัยจากทั้งสามกลุ่มข้างต้น แต่มีจุดเด่นคือ งานศึกษานี้เน้นศึกษาปัจจัยด้าน Spill over เช่น การกระจุกตัวของ การออกหุ้น หรือ แม้กระทั่ง ผลในด้าน perception ของ performance ของหุ้นที่ออกก่อนหน้านั้น เป็นหลัก นอกจากนี้ งานศึกษานี้ยังได้พยายามทดสอบตัวแปรที่มีการอ้างอิงถึงทั้งในทางทฤษฎีและที่มีบุคคลอ้างอิงหรือตั้งคำถามไว้ให้มากที่สุดเท่าที่ข้อมูลจะเอื้ออำนวย โดยตัวแปรที่นำมาใช้ในการศึกษา แบ่งออกเป็นสามกลุ่มหลัก คือ (1) กลุ่มด้านสภาพคล่องและ expectation (2) ลักษณะหรือพื้นฐานของบริษัท และ (3) วิธีการขาย วิธีการกระจายหุ้น และ ประเภทผู้ถือหุ้น ซึ่งได้แก่

ตัวแปรที่ถูกทดสอบ		ผลการทดสอบ	ทิศทาง
<b>สภาพคล่อง/ Expectation or Perception</b>			
1	มูลค่าของ IPO ที่มีการขายก่อนหน้า (1-2 เดือน)	Significant	-
2	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของ IPO ก่อนหน้า (1-2 เดือน)	Significant	+
3	จำนวน Active Account	Significant	+
<b>บริษัท</b>			
4	ขนาดการระดมทุน (IPO Size)	Not significant	+
5	Ownership concentration ของนักลงทุนทั่วไป	Not significant	-
6	Ownership concentration ของนักลงทุนสถาบันทั้งหมด	Not significant	+
7	การนำหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมมาขาย	Not significant	+
<b>Allocation, วิธีการขาย</b>			
8	Price support (green shoe)	Not significant	+
9	Underwriter reputation	Not significant	+
10	ระยะเวลาระหว่างวันจองกับวันเข้าซื้อขาย	Not significant	+
11	ข่าวและบทวิเคราะห์ก่อนวันจองและวันเข้าซื้อขาย	Not significant	+
12	สัดส่วนหุ้นที่ถือครองโดยนักลงทุนประเภทต่างๆ รวมถึง พนักงานผู้บริหาร ผู้มีอุปการะคุณ strategic shareholder และ underwriter	Not significant	+ / -
13	การเข้าซื้อขายในแต่ละไตรมาส (Quarterly effect)	Not significant	-

หมายเหตุ: 1. ส่วนที่แรเงาไว้คือตัวแปรที่ได้ทดสอบแล้วว่ามีนัยสำคัญทางสถิติที่ 95%  
2. ในส่วนของ Quarterly effect ผลการทดสอบพบว่า การเข้าซื้อขายในไตรมาสที่มีนัยสำคัญที่ระดับ 90% ส่วนไตรมาสอื่น ๆ ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 95%

การศึกษานี้ ใช้วิธีการศึกษาแบบ Cross-sectional analysis แบบ Multiple Regression โดยใช้ข้อมูลของหุ้น IPO ที่เข้าซื้อขายวันแรกในตลาด. ระหว่างปี 2546-2548 คลอบคลุมทั้งหุ้นที่เข้าซื้อขายใน SET และ mai จำนวน 122 บริษัท (โดยมีการปรับหุ้นของบริษัทที่มีการซื้อขายผิดปกติมากออกไปแล้ว (Outlier) จำนวน 1 บริษัท) ผลตอบแทนที่นำมาศึกษานี้ เป็นอัตราผลตอบแทนสุทธิที่หักอัตราผลตอบแทนของตลาดแล้ว (Excess Return) ซึ่งจากการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเบื้องต้นโดยวิธี ANOVA พบว่า อัตราผลตอบแทนของหุ้น IPO ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ หรืออีกนัยหนึ่งคือ ปัจจัยด้านกลุ่มอุตสาหกรรมไม่มีผลต่อผลตอบแทนของหุ้น IPO ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนส่วนเกิน คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้น IPO ณ เวลาหนึ่งที่ได้หักผลตอบแทนของตลาดในขณะนั้นไปแล้ว โดยคำนวณจาก

$$\text{Excess Return} = \left( \frac{\text{ราคาปิด IPO ณ วันที่สนใจ} - \text{ราคาจอง}}{\text{ราคาจอง}} - \frac{(\text{SET Index ณ ปิดตลาด} - \text{SET Index ณ เปิดตลาด})}{\text{SET Index ณ เปิดตลาด}} \right) \times 100$$

การใช้อัตราผลตอบแทนของหุ้น IPO ที่หักด้วยผลตอบแทนของตลาดแล้ว (Excess return) เป็นตัวแปรหลักในการศึกษา เป็นที่ยอมรับอย่างแพร่หลายในงานศึกษาทั่วไป เพราะจะแสดงถึงผลตอบแทนที่ได้รับจริงๆ อันเกิดจากปัจจัยพื้นฐานของบริษัทที่นอกเหนือจากผลของสภาวะตลาดขณะนั้นว่าเป็นอย่างไร เช่น ถ้าผลตอบแทนตลาดเป็นบวกแล้ว Excess return ของ IPO ตัวนั้นเป็นบวกแสดงว่า IPO ตัวนั้น perform ดีกว่าตลาดซึ่งสะท้อนความสนใจลงทุนในหุ้นตัวนั้นของนักลงทุนจริงๆ ที่ไม่ใช่ลงทุนตามกระแสของตลาดในแต่ละวัน

และแม้การศึกษานี้จะมีเป้าหมายต้องการทดสอบปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนหุ้น IPO ในระยะสั้น (ที่มากกว่า 1 วัน) แต่จากกราฟ หรือค่าสถิติต่างๆ ซึ่ให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนในระยะต่อไปจะขึ้นกับ performance ของหุ้นนั้นในวันแรกที่เข้าซื้อขาย นอกจากนี้ ในการศึกษาเบื้องต้นพบว่าตัวแปรที่ใช้ในการอธิบายผลตอบแทนในระยะถัดไป จะเป็นตัวแปรตัวเดียวกับตัวแปรที่มีนัยสำคัญในการอธิบายผลตอบแทนในวันแรก ดังนั้น หากเราจะศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนในระยะสั้น แล้วใช้อัตราผลตอบแทนในวันแรก และตัวแปรอื่นๆ ข้างต้นมาเป็นตัวแปรที่ใช้อธิบาย อาจทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity หรือตัวแปรที่ใช้ในการอธิบายที่ความสัมพันธ์กันเอง ในงานศึกษานี้จึงเลือกใช้วิธีการศึกษาแบบ Two-stage least squares (TSLS) เพื่อแก้ปัญหาดังกล่าว

จากการศึกษาวิธี TSLS กำหนดให้อัตราผลตอบแทน ในระยะเวลา 40 วันเป็นตัวแปรที่ถูกอธิบาย (Endogenous Variable) ซึ่งขึ้นกับ อัตราผลตอบแทนวันแรกของ IPO ตัวนั้น ซึ่งมีสมมติฐานว่า อัตราผลตอบแทนวันแรก ก็ขึ้นกับตัวแปรอื่นๆ ได้แก่ มูลค่ารวมเงินระดมทุนทั้งหมดของ IPO ที่ออกก่อนหน้าสองเดือน และจำนวน Active Account

### 1<sup>st</sup> Stage

$$AR1_i = -72.46 + 45.21 * D\_year_i - 0.713 * IPO\_2M_i + 0.000774 * Active\_account_i$$

(23.14)      (6.93)                      (0.254)                      (0.000199)

Adjusted R<sup>2</sup> = 0.29      ตัวเลขในวงเล็บคือค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation)  
 โดยที่ AR\_1<sub>i</sub> คือ อัตราผลตอบแทน ณ วันแรกที่เข้าทำการซื้อขาย  
 D\_year<sub>i</sub> คือ Dummy variable กรณี ปี 2546 (2546=1)  
 IPO\_2M<sub>i</sub> คือ มูลค่ารวมเงินระดมทุนทั้งหมดของ IPO ที่ออกก่อนหน้าสองเดือน (พันล้านบาท)  
 Active\_account<sub>i</sub> คือ จำนวน Active account



## 2<sup>nd</sup> Stage

โดยอัตราผลตอบแทนในระยะถัดไป มีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงกับอัตราผลตอบแทนในวันแรกที่มีเข้าทำการซื้อขายซึ่งได้กล่าวถึงใน 1<sup>st</sup> Stage

$$AR_{40}_i = 0.6927 * AR_{1}_i$$

(0.159)

$$\text{Adjusted } R^2 = 0.48$$

โดยที่  $AR_{40}_i$  คือ อัตราผลตอบแทน ณ วันทำการที่ 40

**โดยสรุป** อัตราผลตอบแทนวันที่ 40 ขึ้นกับ อัตราผลตอบแทนวันแรก โดยมี **Instrument Variables** คือ Dummy Year มูลค่ารวมเงินระดมทุนทั้งหมดของ IPO ที่ออกก่อนหน้าสองเดือน จำนวน Active Account

จากผลการศึกษาที่พบว่ามี 2 ปัจจัยสำคัญที่กำหนดอัตราผลตอบแทนวันแรก คือ (1) ปัจจัยด้านสภาพคล่องหรือการกระจุกตัวของความต้องการเงินระดมทุน และ (2) ความต้องการที่จะลงทุนสะท้อนจากจำนวน Active account เมื่อนำผลดังกล่าวมาเปรียบเทียบกับปัจจัยต่างๆ ที่ปรากฏใน Literature ตามตารางด้านล่าง พบว่าทั้งสองปัจจัยยังไม่มีงานศึกษาใดที่ผ่านมาที่เน้นเรื่องนี้โดยตรง โดยเฉพาะปัจจัยด้านการกระจุกตัว ส่วนปัจจัยอื่นๆ ที่ Literature พบว่ามีผล แต่ในงานศึกษานี้ส่วนใหญ่ไม่มีนัยสำคัญเชิงสถิติ ซึ่งอาจเป็นผลจากช่วงเวลาในการศึกษาที่แตกต่างกัน วิธีการเลือกใช้หรือการสร้างเครื่องชี้เพื่อเป็น proxy แทนปัจจัยต่างๆ ขนาดของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาซึ่งในงานศึกษานี้ใช้ข้อมูลเพียงสามปีและใช้วิธีแบบ cross-sectional analysis ซึ่งหากมีข้อมูลที่ระยะยาวกว่านั้น การศึกษาแบบ Panel Data อาจเห็นผลของปัจจัยอื่นๆ ได้

### ตารางแสดงผลของตัวแปรต่าง ๆ ที่ปรากฏใน Literature

	ตัวแปรที่พิจารณา	หมายเหตุ	Paper
1	ช่วงเวลาในการ IPO - ผลด้านบวก	ถ้า IPO เข้าในช่วง "Hot Market" กรณีประเทศในทวีปยุโรป 6 ประเทศ จำนวน 973 บริษัท ระหว่างปี 1988-1998	Schuster, J. A. (2002)
		ถ้าผลตอบแทนวันแรกโดยเฉลี่ยสูง จะมี IPO เข้าระดมทุนมากในระยะเวลาต่อมา	Ritter (1984)
2	Ownership Concentration - ผลด้านบวก	กรณีประเทศพัฒนาแล้ว ผู้ลงทุนมองว่าบริษัทหรือผู้บริหารเดิมมีความสามารถในการบริหาร	Ritter (1991) Schuster, Jain and Kinin (1994) Stoughton & Aechnor (1998)
		กรณีประเทศไทย ปี 1989-1993	Connelly, J.T., Limpaphayom, P. and V. Siraprapasiri (2005)
	- ผลด้านลบ	กรณี ออสเตรเลีย ระหว่างปี 1998-2003	Comerton-Forde, C. and J. Rydge (2005)
		CFO Survey หมายถึงการนำหุ้นเก่าออกมาขายมาก	Brau, J. and S. Fawcett (2004)
3	ผลประกอบการของบริษัทในอดีต - ผลด้านบวก	CFO Survey	Brau, J. and S. Fawcett (2004)

	ตัวแปรที่พิจารณา	หมายเหตุ	Paper
4	การปรับราคาขายหลังจากทำ roadshow - ผลด้านบวก	กรณีที่มีการปรับราคาขาย IPO ขึ้นหลัง การทำ Roadshow	Hanley (1993)
		กรณี US ระหว่างปี 1980-2001	Ritter, J. (2002)
5	ความมีชื่อเสียงของ FA/Underwriter - ผลด้านบวก	กรณี US ช่วง Internet boom	Ritter & Loughron (2001)
		CFO Survey	Brau, J. and S. Fawcett (2004)
	- ผลด้านลบ	กรณี US แต่หมายถึงการตั้งราคาขาย ใกล้เคียงกับค่าที่แท้จริง	Carter & Manuster (1990)
5	ข่าวและบทวิเคราะห์ - ผลด้านบวก	กรณี US ระหว่างปี 1983-1993	Reese, W.A. Jr. (1998)
6	Price Support - ผลด้านบวก	ผลด้านบวกต่ออัตราผลตอบแทนวันแรก	Ruud (1993) Miller & Reilly (1987) Zhang (2001)

- Brau, J. and S. Fawcett (2004), "Initial public offerings: An analysis of theory and practice"
- Carter, R. and S. Manaster (1990), "Initial public offerings and underwriter reputation", *Journal of Finance* 45, 1045-1067
- Comerton-Forde, C. and J. Rydge, (2005), "Ownership concentration, insiders and illiquidity"
- Connelly, J.T., P. Limpaphayom and V. Siraprasiri (2004), "Ownership concentration and initial public offering performance: Empirical evidence from Thailand"
- Ellis, K. (2005), "Who trades IPOs? A close look at the first days of trading", *JFE* 79 (2006) 339-363
- Hanley, K. W. (1993), "The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon", *Journal of Financial Economics* 34, 231-250
- Miller, R. E. and F. Reilly (1987), "An Examination of mispricing, returns and uncertainty for initial public offerings", *Financial Management* 16, 33-38
- Reese, W. A. Jr. (1998), "IPO Underpricing, Trading Volume, and Investor Interest"
- Ritter, J. and T. Loughran (2002), "Why has IPO underpricing changed over time?"
- Ritter, J. and I. Welch (2002), "A review of IPO activity, pricing and allocations"
- Schuster, J. A. (2002), "The Cross-Section of European IPO returns", LSE Financial Market Group
- Stoughton, N. M. and J. Zechner (1998), "IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 49, 45-77
- Zhang, D. (2001), "Why do IPO underwriters allocate extra shares when they expect to buy them back?", University of Florida