

การวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญ
ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน

สารนิพนธ์
ของ
วสุนท์ ตันตะลี

เสนอต่อบัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ เพื่อเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา
ตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์การจัดการ
ธันวาคม 2549

การวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญ
ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน

สารนิพนธ์
ของ
วสินท์ ดันตะลี

เสนอต่อบัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ เพื่อเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา
ตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์การจัดการ
ธันวาคม 2549
ลิขสิทธิ์เป็นของมหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ

การวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญ
ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน

บทคัดย่อ
ของ
วสินท์ ต้นตะลี

เสนอต่อบัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ เพื่อเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา
ตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์การจัดการ
ธันวาคม 2549

วสุนันท์ ต้นตะลี. (2549). การวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน. สารนิพนธ์ ศ.ม. (เศรษฐศาสตร์การจัดการ). กรุงเทพฯ: บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ. อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์ : อาจารย์วิพรพรณ สาลีผล.

การวิจัยครั้งนี้มีจุดมุ่งหมาย เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ในปี พ.ศ.2545 2546 และ 2547 โดยใช้สมการเศรษฐมิติแบบการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) และใช้วิธีการกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Ordinary Least Square) และข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลทฤษฎี โดยปัจจัยที่นำมาวิเคราะห์ ได้แก่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) มูลค่าทางบัญชี (BV) สินทรัพย์รวม (Total asset)

ผลการศึกษาสรุปได้ดังนี้

ผลการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ในปี พ.ศ. 2545 อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (PE) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ 29.924 ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ในปี พ.ศ. 2546 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) และ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ 4796.631 และ 5675.846 ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และ 99 และในปี พ.ศ. 2547 อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ 0.007 ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

THE ANALYSIS OF FACTORS AFFECTING THE CAPITAL GAIN ON FIRST DAY
TRADING OF INITIAL PUBLIC OFFERINGS

AN ABSTRACT
BY
WASAWIN TANTASI

Presented in Partial Fulfillment of the Requirements for the
Master of Economics degree in Managerial Economics
at Srinakharinwirot University
December 2006

Wasawin Tantasi. (2006). *The Analysis of Factors Affecting the Capital Gain on First day Trading of Initial Public Offerings*. Master's Project : M.Econ. (Managerial Economics). Bangkok: Graduate school, Srinakharinwirot University. Project Advisor : Rivipan Saleepon.

The purpose of this research was to determine factors affecting the capital gain on first day Trading of Initial Public Offerings in year of 2002-2004. We used the secondary data for analysis. The data were analyzed by Multiple regression and Ordinary Least Square method. Factors of interest were Set Index (SET), Earning per Share (EPS), Debt /Equity Ratio (D/E), Price/Earnings Ratio (P/E), Book Value(BV) and Total Asset(TA)

The results revealed that

The results of year 2002 We found that Price/Earnings Ratio (P/E) affected to the capital gain on first day trading of Initial Public Offerings with regression coefficient 29.924 at the 0.05 level of significance. In year of 2003 the results is Set Index (SET) and Debt /Equity Ratio (D/E) are affected to the capital gain on first day trading of Initial Public Offerings with regression coefficient 4796.631 and 5675.846 at the 0.05 and 0.01 level of significance respectively. The last in year of 2004 we found that Price/Earnings Ratio (P/E) affected to the capital gain on first day trading of Initial Public Offerings with regression coefficient 0.007 at the 0.1 level of significance.

ประกาศคุณูปการ

สารนิพนธ์ฉบับนี้ สำเร็จได้ด้วยดีเป็นเพราะผู้วิจัยได้รับความกรุณาอย่างยิ่งจากอาจารย์
รวิพรรณ สาลีผล อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.กิตติมา สังข์เกษม และ
อาจารย์ประพาฬ เพื่องฟูสกุล กรรมการสอบสารนิพนธ์ ที่ท่านทั้งสามได้เสียสละเวลาอันมีค่า
เพื่อให้คำปรึกษาแนะนำในการจัดทำงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ
โอกาสนี้

ขอกราบขอบพระคุณคณาจารย์ในสาขาวิชาเศรษฐศาสตร์การจัดการ มหาวิทยาลัย
ศรีนครินทรวิโรฒทุกท่าน ที่ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ และให้คำแนะนำที่ดีตลอดมา
นอกจากนี้ขอกราบขอบพระคุณ คุณยาย คุณพ่อ คุณแม่ เพื่อนๆ คุณวิรัชพัชร ชนิดาธิทรัพย์
ผู้จัดการ และพี่ ๆ ที่บริษัท ที่ให้ความห่วงใย เป็นกำลังใจ รวมทั้งความช่วยเหลือต่างๆ ในการ
ทำงานวิจัย

คุณค่าและประโยชน์ของสารนิพนธ์ฉบับนี้ ผู้วิจัยขอมอบเป็นเครื่องบูชาพระคุณ แต่บิดา
มารดา ครูบาอาจารย์ ผู้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ และอบรมสั่งสอนผู้วิจัยมาจนบัดนี้

วสินท์ ตันตะลี

งานวิจัยนี้ได้รับทุนอุดหนุนการทำสารนิพนธ์

จาก

ภาควิชาเศรษฐศาสตร์ คณะสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ

สารบัญ

บทที่	หน้า
1 บทนำ	1
ภูมิหลัง.....	1
ความมุ่งหมายของการวิจัย.....	4
ความสำคัญของการวิจัย.....	5
ขอบเขตของการศึกษาค้นคว้า.....	5
นิยามศัพท์เฉพาะ.....	6
กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	8
สมมติฐานในการวิจัย.....	9
2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	10
หุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน.....	10
บริษัทที่ปรึกษาทางการเงิน	12
การกำหนดราคาหุ้นสามัญใหม่.....	14
ขั้นตอนการจัดจำหน่ายหุ้นสามัญในตลาดแรก.....	16
การยื่นขอจดทะเบียนกับตลาดหลักแห่งประเทศไทย.....	20
แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง.....	20
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	24
3 วิธีดำเนินการวิจัย.....	32
การกำหนดข้อมูลและแหล่งข้อมูล.....	32
การสร้างเครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย.....	33
การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	33
การจัดกระทำและการวิเคราะห์.....	34
สถิติที่ใช้ในการทดสอบ.....	36

สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	43
สัญลักษณ์ที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล.....	43
ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	44
การแปรแบบผลจากแบบจำลอง.....	45
5 สรุปผล อภิปรายผล และ ข้อเสนอแนะ.....	53
สังเขปความมุ่งหมาย สมมติฐาน และวิธีการศึกษาค้นคว้า.....	53
สรุปผลการศึกษาค้นคว้า.....	55
อภิปรายผลการศึกษาค้นคว้า.....	58
ข้อเสนอแนะ.....	60
ข้อเสนอแนะที่ได้จากการวิจัย.....	60
บรรณานุกรม	61
ภาคผนวก	65
ประวัติย่อผู้ทำสารนิพนธ์	70

บัญชีตาราง

ตาราง	หน้า
1 มูลค่าระดมเงินทุนโดยผ่านออกหลักทรัพย์ใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี 2545-2547.....	4
2 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขาย ครั้งแรกต่อประชาชนในปี พ.ศ. 2545.....	45
3 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขาย ครั้งแรกต่อประชาชนในปี พ.ศ. 2546.....	48
4 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขาย ครั้งแรกต่อประชาชนในปี พ.ศ. 2547.....	51
5 หลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ปี พ.ศ. 2545	66
6 หลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ปี พ.ศ. 2546	67
7 หลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ปี พ.ศ. 2547.....	68

บัญชีภาพประกอบ

ภาพประกอบ

หน้า

- | | |
|--|---|
| 1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามที่ทำการศึกษา..... | 9 |
|--|---|

บทที่ 1

บทนำ

ภูมิหลัง

ในประเทศที่กำลังพัฒนานั้นตลาดเงินจะมีบทบาทต่อระบบเศรษฐกิจสูงมาก สถาบันการเงินจะทำหน้าที่รับฝากเงินจากประชาชนแล้วนำเงินไปปล่อยกู้ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว ก่อให้เกิดการลงทุนอันจะนำไปสู่ความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ แต่เมื่อประเทศพัฒนาไปถึงระดับหนึ่ง ความต้องการเงินทุนจะสูงขึ้นตามลำดับ ทำให้สถาบันการเงินที่มีอยู่ไม่สามารถรองรับความต้องการเงินทุนได้ ตลาดทุนจึงเข้ามามีบทบาทมากขึ้นในระบบเศรษฐกิจโดยตลาดทุนเป็นตลาดสำหรับผู้ที่มีความประสงค์จะระดมเงินทุน หรือมีความต้องการที่จะใช้เงินทุนเข้ามาทำหน้าที่ระดมเงินทุนในระยะยาว โดยวิธีการสร้างหลักทรัพย์ทางการเงินประเภทตราสารทุนออกเสนอขายแก่ผู้สนใจ ผู้ลงทุนในตราสารทุนจะมีสิทธิความเป็นเจ้าของกิจการ หรือธุรกิจที่ตนเองได้ถือครองตราสารอยู่ เช่น การลงทุนในหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และการลงทุนในหน่วยลงทุน เป็นต้น ในการระดมเงินทุนโดยตรงในตลาดตราสารทุนนั้น ตลาดแรกสำหรับตราสารทุนออกใหม่มิมีบทบาทในการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากผู้มีเงินออมมาสู่บริษัทที่ต้องการเงินทุนโดยเป็นแหล่งกลางในการระดมทุนจากผู้มีเงินออมที่ต้องการมีส่วนร่วมในความเป็นเจ้าของกิจการ หลังจากนั้นเมื่อมีการซื้อขายเปลี่ยนมือตราสารทุนระหว่างผู้ลงทุนด้วยกันเอง ธุรกรรมการซื้อขายเหล่านั้นเป็นธุรกรรมในตลาดรองหรือตลาดเพื่อค้าหลักทรัพย์ ตลาดทุนจึงมีบทบาทสำคัญ 3 ประการ คือ บทบาทในการเคลื่อนย้ายเงินทุน บทบาทในการก่อให้เกิดสภาพคล่องในการซื้อขายตราสาร และการซื้อขายตราสารทุนในตลาดสามารถบ่งถึงการดำเนินงานของบริษัทผู้ออกตราสารได้

ตลาดทุนอาจแยกได้เป็น 2 ตลาด คือ

1. ตลาดแรกหรือตลาดเพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ (Primary Market) เป็นตลาดเพื่อการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ผู้ต้องการเงินทุนได้ออกใหม่แล้วนำไปขายในตลาดเป็นครั้งแรก โดยเงินทุนที่จะระดมทุนได้จะนำไปใช้เพื่อการลงทุนระยะยาว กระบวนการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดแรกนี้จะมีผู้ที่เกี่ยวข้องที่สำคัญ คือ ที่ปรึกษาการเงินซึ่งจะเป็นผู้ให้คำปรึกษาและช่วยเหลือในการสร้างตราสารทุน ตลอดจนขั้นตอนต่าง ๆ ในการจัดจำหน่าย หรือเสนอขายตราสารทุนแก่ผู้ลงทุน การเสนอขายตราสารทุนสามารถกระทำได้ 2 วิธีคือ การเสนอขายแก่บุคคลในวงจำกัดและการเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไป

2. ตลาดรองหรือตลาดค้าหลักทรัพย์ (Secondary Market หรือ Trading Market) เป็นแหล่งซื้อขายหลักทรัพย์ที่ได้ออกจำหน่ายและหมุนเวียนในระบบอยู่แล้ว ทำให้เกิดการเปลี่ยนมือระหว่างผู้ลงทุน ซึ่งถือครองหลักทรัพย์อยู่ และผู้ลงทุนรายต่อไปที่ประสงค์ที่จะลงทุนซื้อหลักทรัพย์นั้น ดังนั้นจึงอาจกล่าวได้ว่าการมีตลาดรองนั้นเพื่อเป็นการเสริมสภาพคล่องให้แก่ผู้ถือตราสารของธุรกิจต่างๆ สำหรับประเทศไทยตลาดรองของตราสารทุนที่สำคัญ คือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand หรือ SET) ซึ่งเป็นตลาดรองที่จัดตั้งขึ้นอย่างเป็นทางการ

หลังจากวิกฤตทางการเงินของประเทศไทยปี 2540 ทำให้เกิดภาวะซบเซาทางเศรษฐกิจ ทำให้มูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์และการเคลื่อนไหวราคาหลักทรัพย์มีความผันผวนมาก ช่วงนี้ความไม่มั่นใจต่อเสถียรภาพของเศรษฐกิจและของระบบสถาบันการเงินเริ่มกลับมาอีก สิ่งที่น่าทอนความมั่นใจด้านเศรษฐกิจประกอบด้วย ภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจได้ขยายวงไปหลายประเทศในภูมิภาค การเกิดวิกฤตค่าเงินรัสเซียและลาตินอเมริกา และเศรษฐกิจไทยมีเค้าลางว่าจะถดถอยในอัตราที่รุนแรงกว่าการถดถอยในปี 2540 (ในปี 2541 ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศหดตัวถึง 10.5% เทียบกับที่หดตัว 1.4% ในปีก่อน) ในช่วงปลายปี พ.ศ.2542 ราคาหลักทรัพย์โดยรวมได้ปรับเพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้เป็นเพราะมีความคืบหน้าในการกระจายหุ้นธนาคารของรัฐเพื่อแก้ปัญหาสถาบันการเงิน มีความคาดหวังว่าเศรษฐกิจไทยกำลังขยายตัวเพิ่มขึ้นหลังจากเกิดการถดถอยติดต่อกันมา 2 ปี (ปรากฏว่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศของปี 2542 ขยายตัวถึงอัตราร้อยละ 4.5 เทียบกับที่หดตัวร้อยละ 10.5 ในปีก่อน) และเงินบาทมีค่าแข็งขึ้น (ณ สิ้นปี 2542 เงินบาทมีค่าเฉลี่ยที่ 37.84 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ เทียบกับเฉลี่ย 41.37 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ เมื่อปลายปีก่อน) อนึ่ง มูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นมากในปีนี้ ส่วนหนึ่งมาจากการลงทุนเพิ่มขึ้นโดยผู้ลงทุนชาวต่างประเทศ ในปี 2542 มีเงินทุนต่างชาติเคลื่อนย้ายเข้ามาลงทุนในตราสารทุนไทยเป็นยอดสุทธิถึง 946 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เทียบกับปีก่อนที่มียอดเคลื่อนย้ายสุทธิเข้ามาเพียง 265 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2543 เศรษฐกิจไทยได้ฟื้นตัวต่อเนื่องจากปีก่อน ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศของปี 2543 ขยายตัวในอัตราร้อยละ 4.7 สูงกว่าอัตราขยายตัวร้อยละ 4.5 ในปีก่อนปัจจัยที่น่าทอนความมั่นใจที่จะลงทุนในหลักทรัพย์ในปี 2543 ได้เกิดปัญหาการปรับโครงสร้างหนี้ระหว่างสถาบันการเงินกับลูกหนี้ ในเดือนพฤษภาคมได้เกิดปัญหาการอ่อนค่าของสกุลเงินต่าง ๆ ในภูมิภาค ปี พ.ศ. 2544 ระดับราคาหลักทรัพย์กระตือรือร้นขึ้นอีก เมื่อมีเค้าลางว่าปัญหาสถาบันการเงินและหนี้ NPL ในระบบมีช่องทางแก้ไข และพระราชกำหนดบรรษัทบริหารสินทรัพย์ไทย (เพื่อจัดตั้งองค์กรขึ้นแก้ปัญหาหนี้ในระบบสถาบันการเงิน) ได้ผ่านรัฐสภา ข้าราชการจัดตั้งกองทุน Matching Fund ช่วยให้มีปริมาณการซื้อขายและราคาหลักทรัพย์ในเดือนสิงหาคมปรับเพิ่มขึ้นจากการชะลอ

ตัวในเดือนกรกฎาคม แต่เหตุการณ์การก่อวินาศกรรมตึกเวิลด์เทรดที่กรุงนิวยอร์ก เมื่อวันที่ 11 กันยายน ทำให้เกิดตื่นตกใจขึ้นในตลาดหุ้นทั่วโลก มูลค่าซื้อขายและราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็ตกต่ำ

เศรษฐกิจปี 2545 เติบโตในอัตราร้อยละ 5.3 กระทั่งดีขึ้นจากปี 2544 ที่ขยายตัวเพียงร้อยละ 2.1 ตลาดเงินที่มีสภาพคล่องสูงอยู่แล้วยิ่งคล่องตัวมากขึ้นอีก (เห็นได้จากดอกเบี้ย Interbank ณ สิ้นปี 2545 ได้ลดลงมาเป็นอัตราร้อยละ 1.59 จากระดับร้อยละ 2.14 ณ ปลายปีก่อน) และมีการคาดหมายว่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์จะมีกำไรเพิ่มขึ้นจากการดำเนินงาน สภาพแวดล้อมเหล่านี้ช่วยให้การซื้อขายหลักทรัพย์ปี 2545 มีความคึกคักมากกว่าปีก่อน ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ในปี 2546 สรุปได้ดังนี้ เศรษฐกิจปี 2545 ที่ขยายตัวในอัตราสูงและคาดหมายกันว่าเศรษฐกิจในปี 2546 นี้จะยังขยายตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่ยังคงเกิดความกังวลต่อความตึงเครียดระหว่างสหรัฐฯ กับอิรักและต่อสถานการณ์ตึงเครียดในคาบสมุทรเกาหลีและเกิดการตื่นตกใจต่อข่าวการระบาดของโรค SARS อย่างไรก็ดีตาม มีการปรับเพิ่มความคาดหมายอัตราขยายตัวของเศรษฐกิจหลายครั้ง (ในปี 2546 ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศของไทยขยายตัวสูงถึงร้อยละ 6.9 เทียบกับขยายตัวร้อยละ 2.1 และร้อยละ 5.3 ในปี 2544 และ 2545 ตามลำดับ) การดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนโดยรวมมีผลกำไรเพิ่มมากขึ้น สภาพคล่องในตลาดเงินมีสูงมาก ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อระดับราคาหลักทรัพย์ในปี 2547 ได้แก่ การเกิดความไม่สงบใน 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้อย่างต่อเนื่องตลอดปี โดยเฉพาะเหตุการณ์จับกุมผู้ชุมนุมที่ตากใบในจังหวัดนราธิวาส การเกิดโรคระบาดของไข้หวัดนก การสูงขึ้นอย่างเป็นประวัติการณ์ของราคาน้ำมันในตลาดโลก เนื่องจากการก่อการร้ายในนานาประเทศ รวมทั้งในประเทศผู้ผลิตน้ำมัน(มีผลให้ต้องปรับขึ้นราคาน้ำมันดีเซลไว้ แต่ราคาน้ำมันดีเซลหมุนเร็ว ณ ปลายปี 2547 ก็สูงขึ้นเป็น 14.59 บาท/ลิตร จาก 13.29 บาท/ลิตรเมื่อปลายปีก่อน) การเติบโตของเศรษฐกิจไทยมีอัตราชะลอตัวลงอีกทั้งในเดือนมิถุนายนกลุ่มโอเปคจะได้ประกาศเพิ่มการผลิตน้ำมัน แต่ก็มิได้ช่วยได้ไม่มากขายหลักทรัพย์ได้ไม่มากนัก ถึงแม้ว่าตอนปลายเดือนธันวาคมจะเกิดคลื่นสินนามิถล่ม 6 จังหวัดท่องเที่ยวในภาคใต้ ก็มีผลกระทบต่อการซื้อขายหลักทรัพย์เพียงช่วงเวลาสั้น ๆ เท่านั้น

ตาราง 1 มูลค่าระดมเงินทุนโดยผ่านออกหลักทรัพย์ใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ปี 2545-2547

	2545	2546	2547
จำนวนหลักทรัพย์ใหม่	18	20	36
ขนาดการระดมทุน (ล้านบาท)	10,565.53	18,895.24	38,055.99

ที่มา : Fact Book. (2002-2004). รวบรวมจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

อย่างไรก็ตาม ภาพเศรษฐกิจของประเทศไทยปัจจุบันเริ่มฟื้นตัว ทำให้มีความต้องการเงินทุนเพิ่มขึ้น ทำให้การระดมทุนโดยวิธีการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่ในตลาดแรกต่อประชาชนและนำเข้าไปซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับความนิยมเพิ่มขึ้น ในปีหนึ่ง ๆ มีหลักทรัพย์ที่เข้ามาจดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เป็นจำนวนมิใช่น้อย ตาราง 1 แสดงให้เห็นถึงจำนวนและมูลค่าของหลักทรัพย์ใหม่ที่เข้ามาระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ พ.ศ. 2545-2547 จะสังเกตได้ว่า จำนวนหลักทรัพย์ใหม่ที่เข้ามาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์นั้น มีจำนวนเพิ่มขึ้นทุกปี จากที่มีจำนวนเพียง 16 หลักทรัพย์ ในปี 2545 เพิ่มขึ้นเป็นถึง 36 หลักทรัพย์ ในปี 2547 หรือพิจารณามูลค่าเงินที่ระดมทุนโดยผ่านการออกหลักทรัพย์ใหม่ก็จะพบว่าเพิ่มขึ้นจาก 10,565.53 ล้านบาท ในปี 2545 เป็น 38,055.99 ล้านบาท ในปี 2547

ผู้วิจัยจึงได้ทำการศึกษาว่าปัจจัยต่างๆที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนทั้งในด้านการกำหนดราคาที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนและ ณ วันเข้าซื้อขายวันแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่าจะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนอย่างไร

ความมุ่งหมายของการวิจัย

ในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้ตั้งความมุ่งหมายไว้ดังนี้

เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการซื้อขายหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน

ความสำคัญของการวิจัย

1. การศึกษาครั้งนี้ก่อให้เกิดประโยชน์กับที่ปรึกษาทางการเงินจะสามารถนำผลการศึกษาไปเป็นข้อมูลในการกำหนดราคาเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกได้ในครั้งต่อไป
2. ช่วยก่อให้เกิดประโยชน์แก่นักลงทุนในการตัดสินใจลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนทั้งในตลาดแรกและตลาดรองได้

ขอบเขตของการวิจัย

ประชากรที่ใช้ในการวิจัย

1. ในการศึกษาครั้งนี้จะเป็นการศึกษาอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่มีการเสนอขายเป็นครั้งแรก (IPOs) เท่านั้น มิได้รวมถึงหุ้นสามัญเพิ่มทุนที่เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แล้ว
2. ข้อมูลหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนที่เลือกใช้ในการศึกษานั้นเป็นข้อมูล que ทำการเสนอขายในช่วงปี พ.ศ. 2545-2547 โดยมีรายละเอียดดังนี้
 - 2.1 ในช่วงปี พ.ศ. 2545 มีหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน จำนวน 18 หลักทรัพย์
 - 2.2 ในช่วงปี พ.ศ. 2546 มีหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน จำนวน 20 หลักทรัพย์
 - 2.3 ในช่วงปี พ.ศ. 2547 มีหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน จำนวน 36 หลักทรัพย์

ตัวแปรที่ศึกษา

1. ตัวแปรอิสระ แบ่งเป็นดังนี้
 - 1.1 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET)
 - 1.2 กำไรต่อหุ้น (EPS)
 - 1.3 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E)
 - 1.4 อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E)
 - 1.5 มูลค่าทางบัญชี (BV)
 - 1.6 สินทรัพย์รวม (Total Asset)
2. ตัวแปรตาม ได้แก่ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการขายหลักทรัพย์วันแรก (Capital Gain)

นิยามศัพท์เฉพาะ

1. **หุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน (Initial Public Offerings / IPOs)** หมายถึง การที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นำหุ้นสามัญของตนออกเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก จุดประสงค์เพื่อระดมเงินทุนไปขยายกิจการและเพื่อกระจายการถือครองหุ้นสามัญให้แก่ประชาชนทั่วไป การเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนจะต้องกระทำผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่รับเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (underwriters) ซึ่งจะต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และต้องจัดทำหนังสือชี้ชวนตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้

2. **อัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain)** หมายถึง ผลกำไรที่เกิดจากการขายหุ้นได้ราคาสูงกว่าราคาซื้อเข้ามา ผู้ลงทุนประเภทบุคคลธรรมดาจะได้รับการยกเว้นภาษีเงินได้ของกำไรจากการขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

3. **ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Set index)** หมายถึง ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นดัชนีราคาหุ้นที่คำนวณ แบบถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ซึ่งคำนวณโดยใช้หุ้นสามัญจดทะเบียนทุกตัวในตลาดหลักทรัพย์ โดยมีสูตรการคำนวณ ดังนี้

$$\text{SET Index} = \frac{\text{มูลค่าตลาดรวมวันปัจจุบัน (Current market Value)}}{\text{มูลค่าตลาดรวมวันฐาน (Base Market Value)}} \times 100$$

ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นดัชนีเปรียบเทียบมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญทั้งหมด ที่เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในวันปัจจุบัน กับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ในวันฐานคือ วันที่ 30 เมษายน 2518 โดยมีการปรับฐานการคำนวณ ในกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงของจำนวน หลักทรัพย์จดทะเบียน เช่น เมื่อมีการ รับหรือเพิกถอนหลักหลักทรัพย์ การรับหุ้นเพิ่มทุน เป็นต้น เพื่อให้การเคลื่อนไหวของดัชนีสะท้อนการเปลี่ยนแปลง ของราคาหลักทรัพย์

4. **กำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share หรือ EPS)** หมายถึง ส่วนของกำไรสุทธิที่แบ่งเฉลี่ยแก่หุ้นสามัญแต่ละหุ้น มีสูตรการคำนวณดังนี้

$$\text{กำไรต่อหุ้น} = \frac{\text{กำไรสุทธิของบริษัท}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญที่เรียกชำระแล้วของบริษัท}}$$

5. อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt /Equity Ratio หรือ D/E) หมายถึง อัตราส่วนที่แสดงความสามารถ ในการก่อหนี้ระยะยาวของธุรกิจ โดยพิจารณาจาก สัดส่วนหนี้สินต่อทุน และความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยนำไปเปรียบเทียบอัตราเฉลี่ยของอุตสาหกรรม ดังสมการดังนี้

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของเจ้าของ}}$$

6. อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (Price/Earnings Ratio หรือ P/E Ratio) หมายถึง อัตราส่วนเปรียบเทียบราคาตลาดของหุ้นสามัญกับกำไรสุทธิต่อหุ้นของหุ้นสามัญนั้น ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

$$P/E = \frac{\text{ราคาตลาดของหุ้น}}{\text{กำไรสุทธิต่อหุ้นประจำปี 12 เดือนของหุ้น}}$$

การคำนวณอัตราส่วนตัวนี้อาจจะใช้ผลกำไรสุทธิต่อหุ้นประจำปี 12 เดือนล่าสุดในการคำนวณ ซึ่งค่าอัตราส่วน ราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้นที่ได้จะเป็น Trailing P/E (P/E จากกำไรที่ผ่านมา) หากใช้กำไรสุทธิต่อหุ้นที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอีก 1 ปีข้างหน้าในการคำนวณ ค่าอัตราส่วนที่ได้จะเป็น Forward P/E (P/E จากกำไรในภายหน้า) หุ้นที่มีค่า P/E ระดับสูง แสดงว่าผู้ลงทุนในตลาดยินดีจะจ่ายเงินลงทุนซื้อหุ้นดังกล่าวในราคาสูง เนื่องจากคาด หมายว่าผลกำไรของบริษัทผู้ถือหุ้นดังกล่าวจะขยายตัวในอัตราที่สูง ในขณะที่เดียวกันค่า P/E สูง ก็แสดงถึงการมีความเสี่ยงที่สูงด้วย

7. มูลค่าตามบัญชี (Book Value หรือ BV) หมายถึง เป็นมูลค่าของหุ้นสามัญ 1 หุ้นที่ได้จากการประเมินค่าสินทรัพย์สุทธิ (Net Asset Value) ต่อหุ้นตามงบดุลล่าสุดของ บริษัทผู้ถือหุ้น ซึ่งหมายความว่าหากบริษัทนี้เลิกกิจการและสามารถนำสินทรัพย์รวมถึงหนี้สินต่าง ๆ ไปแปรเป็นเงินสดได้ตามมูลค่าที่ระบุในงบดุลนั้นแล้ว ผู้ถือหุ้นจะได้รับเงินคืนในจำนวนเท่ากับมูลค่าตามบัญชีต่อการถือหุ้น 1 หุ้น

$$\text{มูลค่าตามบัญชี} = \frac{\text{สินทรัพย์รวม} - \text{หนี้สินรวม}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่บริษัทออกเรียกชำระเงินค่าหุ้นแล้ว}}$$

8. **สินทรัพย์รวม (Total Assets)** หมายถึง ทรัพยากรที่อยู่บนความควบคุมของกิจการ ทรัพยากรดังกล่าวเป็นผลของเหตุการณ์ในอดีต ซึ่งกิจการคาดว่าจะได้รับผลประโยชน์เชิงเศรษฐกิจจากทรัพยากรนั้นในอนาคต สินทรัพย์ที่แสดงไว้ในงบดุลจะจัดประเภทเป็นสินทรัพย์หมุนเวียน และสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน ดังสมการต่อไปนี้

$$\text{สินทรัพย์รวม} = \text{สินทรัพย์หมุนเวียน} + \text{สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน}$$

9. **อัตราปันผลตอบแทน (Dividend Yield)** หมายถึง ค่าสถิติตัวนี้บอกให้ทราบว่า หากลงทุนซื้อหุ้น ณ ระดับราคาตลาดปัจจุบัน จะมีโอกาสได้รับเงินปันผลคิดเป็นอัตรา ร้อยละเท่าใด การคำนวณหาตัวนี้มีสูตรคำนวณดังนี้

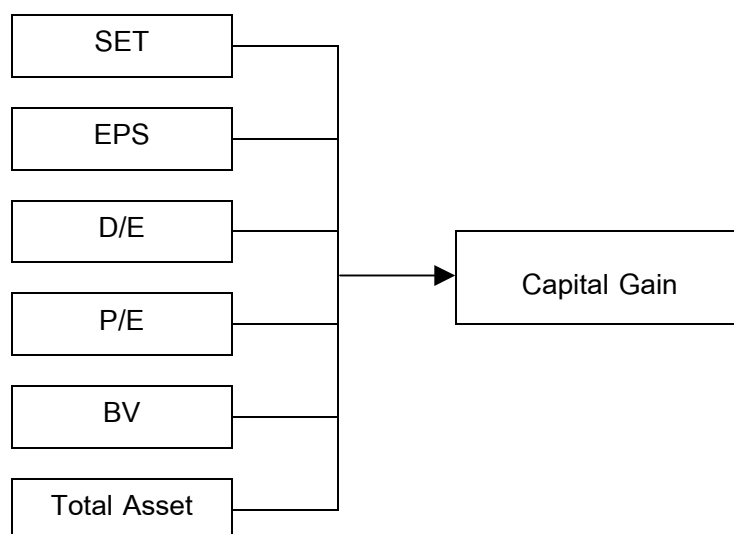
$$\text{อัตราปันผลตอบแทน} = \frac{\text{มูลค่าปันผลต่อหุ้น}}{\text{ราคาตลาดของหุ้น}} \times 100$$

10. **ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter)** หมายถึง บริษัทหลักทรัพย์ที่ทำหน้าที่จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ให้บริษัทที่ต้องการกระจายหุ้นให้แก่บุคคลทั่วไป

11. **ที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Advisor)** หมายถึง สถาบันการเงินที่ได้รับใบอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ในการประกอบธุรกิจการให้บริการแก่บริษัทมหาชน จำกัด เกี่ยวกับคำปรึกษา ความเห็น และการจัดเตรียมเอกสารข้อมูลต่าง ๆ เพื่อนำเสนอต่อสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ตลาดหลักทรัพย์ฯ ผู้ถือหุ้น และประชาชนทั่วไป เช่น ในกรณีที่มีการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนทั่วไป การนำหุ้นเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ฯ การจัดทำแผนฟื้นฟูเพื่อแก้ไขสถานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทให้พ้นจากการเข้าข่ายถูกเพิกถอนจากตลาดหลักทรัพย์ฯ เป็นต้น

กรอบแนวคิดในการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาถึง ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ซึ่งจะทำการศึกษาจากตัวแปรอิสระดังนี้ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) มูลค่าทางบัญชี (BV) สินทรัพย์รวม (Total Asset) ซึ่งส่งผลกระทบต่อตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ในวันแรก ดังกรอบ



ภาพประกอบ 1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามที่ทำการศึกษา

สมมุติฐานในการวิจัย

1. ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรกมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) จากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรก
2. กำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) จากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรก
3. อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) จากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรก
4. อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) จากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรก
5. มูลค่าทางบัญชีมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) จากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรก
6. สินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) จากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรก

บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ในช่วง พ.ศ. 2545 – 2547 โดยแบ่งงานศึกษาออกเป็น 3 ตอน คือ

1. การจัดจำหน่ายหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนและการเข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
 - 1.1 บริษัทที่ปรึกษาทางการเงิน
 - 1.2 การกำหนดราคาหุ้นสามัญใหม่
 - 1.3 ขั้นตอนการจัดจำหน่ายหุ้นสามัญในตลาดแรก
 - 1.4 การยื่นขอจดทะเบียนกับตลาดหลักแห่งประเทศไทย
2. แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง
 - 2.1 แนวคิดเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการลงทุน
 - 2.2 ทฤษฎีที่ใช้ในการคำนวณราคาหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน
3. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกของประชาชน

1. การจัดจำหน่ายหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนและการเข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การระดมทุนในตลาดทุนสามารถแบ่งได้เป็น 2 ประเภท คือ (พิเศษ เสตเสถียร. 2535: 93-110)

1. การระดมทุนโดยการจำหน่ายหุ้น (Equity Finance) เป็นการระดมทุน โดยการออกหุ้นสามัญใหม่ ซึ่งการระดมทุนวิธีนี้มีข้อดีที่ต้นทุนในการระดมทุนค่อนข้างต่ำไม่ต้องเผชิญความเสี่ยง ด้านอัตราดอกเบี้ยเนื่องจากผู้ออกหลักทรัพย์จะจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ลงทุนในรูปเงินปันผลซึ่งจะจ่ายมากน้อยเท่าใดขึ้นอยู่กับนโยบายจ่ายเงินปันผลของบริษัทนั้น ๆ นอกจากนี้การออกหุ้นทุนเพื่อจำหน่ายแก่ประชาชนยังทำให้บริษัทได้ประโยชน์จากส่วนเกินมูลค่าหุ้นซึ่งสามารถนำมาใช้ในการบริหารงานของบริษัทได้อีกด้วย

2. การระดมทุนโดยการสร้างหนี้ (Debt Finance) เป็นการระดมทุน โดยการออกตราสารหนี้ เช่น หุ้นกู้ การระดมทุนวิธีนี้บริษัทมีภาระที่ต้องจ่ายชำระดอกเบี้ย แก่ผู้ลงทุนตามอัตรา และระยะเวลาที่ตกลงกันเมื่อครบกำหนดได้ถอนต้องคืนเงินต้นทั้งหมดการบริหารงานของบริษัทจะไม่ถูกเปลี่ยนมือ แต่การบริหารด้านกระแสเงินสดต้องมีประสิทธิภาพ เนื่องจากอาจถูกระทบกระเทือนจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย

การระดมทุนในตลาดทุนสามารถแยกได้เป็น 2 ตลาด

1. ตลาดแรก (Primary Market) เป็นแหล่งระดมเงินทุนโดยการนำหลักทรัพย์ใหม่ เช่น หุ้นกู้ หุ้นสามัญ พันธบัตร เป็นต้น เสนอขายให้กับประชาชน โดยการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่นั้น จะมีที่ปรึกษาการเงิน (Financial Advisor) เข้ามาเป็นตัวกลางเชื่อมโยงระหว่าง ผู้ออกหลักทรัพย์ และนักลงทุน ที่ปรึกษาการเงินจะเข้ามามีบทบาทสำคัญในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะเสนอขายให้ประชาชน โดยทำการจัดสรรหลักทรัพย์ให้กับผู้ที่ต้องการซื้อ ถ้าจำนวนหุ้นที่จะขายมีน้อยกว่าความต้องการซื้อหรือถ้าจำนวนหุ้นที่จะขายมีมากกว่าความต้องการซื้อ ที่ปรึกษาการเงินก็อาจต้องรับซื้อหุ้นนั้นไว้เอง หรืออาจส่งคืนให้กับผู้ออกหลักทรัพย์ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับเงื่อนไขในการเสนอขาย นอกจากนี้ที่ปรึกษาการเงินยังมีหน้าที่จัดการในขั้นตอนต่าง ๆ เพื่อขอให้ตลาดหลักทรัพย์รับหลักทรัพย์นั้นเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สำหรับกรณีของการเสนอขายหุ้นสามัญในตลาดแรกนั้น อาจแยกหุ้นสามัญที่จัดจำหน่ายได้ 2 ประเภท คือ

- 1) หุ้นสามัญของบริษัทที่จำหน่ายให้แก่ประชาชนครั้งแรก (Initial Public Offerings: IPOs)
- 2) หุ้นสามัญเพิ่มทุนของหลักทรัพย์ที่เคยผ่านการกระจายหุ้นให้แก่ประชาชนมาก่อน และได้เข้าไปทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ (Secondary Securities)

2. ตลาดรอง (Secondary Market) เป็นตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ที่ได้ผ่านการซื้อขายในตลาดแรกแล้ว โดยการทำกันภายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ อาจทำการซื้อขายนอกตลาดหลักทรัพย์ (Over-The-Counter) ก็ได้ สำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นจะต้องทำผ่านนายหน้าค้าหลักทรัพย์ (Broker) ซึ่งมีใบอนุญาตค้าหลักทรัพย์จากกระทรวงการคลังและเป็นสมาชิกตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยนายหน้าจะทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการซื้อขายหลักทรัพย์

การเข้าไปขอจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นั้นเป็นเรื่องที่ค่อนข้างยุ่งยาก เพราะมีขั้นตอนมากมายหลายขั้นตอน อีกทั้งตลาดหลักทรัพย์ยังมีวิธีการกรองที่เข้มงวด ดังนั้นผู้ออกหลัก

ทรัพย์จึงมอบหมายให้ที่ปรึกษาทางการเงินเข้าช่วยเหลือให้คำปรึกษาในการเตรียมตัวเข้าตลาดหลักทรัพย์ โดยในขั้นแรกให้คำแนะนำจัดเตรียมการปรับปรุงโครงสร้างของบริษัท และหลังจากที่บริษัทได้จัดการปรับปรุงในเรื่องคุณสมบัติที่จะสามารถนำเข้ากระบวนการจัดจำหน่ายได้ จึงจะแต่งตั้งผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ดังนั้นที่ปรึกษาทางการเงินจึงเป็นเสมือนตัวกลางทางการเงินที่ทำหน้าที่เชื่อมโยงระหว่างผู้ต้องการเงินทุนและผู้มีเงินออม ซึ่งการนำหลักทรัพย์ไปเสนอขายในตลาดแรกอาจทำได้ 3 วิธีด้วยกัน คือ

1. การเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไป (Public Offerings) วิธีนี้เหมาะสำหรับกรณีที่บริษัทต้องการระดมทุนเป็นจำนวนมาก โดยทั่วไปจะมีการแต่งตั้งผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ซึ่งจะคอยดูแลและรับผิดชอบการจัดจำหน่าย โดยผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จะได้รับค่าธรรมเนียมเป็นผลตอบแทน

2. การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่เฉพาะกลุ่ม (Private Placement) โดยบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะไปทำการเจรจาจำหน่ายหลักทรัพย์กับกลุ่มบุคคลหรือสถาบันแห่งใดแห่งหนึ่งโดยตรงเพื่อเป็นการลดค่าใช้จ่ายต่าง ๆ แต่การจัดจำหน่ายโดยวิธีการนี้ก็ยังมีข้อจำกัดเพราะเป็นการเสนอขายในวงแคบจำนวนเงินทุนที่ระดมได้จึงไม่สูงมากนัก

3. การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ผู้ถือหุ้นเดิม (Right Offerings) โดยผู้ออกหลักทรัพย์จะเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ผู้ถือหุ้นเดิม โดยการแจ้งรายละเอียดราคาหุ้นใหม่วันประกาศสิทธิและวันสิ้นสุดระยะเวลาใช้สิทธิ

1.1 บริษัทที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Advisor)

โดยทั่วไปแล้วบริการของที่ปรึกษาการเงินในประเทศไทยมีด้วยกัน 2 ประเภท คือ

1. เป็นที่ปรึกษาการลงทุน (Investment Adviser) โดยจะทำหน้าที่ให้คำปรึกษาด้านการเงินคอยจัดหาทุนให้เมื่อบริษัทต้องการเงินทุน ในบางครั้งจึงเรียกบริการประเภทนี้ว่า Project Finance

2. เป็นผู้รับจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriting) โดยที่ปรึกษาการเงินจะทำหน้าที่ให้คำปรึกษาช่วยจัดและปรับปรุงโครงสร้างของบริษัท ช่วยเหลือในด้านประมาณทางด้านบัญชีงบดุล สินทรัพย์ ยอดขาย หรือ หนี้สินต่าง ๆ โดยพิจารณาถึงสัดส่วนของหนี้สินต่อทุนที่เหมาะสม รวมไปถึงการดำเนินการตามขั้นตอนต่าง ๆ เพื่อยื่นขออนุญาตเสนอขายหุ้นใหม่ต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และยื่นขออนุญาตให้

ตลาดหลักทรัพย์รับบริษัทนั้นเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีการให้บริการรับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ที่เกิดจากการเพิ่มทุนอีกด้วย

ในการศึกษาครั้งนี้จะศึกษาเฉพาะบริการของที่ปรึกษาการเงินในแง่มุมที่สองเท่านั้น ซึ่งจากที่กล่าวข้างต้นพอจะสรุปหน้าที่ของที่ปรึกษาการเงินเป็นได้ดังนี้

1. ศึกษาและวิเคราะห์ถึงโครงสร้างและดำเนินการจัดโครงสร้างของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ให้มีคุณสมบัติเหมาะสม รวมไปถึงการประมาณการงบการเงินต่าง ๆ เพื่อกำหนดราคาขายหุ้นสามัญที่เหมาะสม สามารถแยกรายละเอียดได้ดังนี้

1.1 การประเมินบริษัทโดยปัจจัยสำคัญที่ใช้ในการประเมิน ได้แก่

1.1.1 ขนาดของบริษัท (Size)

1.1.2 ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

1.1.3 ความสามารถในการชำระหนี้ (Leverage)

1.1.4 สภาพคล่อง (Liquidity)

1.1.5 ชื่อเสียงของบริษัท (Reputation)

1.1.6 อัตราการเติบโต (Growth)

1.2 การปรับโครงสร้าง (Restructure) แบ่งได้เป็น

1.2.1 โครงสร้างทางการเงิน (Financial Structure) มีวัตถุประสงค์เพื่อให้เกิดต้นทุนของบริษัทต่ำสุดและผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นน้อยที่สุด

1.2.2 โครงสร้างทางธุรกิจ (Business Structure) เพื่อให้เกิดความคล่องตัวในการบริหารงานและความคล่องตัวในการขยายงาน และไม่ให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์

1.2.3 โครงสร้างส่วนของผู้ถือหุ้น (Shareholder Structure) เพื่อไม่ให้เกิดการขัดแย้งทางผลประโยชน์

2. เตรียมเอกสารต่าง ๆ เพื่อยื่นขออนุญาตเสนอขายหุ้นใหม่ต่อคณะกรรมการ กสท. สำหรับในกรณีที่กระจายหุ้นใหม่ต่อประชาชนทั่วไป

3. เตรียมแบบคำขอและเอกสารต่าง ๆ ตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด เพื่อขอเข้าเป็นบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4. ยื่นแบบคำขอและติดต่อประสานงานกับ กสท. และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5. ทำการรับประกันการจำหน่ายและจัดจำหน่ายหลักทรัพย์

เมื่อที่ปรึกษาทางการเงินได้รับการติดต่อเบื้องต้นจากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ก็จะเริ่มทำการเก็บรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องและสัมภาษณ์บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์แล้วนำข้อมูลที่รวบรวมได้

มาวิเคราะห์ถึงความเป็นไปได้ในการนำหลักทรัพย์ออกจำหน่ายแก่ประชาชน ซึ่งถ้าหากโครงสร้างของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ยังมีคุณสมบัติไม่เหมาะสม ที่ปรึกษาทางการเงินก็จะต้องทำการปรับปรุงโครงสร้างของบริษัทให้มีคุณสมบัติที่เหมาะสม โดยอาจจะต้องมีการเพิ่มทุนหรือแต่งตั้งกรรมการที่ทรงคุณวุฒิเพิ่มขึ้น เพื่อให้บริษัทเป็นที่น่าเชื่อถือแก่บุคคลทั่วไป หลังจากการจัดโครงสร้างบริษัทเป็นที่เรียบร้อยแล้ว ที่ปรึกษาทางการเงินก็จะจัดทำประมาณงบการเงิน พร้อมกับกำหนดราคาหลักทรัพย์ใหม่ที่จะเสนอขายประชาชนทั่วไป หลังจากนั้น ก็จะเป็นขั้นตอนของการเตรียมข้อมูลต่าง ๆ เพื่อยื่นขออนุญาตทำเสนอขายหุ้นใหม่ในตลาดแรกต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และยื่นขอจดทะเบียนเป็นบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อให้หลักทรัพย์นั้นสามารถเข้าไปทำการซื้อขายในตลาดรองได้ อันจะมีผลให้หลักทรัพย์นั้นมีสภาพคล่องมากขึ้น

1.2 การกำหนดราคาหุ้นสามัญใหม่

ในการกำหนดราคาหุ้นสามัญใหม่ ที่ปรึกษาทางการเงินมักอาศัยปัจจัยหลายอย่างประกอบกันไปเพื่อหามูลค่าตลาดของหุ้นที่เหมาะสม โดยมากแล้วปัจจัยที่พิจารณานั้นทั้งด้านที่เป็นตัวเลข เช่น กำไรต่อหุ้น เงินปันผล สินทรัพย์ ฯลฯ และปัจจัยเชิงคุณภาพ เช่น ความสามารถของผู้บริหาร กลยุทธ์การตลาด นอกจากนี้ยังต้องคำนึงภาวะต่าง ๆ ประกอบด้วย ซึ่งสามารถแยกรายละเอียดของปัจจัยที่มีผลต่อการดำเนินงานหรือฐานะของบริษัทได้ดังนี้

1. ปัจจัยภายในบริษัท

- 1.1 โครงสร้างการใช้เงินทุน หรือสภาพคล่องของบริษัท
- 1.2 ปัจจัยด้านความเสี่ยง
- 1.3 อัตราการจ่ายเงินปันผล
- 1.4 ลักษณะผลิตภัณฑ์หลักหรือบริการ
- 1.5 กลยุทธ์ทางการตลาด
- ฯลฯ

2. ปัจจัยภายนอก

- 2.1 ภาวะเศรษฐกิจและแนวโน้ม
- 2.2 การแข่งขันในอุตสาหกรรมเดียวกัน
- 2.3 อัตราการเติบโตของอุปสงค์ (Demand Growth)
- ฯลฯ

3. ปัจจัยอื่นที่มีผลต่อการตั้งราคาหลักทรัพย์ใหม่

3.1 ขนาดของการกระจายหุ้นใหม่

3.2 ภาวะตลาดหลักทรัพย์

3.3 อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิของอุตสาหกรรมเดียวกัน

ฯลฯ

ปัจจัยต่างๆ เหล่านี้จะถูกนำมาพิจารณา โดยอาศัยหลักการวิเคราะห์หลักทรัพย์พื้นฐาน แล้วจึงเริ่มกำหนดราคาหลักทรัพย์ใหม่โดยอาศัยทฤษฎีทางการเงินต่าง ๆ เช่น Dividend Discount Model หรือ Asset Basis ที่ปรึกษาทางการเงินบางแห่งอาจใช้วิธีการกำหนดราคาหลาย ๆ แบบ และนำราคาที่ได้แต่ละวิธีมาพิจารณาประกอบการตัดสินใจ เมื่อได้ราคาอย่างคร่าว ๆ จำนำมาพิจารณาร่วมกับปัจจัยเชิงคุณภาพของธุรกิจ สภาพะตลาดหลักทรัพย์ขณะนั้นและขนาดของหุ้นที่ทำการกระจาย แล้วจึงกำหนดราคาหุ้นสามัญใหม่เพื่อเสนอขาย

แต่อย่างไรก็ดี ราคาหุ้นที่ที่ปรึกษาทางการเงินกำหนดอาจยังไม่ใช่ว่าราคาที่แท้จริงในการเสนอขาย เนื่องจากที่ปรึกษาทางการเงินอาจทำการสำรวจความต้องการของตลาดด้วยการทำ Book Building คือ การสำรวจความนิยมโดยการจัดทำแบบสอบถามไปยังสถาบันการเงินต่าง ๆ เพื่อหาราคาหุ้นที่ต้องการเสนอขายว่ามีความสนใจในระดับราคาเท่าใด โดยผลที่ได้จากการทำสำรวจนี้อาจได้ราคาสูงกว่าที่ที่ปรึกษาทางการเงินกำหนดไว้ตอนแรก ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอาจจะปรับราคาให้ใกล้เคียงกับราคาจากการทำ Book Building แต่จะตั้งให้ต่ำกว่าเพื่อให้เกิดความนิยมในหุ้นนั้นมากขึ้นและเพื่อไม่เกิดปัญหาของการขายหลักทรัพย์นั้นไม่หมด ซึ่งผลให้ที่ปรึกษาได้รับชื่อเสียงจากการเป็นผู้รับประกันและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ด้วยเช่นกัน ในประเทศไทยการทำ Book Building ยังไม่เป็นที่นิยมมากนักจะทำกันเฉพาะหุ้นสามัญใหม่ที่มีปริมาณและมูลค่าการระดมทุนที่สูง

ที่ปรึกษาทางการเงินจะนำราคาหุ้นที่กำหนดไว้มาขอความเห็นชอบต่อผู้ออกหลักทรัพย์ เป็นไปได้ว่าความคิดเห็นจะไม่ตรงกันเนื่องจากผู้ออกหลักทรัพย์เองก็ต้องการส่วนเกินมูลค่าหุ้นมาก ๆ และที่ปรึกษาทางการเงินเองจะไม่ต้องการให้ราคาหุ้นสูงนักเพื่อไม่ให้เกิดปัญหาขายไม่หมด และหรือเสียชื่อเสียงเมื่อหุ้นนั้นเข้าซื้อขายตลาดหลักทรัพย์แล้วราคาต่ำกว่าที่เสนอขายในตลาดแรก ดังนั้นจึงต้องต่อรองกันเพื่อให้เกิดความเหมาะสมแก่ทั้งสองฝ่ายโดยต้องคำนึงถึงผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับด้วยเช่นกัน

1.3 ขั้นตอนการจัดจำหน่ายหุ้นสามัญในตลาดแรก

1.3.1 การยื่นขออนุญาตเสนอขายหุ้นสามัญใหม่ต่อยื่นขออนุญาตตามแบบฟอร์ม

นับจากวันที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 16 พฤษภาคม พ.ศ. 2535 เป็นต้นมา การกำกับและควบคุมการลงทุนในตลาดแรกก็ได้ตกเป็นภาระของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) ดังนั้นการที่บริษัทหนึ่งบริษัทใดจะเสนอขายหุ้นให้กับประชาชนโดยทั่วไปจึงต้องได้รับความเห็นชอบจาก กลต. เสียก่อน โดย กลต. ได้กำหนดให้บริษัทที่ประสงค์จะเสนอขายหุ้นใหม่จะต้องเป็นบริษัทมหาชน หรือผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนเท่านั้นหรือนิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งโดยขั้นตอนในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนอาจแบ่งได้เป็น 2 ขั้นตอนคือ ขั้นตอนการขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์และขั้นตอนการเปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายต่อประชาชน (Filling data)

การขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์

ในการยื่นขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่นี้จะต้องมีที่ปรึกษาการเงินที่สำนักงานคณะกรรมการ กลต. ให้ความเห็นชอบเป็นผู้ร่วมจัดทำคำขออนุญาตเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่โดยคณะกรรมการ กลต. จะพิจารณาอนุญาตโดยอาศัยหลักเกณฑ์ดังนี้

1. ลักษณะธุรกิจ ต้องเป็นธุรกิจที่เป็นประโยชน์ต่อเศรษฐกิจและสังคมของประเทศและไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับธุรกิจที่ผิดกฎหมาย
2. ลักษณะการดำเนินงาน ต้องมีที่มาของแหล่งเงินทุนอย่างชัดเจนและสามารถแสดงได้ว่าการประกอบธุรกิจจะดำเนินต่อไปได้อย่างต่อเนื่องในระยะยาว นอกจากนี้ ยังต้องเป็นธุรกิจที่สามารถก่อให้เกิดผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นในอัตราที่เหมาะสมด้วย
3. โครงสร้างทางการเงินและผู้ถือหุ้น โครงสร้างทางการเงินของบริษัททางการเงินของบริษัทจะต้องมีความชัดเจนและแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทนั้นกับบริษัทย่อยและบริษัทที่เกี่ยวข้องได้ นอกจากนี้ยังจะต้องมีโครงสร้างทางการเงินและการจัดการที่ให้ความเป็นธรรมกับผู้ถือหุ้นรายย่อยด้วย
4. ผู้บริหารจะต้องเป็นผู้ศีลธรรมมีความสามารถหรือมีประสบการณ์ในธุรกิจที่จะดำเนินการมีความซื่อสัตย์สุจริต มีความตั้งใจที่จะดำเนินธุรกิจอย่างต่อเนื่อง มีความเข้าใจและรับผิดชอบต่อสาธารณชนนอกจากนี้ ยังต้องมีกรรมการอย่างน้อย 2 คน เป็นบุคคลภายนอก ซึ่งเป็นผู้ทรงคุณหรือผู้มีประสบการณ์ในธุรกิจนั้น ๆ ในกรณีนิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น ไม่ต้องยื่นแบบขออนุญาตแต่ต้องยื่นแบบการเปิดเผยข้อมูล (Filling Data)

หลังจากที่ยื่นเอกสารต่าง ๆ ครบถ้วนแล้ว คณะกรรมการ กสท. จะต้องใช้เวลาไม่เกิน 45 วันในการพิจารณาว่าจะอนุญาตให้บริษัทนั้น ๆ เสนอขายหุ้นใหม่หรือไม่ และในระหว่างนี้คณะกรรมการ กสท. มีสิทธิที่จะเรียกข้อมูลเพิ่มเติมจากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ได้ หากเอกสารที่ได้รับเพียงพอต่อการพิจารณา

การเปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์

การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนจะกระทำได้อีกต่อเมื่อผู้เสนอหลักทรัพย์ได้ยื่นแบบรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนต่อสำนักงานคณะกรรมการ กสท. และเอกสารดังกล่าวมีผลบังคับใช้เรียบร้อยแล้ว สำหรับร่างหนังสือชี้ชวนต้องเป็นไปตามแบบที่สำนักงานคณะกรรมการ กสท. กำหนด และรายการในหนังสือชี้ชวนตรงกับแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ต้องมีสาระสำคัญของข้อมูลไม่แตกต่างกัน โดยเมื่อคณะกรรมการ กสท. ได้รับรายละเอียดต่าง ๆ เรียบร้อยแล้ว ก็จะใช้เวลา 45 วัน นับจากวันที่ได้รับแบบแสดงรายการและร่างหนังสือชี้ชวนในการพิจารณาความถูกต้องของเอกสารและให้ความเห็นชอบต่อเอกสารเหล่านั้น แต่ถ้าคณะกรรมการ กสท. ไม่สามารถพิจารณาเอกสารที่รับให้แล้วเสร็จภายใน 45 วันก็ให้ถือว่าแบบแสดงรายการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนมีผลบังคับใช้ทันที โดยไม่ต้องรอให้คณะกรรมการ กสท. ให้ความเห็นชอบแต่อย่างใด ในกรณีที่คณะกรรมการ กสท. เห็นว่าข้อความในแบบแสดงรายการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนยังไม่ครบถ้วนได้ โดยในการนับระยะเวลา 45 วัน จะต้องเริ่มนับใหม่ภายหลังที่คณะกรรมการ กสท. ได้รับเอกสารครบถ้วนแล้ว

วิธีการยื่นขออนุญาตเสนอขายหุ้นใหม่

การยื่นขอเสนอขายหุ้นใหม่ต่อสำนักงานคณะกรรมการ กสท. อาจทำได้ 2 วิธี

1. ยื่นขออนุญาตตามแบบฟอร์มและเอกสารที่ กสท. กำหนดก่อน เมื่อได้รับอนุญาตแล้วจึงยื่นแบบแสดงรายการเสนอขายหุ้นและร่างหนังสือชี้ชวน
2. ยื่นขออนุญาตตามแบบฟอร์มที่กำหนดพร้อมแบบแสดงรายการเสนอขายหุ้น ร่างหนังสือชี้ชวนและเอกสารอื่น ๆ ตามที่คณะกรรมการ กสท. กำหนด

ซึ่งวิธีการทั้งสองนี้มีข้อแตกต่างกันที่ระยะเวลาที่ใช้ โดยในกรณีแรกนั้นจะใช้ระยะเวลานานคือประมาณ 110 วัน เพราะหลังจากได้รับหนังสืออนุญาตแล้ว จึงยื่นแบบแสดงรายการและร่างหนังสือชี้ชวนก่อนที่จะเริ่มเปิดขายหุ้นสามัญใหม่ ในขณะที่กรณีหลังใช้เวลาประมาณ 60 วัน เนื่องจากหลังที่ได้รับอนุญาตให้กระจายหุ้นใหม่แล้วก็สามารถทำการเสนอขายหุ้นได้

อย่างไรก็ดี การที่จะเลือกใช้กรณีใดก็ขึ้นอยู่กับความเหมาะสม โดยในกรณีแรกนั้นน่าจะเหมาะสำหรับบริษัทที่เพิ่งมีการกระจายหุ้นสามัญใหม่เป็นครั้งแรก เพราะต้องมีการพิจารณาที่เข้มงวดกว่าบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งบริษัทเหล่านี้ได้ถูกกลั่นกรองมาแล้วระดับหนึ่ง จึงสมควรที่จะยื่นโดยใช้กรณีที่ 2 เพราะมีแนวโน้มว่าจะได้รับอนุญาตมากกว่า

1.3.2 การเสนอขายหุ้นสามัญใหม่

เมื่อบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหุ้นใหม่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องดำเนินการขายหุ้นให้แล้วเสร็จภายใน 6 เดือนนับตั้งแต่วันที่ได้รับอนุญาตหรือภายในระยะเวลาที่ได้รับ การผ่อนผันจากคณะกรรมการ กสท. ซึ่งเมื่อรวมกันแล้วผ่อนผันได้ไม่เกิน 12 เดือน นับตั้งแต่วันที่แจ้งการอนุญาตและในช่วงระหว่างการผ่อนผันได้ไม่เกิน 12 เดือนนับตั้งแต่วันที่แจ้งการอนุญาตและในช่วงการผ่อนผันคณะกรรมการ กสท. อาจขอให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ส่งข้อมูลเพิ่มเติมได้และถ้าหากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ไม่สามารถดำเนินการเสนอขายหุ้นใหม่ให้เสร็จได้ภายในระยะเวลา 6 เดือนหรือภายในที่ได้รับการผ่อนผัน ก็ให้ถือว่าการอนุญาตเป็นอันสิ้นสุด

สำหรับขั้นตอนในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์นั้น โดยทั่วไปแล้วที่ปรึกษาทางการเงินมักจะจัดให้มีการร่วมรับประกันการซื้อ(Underwritings Syndicate) ทั้งนี้เพื่อเป็นการกระจายความเสี่ยง ในการที่อาจจะขายหลักทรัพย์ไม่หมดดั่งนั้น ก่อนที่จะเริ่มทำการกระจายหุ้นใหม่ จึงต้องมีการหาผู้ร่วมจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ซึ่งสามารถแบ่งประเภทของผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการกระจายหลักทรัพย์ใหม่ ได้เป็น 3 กลุ่มดังนี้

1. ผู้ประสานงานการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย (Managing Underwriter) ซึ่งในบางครั้งอาจจะเรียกว่า “ผู้จัดการจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย” โดยผู้ประสานงานการจัดจำหน่ายนี้ อาจจะเป็นบริษัทเดียวหรือหลายบริษัทร่วมกันจัดการก็ได้ ผู้ประสานงานการจัดจำหน่ายจะทำหน้าที่เป็นผู้ที่ติดต่อกับบริษัทผู้ขอออกหลักทรัพย์ทำการศึกษารายละเอียดต่าง ๆ ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ให้คำปรึกษาและแนะนำจัดทำเอกสารรวมทั้งประเมินราคาหลักทรัพย์ที่จะจัดจำหน่าย

2. ผู้จัดการจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย (Co-writer) ในการเสนอขายหุ้นสามัญใหม่ในแต่ละครั้งนั้น ผู้จัดการจำหน่ายจะทำการคัดเลือกผู้จำหน่ายมาร่วมจัดจำหน่ายหุ้นใหม่ด้วย ผู้จัดการจำหน่ายจะทำหน้าที่ในการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ในส่วนที่ได้รับการจัดสรรมาจากผู้ประสานงานการจัดจำหน่าย ฯ โดยผู้ที่จะเป็นผู้จัดจำหน่ายได้นั้นจะต้องมีใบอนุญาตรับประกัน การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์จากธนาคารแห่งประเทศไทยเสียก่อน

3. ตัวแทนผู้จำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย (Selling Agent) จะทำหน้าที่เป็น ผู้ขายหลักทรัพย์ใหม่โดยรับช่วงต่อจากผู้ประสานงานจัดจำหน่ายเช่นเดียวกัน แต่จะแตกต่างจากผู้จัดจำหน่าย ในประเด็นที่ว่าตัวแทนผู้จัดจำหน่ายจะไม่มีใบอนุญาตรับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่สำหรับที่ รับผิดชอบ ของตัวแทนผู้จัดจำหน่ายนั้นจะเหมือนกับผู้จัดจำหน่าย

หลังจากที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหุ้นใหม่จากคณะกรรมการ กลต. ผู้ประสานงานการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ จะกำหนดวันจองซื้อหลักทรัพย์ใหม่ พร้อมจัดทำหนังสือชี้ชวนจากนั้นทำสัญญาการรับประกันการจำหน่ายหุ้น ซึ่งอาจกำหนดลักษณะการรับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ ได้เป็น 2 วิธี คือ

1. การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายประเภทรับประกันผลการจำหน่ายอย่างแน่นอน (Firm Underwriting) หมายถึงการมีข้อตกลงว่าบริษัทผู้จัดจำหน่ายหุ้นใหม่จะชำระเงินค่าหลักทรัพย์เต็มตามจำนวนจำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขายภายในระยะเวลาที่กำหนด นั้นหมายถึง ถ้าหากผู้รับประกันการจำหน่าย ไม่สามารถจำหน่ายหุ้นได้หมด บริษัทผู้จัดจำหน่ายจะต้องรับซื้อหลักทรัพย์ที่เหลือไว้เอง ในปัจจุบันนี้ประเทศไทยการจัดจำหน่ายอยู่ในลักษณะนี้ทั้งหมด

2. การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายประเภทจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ให้ได้มากที่สุด (Best Effort Basis) หมายถึง การมีข้อตกลงที่จะพยายามจัดจำหน่ายหลักทรัพย์นั้นให้ได้มากที่สุดเท่าที่จะสามารถทำได้ แต่ถ้ามีหลักทรัพย์เหลือจากการจัดจำหน่ายจะคืนหลักทรัพย์นั้นให้กับผู้ออกหลักทรัพย์โดยไม่ต้องรับผิดชอบแต่อย่างใด

หลังจากทำสัญญาเรียบร้อยแล้ว ผู้ประสานงานการจำหน่ายจะเริ่มทำการเผยแพร่ให้ประชาชนทั่วไปทราบถึงรายละเอียดของการเสนอหุ้นใหม่ โดยผ่านทางการจัดส่งหนังสือ ชี้ชวน หรืออาจทำการโฆษณาผ่านสิ่งพิมพ์ เช่น หนังสือพิมพ์ เป็นต้น หลังจากนั้นจึงจัดทำการชี้ชัดแจ้งแนะนำข้อมูล พร้อมทั้งแจกจ่ายหนังสือชี้ชวนแก่นักวิเคราะห์หลักทรัพย์และผู้สนใจ ก่อนจะมีการนำเสนอขายหุ้นออกไป เมื่อทำการเสนอขายหุ้นใหม่ต่อประชาชนเรียบร้อยแล้วจะต้องรายงานผลการกระจายหุ้นให้กับคณะกรรมการ กลต. ทราบภายใน 45 วัน นับตั้งแต่เปิดการเสนอขาย

1.3.3 การเปิดเผยข้อมูลภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์

ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนทั่วไปแล้ว บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ก็ยังมีหน้าที่จะต้องเปิดเผยข้อมูลต่าง ๆ ของบริษัทให้ประชาชนทั่วไปทราบ โดยการนำข้อมูลดังกล่าวมาเปิดเผยให้กับสำนักงานคณะกรรมการ กลต. จนกว่าจะเลิกกิจการโดยเอกสารที่จะต้องนำส่งประกอบไปด้วย รายการใหญ่ ๆ ดังนี้

1. เอกสารและรายงาน เช่น งบการเงินรายไตรมาส งบการเงินประจำปี เป็นต้น
2. รายงานตามเหตุการณ์และเหตุผลประกอบ
3. การเปิดเผยข้อมูลการถือหลักทรัพย์

1.4 การยื่นขอจดทะเบียนกับตลาดหลักแห่งประเทศไทย

ขั้นตอนการยื่นจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นขั้นตอนการขอเข้าไปทำการซื้อขายในตลาดรอง เพื่อให้หลักทรัพย์มีสภาพคล่องมากยิ่งขึ้น ขั้นตอนนี้อาจกระทำไปพร้อม ๆ กับการยื่นขอเสนอขายหุ้นใหม่กับคณะกรรมการ ก.ล.ด. หรืออาจกระทำภายหลังจากที่ได้รับอนุญาตให้กระจายหุ้นแล้วก็ได้ ภายหลังจากที่มีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ใหม่เรียบร้อยแล้ว ที่ปรึกษาการเงินจะยื่นเอกสารขอจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แล้วตลาดหลักทรัพย์จะใช้เวลาประมาณ 2 สัปดาห์ ในการตรวจสอบเอกสารและพิจารณาความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูล ถ้าหากเอกสารต่าง ๆ ไม่ครบถ้วนตลาดหลักทรัพย์จะส่งเรื่องคืนที่ปรึกษาทางการเงิน แต่ถ้าเอกสารครบถ้วนจะพิจารณาภายใน 30 วันทำการ โดยคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์จะทำหน้าที่พิจารณา คุณสมบัติขั้นพื้นฐานของบริษัทนั้น ๆ จากเอกสารต่าง ๆ ที่ได้รับ ซึ่งถ้าหากข้อมูลไม่เพียงพอก็อาจมีการขอข้อมูล ต่าง ๆ เพิ่มเติม หลังจากนั้นจะมีการขอเข้าชมนกกิจการของบริษัทที่ขอจดทะเบียน และท้ายที่สุดจะมีการเชิญผู้บริหารและที่ปรึกษาทางการเงินของบริษัทเข้าชี้แจงข้อมูลเพิ่มเติม เมื่อผ่านการพิจารณาแล้วคณะกรรมการจะนำเสนอหลักทรัพย์นั้นต่อคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์เพื่อพิจารณา อีกครั้งโดยคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์จะพิจารณาอนุมัติภายใน 5 วันทำการ เมื่อคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์พิจารณาอนุมัติและหุ้นนั้นมีการกระจายหุ้นใหม่ต่อประชาชนเรียบร้อยแล้ว จะมีการนำหลักทรัพย์นั้น นำเสนอต่อคณะกรรมการ ก.ล.ด. เพื่อพิจารณาอนุมัติในเบื้องต้น (Pre Approval) ก่อนที่จะนำเสนอต่อกระทรวงการคลังในขั้นสุดท้าย (Final Approval) และหลังจากที่มีการอนุมัติ จากรัฐมนตรีกระทรวงคลัง ตลาดหลักทรัพย์ก็จะกำหนดวันที่จะเข้าทำการซื้อขาย ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อไป

2. แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการลงทุน

ผลตอบแทน (Return) จากการลงทุนประเภทใดประหนึ่ง ประกอบด้วยองค์ประกอบ 2 ส่วน คือ

Yield คือ กระแสเงินสดหรือรายได้ที่ผู้ลงทุนได้รับระหว่างช่วงระยะเวลาลงทุน อาจอยู่ในรูปของเงินสดปันผลหรือดอกเบี้ย ที่ผู้ออกตราสารหรือหลักทรัพย์จ่ายแก่ผู้ถือ

Capital gain (loss) คือ กำไร (หรือขาดทุน) จากการขายหลักทรัพย์ได้ในราคาที่สูงขึ้น (หรือต่ำลง) กว่าราคาซื้อ หรือเรียกว่าเป็นการเปลี่ยนแปลงของราคา (price change) ของหลักทรัพย์นั่นเอง ในกรณีที่ผู้ลงทุนอยู่ในภาวะซื้อเพื่อรอขาย (long position) ผลตอบแทนส่วนนี้ได้แก่ค่าความแตกต่างระหว่างราคาที่จะขายหรือราคาขายหลักทรัพย์กับราคาซื้อ ในกรณีที่ผู้ลงทุนอยู่ในภาวะยืมหุ้นมาขาย (short position) ผลตอบแทนส่วนนี้ได้แก่ ราคาขายกับราคาที่จะซื้อหรือราคาซื้อเพื่อล้างสถานะชอร์ต

ผลตอบแทนรวม (Total return) ของหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่ง คือ ผลรวมของผลตอบแทนจากกระแสเงินสดระหว่างงวดกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์นั้น

$$\text{ผลตอบแทนรวม} = \text{กระแสเงินสดรับ} + \text{การเปลี่ยนแปลงของราคา}$$

โดย องค์ประกอบส่วนกระแสเงินสดรับ อาจมีค่าเป็น 0 หรือ +
องค์ประกอบส่วนการเปลี่ยนแปลงของราคา อาจมีค่าเป็น 0 หรือ + หรือ -

อัตราผลตอบแทน

ผลตอบแทนจากการลงทุนประเภทต่าง ๆ มักแสดงในรูปร้อยละ โดยเทียบกับเงินลงทุนต้นงวดและมักคิดต่อระยะเวลาหนึ่งปี (แต่อาจคิดต่องวดเวลาใด ๆ ก็ได้) โดยเรียกรวม ๆ ว่า “อัตราผลตอบแทน” อันเป็นตัวบ่งถึงผลได้ที่ผู้ลงทุนจะได้ใช้อัตราผลตอบแทนนี้เปรียบเทียบกับความเสี่ยงที่จะต้องเผชิญ และ/หรือเปรียบเทียบกับการลงทุนประเภทอื่น ๆ ต่อไป ทั้งนี้การคำนวณอัตราผลตอบแทนต้องวัดดังกล่าว ไม่จำเป็นว่าผู้ลงทุนต้องมีการขายหลักทรัพย์ออกไปจริง (กรณี long) หรือไม่จำเป็นที่ผู้ลงทุนต้องซื้อหลักทรัพย์เพื่อคืนจริง (กรณี short)

อัตราผลตอบแทนของการลงทุนใด ๆ คำนวณจากการเทียบผลตอบแทนรวมจากการลงทุนกับเงินลงทุนต้นงวดในรูปร้อยละ ดังนี้

$$\begin{aligned}\text{อัตราผลตอบแทน} &= \frac{\text{กระแสเงินสดรับ} + (\text{มูลค่าปลายงวด} - \text{มูลค่าต้นงวด})}{\text{มูลค่าต้นงวด}} \\ &= \frac{\text{กระแสเงินสดรับ} + \text{การเปลี่ยนแปลงของมูลค่า}}{\text{มูลค่าต้นงวด}}\end{aligned}$$

2.2 ทฤษฎีที่ใช้ในการคำนวณราคาหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน

ในการคำนวณราคาหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินได้นำทฤษฎีเหล่านี้ มาใช้ในการกำหนดราคาหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน โดยการกำหนดราคาตามทฤษฎีเหล่านี้ จะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในการนำไปขายในตลาดรอง โดยประกอบด้วยทฤษฎี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546:เทคนิคการวิเคราะห์งบการเงินบริษัทจดทะเบียน) ดังนี้

1. อัตราส่วนราคาต่อกำไร (Price/Earning Ratio Model)

$$\text{P/E ratio} = \frac{\text{ราคาตลาดต่อหุ้น}}{\text{กำไรสุทธิต่อหุ้น}}$$

ที่ปรึกษาทางการเงินจะใช้อัตราส่วนนี้เป็นมาตรฐานในการกำหนดราคาหุ้นใหม่ โดยจะพิจารณาว่าหุ้นใหม่ที่จะจัดจำหน่ายควรมีค่า P/E Ratio เท่าใด ซึ่งอาจจะเทียบกับค่า P/E Ratio ของกลุ่มอุตสาหกรรมในประเภทเดียวกันแล้วคูณด้วยกำไรสุทธิต่อหุ้นของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ ดังนี้

2. แบบจำลองอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้นในการกำหนดราคาหุ้นใหม่

$$\text{ราคาหุ้นใหม่} = \text{P/E Ratio} \times \text{กำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS)}$$

3. Net Asset Value (NAV) เป็นการคิดมูลค่าหุ้นสามัญของบริษัทโดยการนำเอาสินทรัพย์สุทธิ (Net Equity Asset) หรือสินทรัพย์ที่หักหนี้สินแล้วหารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท ดังสมการต่อไปนี้

$$\text{Net Asset Value} = \frac{\text{สินทรัพย์สุทธิ} - \text{หนี้สินสุทธิ}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมด}}$$

4. Book Value (BV) หรือมูลค่าตามบัญชี เป็นการคำนวณมูลค่าหุ้นจากมูลค่าตามบัญชีของหุ้นนั้น ๆ โดยที่มูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญต่อหุ้น คำนวณได้ 2 ทาง คือ

4.1 คำนวณจากด้านสินทรัพย์ โดยนำสินทรัพย์รวม หักด้วยสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน หนี้สินรวมและหุ้นบุริมสิทธิ แล้วหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่ออกจำหน่าย สามารถเขียนเป็นสมการ ได้ดังนี้

$$\text{มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น} = \frac{\text{สินทรัพย์รวม} - \text{สินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน} - \text{หนี้สินรวม} - \text{หุ้นบุริมสิทธิ}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่ออกจำหน่าย}}$$

4.2 คำนวณจากด้านหนี้สินและทุน โดยนำส่วนของผู้อถือหุ้น (ไม่รวมสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน) หารด้วยจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่ออกจำหน่าย เขียนเป็นสมการ ได้ดังนี้

$$\text{มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น} = \frac{\text{มูลค่าหุ้นที่ตราไว้} + \text{ส่วนเกินทุน} + \text{กำไรสะสม} - \text{สินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่ออกจำหน่าย}}$$

มูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญต่อหุ้นที่คำนวณได้ เพียงแต่บอกผู้ลงทุนให้รู้อย่างคร่าว ๆ ว่าหุ้นดังกล่าวได้ลงทุนไว้จนถึงปัจจุบันเป็นจำนวนเงินมากน้อยเพียงใด การใช้มูลค่าตามบัญชีในการประเมินมูลค่าหุ้น อาจก่อให้เกิดข้อผิดพลาดได้ทั้งนี้เนื่องจาก

1) มูลค่าตามบัญชีมักจะแตกต่างจากราคาตลาด มูลค่าสินทรัพย์ต่าง ๆ ที่ปรากฏในบัญชีนั่นบันทึกตามราคาเมื่อแรกซื้อ อาจจะหักด้วยบัญชีสำรองต่าง ๆ หรือไม่ก็ขึ้นอยู่กับประเภทของสินทรัพย์การที่ราคาตลาดของสินทรัพย์สูงกว่าราคาตามบัญชี อาจเป็นเพราะการหักสำรองต่าง ๆ นั้น ๆ ไม่เหมาะสมหรืออาจเป็นเพราะราคาของสินทรัพย์ได้สูงขึ้น อันเกิดจากภาวะเงินเฟ้อ เช่น ที่ดิน เป็นต้น

2) มูลค่าตามบัญชีไม่ได้แสดงให้เห็นความสามารถในการทำกำไรจากสินทรัพย์เหล่านั้น ข้อนี้ สังเกตได้จากกำไรสะสมที่อยู่ในบัญชีนั่น เป็นเพียงกำไรส่วนหนึ่งของกำไรที่ธุรกิจนั้นหาได้ อีกส่วนหนึ่งนั้นถูกนำไปจ่ายเป็นเงินปันผล ด้วยเหตุนี้ราคาตลาดจึงมักสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี

อย่างไรก็ตาม มูลค่าตามบัญชีก็ยังเป็นประโยชน์ต่อผู้อถือหุ้นในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญอย่างคร่าว ๆ และถือกันว่าหุ้นที่ซื้อขายกันในตลาดราคาไม่ควรต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Book Value per Share) ถ้าปรากฏว่า ราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น หรืออัตราส่วนระหว่างราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Price/Book Value:P/BV) น้อยกว่า 1 แล้วตีความได้ 2 ประเด็น คือการดำเนินงานของธุรกิจนั้นมีปัญหามากหรือราคาตลาดต่ำมาก ๆ น่าจะ

เข้าไปซื้อหุ้นนั้นได้ นอกจากนี้ อัตราส่วนP/BV นี้ยังทำให้ผู้ลงทุนเห็นว่า ถ้าผู้ลงทุนซื้อหุ้นของบริษัทนี้ ผู้ลงทุนจะต้องจ่ายเงิน เป็นกี่เท่าของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น

5. อัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้

อัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) อัตราส่วนหนี้สินมีรูปแบบที่หลากหลายแต่ที่เป็นที่รู้จักกันแพร่หลาย คือ

อัตราส่วนหนี้สินซึ่งเป็นที่รู้จักกันดีประเภทหนึ่ง คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio)

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{หนี้สินระยะสั้น} + \text{หนี้สินระยะยาว}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}} \times 100$$

โดยปกติของอัตราส่วนหนี้สิน ถ้าอัตราส่วนนี้ยิ่งสูง โอกาสที่กิจการจะไม่สามารถจ่ายดอกเบี้ยและเงินต้นในอนาคตจะสูงตามไปด้วย กิจการต้องตัดสินใจถึงจำนวนเงินทุนที่กิจการควรรักษา ซึ่งหมายถึงความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องที่กิจการจะสามารถรับได้ เงินทุนที่ได้มาจากการกู้ยืมหรือจากการออกจำหน่ายหุ้นกู้ มักจะมีต้นทุนดอกเบี้ยที่ต่ำแต่ในขณะเดียวกันก็จะจ่ายเงินเป็นงวด ๆ ที่แน่นอน ซึ่งเพิ่มความเสี่ยงของการชำระไม่ได้

ในการประเมินอัตราส่วนหนี้สินผู้วิเคราะห์จะต้องพิจารณาความแน่นอนของกำไรและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ถ้ากำไรและกระแสเงินสดค่อนข้างแน่นอน อัตราส่วนหนี้สินที่สูงกว่าเกณฑ์ทั่วไป ก็อาจจะยอมรับได้ หรือถือว่าปลอดภัย

ในการนำทฤษฎีที่ใช้ในการคำนวณราคาหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ในส่วนของแต่ละทฤษฎีมีรายละเอียดที่เกี่ยวข้องทั้งในด้านความสามารถในการทำกำไร ความสามารถในการชำระหนี้ มูลค่าของบริษัทพิจารณาจากขนาดสินทรัพย์และสภาวะการลงทุนโดยพิจารณาจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น ซึ่งรายละเอียดที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีเหล่านี้และการนำทฤษฎีเหล่านี้มาใช้ในการกำหนดราคา อาจส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนแตกต่างกันออกไป

3. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกของประชาชน โดยมีรายละเอียดตามตัวแปรที่เกี่ยวข้องดังนี้

3.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวแปรตาม

อิลบอตสัน (Ibbotson. (1988: 124) พบว่าราคา ณ วันแรกของการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดของหลักทรัพย์จำนวน 8,668 บริษัทที่จดทะเบียนในปี พ.ศ.2503-2530 จะสูงกว่าราคาจองซื้อหลักทรัพย์ใหม่โดยเฉลี่ยประมาณ 16.37% ซึ่งการเพิ่มขึ้นของราคาซื้อขายในตลาดวันแรกไม่เพียงแต่เกิดในตลาดประเทศอเมริกา แต่ยังเกิดในตลาดของประเทศอื่น ๆ รวมทั้งประเทศไทยด้วย นอกจากนี้ ลอเรน, ริทเทอร์ และริดกวิสท์ (Loughran, Ritter; & Rydgvist. 1994) ศึกษาข้อมูลของ 25 ประเทศ พบว่าอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นวันแรกมีค่าเป็นบวกสูงมาก และมีมูลค่าแตกต่างกันในแต่ละประเทศ

โค และวอลเตอร์ (Koh; & Walter. 1989: 98) พบว่าอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนทั่วไปได้รับอยู่ในระดับปกติและนักลงทุนมีความสนใจที่จะลงทุนในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นวันแรก กล่าวคือ ถ้าได้อัตราผลตอบแทนเริ่มต้นสูง จะมีความต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ใหม่มาก แต่หากได้อัตราผลตอบแทนเริ่มต้นต่ำ จะมีความต้องการลงทุนน้อย สจอตตัน และเซชเนอร์ (Stoughton; & Zechner. 1998) พบว่าผู้ถือหุ้นจำนวนมากไม่นิยมขายหุ้นในตลาดรองเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นวันแรก

ยังมีงานวิจัยที่ศึกษาในตลาดทุนของประเทศอื่น เช่น พอดยัล, ซาดวินี และบิสตัน (Paudyal, Saadouni; & Briston. 1998) ได้ศึกษาตลาดหุ้นในประเทศมาเลเซียพบว่าบริษัทจดทะเบียนเพื่อออกหลักทรัพย์ใหม่ในประเทศมาเลเซียก็เกิดอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายในตลาดเป็นวันแรกในจำนวนมาก (ค่าบวก) เช่นกัน รวมถึงพบว่าการออกหลักทรัพย์ใหม่ของบริษัทที่ต้องการแปรรูปจากรัฐวิสาหกิจมาเป็นเอกชน (privatization IPOs) จะมีอัตราผลตอบแทนวันแรกในตลาดสูงมากกว่าของบริษัทที่จดทะเบียนออกหลักทรัพย์ใหม่ทั่วไป และมีนัยสำคัญทางสถิติด้วย

บาร์รอน (Baron. 1982: 102) ได้ศึกษาเหตุผลที่บริษัทตั้งราคาจองซื้อหลักทรัพย์ใหม่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง พบว่ามีสาเหตุจากการที่บริษัทที่ออกหลักทรัพย์รู้ข้อมูลข่าวสารในตลาดทุนน้อยกว่าผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย (underwriter) จึงไม่ได้รับผิดชอบในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์เอง ดังนั้นจึงเลือกที่จะตั้งราคาต่ำเพื่อที่จะจูงใจให้ผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายกระตือรือร้นในการขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น โดยถือเป็นค่าตอบแทนจากการใช้ข่าวสารข้อมูล ซึ่งส่วนลดยี่สิบจะขึ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความแปรปรวนในความต้องการหลักทรัพย์ใหม่ของนักลงทุน คือ ถ้าความต้องการของหลักทรัพย์ใหม่มีความไม่แน่นอนสูง ส่วนลดยี่สิบของหลักทรัพย์ใหม่ก็จะสูงตามไปด้วย

ร็อก (Rock. 1986: 85) เกี่ยวกับเหตุผลของการตั้งราคาของซื้อหลักทรัพย์ใหม่ต่ำ ได้ให้เหตุผลที่คล้ายคลึงกันกับ Baron คือ เกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของการเข้าถึงข้อมูลข่าวสาร โดยได้กล่าวไว้ว่า นักลงทุนกลุ่มที่สามารถเข้าถึงข้อมูลของหลักทรัพย์ใหม่ได้มากกว่ามักจะซื้อหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (underpricing) และไม่ซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายในมูลค่าที่สูงกว่าที่ควรจะเป็น (overpricing) ทำให้นักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ใหม่มักจะได้หลักทรัพย์ที่เสนอขายในมูลค่าที่สูงกว่าที่ควรจะเป็น (overpricing) ก่อให้เกิดความได้เปรียบเสียเปรียบกัน ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนใหม่จึงมักเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่ในราคาต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม เพื่อความยุติธรรมแก่นักลงทุนทุกกลุ่ม

กรินแบลท และฮวาง (Grinblatt; & Hwang. 1989: 95) ได้แย้งว่าการตั้งราคาต่ำไม่ได้เป็นเพราะความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล แต่เป็นเพราะบริษัทตั้งใจที่จะออกขายในราคาส่วนลดเพื่อจูงใจนักลงทุน เนื่องจากรู้ว่าบริษัทของตัวเองมีคุณภาพ ดังนั้นจึงออกเสนอขายในจำนวนเล็กน้อยเพื่อให้นักลงทุนได้ทราบถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท แล้วค่อยออกหุ้นเพิ่มในราคาที่สูงขึ้นโดยไม่ต้องกังวลที่จะขายไม่หมด เพราะนักลงทุนได้ทราบถึงความสามารถของบริษัทแล้ว สำหรับบริษัทที่ไม่มีคุณภาพมักไม่ขายในราคาส่วนลดเพราะไม่ได้ประโยชน์ในอนาคต รวมถึงสูญเสียส่วนเกินมูลค่าหุ้นที่ควรจะได้อีกด้วย

แมคโดนัล และฟิชเชอร์ (McDonald; & Fisher. 1972: 102) ศึกษาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายให้ประชาชนเป็นครั้งแรกของประเทศสหรัฐอเมริกาในปี พ.ศ.2512-2513 จำนวน 142 บริษัท พบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติ 28.5% ใน 1 สัปดาห์แรกเมื่อหลักทรัพย์เข้าตลาด แต่เมื่อหลักทรัพย์ใหม่ถูกนำไปซื้อขายในตลาดระยะเวลานานก็ไม่เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติอีก เนื่องจากการปรับตัวของราคาไปสู่ราคาที่เหมาะสมภายใต้ข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ อีกทั้ง Michaely และ Shaw (1994) พบว่าอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นวันแรกมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ออกเสนอขายแก่ประชาชน

วี ลุงกานี (2542: 69) ได้ศึกษาการกระจายข้อมูลภายในตลาดทุนไทยในช่วงที่บริษัทออกเสนอขายหลักทรัพย์เป็นครั้งแรกแก่ประชาชน สำหรับข้อมูลวิเคราะห์ทางการเงินจากสถาบันการเงิน (financial analyst) และข้อมูลจากหนังสือชี้ชวนซื้อหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนใหม่ (prospectus) ในปี พ.ศ. 2530-2539 จำนวน 292 บริษัท พบว่านักลงทุนแต่ละกลุ่มมีความสามารถในการเข้าถึงข้อมูลได้ไม่เท่าเทียมกัน ซึ่งส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดรอง โดยผู้ที่เข้าถึงข้อมูลได้มากกว่ามีโอกาสได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนมากกว่า และ

ยังพบว่าอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นวันแรกมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาของซื้อหลักทรัพย์ใหม่ คือ ยิ่งราคาต่ำมากยิ่งมีอัตราผลตอบแทนเริ่มต้นสูงโดยได้ค่าเฉลี่ยประมาณ 46.73% และพบว่าอัตราผลตอบแทนสะสมในระยะยาว (cumulative adjusted average returns: CAR) มีค่าติดลบ โดยการใช้ดัชนีตลาดเป็นตัวแทนในการเปรียบเทียบ

3.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวแปรอิสระ

มาเออร์ และเซนบัส (Mauer; & Senbet. 1998: 124) ได้ทำการศึกษาถึงทฤษฎีและการศึกษาเชิงประจักษ์ เพื่อหาบทบาทของตลาดรองในการตั้งราคาหลักทรัพย์ใหม่โดยหาปัจจัยที่มีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ใหม่นั้นมีค่าต่ำเกินจริง (underpricing) ทั้งสองเชื่อว่า ตลาดแรกและตลาดรองมีการแบ่งแยกกันอย่างเด่นชัด (Segment Market) คือมีเพียงนักลงทุนบางกลุ่มสามารถเข้าไปซื้อขายในตลาดแรกได้ แต่ขณะที่นักลงทุนทุกคนสามารถเข้าไปซื้อขายในตลาดรองได้ ลักษณะเช่นนี้จึงทำให้เกิดมีกำไรจากส่วนต่างในมูลค่าหุ้น (capital gain) การศึกษานี้ได้ทำการศึกษาโดยใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์ 3 แห่ง ในประเทศสหรัฐอเมริกา คือ The National Association of Securities Dealers Automatic Quotation (NASDAQ), The American Stock Exchange (AMEX) และ The New York Stock Exchange (NYSE) โดยศึกษาในช่วงปี 1977-1984 ด้วยจำนวน 1,002 ตัวอย่าง โดยมีลักษณะแบบจำลองดังนี้

$$IR_j = \alpha_0 + \alpha_1 BETA_j + \alpha_2 RESRISK_j + \alpha_3 SIZE_j + \alpha_4 AGE_j + \alpha_5 HOT_j + \alpha_6 HOTOIL_j + \sum_{i=1}^{16-1} \gamma_i INDUM_{ij} + n_j \quad \dots (2.8)$$

เมื่อ	IR_j	= ผลตอบแทนแรกเริ่ม (Initial Returns)
	$BETA_j$	= ความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์ j
	$RESRISK_j$	= ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบของหลักทรัพย์ j
	$SIZE_j$	= มูลค่าการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่ j ต่อประชาชน
	AGE_j	= อายุของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ใหม่ j
	HOT_j	= ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) โดย
	HOT_j	= 1 ถ้าช่วงเวลาที่เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่เป็นช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในภาวะคึกคัก

$HOT_j = 0$ ถ้าช่วงเวลาที่เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่เป็นช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในภาวะปกติ

$HOTOIL_j$ = ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) โดย

$HOTOIL_j = 1$ ถ้าหลักทรัพย์ที่เสนอขายอยู่ในอุตสาหกรรมน้ำมันและก๊าซ

$HOTOIL_j = 0$ ถ้าหลักทรัพย์ที่เสนอขายอยู่ในอุตสาหกรรมอื่น ๆ

$INDUM_{ij}$ = ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ของหลักทรัพย์ j โดย $INDUM_{ij}$ จะเท่ากับ 1 เมื่อหลักทรัพย์ j อยู่ในอุตสาหกรรมลำดับที่ 1 ของ SIC CODE

โดยคาดหมายค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร $BETA_j$, $RESRISK_j$, HOT และ $HOTOIL$ มีเครื่องหมายเป็นบวก และสัมประสิทธิ์ตัวแปร $SIZE_j$ และ AGE_j มีเครื่องหมายเป็นลบผลการทดสอบพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรมีเครื่องหมายตามที่คาดการณ์ไว้ และสามารถอธิบายผลตอบแทนตอนแรก ได้อย่างมีนัยสำคัญเกือบทุกตัว ด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ยกเว้น $BETA_j$ ที่ไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนตอนแรก ตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนตอนแรกมากที่สุดคือ $RESRISK_j$ มีค่าสัมประสิทธิ์ สูงถึง 2.893 แสดงว่า ถ้าความเสี่ยงไม่เป็นระบบเพิ่มขึ้น 1 หน่วย ทำให้ อัตราผลตอบแทนตอนแรก จะเพิ่มขึ้นถึง 2.9 เท่าและตัวแปรหุ่นของแต่ละอุตสาหกรรม ($INDUM_{ij}$) นั้นมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งแสดงถึงราคาที่ต่ำเกินจริง (underpricing) นั้นยังแตกต่างกันไปขึ้นอยู่กับประเภทของอุตสาหกรรม อีกด้วย

บุษบา ประดับศรี (2537: 72) ได้ศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนของหุ้นใหม่ เป็นการหาอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับตลอดระยะเวลาที่ถือหุ้น (Holding Period Yield) เฉลี่ยรายเดือนในช่วงเดือนมกราคมถึงธันวาคม 2536 อัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่ได้นำเอาแบบจำลอง RATS (Return Across Time and Securities) ซึ่งเป็นแบบจำลองที่มีพื้นฐานมาจากทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CAPM) มาประยุกต์ใช้ พบว่า อัตราผลตอบแทนส่วนเกินของผู้จองซื้อหุ้นใหม่ในตลาดแรกให้อัตราผลตอบแทนมีค่าเป็นบวกทุกช่วงเวลาที่ทำการศึกษา แสดงว่าราคาเสนอขายหุ้นใหม่โดยเฉลี่ยแล้วเป็นราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง และอัตราผลตอบแทนส่วนเกินจะค่อยๆ ลดลงเมื่อหุ้นใหม่เข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ แล้ว ข่าวสารต่าง ๆ มีความสมบูรณ์มากขึ้นนักลงทุนจึงสามารถคาดคะเนราคาที่แท้จริงของหุ้นใหม่ได้ดีขึ้น เป็นผลให้อัตราผลตอบแทนส่วนเกินค่อย ๆ ลดลงตามลำดับ

เฉลิมวงศ์ วงศ์จำปา (2547: 81) ได้ทำการศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน (IPOs) ที่มีระยะเวลาการถือครองหุ้นที่ต่างกันและอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ต่างกัน โดยนำข้อมูลราคาปิดรายวันของหุ้น IPOs และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ รายวัน มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของทั้งหุ้น IPOs และของตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยความเสี่ยงวัดจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ผลการศึกษาสรุปได้ว่า ช่วงระยะเวลาการถือครองหุ้น (Holding Period) ที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดคือวันแรกที่เข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงถึงร้อยละ 37.71 ต่อเดือน และมีความเสี่ยงสูงสุดเช่นกัน คือ 73.49 สำหรับอัตราผลตอบแทนของหุ้น IPOs จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุด คือกลุ่มพลังงาน โดยเกิดขึ้นในวันแรกที่เข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ อัตราผลตอบแทนสูงถึงร้อยละ 70.63 ต่อเดือน และมีความเสี่ยงสูงสุดเช่นกัน คือ 104.33 และผลการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้น IPOs ที่มีระยะเวลาการถือครองหุ้นที่ต่างกัน กับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์ฯ พบว่าอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหุ้น IPOs สูงกว่าอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์ฯ ในทุก ๆ ช่วงระยะเวลาการถือครองหุ้น ดังนั้นนักลงทุนควรเลือกลงทุนจองซื้อหุ้น IPOs และขายในวันแรกที่เข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ

สุวัฒนา (Suewattana. 1993: 76) ผู้ทำการศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการขายหลักทรัพย์ในตลาดวันแรกกับปัจจัยในการกำหนดราคาของหลักทรัพย์ใหม่ในช่วงปี พ.ศ.2530-2534 ได้ผลการศึกษาว่า กำไรต่อหุ้น, ขนาดของหลักทรัพย์, อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น รวมถึง สภาพการณ์ของตลาดเป็นปัจจัยหลักในการกำหนดราคาของซื้อหลักทรัพย์ใหม่ของบริษัทจดทะเบียน โดยปัจจัยที่สำคัญที่สุดในการนำมาพิจารณา คือ กำไรต่อหุ้น สำหรับการศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นวันแรก (Initial return) ได้ผลว่า เมื่อนำอัตราผลตอบแทนเริ่มต้นมาเปรียบเทียบกับแยกตามอุตสาหกรรม พบว่าอุตสาหกรรมที่มีอัตราผลตอบแทนเริ่มต้นสูงสุดได้แก่ กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (property development sector) และกลุ่มการให้บริการ (service sector) และศรีบุญเจริญ (Sribooncharoen. 1997) ได้ผลการศึกษาคล้ายกับสุวัฒนา (Suewattana. 1993) โดยการศึกษาว่าบริษัทจดทะเบียนใหม่มีโอกาสได้รับอัตราผลตอบแทนสูงจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาสั้น ๆ โดยค่าเฉลี่ยประมาณ 34.57 % นอกจากนั้นยังพบว่าหรณักลงทุนถือครองหลักทรัพย์ไว้เป็นเวลา 3 ปี ผลตอบแทนรวมที่ได้ (รวมกำไรจากการขายหลักทรัพย์และเงินปันผล) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเริ่มแรกของหลักทรัพย์ และระยะเวลาในการดำเนินงานของบริษัท

ศูนย์ศึกษาและพัฒนาตลาดทุนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ทำการศึกษาพฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์ของบริษัทเข้าใหม่ที่ทำกรเสนอขายให้แก่ประชาชนโดยทั่วไป และเข้าเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนหรือหลักทรัพย์รับอนุญาต ในช่วงเวลามกราคม 2531 ถึง มิถุนายน 2532 ซึ่งมีบริษัทเข้าใหม่ 32 หลักทรัพย์ จากการศึกษาพบว่านักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนส่วนเกินจากการจองซื้อหลักทรัพย์ในตลาดแรกในระดับสูงถึงร้อยละ 85.64 หลังจากนั้นจึงลดลงเหลือ 73.41 ในเดือนที่ 6 เข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ และมีการวิเคราะห์ตัวแปรที่อาจจะมีผลต่อการตั้งราคาหลักทรัพย์ใหม่ให้ต่ำเกินจริง (underpricing) ซึ่งผลการทดสอบพบว่าขนาดการกระจายของหุ้นใหม่และอัตราส่วนราคาต่อรายได้ (P/E Ratio) ณ วันที่เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่เป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ ขนาดของหุ้นใหม่ที่ทำกรกระจาย และอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นจะมีความสัมพันธ์ในทางลบกับระดับ Underpricing นั่นคือ เมื่อขนาดของหุ้นใหม่ที่จะกระจายมีขนาดใหญ่หรืออุปทานของหลักทรัพย์มีค่อนข้างมาก การตั้งราคาจะทำได้ไม่สูงมากนัก ทำให้ระดับ Underpricing มีน้อย และถ้าอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น ณ วันที่เสนอขายหลักทรัพย์มีค่าสูง ก็จะมีผลให้ Underpricing ต่ำเช่นเดียวกัน

ริทเตอร์ (Ritter. 1991:118) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนผิดปกติ สะสมกับข้อมูลที่เกี่ยวข้อง พบว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับขนาดหลักทรัพย์ที่เสนอขาย ระยะเวลาในการดำเนินงานของบริษัท สัดส่วนของมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นกับมูลค่าตลาดต่อหุ้น และสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นวันแรก และ Firth (1997) ศึกษาได้ผลคล้ายกับ Ritter (1991) โดยพบว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับขนาดของหลักทรัพย์ที่เสนอขาย ระยะเวลาในการดำเนินงานของบริษัท สัดส่วนของมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นกับมูลค่าตลาดต่อหุ้น อัตราการเติบโตของยอดขาย ความสามารถในการหากำไร และบริษัทในกลุ่มการเงินจะมีอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมสูงกว่ากลุ่มอื่น แต่จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดวันแรก

นอกจากนี้ริทเตอร์ (Ritter. 1984), ทินิค (Tinic. 1988), มัวร์ และเซนเบท (Mauer; & Senbet. 1992) พบว่าขนาดของหลักทรัพย์ที่ออกเสนอขายเป็นครั้งแรกแก่ประชาชนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม คือ ถ้าบริษัทออกหลักทรัพย์เสนอขายแก่ประชาชนเป็นจำนวนมากจะมีอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมมากขึ้นด้วยเช่นกัน และริทเตอร์ (Ritter. 1991), ลอเรน และริทเตอร์ (Laughran; & Ritter. 1995) พบว่าระยะเวลาใน

การดำเนินงานบริษัทนับตั้งแต่ก่อตั้งจนถึงวันที่จดทะเบียนและ สัดส่วนของมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น กับมูลค่าตลาดต่อหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม

เบรฟ และกอมเฟอร์ (Brav; & Gompers. 2000: 106) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดวันแรกกับตัวแปรที่เกี่ยวข้อง พบว่าอัตราผลตอบแทนเริ่มต้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับระยะเวลาในการห้ามขายหลักทรัพย์ มูลค่าหลักทรัพย์ที่ออกเสนอขายแก่ประชาชน สัดส่วนของมูลค่าทางบัญชีของบริษัทต่อมูลค่าตลาดของบริษัท แต่มีทิศทางตรงกันข้ามกับคุณภาพของผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย สัดส่วนของสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม และสจวตซ์ (Schultz. 1993) ศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดวันแรกมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับความผันผวนในตลาด สัดส่วนของรายได้ต่อมูลค่าหลักทรัพย์ที่ออกเสนอขายประชาชน แต่มีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับสัดส่วนของสินทรัพย์ต่อมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายประชาชน

ราจาน และเซอร์เวียส (Rajan; & Servaes. 1997: 97) ศึกษาพบว่าจำนวนของที่ปรึกษาทางการเงิน ที่คาดการณ์ว่าบริษัทที่จดทะเบียนใหม่จะมีกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับขนาดของบริษัทและอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดวันแรก กล่าวคือ ถ้าบริษัทมีขนาดใหญ่หรือได้รับอัตราผลตอบแทนในวันแรกสูงจะมีที่ปรึกษาทางการเงินจำนวนมากที่จะคาดการณ์ว่าบริษัทที่จดทะเบียนใหม่น่าจะมีผลการดำเนินงานที่ได้กำไร

บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

ในการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ดำเนินการตามขั้นตอน ดังนี้

1. การกำหนดข้อมูลและแหล่งข้อมูล
2. การสร้างเครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย
3. การเก็บรวบรวมข้อมูล
4. การจัดกระทำและการวิเคราะห์ข้อมูล
5. สถิติที่ใช้ในการทดสอบ

การกำหนดข้อมูลและแหล่งข้อมูล

ข้อมูล

ในการศึกษาครั้งนี้ ได้ทำการศึกษาหุ้น IPOs ที่เข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ.2545 จนถึงปี 2547 และวิเคราะห์ถึงปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ได้แก่ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับตัวแปรอิสระดังนี้ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) มูลค่าทางบัญชี (BV) สินทรัพย์รวม (Total Asset) ซึ่งส่งผลกระทบต่อตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ในวันแรก และทั้งนี้จะไม่นับรวมเอาหุ้นสามัญเพิ่มทุนเข้าไว้ในการศึกษาครั้งนี้ด้วย ดังนั้นจะมีหุ้น IPOs จำนวนทั้งหมด 74 หลักทรัพย์ (ดังแสดงในภาคผนวก)

แหล่งข้อมูล

ข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งผู้วิจัยได้ทำการรวบรวมจากทางเว็บไซต์ ดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ในวันแรก โดยหาข้อมูลจาก (SETSMART. 2006: Online)
2. ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก โดยหาข้อมูลจาก (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2549: ออนไลน์)

3. กำไรต่อหุ้น (EPS) โดยหาข้อมูลจาก (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2549: ออนไลน์)
4. อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) โดยหาข้อมูลจาก บริษัท Rcutevs จำกัด
5. อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) โดยหาข้อมูลจาก (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2549: ออนไลน์)
6. มูลค่าทางบัญชี (BV) โดยหาข้อมูลจาก (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2549: ออนไลน์)
7. สินทรัพย์รวม (Total Asset) โดยหาข้อมูลจาก (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2549: ออนไลน์)
8. รายชื่อบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ.2545-2547 โดยหาข้อมูลจาก Fact Book 2002-2004

การสร้างเครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษานี้เป็นการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) มาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลโดยอาศัยแบบการจัดเก็บข้อมูล ดังนี้

แบบการจัดเก็บข้อมูล

ชื่อหุ้น	Capital Gain (Y)	Set Index (X ₁)	EPS (X ₂)	D/E (X ₃)	P/E (X ₄)	BV (X ₅)	Total Asset (X ₅)

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูล จะใช้ระยะเวลาในการเก็บรวบรวมข้อมูล 4 สัปดาห์ โดยเริ่มตั้งแต่ 1 กุมภาพันธ์ ถึง 31 มีนาคม พ.ศ. 2549 ซึ่งข้อมูลทั้งหมดได้เก็บรวบรวมมาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และหน่วยงานต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง

การจัดกระทำและการวิเคราะห์ข้อมูล

การจัดกระทำข้อมูล

ก่อนที่จะมีนำข้อมูลมาวิเคราะห์นั้น จะต้องทำการปรับข้อมูลบางอย่างเพื่อให้เข้ากับวิธีการทางสถิติที่เลือกมา ดังนี้

1. ตัวแปรตาม (Y) คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการขายหลักทรัพย์วันแรก (Capital gain) ซึ่งคำนวณโดย

$$\text{Capital gain (\%)} = \frac{(\text{ราคาปิดวันแรก} - \text{ราคา IPOs}) \times 100}{\text{ราคา IPOs}}$$

2. ตัวแปร X_1 แทนค่า ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) สำหรับตัวแปร SET นั้น เราจะแปลงข้อมูลให้เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable)

โดยจะนำเอา ดัชนีปิดตลาด ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก เทียบกับดัชนีปิดตลาด ณ วันก่อนหน้า และกำหนด ดังนี้

ถ้า $SET = 1$ แสดงว่า ดัชนีปิดตลาด ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก
 ปิดสูงกว่า ดัชนีปิดตลาด ณ วันก่อนหน้า หรือ SET ปิดบวก นั่นเอง
 $SET = 0$ แสดงว่า ดัชนีปิดตลาด ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก
 ปิดต่ำกว่า ดัชนีปิดตลาด ณ วันก่อนหน้า หรือ SET ปิดลบ นั่นเอง

3. ตัวแปร X_2 แทนค่า กำไรต่อหุ้น (EPS)
4. ตัวแปร X_3 แทนค่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E)
5. ตัวแปร X_4 แทนค่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E)
6. ตัวแปร X_5 แทนค่า มูลค่าทางบัญชี (Book value)
7. ตัวแปร X_6 แทนค่า มูลค่าสินทรัพย์รวม (Total asset)

ตัวแปรที่ $X_1, X_2, X_3, X_4, X_5, X_6$ เป็นรายการของบุคคล ณ วันสิ้นสุดของงวดปีที่หุ้น IPOs แต่ละตัวนั้น เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรก ซึ่งได้มีการระบุไว้ในภาคผนวกแล้ว

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลจากแบบจำลองปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก เป็นการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) แบบ Cross Section Time Series Data โดยจะอาศัยโปรแกรมสำเร็จรูป SPSS Version 14.0 ใน

การคำนวณค่าทางสถิติของความสัมพันธ์ต่าง ๆ ในรูปสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Linear Regression)

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression Analysis)

ถ้ามีตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม โดยที่ความสัมพันธ์อยู่ในรูปเชิงเส้น จะได้สมการความถดถอยเชิงซ้อน ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ ดังนี้ (กัลยา วานิชย์บัญชา. 2542 : 292)

$$Y = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k + e$$

โดยที่ a แทน ส่วนตัดแกน Y เมื่อกำหนดให้ $X_1 = X_2 = \dots = X_k = 0$

β_{1-k} แทน ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Regression Coefficient)

X_{1-k} แทน ตัวแปรอิสระ

e แทน ค่าความคลาดเคลื่อน

จากสมการ สามารถกำหนดเป็นสมการใหม่ ได้ดังนี้

$$Y = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + e$$

โดยที่ Y แทน อัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) จากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่ หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรก

a แทน ส่วนตัดแกน Y เมื่อกำหนดให้ $X_1 = X_2 = X_3 = X_4 = X_5 = X_6 = 0$

β_{1-6} แทน ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Regression Coefficient)

X_1 แทน ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs

X_2 แทน กำไรต่อหุ้น (EPS)

X_3 แทน อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E)

X_4 แทน อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E)

X_5 แทน มูลค่าทางบัญชี (Book value)

X_6 แทน สินทรัพย์รวม (Total asset)

e แทน ค่าความคลาดเคลื่อน

สถิติที่ใช้ในการทดสอบ

เป็นการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression Analysis) ซึ่งใช้ค่าสถิติในการเลือกรูปแบบจำลอง ดังนี้

1. สถิติทดสอบ F-test เป็นการทดสอบสมการว่าตัวแปรอิสระทั้งหมดส่งผลต่อตัวแปรตามหรือไม่ (กัลยา วาณิชย์บัญชา. 2544: 451-452) โดยมีการตั้งสมมติฐานดังนี้

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n = 0$$

$$H_1 : \text{มี } \beta \text{ อย่างน้อย 1 ค่าที่ } \neq 0 ;$$

สูตรที่ใช้ในการคำนวณ ดังนี้

$$F = \frac{MSR}{MSE}$$

โดยที่ F แทน สถิติทดสอบ F-test

MSR แทน ความแปรปรวนระหว่างกลุ่ม

MSE แทน ความแปรปรวนภายในกลุ่ม

สูตรที่ใช้ในการคำนวณ MSR ดังนี้

$$MSR = \frac{SSR}{k}$$

โดยที่ MSR แทน ความแปรปรวนระหว่างกลุ่ม

SSR แทน ค่าแปรปรวนของตัวแปรตาม เนื่องจากอิทธิพลของตัวแปรอิสระ

k แทน จำนวนตัวแปรอิสระ

สูตรที่ใช้ในการคำนวณ MSE ดังนี้

$$MSE = \frac{SSE}{(n - k - 1)}$$

โดยที่	MSE	แทน	ความแปรปรวนภายในกลุ่ม
	SSE	แทน	ค่าแปรปรวนของตัวแปรตาม เนื่องจากอิทธิพลอื่น ๆ
	n	แทน	จำนวนข้อมูล
	k	แทน	จำนวนตัวแปรอิสระ

ผลของการทดสอบสมมติฐานอาจจะเป็น

1) ยอมรับสมมติฐาน $H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n = 0$ ซึ่งสรุปได้ว่าตัวแปรตามไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระในรูปเชิงเส้น

2) ปฏิเสธสมมติฐาน H_0 หรือยอมรับสมมติฐาน H_1 ซึ่งสรุปได้ว่ามีตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัว มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามในรูปเชิงเส้น จึงต้องทดสอบต่อไปว่า มีตัวแปรอิสระตัวใดที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม โดยใช้สถิติทดสอบ t

2. สถิติทดสอบ t-test เพื่อทดสอบว่ามี β_i ตัวใดบ้างที่ไม่เท่ากับศูนย์ หรือมีตัวแปรอิสระตัวใดบ้างที่สัมพันธ์กับตัวแปรตาม โดยการทดสอบสมมติฐาน ดังนี้ (กัลยา วานิชย์บัญชา. 2544: 453)

$$H_0 : \beta_i = 0$$

$$H_1 : \beta_i \neq 0$$

สูตรที่ใช้ในการคำนวณ ดังนี้

$$t = \frac{\beta_i - 0}{S_{\beta i}}$$

โดยที่	t	แทน	สถิติทดสอบ t-test
	β_i	แทน	สัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวแปรอิสระตัวที่ i
	$S_{\beta i}$	แทน	ความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของสัมประสิทธิ์การถดถอยตัวที่ i

ผลของการทดสอบสมมติฐานอาจจะเป็น

1) ยอมรับสมมติฐาน $H_0 : \beta_i = 0$ ซึ่งสรุปได้ว่าตัวแปรตามไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระในรูปเชิงเส้น

2) ปฏิเสธสมมติฐาน H_0 หรือยอมรับสมมติฐาน H_1 ซึ่งสรุปได้ว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามในรูปเชิงเส้น

3. สัมประสิทธิ์การตัดสินใจเชิงซ้อน (Multiple Coefficient of Determination : R^2) เป็นสัดส่วนหรือเปอร์เซ็นต์ของตัวแปรตามที่มีสาเหตุเนื่องจากความผันแปรของตัวแปรอิสระ (กัลยา วาณิชยปัญญา. 2544 : 454)

$$R^2 = \frac{SSR}{SST}$$

โดยที่ R^2 แทน สัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุ

SSR แทน ค่าแปรปรวนของตัวแปรตาม เนื่องจากอิทธิพลของตัวแปรอิสระ

SST แทน ความผันแปรทั้งหมด

สูตรที่ใช้ในการคำนวณ SST ดังนี้

$$SST = SSR + SSE$$

ผลของการคำนวณอาจจะเป็น

1) ค่า R^2 ที่ใกล้ 1 จะหมายถึง ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามมาก

2) ค่า R^2 ที่ใกล้ 0 จะหมายถึง ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามน้อย

ดังนั้นเมื่อตัวแปรอิสระเข้าสมการถดถอย จะทำให้ได้ค่า R^2 มากขึ้น ทั้งที่ตัวแปรอิสระที่เพิ่มอาจจะไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามเลยก็ได้ จึงได้มีการปรับค่า R^2 ให้ถูกต้องขึ้น เรียกว่า Adjust R^2 โดยที่

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

$$R^2 = 1 - (SSE/(n-k-1)) / (SST/(n-1))$$

4. การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน

เป็นการทดสอบความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อนโดยใช้การทดสอบของ Durbin-Watson เป็นการทดสอบความสัมพันธ์ของ e_t และ e_{t-1} โดยที่ t เป็นช่วงเวลา (กัลยา วาณิชยปัญญา. 2545 : 332)

การทดสอบ Durbin-Watson

$$D.W = \frac{\sum_{t=1}^n (e_t - e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n e_t^2}$$

โดย D.W แทน ค่า Durbin-Watson

$\sum$ แทน ผลรวม

e_t แทน ค่าคลาดเคลื่อนของปีที่ t

e_{t-1} แทน ค่าคลาดเคลื่อนของปีที่ t-1

e_t^2 แทน ค่าคลาดเคลื่อนของปีที่ t ยกกำลัง 2

การทดสอบว่า e_t มีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่ ทำได้ 4 วิธีดังนี้

1) ใช้ Chi-Square

2) ใช้ Kolmogorow – Smirnov Test

3) ใช้ Lilliefort Test

4) การเขียนฮิสโตแกรม เป็นการเขียนเพื่อแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง e_t กับความถี่ที่เกิดขึ้น ถ้าทดสอบหรือจากการเขียนฮิสโตแกรมแสดงว่า e_t ไม่มีการแจกแจงแบบปกติ วิธีการแก้ปัญหาก็ทำได้โดยการเปลี่ยนรูปของตัวแปร Y

5. การเลือกตัวแปรอิสระที่เหมาะสมสำหรับสมการความถดถอย

ในที่นี้ผู้ศึกษาได้เลือกใช้วิธี Backward Elimination (กัลยา วานิชย์บัญชา. 2545: 350) เป็นวิธีเลือกตัวแปรอิสระเข้าสมการความถดถอยโดยให้สมการความถดถอยประกอบด้วยตัวแปรอิสระทั้งหมด (K ตัว) ที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม Y แล้วใช้สถิติทดสอบ t ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง Y กับ X ทีละตัว

$$H_0 : \beta_i = 0 .VS. H_1 : \beta_i \neq 0$$

ผลการทดสอบ จะปฏิเสธ H_0 ถ้า $|t| > t_{1-\alpha/2; n-k-1}$ หรือปฏิเสธ H_0 ถ้า $\text{Sig } T < \alpha$ และพิจารณาตัดตัวแปรอิสระที่ไม่มีความสัมพันธ์กับ Y ออกไปชั้นละตัว โดยใช้ผลการทดสอบข้างต้นนั้นคือจะตัดตัวแปรอิสระ X ที่มีค่าสถิติทดสอบ $|t|$ มากที่สุดออกไปจากสมการความถดถอยนั้นคือในแต่ละขั้นจะตัดตัวแปรอิสระที่ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม Y ออกไปทีละตัวจนกระทั่งไม่มีตัวแปรอิสระตัวใดถูกตัวออกไป สมการความถดถอยที่ประกอบด้วยตัวแปรอิสระที่เหลืออยู่จึงเป็นสมการความถดถอยที่เหมาะสม เนื่องจากตัวแปรอิสระทุกตัวในสมการความถดถอยที่เหมาะสมเป็นตัวแปรความสัมพันธ์กับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญ

6. ปัญหาการวิเคราะห์การถดถอย

การวิเคราะห์การถดถอยจะทำตามรูปแบบและข้อสมมติของรูปแบบการถดถอยที่กำหนดไว้ หากข้อสมมติของรูปแบบเป็นจริงผลการวิเคราะห์จะเป็นไปอย่างถูกต้อง แต่ถ้าข้อสมมติไม่เป็นจริง การนำผลวิเคราะห์ไปใช้จะไม่ถูกต้อง หากพบว่าข้อสมมติของรูปแบบไม่เป็นจริงควรเปลี่ยนแปลงวิธีการวิเคราะห์ให้เหมาะสมหรือใช้วิธีการวิเคราะห์ให้เป็นไปตามสมมติฐานของรูปแบบแล้ว ข้อสมมติของรูปแบบการถดถอยที่เกี่ยวข้องกับความคลาดเคลื่อน ได้แก่ ความคลื่อนคลาด E_i มีความจำเป็นอย่างยิ่งต่อการทดสอบสมมติฐานและการประมาณค่าพารามิเตอร์ในรูปแบบ หากข้อสมมติข้อใดข้อหนึ่งไม่เป็นจริงจะมีผลทำให้ตัวประมาณที่ได้ไม่คุณสมบัติเป็นตัวประมาณที่ดี การสรุปผลจากการทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับพารามิเตอร์จะไม่ถูกต้อง นอกจากการวิเคราะห์การถดถอยจะมีปัญหาข้อสมมติฐานที่เกี่ยวกับความคลาดเคลื่อนไม่เป็นจริงแล้วยังมีปัญหาลำดับอื่น ๆ อีก ได้แก่ รูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามไม่เป็นไปตามที่กำหนด ไม่ได้รวมตัวแบบอิสระที่สำคัญบางตัวแปรไว้ในรูปแบบตัวแปรอิสระในรูปแบบไม่เป็นอิสระกัน มีค่าผิดปกติและค่าที่มีอิทธิพล ดังนั้นก่อนการนำผลวิเคราะห์ไปใช้ควรตรวจสอบข้อมูลที่นำมาศึกษาว่ามีคุณสมบัติตามข้อสมมติของรูปแบบหรือไม่ การตรวจสอบส่งวนใหญ่ทำกับค่าความคลาดเคลื่อนจากการประมาณที่เรียกว่า การวิเคราะห์ความคลาดเคลื่อน โดยจะการตรวจสอบทั้งจากการพล็อตและการทดสอบสมมติฐาน ดังนี้

6.1 การพล็อตค่าความคลาดเคลื่อน ได้แก่ การพล็อตแบบ Dot แบบ Box แบบ Stem และ Leaf และแบบ NP เป็นการพล็อตเพื่อพิจารณาลักษณะการแจกแจงของข้อมูลและพิจารณาค่าผิดปกติ การพล็อต C กับ $\hat{Y}$ หรือกับ X เป็นการพล็อตเพื่อพิจารณาความอิสระของความคลาดเคลื่อน เอกภาพของความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อน ความเหมาะสมของ

รูปแบบค่าผิดปกติ และค่าที่มีอิทธิพล ส่วนการพล็อตการถดถอยบางส่วนเป็นการพล็อตเพื่อพิจารณาตัวแปรอิสระที่ควรนำมาใช้ในรูปแบบ

6.2 การทดสอบการแจกแจงแบบปกติ เพื่อทดสอบว่าความคลาดเคลื่อนมาจากประชากรที่มีการแจกแจงแบบปกติ

6.3 การทดสอบสหสัมพันธ์ต่อเนื่อง เพื่อทดสอบว่าความคลาดเคลื่อนจากการประมาณมีการแจกแจงที่เป็นอิสระกัน

6.4 การทดสอบเอกภาพของความแปรปรวน เพื่อทดสอบว่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนมีค่าคงที่

6.5 การทดสอบว่าตัวแปรอิสระในรูปแบบการถดถอยเชิงเส้นตรงแบบพหุมีความเป็นอิสระกัน

6.6 การทดสอบว่ารูปแบบการถดถอยที่กำหนดอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามได้เหมาะสม

6.7 การทดสอบว่าขนาดตัวแปรอิสระที่สำคัญบางตัวตัวแปรในรูปแบบการถดถอย

6.8 การทดสอบว่ามีค่าผิดปกติเนื่องจากค่าของตัวแปรอิสระและ/หรือค่าของตัวแปรตาม และมีค่าที่มีอิทธิพลในข้อมูล

หลังจากการตรวจสอบด้วยวิธีการต่าง ๆ แล้ว หากพบว่าเกิดปัญหาการวิเคราะห์การถดถอยอย่างใดอย่างหนึ่ง เช่น ตัวแปรอิสระไม่เป็นอิสระกัน การแจกแจงของความคลาดเคลื่อนไม่เป็นแบบปกติ ค่าความคลาดเคลื่อนมีสหสัมพันธ์ต่อเนื่อง หรือความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนไม่คงที่ หากยังคงใช้ผลการวิเคราะห์การถดถอยเดิม

7. การแปลงข้อมูล (Transformation)

การแปลงข้อมูลของตัวแปรตาม Y หรือตัวแปรอิสระ X หรือทั้งสองตัวแปร การแปลงข้อมูลสำหรับความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นเส้นตรง

อันดับแรก จะพิจารณาการแปลงข้อมูลสำหรับความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ไม่เป็นเส้นตรง เมื่อความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงปกติและความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนคงที่ ในกรณีนี้ควรแปลงตัวแปร X โดนเหตุผลที่ไม่แปลงตัวแปร Y เช่น $Y' = 1/Y$ อาจทำให้ความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงไม่เป็นแบบปกติและมีความแปรปรวนไม่คงที่

วิธีการแปลงข้อมูล ให้นำข้อมูลมาพล็อตแผนภาพการกระจาย เพื่อดูลักษณะความสัมพันธ์ของตัวแปร X และ Y ถ้ามีลักษณะความสัมพันธ์เป็นเส้นโค้ง ให้พิจารณารูปแบบถดถอยจากแผนภาพการกระจายว่ามีลักษณะอย่างไร แล้วเลือกวิธีแปลงข้อมูลที่เหมาะสมกับรูปแบบนั้น

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์และการแปลผลความหมายของผลการวิเคราะห์ แบ่งออกเป็น 3 ตอน คือ การวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรก ต่อประชาชนในปี พ.ศ.2545 2546 และ 2547 ตามลำดับ โดยจะใช้สมการเศรษฐกิจแบบการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) และใช้วิธีการกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Ordinary Least Square) เพื่อประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของปัจจัยต่าง ๆ ซึ่งได้แก่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) มูลค่าทางบัญชี (BV) สินทรัพย์รวม (Total asset) ซึ่งจะแสดงรายละเอียดของการวิเคราะห์ดังต่อไปนี้

สัญลักษณ์และอักษรย่อที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

ในการนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูล ผู้วิจัยได้กำหนดสัญลักษณ์ที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลดังนี้

N	แทน	จำนวนข้อมูล
R	แทน	สัมประสิทธิ์การตัดสินใจ
R^2	แทน	สัมประสิทธิ์การตัดสินใจเชิงซ้อน
$\bar{R}^2$	แทน	สัมประสิทธิ์การตัดสินใจเชิงซ้อนที่ปรับปรุงแล้ว
Durbin-Watson	แทน	ค่าสถิติทดสอบ Durbin-Watson
t-test	แทน	ค่าสถิติทดสอบ t-test
F-test	แทน	ค่าสถิติทดสอบ F-test
Sig.	แทน	ระดับนัยสำคัญทางสถิติ
e	แทน	ค่าความคลาดเคลื่อน (Error or Residual)
b_0	แทน	ค่าคงที่ (Constant) ของสมการถดถอย
$b_1, b_2, b_3, b_4, b_5, b_6$	แทน	ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระแต่ละตัว
***	แทน	มีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99
**	แทน	มีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95
*	แทน	มีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ตอนที่ 1 การวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในปี พ.ศ. 2545

$$Y = b_0 + b_1SET + b_2EPS + b_3DE + b_4PE + b_5BV + b_6TA + e$$

โดยที่ Y	แทน	อัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) จากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่ หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรก
b_0	แทน	ค่าคงที่ (Constant) ของสมการถดถอย
b_{1-6}	แทน	ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Regression Coefficient)
SET	แทน	ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET)
EPS	แทน	กำไรต่อหุ้น (EPS)
DE	แทน	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E)
PE	แทน	อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E)
BV	แทน	มูลค่าทางบัญชี (Book value)
TA	แทน	สินทรัพย์รวม (Total asset)
e	แทน	ค่าความคลาดเคลื่อน

ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในปี พ.ศ.2545 จากรูปแบบสมการแสดงความสัมพันธ์ข้างต้น เมื่อนำมาวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อนด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ได้ผลการวิเคราะห์ ดังนี้

$$Y^2 = -9.803 + 29.924 P/E + e \quad \dots\dots\dots (4.1)$$

(-0.04) (2.118)**

$$R^2 = 0.219$$

$$\overline{R}^2 = 0.170$$

$$F\text{-test} = 4.485^{**}$$

$$\text{Durbin-Watson} = 2.07$$

ตัวเลขในวงเล็บคือ ค่าสถิติทดสอบ t-test

รายละเอียดของผลการวิเคราะห์แสดงในตาราง 2

ตาราง 2 รายละเอียดผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่
เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในปี พ.ศ. 2545

ตัวแปร	ค่า สัมประสิทธิ์สห สัมพันธ์	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของ ค่าสัมประสิทธิ์	ค่าสถิติทดสอบ t-test	ระดับนัยสำคัญ ทางสถิติ (Sig.)
Constant	-9.803	245.516	-0.040	0.969
PE	29.924	14.130	2.118**	0.050

N	= 18
R	= 0.468
R ²	= 0.219
$\overline{R}^2$	= 0.170
Durbin-Watson statistic	= 2.070
F-test	= 4.485**
ค่า Sig. ของ F-test	= 0.050

การแปรผลจากแบบจำลอง

จากผลการทดสอบ พบว่า ค่า $R^2 = 0.219$ ซึ่งค่อนข้างต่ำ ทั้งนี้เป็นผลเนื่องมาจากลักษณะข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลผสมระหว่าง Cross section กับ Time series (Pooled Cross section-time series) แต่ปัญหาดังกล่าวนี้นักวิจัยมีโซ่ปัญหาแต่อย่างใด และเมื่อทดสอบความมีนัยสำคัญ (Overall Significance) ของแบบจำลองด้วย F-test ได้ค่า F-statistic จากการคำนวณเท่ากับ 4.485 แสดงว่า ปัจจัยต่าง ๆ อันได้แก่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) มูลค่าทางบัญชี (BV) สินทรัพย์รวม (Total asset) สามารถอธิบายถึงอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 นอกจากนี้ จากการทดสอบด้วย Durbin-Watson Test ได้ค่า

Durbin-Watson จากการคำนวณเท่ากับ 2.07 และยังพบว่าเกิดปัญหาค่าความคลาดเคลื่อนไม่ได้ มีการแจกแจงแบบปกติ จึงต้องทำการปรับสมการความถดถอยโดยการเปลี่ยนแปลง (Transform) รูปแบบของตัวแปรตาม Y เป็น Y^2 ปัญหาดังกล่าวจึงหมดไป

จากผลการทดสอบทางสถิติข้างต้น เมื่อพิจารณาเครื่องหมายหน้าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ พบว่า อัตราผลตอบแทนส่วนเกินในรูปแบบ Y^2 มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น PE ด้วยค่า t-test เท่ากับ 2.118 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 สำหรับปัจจัยอื่น ๆ อันได้แก่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) สินทรัพย์รวม (Total asset) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินในรูปแบบ Y^2 อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และ มูลค่าทางบัญชี (BV) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินในรูปแบบ Y^2 อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

จากผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการถดถอยนี้ สรุปได้ว่า แบบจำลองดังกล่าวมีความเหมาะสม ในการนำมาอธิบายถึงปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ทั้งนี้เนื่องจากค่าสถิติทดสอบต่าง ๆ ของแบบจำลองอยู่ในเกณฑ์มาตรฐานทางสถิติ แต่ยังไม่สามารถอธิบายถึงทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (PE) โดยตรง แต่สามารถอธิบายได้ในรูปแบบของ Y^2 กับตัวแปรอิสระ ดังนั้น จึงต้องใช้ความระมัดระวังในการนำแบบจำลองไปใช้ด้วย

ตอนที่ 2 การวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในปี พ.ศ. 2546

$$Y = b_0 + b_1SET + b_2EPS + b_3DE + b_4PE + b_5BV + b_6TA + e$$

โดยที่	Y	แทน	อัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) จากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่ หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรก
	b_0	แทน	ค่าคงที่ (Constant) ของสมการถดถอย
	b_{1-6}	แทน	ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Regression Coefficient)
	SET	แทน	ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET)

EPS	แทน	กำไรต่อหุ้น (EPS)
DE	แทน	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E)
PE	แทน	อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E)
BV	แทน	มูลค่าทางบัญชี (Book value)
TA	แทน	สินทรัพย์รวม (Total asset)
e	แทน	ค่าความคลาดเคลื่อน

ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในปี พ.ศ.2546 จากรูปแบบสมการแสดงความสัมพันธ์ข้างต้น เมื่อนำมาวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อนด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ได้ผลการวิเคราะห์ ดังนี้

$$Y^2 = -3401.872 + 5675.846 D/E + 4796.631 SET + e \dots\dots\dots (4.2)$$

(-1.480) (3.585)*** (2.227) **

$$R^2 = 0.450$$

$$\overline{R}^2 = 0.385$$

$$F\text{-test} = 6.955***$$

$$\text{Durbin-Watson} = 1.758$$

ตัวเลขในวงเล็บคือ ค่าสถิติทดสอบ t-test

รายละเอียดของผลการวิเคราะห์แสดงในตาราง 3

ตาราง 3 รายละเอียดผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่
เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในปี พ.ศ. 2546

ตัวแปร	ค่า สัมประสิทธิ์ สหสัมพันธ์	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐานของค่า สัมประสิทธิ์	ค่าสถิติทดสอบ t-test	ระดับนัยสำคัญ ทางสถิติ (Sig.)
Constant	-3401.872	2297.976	-1.480	0.157
DE	5675.846	1583.309	3.585***	0.002
SET	4796.631	2154.115	2.227**	0.040

N	= 20
R	= 0.671
R ²	= 0.450
$\bar{R}^2$	= 0.385
Durbin-Watson statistic	= 1.758
F-test	= 6.955***
ค่า Sig. ของ F-test	= 0.006

การแปรผลจากแบบจำลอง

จากผลการทดสอบ พบว่า ค่า $R^2 = 0.45$ ซึ่งค่อนข้างต่ำ ทั้งนี้เป็นผลเนื่องมาจาก ลักษณะข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลผสมระหว่าง Cross section กับ Time series (Pooled Cross section-time series) แต่ปัญหาดังกล่าวนี้นักกลับมีใช้ปัญหาแต่อย่างใด และเมื่อทดสอบความมีนัยสำคัญ (Overall Significance) ของแบบจำลองด้วย F-test ได้ค่า F-statistic จากการคำนวณเท่ากับ 6.955 แสดงว่า ปัจจัยต่าง ๆ อันได้แก่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) มูลค่าทางบัญชี (BV) สินทรัพย์รวม (Total asset) สามารถอธิบายถึงอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 นอกจากนี้ จากการทดสอบด้วย Durbin-Watson Test ได้ค่า Durbin-Watson จากการคำนวณเท่ากับ 1.758 และยังพบว่าเกิดปัญหาค่าความคลาดเคลื่อนมี

ได้มีการแจกแจงแบบปกติ จึงต้องทำการปรับสมการความถดถอยโดยการเปลี่ยนแปลง (Transform) รูปแบบของตัวแปรตาม Y เป็น Y^2 ปัญหาดังกล่าวจึงหมดไป

จากผลการทดสอบทางสถิติข้างต้น เมื่อพิจารณาเครื่องหมายหน้าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ พบว่า อัตราผลตอบแทนส่วนเกินในรูปแบบ Y^2 มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) ด้วยค่า t-test เท่ากับ 3.585 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 และอัตราผลตอบแทนส่วนเกินในรูปแบบ Y^2 มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) ด้วยค่า t-test เท่ากับ 2.227 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 สำหรับปัจจัยอื่น ๆ อันได้แก่ กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) สินทรัพย์รวม (Total asset) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินในรูปแบบ Y^2 อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และ มูลค่าทางบัญชี (BV) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินในรูปแบบ Y^2 อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

จากผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการถดถอยนี้ สรุปได้ว่า แบบจำลองดังกล่าวมีความเหมาะสม ในการนำมาอธิบายถึงปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ทั้งนี้เนื่องจากค่าสถิติทดสอบต่าง ๆ ของแบบจำลองอยู่ในเกณฑ์มาตรฐานทางสถิติ แต่ยังไม่สามารถอธิบายถึงทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) โดยตรง แต่สามารถอธิบายได้ในรูปแบบของ Y^2 กับตัวแปรอิสระ ดังนั้น จึงต้องใช้ความระมัดระวังในการนำแบบจำลองไปใช้ด้วย

ตอนที่ 3 การวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในปี พ.ศ. 2547

$$Y = b_0 + b_1SET + b_2EPS + b_3DE + b_4PE + b_5BV + b_6TA + e$$

โดยที่ Y แทน อัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) จากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่ หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรก

b_0 แทน ค่าคงที่ (Constant) ของสมการถดถอย

b ₁₋₆	แทน	ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Regression Coefficient)
SET	แทน	ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET)
EPS	แทน	กำไรต่อหุ้น (EPS)
DE	แทน	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E)
PE	แทน	อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E)
BV	แทน	มูลค่าทางบัญชี (Book value)
TA	แทน	สินทรัพย์รวม (Total asset)
e	แทน	ค่าความคลาดเคลื่อน

ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในปี พ.ศ.2547 จากรูปแบบสมการแสดงความสัมพันธ์ข้างต้น เมื่อนำมาวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อนด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ได้ผลการวิเคราะห์ ดังนี้

$$\frac{1}{Y} = -0.127 + 0.007 P/E + e \quad \dots\dots\dots (4.3)$$

(-1.575) (1.922)*

$$R^2 = 0.110$$

$$\overline{R}^2 = 0.080$$

$$F\text{-test} = 3.696^*$$

$$\text{Durbin-Watson} = 1.920$$

ตัวเลขในวงเล็บคือ ค่าสถิติทดสอบ t-test

รายละเอียดของผลการวิเคราะห์แสดงในตาราง 4

ตาราง 4 รายละเอียดผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่
เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในปี พ.ศ. 2547

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์ สหสัมพันธ์	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐานของ ค่าสัมประสิทธิ์	ค่าสถิติทดสอบ t-test	ระดับนัยสำคัญ ทางสถิติ (Sig.)
Constant	-0.127	0.081	-1.575	0.126
PE	0.007	0.004	1.922*	0.064

N = 32

R = 0.331

R^2 = 0.110

$\bar{R}^2$ = 0.080

Durbin-Watson statistic = 1.920

F-test = 3.696*

ค่า Sig. ของ F-test = 0.064

การแปรผลจากแบบจำลอง

จากผลการทดสอบ พบว่า ค่า $R^2 = 0.11$ ซึ่งค่อนข้างต่ำ ทั้งนี้เป็นผลเนื่องมาจากลักษณะข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลผสมระหว่าง Cross section กับ Time series (Pooled Cross section-time series) แต่ปัญหาดังกล่าวนี้นักกลับมิใช่ปัญหาแต่อย่างใด และเมื่อทดสอบความมีนัยสำคัญ (Overall Significance) ของแบบจำลองด้วย F-test ได้ค่า F-statistic จากการคำนวณเท่ากับ 3.696 แสดงว่า ปัจจัยต่าง ๆ อันได้แก่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) มูลค่าทางบัญชี (BV) สินทรัพย์รวม (Total asset) สามารถอธิบายถึงอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 นอกจากนี้ จากการทดสอบด้วย Durbin-Watson Test ได้ค่า Durbin-Watson จากการคำนวณเท่ากับ 1.92 และยังพบว่าเกิดปัญหาค่าความคลาดเคลื่อนมิได้มีการแจกแจงแบบปกติ จึงต้องทำการปรับสมการความถดถอยโดยการเปลี่ยนแปลง (Transform)

รูปแบบของตัวแปรตาม Y เป็น $\frac{1}{Y}$ อีกทั้งยังมีข้อมูลบางตัวที่มีลักษณะเป็น Outlier โดยใช้การวัดค่าดังกล่าวด้วยวิธี Mahalanobis จึงต้องตัดข้อมูลออกไปจำนวน 4 ข้อมูล ปัญหาดังกล่าวจึงหมดไป

จากผลการทดสอบทางสถิติข้างต้น เมื่อพิจารณาเครื่องหมายหน้าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ พบว่า อัตราผลตอบแทนส่วนเกินในรูปแบบ $\frac{1}{Y}$ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น PE ด้วยค่า t-test เท่ากับ 1.922 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 สำหรับปัจจัยอื่น ๆ อันได้แก่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) สินทรัพย์รวม (Total asset) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินในรูปแบบ $\frac{1}{Y}$ อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และ มูลค่าทางบัญชี (BV) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินในรูปแบบ $\frac{1}{Y}$ อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

จากผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการถดถอยนี้ สรุปได้ว่า แบบจำลองดังกล่าวมีความเหมาะสม ในการนำมาอธิบายถึงปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ทั้งนี้เนื่องจากค่าสถิติทดสอบต่าง ๆ ของแบบจำลองอยู่ในเกณฑ์มาตรฐานทางสถิติ แต่ยังไม่สามารถอธิบายถึงทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) โดยตรง แต่สามารถอธิบายได้ในรูปแบบของ $\frac{1}{Y}$ กับตัวแปรอิสระ ดังนั้น จึงต้องใช้ความระมัดระวังในการนำแบบจำลองไปใช้ด้วย

บทที่ 5

สรุปผล อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

สังเขปความมุ่งหมาย สมมติฐาน และวิธีการดำเนินการศึกษาค้นคว้า

การวิจัยนี้มุ่งศึกษาถึง ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในปี พ.ศ. 2545 ถึง ปี พ.ศ. 2547 ซึ่งปัจจัยต่างๆที่วาณิชธนกิจนำมาใช้นั้น มีผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการลงทุนอย่างไร เพื่อที่จะเป็นข้อมูลที่จะใช้พิจารณาถึงปัจจัยในการกำหนดราคาของที่ปรึกษาทางการเงิน และยังเป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์แก่นักลงทุนในการที่จะตัดสินใจของซื้อหุ้นสามัญใหม่อีกด้วย

ความมุ่งหมายของการวิจัย

ในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้ตั้งความมุ่งหมายไว้ดังนี้

เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการซื้อขายหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน

สมมติฐานในการวิจัย

1. ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรกมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) จากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรก
2. กำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) จากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรก
3. อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) จากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรก
4. อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) จากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรก
5. มูลค่าทางบัญชีมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) จากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรก

6. สินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) จากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรก

วิธีการดำเนินการวิจัย

1. ข้อมูล

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ ได้ทำการศึกษาหุ้น IPOs ที่เข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ.2545 จนถึงปี พ.ศ. 2547 และวิเคราะห์ถึงปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ได้แก่ ข้อมูลเกี่ยวกับตัวแปรอิสระดังนี้ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) มูลค่าทางบัญชี (BV) สินทรัพย์รวม (Total Asset) ซึ่งส่งผลกระทบต่อตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ในวันแรก และทั้งนี้ จะไม่นับรวมเอาหุ้นสามัญเพิ่มทุนเข้าไว้ในการศึกษาครั้งนี้ด้วย ดังนั้นจะมีหุ้น IPOs

โดยข้อมูลที่ได้เป็นข้อมูลทุติยภูมิซึ่งรวบรวมได้จากทางเว็บไซต์ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549: ออนไลน์) และ (SETSMART, 2006: Online) และรายชื่อบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ.2545-2547 โดยหาข้อมูลจาก Fact Book 2002-2004

2. การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลจากแบบจำลองปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก เป็นการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) แบบ Cross Section Time Series Data โดยจะอาศัยโปรแกรมสำเร็จรูป SPSS Version 14.0 ในการคำนวณหาค่าทางสถิติของความสัมพันธ์ต่าง ๆ ในรูปแบบการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Linear Regression) และใช้วิธีการกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Ordinary least square) มาทำการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระต่าง ๆ

3. สถิติที่ใช้ในการทดสอบข้อมูล

เป็นการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression Analysis) ซึ่งใช้ค่าสถิติในการเลือกรูปแบบจำลอง ดังนี้

3.1 สถิติทดสอบ F-test

3.2 สถิติทดสอบ t-test

3.3 สัมประสิทธิ์การตัดสินใจเชิงซ้อน (Multiple Coefficient of Determination : R^2) และ Adjust R^2

3.4 การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน โดยใช้การทดสอบของ Durbin-Watson

3.5 การเลือกตัวแปรอิสระที่เหมาะสมสำหรับสมการความถดถอย โดยใช้วิธี Backward Elimination

สรุปผลการศึกษาค้นคว้า

ผลการศึกษาค้นคว้าวิจัยถึงปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในปี พ.ศ. 2545 ถึง ปี พ.ศ. 2547 สรุปผลได้ดังนี้

ตอนที่ 1 การวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในปี พ.ศ. 2545

การวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน โดยจะศึกษาถึงปัจจัยต่าง ๆ อันได้แก่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) มูลค่าทางบัญชี (BV) สินทรัพย์รวม (Total asset) ที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการซื้อหุ้นสามัญใหม่ในวันแรก ด้วยวิธีการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน และวิธีการกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา

จากผลการศึกษา พบว่า ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรก ในปี พ.ศ. 2545 ในรูปแบบ Y^2 คือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ด้วยค่า t-test เท่ากับ 2.118 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 สำหรับปัจจัยอื่น ๆ อันได้แก่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) สินทรัพย์รวม (Total asset) และ มูลค่าทางบัญชี (BV) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินในรูปแบบ Y^2 อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่กำหนดไว้

อย่างไรก็ตาม จากผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการถดถอยนี้ พบว่า ค่า $R^2 = 0.219$ และเมื่อทดสอบความมีนัยสำคัญ (Overall Significance) ของแบบจำลองด้วย F-test ได้ค่า F-statistic จากการคำนวณเท่ากับ 4.485 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

นอกจากนี้ จากการทดสอบด้วย Durbin-Watson Test ได้ค่า Durbin-Watson จากการคำนวณเท่ากับ 2.07 และยังพบว่าเกิดปัญหาค่าความคลาดเคลื่อนไม่ได้มีการแจกแจงแบบปกติ จึงต้องทำการปรับสมการความถดถอยโดยการเปลี่ยนแปลง (Transform) รูปแบบของตัวแปรตาม Y เป็น Y^2 ปัญหาดังกล่าวจึงหมดไป

สรุปได้ว่า แบบจำลองดังกล่าวมีความเหมาะสม ในการนำมาอธิบายถึงปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ทั้งนี้เนื่องจากค่าสถิติทดสอบต่าง ๆ ของแบบจำลองอยู่ในเกณฑ์มาตรฐานทางสถิติ แต่ยังไม่สามารถอธิบายถึงทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) โดยตรง แต่สามารถอธิบายได้ในรูปแบบของ Y^2 กับตัวแปรอิสระ ดังนั้น จึงต้องใช้ความระมัดระวังในการนำแบบจำลองไปใช้ด้วย

ตอนที่ 2 การวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในปี พ.ศ. 2546

การวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน โดยจะศึกษาถึงปัจจัยต่าง ๆ อันได้แก่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) มูลค่าทางบัญชี (BV) สินทรัพย์รวม (Total asset) ที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการซื้อขายหุ้นสามัญใหม่ในวันแรก ด้วยวิธีการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน และวิธีการกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา

จากผลการศึกษา พบว่า ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรก ในปี พ.ศ. 2546 ในรูปแบบ Y^2 คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) ด้วยค่า t-test เท่ากับ 3.585 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) ด้วยค่า t-test เท่ากับ 2.227 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 สำหรับปัจจัยอื่น ๆ อันได้แก่ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) กำไรต่อหุ้น (EPS) สินทรัพย์รวม (Total asset) และ มูลค่าทางบัญชี (BV) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินในรูปแบบ Y^2 อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่กำหนดไว้

อย่างไรก็ตาม จากผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการถดถอยนี้ พบว่า ค่า $R^2 = 0.45$ และเมื่อทดสอบความมีนัยสำคัญ (Overall Significance) ของแบบจำลองด้วย F-test ได้ค่า F-

statistic จากการคำนวณเท่ากับ 6.955 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 นอกจากนี้ จากการทดสอบด้วย Durbin-Watson Test ได้ค่าDurbin-Watson จากการคำนวณเท่ากับ 1.758 และยังพบว่าเกิดปัญหาค่าความคลาดเคลื่อนมิได้มีการแจกแจงแบบปกติ จึงต้องทำการปรับสมการความถดถอยโดยการเปลี่ยนแปลง (Transform) รูปแบบของตัวแปรตาม Y เป็น Y^2 ปัญหาดังกล่าวจึงหมดไป

สรุปได้ว่า แบบจำลองดังกล่าวมีความเหมาะสม ในการนำมาอธิบายถึงปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ทั้งนี้เนื่องจากค่าสถิติทดสอบต่าง ๆ ของแบบจำลองอยู่ในเกณฑ์มาตรฐานทางสถิติ แต่ยังไม่สามารถอธิบายถึงทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) โดยตรง แต่สามารถอธิบายได้ในรูปแบบของ Y^2 กับตัวแปรอิสระ ดังนั้น จึงต้องใช้ความระมัดระวังในการนำแบบจำลองไปใช้ด้วย

ตอนที่ 3 การวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในปี พ.ศ. 2547

การวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน โดยจะศึกษาถึงปัจจัยต่าง ๆ อันได้แก่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) มูลค่าทางบัญชี (BV) สินทรัพย์รวม (Total asset) ที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการซื้อขายหุ้นสามัญใหม่ในวันแรก ด้วยวิธีการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน และวิธีการกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา

จากผลการศึกษา พบว่า ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรก ในปี พ.ศ. 2547 ในรูปแบบ $\frac{1}{Y}$ คือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ด้วยค่า t-test เท่ากับ 1.922 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 สำหรับปัจจัยอื่น ๆ อันได้แก่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) สินทรัพย์รวม (Total asset) และ มูลค่าทางบัญชี (BV) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินในรูปแบบ $\frac{1}{Y}$ อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่กำหนดไว้

อย่างไรก็ตาม จากผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการถดถอยนี้ พบว่า ค่า $R^2 = 0.11$ และเมื่อทดสอบความมีนัยสำคัญ (Overall Significance) ของแบบจำลองด้วย F-test ได้ค่า F-statistic จากการคำนวณเท่ากับ 3.696 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 นอกจากนี้ จากการทดสอบด้วย Durbin-Watson Test ได้ค่า Durbin-Watson จากการคำนวณเท่ากับ 1.92 และยังพบว่าเกิดปัญหาค่าความคลาดเคลื่อนมิได้มีการแจกแจงแบบปกติ จึงต้องทำการปรับสมการความถดถอยโดยการเปลี่ยนแปลง (Transform) รูปแบบของตัวแปรตาม Y เป็น $\frac{1}{Y}$ อีกทั้งยังมีข้อมูลบางตัวที่มีลักษณะเป็น Outlier โดยใช้การวัดค่าดังกล่าวด้วยวิธี Mahalanobis จึงต้องตัดข้อมูลออกไปจำนวน 4 ข้อมูล ปัญหาดังกล่าวจึงหมดไป

สรุปได้ว่า แบบจำลองดังกล่าวมีความเหมาะสม ในการนำมาอธิบายถึงปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ทั้งนี้เนื่องจากค่าสถิติทดสอบต่าง ๆ ของแบบจำลองอยู่ในเกณฑ์มาตรฐานทางสถิติ แต่ยังไม่สามารถอธิบายถึงทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) โดยตรง แต่สามารถอธิบายได้ในรูปแบบของ $\frac{1}{Y}$ กับตัวแปรอิสระ ดังนั้น จึงต้องใช้ความระมัดระวังในการนำแบบจำลองไปใช้ด้วย

อภิปรายผลการศึกษาค้นคว้า

จากผลการศึกษาค้นคว้า เรื่องปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในปี พ.ศ. 2545 ถึง ปี พ.ศ.2547 สามารถนำมาอภิปรายผลได้ดังนี้

ในปี พ.ศ. 2545 และ พ.ศ. 2547 อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) จากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรก โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ 29.924 และ 0.007 อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และ 90 ตามลำดับ แสดงว่า ในช่วงที่ทำการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) เป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) เนื่องจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อนักลงทุนตัดสินใจลงทุนโดยพิจารณาจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ที่เหมาะสม ทำให้เป็นโอกาสที่ดีในการที่จะเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนเพื่อคาดหวังอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) จากการลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของศูนย์ศึกษาและพัฒนาตลาดทุน

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ทำการศึกษาพฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์ของบริษัทเข้าใหม่ ที่ทำการเสนอขายให้แก่ประชาชนโดยทั่วไป และเข้าเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนหรือหลักทรัพย์รับอนุญาต ในช่วงเวลามกราคม 2531 ถึง มิถุนายน 2532 ซึ่งมีบริษัทเข้าใหม่ 32 หลักทรัพย์ ว่า ซึ่งผลการทดสอบพบว่าขนาดการกระจายของหุ้นใหม่และอัตราส่วนราคาต่อรายได้ (P/E Ratio) ณ วันที่เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่เป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ

ส่วนในปี พ.ศ. 2546 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) และ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) จากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรก โดย มีค่าสัมประสิทธิ์ 4796.631 และ 5675.846 อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และ 99 ตามลำดับ แสดงว่า ในช่วงที่ทำการศึกษาคั้งนี้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) สะท้อนถึงความสนใจของนักลงทุนต่อการตัดสินใจการลงทุนว่าสภาวะการลงทุนเหมาะสมหรือไม่ โดยพิจารณาจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ถ้าดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีค่าเป็นบวก อาจจะส่งผลต่อสภาวะการลงทุนที่ดีต่อหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ช่วยให้นักลงทุนสามารถได้รับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่ดีด้วย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Mauer และ Senbet โดยค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทน และในส่วนของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) แสดงถึงความสามารถ ในการก่อหนี้ระยะยาวของบริษัทจดทะเบียน ถ้าค่าของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) อยู่ในระดับต่ำก็จะแสดงว่าบริษัทจดทะเบียนนั้นมีความความสามารถใน ก่อหนี้เพื่อที่จะขยายการลงทุนได้ในอนาคต อาจทำให้นักลงทุนตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ที่ เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) ที่เหมาะสม เพื่อที่จะ คาดหวังได้รับผลตอบแทนส่วนเกินจากการลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Suewattana โดย ได้ศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการขายหลักทรัพย์ในตลาดวันแรกกับปัจจัยในการ กำหนดราคาของหลักทรัพย์ใหม่ในช่วงปี พ.ศ.2530-2534 ซึ่งผลจากการศึกษาพบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) มีผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินในการจองซื้อหลักทรัพย์ใหม่ของ บริษัทจดทะเบียน

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะที่ได้จากการวิจัย

จากผลการศึกษาวิจัยปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในปี พ.ศ. 2545 ถึง ปี พ.ศ. 2547 ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะดังนี้

1. ปัจจัยที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นเพียงปัจจัยเชิงปริมาณที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญใหม่ แต่ในความเป็นจริงแล้วยังมีปัจจัยเชิงคุณภาพ เช่น ความสามารถของผู้บริหาร กลยุทธ์ทางการตลาด การแข่งขันในตลาด เป็นต้น รวมถึงการต่อรองระหว่างที่ปรึกษาทางการเงินกับผู้ออกหลักทรัพย์ด้วย ซึ่งปัจจัยต่าง ๆ เหล่านี้ก็มีผลในการกำหนดราคาหุ้นสามัญใหม่ที่จะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญใหม่อีกด้วย

2. ที่ปรึกษาทางการเงินจะสามารถนำผลการศึกษาไปเป็นข้อมูลในการกำหนดราคาเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรก เพื่อจะได้ก่อให้เกิดประโยชน์แก่นักลงทุนและบริษัทที่ต้องการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้

3. ในการทำวิจัยครั้งต่อไป ผู้วิจัยเห็นว่าควรมีการศึกษาเพิ่มเติมในประเด็น ในเรื่องของอัตราผลตอบแทน โดยให้ศึกษาถึงระยะเวลาการถือครองหุ้นสามัญตั้งแต่วันแรกที่มีการซื้อขายจนถึงปัจจุบัน ซึ่งอาจศึกษาเป็นรายเดือน รายไตรมาส หรือรายปี และอาจเพิ่มเติมในประเด็นด้านความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนได้อีกด้วย

บรรณานุกรม

บรรณานุกรม

- กัลยา วานิชย์บัญชา. (2545). *การวิเคราะห์สถิติ:สถิติสำหรับการบริหารและวิจัย*. พิมพ์ครั้งที่ 6. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- กัลยา วานิชย์บัญชา. (2548). *การใช้ spss for windows ในการวิเคราะห์ข้อมูล*. พิมพ์ครั้งที่ 7. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- จิรัตน์ สังข์แก้ว (2540). *การลงทุน*. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- เฉลิมวงศ์ วงศ์จำปา. (2547). *การวิเคราะห์ผลตอบแทนและความเสี่ยงของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน*. ค้นคว้าอิสระ บธ.ม. (บริหารธุรกิจ). กรุงเทพฯ: บัณฑิตวิทยาลัยมหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์. ถ่ายเอกสาร.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2535). *ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีเกี่ยวกับการรับและเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน*. กรุงเทพฯ: ฝ่ายสื่อสิ่งพิมพ์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- _____. (2546). *ความรู้พื้นฐานเกี่ยวกับตลาดเงินและตลาดทุน*. กรุงเทพฯ: หจก.สุขุมวิท มีเดีย.
- _____. (2546). *เทคนิคการวิเคราะห์งบการเงินบริษัทจดทะเบียน*. พิมพ์ครั้งที่ 6. กรุงเทพฯ: ฝ่ายสื่อสิ่งพิมพ์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- _____. (2546). *การจดทะเบียนหุ้นสามัญ*. กรุงเทพฯ: ฝ่ายสื่อสิ่งพิมพ์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- _____. (2541-2547). *ข้อมูลสถิติการซื้อขายหลักทรัพย์ประจำปี 1998-2004*. กรุงเทพฯ: ฝ่ายสื่อสิ่งพิมพ์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- _____. (2548). *50 คำศัพท์หุ้นน่ารู้*. กรุงเทพฯ: ฝ่ายสื่อสิ่งพิมพ์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- ธัญพร รุ่งเรือง. (2546). *การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. ปริญญาโท ศ.ม. (เศรษฐศาสตร์). กรุงเทพฯ: สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์. ถ่ายเอกสาร.
- บุญธรรม จิตตอนันต์. (2546). *การวิจัยทางสังคมศาสตร์*. พิมพ์ครั้งที่ 3. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

- ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์. (2545). *การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. ปรินิพนธ์ บธ.ม. (การเงินการธนาคาร). กรุงเทพฯ: บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย. ถ่ายเอกสาร.
- เพชรวิ ชุมทรัพย์. (2536). *หลักการบริหารการเงิน*. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- มารวย ผดุงสิทธิ์. (2548). *ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอดีต ปัจจุบันและอนาคต*. กรุงเทพฯ: บริษัท ไทยวิจัยและฝึกอบรม จำกัด.
- ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์. (2545). *การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. ปรินิพนธ์ บธ.ม. (การเงินการธนาคาร). กรุงเทพฯ: บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย. ถ่ายเอกสาร.
- รวี ลงานี. (2542). *ประสิทธิภาพการกระจายข้อมูลและความสามารถในการประมวลข้อมูลของนักลงทุนที่มีต่อหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน*. ปรินิพนธ์ บธ.ม. (การเงินการธนาคาร). กรุงเทพฯ: บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย. ถ่ายเอกสาร.
- ลัดดา ศรีตุลานนท์. (2517). *การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ในประเทศไทย*. ปรินิพนธ์ บธ.ม. (การเงินการธนาคาร). กรุงเทพฯ: บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย. ถ่ายเอกสาร.
- วรพรรณ ลิขณกุล. (2538). *การวิเคราะห์การกำหนดราคาเสนอขายหุ้นสามัญใหม่*. ภาคนิพนธ์. ศ.ม.(เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ). กรุงเทพฯ: สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์. ถ่ายเอกสาร.
- ศรีเพ็ญ ทรัพย์มณชัย. (2545). *การวิเคราะห์การถดถอยเชิงธุรกิจ*. กรุงเทพฯ. ปิ่นเกล้าการพิมพ์.
- สเก็ดดาว ชีววัฒน์. (2536). *การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่ในตลาดแรกต่อประชาชน : พฤติกรรมการกำหนดราคาและอัตราผลตอบแทน*. ปรินิพนธ์ ศ.ม. (เศรษฐศาสตร์). กรุงเทพฯ: บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. ถ่ายเอกสาร.
- Baron David P. (1982, September). A Model of The Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *The Journal of Finance* 37.
- Brealey Richard; & Myers Stewart. (1988). *Principle of Corporate Finance*. Tokyo : McGraw-Hill.
- Brigham F. Eugene; & Gapenski Louis C. *Intermediate Finance Management*. Florida :

The Dryden Press.

David Mauer C.; & Lemma W. Senbet. (1992). *The effect of secondary market on the pricing of initial public offerings: Theory and Evidence*. Florida: University of South Florida.

Dawson Steven M. (1987). Secondary Stock Market Performance of Initial Public Offers, Hong Kong, Singapore and Malaysia 1978-1984 : *Journal of Business Finance and Accounting* 14.

Grinblatt Mark; & Yang Hwang Chuan. (1989, June) Signalling and the Pricing of New Issues. *The Journal of Finance* 44.

Ibbotson Roger G. (1988, September). Price Performance of Common Stock New Issues. *The Journal of Financial Economics* 2.

Mauer David C.; & Senbet Lemma W. (1992, March). The Effect of the Secondary Market on the Pricing of Initial Public Offerings: Theory and Evidence. *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 27.

McDonald J.G.; & Fisher A.K. (1992, March). New-Issue Stock Price Behavior. *Journal of Finance* 27.

Rock Kevin. (1986, February). Why new issues are underpriced. *Journal of Finance Economics* 15.

ภาคผนวก

ตาราง 5 หลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ปี พ.ศ. 2545

ลำดับ	Name	Closing Price	Subscription Price	P/E	D/E	EPS	Book value	Total asset	Set Index	
									Opened	Closed
1	ITV	6.25	6.00	0.00	0.81	-0.70	1.79	3,308.97	384.74	378.61
2	MLINK	17.65	21.00	5.96	0.74	5.95	15.65	1,425.65	370.82	364.11
3	BAFS	52.00	60.00	9.01	0.20	1.01	4.45	1,903.03	364.11	361.95
4	MAJOR	18.90	39.00	38.37	0.60	2.97	13.31	2,773.77	386.97	392.85
5	TICON	21.10	21.00	9.81	1.03	1.63	13.70	2,180.83	361.49	357.15
6	SSEC	20.60	20.00	35.35	0.18	0.94	9.37	672.01	351.88	359.30
7	ASSET	25.50	25.00	10.90	0.70	2.50	17.50	2,857.00	359.30	352.22
8	FNS	22.20	25.00	32.20	0.54	4.26	19.82	2,404.52	340.33	336.00
9	AH	22.04	25.00	10.63	0.90	4.45	10.14	1,096.32	332.80	333.18
10	KTC	14.90	19.00	12.03	4.94	5.67	38.23	9,238.03	333.18	342.46
11	GMMM	28.75	30.00	18.39	0.22	4.34	1.84	2,052.86	344.28	346.21
12	LALIN	28.00	20.00	14.18	0.26	3.03	8.21	2,420.55	361.35	364.29
13	MS	1.10	1.20	3.56	0.80	0.54	0.75	3,268.54	364.29	366.25
14	PLE	24.55	29.00	5.83	0.58	8.44	3.65	1,220.77	365.35	360.99
15	CI	6.10	6.10	8.55	0.41	51.29	5.42	925.75	356.20	353.93
16	TNITY	7.76	9.25	11.68	0.18	1.03	6.73	1,046.69	352.83	350.62
17	THANI	10.30	8.00	14.13	1.27	1.26	1.27	813.33	350.62	350.25
18	PB	19.70	25.00	9.54	0.59	3.73	22.83	1,153.72	350.93	353.41

ตาราง 6 หลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ปี พ.ศ. 2546

ลำดับ	Name	Closing Price	Subscription Price	P/E	D/E	EPS	Book value	Total asset	Set Index	
									Opened	Closed
1	RS	34.25	28.00	41.45	0.46	0.83	11.13	2,226.38	387.37	388.62
2	IT	3.18	5.00	13.87	0.50	0.44	2.20	706.11	403.82	404.78
3	BTC	3.67	4.00	24.13	0.27	0.35	2.54	1,622.67	482.52	474.28
4	MIDA	13.20	10.00	42.23	0.43	0.88	3.37	2,535.73	50,319.00	495.08
5	AIT	24.00	20.00	6.81	1.26	3.30	13.39	1,320.50	478.29	474.90
6	TK	18.50	11.00	19.36	1.28	1.49	3.43	4,157.48	569.75	567.02
7	MFEC	8.00	4.75	26.19	0.49	0.61	2.04	620.27	544.39	560.74
8	CP7-11	56.00	42.00	20.00	1.85	3.28	17.40	21,712.20	578.59	568.47
9	TOC	48.00	30.00	32.38	0.60	2.27	22.66	32,361.00	673.70	667.00
10	SC	27.00	15.00	255.00	0.64	1.29	12.51	6,193.80	653.49	658.15
11	TKS	8.25	3.80	27.89	2.79	0.29	2.51	2,545.00	640.84	636.75
12	RPC	36.00	27.00	19.03	1.26	3.62	2.54	2,009.62	613.43	605.29
13	UVAN	30.00	31.00	36.98	0.18	4.76	11.75	1,240.54	605.29	605.03
14	KEST	36.00	14.30	42.46	1.77	1.87	5.57	10,372.57	646.64	659.43
15	SIM	19.40	11.00	42.64	0.98	1.05	4.71	3,649.40	664.36	667.08
16	TYCN	18.20	15.50	17.34	0.27	1.08	12.53	9,701.74	667.08	674.00
17	HFT	42.25	35.50	16.58	0.28	2.14	31.28	1,518.89	674.45	689.05
18	CCP	33.75	25.00	16.56	1.05	3.65	2.46	1,524.72	689.05	691.88
19	SINGHA	29.25	21.00	16.24	0.28	2.45	11.69	984.22	700.93	709.15
20	EIC	19.50	10.00	39.47	0.13	1.07	7.91	680.34	709.15	718.33

ตาราง 7 หลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ปี พ.ศ. 2547

ลำดับ	Name	Closing Price	Subscription Price	P/E	D/E	EPS	Book value	Total asset	Set Index	
									Opened	Closed
1	Q-CON	15.90	8.00	27.84	0.44	0.76	3.68	2,231.36	790.93	769.68
2	SCG	5.55	3.20	12.22	1.71	0.34	1.67	4,450.86	769.68	750.97
3	GRAND	4.29	4.85	125.07	2.04	0.22	3.72	6,895.07	732.05	739.64
4	AOT	48.00	42.00	18.99	0.86	3.85	40.88	108,744.56	705.29	707.74
5	ECL	7.35	6.35	24.56	1.52	0.16	5.60	1,156.42	681.27	681.34
6	NCH	15.70	20.00	14.38	0.99	0.21	1.83	3,785.86	665.25	645.80
7	SPACK	13.70	17.00	7.93	0.30	1.78	11.79	944.73	645.80	649.21
8	AREEYA	9.20	9.00	58.83	0.35	0.50	3.87	4,016.43	647.30.	671.92
9	CSL	10.00	9.00	92.68	0.35	0.55	2.88	2,561.36	698.92	691.69
10	NNCL	19.20	25.00	25.62	0.40	0.94	15.72	2,092.72	581.61	582.51
11	SIS	5.25	4.15	24.06	3.44	0.42	1.99	1,848.70	622.71	630.03
12	PRO	3.70	2.00	65.28	0.06	0.16	1.32	871.28	690.96	681.88
13	AMC	2.48	3.50	13.10	1.18	0.75	2.47	1,136.59	595.60	588.87
14	ML	4.26	3.00	65.40	2.05	0.09	1.50	1,781.36	605.30	602.54
15	OISHI	21.30	19.00	22.52	0.57	2.98	7.14	2,377.58	600.03	607.69
16	KTECH	5.41	7.00	22.85	1.76	0.28	3.18	2,102.36	624.58	628.81
17	SEAFCO	4.44	4.00	10.02	0.49	0.49	2.19	692.72	628.78	629.08
18	AI	65.55	48.00	22.71	0.03	4.38	17.11	1,618.85	630.21	641.04
19	SAM	19.50	10.00	26.72	0.79	1.40	7.72	1,585.00	651.98	662.28
20	DE	3.73	4.30	18.34	0.50	0.44	1.98	1,470.04	662.39	668.73
21	DCON	7.85	9.25	13.51	0.15	0.67	2.91	638.46	668.29	660.92
22	WORK	17.20	15.00	16.88	0.14	1.21	4.58	967.03	637.89	636.57
23	TKT	4.16	4.10	20.62	0.95	0.14	1.86	752.54	636.57	644.67
24	GBX	3.26	2.30	16.26	0.41	0.10	1.32	1,998.18	679.13	673.88
25	GL	11.50	12.00	9.09	1.22	1.53	9.09	815.18	658.27	661.29

ตาราง 7 (ต่อ)

ลำดับ	Name	Closing Price	Subscription Price	P/E	D/E	EPS	Book value	Total asset	Set Index	
									Opened	Closed
26	SNC	3.20	3.80	12.99	0.64	0.51	2.22	680.58	652.46	649.27
27	TOP	44.00	32.00	7.76	1.25	7.82	28.62	115,427.32	659.05	648.38
28	SYRUS	10.90	11.00	8.07	0.38	0.93	4.56	1,511.72	648.38	626.85
29	PONG	5.65	7.00	15.56	1.00	0.42	3.21	2,013.23	639.13	635.09
30	PAP	39.26	45.00	10.42	0.11	7.30	23.05	1,755.66	635.09	629.20
31	KH	3.46	3.80	12.41	0.74	0.39	2.29	4,026.37	632.94	625.78
32	MCOT	23.50	22.00	14.21	0.35	1.60	8.60	8,149.24	642.65	644.16
33	BLISS	6.35	6.20	13.10	0.99	0.97	3.89	1,716.94	648.78	645.75
34	INOX	1.80	2.10	4.64	0.49	0.23	1.54	19,415.03	645.75	646.08
35	PTL	6.35	6.90	8.38	0.16	1.58	4.16	3,765.94	646.08	657.18
36	UTP	10.60	9.50	3.33	1.02	1.32	8.38	2,211.03	657.18	654.08

ประวัติย่อผู้ทำสารนิพนธ์

ประวัติย่อผู้ทำสารนิพนธ์

ชื่อ ชื่อสกุล	นาย วสวินท์ ตันตะลี
วันเดือนปีเกิด	29 สิงหาคม 2524
สถานที่เกิด	อำเภอสองพี่น้อง จังหวัดสุพรรณบุรี
สถานที่อยู่ปัจจุบัน	603/120 ถ.ประชาอุทิศ แขวงสามเสนนอก เขตห้วยขวาง กรุงเทพฯ
ตำแหน่งหน้าที่การงานปัจจุบัน	เจ้าหน้าที่การตลาด
สถานที่ทำงานปัจจุบัน	บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
ประวัติการศึกษา	
พ.ศ. 2542	มัธยมศึกษาตอนปลาย จาก โรงเรียนราชสีมาวิทยาลัย
พ.ศ. 2546	บริหารธุรกิจบัณฑิต (บธ.บ. ธุรกิจระหว่างประเทศ) จาก มหาวิทยาลัยรามคำแหง
พ.ศ. 2549	เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต (ศ.ม. เศรษฐศาสตร์การจัดการ) จาก มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ