

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้า จดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอของประเทศไทย

DETERMINANTS OF UNDERPRICING OF INITIAL PUBLIC OFFERINGS REGARDING THAI COMPANIES LISTED IN THE MARKET FOR ALTERNATIVE INVESTMENT (MAI)

พิมพิศา พรหมมา*

Pimpisa Promma*

พัทธนันท์ เพชรเชิดชู**

Pattanant Petchchedchoo**

* นักศึกษาปริญญาเอก สาขาวิชาการบัญชี วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

* Ph.D. Candidate, Doctor of Philosophy Program in Accounting, College of Innovative Business and Accountancy, Dhurakij Pundit University

* Email: pimpisa.rmutsv@gmail.com

** ปริญญาเอก รองอธิการบดีสาขางานภาคีสัมพันธ์ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

** Ph.D., Vice President in Strategic Alliance, Dhurakij Pundit University

** Email: pattanant.peo@dpu.ac.th

บทคัดย่อ

การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) เป็นกระบวนการของบริษัทในการแสวงหาเงินทุนเพิ่มเติม เพื่อการพัฒนาหรือการขยายตัวของบริษัท ซึ่งโดยส่วนมากบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มักมีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าเพื่อดึงดูดนักลงทุน งานวิจัยในครั้งนี้จึงได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอของประเทศไทย โดยทำการพิจารณามุมมองทางด้านลักษณะโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ ข้อมูลพื้นฐาน และข้อมูลทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกของประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2555 ถึง 2559 ผลการศึกษาพบว่า อัตราการเติบโตของยอดขาย รวมถึงอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่ายมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า แต่ขนาดของบริษัทมีอิทธิพลในทิศทางตรงกันข้ามกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า สำหรับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO สามารถนำไปจัดวางแผนเตรียมตัวในการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ส่วนนักลงทุนสามารถใช้เป็นสัญญาณเพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ IPO

คำสำคัญ: การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ

Abstract

An Initial Public Offering (IPO) is a process in which listed companies used to raise capital for business expansion. The underpricing of IPOs is commonly found in most companies first entering the stock markets in order to attract investors. This research aims to study the factors determining the IPO underpricing of the listed companies in the Market for Alternative Investment (MAI) of Thailand. The research investigates the influencing factors, including the structures of boards of directors of the listed companies, underwriter qualifications, the company information, and financial statements of the listed companies on MAI, Thailand during 2012 – 2017 fiscal years. The results indicated that there is a positive relationship between IPO underpricing and sales growth as well as EBITDA growth. Conversely, firm size has a negative effect on IPO underpricing. These results can be applied as informative information for underwriters prior to entering the MAI, and in addition, could be helpful to the decision making process of investors regarding IPO investment.

Keywords: Underpricing, Initial Public Offering, Listed Companies On MAI

บทนำ

จากสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจในปัจจุบันประเทศไทยมีการขยายตัวในการส่งเสริมการลงทุนทั้งในส่วนของภาครัฐบาลและภาคเอกชน ดังนั้นจึงเปิดโอกาสให้ธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กที่มีศักยภาพการเติบโตสูงให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนเพื่อให้ธุรกิจเติบโตสามารถระดมเงินทุนเพิ่มเติมได้จากสาธารณะ โดยทางหนึ่งสามารถระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (Market for Alternative Investment: MAI) ซึ่งทำให้บริษัทขนาดเล็กมีทางเลือกในการระดมทุนเทียบเท่าบริษัทขนาดใหญ่ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand : SET) เพื่อจะสามารถนำเงินทุนที่ได้รับไปใช้ในการขยายธุรกิจหรือใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนเสริมความได้เปรียบทางการแข่งขัน

ดังนั้นการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ของบริษัท ซึ่งการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) เป็นขั้นตอนที่สำคัญในการเริ่มต้นการเปลี่ยนแปลงขององค์กรรวมทั้งการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO ก็เป็นสิ่งสำคัญที่บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะต้องเป็นผู้กำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุน จากผลศึกษาของ Loughran, Ritter & Rydqvist (1994) พบว่า ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ IPO ของหลายๆ ประเทศมีความแตกต่างกัน เช่น อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยจากการลงทุนของหลักทรัพย์ IPO เมื่อมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรกของประเทศจีน (ค.ศ. 1990 – 2010) มีอัตราผลตอบแทนร้อยละ 145.4 ในขณะที่ประเทศญี่ปุ่น (ค.ศ. 1970 – 2016) มีอัตราผลตอบแทนร้อยละ 44.7 ประเทศออสเตรเลีย (ค.ศ. 1976 – 2011) มีอัตราผลตอบแทนร้อยละ 21.8สหราชอาณาจักร (ค.ศ. 1959 – 2012) มีอัตราผลตอบแทนร้อยละ 16 ประเทศสิงคโปร์ (ค.ศ. 1973 – 2013) มีอัตราผลตอบแทนร้อยละ 25.8 ประเทศมาเลเซีย (ค.ศ. 1980 – 2013) มีอัตราผลตอบแทนร้อยละ 56.2 และในส่วนของประเทศไทย (ค.ศ. 1987 – 2012) มีอัตราผลตอบแทนร้อยละ 35.1 จะเห็นได้ว่า หลักทรัพย์ IPO เมื่อมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรกจะได้รับอัตราผลตอบแทนสูง ซึ่งนอกจากการกำหนดราคาหลักทรัพย์เพื่อดึงดูดนักลงทุนแล้วยังมีปัจจัยอื่นที่เป็นเหตุผลในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เช่น กฎระเบียบที่เกี่ยวข้องในการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO สัญญาในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ระหว่างบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์กับผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และลักษณะของบริษัท (Loughran et al., 1994)

นอกจากนี้ในช่วงที่มีการเริ่มต้นทำ IPO บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะมีข้อมูลเกี่ยวกับแผนในการพัฒนาของบริษัทในอนาคตในขณะที่นักลงทุนอาจจะมีความเกี่ยวข้องกับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เพียงเล็กน้อยจึงทำให้นักลงทุนตัดสินใจผิดพลาด เพราะการเปิดเผยข้อมูลและมูลค่าของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ทั้งนี้เพื่อแก้ไขปัญหามีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันระหว่างบุคคลภายในและนักลงทุนภายนอก จากการที่บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไม่มีสิทธิการซื้อขายย้อนหลังของราคาหลักทรัพย์ IPO และการจะรับรู้ข้อมูลอื่นๆ ของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ก็มีแหล่งข้อมูลอย่างจำกัด นักลงทุนจึงอาศัยปัจจัยอื่นที่ใช้เป็นสัญญาณในการสื่อถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ IPO บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จึงจำเป็นต้องใช้วิธีการที่เหมาะสมเพื่อลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะส่งสัญญาณให้นักลงทุนด้วยการเปิดเผยข้อมูลต่างๆ ในหนังสือชี้ชวนเพื่ออาศัยปัจจัยต่างๆ เช่น ขนาดของบริษัท อายุของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร เงินลงทุนรวมโดยนายทุน เป็นต้นส่งสัญญาณต่อนักลงทุนในการตัดสินใจ (Mnif, 2010; Sahoo, 2014) ด้วยเหตุนี้จึงเป็นที่มาของงานวิจัยนี้ เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO underpricing)

วัตถุประสงค์

1. เพื่อวิเคราะห์ลักษณะโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทที่มีอิทธิพลต่อ IPO underpricing
2. เพื่อวิเคราะห์คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีอิทธิพลต่อ IPO underpricing
3. เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อ IPO underpricing
4. เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อ IPO underpricing

แนวคิดและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO underpricing) เกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของการได้รับข้อมูลของบุคคล 3 ฝ่าย คือบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุน โดยบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยการส่งสัญญาณต่างๆ ถึงคุณภาพของบริษัทให้กับนักลงทุน (Baron & Holmstrom, 1980; Beatty & Ritter, 1986; Ljungqvist, Nanda & Singh 2006; Martani, Sinaga & Syahroza, 2012; Mnif, 2010; Rock, 1986; Chang, Gygax, Oon, & Zhang, 2007) ในงานวิจัยนี้จะเกี่ยวข้องกับทฤษฎีต่างๆ ที่ใช้อธิบายปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นของการศึกษาครั้งนี้ ทฤษฎีแรก คือ ทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information asymmetry theory) ซึ่งเป็นทฤษฎีที่ชี้ให้เห็นถึงการได้รับข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันของนักลงทุนที่ถือเป็นบุคคลภายนอก และผู้บริหารที่ถือเป็นบุคคลภายใน รวมทั้งผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ทราบข้อมูลภายในมากกว่านักลงทุน ความไม่เท่าเทียมกันในการรู้ข้อมูลภายในของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เป็นปัจจัยที่มีผลต่อการได้รับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ IPO ทั้งนี้การที่นักลงทุนเกิดความกังวลเกี่ยวกับความไม่เพียงพอของข้อมูล จะมีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ในแรกเข้าตลาด ด้วยเหตุนี้บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มักจะยอมเปิดเผยข้อมูลภายในของบริษัทเพิ่มขึ้น (Beatty & Ritter, 1986) ดังนั้นข้อมูลที่ระบุในหนังสือชี้ชวน ไม่ว่าจะป็นรายละเอียดคณะกรรมการบริษัท ผลประกอบการในอดีต และข้อมูลภายในอื่นๆ จะช่วยสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุน อันจะมีผลต่อราคาของหลักทรัพย์ IPO ในแรกเข้าตลาด เพราะจะช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลที่จะสื่อสารสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนเกี่ยวกับผลตอบแทนที่จะได้รับ นอกจากนี้ตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signalling Theory) ซึ่งเป็นทฤษฎีหนึ่งที่ใช้อธิบายวิธีการที่บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนในการลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลผ่านการเปิดเผยข้อมูลต่างๆ ในหนังสือชี้ชวนที่สามารถส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนสร้างความน่าเชื่อถือช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Mnif, 2010)

อนึ่ง กลไกการกำกับดูแลกิจการ ที่สามารถอธิบายได้โดยใช้ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) จะเป็นกลไกที่ลดปัญหาระหว่างผู้บริหารที่เป็นเสมือนตัวแทนของผู้ถือหุ้นและผู้ถือหุ้นเอง เพราะหากตัวแทนกระทำการเพื่อประโยชน์ของตนเอง อาจส่งผลต่อความสำเร็จขององค์กร ดังนั้นกลไกการกำกับดูแลที่ตีรวมไปถึงกลไกภายในเป็นการป้องกันผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและเจ้าหน้าที่ที่มีประสิทธิภาพ (Barnhart & Rosenstein, 1998)

ดังนั้นจะเห็นได้ว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO underpricing) ตามที่กล่าวมาข้างต้นนั้น จะมีความแตกต่างกัน งานวิจัยครั้งนี้จึงเลือกศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอของประเทศไทย ซึ่งมีปัจจัยที่เป็นตัววัด 4 ด้าน กล่าวคือ ลักษณะโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ ข้อมูลพื้นฐานของบริษัท และข้อมูลทางการเงินของบริษัท

ลักษณะโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทที่ดีและเหมาะสมสามารถใช้เป็นสัญญาณเพื่อสื่อถึงคุณภาพความน่าเชื่อถือของบริษัทและสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ได้จึงอาจจะทำให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าลดลงซึ่งพบได้ในการศึกษาของ (Beasley, 1996; Darmadi & Gunawan, 2013; Mnif, 2010; Sahoo, 2014; Yatim, 2011)

โดยระบุว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทเป็นองค์ประกอบที่สำคัญสำหรับโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นสัญญาณที่ดีที่สามารถสร้างมูลค่าให้กิจการซึ่ง Mnif (2010) และ Sahoo, 2014 พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทขนาดเล็กสามารถลดความไม่แน่นอนได้และมีประสิทธิภาพในการควบคุมดูแลคุณภาพของกำไรมากกว่าคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่ทั้งนี้คณะกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงินจะส่งผลให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ของกิจการดีขึ้นซึ่ง Filatotchev & Bishop (2002) และ Sahoo (2014) พบว่า ความรู้และประสบการณ์ของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ช่วยลดการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าและสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัทเป็นการส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนเพื่อลดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์และความไม่แน่นอนที่อาจจะเกิดขึ้น และมีความสัมพันธ์กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Darmadi & Gunawan, 2013; Nakano & Nguyen, 2012; Rock, 1986) รวมทั้งสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นเป็นการส่งสัญญาณด้านคุณภาพของบริษัทซึ่ง Vafeas (1999) พบว่า จำนวนบริษัทที่กรรมการอิสระดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นอาจเป็นตัวแทนของชื่อเสียงของกรรมการอิสระซึ่งถือว่าเป็นบุคคลที่มีคุณภาพแต่ Filatotchev & Bishop (2002) และ Yatim (2011) พบว่า คณะกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นจะทำให้เกิดผลกระทบต่อการประเมินคุณภาพของบริษัทนอกจากนี้การควบคุมตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการบริษัทเป็นการเพิ่มความน่าเชื่อถือให้แก่พนักงานในการส่งสัญญาณด้านคุณภาพของบริษัท (Mnif, 2010) จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทำให้สามารถตั้งสมมติฐานได้ว่า

H1a: ขนาดของคณะกรรมการในบริษัทมีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing

H1b: คณะกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงินมีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing

H1c: สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing

H1d: สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นมีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing

H1e: การควบคุมตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการบริษัทมีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing

คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์สามารถใช้เป็นสัญญาณเพื่อสื่อถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และความน่าเชื่อถือของงบการเงินได้ซึ่ง Beatty (1989) และ Carter & Manaster (1990) พบว่า ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชี ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ล้วนมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญแต่ Mnif (2010) พบว่า ชื่อเสียงผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าเพราะประโยชน์จากชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ไปเพิ่มค่าธรรมเนียมที่สูงขึ้นและ Mnif (2010) ยังพบว่า คุณภาพของผู้ตรวจสอบบัญชีในประเทศฝรั่งเศสไม่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าเพราะคุณภาพผู้ตรวจสอบบัญชีของแต่ละบริษัทคุณภาพไม่ได้แตกต่างกัน นอกจากนี้ที่ปรึกษาทางการเงินที่มีชื่อเสียง ความรู้ ประสบการณ์ในการทำงานที่ดีมีคุณภาพแสดงถึงคุณภาพบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่ง Bowers & Miller (1990) และ Golubov, Petmezas & Travlos (2012) พบว่า ที่ปรึกษาทางการเงินที่มีชื่อเสียงระดับสูงจะนำไปสู่การบริการที่ดีมีคุณภาพสูง และมีผลเชิงบวกต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทำให้สามารถตั้งสมมติฐานได้ว่า

H2a: ที่ปรึกษาทางการเงินของบริษัทมีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing

H2b: ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทมีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing

H2c: ผู้ตรวจสอบบัญชีของบริษัทมีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing

ข้อมูลพื้นฐานของบริษัทเป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งเป็นข้อมูลสำคัญที่บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ได้เปิดเผยในหนังสือชี้ชวนเพื่อเป็นการเผยแพร่ให้ผู้ลงทุนทราบข้อมูลก่อนการตัดสินใจลงทุน (Anis, 2010; Beatty, 1989; Chang et al. 2007; Karlis, 2000; Ritter, 1991; Yatim, 2011; Yolana & Martani, 2005) ซึ่งข้อมูลพื้นฐานที่เปิดเผยจะเกี่ยวกับอายุ

ของบริษัทอาจจะเป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัทโดยมองได้ว่าบริษัทที่มีการดำเนินงานยาวนาน จะมีความมั่นคงตามโครงสร้างพื้นฐานที่มีอยู่ (Ritter, 1991) แต่ Mnif (2010); Chang et al. (2007) และ Martani et al. (2012) กลับพบว่า อายุของบริษัทไม่สามารถสรุปได้ว่าการที่บริษัทมีการดำเนินงานมา ยาวนานจะแสดงถึงผลการดำเนินงานที่ดีในอนาคต และไม่สามารถลดความไม่แน่นอนที่จะเกิดขึ้นได้ นอกจากนี้ Mnif (2010) ยังพบว่าขนาดของบริษัทไม่มีผลกระทบต่อ การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้า จดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า และไม่อาจเชื่อถือถึงคุณภาพของบริษัทได้แต่ผลการศึกษาของ Carter & Manaster (1990) และ Yolana & Martani (2005) กล่าวว่า ขนาดของบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนด ราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าอย่างมีนัยสำคัญรวมทั้งสัดส่วนการถือหุ้นโดย ผู้บริหารของบริษัทหลังจากออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัท ที่ สร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนซึ่ง Leland et al. (1977) พบว่า บุคคลภายในมีสัดส่วนการถือหุ้นที่ สูงเป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทเป็นบริษัทที่ดีมีความน่าเชื่อถือบุคคลภายในจึงถือหลักทรัพย์ไว้เพื่อรับ ผลตอบแทนในอนาคตแต่ Filatotchev & Bishop (2002) พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารมีส่วนสำคัญ ต่อการเลือกคณะกรรมการและผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นนอกจากนี้ Karlis (2000) พบว่า สัดส่วนของผู้ถือ หุ้นเดิมหลังออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่ เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าทั้งนี้เงินลงทุนนอกตลาดอาจจะใช้เป็นสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัทได้ ซึ่ง Baker & Gompers (2003) และ Morsfield & Tan (2006) พบว่า บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ที่มีเงินลงทุนนอกตลาดสูง มักมีโครงสร้างองค์กรที่ดีและเข้มแข็งช่วยลดการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้า จดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าในประเด็นอื่นๆ เช่น ปัจจัยความเสี่ยง Carfin (1993) และ Yatim (2011) พบว่าจำนวนปัจจัยเสี่ยงที่เปิดเผยมีความสัมพันธ์กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรก ต่ำกว่ามูลค่า นอกจากนี้ บริษัทที่มีคุณภาพสูงจะเปิดเผยข้อมูลการวางแผนในการดำเนินงานในอนาคต เชิงบวกจากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทำให้สามารถตั้งสมมติฐานได้ว่า

H3a: อายุของบริษัทที่จำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing

H3b: ขนาดของบริษัทที่จำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing

H3c: สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารมีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing

H3d: สัดส่วนการถือหุ้นเดิมมีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing

H3e: เงินลงทุนนอกตลาดมีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing

H3f: ปัจจัยความเสี่ยงมีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing

ข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่เปิดเผยในหนังสือชี้ชวนจะเป็นข้อมูลงบการเงินย้อนหลัง 3 ปีก่อน เข้าตลาดหลักทรัพย์ซึ่งข้อมูลเหล่านี้บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจใช้เป็นสัญญาณสื่อถึงคุณภาพ ความสามารถในการทำกำไรและผลการดำเนินงานของบริษัทในอดีตซึ่ง Hasan, Hadad & Gorener (2013) พบว่า อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถอธิบายผลกำไรในอดีตของบริษัทผู้ออกจำหน่าย หลักทรัพย์ IPO เพื่อส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุนและยังพบว่าอัตรา ผลตอบแทนสินทรัพย์ไม่สามารถอธิบายผลกำไรในอดีตของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ได้ซึ่ง สอดคล้องกับ Yatim (2011) พบว่า อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์ต่อการกำหนดราคา หลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ทั้งนี้ Hasan et al. (2013) กล่าวว่าอัตราส่วนเงิน ทุนหมุนเวียนใช้วัดความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท และสามารถอธิบายประสิทธิภาพของหลักทรัพย์ IPO ในระยะสั้นได้นอกจากนี้ Hasan et al. (2013) พบว่า อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน ก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) อาจเป็นสัญญาณสื่อถึงคุณภาพของ บริษัทแต่การตี รัศมี(2554) กลับระบุว่า อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO นอกจากนี้ Chang et al. (2007) พบว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ของหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของยอดขายจากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ทำให้สามารถตั้งสมมติฐานได้ว่า

H4a: อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing

H4b: อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing

H4c: อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing

H4d: อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing

H4e: อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing

วิธีการดำเนินงานวิจัย

กลุ่มตัวอย่าง ผู้วิจัยเลือกบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2559 แยกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม 7 กลุ่มอุตสาหกรรมมีจำนวน 51 บริษัท ทั้งนี้ไม่รวมอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินจำนวน 6 บริษัท สามารถแสดงได้ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา

กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา	จำนวนบริษัท
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย	75
หัก บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน	(6)
หัก บริษัทที่ไม่สามารถเก็บข้อมูลได้ครบถ้วน	(18)
รวม	51

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูล

ในงานวิจัยใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นการวิเคราะห์ลักษณะข้อมูลทั่วไปของกลุ่มตัวอย่าง เช่น ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ร้อยละ และการแจกแจงความถี่ การวัดแนวโน้มสู่ส่วนกลาง และการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic) เป็นการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม โดยในงานวิจัยครั้งนี้ใช้ Pearson's Correlation Coefficient เพื่อทดสอบว่ามีความสัมพันธ์แบบมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ โดยพิจารณาค่า r ซึ่งจะมีค่าอยู่ระหว่าง -1 ถึง 1 ทั้งนี้มีการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรผู้วิจัยมีการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระโดยการตรวจสอบ Multicollinearity นั้นจะใช้ค่า Variance Inflation Factor (VIF) หรือค่า Tolerance ซึ่งในงานวิจัยครั้งนี้พบว่าค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรอิสระทุกตัวแปรนั้นมีค่าไม่เกิน 10 และค่า Tolerance ของตัวแปรอิสระทุกตัวแปรมีค่าไม่เข้าใกล้ 0 และใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรในเชิงปริมาณเป็นการวิเคราะห์ที่ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

ตัวแบบที่ใช้ในงานวิจัย

$$MAAR_i = \alpha + \beta_1(BOS) + \beta_2(BOE) + \beta_3(BOI) + \beta_4(BOR) + \beta_5(DLS) + \beta_6(FA) + \beta_7(UDW) + \beta_8(AD) + \beta_9(AGE) + \beta_{10}(LOG_SIZE) + \beta_{11}(SM) + \beta_{12}(ES) + \beta_{13}(PE) + \beta_{14}(RF) + \beta_{15}(ROE_{return\ 3y}) + \beta_{16}(ROA_{return\ 3y}) + \beta_{17}(CR_{return\ 3y}) + \beta_{18}(G_EBITDA_{return\ 3y}) + \beta_{19}(SGE_{return\ 3y}) + \beta_{20}(IDT) + \epsilon$$

เมื่อ

ตัวแปรตาม

MAARI = การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าโดยใช้ อัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยค่าผลตอบแทนตลาด

ตัวแปรอิสระ

- BOS = จำนวนของคณะกรรมการที่ดำรงตำแหน่งระหว่างออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO
- BOE = สัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงิน
- BOI = สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัท
- BOR = จำนวนกรรมการอิสระของบริษัทที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่น
- DLS = มีการควมตำแหน่งของผู้บริหารและประธานกรรมการบริษัทให้มีค่าเป็น 1 และอื่นๆ เป็น 0
- FA = ที่ปรึกษาทางการเงินมีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก ให้มีค่าเป็น 1 และอื่นๆ เป็น 0
- UDW = ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก ให้มีค่าเป็น 1 และอื่นๆเป็น 0
- AD = มีผู้ตรวจสอบบัญชีอยู่ในกลุ่ม Big4ระหว่างออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีค่าเป็น 1 และอื่นๆ เป็น 0
- AGE = อายุของบริษัทระหว่างวันที่ก่อตั้งบริษัทและวันที่บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO
- LOG_SIZE = ลอการิทึมของสินทรัพย์รวมของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO
- SM = สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในบริษัทหลังจากการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO
- ES = สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทหลังจากการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO
- PE = เมื่อบริษัทมีเงินลงทุนนอกตลาดให้มีค่าเป็น 1 และกรณีอื่นๆ มีค่าเป็น 0
- RF = จำนวนปัจจัยเสี่ยงของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ที่เปิดเผยในหนังสือชี้ชวน
- ROE_{return 3 y} = อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)
- ROA_{return 3 y} = อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)
- CR_{return 3 y} = อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)
- G_EBITDA_{return 3y} = อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)
- SGR_{return 3y} = อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)

ตัวแปรควบคุม

- IDT = ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ผลการวิจัย

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ตัวแปรอิสระที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Multiple Regression Analysis) แบบ Enter Method

ตัวแปร	Enter method		P value	Collinearity Statistics	
	Unstandardized Coefficients B	Standardized Coefficients B		Tolerance	VIF
ค่าคงที่	173,781.96		0.033*		
BOS	318.96	0.031	0.862	0.452	2.213
BOE	22,441.29	0.210	0.274	0.394	2.541
BOI	-4,717.07	-0.024	0.883	0.532	1.879
BOR	15,357.264	0.122	0.461	0.524	1.908
DLS	1,198.347	0.041	0.808	0.496	2.017
UDW	-3,267.914	-0.110	0.515	0.502	1.991
AD	-3,636.573	-0.124	0.428	0.593	1.688
AGE	-93.174	-0.060	0.711	0.541	1.849
SM	306.078	0.384	0.079	0.316	3.162
ES	889.275	0.296	0.074	0.554	1.804
PE	9,020.649	0.308	0.109	0.403	2.483
RF	190.909	0.039	0.828	0.452	2.211
ROE return 3 y	-105.085	-0.127	0.556	0.310	3.230
ROA return 3 y	-208.376	-0.192	0.421	0.254	3.938
CR return 3 y	978.403	0.081	0.726	0.268	3.737
G_EBITDA return 3 y	1,497.408	1.073	0.003*	0.131	7.653
SGR return 3 y	171.667	1.121	0.003*	0.123	8.152
LOG_SIZE	-33,708.892	-0.771	0.001*	0.315	3.171
AGRO	7,177.512	0.133	0.401	0.574	1.742
CONSUMP	9,182.541	0.170	0.301	0.536	1.866
INDUS	7,541.413	0.199	0.241	0.510	1.962
PROCON	665.684	0.012	0.943	0.470	2.127
RESOURCE	2,611.222	0.062	0.713	0.502	1.992
TECH	13,017.940	0.212	0.300	0.349	2.865
R ²	0.637				
Adj. R ²	0.302				
SE of Estimate	12,218.80				
F	1.902				
Sig. F	0.056				
Durbin-Watson	1.750				

หมายเหตุ : * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ตัวแปรอิสระที่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing สามารถสรุปได้ดังนี้ขนาดของคณะกรรมการสัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงิน สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัทที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่น การควบคุมตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการบริษัทล้วนไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ผลการวิเคราะห์ด้านคุณสมบัติผู้ที่เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing พบว่าที่ปรึกษาทางการเงิน (FA) ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ผู้ตรวจสอบบัญชีล้วนไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing

ผลการวิเคราะห์ด้านข้อมูลพื้นฐานของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing พบว่า อายุของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารของบริษัท สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัท เงินลงทุนนอกตลาด ปัจจัยความเสี่ยงล้วนไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ยกเว้นขนาดของบริษัท พบว่า มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม (Pvalue เท่ากับ 0.001) ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าขนาดของบริษัทซึ่งวัดจากสินทรัพย์รวมของบริษัทจะทำให้ IPO Underpricing ลดลงเพราะบริษัทที่มีสินทรัพย์จำนวนมาก อาจจะเป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทมีคุณภาพ มั่นคงและมีแนวโน้มผลการดำเนินงานที่ดีช่วยลดความไม่แน่นอนที่จะเกิดขึ้นซึ่งสอดคล้องกับ Carter & Manaster (1990) และ Yolana & Martani (2005)

ผลการวิเคราะห์ด้านข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing พบว่า อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ล้วนไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ยกเว้น อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (EBITDA) (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) พบว่า มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน (Pvalue เท่ากับ 0.003) ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ H4d แสดงว่าอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ที่เพิ่มขึ้นจะทำให้ IPO Underpricing เพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Changet al. (2007) กล่าวว่าอัตราการเติบโตที่วัดจากตัวเลขทางบัญชีเป็นเครื่องชี้วัดคุณภาพของบริษัท และบริษัทที่มีคุณภาพสูงจะมี IPO Underpricing มากกว่าบริษัทที่มีคุณภาพต่ำซึ่งเป็นไปตามผลการศึกษาของ Hasan et al. (2013) ที่กล่าวว่ากำไรในอดีตของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งได้แก่ กำไรจากการดำเนินงาน สัมพันธ์กับผลตอบแทนในระยะแรกเข้าตลาดเมื่อปรับด้วยผลตอบแทนของตลาดของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ได้อย่างเหมาะสมและผลวิจัยยังพบว่า อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ H4e แสดงว่าอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เพิ่มขึ้นจะทำให้ IPO Underpricing เพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Changet al. (2007)

สรุปผลการวิเคราะห์ตัวแปรอิสระที่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing มากที่สุดคืออัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) (SGR return 3 y) รองลงมาคืออัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) (G_EBITDA return 3 y) และสินทรัพย์รวมของบริษัท (LOG_SIZE) ตามลำดับส่วนตัวแปรอื่นทั้งหมด พบว่าไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing นอกจากนี้ ยังพบว่าประเภทของอุตสาหกรรมไม่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ของตัวแปรดังกล่าวข้างต้น

อภิปรายผล

ผลที่ได้จากการศึกษาค้นคว้า พบว่าโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทและคุณสมบัติผู้ที่เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ล้วนไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ซึ่งอาจมีความเป็นไปได้ว่า ในโครงสร้างของตลาดทุนในประเทศไทย นักลงทุนอาจจะไม่ได้ใช้ข้อมูลเกี่ยวกับโครงสร้างกรรมการและผู้ที่เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เป็นปัจจัยในการพิจารณาลงทุนในหลักทรัพย์ IPO ซึ่งบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ก็อาจจะไม่ได้ใช้ปัจจัยนี้ในการส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนทั้งนี้ผลวิจัยสอดคล้องกับการศึกษาของ Yatim (2011) ที่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการในบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไม่มีผลต่อ IPO Underpricing และไม่สามารถลดความไม่แน่นอนที่จะเกิดขึ้นกับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ได้ นอกจากนี้ Darmadi & Gunawan (2013) ยังพบว่าสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับ IPO Underpricing ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า นักลงทุนอาจเชื่อว่าบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าหากมีคณะกรรมการบริษัทที่เป็นบุคคลภายในมาร่วมกำหนดทิศทาง เพราะจะเข้าใจการบริหารงานและแนวทางการเติบโตของบริษัทได้ดีกว่าคณะกรรมการอิสระที่เป็นบุคคลภายนอก ทั้งนี้ Mnif (2010) และ Martani et al. (2012) ยังพบว่า ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และชื่อเสียงของผู้สอบบัญชีไม่มีผลต่อ IPO Underpricing

ทั้งนี้ในส่วนปัจจัยด้านข้อมูลพื้นฐานของบริษัทผลการวิเคราะห์พบว่าขนาดของบริษัทมีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ซึ่งสอดคล้องกับ Carter & Manaster (1990) และ Yolana & Martani (2005) รวมทั้ง Yatim (2011) โดยระบุว่าในบริษัทขนาดใหญ่ (วัดจากสินทรัพย์รวม) IPO Underpricing จะลดลง เพราะบริษัทขนาดใหญ่ที่มีสินทรัพย์มาก จะเป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทมีคุณภาพ มั่นคงและมีแนวโน้มผลการดำเนินงานที่ดีช่วยลดความไม่แน่นอนในอนาคตทำให้นักลงทุนสามารถประเมินมูลค่าและคุณภาพของหลักทรัพย์ IPO ได้และสำหรับประเทศไทยขนาดของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจส่งสัญญาณถึงคุณภาพ ความมั่นคงของบริษัทนอกจากปัจจัยนี้แล้ว ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยอื่นๆล้วนไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing

ในส่วนปัจจัยด้านข้อมูลทางการเงินของบริษัทผลการศึกษาค้นคว้าอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) และอัตราการเติบโตของ EBITDA (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ซึ่งสอดคล้องกับ Changet al. (2007) ที่ระบุว่าอัตราการเติบโตของบริษัทที่วัดจากตัวเลขทางบัญชีเป็นเครื่องชี้วัดคุณภาพของบริษัทและบริษัทที่มีคุณภาพสูงจะมี IPO Underpricing มากกว่าบริษัทที่มีคุณภาพต่ำและหลักฐานที่พบเกี่ยวกับข้อมูลทางบัญชีซึ่งมีการกลับรายการบัญชี และการตกแต่งกำไร อาจทำให้เกิดความไม่แน่นอนได้แต่การเติบโตของยอดขายจะเป็นตัววัดกำไรและคุณภาพของบริษัทได้และ Hasan et al. (2013) กล่าวว่ากำไรในอดีตของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งก็คือกำไรจากการดำเนินงานนั้น สามารถสื่อถึงผลตอบแทนเมื่อเข้าตลาดในระยะแรกของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ได้อย่างเหมาะสมสำหรับประเทศไทยนักลงทุนอาจจะให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินต่างๆ ในหนังสือชี้ชวนของบริษัทเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทมากกว่าให้ความสำคัญกับข้อมูลทั่วไปของบริษัท ซึ่งจากเหตุผลดังกล่าวนี้อาจจะทำให้บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจใช้ปัจจัยนี้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO และส่งสัญญาณถึงคุณภาพ ประสิทธิภาพความมั่นคงของบริษัทให้กับนักลงทุนประกอบการตัดสินใจลงทุนและอาจจะสามารถคาดการณ์ผลตอบแทนที่จะได้รับในอนาคตของบริษัทได้ นอกจากนี้ผลของการศึกษาตัวแปรควบคุมพบว่าไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวแตกต่างกับ Yolana & Martani (2005) และ Karlis (2000) ซึ่งให้เห็นว่าประเภทของอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อระดับของ IPO Underpricing

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

ผลการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ในอดีตพบว่า มีปัจจัยหลายปัจจัยแตกต่างกันออกไปที่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ซึ่งการศึกษาในครั้งนี้ได้แบ่งปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ออกเป็น 4 ด้าน คือ ด้านลักษณะโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท ด้านคุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ ด้านข้อมูลพื้นฐานของบริษัท และด้านข้อมูลทางการเงิน โดยบริษัทกลุ่มตัวอย่างคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอของประเทศไทยที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในระหว่างปี พ.ศ. 2555 - พ.ศ. 2559 จำนวน 51 บริษัท และบริษัทตัวอย่างจะถูกควบคุมให้มีประเภทตลาดหลักทรัพย์ ปีที่ใช้ในการศึกษาเดียวกัน

ผลการวิเคราะห์พบว่า มีปัจจัย 2 ปัจจัย ทางด้านข้อมูลทางการเงินของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ที่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ในทิศทางเดียวกันคืออัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) และอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) และอีก 1 ปัจจัยทางด้านข้อมูลพื้นฐานของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ในทิศทางตรงกันข้ามคือขนาดของบริษัทซึ่งวัดจากสินทรัพย์รวมของบริษัททำให้ปัจจัยเหล่านี้สามารถใช้เป็นข้อมูลที่ส่งสัญญาณถึงคุณภาพ ความมั่นคงและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้กับนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ IPO

ทั้งนี้สำหรับข้อเสนอแนะในงานวิจัยครั้งต่อไปหากในอนาคตต้องการศึกษาเพิ่มเติมอาจจะศึกษาประชากรกลุ่มตัวอย่างในตลาดหลักทรัพย์ (SET) และเก็บข้อมูลขยายช่วงระยะเวลา รวมทั้งอาจจะพัฒนาและศึกษาตัวแปรเพิ่มเติม เช่น ลัทธิส่วนการถือหุ้นแบบครอบครัว ความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย รวมทั้งอาจจะมีปัจจัยภายนอก เช่น สถานการณ์ทางด้านการเมือง กฎหมายที่อาจจะมามีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ซึ่งอาจจะทำให้มีผลการวิจัยที่แตกต่างกันออกไป ที่จะทำให้มีประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้เสีย

สำหรับบริษัทที่ต้องการหาแหล่งเงินทุนในการพัฒนาหรือขยายธุรกิจสามารถนำผลการศึกษาในครั้งนี้ไปใช้ในการวางแผนในการเตรียมตัวนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ซึ่งจะเห็นได้ว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ส่วนใหญ่จะเป็นปัจจัยทางด้านข้อมูลทางการเงินของบริษัท เพราะเป็นปัจจัยที่สะท้อนถึงคุณภาพและความมั่นคง ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทและนอกจากนี้ปัจจัยทางด้านข้อมูลทางการเงินของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจจะใช้เป็นข้อมูลในการส่งสัญญาณบางอย่างให้กับนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ IPO ของตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอได้

บรรณานุกรม

- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2560). *ออกหุ้น/หุ้น*. สืบค้นเมื่อ 27 เมษายน 2560, จาก www.sec.or.th
- ภารตี รัตสี. (2554). *Underpricing and firm quality:evidence from Thai IPO firms (HG5750. 55. ก 3 ก 643 2554)* (Doctoral dissertation, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).
- Agrawal, A., & Chadha, S. (2005). Corporate governance and accounting scandals. *The Journal of Law and Economics*, 48(2), 371-406.
- Baker, M., & Gompers, P. A. (2003). The determinants of board structure at the initial public offering. *The Journal of Law and Economics*, 46(2), 569-598.
- Baron, D. P., & Holmström, B. (1980). The investment banking contract for new issues under asymmetric information: Delegation and the incentive problem. *The Journal of Finance*, 35(5), 1115-1138.
- Beatty, R. P. (1989). Auditor reputation and the pricing of initial public offerings. *Accounting Review*, 46(5), 693-709.
- Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of financial economics*, 15(1-2), 213-232.
- Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *Accounting review*, 45(4), 443-465.
- Beneish, M. D. (1999). The detection of earnings manipulation. *Financial Analysts Journal*, 55(5), 24-36.
- Brennan, M. J., & Hughes, P. J. (1991). Stock prices and the supply of information. *The Journal of Finance*, 46(5), 1665-1691.
- Bowers, H. M., & Miller, R. E. (1990). Choice of investment banker and shareholders' wealth of firms involved in acquisitions. *Financial Management*, 47(5), 34-44.
- Carter, R., & Manaster, S. (1990). Initial public offerings and underwriter reputation. *The Journal of Finance*, 45(4), 1045-1067.
- Chang, X. S., Gyax, A., Oon, E., & Zhang, H. F. (2007). Audit quality, auditor compensation and IPO underpricing.. *Accounting Finance*, 48, 391-416.
- Chemmanur, T. J., & Paeglis, I. (2005). Management quality, certification, and initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 76(2), 331-368.
- Darmadi, S., & Gunawan, R. (2013). Underpricing, board structure, and ownership: An empirical examination of Indonesian IPO firms. *Managerial Finance*, 39(2), 181-200.
- Filatotchev, I., & Bishop, K. (2002). Board composition, share ownership, and 'underpricing' of UK IPO firms. *Strategic Management Journal*, 23(10), 941-955.
- Gao, N., & Jain, B. A. (2011). Founder CEO management and the long-run investment performance of IPO firms. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1669-1682.
- Golubov, A., Petmezas, D., & Travlos, N. G. (2012). When it pays to pay your investment banker: New evidence on the role of financial advisors in M&As. *The Journal of Finance*, 67(1), 271-311.
- Hasan, T., Hadad, M., & Gorener, R. (2013). Value relevance of accounting information and IPO performance in Indonesia. *Accounting and Finance Research*, 2(1), 90.
- Karlis, P. L. (2000). Ipounderpricing. *The Park Place Economist*, 8(1), 81-89.
- Leland, H., & David, P.(1997). Information asymmetries,financial structure,and financial intermediation. *Journal of Finance*, 32(4), 371- 387.

- Ljungqvist, A., Nanda, V., & Singh, R. (2006). Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing. *The Journal of Business*, 79(4), 1667-1702.
- Loughran, T., Ritter, J. R., & Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: International insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2(2-3), 165-199.
- Martani, D., Sinaga, I. L., & Syahroza, A. (2012). Analysis on Factors Affecting IPO Underpricing and their Effects on Earnings Persistence. *World Review of Business Research*, 2(2), 1-15.
- Miller, R. E., & Reilly, F. K. (1987). An examination of mispricing, returns, and uncertainty for initial public offerings. *Financial Management*, 33-38.
- Mnif, A. (2010). Board of Directors and the Pricing of Initial Public Offerings (IPOs): Does the Existence of a Properly Structured Board Matter? Evidence from France. Working Paper. Accessed on 08-09-2013.
- Morsfield, S. G., & Tan, C. E. (2006). Do venture capitalists influence the decision to manage earnings in initial public offerings?. *The Accounting Review*, 81(5), 1119-1150.
- Nakano, M., & Nguyen, P. (2012). Board size and corporate risk taking: further evidence from Japan. *Corporate Governance: An International Review*, 20(4), 369-387.
- Ritter, J. R. (1991). The longrun performance of initial public offerings. *The Journal of finance*, 46(1), 3-27.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of financial economics*, 15(1-2), 187-212.
- Sahoo, S. (2014). The impact of corporate board structure on the pricing performance of initial public offerings. *The IUP Journal of Applied Finance*, 20(4), 22.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113-142.
- Yatim, P. (2011). Underpricing and Board Structures: An Investigation of Malaysian Initial Public Offering (IPOs). *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 7(1), 73-93.
- Yolana, C., & Martani, D. (2005). Variabel-variabel yang Mempengaruhi Fenomena Underpricing Pada Penawaran Saham Perdana di BEJ tahun 1994-2001. *Proceedings of the eight annual meeting of the Indonesian Accounting Association*. Simposium Nasional Akuntansi, VIII, Solo, Indonesia, hal.538-553.