

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรก
ต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ
ของประเทศไทย

พิมพ์พิศา พรหมมา

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาหลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต
สาขาวิชาการบัญชี วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี
มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

พ.ศ. 2561

**Determinants of Underpricing of Initial Public Offerings Regarding Thai
Companies Listed in the MAI**

Pimpisa Promma

**A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Doctor of Philosophy (Accountancy)
College of Innovative Business and Accountancy
Dhurakij Pundit University**

2018



ใบรับรองวิทยานิพนธ์

วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์
ปริญญา ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต (การบัญชี)

หัวข้อวิทยานิพนธ์ บัณฑิตที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่า
มูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ของประเทศไทย
เสนอโดย พิมพิศา พรหมมา
หลักสูตร ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ อาจารย์ ดร.พัทธนันท์ เพชรเชิดชู

ได้พิจารณาเห็นชอบโดยคณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์แล้ว

.....*Worakorn Pinn*..... ประธานกรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ดร.พนารัตน์ ปานมณี)

.....*Pan*..... กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์
(อาจารย์ ดร.พัทธนันท์ เพชรเชิดชู)

.....*S. S.*..... กรรมการ
(อาจารย์ ดร.ศิริเดช คำสุพรหม)

วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชีรับรองแล้ว

.....*S. S.*..... คณบดีวิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี
(อาจารย์ ดร.ศิริเดช คำสุพรหม)

วันที่ เดือน..... พ.ศ.

หัวข้อวิทยานิพนธ์	ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ของประเทศไทย
ผู้เขียน	พิมพ์ิศา พรหมมา
อาจารย์ที่ปรึกษา	ดร.พัทธนันท์ เพชรเชิดชู
สาขาวิชา	การบัญชี
ปีการศึกษา	2560

บทคัดย่อ

การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) เป็นกิจกรรมของบริษัทในการแสวงหาเงินทุนเพิ่มเติม เพื่อการพัฒนาหรือเพื่อขยายธุรกิจและการขยายตัวของบริษัท ซึ่งโดยส่วนมากบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มักมีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าเพื่อดึงดูดนักลงทุน งานวิจัยในครั้งนี้จึงได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอของประเทศไทย โดยทำการพิจารณามุมมองทางด้านลักษณะโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ ข้อมูลพื้นฐานของบริษัท และข้อมูลทางการเงินของบริษัท บริษัทตัวอย่างที่ใช้ทำการศึกษาได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกของประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2555 ถึง 2559 จำนวน 51 บริษัท และสถิติที่ใช้วิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ได้แก่ การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ

ผลการศึกษาพบว่าขนาดของบริษัท รวมถึงอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่ายมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า แต่อัตราการเติบโตของยอดขายมีอิทธิพลในทิศทางตรงกันข้ามกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคตควรพิจารณาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าในด้านอื่นรวมถึงทำการศึกษารายบริษัทตัวอย่างในตลาดหลักทรัพย์ที่นอกเหนือจากตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ และสำหรับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO สามารถนำปัจจัยดังกล่าวไปใช้ในการวางแผนเตรียมตัวในการเข้าจดทะเบียนใน

ตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ส่วนนักลงทุนสามารถใช้เป็นสัญญาณเพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ IPO



Thesis Title	Determinants of Underpricing of Initial Public Offerings Regarding Thai Companies Listed in the MAI
Author	Pimpisa Promma
Thesis Advisor	Dr.Pattanant Petchchedchoo
Department	Accountancy
Academic Year	2017

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 mostly 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.

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้อย่างสมบูรณ์ โดยได้รับความอนุเคราะห์อย่างยิ่งจาก ดร.พัทธนันท์ เพชรเชิดชู อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ได้กรุณาสละเวลาอันมีค่าในการให้ความรู้ คำปรึกษา ตรวจสอบแก้ไข รวมทั้งชี้แนะและคอยให้ความช่วยเหลือในด้านต่าง ๆ แก่ผู้วิจัย ด้วยดีตลอดมาและขอกราบขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร. พนารัตน์ ปานมณี ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ดร.ศิริเดช คำสุพรหม กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ที่ได้ให้คำแนะนำและข้อเสนอแนะเพิ่มเติมเพื่อให้วิทยานิพนธ์นี้มี ภูมิต้องและมีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น และขอขอบพระคุณผู้ช่วยศาสตราจารย์เจียง เกาซิด และคุณปภินวิช จันทนา ที่ได้สละเวลาเพื่อให้คำแนะนำทางด้านสถิติในงานวิจัยรวมทั้งขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์นพพร แพทย์รัตน์ ที่กรุณาให้คำแนะนำการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ จนทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยดี ผู้วิจัยมีความซาบซึ้งอย่างยิ่งต่อความเมตตากรุณาของทุกท่านและขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้ด้วย

ขอขอบพระคุณมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลศรีวิชัย วิทยาลัยเทคโนโลยีอุตสาหกรรมและการจัดการ และคณะผู้บริหารที่ได้สนับสนุนทุนการศึกษาเพื่อให้นักศึกษาในครั้งนี้อาจสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี ขอขอบพระคุณ นายจำเริญ ฤทธิ์น่ม ที่ให้การช่วยเหลือและเป็นกำลังใจที่สำคัญ ขอขอบคุณ คุณวิยะดา จินดานุภาจิตรต์ เลขานุการหลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี ที่ช่วยประสานงานที่เกี่ยวกับการทำวิทยานิพนธ์

ขอขอบพระคุณพ่อ คุณแม่ และสมาชิกในครอบครัวทุกท่านที่เป็นกำลังใจสำคัญยิ่งสำหรับผู้วิจัย สุดท้ายนี้ขอขอบพระคุณ รุ่นพี่ รุ่นน้อง เพื่อนร่วมรุ่นปริญญาเอก และผู้ที่เกี่ยวข้องทุกท่าน ที่ได้ให้ความช่วยเหลือจนกระทั่งวิทยานิพนธ์นี้เสร็จสมบูรณ์

พิมพ์พิศา พรหมมา

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	๗
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	๘
กิตติกรรมประกาศ.....	๙
สารบัญตาราง	๑๐
สารบัญภาพ	๑๑
บทที่	
1. บทนำ.....	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 คำถามในการวิจัย.....	4
1.3 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	5
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	6
1.5 ขอบเขตของงานวิจัย.....	6
1.6 นิยามศัพท์.....	9
2. แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	10
2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง.....	10
2.2 การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI).....	17
2.3 แนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing).....	24
2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า.....	29
2.5 กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	70
3. ระเบียบวิธีวิจัย.....	74
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	74
3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล.....	76
3.3 การสร้างเครื่องมือในการรวบรวมข้อมูล.....	77

สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
3.4	90
3.5	91
3.6	92
3.7	93
4.	95
4.1	96
4.2	104
4.3	111
4.4	130
5.	157
5.1	157
5.2	160
5.3	177
5.4	177
บรรณานุกรม	179
ประวัติผู้เขียน	185

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1 สรุปแนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า.....	28
2.2 สรุปการใช้ตัวแบบในการวัดรายการคงค้าง.....	31
2.3 สรุปรายละเอียดงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยลักษณะ โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า.....	38
2.4 สรุปรายละเอียดงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยคุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า.....	49
2.5 สรุปรายละเอียดงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยข้อมูลพื้นฐานเกี่ยวกับบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า.....	58
2.6 สรุปรายละเอียดงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า.....	68
3.1 จำนวนบริษัทที่ทำการศึกษา จำแนกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม.....	75
3.2 กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา.....	76
3.3 รายละเอียดตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย.....	89
4.1 กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา.....	96
4.2 จำนวนบริษัทที่ทำการศึกษา จำแนกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม.....	96
4.3 สัดส่วนการควมตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการบริษัท.....	98
4.4 แสดงสัดส่วนที่ปรึกษาทางการเงินมีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก.....	99
4.5 แสดงสัดส่วนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก.....	101
4.6 แสดงสัดส่วนผู้ตรวจสอบบัญชีอยู่ในกลุ่ม Big4 ในระหว่างออกจำหน่ายหุ้น IPO.....	102
4.7 แสดงสัดส่วนเงินลงทุนนอกตลาด.....	103
4.8 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของข้อมูลกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 51 บริษัท จำแนกตามแต่ละตัวแปรอิสระ.....	104
4.9 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา.....	105

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
4.10 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ จำแนกตามลักษณะโครงสร้างกรรมการบริษัทกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย.....	112
4.11 สรุปทิศทางการความสัมพันธ์ของตัวแปรกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย จำแนกตามลักษณะโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท.....	113
4.12 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ จำแนกตามคุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย.....	116
4.13 สรุปทิศทางการความสัมพันธ์ของตัวแปรกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย จำแนกตามคุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์.....	117
4.14 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ จำแนกตามข้อมูลพื้นฐานของบริษัทกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย.....	118
4.15 สรุปทิศทางการความสัมพันธ์ของตัวแปรกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย จำแนกตามข้อมูลพื้นฐานของบริษัท.....	120

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
4.16 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ จำแนกตามข้อมูลทางการเงินของบริษัทกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย.....	122
4.17 สรุปทิศทางการความสัมพันธ์ของตัวแปรกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย จำแนกตามข้อมูลทางการเงินของบริษัท.....	123
4.18 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควบคุม จำแนกตามประเภทของอุตสาหกรรมกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย (MAAR.)	127
4.19 สรุปทิศทางการความสัมพันธ์ของตัวแปรควบคุม แยกตามประเภทของอุตสาหกรรมกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย.....	128
4.20 ผลการวิเคราะห์ลักษณะ โครงสร้างคณะกรรมการบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Multiple Regression Analysis) แบบ Enter Method.....	131
4.21 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน ลักษณะ โครงสร้างคณะกรรมการบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย.....	134

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
4.22 ผลการวิเคราะห์คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Multiple Regression Analysis) แบบ Enter Method.....	136
4.23 ผลการวิเคราะห์คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย โดยการแสดงค่าตัวแปรพยากรณ์ที่ไม่ได้อยู่ในสมการถดถอย (Excluded Variables) ที่ได้จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Multiple Regression Analysis) แบบ Enter Method.....	138
4.24 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอเอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย.....	140
4.25 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอเอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Multiple Regression Analysis) แบบ Enter Method.....	141
4.26 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน ข้อมูลพื้นฐานของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอเอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย.....	145

สารบัญตาราง (ต่อ)

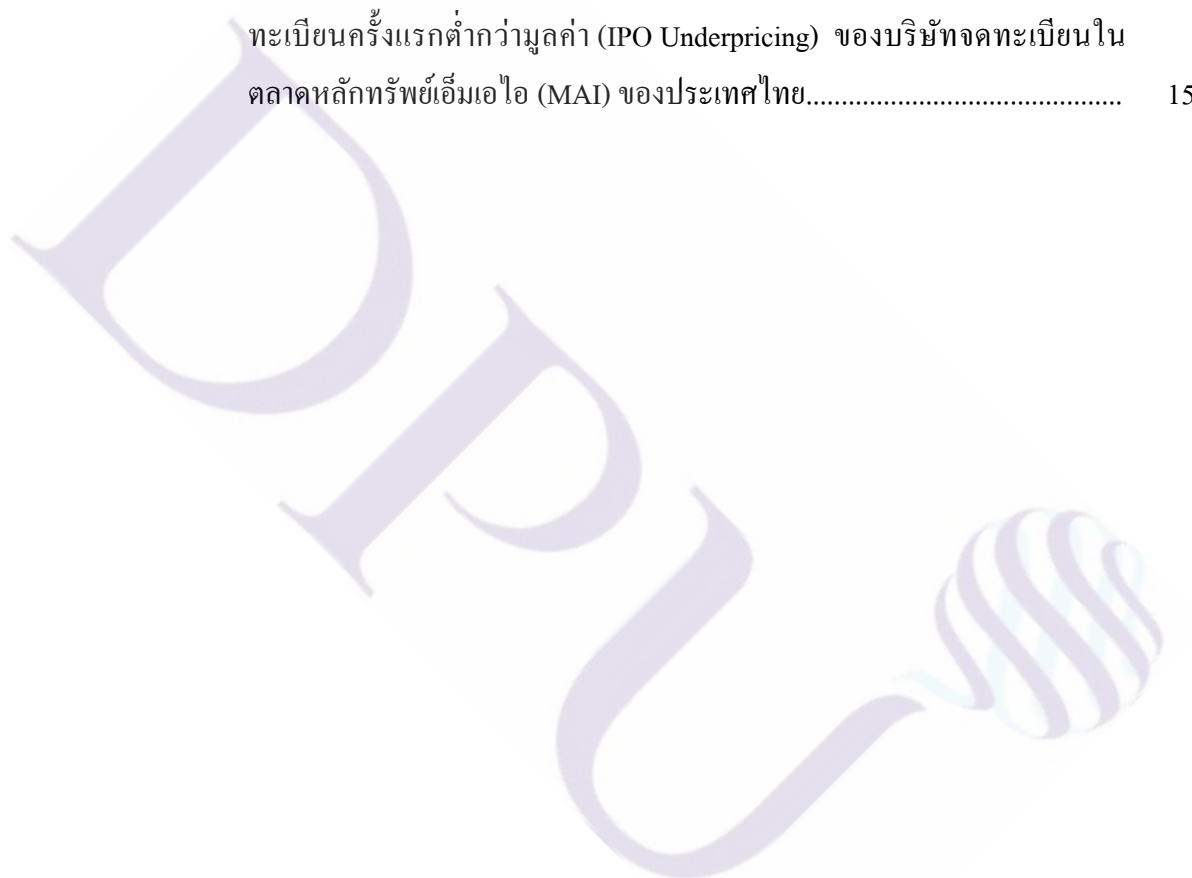
ตารางที่	หน้า
<p>4.27 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Multiple Regression Analysis) แบบ Enter Method.....</p>	147
<p>4.28 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน ข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย.....</p>	151
<p>4.29 ผลการวิเคราะห์ในภาพรวมของตัวแปรอิสระทั้งหมดที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Multiple Regression Analysis) แบบ Enter Method.....</p>	153

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1 ผู้ที่เกี่ยวข้องกับการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์.....	21
2.2 สรุปขั้นตอนการเสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO).....	23
2.3 กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	72
3.1 ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable).....	87
3.3 รายละเอียดตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย.....	86
4.1 จำนวนบริษัทจำแนกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม.....	97
4.2 สัดส่วนการควมตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการบริษัท....	98
4.3 สัดส่วนที่ปรึกษาทางการเงินมีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก.....	100
4.4 สัดส่วนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก.....	101
4.5 สัดส่วนผู้ตรวจสอบบัญชีอยู่ในกลุ่ม Big4 ในระหว่างออกจำหน่ายหุ้น IPO.....	102
4.6 สัดส่วนเงินลงทุนนอกตลาด.....	103
4.7 ลักษณะโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคา หลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศ ไทย.....	136
4.8 คุณสมบัติของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคา หลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย.....	141
4.9 ข้อมูลพื้นฐานของบริษัทส่วนใหญ่ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ยกเว้น ขนาดของ บริษัทและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีอิทธิพลต่ออิทธิพลต่อการกำหนด ราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย.....	146

สารบัญภาพ (ต่อ)

ภาพที่	หน้า
4.10 ข้อมูลทางการเงินของบริษัทบางส่วนไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย.....	152
4.11 สรุปผลการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย.....	155



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

จากสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจในปัจจุบันประเทศไทยมีการขยายตัวในการส่งเสริมการลงทุนทั้งในส่วนของภาครัฐบาลและภาคเอกชน ดังนั้นจึงเปิดโอกาสให้ธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กที่มีความสำคัญเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศและมีศักยภาพการเติบโตสูงให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนเพื่อทำให้ธุรกิจเติบโตอย่างยั่งยืน ภายใต้การกำกับดูแลที่ดี มีความโปร่งใส รับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อมและมีความพร้อมในการแข่งขัน สามารถระดมเงินทุนเพิ่มเติมได้จากสาธารณะ โดยระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI: Market for Alternative Investment) ซึ่งทำหน้าที่ในการเปิดโอกาสให้ธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็ก มีทางเลือกในการระดมทุนเทียบเท่าธุรกิจขนาดใหญ่ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เพื่อนำเงินทุนที่ได้รับจากการระดมทุนไปใช้ในการขยายธุรกิจหรือใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนเพื่อเสริมความได้เปรียบทางการแข่งขัน ทำให้ธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็ก ที่มีศักยภาพสูงและต้องการขยายธุรกิจจึงเข้ามาเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI: Market for Alternative Investment) เพิ่มมากขึ้น

ดังนั้นการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ของบริษัท เช่น Caselli (2010) กล่าวว่า การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering : IPO) เป็นกิจกรรมของบริษัทแสวงหาเงินทุนเพิ่มเติม เพื่อการพัฒนาหรือเพื่อขยายธุรกิจและการขยายตัวของบริษัทและ Daily et al. (2003) พบว่าการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) เป็นขั้นตอนที่สำคัญที่สุดประการหนึ่งในการพัฒนากระบวนการของบริษัทซึ่งเป็นยุทธศาสตร์การเริ่มต้นในการเปลี่ยนแปลงขององค์กรให้เติบโตอย่างรวดเร็ว ซึ่งในช่วงที่มีการเริ่มต้นทำ IPO บริษัทก็จะมีข้อมูลเกี่ยวกับแผนในการพัฒนาอนาคตของบริษัทในขณะที่นักลงทุน (Investor) อาจจะมีข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เพียงเล็กน้อยจึงทำให้นักลงทุนตัดสินใจผิดพลาด เพราะการเปิดเผยข้อมูลและมูลค่าของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ทั้งนี้เพื่อแก้ไขปัญหาการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันระหว่างบุคคลภายในและนักลงทุนภายนอก จากการที่บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไม่มีสิทธิการซื้อขายย้อนหลัง

ของราคาหลักทรัพย์ IPO และการจะรับรู้ข้อมูลอื่นๆ ของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ก็มีแหล่งข้อมูลอย่างจำกัด นักลงทุนจึงอาศัยปัจจัยอื่นที่ใช้เป็นสัญญาณในการสื่อถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ IPO บริษัทจึงจำเป็นต้องใช้วิธีการที่เหมาะสมเพื่อลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล จากผลกระทบที่เกิดขึ้นจะเห็นได้ว่าการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ต้องอาศัยความพยายามอย่างมากจากผู้บริหารระดับสูง ซึ่งรวมถึงคณะกรรมการบริษัทและที่สำคัญในกระบวนการนี้ คือ การออกแบบระบบกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีประสิทธิภาพและ Sahoo (2014) และ Anis (2010) ซึ่งให้เห็นว่าองค์ประกอบและความสามารถของคณะกรรมการนั้นมีความสำคัญอย่างมากต่อความสำเร็จในการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO นอกจากนี้ โครงสร้างของคณะกรรมการและผลประโยชน์ทางการเงินมีความเชื่อมโยงกันระหว่างการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะมีปัญหาตัวแทนเกิดขึ้นเป็นจำนวนมากเนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทและมูลค่าของบริษัท ทั้งนี้การแก้ไขปัญหาการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันระหว่างบุคคลภายในและนักลงทุนภายนอก อาจจะทำให้ให้นักลงทุนต้องอาศัยปัจจัยอื่นที่ใช้เป็นสัญญาณในการสื่อถึงคุณภาพของบริษัทหลักทรัพย์ IPO เพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ IPO เช่น ชื่อเสียงของวาณิชธนกิจ อัตราการถือหุ้นของผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี ความสัมพันธ์ของกลุ่มบริษัทแม่ และการสนับสนุนของนายทุน เพื่อทำการประเมินเกี่ยวกับประสิทธิภาพของหลักทรัพย์ IPO

การศึกษาที่มีอยู่มักใช้ทฤษฎีการส่งสัญญาณเพื่อแสดงให้เห็นปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล เช่น Akerlof (1970) กล่าวว่า ทฤษฎีการส่งสัญญาณเป็นข้อบ่งชี้บางประการในการให้สัญญาณแก่นักลงทุนเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และงานวิจัยในอดีต พบว่าการสื่อสารที่มีความน่าเชื่อถือจะอธิบายถึงข้อมูลที่สำคัญของบริษัทเมื่อทำการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO สามารถช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และนักลงทุนได้ แนวคิดพื้นฐานของการศึกษา คือ เมื่อบริษัททำการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) หากนักลงทุนไม่มีข้อมูลอื่นเกี่ยวกับหลักทรัพย์ IPO ก็จะประเมินราคาหลักทรัพย์ IPO จากขนาดของสินทรัพย์และกำไรสุทธิของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ตลอดจนกระแสเงินสดจากหนังสือชี้ชวนที่ออกโดยผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งประกอบด้วยข้อมูลเกี่ยวกับสินทรัพย์ ที่มาของรายได้ มุมมองทางเศรษฐกิจและการวางแผนการลงทุน โดยบริษัทจะทำการกำหนดกลยุทธ์และแสดงข้อมูลเพื่อส่งสัญญาณเกี่ยวกับข้อมูลภายในของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้แก่นักลงทุนและนักวิเคราะห์ของตลาด IPO และนอกจากนี้บริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จำเป็นต้องลดความ

ไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลผ่านการส่งสัญญาณหลายประการ ซึ่งรวมถึงการมีโครงสร้างคณะกรรมการที่ดี เช่น โครงสร้างการบริหาร ชื่อเสียงของคณะกรรมการ การมีส่วนร่วมของคณะกรรมการ และขนาดของคณะกรรมการ ความรู้ความสามารถของคณะกรรมการ คณะกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่น การควมตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูง สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (Sahoo, 2014 ; Yatim, 2011; Anis, 2010) และนอกจากนี้ยังมีนักวิจัยหลายท่านพบว่า ผู้ที่เกี่ยวข้องกับการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ขนาดของบริษัท และอายุของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร เงินลงทุนร่วมโดยนายทุน จำนวนปัจจัยเสี่ยงล้วนแล้วมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาของหลักทรัพย์ IPO เพื่อจะสื่อถึงคุณภาพและมูลค่าของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ต่อนักลงทุนที่สนใจลงทุนในหลักทรัพย์ IPO อย่างไรก็ตามบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะพยายามในการลดความเสี่ยงทางด้านราคาเพื่อให้นักลงทุนสนใจลงทุนในหลักทรัพย์ IPO โดยการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าเป็นการชดเชยให้กับนักลงทุนในเรื่องของความเชื่อที่นักลงทุนเชื่อว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีความได้เปรียบในเรื่องของข้อมูลภายในของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มากกว่านักลงทุน (Sahoo, 2014; Martani et al, 2012; Anis, 2010; Yatim, 2011; Morsfield & Ten, 2006; Susanto, 2007; Zhang et al., 2007; Certo et al. 2001; Hung, 1998; Barry et al., 1990; Rock, 1986)

นอกจากนี้รายงานทางการเงินก็เป็นแหล่งข้อมูลอีกแหล่งหนึ่งที่นักลงทุนใช้ในการประกอบการตัดสินใจในการลงทุนและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ใช้ในการประเมินบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เพื่อเป็นการเพิ่มความน่าเชื่อถือให้กับหลักทรัพย์ของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (Hasan et al. 2013) และหนึ่งในกระบวนการของการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ก็คือบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะต้องส่งมอบงบการเงินให้ผู้ตรวจสอบบัญชีตรวจสอบและรับรองงบการเงิน โดยที่ผู้ตรวจสอบบัญชีจะต้องเป็นบุคคลที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) ดังนั้นงบการเงินที่ได้รับรองในการตรวจสอบแล้วจะช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือและคุณภาพของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ได้ในมุมมองของนักลงทุนและเป็นปัจจัยหนึ่งในการลดการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งการศึกษาของ Beatty (1989) ชี้ให้เห็นว่าผู้ตรวจสอบบัญชีที่มีชื่อเสียงจะช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และการศึกษาของ Hasan et al. (2013) พบว่าปัจจัยทางด้านข้อมูลทางการเงินของบริษัทจากหนังสือชี้ชวนใช้เป็นสัญญาณในการสื่อถึงผลการดำเนินงานและคุณภาพของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ในอดีตที่ผ่านมาซึ่งสามารถวัดได้จาก ดินทรัพย์รวม กำไรจาก

การดำเนินงาน อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น ซึ่งอัตราส่วนทางการเงินทั้งหมดถูกคำนวณจากค่าเฉลี่ยที่ได้จากงบการเงินสองรอบบัญชีล่าสุดก่อนที่บริษัทจะออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO

จากปัญหาที่กล่าวมาข้างต้นจะเห็นได้ว่า นักลงทุนจะพบกับอุปสรรคในการวัดมูลค่าของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เนื่องจากหลักทรัพย์ IPO จะไม่มีข้อมูลสถิติการซื้อขายในอดีต ดังนั้นจึงเกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO กับนักลงทุนและบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะพยายามส่งสัญญาณให้แก่ นักลงทุนเพื่อจะแก้ไขปัญหาดังกล่าวจึงเป็นที่มาของงานวิจัยเพื่อศึกษา ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ขอบเขตของการศึกษางานวิจัยในครั้งนี้จะพิจารณามุมมองทางด้านลักษณะโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ ข้อมูลพื้นฐานของบริษัท และข้อมูลทางการเงินของบริษัท ซึ่งช่วงระยะเวลาในการศึกษาครั้งนี้เริ่มตั้งแต่ปี พ.ศ. 2555 ถึงปี พ.ศ. 2559 เนื่องจากในปี พ.ศ. 2555 เป็นปีที่ประเทศไทยเพิ่งจะผ่านพ้นวิกฤตปัญหาจากเหตุการณ์อุทกภัยที่เกิดขึ้นส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศไทย ในวงกว้าง ส่งผลให้เศรษฐกิจภายในประเทศชะงักลงในปี พ.ศ. 2554 ทำให้นโยบายเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2555 ให้ความสำคัญกับการเพิ่มรายได้จากตลาดหลักและตลาดใหม่ที่มีศักยภาพสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุน โดยผู้ประกอบการสามารถนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) เพื่อจะนำเงินทุนที่ได้รับจากการระดมทุนไปใช้ในการขยายธุรกิจหรือใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนเพื่อเสริมความได้เปรียบทางการแข่งขัน โดยรายละเอียดต่าง ๆ ของงานวิจัยจะกล่าวถึงในลำดับต่อไป

1.2 คำถามในการวิจัย

จากที่มาและความสำคัญของปัญหาในการศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) สามารถสรุปเป็นคำถามในการวิจัยได้ดังต่อไปนี้

1.2.1 ลักษณะโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) หรือไม่และอย่างไร

การศึกษาในครั้งนี้ผู้วิจัยต้องการศึกษาว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัท คณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงิน สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ สัดส่วนของกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นและการควบคุมตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและ

ประธานกรรมการบริษัท มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) อย่างไร

1.2.2 คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) หรือไม่และอย่างไร

การศึกษาในครั้งนี้ผู้วิจัยต้องการศึกษาว่า ที่ปรึกษาทางการเงิน ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ผู้ตรวจสอบบัญชี มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) อย่างไร

1.2.3 ข้อมูลพื้นฐานของบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) หรือไม่และอย่างไร

การศึกษาในครั้งนี้ผู้วิจัยต้องการศึกษาว่า อายุของบริษัท ขนาดของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารของบริษัท สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัท เงินลงทุนนอกตลาด ปัจจัยความเสี่ยง มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) อย่างไร

1.2.4 ข้อมูลทางการเงินของบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) หรือไม่และอย่างไร

การศึกษาในครั้งนี้ผู้วิจัยต้องการศึกษาว่า อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) อย่างไร

1.3 วัตถุประสงค์การวิจัย

ในการศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทยมีวัตถุประสงค์ในการวิจัย ดังต่อไปนี้

1.3.1 เพื่อวิเคราะห์ลักษณะโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI)

1.3.2 เพื่อวิเคราะห์คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI)

1.3.3 เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI)

1.3.4 เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI)

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.4.1 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สามารถนำข้อมูลมาใช้ในการควบคุมบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในเรื่องของการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO ของแต่ละบริษัทที่มีความเหมาะสม ถูกต้องและมีความน่าเชื่อถือ

1.4.2 บริษัทที่ต้องการหาแหล่งเงินทุนในการพัฒนาหรือขยายธุรกิจสามารถใช้เป็นข้อมูลเพื่อการวางแผนในการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

1.4.3 นักลงทุนสามารถใช้เป็นข้อมูลในการวิเคราะห์เพื่อตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ IPO

1.4.4 นักศึกษา นักวิชาการ และผู้ที่สนใจสามารถนำข้อมูลไปเป็นแนวทางพัฒนาองค์ความรู้ต่อไปในอนาคตในการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

1.5 ขอบเขตของงานวิจัย

ในการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ผู้วิจัยได้กำหนดขอบเขตของงานวิจัยไว้ดังนี้

1.5.1 ขอบเขตด้านประชากร

ในการศึกษานี้เป็นการศึกษาข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ซึ่งกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก ในระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2559 แยกตามประเภทของกลุ่ม

อุตสาหกรรม 7 กลุ่ม จำนวน 51 บริษัท ทั้งนี้ไม่รวมกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน จำนวน 6 บริษัท เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจดังกล่าวมีลักษณะการดำเนินธุรกิจ ข้อบังคับ มาตรฐานการรายงานทางการเงินและหลักเกณฑ์อื่นๆ นอกเหนือจากหลักเกณฑ์ทั่วไปของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ซึ่งอาจทำให้ผลการวิเคราะห์ข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างคลาดเคลื่อนได้และสาเหตุการเลือกปี que เริ่มต้นการเลือกกลุ่มตัวอย่างเป็นปี พ.ศ. 2555 เนื่องจากในปี พ.ศ. 2555 เป็นปีที่ประเทศไทยเพิ่งจะผ่านพ้นวิกฤตปัญหาจากเหตุการณ์อุทกภัยที่เกิดขึ้นส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศไทย ในวงกว้างและเศรษฐกิจในประเทศชะงักลงในปี พ.ศ. 2554 ทำให้เห็นนโยบายเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2555 ให้ความสำคัญกับการเพิ่มรายได้จากตลาดหลักและตลาดใหม่ โดยกลุ่มตัวอย่างที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2559 แบ่งตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ดังนี้

1. กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร (AGRO)	จำนวน 4 บริษัท
2. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP)	จำนวน 4 บริษัท
3. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	จำนวน 9 บริษัท
4. กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROCON)	จำนวน 4 บริษัท
5. กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURC)	จำนวน 7 บริษัท
6. กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE)	จำนวน 20 บริษัท
7. กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH)	จำนวน 3 บริษัท
รวมกลุ่มตัวอย่าง	จำนวน 51 บริษัท

1.5.2 ขอบเขตด้านเนื้อหา

ในการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย โดยใช้วิธีการศึกษาข้อมูลในรายงานประจำปี หนังสือชี้ชวนของบริษัทในฐานะข้อมูลออนไลน์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือ SATSMART ซึ่งเนื้อหาในการศึกษาเพื่อนำไปสู่การสร้างตัวแปรที่ใช้ศึกษาในงานวิจัยโดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ตัวแปรตาม (Dependence Variables)

ตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ซึ่งเป็นการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) ตามแนวทางการวิจัยของ Miller and Reilly (1987) โดยการประเมิน

การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าโดยใช้อัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยค่าผลตอบแทนตลาด

ตัวแปรอิสระ (Independence Variables)

ตัวแปรอิสระในการวิจัยครั้งนี้ แบ่งออกเป็นตัวแปรด้านลักษณะโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ ข้อมูลพื้นฐานของบริษัท ข้อมูลทางการเงินของบริษัท โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. ลักษณะของโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท โดยพิจารณาเฉพาะ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท คณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญของคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ สัดส่วนของกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นและการควบคุมตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการบริษัท

2. คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ โดยพิจารณาเฉพาะ ที่ปรึกษาทางการเงิน ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ผู้ตรวจสอบบัญชี

3. ข้อมูลพื้นฐานของบริษัท โดยพิจารณาเฉพาะ อายุของบริษัท ขนาดของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้น โดยผู้บริหารของบริษัท สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัท เงินลงทุนนอกตลาด ปัจจัยความเสี่ยง

4. ข้อมูลทางการเงิน โดยพิจารณาเฉพาะ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)

ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

ตัวแปรควบคุมในการวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมเพื่อช่วยแยกผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตามและช่วยเพิ่มความสมเหตุสมผลของโมเดล

ประกอบด้วยคณะกรรมการบริษัท และมีคณะกรรมการเฉพาะด้านอีก 5 คณะ ได้แก่ คณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการบริษัทภิบาล คณะกรรมการสรรหาและพิจารณาผลตอบแทน คณะกรรมการบริหาร และคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง

1.6 นิยามศัพท์

โครงสร้างคณะกรรมการ (Corporate Board Structure) หมายถึงคณะกรรมการบริษัท และคณะกรรมการเฉพาะด้านอีก 5 คณะ ได้แก่ คณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการบริหาร คณะกรรมการบริหารความเสี่ยง คณะกรรมการบรรษัทภิบาลและคณะกรรมการสรรหาและพิจารณาผลตอบแทน ซึ่งข้อกำหนดที่กฎหมายกำหนดให้จำนวนกรรมการขั้นต่ำไว้ไม่น้อยกว่า 5 คนแต่ไม่ได้กำหนดขั้นสูงไว้ ซึ่งบริษัทแต่ละบริษัทสามารถกำหนดจำนวนกรรมการไว้ในข้อบังคับของบริษัท อย่างไรก็ตามจำนวนกรรมการของบริษัทไม่ควรมีขนาดที่เล็กจนเกินไปจนทำให้ขาดความหลากหลายในเรื่องของความคิด และไม่ใหญ่เกินไปจนขาดความคล่องตัว บริษัทควรจะต้องพิจารณาปัจจัยที่สำคัญในหลายๆ ด้านในการกำหนดจำนวนกรรมการ เช่น ขนาดและความซับซ้อนของธุรกิจ ความเสี่ยงในการประกอบธุรกิจ ความเสี่ยงในการปฏิบัติตามกฎหมายและในปัจจุบันการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นหนึ่งในองค์ประกอบที่สำคัญต่อการเติบโตและความสำเร็จของธุรกิจ

หลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) หมายถึง หุ้นที่กำลังจะเข้าตลาด บริษัทที่ต้องการหาแหล่งเงินทุนเพิ่มเพื่อนำมาขยายกิจการหรือกระจายการถือครองหลักทรัพย์ให้แก่ประชาชนทั่วไปก็สามารถนำหลักทรัพย์ออกมาเสนอขายได้โดยมีบริษัทหลักทรัพย์ที่ดำเนินธุรกิจประเภทการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นผู้ดำเนินการซึ่งจะต้องผ่านการตรวจสอบและได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงต้องจัดทำหนังสือชี้ชวนให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่ได้กำหนดไว้

การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) หมายถึง ความแตกต่างของราคาหลักทรัพย์ในตลาดแรกและตลาดรองโดยที่ราคาหลักทรัพย์ในตลาดรองจะถูกกำหนดจากกลไกในทางการตลาด (อุปสงค์และอุปทาน) และราคาหลักทรัพย์ที่ขายในตลาดแรก (ราคา IPO) จะถูกกำหนดล่วงหน้าระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ หากราคาหลักทรัพย์ IPO ต่ำกว่าราคาในตลาดรองเมื่อเข้าซื้อขายวันแรกอย่างมีนัยสำคัญจะเรียกว่าการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing)

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ประเทศไทย หมายถึง บริษัทมหาชนจำกัดที่จดทะเบียนหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) เพื่อให้บริษัทมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยงานวิจัยครั้งนี้จะหมายถึงบริษัทจดทะเบียนหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทยที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2559

บทสรุป

ในบทนี้ผู้วิจัยได้อธิบายถึงความสำคัญของปัญหางานวิจัย วัตถุประสงค์ที่ต้องการศึกษา ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากงานวิจัย ขอบเขตของงานวิจัย นิยามศัพท์ ในบทที่ 2 ถัดไป จะกล่าวถึงแนวคิดทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ซึ่งประกอบด้วย ทฤษฎีการไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetric Theory) ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) แนวคิดทางการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) รวมทั้งผลงานที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ผลงานวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) สมมติฐานของงานวิจัย และกรอบแนวคิดของงานวิจัย

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ของประเทศไทย มีแนวคิด ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยและการทบทวนวรรณกรรม ดังต่อไปนี้

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 ทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetric)

2.1.2 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

2.1.3 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

2.2 การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering : IPO) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

2.3 แนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing)

2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

2.5 กรอบแนวคิดในงานวิจัย

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 ทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetric)

ทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล เป็นทฤษฎีที่ชี้ให้เห็นถึงความสัมพันธ์ทางตรงระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO และการประมาณการความไม่แน่นอนของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ที่กำลังจะกระจายหลักทรัพย์ให้แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Beatty & Ritter, 1986) และเมื่อทำการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ที่ต้องการหาแหล่งเงินทุนมักจะมีข้อมูลเกี่ยวกับแนวโน้มในอนาคตของบริษัท ในขณะที่นักลงทุนทั่วไปอาจจะมีข้อมูลเพียงเล็กน้อยเกี่ยวกับบริษัท จึงทำให้

บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะต้องใช้กลยุทธ์ที่เหมาะสมเพื่อช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Rock, 1986)

อย่างไรก็ตามทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลเป็นทฤษฎีหนึ่งที่น่าสนใจได้กล่าวถึงกันอย่างแพร่หลายซึ่งเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้เกิดการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) เพื่ออธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างการไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลที่ส่งผลกระทบต่อราคากำหนดราคาหลักทรัพย์เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก ซึ่งการศึกษาของ Susanto (2007) อธิบายว่าความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลสามารถเกิดขึ้นระหว่างกลุ่มของนักลงทุนที่มีข้อมูลและไม่มีข้อมูล นักลงทุนที่มีข้อมูลมากกว่าจะซื้อหลักทรัพย์ IPO ถ้าสามารถสร้างผลตอบแทนในอนาคตได้ ในขณะที่นักลงทุนที่ได้รับข้อมูลจากเพียงหนังสือชี้ชวนของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะซื้อหุ้นแบบคาดการณ์ทั้งที่มีราคาสูงเกินไปและต่ำเกินไปผลที่ตามมาคือ นักลงทุนกลุ่มที่ไม่มีข้อมูลจะเข้าครอบครองหลักทรัพย์ที่มีราคาสูงเกินจริงมากเกินไปและทำให้ขาดทุนจนต้องออกจากตลาดไป ทั้งนี้ผลการศึกษาของ Rock (1986) ชี้ให้เห็นว่าหนึ่งในความท้าทายของบริษัทที่จะออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO คือการแก้ไขปัญหาค่าความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลที่เกิดขึ้นในตลาดระหว่างการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และได้แบ่งนักลงทุนออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่ นักลงทุนที่มีข้อมูลและนักลงทุนไม่มีข้อมูล ซึ่งในตลาดหลักทรัพย์ IPO จะมีนักลงทุนทั้งสองประเภท นักลงทุนที่มีข้อมูลจะได้รับรู้ข้อมูลข่าวสารที่แท้จริงของบริษัท สภาพตลาดในอนาคตและจะซื้อหลักทรัพย์เฉพาะที่มีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) เท่านั้น ในขณะที่นักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลจะซื้อหลักทรัพย์ทุกตัวโดยการคาดการณ์จากข้อมูลของตนเองมี เพราะหากนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลได้รับจัดสรรหลักทรัพย์ IPO มีโอกาสมากที่ราคาหลักทรัพย์จะเริ่มซื้อขายในระดับราคาที่ต่ำลง หรืออาจกล่าวได้ว่าสำหรับนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลแล้ว ผลตอบแทนที่จะได้รับหากได้รับการจัดสรรหลักทรัพย์จะน้อยกว่าผลตอบแทนที่ต้องการเมื่อทำการจองซื้อหลักทรัพย์ IPO แต่นักลงทุนจะซื้อหลักทรัพย์เฉพาะบริษัทที่มีผลตอบแทนที่ต้องการเป็นบวก ในกรณีที่ได้รับจัดสรรหลักทรัพย์ ดังนั้นผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จึงจำเป็นต้องกำหนดราคาหลักทรัพย์ของตนเองให้ต่ำกว่ามาตรฐาน เพื่อชดเชยความเสี่ยงของนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล

นอกจากนี้ Beatty and Ritter (1986) ได้ศึกษาเพิ่มเติมจากแนวคิดของ Rock (1986) ชี้ให้เห็นว่าการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) เกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างนักลงทุนที่มีข้อมูลของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์และไม่มีข้อมูลของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) เกิดจากการมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน ซึ่งสามารถเกิดขึ้นได้

ระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุนโดยที่บริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะทำการลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยการออกหนังสือชี้ชวนซึ่งประกอบด้วยข้อมูลต่างๆ เกี่ยวกับบริษัทของตนเอง บริษัทจะพยายามลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยใช้ผู้ตรวจสอบบัญชีและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียง (Beatty, 1989) นอกจากนี้ Zhang et al.(2007) พบว่าอายุของบริษัทเป็นตัวบ่งชี้ว่าบริษัทสามารถดำเนินงานมาได้อย่างยาวนานเพียงใด ซึ่งนักลงทุนจะรับทราบข้อมูลจากบริษัทที่มีอายุการดำเนินงานที่ยาวนานมากกว่าจะช่วยลดความไม่เท่าเทียมของข้อมูลตลอดจนความไม่แน่นอนในอนาคต บริษัทที่มีอายุยาวนานสามารถสร้างความเชื่อมั่นต่อนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุนและ Carter and Manaster (1990) กล่าวว่า การลดผลกระทบจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลของนักลงทุนในตลาด ที่หน่วยงานควบคุมต้องการให้มีการเปิดเผยข้อมูลที่จำเป็นต่อการคาดการณ์ในอนาคตไว้ในหนังสือชี้ชวน งบการเงิน และข้อมูลเผยแพร่อื่น โดยบริษัทสามารถกำหนดทิศทางเพื่อลดการประมาณการความไม่แน่นอนได้ โดยการจ้างผู้ตรวจสอบบัญชีที่มีคุณภาพสูง

ดังนั้น ทฤษฎีการไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลได้ถูกนำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เพื่อช่วยให้บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์สามารถหาวิธีการในการลดปัญหาการไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลที่จะสื่อสารสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับในอนาคตและช่วยให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจในการลงทุนเข้ามามีส่วนร่วมในการซื้อขายหลักทรัพย์ IPO โดยจะกล่าวถึงในส่วนของการพัฒนาสมมติฐานในลำดับต่อไป

2.1.2 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ เป็นทฤษฎีที่นักลงทุนใช้ในการศึกษาถึงพฤติกรรมของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนซึ่งเป็นทฤษฎีที่ใช้ในแก้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และผู้มีศักยภาพเป็นผู้ลงทุนใหม่ บริษัทจะมีการส่งสัญญาณบางอย่างให้กับนักลงทุนทราบว่าพวกเขาเป็นบริษัทที่มีคุณภาพที่ดีเลิศ Leland et al.(1977) กล่าวว่าบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ที่มีคุณภาพสูงจำเป็นต้องส่งสัญญาณคุณภาพของบริษัทให้กับนักลงทุน โดย Spence (1973) กล่าวว่าทฤษฎีการส่งสัญญาณจะต้องเป็นสัญญาณที่น่าเชื่อถือสามารถสังเกตได้ คาดการณ์ได้ล่วงหน้าเช่นเดียวกับ Akerlof (1970) พบว่าทฤษฎีการส่งสัญญาณเป็นทฤษฎีที่อธิบายถึงความแตกต่างกันในเรื่องของข้อมูลไม่สมดุลกันทฤษฎีการส่งสัญญาณจะมีข้อบ่งชี้บางประการที่จะให้สัญญาณต่อนักลงทุนเกี่ยวกับความสามารถของบริษัทในการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เช่นผลประโยชน์การในอนาคตซึ่งจะสอดคล้องกับ Certo et al. (2007); Anis (2010); และ Gao and Jain (2011) ระบุว่าประเพณีผลการส่งสัญญาณของ

คณะกรรมการการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อแก้ไขปัญหาที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IPO ซึ่งจะเห็นได้ว่า โครงสร้างคณะกรรมการบริหารที่เหมาะสมจะสามารถใช้เป็นสัญญาณเพื่อสื่อถึงคุณภาพของบริษัทในมุมมองของนักลงทุนได้เป็นอย่างดี และยังพบในการศึกษาของ Hung (1998) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าคณะกรรมการและโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพจะช่วยส่งเสริมกิจกรรมการเพิ่มความมั่นคงได้อย่างต่อเนื่อง และเป็นการปกป้องความมั่นคงของผู้ถือหุ้นโดยคณะกรรมการบริษัทเป็นผู้ดูแลให้ข้อมูลที่จะสื่อสารออกไปก่อนจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้มีคุณภาพ ถูกต้องและมีความน่าเชื่อถือ ซึ่งคณะกรรมการบริษัทที่มีการกำหนดโครงสร้างการบริหารงานที่ดีเหมาะสมสามารถมีอิทธิพลในการรับรองมูลค่าของบริษัทได้

นอกจากนี้การศึกษาของ Anis (2010) กล่าวว่า ทฤษฎีการส่งสัญญาณเป็นตัววัดบางอย่างสามารถส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนเกี่ยวกับความสามารถของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ตลอดจนมูลค่าในอนาคตของบริษัท ซึ่งการสื่อสารที่น่าเชื่อถือเน้นให้เห็นถึงข้อมูลที่สำคัญเมื่อออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และนักลงทุนเนื่องจากบริษัทเพิ่งเริ่มระดมทุนในตลาดหุ้นและการไม่มีแหล่งข้อมูลทางเลือกอื่นเพื่อให้นักลงทุนใช้ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ในการตัดสินใจวางแผนในการลงทุน เพื่อเป็นการเพิ่มความน่าเชื่อถือให้กับข้อมูลพื้นฐานสำหรับการประเมินราคาหลักทรัพย์ของบริษัท บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะดำเนินกลยุทธ์และเปิดเผยข้อมูลซึ่งส่งสัญญาณเกี่ยวกับข้อมูลเฉพาะที่บริษัทมี ความสำเร็จของกลยุทธ์การส่งสัญญาณที่บริษัทเลือกจะขึ้นอยู่กับความน่าเชื่อถือของข้อมูลที่มีการสื่อสารตามมุมมองของนักลงทุนซึ่งการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ชี้ให้เห็นว่าโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทถูกใช้เป็นสัญญาณสำหรับความมั่นคงของบริษัทและความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางการเงินที่บริษัทเปิดเผย เช่นการศึกษาของ Beatty (1989) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์สามารถใช้ส่งสัญญาณที่ดีให้กับนักลงทุนได้และช่วยลดความไม่แน่นอนในอนาคตซึ่งบริษัทที่มีสินทรัพย์จำนวนมากจะเป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทมีความมั่นคงและมีศักยภาพการเติบโตสูง (Martani & Chastina, 2005)

ดังนั้นทฤษฎีการส่งสัญญาณได้ถูกนำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้เพื่อสื่อถึงคุณภาพและประสิทธิภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ในมุมมองของนักลงทุนซึ่งงานวิจัยในอดีตเชื่อว่าทฤษฎีการส่งสัญญาณถือเป็นการสื่อสารอย่างหนึ่งถ้ามีการสื่อสารที่ดีมีความน่าเชื่อถือสามารถอธิบายถึงข้อมูลพื้นฐานที่สำคัญของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และเมื่อทำการเสนอขายหลักทรัพย์ IPO จะช่วยลดการไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และนักลงทุนได้ แนวคิดพื้นฐานของการศึกษานี้คือ เมื่อบริษัททำการเสนอขายหลักทรัพย์ IPO หากนักลงทุนไม่มีข้อมูลจากแหล่งอื่นของบริษัท นักลงทุนจะทำการประเมินหลักทรัพย์ IPO จาก

ขนาดของสินทรัพย์ กำไรสุทธิของบริษัท และกระแสเงินสด จากหนังสือชี้ชวนที่ออกโดยบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งจะประกอบด้วยข้อมูลเกี่ยวกับสินทรัพย์ ที่มาของรายได้ มุมมองทางเศรษฐกิจ และการวางแผนการลงทุน ซึ่งบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะทำการกำหนดกลยุทธ์และแสดงข้อมูลเพื่อเป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพและความน่าเชื่อถือเกี่ยวกับข้อมูลภายในของบริษัทให้แก่นักลงทุนเพื่อใช้ในการประกอบการตัดสินใจในการลงทุน (Akerlof, 1970) โดยจะกล่าวถึงในส่วนของการพัฒนาสมมติฐานในลำดับต่อไป

2.1.3 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

การศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย มีความเกี่ยวข้องกับทฤษฎีตัวแทน ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

ความเป็นมาของทฤษฎีตัวแทน

แนวคิดเกี่ยวกับทฤษฎีตัวแทน ได้กล่าวถึงปัญหาความขัดแย้งในการตัดสินใจเพราะมนุษย์ทุกคนย่อมจะทำทุกอย่างเพื่อผลประโยชน์ของตนเอง เนื่องจากสภาพทางเศรษฐกิจในปัจจุบันนี้สำหรับบริษัทใหม่ที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกจะมีปัญหาของการไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric Information) ของข้อมูลระหว่างบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุน จากปัญหาที่กล่าวมาข้างต้นทฤษฎีตัวแทนจะเป็นทฤษฎีที่ใช้แก้ไขปัญหการไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ซึ่งจะอธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย คือ ตัวการ (Principle) คือ เจ้าของหรือผู้ถือหุ้น และตัวแทน (Agency) คือ ผู้บริหาร โดยการแบ่งแยกระหว่างเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นและผู้บริหารกิจการเกิดขึ้นเมื่อเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นไม่มีความรู้ ความสามารถมาอยู่ร่วมกันเพื่อตัดสินใจที่เกี่ยวข้องในการดำเนินงานได้อย่างถูกต้อง ทำให้กิจการจำเป็นต้องมีผู้บริหารเพื่อเข้ามาทำหน้าที่เป็นตัวแทนซึ่งจะมีความสามารถในการเข้าถึงข้อมูลได้มากกว่าตัวการ และในการรับรู้ข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกันระหว่างตัวการและตัวแทนก็จะทำให้เกิดปัญหาตัวแทนขึ้น (Agency Problem)

ดังนั้นจะมีการแยกส่วนของเจ้าของ (Ownership) และส่วนของการควบคุม (Control) คือ การที่คนทั้งหมดมีความรู้ความสามารถในการเข้าถึงข้อมูลข่าวสารที่เท่าเทียมกัน มีความรู้ความเข้าใจที่จะตัดสินใจดำเนินการใดๆ อย่างถูกต้อง จะทำให้การจัดสรรทรัพยากรที่นำไปใช้มีประสิทธิภาพมากที่สุด โดยตัวแทนจะทำเพื่อผลประโยชน์สูงสุดของตัวการและตัวแทนก็จะได้รับผลตอบแทนจากการทำงาน ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) ระบุว่าผู้ถือหุ้น (เจ้าของ) จะจ้างตัวแทน (ผู้บริหาร) ให้ทำการบริหารทรัพยากรของบริษัทที่มีประสิทธิภาพและ

ประสิทธิผลเพื่อประโยชน์สูงสุดแก่เจ้าของ ในเรื่องปัญหาตัวแทนมักจะเกิดขึ้นระหว่างเจ้าของและตัวแทน ซึ่งจะเกิดขึ้นเมื่อตัวแทนไม่รักษาผลประโยชน์ของเจ้าของ ดังนั้นบริษัทจึงจำเป็นต้องมีผลตอบแทนที่สามารถจูงใจตัวแทนอย่างเหมาะสมเพื่อช่วยลดปัญหาในเรื่องผลประโยชน์ที่จะได้รับจากการตัดสินใจโดยตัวแทนที่ทำหน้าที่แทนเจ้าของ ซึ่งมีค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นเกี่ยวกับตัวแทน จะเรียกว่า ต้นทุนตัวแทน เช่น ค่าใช้จ่ายให้กับตัวแทนเพื่อให้ปฏิบัติงานตามพันธะสัญญา (Bonding cost) ค่าใช้จ่ายในการติดตามตรวจสอบตัวแทนให้ดำเนินการตามเป้าหมายที่ตัวการกำหนดไว้ (Monitoring cost) และค่าใช้จ่ายอื่นที่เกี่ยวข้องกับตัวแทน (Residual loss) (ศิลปะพร ศรีจันทพร, 2551)

ปัญหาตัวแทน (Agency Problem)

ปัญหาตัวแทน (Agency Problem) คือปัญหาตัวแทนที่เกิดขึ้นจากจุดมุ่งหมายในการทำงานที่ต่างกันระหว่างผู้ถือหุ้น (เจ้าของ) ซึ่งมีจุดมุ่งหมายคือ ผลประโยชน์ของบริษัทในเรื่องของผลกำไรและการเจริญเติบโตของบริษัทตามที่บริษัทพึงจะมีและในส่วนของ ตัวแทน (ผู้บริหาร) มีจุดมุ่งหมายคือ ผลประโยชน์ของตนเอง เช่น ค่าตอบแทนสูงสุด หากได้รับผลตอบแทนที่ไม่สามารถจูงใจตัวแทนได้อย่างเหมาะสม ผู้บริหารอาจไม่ทุ่มเทในการบริหารกิจการอย่างเต็มที่และอาจจะใช้เงินจำนวนมากเพื่อประโยชน์ส่วนตัว ซึ่งทำให้เกิดปัญหาตัวแทนขึ้น โดย McColgan (2001) ได้แยกประเภทปัญหาตัวแทนออกเป็น 4 ประเภท ดังนี้

1. Moral Hazard คือ ปัญหาที่เกิดขึ้นจากตัวแทน (ผู้บริหาร) บริหารงานคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนตนเป็นหลัก

2. Earnings Retention คือ ปัญหาที่เกี่ยวข้องกับขนาดของกิจการ ที่วัดโดยกำไรสะสมของบริษัท ซึ่งตัวแทน (ผู้บริหาร) จะใช้ประโยชน์จากกำไรสะสมโดยการใช้นโยบายโครงสร้างเงินทุนที่เป็นแหล่งทุนภายในซึ่งก็คือกำไรสะสมมากกว่าจากแหล่งทุนภายนอก (เจ้าหนี้) เพื่อจะลดการถูกตรวจสอบการบริหารจากบุคคลภายนอก จากการกระทำดังกล่าวจะทำให้ผลตอบแทนในส่วนของผู้ถือหุ้น (เจ้าของ) ลดลง

3. Time Horizon คือ เป็นปัญหาที่เกิดขึ้นจากเวลาที่ตัวแทน (ผู้บริหาร) จะคำนึงถึงในช่วงระยะเวลาที่ตนได้บริหารงานในบริษัทอยู่เท่านั้น ทำให้ตัวแทน (ผู้บริหาร) มักจะลงทุนในโครงการระยะสั้นมากกว่าโครงการระยะยาว แม้ว่าโครงการระยะยาวจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าโครงการระยะสั้น

4. Risk Aversion คือ เป็นปัญหาที่เกิดขึ้นจากความขัดแย้งในการยอมรับความเสี่ยงจากการลงทุนของผู้ถือหุ้น (เจ้าของ) และ ตัวแทน (ผู้บริหาร) ซึ่งเกิดจากค่าตอบแทนที่ผู้บริหารจะได้รับนั้นไม่ได้ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยตัวแทน (ผู้บริหาร) จะได้รับผลตอบแทนเป็น

เงินเดือนเท่านั้น ซึ่งจะเห็นได้ว่าเงินเดือนเป็นผลตอบแทนที่จำนวนคงที่ ดังนั้นทำให้ตัวแทน (ผู้บริหาร) เลือกที่จะลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงต่ำเนื่องจากตัวแทน (ผู้บริหาร) จะไม่ได้รับประโยชน์ส่วนเพิ่มจากโครงการนั้น ๆ ถึงแม้ว่าโครงการนั้น ๆ จะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า ซึ่งในขณะเดียวกันหากตัวแทน (ผู้บริหาร) มีการบริหารงานผิดพลาดหรือล้มเหลวก็ย่อมส่งผลกระทบต่อหน้าที่และตำแหน่งของตัวแทน (ผู้บริหาร) เช่นกัน

จากปัญหาตัวแทน Jensen and Meckling (1976) กล่าวว่าปัญหาตัวแทนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับคณะกรรมการและผู้บริหารระดับสูง สำหรับการแก้ไขปัญหาโดยทั่วไปสามารถแก้ปัญหาได้ 2 วิธีการดังนี้

1. การให้ผลตอบแทน (Incentives) การให้ผลตอบแทนเป็นการสร้างแรงจูงใจอีกวิธีหนึ่ง โดยการผูกผลประโยชน์ระหว่างตัวแทน (ผู้บริหาร) และผู้ถือหุ้น (เจ้าของ) เข้าด้วยกัน ทั้งในรูปแบบการให้ผลตอบแทนอยู่ในรูปที่เป็นตัวเงิน (Financial Incentives) และผลตอบแทนที่ไม่อยู่ในรูปที่เป็นตัวเงิน (Non-Financial Incentives) เช่น การให้ตัวแทน (ผู้บริหาร) ถือหุ้นในอัตราที่เหมาะสม

2. การติดตามและดูแล (Monitoring) การบริหารงานของกิจการ โดยการแต่งตั้งบุคคลผู้ทรงคุณวุฒิภายนอกที่มีความรู้ความสามารถเข้ามาเป็นคณะกรรมการตรวจสอบ เข้ามาทำหน้าที่คอยติดตามและดูแลการบริหารงานแทนผู้ถือหุ้น (เจ้าของ) รวมถึงการให้คำปรึกษาแก่ตัวแทน (ผู้บริหาร)

นอกจากนี้การศึกษาของ Sulistyanto (2003) แสดงให้เห็นถึงข้อบ่งชี้ในทิศทางเดียวกันของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีผลต่อความเชื่อมั่นของสาธารณะชน เนื่องจากบริษัทที่มีการบริหารอย่างมืออาชีพ สามารถเพิ่มผลประโยชน์ให้กับเจ้าของและผู้ถือหุ้น โดยมิได้ละเลยผลประโยชน์ของผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง และได้กล่าวเพิ่มเติมว่า การกำกับดูแลกิจการของผู้บริหารของบริษัทเป็นโครงสร้างที่บริษัทเพื่อลดต้นทุน โดยใช้ทรัพยากรที่มีอยู่ให้เกิดประสิทธิภาพ และมีพนักงานที่มีเสถียรภาพเพื่อลดต้นทุนของตัวแทน แนวคิดของการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะต้องมีการพิจารณา 2 ประการ คือ 1. ความสำคัญของผู้ถือหุ้นในการมีสิทธิที่จะเข้าถึงข้อมูลที่ต้องการและรวดเร็ว 2. ความรับผิดชอบของบริษัทที่มีต่อการเปิดเผยข้อมูลที่แม่นยำ ทันเวลา และโปร่งใสเกี่ยวกับประสิทธิภาพการถือครองหุ้น และผู้มีส่วนเกี่ยวข้องจึงสามารถเพิ่มความคาดหมายในทิศทางเดียวกันของสาธารณะชนที่มีต่อบริษัท

ดังนั้นทฤษฎีตัวแทนได้ถูกนำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เพื่ออธิบายถึงการศึกษายัจฉัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ซึ่งปัญหาตัวแทนอาจ

ส่งผลกระทบต่อความสำเร็จของเป้าหมายของบริษัท เพื่อก้าวข้ามปัญหาเหล่านี้เราจึงต้องมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีควบคุมความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้น ผู้บริหารของบริษัท เจ้าหน้าที่ รัฐบาล พนักงาน ตลอดจนผู้ที่เกี่ยวข้องทั้งภายในและภายนอกบริษัท โดยที่ Barnhart and Rosenstein (1998) กล่าวว่ากลไกของการกำกับดูแลที่ครอบคลุมไปถึงกลไกภายใน เช่น โครงสร้างของคณะกรรมการผู้บริหาร การถือครองหุ้นของผู้บริหาร การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร ซึ่งการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นการป้องกันผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและเจ้าหน้าที่ที่มีประสิทธิภาพ เพื่อให้พวกเขาเชื่อว่าจะได้ผลตอบแทนจากการลงทุน การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยสร้างสภาพแวดล้อมที่น่าดึงดูดสำหรับการเจริญเติบโตที่มีประสิทธิภาพและยั่งยืนซึ่งในงานวิจัยนี้จะเน้นไปที่ลักษณะโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทซึ่งคาดการณ์ว่าเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย โดยจะกล่าวถึงในส่วนของการพัฒนาสมมติฐานในลำดับต่อไป

2.2 การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) Initial Public Offering

การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) เป็นการเปิดขายหุ้นครั้งแรกของบริษัทเอกชนสู่สาธารณชน ซึ่งเป็นกิจกรรมของบริษัทแสวงหาเงินทุนเพิ่มเติมเพื่อการพัฒนาหรือเพื่อขยายธุรกิจและการขยายตัวของบริษัท โดยการนำบริษัทไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งการศึกษาของ Daily et al. (2003) กล่าวว่า การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) เป็นขั้นตอนที่สำคัญที่สุดประการหนึ่งในการพัฒนากระบวนการของบริษัทซึ่งเป็นยุทธศาสตร์การเริ่มต้นในการเปลี่ยนแปลงขององค์กรให้เติบโตอย่างรวดเร็ว ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงขององค์กรเพื่อเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ บริษัทจะต้องเตรียมความพร้อมในหลายด้าน และต้องดำเนินการตามกฎหมายข้อกำหนดที่เกี่ยวข้อง ซึ่งสิ่งสำคัญเป็นลำดับแรกในการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก คือ บริษัทที่จะยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะต้องคัดเลือกผู้ที่เกี่ยวข้องกับการออกจำหน่ายหลักทรัพย์เพื่อเตรียมความพร้อมเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์และกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO ของบริษัทและผู้ที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เหล่านี้จะต้องเป็นไปตามข้อกำหนดของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งประกอบไปด้วย ที่ปรึกษาทางการเงิน ผู้ตรวจสอบบัญชี ผู้ตรวจสอบภายในและคณะกรรมการตรวจสอบ ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

ที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Advisors) คือ บริษัทที่ประกอบธุรกิจในการเป็นที่ปรึกษาทางการเงินที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ในการให้คำปรึกษาในการยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ และบริษัทต้องมีที่ปรึกษาทางการเงิน เพื่อให้การยื่นคำขอจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ สามารถดำเนินไปด้วยความถูกต้อง สามารถระดมทุนและเข้าจดทะเบียนได้ตามกำหนดเวลาที่ตั้งใจไว้ โดยที่ปรึกษาทางการเงินมีหน้าที่สำคัญในการศึกษาข้อมูลของบริษัทผู้ยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยใช้ความรู้ ความสามารถ และความระมัดระวังอย่างเพียงพอเยี่ยงผู้ประกอบวิชาชีพและจัดทำการตรวจสอบและการประเมินสินทรัพย์และหนี้สิน (Due Dillgence) ซึ่งเป็นขั้นตอนที่มีความสำคัญอย่างมากขั้นตอนหนึ่ง ที่ช่วยให้ที่ปรึกษาทางการเงินได้ศึกษาถึงรายละเอียดของบริษัทผู้ยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ว่ามีมูลค่าถูกต้องครบถ้วนตามบัญชีและมีอยู่จริง รวมทั้งทำความเข้าใจในรายละเอียดของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ทั้งในด้านการดำเนินงานและการบริหารจัดการได้อย่างละเอียดรอบคอบ

ทั้งนี้การตรวจสอบและการประเมินสินทรัพย์และหนี้สินจะทำให้ที่ปรึกษาทางการเงินสามารถวิเคราะห์และตรวจสอบได้ว่าบริษัทผู้ยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มีสิ่งใดบ้างที่จะต้องปรับปรุง แก้ไขและเปลี่ยนแปลง เพื่อไม่ให้บริษัทผู้ยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีประเด็นปัญหาในเรื่องสำคัญ เช่น โครงสร้างการถือหุ้น การทำรายการระหว่างกัน ระบบการควบคุมภายในและงบการเงิน ซึ่งประเด็นปัญหาเหล่านี้หากพบประเด็นปัญหาจะต้องใช้ระยะเวลาในการแก้ไขและปัญหาที่กล่าวมาข้างต้นก็เป็นประเด็นปัญหาที่พบบ่อยครั้งในการยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และทั้งนี้ในการตรวจสอบและการประเมินสินทรัพย์และหนี้สิน ที่ปรึกษาทางการเงินจะช่วยให้บริษัทผู้ยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีคุณสมบัติที่พร้อมสำหรับเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

นอกจากนี้ที่ปรึกษาทางการเงินต้องให้ความรู้ความเข้าใจแก่บริษัทผู้ยื่นคำขอจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ถึงหน้าที่ความรับผิดชอบตามกฎหมายในการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์พร้อมทั้งจัดทำเอกสารในการยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ รับรองว่าบริษัทผู้ยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้เปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้องและมีคุณสมบัติครบถ้วนเหมาะสมที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตามข้อบังคับ กฎเกณฑ์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์

และตลาดหลักทรัพย์ พร้อมทั้งให้คำแนะนำในการปฏิบัติตามข้อบังคับ กฎเกณฑ์ในการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และติดตามดูแลการดำเนินงานและผลประกอบการของบริษัทผู้ยื่นคำขอต่อเนื่องไปอีก 1 ปีนับจากวันที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผู้ตรวจสอบบัญชี (Auditor) คือ ผู้ให้บริการทางการบัญชีแก่สถานประกอบการ บุคคล สถานประกอบการเอกชนรวมไปถึงหน่วยงานรัฐบาล ในการควบคุมดูแลการทำบัญชีและการตรวจสอบบัญชี การรับรองความถูกต้องและความครบถ้วนในการจัดทำบัญชี และเอกสารทางการเงิน และในการยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ผู้ตรวจสอบบัญชีจะต้องเป็นผู้ที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยผู้สอบบัญชีมีหน้าที่ให้คำปรึกษา ตรวจสอบ และรับรองการรายงานข้อมูลทางการเงินของบริษัทให้ถูกต้องและเป็นไปตามมาตรฐานบัญชี ซึ่งผู้ตรวจสอบบัญชีจะต้องมีความรับผิดชอบต่อวิชาชีพในการนำเสนอข้อมูลทางบัญชีที่เชื่อถือได้ มีความละเอียดรอบคอบ มีความเป็นอิสระเป็นกลาง มีความถูกต้อง รวดเร็ว และมีประโยชน์อย่างแท้จริงในการตัดสินใจในการใช้วิจารณญาณเพื่อพิจารณาหาหลักปฏิบัติที่เหมาะสมและส่งผลกระทบต่อในด้านลบให้น้อยที่สุดแก่หน่วยงานหรือองค์กรที่เกี่ยวข้อง นอกจากนี้ที่สำคัญผู้ตรวจสอบบัญชีจะต้องมีจรรยาบรรณและความซื่อสัตย์เป็นอย่างมาก

ผู้ตรวจสอบภายใน (Internal Auditor) คือ ผู้รักษาผลประโยชน์ของผู้ที่มีส่วนได้เสียขององค์กรมีบทบาทสำคัญในการเพิ่มมูลค่าให้องค์กร โดยต้องเข้าใจถึงลักษณะของธุรกิจ ทำให้ทราบถึงความเสี่ยงที่องค์กรต้องเผชิญและสามารถตอบสนองความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสียได้ ซึ่งผู้ตรวจสอบภายในเปรียบเสมือนเครื่องมือและกลไกอย่างหนึ่งของผู้บริหารที่ช่วยในการตรวจทานความถูกต้องและสมบูรณ์ของสารสนเทศ ด้านการบัญชี การเงินและการดำเนินงานขององค์กรมีความโปร่งใสและเชื่อถือได้แก่ผู้มีส่วนได้เสียและช่วยให้องค์กรบรรลุถึงเป้าหมายที่วางไว้ด้วยการประเมินและปรับปรุงประสิทธิภาพของกระบวนการบริหารความเสี่ยง ซึ่งผู้ตรวจสอบภายในจะเป็นผู้ประเมินความเพียงพอและเหมาะสมของระบบการควบคุมภายในของบริษัทอย่างป็นอิสระให้คำแนะนำในการปรับปรุง ติดตามผลการนำไปปฏิบัติ รายงานผลการตรวจสอบอย่างสม่ำเสมอ ดูแลให้มีการใช้ทรัพยากรขององค์กรเป็นไปอย่างประหยัดเหมาะสมตามลำดับความสำคัญเพื่อให้คุ้มค่าและมีประโยชน์สูงสุดต่อองค์กร

นอกจากนี้ผู้ตรวจสอบภายในยังเป็นสื่อกลางระหว่างผู้บริหารและผู้ปฏิบัติงานในการประสานและลดปัญหาความไม่เข้าใจในนโยบาย รวมถึงมีส่วนร่วมในการพัฒนาระบบควบคุมภายในอย่างต่อเนื่องเพื่อเน้นการทำงานในแนวสร้างสรรค์ร่วมกับองค์กรที่รับการตรวจ มีการทำงานเป็นทีมและสนับสนุนให้องค์กรมีการปฏิบัติงานอย่างมีประสิทธิภาพ ประสิทธิภาพ รวมทั้ง

ส่งเสริมให้เกิดกระบวนการกำกับดูแลที่ดีป้องกันการประพฤติมิชอบหรือการทุจริตและเป็นการลดความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นจนทำให้การดำเนินงานไม่บรรลุวัตถุประสงค์ ทั้งนี้สิ่งสำคัญผู้ตรวจสอบภายในต้องมีความเป็นกลางและต้องดำรงความเป็นอิสระ และความเที่ยงธรรม

คณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee) คือกรรมการบริษัทที่ได้รับแต่งตั้งจากคณะกรรมการบริษัทให้อยู่ในคณะกรรมการชุดย่อยเพื่อทำหน้าที่สอบทานรายงานทางการเงิน ระบบการควบคุมภายใน รวมทั้งให้มีการเปิดเผยข้อมูลรายการเกี่ยวโยงให้ครบถ้วน โดยคณะกรรมการตรวจสอบจะต้องมีคุณสมบัติความเป็นอิสระตามเกณฑ์ขั้นต่ำตามข้อกำหนดของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้มีหน้าที่รับผิดชอบต่อคณะกรรมการบริษัทตามขอบเขตหน้าที่ที่ได้รับมอบหมายซึ่งขอบเขตการปฏิบัติงานของคณะกรรมการตรวจสอบได้แก่ สอบทานรายงานทางการเงิน สอบทานระบบการควบคุมภายใน และระบบตรวจสอบภายใน พิจารณาคัดเลือกและเสนอแต่งตั้งผู้สอบบัญชี สอบทานการปฏิบัติงานตามข้อกำหนดของกฎหมายที่เกี่ยวข้อง พิจารณาการเปิดเผยข้อมูลในรายการเกี่ยวโยงให้ถูกต้อง ครบถ้วน จัดทำรายงานของคณะกรรมการตรวจสอบไว้ในรายงานประจำปีและหน้าที่อื่นใดที่คณะกรรมการบริษัทมอบหมายและคณะกรรมการตรวจสอบเห็นชอบ

นอกจากนี้ยังมีผู้ที่เกี่ยวข้อง เช่น ที่ปรึกษาทางกฎหมาย (Legal Advisor) ทำหน้าที่เป็นผู้ให้ความเห็นและคำแนะนำในการปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมายกำหนดในการทำธุรกรรมที่สำคัญของบริษัท เช่น การเข้าซื้อกิจการ สิทธิบัตร การทำสัญญาทางธุรกิจที่สำคัญและนายทะเบียนหลักทรัพย์ (Registrar) บริษัทต้องมอบหมายให้บริษัทศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด หรือบุคคลที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ให้ความเห็นชอบทำหน้าที่เป็นนายทะเบียนหลักทรัพย์ซึ่งสามารถสรุปได้ดังภาพที่ 2.1



ภาพที่ 2.1 ผู้ที่เกี่ยวข้องกับการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2560)

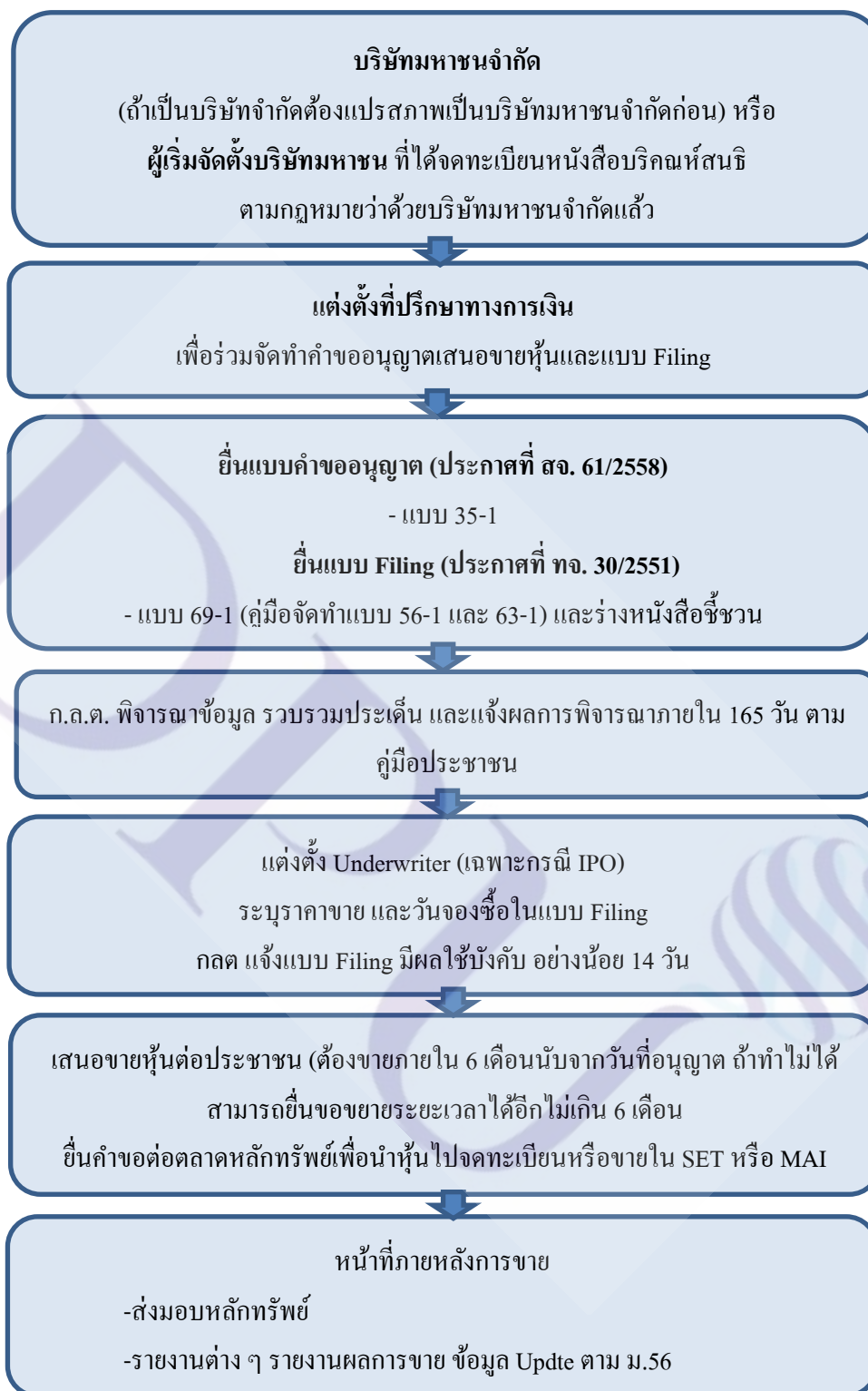
สำหรับประเทศไทยการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เริ่มต้นจากการแต่งตั้งผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial advisors) ผู้ตรวจสอบบัญชี (Auditor) ที่ปรึกษาทางกฎหมาย ซึ่งจะต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์หลังจากแต่งตั้งผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องแล้ว บริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะทำการจัดประชุมเพื่อทำการแบ่งหน้าที่ให้กับแต่ละฝ่ายในการยื่นคำขอกับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เพื่อออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO หลังจากที่ได้เอกสารประกอบทั้งหมดเรียบร้อยแล้ว การขึ้นทะเบียนจะมีผลในช่วงเวลาหนึ่งหลังจากที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ทำการตรวจสอบเอกสารทุกอย่างเรียบร้อยแล้ว

ลำดับต่อไปภายหลังจากการยื่นคำขอกับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ แล้วที่ปรึกษาทางการเงินจะต้องเตรียมการสำหรับการเข้าเยี่ยมชมกิจการของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินร่วมกับผู้ตรวจสอบบัญชีในการเตรียม Working Paper ให้พร้อมและนัดหารือกับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ให้ได้ภายใน 10 วันทำการนับจาก

วันที่ยื่นคำขอเพื่อที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จะได้นัดเข้าเยี่ยมชมกิจการของบริษัทที่ยื่นคำขอได้ภายในอีก 10 วันทำการถัดไป

หลังจากบริษัทได้รับการอนุมัติให้ขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนแล้วจะต้องนำหลักทรัพย์ออกจำหน่ายให้กับประชาชนให้แล้วเสร็จภายใน 6 เดือนนับแต่วันที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แจ้งการอนุญาตและสามารถขออนุญาตขายเวลาได้อีก 6 เดือนโดยต้องส่งหนังสือพร้อมเหตุผลให้กับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ไม่น้อยกว่า 30 วันและนอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) กำหนดให้ผู้ยื่นคำขอต้องกระจายการถือหุ้นรายย่อยให้แล้วเสร็จภายใน 6 เดือนและขอผ่อนผันได้ 6 เดือน โดยต้องแจ้งผ่อนผันและชี้แจงเหตุผลเป็นหนังสือต่อคณะกรรมการไม่น้อยกว่า 7 วัน ก่อนวันครบกำหนด (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.), 2560)

สุดท้ายหลังจากการขึ้นทะเบียนมีผลบังคับแล้วในส่วนของการตลาดของหลักทรัพย์ IPO ที่จะเสนอขายในส่วนหนังสือชี้ชวนสามารถจัดพิมพ์ได้หลังจากได้รับอนุมัติจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นจะเป็นสัญญาณว่ากระบวนการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อย่างเป็นทางการได้เริ่มต้นแล้ว (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) ซึ่งสามารถสรุปได้ดังภาพที่ 2.2 ดังนี้



ภาพที่ 2.2 สรุปขั้นตอนการเสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO)

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2560)

2.3 แนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing)

แนวคิดทางการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยครั้งนี้ มีรายละเอียด ดังต่อไปนี้

แนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับเรื่อง ปัจจัยที่ส่งผลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO ในอดีตส่วนมากแสดงผลการศึกษาเชิงประจักษ์ถึงการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO มีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า เช่น Baron and Holmstrom (1980); Rock (1986); Beatty and Ritter (1986); Koh and Walter (1989); Carter et al. (1998); Megginson and Weiss (1991); Welch and Ritter (2002); Ljungqvist (2006); Zhang et al. (2007); Anis (2010); Martani et al. (2012) โดยการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า นักวิจัยหลายท่านให้แนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าที่หลากหลายแตกต่างกันออกไปดังนี้

งานวิจัยจำนวนมากที่ระบุว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าเกิดจากการมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน เช่น Beatty and Ritter (1986) กล่าวว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ซึ่งเกิดขึ้นได้ระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุน โดยที่บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะทำการลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยการออกหนังสือชี้ชวนซึ่งจะประกอบด้วยข้อมูลต่างๆ เกี่ยวกับบริษัทและบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะพยายามลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยการใช้ผู้ตรวจสอบบัญชีและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงซึ่งสอดคล้องกับ Ljungqvist (2006) ซึ่งให้เห็นว่าเหตุผลของการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า แบ่งออกเป็น 4 เหตุผล ได้แก่ ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล เหตุผลด้านสถาบัน การพิจารณาด้านการควบคุม และกระบวนการเชิงพฤติกรรม พบว่าเหตุผลที่เหมาะสมที่สุดของการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า คือ ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล บุคคลที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ประกอบด้วยผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุน โดยแบบจำลองด้านความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลนี้จะอนุมานว่าหนึ่งในสามบุคคลนี้จะทราบข้อมูลมากกว่าบุคคลอื่น ทำให้การเสนอราคาขายของหลักทรัพย์ IPO ไม่เหมาะสมเป็นเหตุผลหนึ่งที่น่านำไปสู่การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า คือ การตกแต่งกำไร ในขณะที่ผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจจะมีการบันทึกกำไรก่อนเพื่อให้กำไรในช่วงออกหลักทรัพย์ IPO สูงกว่าปกติ โดยมีการใช้เกณฑ์คงค้าง

และจะพิจารณาว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีการตกแต่งกำไรในช่วงออกหลักทรัพย์ IPO หรือไม่โดยดูจากมีการใช้เกณฑ์คงค้างในการบันทึกบัญชี

นอกจากการมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน ที่ระบุว่าเป็นเหตุผลหนึ่งของการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO งานวิจัยในอดีตที่ถูกอ้างถึงอย่างมากโดย Rock (1986) กล่าวว่า เหตุผลของการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าเกิดจาก นักลงทุน ซึ่งได้แบ่งนักลงทุนออกเป็น 2 ประเภท คือ นักลงทุนที่มีข้อมูลและนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล ซึ่งในตลาดหลักทรัพย์ IPO มีนักลงทุนอยู่ทั้งสองประเภท โดยนักลงทุนที่มีข้อมูลจะได้รับทราบข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ IPO และนักลงทุนที่มีข้อมูลจะแข่งขันกันคัดเลือกซื้อแต่หุ้นที่ราคาถูกจริง (ดี) ไปก่อนแล้วเหลือแต่หุ้นราคาแพง (ไม่ดี) ให้กับนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล ดังนั้น Rock จึงชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะให้ส่วนลดในราคาหลักทรัพย์ IPO ของพวกเขาเพื่อดึงดูดนักลงทุน หรืออาจกล่าวได้ว่า นักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลแล้วอาจทำให้ผลตอบแทนที่จะได้รับจัดสรรหุ้นจะน้อยกว่าผลตอบแทนที่ต้องการเมื่อทำการจองซื้อหลักทรัพย์ IPO ดังนั้น ผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จึงจำเป็นต้องกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO ของบริษัทให้ต่ำกว่ามาตรฐานเพื่อช่วยนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล ได้รับผลตอบแทนตามที่คาดการณ์ไว้เมื่อทำการจองซื้อหลักทรัพย์ IPO ของบริษัท ซึ่ง Beatty and Ritter (1986); Koh and Walter (1989), Anis (2010) เห็นด้วยกับแนวคิดของ Rock (1986)

ในมุมมองกลับกันการศึกษาของ Welch and Ritter (2002) กล่าวว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO ถือเป็นกลไกหนึ่งในการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัท ดังนั้นบริษัทที่มีคุณภาพดีจะกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานเพื่อให้ประสบความสำเร็จในการจำหน่ายหลักทรัพย์ในอนาคต ซึ่งสอดคล้องกับ Carter et al. (1998); Megginson and Weiss (1991), Zhang et al. (2007) ซึ่งชี้ให้เห็นว่า ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชีจะเพิ่มการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า เนื่องจากผู้ตรวจสอบบัญชีที่ดีจะถือว่าเป็นสัญญาณที่ดีแสดงถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ช่วยเพิ่มมูลค่าของหุ้นในตลาดรอง โดยนักลงทุนอาจจะคิดว่าการใช้บริการผู้ตรวจสอบบัญชีที่ดีมีคุณภาพ ก็แสดงว่าบริษัทมีข้อมูลที่ดี ถูกต้องและมีความน่าเชื่อถือได้เกี่ยวกับแนวโน้มการบริหารงานและผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

อย่างไรก็ตามยังมีงานวิจัยในอดีตที่กล่าวเพิ่มเติมนอกเหนือจากเหตุผลที่กล่าวมาข้างต้น เช่น Martani et al.(2012) ระบุว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) เกิดจากความแตกต่างของราคาหลักทรัพย์ในตลาดแรกและตลาดรอง โดยที่ราคาหลักทรัพย์ในตลาดรองจะถูกกำหนดจากกลไกทางการตลาด (อุปสงค์และอุปทาน) และราคา

หลักทรัพย์ที่ขายในตลาดแรก (ราคา IPO) จะถูกกำหนดล่วงหน้าระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ หากราคาหลักทรัพย์ IPO ต่ำกว่าราคาในตลาดรองเมื่อเข้าซื้อขายวันแรกอย่างมีนัยสำคัญจะเรียกว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

ดังนั้นจากแนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ที่ได้กล่าวมาข้างต้นของนักวิจัยหลายท่าน สามารถสรุปแนวคิดการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าในงานวิจัยครั้งนี้ได้ว่าสาเหตุที่ทำให้บริษัทกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน ประกอบด้วยดังนี้

1. การมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน ซึ่งเกิดขึ้นได้ระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุน ทั้งนี้บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะทำการลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล โดยการออกหนังสือชี้ชวน ซึ่งจะประกอบด้วยข้อมูลต่างๆ เกี่ยวกับบริษัท และบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะพยายามลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยการใช้ผู้ตรวจสอบบัญชีและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียง (Beatty & Ritter, 1986)

นอกจากนั้นความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล บุคคลที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ประกอบด้วยผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และนักลงทุน โดยแบบจำลองด้านความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลนี้จะอนุมานว่าหนึ่งในสามบุคคลนี้จะทราบข้อมูลมากกว่าบุคคลอื่น ทำให้การเสนอราคาขายของหลักทรัพย์ IPO ไม่เหมาะสม (Ljungqvist, 2006) ในขณะที่ Rock (1986) ได้แสดงความคิดเห็นว่า นักลงทุนที่มีข้อมูลจะได้รับทราบข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO และนักลงทุนที่มีข้อมูลจะแข่งขันกันคัดเลือกซื้อแต่หุ้นที่ราคาถูกจริง (ดี) ไปก่อนแล้วเหลือแต่หุ้นราคาแพง (ไม่ดี) ให้กับนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล ดังนั้นบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะให้ส่วนลดในราคาหลักทรัพย์ IPO ของพวกเขาเพื่อดึงดูดนักลงทุน หรืออาจกล่าวได้ว่า นักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลแล้วอาจทำให้ผลตอบแทนที่จะได้รับจัดสรรหุ้นจะน้อยกว่าผลตอบแทนที่ต้องการเมื่อทำการจองซื้อหลักทรัพย์ IPO (Beatty & Ritter, 1986; Koh & Walter, 1989; Anis, 2010)

2. ความแตกต่างของราคาหลักทรัพย์ในตลาดแรกและตลาดรอง โดยที่ราคาหลักทรัพย์ในตลาดรองจะถูกกำหนดจากกลไกในทางการตลาด (อุปสงค์และอุปทาน) และราคาหลักทรัพย์ที่ขายในตลาดแรก (ราคา IPO) จะถูกกำหนดล่วงหน้าระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ หากราคาหลักทรัพย์ IPO ต่ำกว่าราคาในตลาดรองเมื่อเข้าซื้อขายวันแรกอย่างมีนัยสำคัญจะเรียกว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Martani et al. 2012)

3. การตกแต่งกำไร ในขณะที่ผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจจะมีการบันทึกกำไรก่อนเพื่อให้กำไรในช่วงออกหลักทรัพย์ IPO สูงกว่าปกติ โดยมีการใช้เกณฑ์คงค้างและจะพิจารณาว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีการตกแต่งกำไรในช่วงออกหลักทรัพย์ IPO หรือไม่โดยดูจากมีการใช้เกณฑ์คงค้างในการบันทึกบัญชี (Ljungqvist, 2006)

4. คุณภาพของบริษัท ซึ่งจากการศึกษาของ Welch and Ritter (2002) พบว่าการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO ถือเป็นกลไกหนึ่งในการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัท ดังนั้นบริษัทที่มีคุณภาพดีจะกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานเพื่อให้ประสบความสำเร็จในการจำหน่ายหลักทรัพย์ในอนาคต ซึ่งสอดคล้องกับ Carter et al. (1998); Megginson and Weiss (1991); Zhang et al. (2007) ซึ่งให้เห็นว่า ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชีจะเพิ่มการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า เนื่องจากผู้ตรวจสอบบัญชีที่ดีจะถือว่าเป็นสัญญาณที่ดีแสดงถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ช่วยเพิ่มมูลค่าของหุ้นในตลาดรอง โดยนักลงทุนอาจจะคิดว่าการใช้บริการผู้ตรวจสอบบัญชีที่ดีมีคุณภาพ ก็แสดงว่าบริษัทมีข้อมูลที่ดี ถูกต้องและมีความน่าเชื่อถือได้เกี่ยวกับแนวโน้มการบริหารงานและผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

ดังนั้นจากแนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ที่ได้กล่าวมาข้างต้นของนักวิจัยหลายท่าน สามารถสรุปให้แนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ในงานวิจัยครั้งนี้ได้ว่าการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า เกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างนักลงทุน 2 ประเภท คือ นักลงทุนที่มีข้อมูลและนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล ซึ่งจะเกี่ยวข้องกับบุคคล 3 ฝ่าย คือ บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุน โดยที่บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะทำการลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล โดยทำการส่งสัญญาณต่างๆ ถึงคุณภาพของบริษัทให้กับนักลงทุน เช่น การใช้ผู้ตรวจสอบบัญชีที่ดีมีคุณภาพ การมีโครงสร้างคณะกรรมการที่ดีและการออกหนังสือชี้ชวนซึ่งจะประกอบด้วยข้อมูลต่างๆ เช่น ผลการดำเนินงานที่ผ่านมา ประวัติของบริษัท เพื่อช่วยให้นักลงทุนมีข้อมูลในการตัดสินใจในการลงทุนมากขึ้น ทำให้บริษัทที่มีคุณภาพดีจะกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานลดลงเพื่อให้การออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ประสบความสำเร็จในอนาคตและสามารถสรุปแนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าจำแนกตามนักวิจัยแต่ละท่านได้ดังตารางที่ 2.1

ตารางที่ 2.1 สรุปแนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

ผู้เขียน	คำจำกัดความ
Rock (1986)	การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าเกิดจากนักลงทุน ซึ่งได้แบ่งนักลงทุนออกเป็น 2 ประเภท คือ นักลงทุนที่มีข้อมูลและนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล โดยนักลงทุนที่มีข้อมูลจะได้รับทราบข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ IPO และนักลงทุนที่มีข้อมูลจะแข่งขันกันคัดเลือกซื้อแต่หุ้นที่ราคาถูกจริง(ดี)ไปก่อนดังนั้น ผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จึงจำเป็นต้องกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO ของบริษัทให้ต่ำกว่ามาตรฐานเพื่อช่วยนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล ได้รับผลตอบแทนตามที่คาดการณ์ไว้เมื่อทำการจองซื้อหลักทรัพย์ IPO ของบริษัท
Beatty and Ritter (1986)	การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าเกิดจากการมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน ระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุน โดยที่บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะทำการลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยการออกหนังสือชี้ชวนและจะพยายามลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยใช้ผู้ตรวจสอบบัญชีและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียง
Ljungqvist (2006)	การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าเกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลของบุคคลที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ประกอบด้วยผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และนักลงทุน โดยอนุมานว่าหนึ่งในสามบุคคลนี้จะทราบข้อมูลมากกว่าบุคคลอื่น ทำให้การเสนอราคาขายของหลักทรัพย์ IPO ไม่เหมาะสมเป็นเหตุผลหนึ่งที่น่านำไปสู่การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

ผู้เขียน	คำจำกัดความ
Welch and Ritter (2002)	การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO ถือเป็นกลไกหนึ่งที่ใช้ในการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัท ดังนั้นบริษัทที่มีคุณภาพดีจะกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานเพื่อให้การออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ประสบความสำเร็จในอนาคต
Martani et al. (2012)	การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าเกิดจากความแตกต่างของราคาหลักทรัพย์ในตลาดแรกและตลาดรอง โดยที่ราคาหลักทรัพย์ในตลาดรองจะถูกกำหนดจากกลไกในทางการตลาด (อุปสงค์และอุปทาน) และราคาหลักทรัพย์ที่ขายในตลาดแรก (ราคา IPO) จะถูกกำหนดล่วงหน้าระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ หากราคาหลักทรัพย์ IPO ต่ำกว่าราคาในตลาดรองเมื่อเข้าซื้อขายวันแรกอย่างมีนัยสำคัญจะเรียกว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องมีนักวิจัยหลายท่านชี้ให้เห็นว่าอาจจะมีปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ที่ถูกอ้างอิงถึงนั้น ผลการศึกษาในอดีตได้ระบุถึงความสัมพันธ์ของแต่ละปัจจัยที่มีอิทธิพลในทิศทางที่หลากหลายแตกต่างกันออกไป โดยงานวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้เลือกศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ซึ่งในงานวิจัยนี้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) มีปัจจัยที่เป็นตัววัดมี 4 ด้าน ได้แก่ ลักษณะโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ ข้อมูลพื้นฐานของบริษัท ข้อมูลทางการเงินของบริษัท โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

2.4.1 ลักษณะโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาลักษณะของโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า พบว่าโครงสร้างคณะกรรมการที่ดีจะสามารถช่วยรับรองคุณภาพและมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทได้ เพราะคณะกรรมการบริษัทเป็นหนึ่งในกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อดูแลรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร ในการตรวจสอบข้อมูลของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ที่จะสื่อสารออกไปก่อนการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้มีความถูกต้อง ครบถ้วนและมีความน่าเชื่อถือ ดังนั้นโครงสร้างของคณะกรรมการถูกใช้เป็นสัญญาณอย่างหนึ่งของบริษัทเพื่อจะสื่อถึงคุณภาพและประสิทธิภาพของบริษัทและความมั่นคง ความถูกต้อง ความครบถ้วนของข้อมูลทางการเงินเพื่อช่วยให้นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ IPO ของบริษัท โดยนักลงทุนจะให้ความเชื่อถือโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทที่ดีมีคุณภาพจะสามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จึงอาจทำให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าสำหรับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ลดลง ซึ่งพบได้ในการศึกษาของ (Darmadi & Gunawan, 2012; Beasley, 1996; Gao & Jain, 2011; Anis, 2010; Yatim, 2011)

ดังนั้นการศึกษาในครั้งนี้จะพิจารณาลักษณะโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท 5 ปัจจัยที่อาจจะมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ซึ่งได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท คณะกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญบัญชีหรือการเงิน สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่น การควบตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการบริษัท โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size: BOS)

ขนาดของคณะกรรมการบริษัทเป็นองค์ประกอบที่ยังคงเป็นหัวใจสำคัญสำหรับโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีนักวิจัยหลายท่านได้กล่าวถึง ขนาดของคณะกรรมการเป็นตัววัดหนึ่งของโครงสร้างกรรมการถูกนำมาใช้ในการส่งสัญญาณที่มีประโยชน์สำหรับการกำกับดูแลที่ดี ซึ่งรวมถึงการสร้างมูลค่าให้กิจการ เช่น Anis (2010) กล่าวว่า การส่งสัญญาณของโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถพิจารณาได้จากขนาดของคณะกรรมการบริษัท ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทและการมีอยู่ของคณะกรรมการตรวจสอบ โดยทำการศึกษาความเชื่อมโยงระหว่างลักษณะของคณะกรรมการกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของประเทศฝรั่งเศส ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่มีความสัมพันธ์

ในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่คาดการณ์ไว้ คือ ขนาดของคณะกรรมการบริษัทขนาดเล็กสามารถลดความไม่แน่นอนของนักลงทุนได้ ในการส่งสัญญาณในเรื่องของมูลค่าของบริษัทที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ IPO

ในอีกด้านของการศึกษา Ahmed et al. (2006) ทำการศึกษาบริษัทในตลาดนิวยอร์ก ระหว่างปี 1991-1997 พบว่าขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราการทำกำไร ซึ่งคณะกรรมการที่มีขนาดเล็กจะมีประสิทธิภาพในการควบคุมดูแลคุณภาพของกำไรมากกว่าคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่ ทั้งนี้ยังมีการศึกษาที่แตกต่างของ Hidayat and Kusumastuti (2014) พบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามต่อระดับของการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ดังนั้นการมีจำนวนคณะกรรมการมากขึ้นจะมีระดับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าลดลง ซึ่งหมายความว่าขนาดของคณะกรรมการอาจช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลในสายตานักลงทุนและการมีขนาดของคณะกรรมการที่ใหญ่แสดงว่าคณะกรรมการแต่ละท่านจะใช้ความสามารถที่มีอย่างหลากหลายที่สามารถเพิ่มประสิทธิภาพในการเสริมบทบาทโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการของบริษัทและลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างบริษัทและนักลงทุนทำให้ระดับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าลดลงและสามารถป้องกันการตกต่ำกำไรของบริษัทได้ดีกว่า

สำหรับประเทศไทยมีการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทและคุณลักษณะของกรรมการตรวจสอบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (SET) ผลการศึกษา พบว่าจำนวนของคณะกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานของบริษัท (วรัญญา มโนสุนทร, 2558) ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดไว้ว่าคณะกรรมการควรมีขนาดเหมาะสมไม่เล็กเกินไปจนขาดความหลากหลายทางความคิด และไม่ใหญ่เกินไปจนขาดความคล่องตัวและประสิทธิภาพในการทำงาน ซึ่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนแห่งประเทศไทย ได้กำหนดไว้เพียงว่าบริษัทต้องมีกรรมการไม่น้อยกว่า 5 คน และในทางปฏิบัติตามคู่มือต่างๆ จะแนะนำว่าขนาดของคณะกรรมการที่เหมาะสมอยู่ 9-15 คน แต่ก็ไม่มีจำนวนตายตัวและเหมาะสมที่สุดสำหรับแต่ละบริษัท (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2547)

นอกจากนี้ยังมีแนวโน้มว่าค่าเฉลี่ยในต่างประเทศบริษัทอาจมีจำนวนคณะกรรมการน้อยลง เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและความคล่องตัวในการดำเนินงาน ซึ่งพบได้ในการศึกษาของ Sarra (2003) ซึ่งให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีของผู้บริหารเป็นโครงสร้างที่บริษัททำขึ้นเพื่อเพิ่มเงินทุนในต้นทุนที่ต่ำ โดยใช้ทรัพยากรและพนักงานที่มีอยู่ให้มีประสิทธิภาพเพื่อลดต้นทุนของ

ตัวแทนซึ่งสอดคล้องกับ Fama and Jensen (1983) กล่าวว่าคณะกรรมการบริษัทสามารถช่วยลดปัญหาตัวแทนและทฤษฎีตัวแทนใช้ในการสนับสนุนมุมมองทางเลือกที่ว่าคณะกรรมการบริษัทขนาดเล็กมีประสิทธิภาพมากกว่าเนื่องจากสามารถประสานงานกันได้ดีกว่าและ Hermalin and Weisbach (2003) พบว่าคณะกรรมการที่มีจำนวนน้อยจะมีประสิทธิภาพมากกว่าคณะกรรมการที่มีจำนวนมาก ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Sahoo (2014) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO พบว่า ขนาดของคณะกรรมการ วุฒិภาวะ ความหลากหลายของคณะกรรมการ ชื่อเสียงและภาวะผู้นำ ช่วยลดการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าและกล่าวว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทขนาดเล็กช่วยให้มีการประสานงานและมีประสิทธิภาพในการตัดสินใจได้รวดเร็วและมีประโยชน์ในการลดต้นทุนตัวแทนของบริษัทและในส่วนการศึกษาของ Yermack (1996) ชี้ให้เห็นว่าคณะกรรมการขนาดเล็กจะสร้างมูลค่าตลาดมากกว่าคณะกรรมการขนาดใหญ่

อย่างไรก็ตามการศึกษาจากนักวิจัยบางคน เช่น Adams and Mehran (2005) ได้แย้งคำกล่าวของ Yermack (1996) โดยเสนอแนะว่าปรากฏการณ์ดังกล่าวอาจเกิดขึ้นกับบางประเภทของอุตสาหกรรมไม่สามารถกล่าวสรุปได้ทั่วไปและยังชี้ให้เห็นว่าคณะกรรมการขนาดใหญ่จะช่วยพัฒนาประสิทธิภาพทางการเงินตามที่วัดโดยใช้ค่าโทบินคิว (Tobin's Q) ซึ่งสอดคล้องกับ Nakano and Nguyen (2012) ทำการศึกษองค์ประกอบของคณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โตเกียว และพบว่าคณะกรรมการบริษัทขนาดใหญ่จะลดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ IPO ได้ นอกจากนี้การศึกษาของ Yatim (2011) พบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์ต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า อาจเป็นไปได้ว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทขนาดใหญ่ไม่สามารถลดความไม่แน่นอนสำหรับบริษัทหลักทรัพย์ IPO และอาจไม่มีประโยชน์ในการซื้อ ขายหลักทรัพย์ผ่านทางคณะกรรมการจำนวนมาก

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องจะเห็นว่าขนาดของกรรมการบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ในลักษณะที่แตกต่างกันแต่ในงานวิจัยครั้งนี้ได้ตั้งสมมติฐานตามงานวิจัยส่วนใหญ่ที่ชี้ให้เห็นไว้ว่าขนาดของกรรมการบริษัทที่ดีและเหมาะสมจะส่งผลให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ของกิจการดี ทำให้สามารถตั้งสมมติฐานได้ว่าขนาดของกรรมการบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

คณะกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญบัญชีหรือการเงิน (Board Expertise: BOE)

คณะกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญบัญชีหรือการเงินในงานวิจัยนี้ คือ การมีความรู้ ประสบการณ์และความสามารถของคณะกรรมการบริษัท Sahoo (2014) พบว่า ประสบการณ์และความรู้ของคณะกรรมการบริษัทมีบทบาทที่สำคัญช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือให้กับ บริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งจำเป็นมากต่อการสร้างความสัมพันธ์กับนักลงทุนอย่าง ยั่งยืนจากการนำประสบการณ์ที่หลากหลาย ความรู้เกี่ยวกับสภาพแวดล้อมการแข่งขันในธุรกิจเข้า มาช่วยในการบริหารจัดการ ควบคุมดูแลของบริษัท เช่น Pearce and Zahra (1991) ซึ่งชี้ให้เห็นว่า บางครั้งคณะกรรมการจะมีบทบาทเชิงรุกในฐานะที่เลี้ยงในการวางแผนทางด้านการบริหารจัดการ ทรัพยากร กำหนดกลยุทธ์และเป้าหมายของธุรกิจ ซึ่งความสำคัญของความรู้ ประสบการณ์และ ชื่อเสียงของคณะกรรมการถือเป็นการส่งสัญญาณเกี่ยวกับมูลค่าของบริษัทซึ่งมีความจำเป็นอย่างยิ่ง ต่อการอยู่รอดของบริษัทที่อยู่ในภาวะล้มละลาย (Aveni & Kesner, 1993)

นอกจากนี้ Chemmanur and Paeglis (2005) ศึกษาเกี่ยวกับประสบการณ์และข้อมูล ส่วนตัวของผู้บริหารระดับสูง พบว่าผู้บริหารที่มีประสบการณ์มากจะสร้างผลงานได้ดีหลังจากการ จำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เนื่องจากพวกเขาสามารถดึงดูดผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุนที่มี คุณภาพดีได้ ดังนั้นการศึกษาความรู้ความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ของคณะกรรมการที่ดำรง ตำแหน่งแสดงให้เห็นถึงคุณภาพของผู้มีอำนาจตัดสินใจสูงสุดในบริษัท ผู้บริหารที่มีประสบการณ์ สูงจะเข้าใจการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมทางธุรกิจได้ดีกว่าและมีทักษะในการบริหารจัดการเพื่อ แก้ไขปัญหาและลดความเสี่ยงของการล้มเหลวของธุรกิจ ซึ่งสอดคล้องกับ Filatotchev and Bishop (2002) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าความรู้และประสบการณ์ของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์อย่างมากที่จะ ช่วยลดการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า เนื่องจากคณะกรรมการ สามารถนำความรู้ ประสบการณ์เข้ามาบริหารทรัพยากรของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ให้มี คุณภาพสร้างความน่าเชื่อถือเพื่อดึงดูดผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์เพื่อแก้ไขปัญหาการกำหนดราคา หลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าและประสิทธิภาพของหลักทรัพย์ IPO

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องจะเห็น คณะกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความ เชี่ยวชาญบัญชีหรือการเงิน จะส่งผลให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ของกิจการดีขึ้น ทำให้สามารถ ตั้งสมมติฐานได้ว่า คณะกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญบัญชีหรือการเงินมีอิทธิพล ต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัท (Board Independence: BOI)

สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัทเป็นส่วนหนึ่งที่สำคัญของโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท ทั้งนี้คณะกรรมการอิสระของบริษัทเป็นผู้ซึ่งไม่มีความสัมพันธ์ทางธุรกิจกับบริษัทในลักษณะที่จะทำให้มีข้อจำกัดในการแสดงความคิดเห็นที่เป็นอิสระเพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนและรักษาสมดุลของการบริหารจัดการที่ดี จะเห็นได้ว่าในงานวิจัยในอดีตสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีความสำคัญต่อบริษัทซึ่งเป็นตัววัดหนึ่งถูกนำมาใช้ในการส่งสัญญาณสำหรับความมั่นคงและความเชื่อถือของข้อมูลทางการเงินของบริษัท (Anis, 2010) การศึกษาเหล่านี้ชี้ให้เห็นว่า คณะกรรมการที่มีการออกแบบมาอย่างดีจะมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทและ Beasley (1996) พบว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการจะช่วยลดระดับของการทุจริตในรายงานทางการเงิน Fama and Jensen (1983) กล่าวถึง ความสำคัญของการมีสมาชิกของคณะกรรมการอิสระที่มาจากภายนอกในการควบคุมการตัดสินใจของคณะกรรมการบริษัท ความเป็นอิสระของคณะกรรมการภายนอกสามารถป้องกันผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นจากการฉวยโอกาสของคณะผู้บริหารได้ดี เนื่องจากมีความเป็นไปได้น้อยกว่าในการจะร่วมมือกับผู้บริหารเพื่อแทรกแซงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น โดย Kim et al. (2010) ได้กล่าว เช่นเดียวกันว่าผู้ถือหุ้นและผู้กำกับดูแลเชื่อว่าคณะกรรมการอิสระที่มีประสิทธิภาพสามารถใช้ในการประเมินประสิทธิภาพในการบริหารงานของผู้บริหารของบริษัทได้

นอกจากนี้การศึกษาของ Nakano and Nguyen (2012) พบว่า ในส่วนของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO คณะกรรมการอิสระของบริษัทจะช่วยลดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ และ Rock (1986) ได้กล่าวว่า ความท้าทายของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO คือการแก้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลที่เกิดขึ้นในตลาดระหว่างการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ดังนั้น เพื่อเป็นการลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลในระหว่างการจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO บริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนในรูปแบบที่แตกต่างกัน องค์ประกอบของสัดส่วนความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทก็เป็นส่วนสำคัญที่จะสื่อสารให้กับนักลงทุนในตลาดเพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Darmadi and Gunawan (2012) พบว่า สัดส่วนความเป็นอิสระของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

ทั้งนี้ในทางตรงกันข้ามการศึกษาของ Yatim (2011) พบว่าสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO ซึ่งได้กล่าวว่าความเป็นอิสระของคณะกรรมการอาจไม่สามารถลดความ

แปรปรวนที่สำคัญในการช่วยลดความไม่แน่นอนที่อาจจะเกิดขึ้นได้อย่างชัดเจนในการประเมินราคาการเสนอขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียเพราะในการประเมินราคาการเสนอขายหุ้นในประเทศมาเลเซียมีแนวโน้มที่จะมีองค์ประกอบอื่นๆ ด้วยที่ไม่สามารถสังเกตเห็นของบริษัทและนักลงทุนเชื่อว่าบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะมีผลประกอบการดีกว่าหากมีคณะกรรมการชุดเดิมซึ่งเข้าใจกลยุทธ์และการเติบโตของบริษัทได้ดีเมื่อเปรียบเทียบกับการให้ความเชื่อมั่นต่อคณะกรรมการอิสระ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Hidayat and Kusumastuti (2014) พบว่าความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทไม่มีผลกระทบต่อระดับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าสำหรับบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งกล่าววาระดับความเป็นอิสระของคณะกรรมการซึ่งทำหน้าที่ในการควบคุมการตัดสินใจของคณะกรรมการไม่สามารถควบคุมการฉวยโอกาสของคณะผู้บริหารได้ ความเป็นอิสระของคณะกรรมการไม่สามารถอธิบายถึงความสามารถของบริษัทในการลดการทุจริตในรายงานทางการเงิน

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องจะเห็นว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัทที่มีความสำคัญที่อาจจะใช้เป็นตัวแปรตัวหนึ่งที่ใช้ส่งสัญญาณให้กับนักลงทุน เพราะสัดส่วนของคณะกรรมการบริษัทจะช่วยลดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์และลดความไม่แน่นอนที่อาจจะเกิดขึ้นได้ ทำให้สามารถตั้งสมมติฐานได้ว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่น (Board Reputation: BOR)

สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นหลายแห่งแสดงให้เห็นถึงคุณภาพของกรรมการ (Fama & Jensen, 1983) เช่นเดียวกับการศึกษาของ Vafeas (1999) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าจำนวนบริษัทที่กรรมการอิสระดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นอาจเป็นตัวแทนของชื่อเสียงของกรรมการอิสระ ซึ่งถือว่าการกรรมการดังกล่าวเป็นบุคคลที่มีคุณภาพสูง นอกจากนี้ภาพลักษณ์และชื่อเสียงของกรรมการสามารถได้มาจากประสบการณ์ เครือข่ายทางสังคม และเครือข่ายระหว่างองค์กร (Certo, 2003); Cohen and Dean (2005) พบว่า คณะกรรมการที่มีภาพลักษณ์ที่ดีสามารถช่วยลดช่องว่างในการบริหารจัดการทรัพยากรของบริษัท ซึ่งทำให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าลดลง และเพิ่มขนาดของหลักทรัพย์ IPO ซึ่งสอดคล้องกับ Arthursa et al. (2008) พบว่า การตรวจติดตามโดยคณะกรรมการบริษัทบุคคลภายในและคณะกรรมการที่มีประสบการณ์จะทำให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าลดลง และการตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ IPO จะเพิ่มขึ้นเมื่อมีผู้ร่วมลงทุนมีความสัมพันธ์กับผู้จัดจำหน่ายมาก่อน

ในทางตรงกันข้ามการศึกษาของ Shivdasani (1993) เห็นต่างกันชี้ให้เห็นว่าการมีกรรมการอิสระดำรงตำแหน่งหลายบริษัทอาจทำให้มีภาระงานหนักเกินไปไม่สามารถควบคุมดูแลบริหารงานได้ทั่วถึงอาจจะส่งผลให้คุณภาพของการบริหารจัดการในบริษัทไม่ดี ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Filatotchev and Bishop (2002) ชี้ให้เห็นว่าคณะกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นด้วยจะทำให้เกิดผลกระทบต่อการประเมินคุณภาพของบริษัท ทั้งนี้ยังมีผลการศึกษาของ Yatim (2011) พบว่า การมีคณะกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการประเมินคุณภาพของบริษัท เพราะการที่คณะกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นหลายบริษัทจะมีความยุ่งยากมากไม่สามารถติดตามการบริหารงานได้อย่างเต็มที่ส่งผลให้ประสิทธิภาพและความคุ้มค่าของคณะกรรมการอิสระลดลง

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นใช้เป็นตัววัดในการส่งสัญญาณด้านคุณภาพของบริษัท ซึ่งแสดงให้เห็นว่ากรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นมีอิทธิพลต่อการตั้งราคาของหลักทรัพย์ IPO ในลักษณะที่แตกต่างกัน แต่ในงานวิจัยครั้งนี้ ได้ตั้งสมมติฐานได้ว่า กรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

การควบตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการบริษัท (Dual Leadership Structure: DLS)

การควบตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการบริษัทในการศึกษาของ Yatim (2011) พบว่า มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวตรงกันข้ามกับการคาดการณ์ในครั้งนี ชี้ให้เห็นว่า การแยกตำแหน่ง CEO และประธานกรรมการออกจากกันแสดงให้เห็นถึงการเป็นบริษัทหลักทรัพย์ IPO ที่มีคุณภาพต่ำ เนื่องจากหลักทรัพย์ IPO มีความเสี่ยงสูง นักลงทุนยังต้องการ การบริหารจัดการของผู้นำอย่างต่อเนื่อง

ในทางตรงกันข้ามผลการศึกษาของ Fama and Jensen (1983) พบว่า การแยกตำแหน่ง CEO และประธานกรรมการออกจากกันอาจมีประโยชน์ในการช่วยเพิ่มอำนาจให้คณะกรรมการในการควบคุมดูแลกิจการและ Fama and Jensen (1983) กล่าวเพิ่มเติมการแยกตำแหน่ง CEO และประธานกรรมการออกจากกันยังเป็นเครื่องชี้วัดหนึ่งที่แสดงให้เห็นว่าคณะกรรมการสามารถช่วยเพิ่มคุณภาพในการบริหารจัดการและแก้ไขปัญหาต่าง ๆ จากคำแนะนำของคณะกรรมการ ส่วน Dechow et al. (1996) พบว่า บริษัทที่มี CEO ควบตำแหน่งประธานคณะกรรมการมักมีโอกา

การถูกตรวจสอบโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ในข้อหาละเมิดมาตรฐานทางการบัญชีมากกว่า

นอกจากนี้ผลการศึกษาของ Anis (2010) ยังพบว่า โครงสร้างของผู้นำ (การควมตำแหน่งของ CEO) ไม่มีผลกระทบต่อข้อกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ดังนั้น โครงสร้างความเป็นผู้นำไม่สามารถลดความไม่แน่นอนของนักลงทุนในช่วงที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์ IPO ในประเทศฝรั่งเศสได้ เพราะบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ของกลุ่มตัวอย่างในประเทศฝรั่งเศสส่วนใหญ่ 88.5 % มีการควมตำแหน่งของ CEO จึงทำให้ข้อมูลมีการแปรปรวนน้อยส่งผลให้โครงสร้างของผู้นำ (การควมตำแหน่งของ CEO) ไม่มีผลกระทบต่อข้อกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

นอกจากนี้การศึกษาที่เกี่ยวข้องกับลักษณะของโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทมีการกล่าวถึง ลักษณะคณะกรรมการที่เป็นผู้บริหารและคณะกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า เช่นการศึกษาของ Filatotchev and Bishop (2002) พบว่า การมีคณะกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารจำนวนมากจะช่วยลดอัตราการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า เนื่องจากความสัมพันธ์ระหว่างองค์กรและประสบการณ์ของคณะกรรมการจากภายนอกจะนำความรู้และประสบการณ์เข้ามาบริหารทรัพยากรของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้มีคุณภาพสร้างความน่าเชื่อถือเพื่อดึงดูดผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และวณิชยกรรมที่มีชื่อเสียงในแก้ปัญหาเกี่ยวกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าและประสิทธิภาพของหลักทรัพย์ IPO

อย่างไรก็ตามการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องการควมตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการบริษัทถูกใช้เป็นตัววัดในการเพิ่มความน่าเชื่อถือให้แก่ลงทุนในการส่งสัญญาณด้านคุณภาพของบริษัท ซึ่งแสดงให้เห็นว่าโครงสร้างองค์กรแบบควมรวมตำแหน่งมีอิทธิพลต่อหลักทรัพย์ IPO แต่ในงานวิจัยครั้งนี้ได้ตั้งสมมติฐานได้ว่า การควมตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

ทั้งนี้จากงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่กล่าวมาข้างต้นสามารถสรุปรายละเอียดงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยลักษณะโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ของประเทศไทย สามารถแสดงได้ดังตารางที่ 2.3 ดังนี้

ตารางที่ 2.3 สรุปรายละเอียดงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยลักษณะโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
วรัญญา มโนสุนทร (2558)	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ ประเทศไทย	จำนวนของคณะกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์ต่อ ผลการดำเนินงานของบริษัท
Hidayat and Kusumastuti (2014)	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ ประเทศอินโดนีเซีย จำนวน 95 บริษัท	ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงลบและ ส่งผลกระทบต่อข้อกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจ ทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ระดับความเป็นอิสระ ของคณะกรรมการไม่มีผลกระทบต่อข้อกำหนดราคา หลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า การมี อยู่ของคณะกรรมการตรวจสอบไม่มีผลกระทบต่อ ข้อกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่า มูลค่า โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการ (ขนาดของ คณะกรรมการ, ความเป็นอิสระของคณะกรรมการและ การมีอยู่ของคณะกรรมการตรวจสอบ) มีความสัมพันธ์ ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญต่อข้อกำหนดราคา หลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า
Sahoo (2014)	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ ประเทศอินเดีย จำนวน 176 บริษัท	ขนาดของคณะกรรมการ วุฒิภาวะ ความหลากหลาย ของคณะกรรมการ ชื่อเสียงและภาวะผู้นำ ช่วยลดการ กำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่า มูลค่า
Nakano and Nguyen (2012)	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ ประเทศญี่ปุ่น จำนวน 1,324 บริษัท	คณะกรรมการบริษัทขนาดใหญ่จะช่วยลดความผัน ผวนของราคาหลักทรัพย์ IPO

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
Darmadi and Gunawan (2012)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย จำนวน 101 บริษัท	สัดส่วนความเป็นอิสระของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า
Yatim (2011)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย จำนวน 385 บริษัท	โครงสร้างองค์กรแบบควบสองตำแหน่งและชื่อเสียงของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าซึ่งตรงข้ามกับการแยกตำแหน่ง CEO และประธานกรรมการออกจากกันทำให้บริษัท IPO มีคุณภาพต่ำเนื่องจากบริษัท IPO มีความเสี่ยงนักลงทุนต้องการความต่อเนื่องของผู้นำและกรรมการที่ดำรงตำแหน่งกรรมการในบริษัทอื่นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า
Gao and Jain (2011)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 1,055 บริษัท	บริษัทหลักทรัพย์ IPO ในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่มี CEO เป็นผู้ก่อตั้งบริษัทจะให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO ในระยะยาวมากกว่าบริษัทที่ไม่มี CEO เป็นผู้ก่อตั้งบริษัท
Anis (2010)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศฝรั่งเศส จำนวน 133 บริษัท	องค์ประกอบของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าอาจจะใช้เป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัทได้
Kim et al. (2010)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอเมริกา	ผู้ถือหุ้นและผู้กำกับดูแลเชื่อว่าคณะกรรมการอิสระที่มีประสิทธิภาพสามารถใช้ในการประเมินประสิทธิภาพในการบริหารงานของผู้บริหารของบริษัทได้

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
Arthursa et al., (2008)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 422 บริษัท	การตรวจติดตามทั้งโดยคณะกรรมการบุคคลภายในและ คณะกรรมการที่มีประสบการณ์จะทำให้การกำหนด ราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ลดลง
Ahmed et al. (2006)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศนิวซีแลนด์ จำนวน 604 บริษัท	ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทาง ตรงกันข้ามกับอัตราการทำกำไร ซึ่งคณะกรรมการที่มี ขนาดเล็กจะมีประสิทธิภาพในการควบคุมดูแลคุณภาพ ของกำไรมากกว่าคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่
Chemmanur and Paeglis (2005)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา	ผู้บริหารที่มีประสบการณ์มากจะสร้างผลงานได้ดี หลังจากการจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เนื่องจากพวกเขา สามารถดึงดูดผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุนที่มี คุณภาพดีได้
Cohen and Dean (2005)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 221 บริษัท	คณะกรรมการที่มีภาพลักษณ์ที่ดีสามารถช่วยลด ช่องว่างในการบริหารจัดการทรัพยากรของบริษัท ซึ่ง ทำให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรก ต่ำกว่ามูลค่าลดลง และเพิ่มขนาดของหลักทรัพย์ IPO
Certo (2003)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา	คณะกรรมการที่มีภาพลักษณ์ที่ดีสามารถช่วยลด ช่องว่างในการบริหารจัดการทรัพยากรของบริษัท ซึ่ง ทำให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรก ต่ำกว่ามูลค่าลดลง และเพิ่มขนาดของหลักทรัพย์ IPO

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
Sarra (2003)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา	การกำกับดูแลกิจการที่ดีของผู้บริหารเป็นโครงสร้างที่บริษัททำขึ้นเพื่อเพิ่มเงินทุนในต้นทุนที่ต่ำ โดยใช้ทรัพยากรและพนักงานที่มีอยู่ให้มีประสิทธิภาพเพื่อลดต้นทุนของตัวแทน
Hermalin and Weisbach (2003)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา	คณะกรรมการที่มีจำนวนน้อยจะมีประสิทธิภาพมากกว่าคณะกรรมการที่มีจำนวนมาก
Filatotchev and Bishop (2002)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศอังกฤษ จำนวน 251 บริษัท	การมีคณะกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารจำนวนมากและคณะกรรมการที่มีความรู้และประสบการณ์จะช่วยลดอัตราการทำผิดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า
Vafeas (1999)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 307 บริษัท	จำนวนบริษัทที่กรรมการอิสระดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นอาจเป็นตัวแทนของชื่อเสียงของกรรมการอิสระ ซึ่งถือว่ากรรมการดังกล่าวเป็นบุคคลที่มีคุณภาพสูง นอกจากนี้ภาพลักษณ์และชื่อเสียงของกรรมการสามารถได้มาจากประสบการณ์ เครือข่ายทางสังคม และเครือข่ายระหว่างองค์กร
Dechow et al. (1996)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 92 บริษัท	บริษัทที่มี CEO ควบตำแหน่งประธานคณะกรรมการมักมีโอกาสในการถูกตรวจสอบโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ในข้อหาละเมิดมาตรฐานทางการบัญชีมากกว่า
Yermack (1996)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 452 บริษัท	คณะกรรมการขนาดเล็กจะสร้างมูลค่าตลาดมากกว่าคณะกรรมการขนาดใหญ่

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
Beasley (1996)	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 150 บริษัท	สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการจะช่วย ลดระดับของการทุจริตในรายงานทางการเงิน
Aveni and Kesner (1993)	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 106 บริษัท	ความรู้ ประสบการณ์และชื่อเสียงของคณะกรรมการ ถือเป็นการส่งสัญญาณเกี่ยวกับมูลค่าของบริษัทซึ่งมี ความจำเป็นอย่างยิ่งต่อการอยู่รอดของบริษัทที่อยู่ใน ภาวะล้มละลาย
Shivdasani (1993)	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา	การมีกรรมการอิสระดำรงตำแหน่งหลายบริษัทอาจทำ ให้มีภาระงานหนักเกินไปไม่สามารถควบคุมดูแล บริหารงานได้ทั่วถึงอาจจะส่งผลให้คุณภาพของการ บริหารจัดการในบริษัทไม่ดี
Pearce and Zahra (1991)	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 500 บริษัท	คณะกรรมการจะมีบทบาทเชิงรุกในฐานะที่เลี้ยงในการ วางแผนทางด้านการบริหารจัดการ ทรัพยากร กำหนด กลยุทธ์และเป้าหมายของธุรกิจ ซึ่งความสำคัญของ ความรู้ ประสบการณ์และชื่อเสียงของคณะกรรมการ ถือเป็นการส่งสัญญาณเกี่ยวกับมูลค่าของบริษัท
Rock (1986)	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา	การลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลในระหว่างการ จำหน่ายหลักทรัพย์ IPO บริษัทที่ออกจำหน่าย หลักทรัพย์ IPO จะส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนใน รูปแบบที่แตกต่างกันองค์ประกอบของสัดส่วนความ เป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทก็เป็นส่วนสำคัญที่ จะสื่อสารให้กับนักลงทุนในตลาดเพื่อใช้เป็นข้อมูล ประกอบการตัดสินใจในการลงทุน

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
Fama and Jensen (1983)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา	คณะกรรมการบริษัทสามารถช่วยลดปัญหาตัวแทนและทฤษฎีตัวแทนใช้ในการสนับสนุนมุมมองทางเลือกที่ว่าคณะกรรมการบริษัทขนาดเล็กมีประสิทธิภาพมากกว่าเนื่องจากสามารถประสานงานกันได้ดีกว่า

กล่าวโดยสรุปงานวิจัยส่วนมากจะชี้ให้เห็นว่า ลักษณะโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทที่ดีและเหมาะสมสามารถใช้เป็นสัญญาณเพื่อจะสื่อถึงคุณภาพของบริษัทและความน่าเชื่อถือของงบการเงินในมุมมองของนักลงทุน ได้เป็นอย่างดี ดังนั้นการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ผู้วิจัยได้คาดการณ์ว่า ลักษณะโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทอาจจะมีอิทธิพลต่อหลักทรัพย์ IPO โดยตั้งสมมติฐานตามงานวิจัยที่อ้างอิงทฤษฎีการส่งสัญญาณและทฤษฎีตัวแทน แต่ในงานวิจัยครั้งนี้ได้ตั้งสมมติฐานด้านลักษณะโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ซึ่งมีรายละเอียดสามารถแสดงได้ดังต่อไปนี้

H1a : ขนาดของคณะกรรมการในบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

H1b : คณะกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงินมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

H1c : สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

H1d : สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

H1e : การควบตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

2.4.2 คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกล่าวได้ว่า ผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ซึ่งในการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) ผู้มีบทบาทสำคัญมาก

ส่วนหนึ่ง คือ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ที่เข้ามาช่วยขายหลักทรัพย์ของบริษัทให้แก่ประชาชน เนื่องจากเป็นตัวแทนของบริษัทที่ระดมทุนกับผู้ลงทุน ซึ่งจะมีการให้บริการมีทั้งแบบที่มาช่วยขาย แล้วรับประกันว่าถ้าขายไม่หมดจะรับซื้อส่วนที่เหลือไว้ทั้งหมด และแบบพยายามช่วยขายให้ได้มากที่สุดเท่าที่จะขายได้ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560)

นอกจากนี้งานวิจัยส่วนใหญ่พบว่า ราคาหลักทรัพย์ IPO จะถูกกำหนดไว้ล่วงหน้าโดยการตกลงระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ในขณะที่ราคาในตลาดจะขึ้นอยู่กับกลไกของตลาด (อุปสงค์ อุปทาน) ซึ่งกลไกของตลาดที่แตกต่างกันของราคาหลักทรัพย์ IPO หากราคาหลักทรัพย์ IPO ต่ำกว่าราคาในตลาดเมื่อมีการเข้าซื้อขายวันแรกอย่างมีนัยสำคัญจะเรียกว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Martani et al, 2012) ซึ่งสอดคล้องกับ Beatty (1989) แสดงให้เห็นว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าเกิดจากการมีข้อมูลที่ไม่ว่าเทียบกัน ซึ่งสามารถเกิดขึ้นได้ระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุน โดยบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะทำการลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยออกหนังสือชี้ชวนซึ่งประกอบด้วยข้อมูลต่างๆ ของบริษัท เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับตัวบริษัท และบริษัทจะพยายามลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยใช้ผู้ตรวจสอบบัญชีและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ที่มีชื่อเสียงและนอกจากนี้ ในงานวิจัยของ Beatty (1989) ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า พบว่า ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ จำนวนหุ้นที่เสนอขาย อายุของบริษัท ประเภทของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และประเภทของอุตสาหกรรมจะส่งผลในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO และ Carter and Manaster (1990) แสดงให้เห็นว่า ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่าย จำนวนหุ้นที่เสนอขาย ขนาด และอายุของบริษัท ล้วนมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

ดังนั้นการศึกษาในครั้งนี้จะพิจารณาคูณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ 3 ปัจจัย ที่อาจจะมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ซึ่งได้แก่ ที่ปรึกษาทางการเงิน ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ผู้ตรวจสอบบัญชี โดยรายละเอียดของการตั้งสมมติฐาน มีดังต่อไปนี้

ที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial advisors: FA)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กล่าวถึง การเลือกที่ปรึกษาทางการเงินเป็นสิ่งแรกที่บริษัทจะต้องทำหลังจากการตัดสินใจที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยต้องเลือกที่ปรึกษาทางการเงินที่มีรายชื่อได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยสามารถหาข้อมูลและคู่มืองานของที่ปรึกษาทางการเงินได้ที่ Website ของ

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และบริษัทควรเลือกที่ปรึกษาทางการเงินที่มีความรู้ความเข้าใจ และประสบการณ์ในธุรกิจของท่านและมีเวลาที่จะให้บริการ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินที่เป็นผู้นำระดับแนวหน้าสามารถสร้างผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นเนื่องจากชื่อเสียง ความรู้ ประสบการณ์ในการทำงาน (Bowers & Miller, 1990) และการศึกษาของ Bowers and Miller (1990) พบว่า การจ้างที่ปรึกษาที่มีชื่อเสียงระดับต้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Golubov (2012) ซึ่งชี้ให้เห็นว่า บริษัทที่ปรึกษาทางการเงินที่มีชื่อเสียงระดับสูงสามารถสร้างผลตอบแทนหลักทรัพย์จากการลงทุนเพิ่มขึ้นและการมีชื่อเสียงของบริษัทที่ปรึกษาทางการเงินที่มากขึ้นจะนำไปสู่การบริการที่ดีมีคุณภาพสูง

จากการศึกษางานวิจัยข้างต้นจะเห็นว่า ที่ปรึกษาทางการเงินที่มีชื่อเสียง ความรู้ ประสบการณ์ในการทำงานที่ดีมีคุณภาพสามารถแสดงถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งนักลงทุนจะตีความว่าบริษัทที่มีที่ปรึกษาทางการเงินที่มีชื่อเสียงจะเป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เป็นบริษัทที่ดีมีคุณภาพจึงเลือกที่ปรึกษาทางการเงินที่ดี มีคุณภาพในการเป็นที่ปรึกษาทางการเงินในการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เพราะการมีที่ปรึกษาทางการเงินที่ดีมีคุณภาพจะสร้างความน่าเชื่อถือให้กับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จากผลงานที่ผ่านมาของที่ปรึกษาทางการเงิน ซึ่งหมายถึง การใช้ที่ปรึกษาทางการเงินที่มีชื่อเสียงจะช่วยให้บริษัทมีความน่าเชื่อถือลดความไม่แน่นอนในอนาคตและจะเห็นว่าที่ปรึกษาทางการเงินมีอิทธิพลต่อหลักทรัพย์ IPO แต่ในงานวิจัยครั้งนี้คาดการณ์ว่าที่ปรึกษาทางการเงินอาจจะไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าจริง ได้ตั้งสมมติฐานไว้ว่า ที่ปรึกษาทางการเงินมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter: UDW)

การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) เป็นการระดมทุนของบริษัทอีกวิธีหนึ่งเพื่อเป็นการหาแหล่งเงินทุนของบริษัท โดยบริษัทสามารถนำหลักทรัพย์ของตนเองออกเสนอขายได้โดยจะต้องทำผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่รับเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ซึ่งจะต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และต้องจัดทำหนังสือชี้ชวนตามที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนด (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) ซึ่งผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ทำหน้าที่ในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์โดยที่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ทั้งหมด หรืออาจให้ผู้จัดจำหน่าย

หลักทรัพย์ พยายามจำหน่ายให้มากที่สุดก็ได้จากข้อกำหนดของ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ซึ่งให้เห็นว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ เป็นสิ่งสำคัญในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทที่จะออกหลักทรัพย์ IPO ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษา Carter and Manaster (1990); Beatty (1989) พบว่าชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และสามารถส่งสัญญาณที่ดีให้กับนักลงทุนได้

นอกจากนี้ Rock (1986) กล่าวว่ากระบวนการในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ จะเป็นผู้รับผิดชอบต่อหลักทรัพย์ที่จำหน่ายหากมีหลักทรัพย์ IPO เหลือผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จะต้องรีบซื้อทำให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จะพยายามลดความเสี่ยงดังกล่าวลง โดยการต่อรองราคาหลักทรัพย์ IPO ให้ต่ำลง อย่างไรก็ตามบริษัทต้องการเงินจำนวนมากจากหลักทรัพย์ IPO ดังนั้นบริษัทจึงมีความต้องการราคาหลักทรัพย์ที่สูง ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงดีจะมีความเสี่ยงต่อการต้องรับซื้อหลักทรัพย์ต่ำลง เพราะชื่อเสียงที่ดีจะช่วยลดความไม่แน่นอนในอนาคต ดังนั้น ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ดีจึงช่วยลดระดับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าได้ นอกจากนี้ยังมีการศึกษาของ Lu and Liu (2016) กล่าวว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ที่มีพันธมิตรจำนวนมากจะสร้างความได้เปรียบในการเป็นตัวกลางและการรักษาความสัมพันธ์กับสมาชิกหลักมีความเกี่ยวข้องกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าผลกระทบจากเครือข่ายจะมีความแตกต่างเนื่องจากชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์

อย่างไรก็ตามยังมีงานวิจัยของ Martani et al. (2012) พบผลการศึกษาที่ตรงกันข้าม โดยกล่าวว่า ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า อาจจะมีสาเหตุมาจากการที่ผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ส่วนใหญ่ไม่ได้ให้ความสำคัญกับการใช้บริการของบริษัทผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียง ดังนั้น ชื่อเสียงของบริษัทผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จึงไม่ได้เป็นตัวชี้วัดที่เป็นเหตุให้นักลงทุนใช้เป็นตัวคาดการณ์ความไม่แน่นอนที่จะเกิดขึ้นในอนาคตซึ่งสอดคล้องกับ Anis (2010) พบว่า ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ไม่มีผลกระทบต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า อาจเนื่องจากผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงได้รับประโยชน์จากชื่อเสียงของบริษัทผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ไปเพิ่มค่าธรรมเนียมของบริษัทที่สูงขึ้นของการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO นอกจากนี้การศึกษาของ Beatty and Ritter (1986) พบว่า ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และประเภทของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO

จากการศึกษางานวิจัยข้างต้นจะเห็นว่า ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงสามารถแสดงถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งนักลงทุนจะตีความว่าบริษัทที่มีผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงจะเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งว่าบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เป็นบริษัทที่ดีมีคุณภาพ เพราะการมีผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงคืออยู่แล้วจะสร้างความน่าเชื่อถือให้กับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จากผลงานที่ผ่านมาของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ซึ่งหมายถึง การใช้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงจะช่วยลดความไม่แน่นอนในอนาคตและจะเห็นว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อหลักทรัพย์ IPO แต่ในงานวิจัยครั้งนี้คาดการณ์ว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์อาจจะมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าจริงได้ตั้งสมมติฐานไว้ว่า ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

ผู้ตรวจสอบบัญชี (Auditor : AD)

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดให้การจัดทำและการเปิดเผยข้อมูลในงบการเงินของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ต้องเป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีและมาตรฐานการรายงานทางการเงินที่กำหนดขึ้นโดยสภาวิชาชีพบัญชี ซึ่งสอดคล้องกับมาตรฐานการบัญชีและมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ และต้องมีผู้ตรวจสอบบัญชี (Auditor) ที่ได้รับความเห็นชอบจาก สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เป็นผู้สอบทานรวมทั้งติดตามและตรวจทานงบการเงินของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ทุกไตรมาส เพื่อให้มั่นใจว่าผู้ลงทุนจะได้รับข้อมูลที่ถูกต้องและครบถ้วน (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) ซึ่งในการศึกษาของ Zhang (2007) กล่าวว่า ผู้ตรวจสอบบัญชี (Auditor) ที่ดีจะถือว่าเป็นสัญญาณที่ดีช่วยเพิ่มมูลค่าของหุ้นในตลาด และผลการศึกษาของ Zheng (2007) พบว่า ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชีจะเพิ่มการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

นอกจากนี้ในงานวิจัยของ Beatty (1989) พบผลการศึกษาที่ตรงกันข้ามโดย Beatty ทำการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า โดยใช้ตัวแปร ได้แก่ ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ อายุของบริษัท ประเภทของผู้จัดจำหน่าย ร้อยละของจำนวนหุ้นที่เสนอขาย ผลการศึกษาพบว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชี ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Carter and Manaster (1990) ซึ่งให้เห็นว่าชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชีมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

อย่างไรก็ตามยังมีงานวิจัยในประเทศอินโดนีเซีย ของ Martani et al. (2012) ทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตั้งราคาหลักทรัพย์ IPO ต่ำกว่ามาตรฐานสำหรับบริษัทในอุตสาหกรรมการผลิต พบว่า ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชีไม่มีผลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าและ Martani et al. (2012) กล่าวเพิ่มเติมว่า จากผลการศึกษาที่ไม่มียุทธศาสตร์ชี้ให้เห็นว่า ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชีที่บริษัทใช้เพื่อให้ทำการตรวจสอบงบการเงินก่อนทำการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) ไม่ได้ลดความไม่แน่นอนที่จะเกิดขึ้นในอนาคตและความไม่แน่นอนก่อนเสนอขายหลักทรัพย์ IPO ได้ซึ่งสอดคล้องกับ Anis (2010) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพของผู้ตรวจสอบบัญชีกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของประเทศฝรั่งเศส พบว่าคุณภาพของผู้ตรวจสอบบัญชีไม่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า โดยชี้ให้เห็นว่าคุณภาพผู้ตรวจสอบบัญชีของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO แต่ละบริษัทคุณภาพไม่ได้แตกต่างกัน

จากการศึกษางานวิจัยข้างต้นจะเห็นว่า ผู้ตรวจสอบบัญชีมีชื่อเสียงที่ดีสามารถแสดงถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO นักลงทุนจะคิดว่าบริษัทที่ใช้บริการผู้ตรวจสอบบัญชีที่ดีมีคุณภาพจะสื่อถึงบริษัทไม่มีข้อมูลเท็จเกี่ยวกับแนวโน้มในการบริหารงานในอนาคต ซึ่งหมายถึงการใช้บริการผู้ตรวจสอบบัญชีที่มีชื่อเสียงจะช่วยลดความไม่แน่นอนในอนาคต จะเห็นว่าผู้ตรวจสอบบัญชีมีอิทธิพลต่อหลักทรัพย์ IPO แต่ในงานวิจัยครั้งนี้ ได้ตั้งสมมติฐานไว้ว่า ผู้ตรวจสอบบัญชีมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

ทั้งนี้จากงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่กล่าวมาข้างต้นสามารถสรุปรายละเอียดงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยคุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ของประเทศไทย สามารถแสดงได้ดังตารางที่ 2.4 ดังนี้

ตารางที่ 2.4 สรุปรายละเอียดงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยคุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
Lu and Liu (2016)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศจีน จำนวน 1,381 บริษัท	ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ที่มีพันธมิตรจำนวนมาก จะสร้างความได้เปรียบในการเป็นตัวกลาง และการรักษาความสัมพันธ์กับสมาชิกหลักมีความเกี่ยวข้องกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ผลกระทบจากเครือข่ายจะมีความแตกต่างเนื่องจากชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์
Martani et al.(2012)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย สำหรับบริษัทในอุตสาหกรรมการผลิต	ขนาดของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการตั้งราคาหลักทรัพย์ IPO ต่ำกว่ามาตรฐาน และส่วนปัจจัยอื่น เช่น ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชี อายุของบริษัทที่ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า
Golubov (2012)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอังกฤษ	บริษัทที่ปรึกษาทางการเงินที่มีชื่อเสียงระดับสูงสามารถสร้างผลตอบแทนหลักทรัพย์จากการลงทุนเพิ่มขึ้นและการมีชื่อเสียงของบริษัทที่ปรึกษาทางการเงินที่มากขึ้นจะนำไปสู่การบริการที่ดีมีคุณภาพสูง
Anis (2010)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศฝรั่งเศส จำนวน 133 บริษัท	ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชีและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ไม่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า อาจเนื่องจากผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงได้รับประโยชน์จากชื่อเสียงของบริษัทผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ไปเพิ่มค่าธรรมเนียมของบริษัทที่สูงขึ้นของการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์

ตารางที่ 2.4 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
Suchard and Singh (2007)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศออสเตรเลียและประเทศอังกฤษ จำนวน 422 บริษัท	รัฐวิสาหกิจของออสเตรเลียมีตั้งราคาต่ำกว่ามาตรฐานน้อยกว่าบริษัทเอกชนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งตรงกันข้ามกับรัฐวิสาหกิจของประเทศอังกฤษที่มีตั้งราคาต่ำกว่ามาตรฐานมากกว่าบริษัทเอกชนอย่างมีนัยสำคัญ
Zheng (2007)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 3,879 บริษัท	ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชีจะเพิ่มการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า และกล่าวว่าผู้ตรวจสอบบัญชี (Auditor) ที่ดีจะถือว่าเป็นสัญญาณที่ดีช่วยเพิ่มมูลค่าของหุ้นในตลาด
Carter and Manaster (1990)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา	ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ
Bowers and Miller (1990)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา	การจ้างที่ปรึกษาที่มีชื่อเสียงระดับต้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์
Beatty (1989)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา	ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ จำนวนหุ้นที่เสนอขาย อายุของบริษัท ประเภทของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และประเภทของอุตสาหกรรมจะส่งผลในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO
Beatty and Ritter (1986)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 1,028 บริษัท	ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ จำนวนหุ้นที่เสนอขาย อายุของบริษัท ประเภทของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และประเภทของอุตสาหกรรมจะส่งผลในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO

ตารางที่ 2.4 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
Rock (1986)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา	ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ดีจึงช่วยลดระดับ การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่า มูลค่าได้

กล่าวโดยสรุปงานวิจัยส่วนมากจะชี้ให้เห็นว่า คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่าย
หลักทรัพย์ที่ดีและเหมาะสมสามารถใช้เป็นสัญญาณเพื่อจะสื่อถึงคุณภาพของบริษัทและความ
น่าเชื่อถือของงบการเงินในมุมมองของนักลงทุน ได้เป็นอย่างดี ดังนั้นการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้
คาดการณ์ว่าคุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์อาจจะมีอิทธิพลต่อหลักทรัพย์ IPO
โดยตั้งสมมติฐานตามงานวิจัยที่อ้างอิงทฤษฎีการส่งสัญญาณและทฤษฎีตัวแทน แต่ในงานวิจัยครั้ง
นี้ได้ตั้งสมมติฐานด้านคุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์กับการกำหนดราคา
หลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ซึ่งมีรายละเอียดสามารถแสดง
ได้ดังต่อไปนี้

H2a : ที่ปรึกษาทางการเงินของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

H2b : ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

H2c : ผู้ตรวจสอบบัญชีของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

2.4.3 ข้อมูลพื้นฐานของบริษัท

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง พบว่า ข้อมูลพื้นฐานของบริษัทยังเป็นตัววัด
หนึ่งที่จะใช้คาดการณ์ว่ามีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่า
มูลค่า ซึ่งข้อมูลพื้นฐานของบริษัทถือเป็นข้อมูลสำคัญที่บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีการ
เปิดเผยในหนังสือชี้ชวนของบริษัทในการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เพื่อเป็นการเผยแพร่ให้ผู้
ลงทุนทราบข้อมูลส่วนสำคัญก่อนการตัดสินใจลงทุน จะแสดงรายละเอียดข้อมูลของบริษัทผู้
ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เกี่ยวกับข้อมูลลักษณะธุรกิจของบริษัท โครงการในอนาคต โครงสร้าง

การบริหารงาน ผู้บริหารของบริษัท ข้อมูลทางการเงิน ผลประกอบการในอดีตและที่คาดการณ์ว่าจะ เป็นไปในอนาคต ประเภทของหุ้นที่เสนอขาย จำนวนหุ้น มูลค่าที่ตราไว้ ราคาเสนอขาย และวัน เวลาที่ให้ออกซื้อหุ้น เป็นต้น (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) โดยจะเห็นได้ว่ามีงานวิจัยหลายงานวิจัยชี้ให้เห็นว่าข้อมูลพื้นฐานของบริษัทที่มีคุณภาพสูงใช้เป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (Beatty, 1989; Ritter, 1991; Karlis, 2000; Martani & Yolana, 2005; Zhang et al. 2007; Anis, 2010; Yatim, 2011)

นอกจากนี้เช่นการศึกษาของ Martani and Yolana (2005) ได้ทำการศึกษาปัจจัย 5 ปัจจัย ได้แก่ ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ อัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา ขนาดของบริษัท อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และประเภทอุตสาหกรรม ล้วนมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อ ระดับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ยกเว้น ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์

ดังนั้นการศึกษาในครั้งนี้จะพิจารณาข้อมูลพื้นฐานของบริษัท 6 ปัจจัย ที่อาจจะ มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ซึ่งได้แก่ อายุของ บริษัท ขนาดของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารของบริษัท สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของ บริษัท เงินลงทุนนอกตลาด ปัจจัยความเสี่ยง โดยรายละเอียดของการตั้งสมมติฐาน มีดังต่อไปนี้

อายุของบริษัท (Age of a Company: AGE)

อายุของบริษัทเป็นปัจจัยหนึ่งใช้เป็นการส่งสัญญาณระหว่างบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO กับนักลงทุน โดยบริษัทที่มีการดำเนินงานอย่างยาวนานก็แสดงว่าบริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีที่สามารถดำเนินงานมาได้อย่างต่อเนื่องยาวนาน (Ritter, 1991) และอาจจะ เป็นเหตุผลหนึ่งที่อายุของบริษัทอาจจะเป็นตัววัดหนึ่งที่จะใช้คาดการณ์ว่ามีผลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO ซึ่งการศึกษาของ Beatty (1989) พบว่าหนึ่งในตัวแปรควบคุมเกี่ยวกับอายุของบริษัทชี้ให้เห็นว่านักลงทุนต้องเผชิญกับความไม่แน่นอนลดลง เนื่องจากบริษัทที่มีอายุยาวนานมากมักจะได้รับการคาดหวังว่าอนาคตจะมีความมั่นคงมากกว่าซึ่ง เช่นเดียวกับ Zhang et al. (2007) กล่าวว่าอายุของบริษัทสามารถวัดได้ว่าบริษัทมีการดำเนินงานมานานเพียงใด สังคมจะรับทราบข้อมูลจากบริษัทที่มีอายุยาวนานได้มากกว่าและช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลตลอดจนความไม่แน่นอนในอนาคตได้แต่ผลการศึกษาของ Zhang et al. (2007) พบว่าอายุของบริษัทไม่สามารถสรุปได้ว่าในการที่บริษัทมีการดำเนินงานมายาวนานจะเป็นการบอกลถึงผลการดำเนินงานที่ดีของบริษัท

ในทางตรงกันข้ามผลการศึกษาของ Ritter (1991) พบว่าอายุของบริษัทหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่า

มูลค่า ซึ่งชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่มีอายุยาวนานจะมีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าน้อยกว่าบริษัทที่มีอายุน้อย ซึ่งสอดคล้องกับ Beatty (1989)

อย่างไรก็ตามยังมีการศึกษาที่มีข้อโต้แย้งที่แตกต่างออกไปของ Suchard and Singh (2007) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าอายุของบริษัทหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า หมายถึง บริษัทหลักทรัพย์ IPO ที่มีอายุยืนยาวจะมีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่ามากขึ้น ซึ่งผลการศึกษาไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้ อาจจะเนื่องมาจากบริษัทกลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่มีอายุมาก อาจจะทำให้อายุไม่แตกต่างกัน

นอกจากนี้ยังมีการศึกษาของ Anis (2010); Martani et al. (2012) พบว่าอายุของบริษัทไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า อาจจะมีสาเหตุเนื่องมาจากนักลงทุนอาจจะคิดว่าอายุของบริษัทไม่สามารถใช้เป็นตัวชี้วัดได้ว่าบริษัทที่มีอายุยาวนานจะช่วยลดความไม่แน่นอนที่จะเกิดขึ้นในอนาคตได้และเช่นเดียวกันกับการศึกษาของ Yatim (2011) พบว่าหนึ่งในตัวแปรควบคุมอายุของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์ต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

จากการศึกษางานวิจัยข้างต้นจะเห็นว่า อายุของบริษัทอาจจะเป็นปัจจัยหนึ่งที่มีอิทธิพลต่อการตั้งราคาหลักทรัพย์ IPO ในลักษณะที่แตกต่างกัน แต่ในงานวิจัยครั้งนี้คาดการณ์ว่า อายุของบริษัทอาจจะเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้กับนักลงทุน ทำให้สามารถตั้งสมมติฐานไว้ว่า อายุของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

ขนาดของบริษัท (Size of Company: SIZE)

จากการศึกษาเกี่ยวกับขนาดของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะเห็นได้ว่ามีงานวิจัยหลายงานให้ความสำคัญกับข้อมูลพื้นฐานของบริษัทเพื่อใช้ในการตัดสินใจของนักลงทุนและลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ โดยนักลงทุนจะทำการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์จากขนาดสินทรัพย์ กำไรจากการดำเนินงาน และกระแสเงินสดที่ได้รับจากการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งบริษัทจะทำการออกหนังสือชี้ชวนเพื่อจะเชิญชวนให้ประชาชนทั่วไปจองซื้อหลักทรัพย์ IPO โดยจะมีรายละเอียดของข้อมูลพื้นฐานของบริษัท เช่น สินทรัพย์ ผลการดำเนินงานในอดีต มุมมองทางเศรษฐศาสตร์ และแผนการลงทุน เพื่อใช้ในการประเมินความน่าเชื่อถือของบริษัทที่นักลงทุนใช้ในการประกอบการตัดสินใจในการลงทุนซึ่งการศึกษาของ Carter and Manaster (1990) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าขนาดของบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับ Martani and

Chastina (2005) พบว่าขนาดของบริษัทที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า โดยกล่าวเพิ่มเติมว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ซึ่งวัดจากสินทรัพย์รวมทั้งหมด นั้นหมายความว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่ก็จะมีกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าลดลง เพราะบริษัทที่มีสินทรัพย์จำนวนมากจะเป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทมีแนวโน้มการดำเนินงานที่ดีช่วยลดความไม่แน่นอนในอนาคต

นอกจากนี้ในทางตรงกันข้ามผลการศึกษาของ Anis (2010) พบว่าขนาดของบริษัทไม่มีผลกระทบต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ไม่อาจจะใช้เพื่อเป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัทได้ อาจเนื่องมาจากประเทศฝรั่งเศสยังเป็นประเทศที่มีการกระจุกตัวของการถือครองหุ้นและมีผลประโยชน์ส่วนตัวในการควบคุมกิจการ (Anis, 2010 as cited in Roosenboom & Schramade, 2006)

จากการศึกษางานวิจัยข้างต้นจะเห็นว่า ขนาดของบริษัทมีอิทธิพลต่อการตั้งราคาหลักทรัพย์ IPO ที่แตกต่างกันออกไป แต่ในงานวิจัยครั้งนี้เห็นว่าขนาดของบริษัทอาจจะใช้เป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัทได้ ทำให้สามารถตั้งสมมติฐานไว้ว่า ขนาดของบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารของบริษัท (Share of management: SM)

สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารของบริษัทหลังจากการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะเป็นการส่งสัญญาณสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนในเรื่องของคุณภาพของบริษัทซึ่งจะเห็นได้ว่ามีงานวิจัยหลายงานให้ความสำคัญกับสัดส่วนการถือหุ้น โดยผู้บริหารและพนักงานของบริษัท หลังจากการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งการศึกษาของ Leland et al. (1977) ซึ่งให้เหตุผลภายในมีสัดส่วนการถือหลักทรัพย์ที่สูงเมื่อเทียบกับหลักทรัพย์ที่ออกขายแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) เป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทเป็นบริษัทที่ดี มีความน่าเชื่อถือบุคคลภายในจึงถือหลักทรัพย์ไว้เพื่อรับผลตอบแทนในอนาคตและสอดคล้องกับการศึกษาของ Ritter (1991) พบว่าผลตอบแทนเริ่มแรก (Underpricing) ค่อนข้างน้อยจากการที่ผู้บริหารของบริษัทมีการถือหลักทรัพย์จำนวนมาก เนื่องบริษัทที่ผู้บริหารมั่นใจในผลการดำเนินงานในอนาคตจะมีการคาดการณ์ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO สูงทำให้การเกิดการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ลดลงและการศึกษาของ Brennan and Hughes (1991) กล่าวว่าผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นในคุณภาพและงบกระแสเงินสดของบริษัท ย่อมทำให้ผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนที่มากขึ้น

นอกจากนี้การศึกษาของ Filatotchev and Bishop (2002) พบผลการศึกษาที่ตรงกันข้าม ซึ่งให้เห็นว่า สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์ต่อการกำหนดราคา

หลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า และชี้ให้เห็นว่าสัดส่วนการถือหุ้นที่ถือครองโดยผู้ถือหุ้นมีส่วนสำคัญต่อการเลือกคณะกรรมการและผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนได้ส่วนเสีย

จากการศึกษางานวิจัยข้างต้นจะเห็นว่า สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารของบริษัทมีอิทธิพลต่อการตั้งราคาหลักทรัพย์ IPO ที่แตกต่างกันออกไป แต่ในงานวิจัยครั้งนี้เห็นว่าสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารของบริษัทอาจจะใช้เป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัทได้ ทำให้สามารถตั้งสมมติฐานไว้ว่า สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารของบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัท (Existing shareholders: ES)

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องจะเห็นได้ว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทเป็นสิ่งสำคัญที่บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะต้องให้ความสำคัญอย่างมากเมื่อบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีการจัดหาแหล่งเงินทุน โดยการเพิ่มทุนในส่วนของเจ้าของบริษัทจะให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นเดิมในการซื้อหุ้นที่ออกใหม่ในการเพิ่มทุนได้ก่อนบุคคลภายนอกในราคาที่กำหนดไว้ ซึ่งการให้สิทธินี้เป็นการปกป้องผู้ถือหุ้นเดิมไม่ให้สัดส่วนความเป็นเจ้าของและอำนาจในการควบคุมบริษัทลดน้อยลงเมื่อมีหุ้นออกจำหน่ายมากขึ้น ซึ่งจากการศึกษาของ Karlis (2000) ได้ใช้สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมหลังจากเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) เป็นตัวแทนของบริษัทซึ่งมีความรู้และเข้าใจในเรื่องของข้อมูลภายในของบริษัทเป็นอย่างดีว่ามีการส่งผลการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ทั้งนี้จากผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมหลังจากออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าและสอดคล้องกับการศึกษาของ Leland et al. (1977) ชี้ให้เห็นว่าบุคคลภายในมีสัดส่วนการถือหุ้นที่สูงเมื่อเทียบกับหุ้นที่ออกขายแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกเป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทเป็นบริษัทที่ดี มีความน่าเชื่อถือบุคคลภายในจึงถือไว้เพื่อรับผลตอบแทนในอนาคต

จากการศึกษางานวิจัยข้างต้นจะเห็นว่า สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทมีอิทธิพลต่อการตั้งราคาหลักทรัพย์ IPO ที่แตกต่างกันออกไป แต่ในงานวิจัยครั้งนี้เห็นว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทอาจจะใช้เป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัทได้ ทำให้สามารถตั้งสมมติฐานไว้ว่า สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

เงินลงทุนนอกตลาด (Private Equity: PE)

เงินลงทุนนอกตลาด คือ การลงทุนในหุ้นของบริษัทเอกชนซึ่งจะเป็นการลงทุนในบริษัทขนาดกลางหรือเล็กที่อยู่ในช่วงเพิ่งเริ่มต้นทำธุรกิจหรือต้องการขยายธุรกิจ ซึ่งบริษัทเหล่านี้เป็นบริษัทที่มั่นคงแล้วต้องการแหล่งเงินทุนนอกตลาด เพื่อขยายกิจการหรือควบรวมกิจการและเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการถือหุ้น ซึ่งจะมีการลงทุน 2 รูปแบบ คือ Limited Partners เป็นนักลงทุนที่ใช้เงินลงทุนจำนวนมากเพื่อเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ใน Partnership มีบทบาทในการกำกับดูแลการลงทุนของ Partnership มีสิทธิได้รับส่วนแบ่งเมื่อ Partnership มีกำไร และ General Partners เป็นผู้บริหารมืออาชีพที่มีเงินลงทุนน้อยแต่มีบทบาทในการบริหารกิจการของ Partners โดยเป็นผู้ถือหุ้นรองเล็กบริษัทที่ Partnership จะเข้าไปลงทุนและมีหน้าที่ในการควบคุมให้คำแนะนำในการบริหารงาน และมีสิทธิได้รับค่าธรรมเนียมในการจัดการ (ประมาณ 1-3%) และได้รับส่วนแบ่งกำไรประมาณ 20-30% ของกำไรจากการดำเนินงานจากการศึกษาของ Barry et al. (1990) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการที่เงินลงทุนนอกตลาด และ เงินกองทุนร่วมรักษาสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทที่ลงทุนไว้จำนวนมากหลังออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และยังคงเป็นคณะกรรมการบริหารในบริษัท ดังนั้นลักษณะธุรกิจของเงินลงทุนนอกตลาด และ เงินกองทุนร่วมจึงจำเป็นต้องทำให้หลักทรัพย์ IPO ของบริษัทที่ตนเองร่วมลงทุนมีผลงานที่ดีในระยะยาวเพื่อจะได้มีชื่อเสียงในการลงทุนในครั้งต่อไป

นอกจากนี้การศึกษาของ Morsfield and Tan (2006) กล่าวว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ที่ได้รับการสนับสนุนโดยมีเงินลงทุนนอกตลาดและเงินกองทุนร่วมมักมีโครงสร้างองค์กรที่ดีและเข้มแข็ง รวมทั้งการศึกษาของ Baker and Gompers (2003) พบว่า กลุ่มบริษัทที่ได้รับการสนับสนุนโดยบริษัทร่วมเงินลงทุนจะมีคณะกรรมการบริษัทที่เป็นบุคคลภายในของบริษัทและบทบาทสำคัญในบริษัทลดลงแต่จะมีคณะกรรมการอิสระที่เป็นบุคคลภายนอกมากกว่าช่วยลดการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Wu (2017) พบว่าตลาดหลักทรัพย์กระดานที่สอง สำหรับบริษัทหลักทรัพย์ IPO ที่มีสถาบันร่วมทุนจะมีอัตราการตั้งราคาเสนอขายหุ้น IPO ในราคาที่ต่ำกว่ามาตรฐานสูงกว่าบริษัทที่ไม่มีสถาบันร่วมทุน

จากการศึกษางานวิจัยข้างต้นจะเห็นว่า เงินลงทุนนอกตลาดมีอิทธิพลต่อการตั้งราคาหลักทรัพย์ IPO ที่แตกต่างกันออกไป แต่ในงานวิจัยครั้งนี้เห็นว่าเงินลงทุนนอกตลาดอาจจะใช้เป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัทได้ ทำให้สามารถตั้งสมมติฐานไว้ว่า เงินลงทุนนอกตลาดมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

ปัจจัยความเสี่ยง (Risk Factors:RF)

ปัจจัยความเสี่ยงเป็นสิ่งที่บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะต้องเปิดเผยไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ (แบบ 69-1) ตามข้อกำหนดของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งข้อมูลขั้นต่ำที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (“บริษัท”) ต้องเปิดเผย โดยข้อมูลที่กำหนดให้เปิดเผยแบ่งออกเป็น 4 ส่วนคือ ส่วนที่ 1 การประกอบธุรกิจ ส่วนที่ 2 การจัดการและการกำกับดูแล ส่วนที่ 3 ฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงาน ส่วนที่ 4 การรับรองความถูกต้องของข้อมูลซึ่งปัจจัยความเสี่ยงเป็นข้อมูลที่บริษัทออกหลักทรัพย์ IPO จะต้องเปิดเผยอยู่ในส่วนที่ 2 การจัดการและการกำกับดูแล ที่บริษัทออกหลักทรัพย์ IPO จะต้องระบุปัจจัยที่บริษัทเห็นว่าเป็นความเสี่ยงที่มีนัยสำคัญได้รวมถึงความเสี่ยงต่อการดำเนินธุรกิจของบริษัทหรือกลุ่มบริษัท ให้ระบุและอธิบายปัจจัยที่เห็นว่าอาจทำให้เกิดความเสี่ยงอย่างมีนัยสำคัญต่อการประกอบธุรกิจ การดำเนินงาน ฐานะการเงิน และผลการดำเนินงาน หรือความดำรงอยู่ของบริษัทหรือกลุ่มบริษัท ความเสี่ยงต่อการลงทุนของผู้ถือหลักทรัพย์ ให้ระบุและอธิบายความเสี่ยงที่อาจทำให้ ผู้ถือหลักทรัพย์ไม่ได้รับผลตอบแทนหรือสิทธิเท่าที่ควรจะได้รับหรือสูญเสียเงินลงทุนทั้งจำนวนหรือบางส่วน

ในการเปิดเผยปัจจัยความเสี่ยงข้างต้น ให้ระบุเฉพาะปัจจัยที่อาจมีผลกระทบต่อบริษัท กลุ่มบริษัท หรือผู้ถือหลักทรัพย์โดยตรง ไม่ใช่ความเสี่ยงสำหรับการประกอบธุรกิจหรือการลงทุนทั่วไป โดยให้อธิบายถึงลักษณะความเสี่ยง เหตุการณ์ที่เป็นสาเหตุของความเสี่ยง ผลกระทบที่อาจเกิดขึ้น (ถ้าประเมินผลกระทบเป็นตัวเลขได้ให้ระบุด้วย) แนวโน้มหรือความเป็นไปได้ที่จะเกิดความเสี่ยงดังกล่าว นอกจากนี้ หากบริษัทมีมาตรการรองรับไว้เป็นการเฉพาะและสามารถลดความเสี่ยงได้อย่างมีนัยสำคัญแล้ว บริษัทอาจอธิบายเพิ่มเติมไว้ด้วยก็ได้ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) ซึ่งในแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ (แบบ 69-1) นี้บริษัทที่ออกหลักทรัพย์จะต้องเปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้อง ครบถ้วน เพียงพอต่อการตัดสินใจในการลงทุนและไม่มีข้อความที่อาจทำให้ผู้ลงทุนสำคัญผิด ซึ่งการศึกษาของ Yatim (2011) พบว่าจำนวนปัจจัยเสี่ยงที่เปิดเผยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าและ Yatim (2011) กล่าวเพิ่มเติมว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะต้องระบุและเปิดเผยประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี เช่น การระบุความเสี่ยงหลัก และมีระบบในการควบคุมการทำงานที่เหมาะสมเพื่อทำการบริหารความเสี่ยง เพราะความเสี่ยงเป็นส่วนหนึ่งของกระบวนการตรวจสอบภายในของบริษัทซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Carfim (1993) พบว่าบริษัทที่มีคุณภาพสูงจะมีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการวางแผนในการดำเนินงานในอนาคตเชิงบวก

จากการศึกษางานวิจัยข้างต้นจะเห็นว่า ปัจจัยความเสี่ยงมีอิทธิพลต่อการตั้งราคาหลักทรัพย์ IPO ที่แตกต่างกันออกไป แต่ในงานวิจัยครั้งนี้เห็นว่าปัจจัยความเสี่ยงอาจจะเป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัทได้ ทำให้สามารถตั้งสมมติฐานไว้ว่า ปัจจัยความเสี่ยงมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

ทั้งนี้จากงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่กล่าวมาข้างต้นสามารถสรุปรายละเอียดงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยข้อมูลพื้นฐานเกี่ยวกับบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอของประเทศไทยสามารถแสดงได้ดังตารางที่ 2.5 ดังนี้

ตารางที่ 2.5 สรุปรายละเอียดงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยข้อมูลพื้นฐานเกี่ยวกับบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
Wu (2017)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศจีน จำนวน 125 บริษัท	ตลาดหลักทรัพย์กระดานที่สอง บริษัทที่มีสถาบันร่วมทุนจะมีอัตราการตั้งราคาเสนอขายหุ้น IPO ในราคาที่ต่ำกว่ามาตรฐานสูงกว่าบริษัทที่ไม่มีสถาบันร่วมทุน
Martani et al. (2012)	บริษัทจดทะเบียนในประเทศอินโดนีเซีย สำหรับบริษัทในอุตสาหกรรมการผลิต	อายุของบริษัทไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า อาจจะมีสาเหตุเนื่องมาจากนักลงทุนอาจจะคิดว่าอายุของบริษัทไม่สามารถใช้เป็นตัวชี้วัดได้ว่าการที่บริษัทมีอายุยาวนานจะช่วยลดความไม่แน่นอนที่จะเกิดขึ้นในอนาคตได้
Yatim (2011)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย จำนวน 385 บริษัท	ขนาดของกิจการและจำนวนปัจจัยเสี่ยงที่เปิดเผยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

ตารางที่ 2.5 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
Anis (2010)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศฝรั่งเศส จำนวน 133 บริษัท	อายุของบริษัทไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคา หลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า อาจจะมีสาเหตุเนื่องมาจากนักลงทุนอาจจะคิดว่าอายุ ของบริษัทไม่สามารถใช้เป็นตัวชี้วัดได้ว่าการที่บริษัทมี อายุยาวนานจะช่วยลดความไม่แน่นอนที่จะเกิดขึ้นใน อนาคตได้
Arthursa et al. (2008)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 422 บริษัท	การตรวจติดตามทั้งโดยคณะกรรมการบุคคลภายในและ คณะกรรมการที่มีประสบการณ์จะทำให้การกำหนด ราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ลดลง นอกจากนี้การตั้งราคาเสนอขายหุ้นจะเพิ่มขึ้น เมื่อมีผู้ร่วมลงทุนมีความสัมพันธ์กับผู้จัดจำหน่ายมา ก่อน
Zhang et al. (2007)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 3,879 บริษัท	อายุของบริษัทไม่สามารถสรุปได้ว่าในการที่บริษัทมี การดำเนินงานมายาวนานจะเป็นการบอกถึงผลการ ดำเนินงานที่ดีของบริษัท
Suchard and Singh (2007)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศออสเตรเลีย และประเทศอังกฤษ จำนวน 422 บริษัท	อายุของบริษัทหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์ใน ทิศทางเดียวกันกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้า จดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า หมายถึง บริษัท หลักทรัพย์ IPO ที่มีอายุยืนยาวจะมีการกำหนดราคา หลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่ามาก ขึ้น
Morsfield and Tan (2006)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 2,630 บริษัท	เงินลงทุนนอกตลาดมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคา หลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

ตารางที่ 2.5 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
Martani and Yolana (2005)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศอินโดนีเซีย	ขนาดของบริษัทที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อระดับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า
Baker and Gompers (2003)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 1,116 บริษัท	กลุ่มบริษัทที่ได้รับการสนับสนุนโดยธุรกิจร่วมทุนจะมีกรรมการที่เป็นคนภายในบริษัทน้อยกว่าและกรรมการที่มีบทบาทสำคัญในบริษัทลดลงและจะมีกรรมการอิสระที่เป็นบุคคลภายนอกมากกว่า
Filatotchev and Bishop (2002)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศอังกฤษ จำนวน 251 บริษัท	สัดส่วนการถือหุ้น โดยผู้บริหารของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์ต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าในการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก
Karlis (2000)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศกรีซ	สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมหลังจากออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์
Leland et al. (1977)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศอังกฤษ	บุคคลภายในมีสัดส่วนการถือหุ้นที่สูงเมื่อเทียบกับหุ้นที่ออกขายแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกเป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทเป็นบริษัทที่ดี มีความน่าเชื่อถือ บุคคลภายในจึงถือไว้เพื่อรับผลตอบแทนในอนาคต
Brennan and Hughes (1991)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา	ผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นในคุณภาพและงบกระแสเงินสดของบริษัท ย่อมทำให้ผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนที่มากขึ้น จากผลการศึกษาดังกล่าวชี้ให้เห็นว่าสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารของบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

ตารางที่ 2.5 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
Ritter (1991)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา	อายุของบริษัทหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์ใน ทิศทางตรงกันข้ามกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้า จดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ซึ่งชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่ มีอายุยาวนานจะมีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจ ทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าน้อยกว่าบริษัทที่มีอายุ น้อย
Barry et al. (1990)	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา	การที่เงินลงทุนนอกตลาดและเงินกองทุนร่วมรักษา สัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทที่ลงทุนไว้จำนวนมากหลัง ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และยังคงเป็นคณะ กรรมการบริหารในบริษัท จะต้องทำให้หลักทรัพย์ IPO ของบริษัทที่ตนเองร่วมลงทุนมีผลงานที่ดีในระยะ ยาวเพื่อจะได้มีชื่อเสียงในการลงทุนในครั้งต่อไป
Carter and Manaster (1990)	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา	ขนาดของบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคา หลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของ บริษัทอย่างมีนัยสำคัญ
Beatty (1989)	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา	อายุของบริษัทหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์ใน ทิศทางตรงกันข้ามกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้า จดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

กล่าวโดยสรุปงานวิจัยส่วนมากจะชี้ให้เห็นว่าข้อมูลพื้นฐานเกี่ยวกับบริษัทเป็นส่วน
หนึ่งที่จะสื่อสารถึงความมั่นคงและคุณภาพของบริษัทในมุมมองของนักลงทุนได้เป็นอย่างดี ดังนั้น
การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้คาดการณ์ว่าข้อมูลพื้นฐานของบริษัทอาจจะมีอิทธิพลต่อหลักทรัพย์ IPO
โดยตั้งสมมติฐานตามงานวิจัยที่อ้างอิงทฤษฎีการส่งสัญญาณ แต่ในงานวิจัยครั้งนี้ได้ตั้งสมมติฐาน
ด้านข้อมูลพื้นฐานเกี่ยวกับบริษัทกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่า
มูลค่า (IPO Underpricing) ซึ่งมีรายละเอียดสามารถแสดงได้ดังต่อไปนี้

H3a: อายุของบริษัทที่จำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคา
หลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

H3b :ขนาดของบริษัทของบริษัทที่จำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

H3c :สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารหลังจากการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

H3d :สัดส่วนการถือหุ้นเดิมของบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

H3fe :เงินลงทุนนอกตลาดมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

H3f :ปัจจัยความเสี่ยงมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

2.4.4 ข้อมูลทางการเงินของบริษัท

จากการศึกษาและทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องจะเห็นได้ว่าการประกอบธุรกิจเป็นสิ่งสำคัญอย่างมากสำหรับผู้ประกอบการ คือ ระบบบัญชีและงบการเงินของบริษัทเป็นสิ่งที่ควรศึกษาและเรียนรู้เพราะจะทำให้ผู้ประกอบการรู้ผลการดำเนินงานของบริษัท สามารถคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตได้และนอกจากนี้งบการเงินของบริษัทสามารถนำมาวิเคราะห์เพื่อประเมินสภาพคล่องหรือประเมินคุณภาพผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทและสำหรับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ข้อมูลของงบการเงินที่รายงานในหนังสือชี้ชวนจะเป็นข้อมูลงบการเงินย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ซึ่งข้อมูลเหล่านี้บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจจะใช้เป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งถึงคุณภาพและประสิทธิภาพความสามารถในการทำกำไรและเพื่อเป็นการเพิ่มความน่าเชื่อถือให้กับหลักทรัพย์ IPO ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO และนักลงทุนอาจจะใช้ข้อมูลในของงบการเงินเหล่านี้ในการประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ IPO เพราะบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไม่มีข้อมูลสถิติการซื้อขายหลักทรัพย์ในอดีต ดังนั้นอาจทำให้เกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO กับนักลงทุนและบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งข้อมูลของงบการเงินที่เปิดเผยในหนังสือชี้ชวนจะช่วยส่งสัญญาณให้นักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลสามารถรับรู้ข้อมูลได้จากการเปิดเผยข้อมูลของงบการเงินย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์

ทั้งนี้ยังมีงานวิจัยที่กล่าวว่า ปัจจัยทางด้านข้อมูลทางการเงินของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จากหนังสือชี้ชวนใช้เป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งในการสื่อถึงผลการดำเนินงานและคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ในอดีตที่ผ่านมาซึ่งสามารถวัดได้จาก

สินทรัพย์รวม กำไรจากการดำเนินงาน อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น ซึ่งอัตราส่วนทางการเงินทั้งหมดถูกคำนวณมาจากค่าเฉลี่ยที่ได้จากงบการเงินสองรอบบัญชีล่าสุดก่อนที่บริษัทจะออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (Hasan et al. 2013) และนอกจากนี้ Hasan กล่าวเพิ่มเติมว่าคุณภาพของข้อมูลของรายงานทางการเงินในหนังสือชี้ชวนของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ยังคงเป็นที่สงสัยมาตลอดโดยมองว่าทัศนคติของนักบัญชีและผู้ตรวจสอบบัญชีในประเทศอินโดนีเซียมักจะโอนเอียงตามแรงกดดันจากผู้บริหารและการเมืองภายในบริษัทและมีการตกแต่งบัญชี

ดังนั้นจากข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่กล่าวมาข้างต้นอาจเป็นตัววัดหนึ่งที่จะใช้คาดการณ์ว่าเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ทั้งนี้ในการศึกษาครั้งนี้จะพิจารณาข้อมูลทางการเงินของบริษัท แบ่งเป็น 5 ปัจจัย ซึ่งได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) โดยรายละเอียดของการตั้งสมมติฐาน มีดังต่อไปนี้

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด (Return on Equity:

ROE_{return3y})

จากการศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น คือ เครื่องมือบ่งชี้ว่าบริษัทมีความสามารถในการบริหารและทำกำไรกลับมาจากการลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนให้เติบโตขึ้นได้ดีมากน้อยแค่ไหนให้กับผู้ถือหุ้น และสำหรับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งเป็นบริษัทที่ต้องการระดมทุนจากนักลงทุนเพื่อใช้ในการขยายตัวของธุรกิจหรือเพื่อการลงทุนเพิ่มเติมให้ธุรกิจเติบโตขึ้น จึงจำเป็นที่จะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ (แบบ 69-1) ที่เกี่ยวกับฐานทางการเงินและผลการดำเนินงานตามข้อกำหนดของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ซึ่งอยู่ในส่วนที่ 3 โดยบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะต้องเปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้อง ครบถ้วน เพียงพอต่อการตัดสินใจในการลงทุนและไม่มีข้อความที่อาจทำให้ผู้ลงทุนสำคัญผิด

ทั้งนี้จะเห็นได้ว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นถือเป็นรายการทางบัญชีรายการหนึ่งที่อยู่ในรายงานทางการเงินที่จะต้องเปิดเผยผลการดำเนินงานที่ผ่านมาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท 3 ปีย้อนหลังก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์สำหรับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งจะเห็นได้ว่าข้อมูลเหล่านี้ อาจจะเป็นสัญญาณอย่างหนึ่งที่นักลงทุนอาจจะใช้เพื่อประกอบในการตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ IPO จากการศึกษาของ Hasan et

al. (2013) ซึ่งให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแปรตัวหนึ่งที่ใช้วัดอัตราการทำกำไรของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO โดยทำการวัดกำไรจากปัจจัย 4 ปัจจัย คือ อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถอธิบายผลกำไรในอดีตของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ได้

จากการศึกษางานวิจัยข้างต้นจะเห็นว่า อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด มีความสำคัญที่ใช้เป็นตัวแปรตัวหนึ่งที่ใช้วัดอัตราการทำกำไรในอดีตของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เพื่อเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งให้นักลงทุนใช้เพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ทำให้สามารถตั้งสมมติฐานไว้ว่า อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด (Return on Assets: $ROA_{return\ 3y}$)

จากการศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ ซึ่งเป็นอัตราส่วนทางการเงินที่มีความสำคัญอย่างมากตัวหนึ่ง ที่จะเป็นตัวบอกว่าบริษัทมีความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ให้เกิดกำไรหรือไม่อย่างไร เพราะการที่บริษัทลงทุนในสินทรัพย์ใดๆ ก็เพื่อทำให้ธุรกิจมีการเติบโต ดังนั้น สินทรัพย์ของบริษัทควรจะเป็นสินทรัพย์ที่ทำให้เกิดรายได้และเกิดผลกำไร โดยอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์จะช่วยทั้งผู้บริหารและนักลงทุนให้สามารถมองเห็นได้ว่าบริษัทนั้นมีความสามารถเปลี่ยนสินทรัพย์ที่ลงทุนไปเป็นกำไรได้หรือไม่และมากน้อยเพียงใด ซึ่งจะเห็นได้ว่าถ้าบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์สูงเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องนั้นหมายถึงบริษัทมีความสามารถในการบริหารและทำกำไรให้กับผู้ถือหุ้นได้มากกว่าบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ต่ำกว่าและสำหรับบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งเป็นบริษัทที่ต้องการระดมทุนจากนักลงทุนเพื่อใช้ในการขยายตัวของธุรกิจหรือเพื่อการลงทุนเพิ่มเติมให้ธุรกิจเติบโตขึ้น จึงจำเป็นที่จะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับงบการเงินของบริษัทให้ ถูกต้อง ครบถ้วน ซึ่งอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ก็เป็นรายการหนึ่งที่ต้องเปิดเผยตามข้อกำหนดของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ในหนังสือชี้ชวนเกี่ยวกับผลการดำเนินงานในอดีตที่ผ่านมาย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้ให้นักลงทุนใช้ในการประกอบการตัดสินใจในการลงทุน

ทั้งนี้ในการศึกษาของ Hasan et al. (2013) พบว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เป็นตัวแปรตัวหนึ่งที่ใช้วัดอัตราการทำกำไรของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ไม่สามารถอธิบายผลกำไรในอดีตของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ได้ ซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับการวิจัยก่อนหน้าของ Yatim (2011) พบว่าหนึ่งในตัวแปรควบคุม อัตรา

ผลตอบแทนสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์ต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย

จากการศึกษางานวิจัยข้างต้นจะเห็นว่า อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์เป็นตัวแปรตัวหนึ่งที่มีความสำคัญใช้วัดอัตราการทำกำไรในอดีตของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้วิจัยจึงได้นำอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์เป็นตัวแปรตัวหนึ่งที่คาดการณ์ว่าอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ทำให้สามารถตั้งสมมติฐานได้ว่า อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด (Current Ratio: $CR_{return3y}$)

จากการศึกษาเกี่ยวกับอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งบ่งบอกถึงสภาพคล่องธุรกิจในการชำระหนี้ในระยะสั้นหากอัตราส่วนมีค่าน้อยกว่า 1 หมายความว่ากิจการมีหนี้สินหมุนเวียนมากกว่าสินทรัพย์หมุนเวียนทำให้อาจมีปัญหาในการชำระหนี้ระยะสั้นได้ หากอัตราส่วนนี้มากกว่า 1 แสดงว่ากิจการมีสินทรัพย์หมุนเวียนมากพอที่จะชำระหนี้ระยะสั้น แต่หากมีค่าสูงกว่า 1 มาก ๆ อาจหมายถึง ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ของกิจการไม่ดีพอและสำหรับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จำเป็นจะต้องเปิดเผยผลการดำเนินงานย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ในหนังสือชี้ชวนตามข้อกำหนดของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งจะเห็นได้ว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเป็นรายการหนึ่งที่อยู่ในรายงานทางการเงินของบริษัทที่บริษัทจะต้องจัดทำขึ้นเพื่อรายงานให้ผู้ถือหุ้นได้ทราบถึงอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทในแต่ละปีเพื่อผู้ถือหุ้นและนักลงทุนอาจจะใช้อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนในการดูสภาพคล่องของบริษัทและจากการศึกษาของ Hasan et al. (2013) ซึ่งให้เห็นว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเป็นตัวแปรตัวหนึ่งที่วัดความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน สามารถอธิบายประสิทธิภาพของหลักทรัพย์ IPO ในระยะสั้นได้อย่างเหมาะสม

ทั้งนี้จากการศึกษางานวิจัยข้างต้นจะเห็นว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีความสำคัญใช้เป็นตัวแปรตัวหนึ่งที่วัดความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งอาจจะเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้กับนักลงทุนเพื่อใช้ในการประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ผู้วิจัยจึงได้นำอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเป็นตัวแปรตัวหนึ่งที่คาดการณ์ว่ามีอิทธิพลต่อการตั้งราคาต่ำกว่ามาตรฐานของหลักทรัพย์ IPO ทำให้สามารถตั้งสมมติฐานได้ว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

อัตรการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่ายย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด (Growth Operating Profit: $G_EBITDA_{return\ 3y}$)

อัตรการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย เป็นปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนให้ความสนใจอย่างมากเนื่องจากกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่ายเป็นกำไรที่ได้รับจากการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งค่าใช้จ่ายเหล่านี้ไม่ได้เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของบริษัทเป็นค่าใช้จ่ายที่เกิดจากต้นทุนทางการเงินหรือดอกเบี้ยต่างๆ หากมีการหาแหล่งเงินทุนใหม่หรือมีดอกเบี้ยลดลงก็จะทำให้ค่าใช้จ่ายตรงส่วนนี้ลดลงและต้นทุนค่าเสื่อมราคาซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายที่ไม่ได้จ่ายออกไปจริงในงบกำไรขาดทุน เนื่องจากการลงทุนไว้ตั้งแต่ต้นแล้วเพียงรอเวลาในการตัดค่าเสื่อมราคาให้หมดในทางบัญชี จึงทำให้สามารถรับรู้ผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงานจริงของบริษัทและการศึกษาของ Zheng et al. (2007) พบว่าอัตรการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่ายมีความสัมพันธ์กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO โดยกล่าวเพิ่มเติมว่าอัตรการเติบโตของประสิทธิภาพทางบัญชีเป็นเครื่องชี้วัดคุณภาพของบริษัทและบริษัทที่มีคุณภาพสูงจะมีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่ามากกว่าบริษัทที่มีคุณภาพต่ำ

นอกจากนี้การศึกษาของ Hasan et al. (2013) ซึ่งให้เห็นว่ากำไรในอดีตของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งได้แก่ กำไรจากการดำเนินงาน สามารถสื่อถึงคุณภาพของบริษัทและผลตอบแทนเมื่อปรับด้วยผลตอบแทนของตลาดในระยะแรกได้อย่างเหมาะสม ผลการศึกษานี้ส่วนใหญ่จัดทำขึ้นในตลาดที่พัฒนาแล้วและตลาดกำลังพัฒนา และสำหรับประเทศไทยมีการศึกษาการส่งสัญญาณของหลักทรัพย์ IPO ที่ภายหลังได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่ามีการออกหุ้นให้ราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็นโดยใช้อัตราผลตอบแทนวันแรกเป็นตัววัด พบว่า อัตรการเติบโตของกำไรก่อนภาษี ดอกเบี้ย ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO ซึ่งน่าจะเกิดจากการที่บริษัทมีการตกแต่งกำไรของบริษัท IPO เพื่อที่จะพยายามเข้าสู่ตลาดโดยใช้ความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างบริษัท IPO และนักลงทุน (การตี รัศมี, 2553)

จากการศึกษางานวิจัยข้างต้นจะเห็นว่า อัตรการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด มีอิทธิพลต่อการตั้งราคาหลักทรัพย์ IPO ที่แตกต่างกันออกไป แต่ในงานวิจัยครั้งนี้เห็นว่าอัตรการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด อาจจะใช้เป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัทได้ ทำให้สามารถตั้งสมมติฐานไว้ว่า

อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

อัตราการเติบโตของยอดขายย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด (Sales growth rate: $SGR_{\text{return}3y}$)

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องจะเห็นได้ว่าองค์ประกอบของการวิเคราะห์ข้อมูลของกำไรในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ อัตราการเติบโตของยอดขายจะเป็นปัจจัยหนึ่งที่เป็นตัวกำหนดกำไรของบริษัทที่รายงานอยู่ในงบการเงินของบริษัท ซึ่งเป็นสิ่งที่นักลงทุนให้ความสำคัญอย่างมากเพื่อจะดูความสามารถในการทำกำไรของบริษัทโดยสัญญาตม นักลงทุนจะมองว่าถ้าบริษัทมีอัตราการเติบโตของยอดขายเพิ่มขึ้นก็แสดงว่าบริษัทสามารถให้ผลตอบแทนที่ดีได้ในอนาคตซึ่งวัดจากยอดขายที่เพิ่มขึ้นในแต่ละปี ทั้งนี้จากการศึกษาของ Hasan et al. (2013) ซึ่งให้เห็นว่าอัตราส่วนกำไรสุทธิซึ่งคำนวณมาจากกำไรสุทธิหารด้วยยอดขาย และอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน คำนวณมาจากกำไรจากการดำเนินงานหารด้วยยอดขายสุทธิเป็นตัวแปรตัวหนึ่งที่ใช้วัดอัตราการทำกำไรในอดีตของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO และสามารถอธิบายประสิทธิภาพของหลักทรัพย์ IPO ในระยะสั้นได้อย่างเหมาะสมซึ่งจะเห็นได้ว่าอัตราการทำกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทที่มีผลมาจากยอดขายของบริษัทซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Chung et al. (2005) กล่าวว่าราคาเสนอขายหลักทรัพย์ IPO จะมีมูลค่าเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของสินทรัพย์ของบริษัทและโอกาสในการเติบโตซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับสมมติฐานพบว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่ามีความสัมพันธ์กับโอกาสของการเติบโต

นอกจากนี้ยังพบการศึกษาของ Zheng et al. (2007) พบว่าการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อการเติบโตของยอดขาย โดยกล่าวเพิ่มเติมเกี่ยวกับหลักฐานที่พบเกี่ยวกับข้อมูลทางบัญชีซึ่งมีการกลับรายการบัญชี การบันทึกบัญชีใช้เกณฑ์คงค้างและการตกแต่งกำไรอาจทำให้เกิดความไม่แน่นอนได้ แต่การเติบโตของยอดขายจะเป็นตัววัดกำไรและคุณภาพของบริษัทได้ ทั้งนี้ยังมีการศึกษาในประเทศไทยพบว่าอัตราผลตอบแทนในวันแรกของหุ้น IPO มีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการเติบโตของรายได้ในปีที่ 1 2 และ 3 หลังจากการเข้า IPO อย่างมีนัยสำคัญเป็นการแสดงว่าหุ้นไอพีโอมีการส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนว่าเป็นบริษัทที่คุณภาพดีโดยใช้การเติบโตของรายได้เป็นตัววัดคุณภาพของบริษัท (ภารดี รัศมี, 2553)

จากการศึกษางานวิจัยข้างต้นจะเห็นว่า อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการตั้งราคาหลักทรัพย์ IPO ที่แตกต่างกันออกไป แต่ในงานวิจัยครั้งนี้เห็นว่า อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อาจจะใช้เป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัทได้ ทำให้สามารถตั้งสมมติฐานไว้ว่า อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

ทั้งนี้จากงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่กล่าวมาข้างต้นสามารถสรุปรายละเอียดงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอ ไอ ของประเทศไทย สามารถแสดงได้ดังตารางที่ 2.6 ดังนี้

ตารางที่ 2.6 สรุปรายละเอียดงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
Hasan et al. (2013)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย จำนวน 71 บริษัท	การกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับตัวแทนของความเสี่ยงด้านการเงิน แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับตัวแทนของกำไรในอดีตและความมั่นคงของบริษัท
Zheng and Stangeland (2007)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 3,879 บริษัท	การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์กับการเติบโตของยอดขายและกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี และค่าเสื่อมราคา (EBITDA) ภายหลังช่วง IPO แต่ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อการเติบโตของกำไรสุทธิ
Yatim (2011)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย จำนวน 385 บริษัท	หนึ่งในตัวแปรควบคุม อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์ต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย

ตารางที่ 2.6 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
การดี รัศมี (2553)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย จำนวน 385 บริษัท	อัตราผลตอบแทนในวันแรกของหุ้น IPO มีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการเติบโตของรายได้ในปีที่ 1 2 และ 3 หลังจากการเข้า IPO อย่างมีนัยสำคัญเป็นการแสดงว่าหุ้นไอพีโอมีการส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนว่าเป็นบริษัทที่คุณภาพดีโดยใช้การเติบโตของรายได้เป็นตัววัดคุณภาพของบริษัท
Chung, Li, and Yu (2005)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 1,547 บริษัท	การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์กับส่วนของราคาเสนอขายหลักทรัพย์ IPO ที่มาจากมูลค่าปัจจุบันของโอกาสในการเติบโต

กล่าวโดยสรุปงานวิจัยส่วนมากจะชี้ให้เห็นว่า ข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่ดีมีคุณภาพและเหมาะสมสามารถใช้เป็นสัญญาณเพื่อจะสื่อถึงประสิทธิภาพของงบการเงินที่น่าเชื่อถือในมุมมองของนักลงทุนและสามารถวัดอัตราการทำกำไรในอดีตของบริษัทได้เป็นอย่างดี ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้คาดการณ์ว่าข้อมูลทางการเงินของบริษัทอาจจะมีอิทธิพลต่อหลักทรัพย์ IPO โดยตั้งสมมติฐานตามงานวิจัยที่อ้างอิงทฤษฎีการส่งสัญญาณและทฤษฎีการไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล แต่ในงานวิจัยครั้งนี้ได้ตั้งสมมติฐานด้านข้อมูลทางการเงินของบริษัทกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ซึ่งมีรายละเอียดสามารถแสดงได้ดังต่อไปนี้

H4a : อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

H4b : อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

H4c : อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

H4d : อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

H4e : อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

2.5 กรอบแนวคิดในการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาสมมติฐานที่กล่าวมาข้างต้น ทำให้ผู้วิจัยสามารถสร้างกรอบแนวคิดในการวิจัยได้ดังภาพที่ 2.3 โดยจากภาพที่ 2.3 จะแสดงถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ของประเทศไทยในงานวิจัยครั้งนี้ แบ่งออกเป็น 4 ด้านดังต่อไปนี้

1. ลักษณะโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท ซึ่งแบ่งออกเป็น 5 ปัจจัยที่อาจจะมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ซึ่งได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท คณะกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญบัญชีหรือการเงิน สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่น การควบคุมตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการบริษัท

2. คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ ซึ่งแบ่งออกเป็น 3 ปัจจัย ที่อาจจะมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ซึ่งได้แก่ ที่ปรึกษาทางการเงิน ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ผู้ตรวจสอบบัญชี

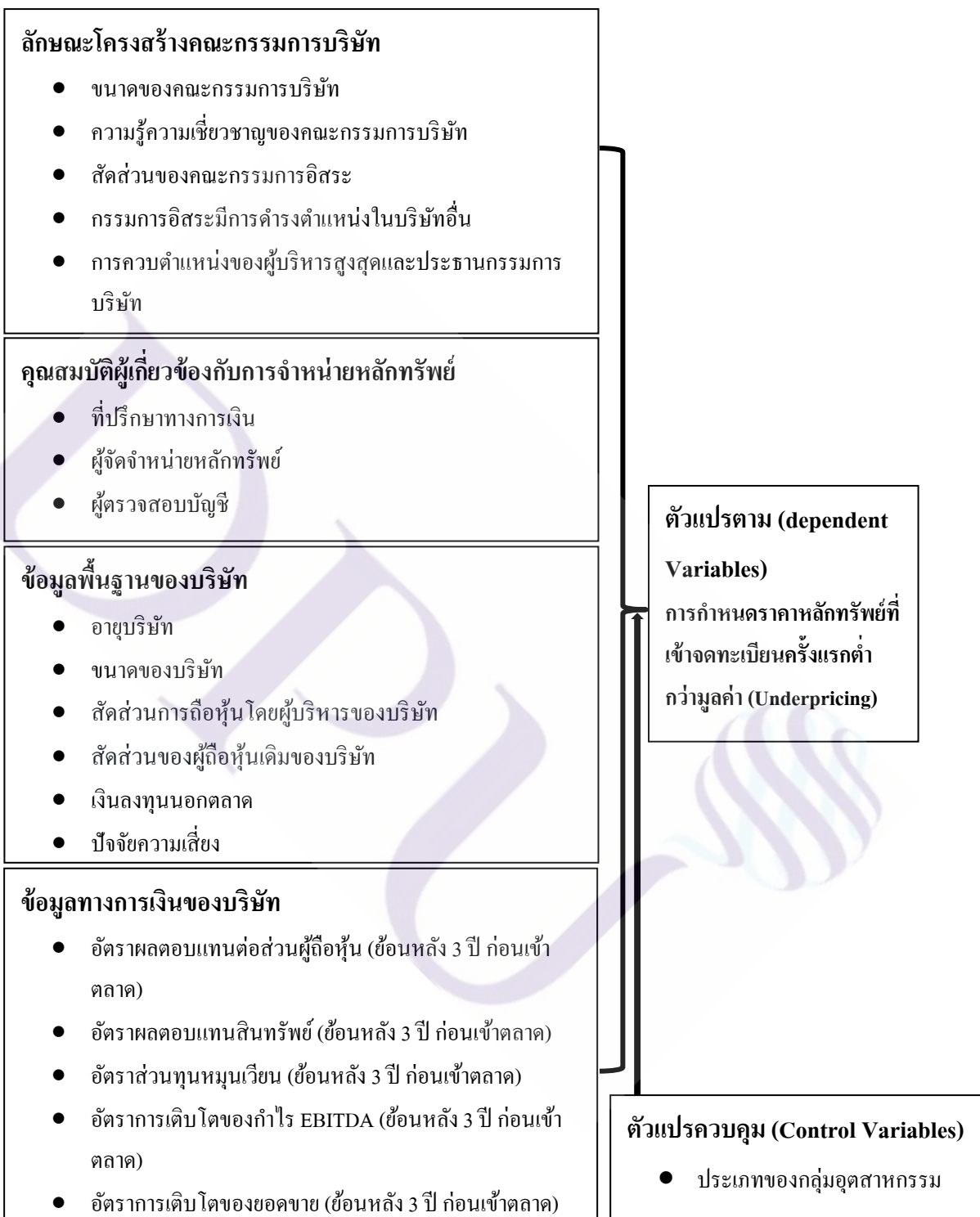
3. ข้อมูลพื้นฐานของบริษัท ซึ่งแบ่งออกเป็น 6 ปัจจัย ที่อาจจะมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ซึ่งได้แก่ อายุของบริษัท ขนาดของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้น โดยผู้บริหารของบริษัท สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัท เงินลงทุนนอกตลาด ปัจจัยความเสี่ยง

4. ข้อมูลทางการเงินของบริษัท แบ่งเป็น 5 ปัจจัย ที่อาจจะมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ซึ่งได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)

นอกจากนี้ผู้วิจัยยังได้ทำการวิเคราะห์ตัวแปรควบคุมที่อาจจะเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ของประเทศไทย ซึ่งได้แก่ ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ดังนี้ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี โดยรายละเอียดของระเบียบวิธีวิจัย ผลการวิเคราะห์ การอภิปรายและสรุปผล จะกล่าวถึงในลำดับต่อไป



ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)



ภาพที่ 2.3 กรอบแนวคิดในการวิจัย

ที่มา: พิมพิศา พรหมมา (2560)

บทสรุป

สำหรับในงานวิจัยเรื่อง ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีการพัฒนาสมมติฐานในงานวิจัยจากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ทฤษฎีการส่งสัญญาณ ทฤษฎีตัวแทน รวมถึงแนวคิดการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ซึ่งการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาทำให้ได้สมมติฐานในงานวิจัยนี้เกี่ยวกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) มีปัจจัยที่เป็นตัววัดมี 4 ด้าน ได้แก่ ลักษณะโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ ข้อมูลพื้นฐานของบริษัท ข้อมูลทางการเงินของบริษัท ซึ่งในแต่ละด้านประกอบด้วย ปัจจัยดังนี้ 1. ลักษณะโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทมี 5 ปัจจัยที่อาจจะมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ซึ่ง ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท คณะกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงิน สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่น การควมตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการบริษัท 2. คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์มี 3 ปัจจัย ที่อาจจะมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ซึ่ง ได้แก่ ที่ปรึกษาทางการเงิน ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ผู้ตรวจสอบบัญชี 3. ข้อมูลพื้นฐานของบริษัทมี 6 ปัจจัย ที่อาจจะมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ซึ่ง ได้แก่ อายุของบริษัท ขนาดของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารของบริษัท สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัท เงินลงทุนนอกตลาด ปัจจัยความเสี่ยง 4. ข้อมูลทางการเงินของบริษัทมี 5 ปัจจัย ที่อาจจะมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ซึ่ง ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ซึ่งโดยรายละเอียดในการทดสอบสมมติฐานจะกล่าวในลำดับต่อไป

บทที่ 3

ระเบียบวิธีวิจัย

บทนี้จะกล่าวถึงการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ซึ่งผู้วิจัยได้กำหนดประชากร เครื่องมือ วิธีการรวบรวมข้อมูลและสถิติในการวิเคราะห์ข้อมูลดังนี้

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

1. ประชากร

ประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2559 มีจำนวน 51 บริษัท ทั้งนี้ไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน โดยแบ่งเป็นประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ดังนี้

1. กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) ประกอบด้วย ธุรกิจการเกษตร (AGRI) และอาหารและเครื่องดื่ม (FOOD)

2. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) ประกอบด้วย แฟชั่น (FASHION) ของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน (HOME) และของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์ (PERSON)

3. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) ประกอบด้วย ยานยนต์ (AUTO) วัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร (IMM) กระดาษและวัสดุการพิมพ์ (PAPER) ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์ (PETRO) บรรจุภัณฑ์ (PKG) เหล็ก (STEEL)

4. กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROCON) ประกอบด้วย วัสดุก่อสร้าง (CONMAT) พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (PROP) กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (PF & REIT) บริการรับเหมาก่อสร้าง (CONS)

5. กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURC) ประกอบด้วย พลังงานและสาธารณูปโภค (ENERG) เหมืองแร่ (MINE)

6. กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) ประกอบด้วย พาณิชยกรรม (COMM) การแพทย์ (HEALTH) สื่อและสิ่งพิมพ์ (MEDIA) บริการเฉพาะกิจ (PROF) การท่องเที่ยวและันทนาการ (TOURISM) ขนส่งและโลจิสติกส์ (TRSNS)

7. กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH) ประกอบด้วย ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ (ETRON) เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร (ICT)

โดยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2559 จำนวน 51 บริษัท แบ่งตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม สามารถแสดงได้ดังตารางที่ 3.1

ตารางที่ 3.1 จำนวนบริษัทที่ทำการศึกษา จำแนกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม

ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	4	7.84
กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค	4	7.84
กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	9	17.65
กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	4	7.84
กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร	7	13.73
กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ	20	39.22
กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี	3	5.88
รวม	51	100.00

2. กลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่าง ผู้วิจัยเลือกบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2559 แยกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม มีจำนวน 51 บริษัท ทั้งนี้ไม่รวมกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน จำนวน 6 บริษัท เนื่องจากอุตสาหกรรมกลุ่มธุรกิจดังกล่าวมีลักษณะการดำเนินธุรกิจ ข้อบังคับ มาตรฐานการรายงานทางการเงิน และหลักเกณฑ์อื่น ๆ นอกเหนือจากหลักเกณฑ์ทั่วไปของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ซึ่งอาจทำให้ผลการวิเคราะห์ข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างคลาดเคลื่อนได้และสาเหตุการเลือกปี que เริ่มต้นการเลือกกลุ่มตัวอย่างเป็นปี พ.ศ. 2555 เนื่องจากในปี พ.ศ. 2555 เป็นปีที่ประเทศไทยเพิ่งจะผ่านพ้นวิกฤตปัญหา

จากเหตุการณ์อุทกภัยที่เกิดขึ้นส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศไทยในวงกว้าง ประชาชนในพื้นที่ ที่เกิดปัญหามีรายได้ลดลงจากการหยุดการจ้างแรงงานของสถานประกอบการที่ประสบภัย ส่งผลให้เศรษฐกิจในประเทศชะงักลงในปี พ.ศ. 2554 ทำให้นโยบายเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2555 ให้ความสำคัญกับการเพิ่มรายได้จากตลาดหลักและตลาดใหม่ที่มีศักยภาพ คุณแลสภาพคล่องของระบบเศรษฐกิจและการเข้าถึงแหล่งเงินทุนของภาคธุรกิจ โดยเฉพาะผู้ประกอบการธุรกิจขนาดเล็ก นอกจากนี้ยังเป็นปีที่มีผู้ประกอบการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) เพิ่มมากขึ้น โดยแบ่งเป็นกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2559 มีจำนวน 51 บริษัท สามารถแสดงได้ดังตารางที่ 3.2

ตารางที่ 3.2 กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา

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

3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล

แหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยลักษณะของข้อมูลที่ต้องการ คือ ข้อมูลเชิงปริมาณซึ่งเป็นข้อมูลที่สอดคล้องกับตัวชี้วัดของตัวแปรต่าง ๆ ที่ผู้วิจัยกำหนดไว้ โดยแหล่งข้อมูลที่ใช้ศึกษา มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

1. รายละเอียดข้อมูลทางด้านลักษณะของโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท คณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงิน สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ สัดส่วนของกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่น และการควบคุมตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการบริษัท หนังสือชี้ชวนของบริษัทในฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือ SETSMART

2. รายละเอียดข้อมูลทางด้านคุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัท ที่ปรึกษาทางการเงิน ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และผู้ตรวจสอบบัญชี จากหนังสือชี้ชวนของบริษัท ในฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือ SETSMART

3. ข้อมูลทางการเงินของบริษัท ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) และอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) จากหนังสือชี้ชวนของบริษัทในฐานะข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือ SETSMART

4. ข้อมูลพื้นฐานของบริษัท ได้แก่ อายุของบริษัท ขนาดของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารของบริษัท สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัท เงินลงทุนนอกตลาดและปัจจัยความเสี่ยง หนังสือชี้ชวนของบริษัทในฐานะข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือ SETSMART

5. ข้อมูลเกี่ยวกับการประเมินผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาทางการเงิน จากเว็บไซต์สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (www.sec.or.th)

3.3 การสร้างเครื่องมือในการรวบรวมข้อมูล

การสร้างเครื่องมือในการรวบรวมข้อมูลในการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย เครื่องมือเพื่อเก็บรวบรวมข้อมูลทุกมิติผู้วิจัยได้มีการทบทวนวรรณกรรม และสร้างสมมติฐาน เพื่อนำไปสู่การสร้างตัวแปรที่ใช้ศึกษาในงานวิจัย โดยรายละเอียดของตัวแปรมีดังต่อไปนี้

ตัวแปรตาม (Dependence Variables)

ตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) ตามแนวทางการวิจัยของ Miller and Reilly (1987) โดยการประเมินการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าโดยใช้อัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยค่าผลตอบแทนตลาด

ตัวแปรอิสระ (Independence Variables)

ตัวแปรอิสระในการวิจัยครั้งนี้แบ่งออกเป็นตัวแปร ลักษณะโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ ข้อมูลพื้นฐานของบริษัท ข้อมูลทางการเงินของบริษัท โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. ลักษณะโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท

ตัวแปรลักษณะ โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทมีหน้าที่ในการรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นเกี่ยวกับการดำเนินธุรกิจของบริษัทและการกำกับดูแลให้การบริหารจัดการเป็นไปตามเป้าหมายที่วางไว้เพื่อปกป้องประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นและมีจริยธรรมที่ดี คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียทุกส่วนและสังคม โดยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทจะมีการเปิดเผยในหนังสือชี้ชวนของบริษัทในฐานะข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือ SETSMART ซึ่งมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ตัวแปรขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOS)

ขนาดของคณะกรรมการของบริษัทเป็นองค์ประกอบที่เป็นหัวใจสำคัญสำหรับโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีนักวิจัยหลายท่านได้นำมาใช้เป็นตัววัดหนึ่งในการส่งสัญญาณที่มีประโยชน์แก่นักลงทุนในการตัดสินใจลงทุน ซึ่งมาจากงานวิจัยของ Hermalin and Weisbach (2003); Yermack (1996); Nakano and Nguyen (2012); Sahoo (2014) และในงานวิจัยครั้งนี้ คาดการณ์ว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) โดยวัดจากจำนวนของกรรมการที่ได้รับการแต่งตั้งให้ดำรงตำแหน่งคณะกรรมการของบริษัทระหว่างบริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO

ตัวแปรคณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญบัญชีหรือการเงิน (BOE)

ในงานวิจัยหลายงานชี้ให้เห็นว่า ประสบการณ์และความรู้ของคณะกรรมการบริษัทมีบทบาทที่สำคัญช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือให้กับบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งจำเป็นมากในการสร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับนักลงทุน ซึ่งพัฒนาจากงานวิจัยของ Sahoo (2014); Chemmanur and Paeglis (2005); Agrawal and Chadha (2005) โดยงานวิจัยครั้งนี้คาดการณ์ว่า คณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญบัญชีหรือการเงินมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) โดยวัดจากสัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญบัญชีหรือการเงินและสัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญบัญชีหรือการเงินคำนวณจาก

$$BOE = \frac{\text{จำนวนคณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญบัญชีหรือการเงิน}}{\text{จำนวนคณะกรรมการบริษัททั้งหมด}}$$

ตัวแปรสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัท (BOI)

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องจะเห็นว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัทเป็นส่วนหนึ่งที่สำคัญของโครงสร้างคณะกรรมการเป็นตัววัดหนึ่งถูกนำมาใช้ในการส่งสัญญาณสำหรับความมั่นคงและความเชื่อถือของข้อมูลทางการเงินของบริษัท ซึ่งพัฒนามาจากงานวิจัยของ Darmadi and Gunawan (2012); Rock (1986) โดยงานวิจัยครั้งนี้คาดการณ่ว่าสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) โดยวัดจากสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัทและสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัทคำนวณจาก

$$BOI = \frac{\text{จำนวนคณะกรรมการอิสระของบริษัท}}{\text{จำนวนคณะกรรมการบริษัททั้งหมด}}$$

ตัวแปรสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่น (BOR)

ในงานวิจัยหลายงานชี้ให้เห็นว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นหลายบริษัท แสดงให้เห็นถึงคุณภาพของกรรมการอิสระและจำนวนบริษัทที่กรรมการอิสระดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นอาจเป็นตัวแทนของชื่อเสียงของกรรมการอิสระ ซึ่งถือว่ากรรมการอิสระดังกล่าวเป็นบุคคลที่มีคุณภาพสูง นอกจากนี้ภาพลักษณ์และชื่อเสียงของกรรมการอิสระสามารถได้มาจากประสบการณ์ เครือข่ายทางสังคม และเครือข่ายระหว่างองค์กร ซึ่งพัฒนามาจากงานวิจัยของ Anis (2010); Yatim (2011) โดยงานวิจัยครั้งนี้คาดการณ่ว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) โดยวัดจากจำนวนกรรมการอิสระที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่นและจำนวนกรรมการอิสระที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่นคำนวณจาก

$$BOR = \frac{\text{จำนวนคณะกรรมการอิสระที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่น}}{\text{จำนวนคณะกรรมการอิสระของบริษัททั้งหมด}}$$

การควบคุมตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการบริษัท (DLS)

จากงานวิจัยของ Anis (2010); Yatim (2011) ชี้ให้เห็นว่า การแยกตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการออกจากกันแสดงให้เห็นถึงการเป็นบริษัทหลักทรัพย์ IPO ที่มีคุณภาพต่ำ เนื่องจากหลักทรัพย์ IPO มีความเสี่ยงสูง นักลงทุนยังต้องการการบริหารจัดการของผู้นำอย่าง

ต่อเนื่อง ทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่า การควบตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการบริษัท มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ซึ่งกำหนดให้เป็นตัวแปร Dummy Variable มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อมีการควบตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการบริษัทและอื่นๆ ให้มีค่าเท่ากับ 0

2. ตัวแปรด้านคุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์

ตัวแปรด้านคุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ โดยผู้ที่เกี่ยวข้องกับการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการรับผิดชอบในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้แก่นักลงทุน และบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะทำการลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยการใช้ผู้ตรวจสอบบัญชีและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ที่มีชื่อเสียง ซึ่งเปิดเผยข้อมูลต่าง ๆ ของบริษัทไว้ในหนังสือชี้ชวนของบริษัท (Beatty, 1989) โดยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับคุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์จะมีการเปิดเผยในหนังสือชี้ชวนของบริษัทในฐานะข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือ SETSMART และข้อมูลเกี่ยวกับการประเมินผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาทางการเงิน จากเว็บไซต์สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (www.sec.or.th) โดยมีรายละเอียดดังนี้

ตัวแปรที่ปรึกษาทางการเงิน (FA)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กล่าวถึง การเลือกที่ปรึกษาทางการเงินเป็นสิ่งแรกที่บริษัทจะต้องทำหลังจากการตัดสินใจที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยต้องเลือกที่ปรึกษาทางการเงินที่มีรายชื่อได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และควรเลือกที่ปรึกษาทางการเงินที่มีความรู้ความเข้าใจ และประสบการณ์ในธุรกิจของท่านและมีเวลาที่จะให้บริการ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) และจากงานวิจัยหลายงานชี้ให้เห็นว่า บริษัทที่ปรึกษาทางการเงินที่มีชื่อเสียงระดับสูงสามารถสร้างผลตอบแทนหลักทรัพย์จากการลงทุนเพิ่มขึ้นและจะนำไปสู่การบริการที่ดีมีคุณภาพ (Bowers & Miller, 1990; Golubov, 2012) ทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่า ที่ปรึกษาทางการเงินมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ซึ่งกำหนดให้เป็นตัวแปร Dummy Variable มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อมีที่ปรึกษาทางการเงินจัดอยู่ในกลุ่มที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรกและอื่น ๆ ให้มีค่าเท่ากับ 0

ตัวแปรผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UDW)

ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ทำหน้าที่ในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ IPO โดยที่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ทั้งหมด หรืออาจให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์พยายามจำหน่ายให้มากที่สุดก็ได้ จาก

ข้อตกลงระหว่างบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ในการทำหน้าในการจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) และมีงานวิจัยหลายงานกล่าวว่า ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นสิ่งสำคัญในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทที่จะออกหลักทรัพย์ IPO โดยชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์สามารถใช้ส่งสัญญาณที่ดีให้กับนักลงทุนได้ (Carter & Manaster, 1990; Rock, 1986) ทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่า ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ซึ่งกำหนดให้เป็นตัวแปร Dummy Variable มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อมีผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จัดอยู่ในกลุ่มที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรกและอื่น ๆ ให้มีค่าเท่ากับ 0

ตัวแปรผู้ตรวจสอบบัญชี (AD)

จากการศึกษาวิจัยที่ผ่านมาพบว่า ผู้ตรวจสอบบัญชีมีชื่อเสียงที่ดี สามารถแสดงถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO นักลงทุนจะตีความว่าบริษัทที่ใช้บริการผู้ตรวจสอบบัญชีที่ดีมีคุณภาพสื่อถึงบริษัท ไม่มีข้อมูลเท็จเกี่ยวกับแนวโน้มในการบริหารงานในอนาคต ซึ่งหมายถึง การใช้บริการผู้ตรวจสอบบัญชีที่มีชื่อเสียงจะช่วยลดความไม่แน่นอนในอนาคตได้ (Beatty, 1989; Carter & Manaster, 1990; Zhang, 2007) และสำหรับประเทศไทยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดให้การจัดทำและการเปิดเผยข้อมูลในงบการเงินของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ IPO ต้องเป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีและมาตรฐานการรายงานทางการเงินที่กำหนดขึ้นโดยสภาวิชาชีพบัญชี ซึ่งสอดคล้องกับมาตรฐานการบัญชีและมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ และต้องมีผู้ตรวจสอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจาก สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เป็นผู้สอบทานรวมทั้งติดตามและตรวจทานงบการเงินของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ทุกไตรมาสเพื่อให้มั่นใจว่าผู้ลงทุนจะได้รับข้อมูลที่ถูกต้องและครบถ้วน (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) ทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่า ผู้ตรวจสอบบัญชีมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ซึ่งกำหนดให้เป็นตัวแปร Dummy Variable มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อมีผู้ตรวจสอบบัญชีอยู่ในกลุ่ม Big4 ในระหว่างออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และอื่น ๆ ให้มีค่าเท่ากับ 0

3. ตัวแปรด้านข้อมูลพื้นฐานของบริษัท

ตัวแปรด้านข้อมูลพื้นฐานของบริษัท ยังเป็นตัววัดหนึ่งที่จะใช้คาดการณ์ว่า มีผลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO หลายงานวิจัยได้ชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่มีคุณภาพสูงจะเปิดเผยข้อมูลพื้นฐานของบริษัท เช่น อายุของบริษัท ขนาดของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร เป็นต้น โดยอาศัยทฤษฎีการส่งสัญญาณมาใช้เป็นกลไกในการสื่อสารข้อมูลของตนเองที่มีอยู่แก่นักลงทุน

เพื่อนักลงทุนจะใช้ข้อมูลพื้นฐานเหล่านี้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุน เช่นการศึกษาของ Martani and Yolana (2005) พบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) โดยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับข้อมูลพื้นฐานของบริษัทจะมีการเปิดเผยในหนังสือชี้ชวนของบริษัทในฐานะข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือ SETSMART โดยมีรายละเอียดดังนี้

ตัวแปรอายุของบริษัท (AGE)

หลายงานวิจัยชี้ให้เห็นว่าอายุของบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) แตกต่างกัน โดยพบว่าอายุของบริษัทที่ดำเนินกิจการมายาวนานทำให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าเพิ่มขึ้นและลดลง ซึ่งมาจากงานวิจัยของ Beatty (1989) และ Ritter (1991) ทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่า อายุของบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) โดยดูจากอายุของบริษัทระหว่างวันที่ก่อตั้งบริษัทและวันที่บริษัทออกจำหน่ายหุ้น IPO (เศษปัดเป็นจำนวนเต็ม)

ตัวแปรขนาดของบริษัท (LOG_SIZE)

งานวิจัยที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนจะทำการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทจากขนาดของสินทรัพย์รวมของบริษัทเพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุน โดยมองว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์รวมจำนวนมากจะเป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทมีแนวโน้มการดำเนินงานที่ดี ช่วยลดความไม่แน่นอนที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคตได้ (Martani & Chastina, 2005) ทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่า ขนาดของบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) โดยวัดค่าจากลอการิทึมของสินทรัพย์รวมของบริษัทออกจำหน่ายหุ้น IPO

ตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารของบริษัท (SM)

สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารของบริษัทหลังจากการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะเป็นการส่งสัญญาณสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนในเรื่องของคุณภาพของบริษัท ซึ่งจะเห็นได้ว่ามี งานวิจัยหลายงานให้ความสำคัญกับสัดส่วนการถือหุ้น โดยผู้บริหารและพนักงานของบริษัท หลังจากการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ชี้ให้เห็นว่า บุคคลภายในมีสัดส่วนการถือครองหลักทรัพย์ที่สูงเมื่อเทียบกับหลักทรัพย์ที่ออกขายแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) เป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทเป็นบริษัทที่ดี มีความน่าเชื่อถือบุคคลภายในจึงถือครองหลักทรัพย์ไว้เพื่อรับผลตอบแทนในอนาคต (Leland et al. 1977; Ritter, 1991; Brennan & Hughes, 1991) ทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่า สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารของบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) โดยวัดค่า จากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในบริษัท

หลังจากการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และสัดส่วนการถือหุ้น โดยผู้บริหารของบริษัทคำนวณจาก

$$SM = \frac{\text{จำนวนหุ้นที่ผู้บริหารถือทั้งหมดหลังจากออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทหลังจากออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO}}$$

ตัวแปรสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัท (ES)

สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทหลังจากเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) เป็นตัวแทนของบริษัทซึ่งมีความรู้และเข้าใจในเรื่องของข้อมูลภายในของบริษัทเป็นอย่างดี ซึ่งจากการศึกษาชี้ให้เห็นว่า สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทหลังจากออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ (Leland et al. 1977; Karlis, 2000) ทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่า สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) โดยวัดค่าจากสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทหลังจากการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทคำนวณจาก

$$ES = \frac{\text{จำนวนหุ้นที่ผู้ถือหุ้นเดิมถือทั้งหมดหลังจากออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทหลังจากออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO}}$$

ตัวแปรเงินลงทุนนอกตลาด (PE)

เงินลงทุนนอกตลาด คือการลงทุนในหุ้นของบริษัทเอกชนซึ่งจะเป็นการลงทุนในบริษัทขนาดกลางหรือเล็กที่อยู่ในช่วงเพิ่งเริ่มต้นทำธุรกิจหรือต้องการขยายธุรกิจ ซึ่งบริษัทเหล่านี้เป็นบริษัทที่มั่นคงแล้วต้องการแหล่งเงินลงทุนนอกตลาด เพื่อขยายกิจการ ซึ่งงานวิจัยที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่า บริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ที่ได้รับการสนับสนุนมีเงินลงทุนนอกตลาดมักจะมีโครงสร้างองค์กรดีและเข้มแข็งและบริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี (Barry et al. 1990; Morsfield & Tan, 2006) ทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่า เงินลงทุนนอกตลาดมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ซึ่งกำหนดให้เป็นตัวแปร Dummy Variable มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทมีเงินลงทุนนอกตลาดและอื่น ๆ ให้มีค่าเท่ากับ 0

ตัวแปรปัจจัยความเสี่ยง (RF)

บริษัทออกหลักทรัพย์ IPO จะต้องระบุและอธิบายปัจจัยที่เห็นว่าอาจทำให้เกิดความเสี่ยงอย่างมีนัยสำคัญต่อการประกอบธุรกิจ การดำเนินงาน ฐานะการเงิน และผลการดำเนินงาน หรือความดำรงอยู่ของบริษัทหรือกลุ่มบริษัท ความเสี่ยงต่อการลงทุนของผู้ถือหลักทรัพย์ ให้ระบุและอธิบายความเสี่ยงที่อาจทำให้ ผู้ถือหลักทรัพย์ไม่ได้รับผลตอบแทนหรือสิทธิเท่าที่ควรจะได้รับ หรือสูญเสียเงินลงทุนทั้งจำนวนหรือบางส่วน ในการเปิดเผยปัจจัยความเสี่ยงข้างต้น ให้ระบุเฉพาะปัจจัยที่อาจมีผลกระทบต่อบริษัท กลุ่มบริษัท หรือผู้ถือหลักทรัพย์โดยตรง ไม่ใช่ความเสี่ยงสำหรับการประกอบธุรกิจหรือการลงทุนทั่วไป โดยให้อธิบายถึงลักษณะความเสี่ยง เหตุการณ์ที่เป็นสาเหตุของความเสี่ยง ผลกระทบที่อาจเกิดขึ้น (ถ้าประเมินผลกระทบเป็นตัวเลขได้ให้ระบุด้วย) แนวโน้มหรือความเป็นไปได้ที่จะเกิดความเสี่ยงดังกล่าว (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) และมีงานวิจัยที่ชี้ให้เห็นว่า บริษัทที่มีคุณภาพสูงจะมีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยความเสี่ยงหลัก และมีระบบในการควบคุมการทำงานที่เหมาะสมเพื่อทำการบริหารความเสี่ยง (Yatim, 2011) ทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่า ปัจจัยความเสี่ยงมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) โดยดูจากจำนวนปัจจัยเสี่ยงของบริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ทั้งหมดที่เปิดเผยในหนังสือชี้ชวน

4. ตัวแปรด้านข้อมูลทางการเงินของบริษัท

ในแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ (แบบ 69-1) นี้เป็นข้อมูลขั้นต่ำที่บริษัทที่ออกหลักทรัพย์ (“บริษัท”) ต้องเปิดเผย โดยข้อมูลที่กำหนดให้เปิดเผยแบ่งออกเป็น 4 ส่วน คือ ส่วนที่ 1 การประกอบธุรกิจ ส่วนที่ 2 การจัดการและการกำกับดูแล ส่วนที่ 3 ฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงาน ส่วนที่ 4 การรับรองความถูกต้องของข้อมูล (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) ซึ่งในส่วนที่ 3 ฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานจะเป็นข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่จะต้องเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญในงบการเงินของบริษัทที่กำหนดขึ้นโดยสภาวิชาชีพบัญชี และสอดคล้องกับมาตรฐานการบัญชีและมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศที่เกิดขึ้นในระยะ 3 ปีที่ผ่านมา เพื่อให้ผู้ที่เกี่ยวข้องได้รับทราบข้อมูลทางการเงินที่ถูกต้อง ครบถ้วน ในการประกอบการตัดสินใจในการลงทุน และจากงานวิจัยที่ผ่านมาของ Hasan et al. (2013) ชี้ให้เห็นว่าข้อมูลของรายงานทางการเงินในหนังสือชี้ชวนของบริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เป็นสิ่งสำคัญในการส่งสัญญาณให้กับนักลงทุน ทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่า ข้อมูลทางการเงินของบริษัทอาจจะเป็นตัววัดหนึ่งที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) โดยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับข้อมูลทางการเงิน

ของบริษัทจะมีการเปิดเผยในหนังสือชี้ชวนของบริษัทในฐานะข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือ SETSMART โดยมีรายละเอียดดังนี้

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($ROE_{\text{return 3 y}}$)

งานวิจัยที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) สามารถอธิบายความสามารถในการทำกำไรของบริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (Hasan et al. 2013) โดยงานวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยได้คาดการณ์ว่า อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) โดยวัดค่าจากกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (เฉลี่ย 3 ปีย้อนหลัง) ของบริษัทและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) คำนวณจาก

$$ROE_{\text{return 3 y}} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($ROA_{\text{return 3 y}}$)

การศึกษาที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) สามารถอธิบายความสามารถในการทำกำไรของบริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (Hasan et al., 2013) โดยงานวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยได้คาดการณ์ว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) โดยวัดค่าจากกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (เฉลี่ย 3 ปีย้อนหลัง) ของบริษัทและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) คำนวณจาก

$$ROA_{\text{return 3 y}} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($CR_{\text{return 3 y}}$)

งานวิจัยที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) สามารถใช้วัดความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (Hasan et al. 2013) โดยงานวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยได้คาดการณ์ว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) โดยวัดค่าจากสินทรัพย์หมุนเวียนหารด้วยหนี้สินหมุนเวียน (เฉลี่ย 3 ปีย้อนหลัง) ของบริษัทและอัตราส่วนทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) คำนวณจาก

$$\text{CRreturn 3 y} = \frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

อัตรการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($G_EBITDA_{\text{return 3 y}}$)

การศึกษาที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่า อัตรการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) สามารถอธิบายความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (Hasan et al., 2013) โดยงานวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยได้คาดการณ์ว่า อัตรการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) โดยวัดค่าจากกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (เฉลี่ย 3 ปีย้อนหลัง) ของบริษัทและอัตรการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) คำนวณจาก

$$G_{EBITA\text{return 3 y}} = \frac{\text{กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายปีปัจจุบัน}}{\text{กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายปีก่อน}}$$

อัตรการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)

การศึกษาที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่า อัตรการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) สามารถอธิบายความสามารถในการทำกำไรของบริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (Hasan et al., 2013; Beneish, 1999) โดยงานวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยได้คาดการณ์ว่า อัตรการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) โดยการวัดเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงยอดขายโดยเฉลี่ยต่อปี (เฉลี่ย 3 ปีย้อนหลัง) ของบริษัทและอัตรการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) คำนวณจากสูตร Compound Annual Growth Rate (CAGR)

$$\text{CAGR} = [(\text{End year} / \text{First year})^{1/(n-1)}] - 1$$

เมื่อ End year = ยอดขายปีสุดท้าย

First year = ยอดขายปีแรก
n = จำนวนปีทั้งหมด

ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

สำหรับตัวแปรควบคุมในการวิจัยครั้งนี้ได้แก่ ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งมาจากงานวิจัยของ Karlis (2000) โดยผู้วิจัยได้แบ่งเป็นประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม 7 กลุ่ม และจัดทำตัวแปรให้เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ดังนี้

AGRO	CONSUMP	INDUS	PROCON	RESOURC	TECH
1	0	0	0	0	0
0	1	0	0	0	0
0	0	1	0	0	0
0	0	0	1	0	0
0	0	0	0	1	0
0	0	0	0	0	1
0	0	0	0	0	0

ภาพที่ 3.1 ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable)

ที่มา: พิมพ์ิตา พรหมมา (2560)

หมายเหตุ งานวิจัยในครั้งนี้ตัวแปรควบคุมประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม (ตัวแปรหุ่น) ทุกกลุ่มประเภทของอุตสาหกรรม ใช้กลุ่มอ้างอิงเปรียบเทียบ คือ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE)

ตัวแบบที่ใช้ในงานวิจัย

ตัวแบบที่ใช้ในการวัด ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

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

โดย

การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ($MAAR_i$) ถูกคำนวณจากสูตรของ Miller and Reilly (1987) โดยใช้ผลตอบแทนวันแรกปรับค่าด้วยผลตอบแทนตลาด ($MARR_i$) ดังสูตรต่อไปนี้

$$MAAR_i = \left[\frac{(1+R_i)}{(1+R_m)} - 1 \right] \times 100$$

โดย

$$R_i = \frac{LP_i - IP_i}{IP_i} \times 100$$

เมื่อ R_i คือ การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

LP_i คือ ราคาปิดในวันเข้าซื้อขายวันแรกของหลักทรัพย์ IPO

IP_i คือ ราคาเสนอขายหลักทรัพย์ IPO

$$R_m = \frac{MI_C - MI_O}{MI_O} \times 100$$

เมื่อ R_m คือ ผลตอบแทนของดัชนีในวันแรกของหลักทรัพย์ IPO

MI_C คือ ราคาปิดของดัชนีในวันเข้าซื้อขายวันแรกของหลักทรัพย์ IPO

MI_O คือ ราคาปิดของดัชนีวันที่เสนอขายหลักทรัพย์ IPO

ตารางที่ 3.3 รายละเอียดตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย

ตัวแปร	คำอธิบาย	สมมติฐาน	แหล่งข้อมูล
BOS	จำนวนของคณะกรรมการที่ได้รับการแต่งตั้งให้ดำรงตำแหน่งคณะกรรมการบริษัทระหว่างบริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO	H1a	หนังสือชี้ชวน
BOE	สัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงิน	H1b	หนังสือชี้ชวน
BOI	สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ	H1c	หนังสือชี้ชวน
BOR	จำนวนกรรมการอิสระของบริษัทที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่น	H1d	หนังสือชี้ชวน
DLS	มีการควบตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการบริษัทให้มีค่าเป็น 1 และอื่น ๆ เป็น 0	H1e	หนังสือชี้ชวน
FA	ที่ปรึกษาทางการเงินที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก ให้มีค่าเป็น 1 และอื่น ๆ เป็น 0	H2a	หนังสือชี้ชวน
UDW	ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก ให้มีค่าเป็น 1 และอื่น ๆ เป็น 0	H2b	หนังสือชี้ชวน
AD	บริษัทที่มีผู้ตรวจสอบบัญชีที่อยู่ในกลุ่ม Big4 ในระหว่างจำหน่ายหุ้น IPO ให้มีค่าเป็น 1 และอื่น ๆ เป็น 0	H2c	หนังสือชี้ชวน
AGE	อายุของบริษัทระหว่างวันที่ก่อตั้งบริษัทและวันที่บริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO	H3a	หนังสือชี้ชวน
LOG_SIZE	วัดค่าจากลอการิทึมของสินทรัพย์รวมของบริษัทออกจำหน่ายหุ้น IPO	H3b	หนังสือชี้ชวน
SM	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในบริษัทหลังจากการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO	H3c	หนังสือชี้ชวน
ES	สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทหลังจากการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO	H3d	หนังสือชี้ชวน

ตารางที่ 3.3 (ต่อ)

ตัวแปร	คำอธิบาย	สมมติฐาน	แหล่งข้อมูล
PE	เมื่อบริษัทมีเงินลงทุนนอกตลาดให้มีค่าเป็น 1 และกรณีอื่น ๆ มีค่าเป็น 0	<i>H3e</i>	หนังสือชี้ชวน
RF	จำนวนปัจจัยเสี่ยงในบริษัทที่ออกจำหน่ายหุ้น IPO ทั้งหมดที่เปิดเผยในหนังสือชี้ชวน	<i>H3f</i>	หนังสือชี้ชวน
$ROE_{return\ 3\ y}$	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)	<i>H4a</i>	หนังสือชี้ชวน
$ROA_{return\ 3\ y}$	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)	<i>H4b</i>	หนังสือชี้ชวน
$CR_{return\ 3\ y}$	อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)	<i>H4c</i>	หนังสือชี้ชวน
$G_EBITDA_{return\ 3\ y}$	อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)	<i>H4d</i>	หนังสือชี้ชวน
$SGR_{return\ 3\ y}$	อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)	<i>H4e</i>	หนังสือชี้ชวน
IDT	เป็นตัวแปรควบคุม (Dummy Variable) โดยดูจากประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม ใช้กลุ่มอุตสาหกรรม SERVICE เป็นตัวอ้างอิงเปรียบเทียบ	<i>H1 - H4</i>	หนังสือชี้ชวน

3.4 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษาครั้งนี้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลมาจากแหล่งต่าง ๆ ซึ่งได้แก่ ฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) เว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เว็บไซต์ของบริษัท เว็บไซต์ของหน่วยงานกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนซึ่งเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ที่ได้มาจากหนังสือชี้ชวนเสนอขายหลักทรัพย์และข้อมูลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง เช่น วารสาร บทความและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทั้งในประเทศและต่างประเทศที่เผยแพร่

3.5 การวิเคราะห์ข้อมูล

ในการวิเคราะห์ข้อมูลปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ผู้วิจัยจะใช้เครื่องมือทางสถิติเพื่อทดสอบสมมติฐานดังต่อไปนี้

1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นการวิเคราะห์ลักษณะข้อมูลทั่วไปของกลุ่มตัวอย่าง เช่น ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ร้อยละ และการแจกแจงความถี่ การวัดแนวโน้มสู่ส่วนกลาง เป็นต้น

2. การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลดังนี้

2.1 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม โดยในงานวิจัยครั้งนี้ใช้ Pearson's Correlation Coefficient หรือเรียกว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน เพื่อทดสอบว่ามีความสัมพันธ์แบบมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ โดยพิจารณาค่า r ซึ่งจะมีค่าอยู่ระหว่าง -1 ถึง 1 และจะทิศทางของความสัมพันธ์สามารถแบ่งออกได้เป็น 3 แบบ คือ

2.1.1 สหสัมพันธ์ทางบวก (Positive Correlations) หมายความว่า เมื่อตัวแปรตัวหนึ่งเพิ่มหรือลดลงอีกตัวแปรหนึ่งก็จะเพิ่มขึ้นหรือลดลงไปด้วย

2.1.2 สหสัมพันธ์ทางลบ (Negative Correlations) หมายความว่า เมื่อตัวแปรตัวหนึ่งมีค่าเพิ่มขึ้นหรือลดลงอีกตัวหนึ่งจะมีค่าเพิ่มหรือลดลงตรงข้ามเสมอ

2.1.3 สหสัมพันธ์เป็นศูนย์ (Zero Correlations) หมายความว่า ตัวแปรสองตัวไม่มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน ทั้งนี้หากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันมีค่า 0.80 – 1.0 แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์เป็นอย่างมากกับตัวแปรตามอาจจะทำให้เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองมากเกินไป (Multicollinearity) ซึ่งสอดคล้องกับระดับความสัมพันธ์ในงานวิจัยของ Archambeault (2000); Shan et al. (2013)

ทั้งนี้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรผู้วิจัย จึงมีการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ โดยการตรวจสอบ Multicollinearity นั้นจะใช้ค่า Variance Inflation Factor (VIF) หรือค่า Tolerance โดยมีหลักเกณฑ์ในการตรวจสอบคือ ค่า VIF ที่เหมาะสมไม่ควรมีค่าเกิน 10 หากเกินกว่านี้แสดงว่าเกิด Multicollinearity สำหรับค่า Tolerance หากมีค่าเข้าใกล้ 0 แสดงว่ามีแนวโน้มในการเกิดปัญหา Multicollinearity ซึ่งในงานวิจัยครั้งนี้พบว่า ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรอิสระทุกตัวแปรนั้นมีค่าไม่เกิน 10 และค่า Tolerance ของตัวแปรอิสระทุกตัวแปรมีค่าไม่เข้าใกล้ 0 ดังนั้น จึงสามารถสรุปได้ว่าตัวแปรอิสระทุกตัวมีความเป็นอิสระต่อกันจึงสามารถนำตัวแปรอิสระทั้งหมดมาวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ได้

2.2 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรในเชิงปริมาณที่มีตั้งแต่ 2 ตัวแปรขึ้นไป ซึ่งในงานวิจัยครั้งนี้เป็นการวิเคราะห์ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

3.6 ความเที่ยงตรงของแบบงานวิจัย (Validity)

การศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย มีรายละเอียดการตรวจสอบความเที่ยงตรงของงานวิจัยดังต่อไปนี้

ความเที่ยงตรงภายใน (Internal Validity)

ความเที่ยงตรงภายในเป็นความเที่ยงตรงที่พิจารณาจากผลของงานวิจัยที่เกิดขึ้นจากตัวแปรอิสระหรือตัวแปรที่ผู้วิจัยใช้ในการศึกษาโดยตรงเท่านั้น ผลของงานวิจัยไม่ได้เกิดจากตัวแปรอื่น ๆ หรือเหตุการณ์อื่น ๆ ที่เข้ามาแทรกซ้อน หรือกล่าวได้ว่าเป็นความถูกต้องของข้อสรุปที่ได้จากตัวแบบของงานวิจัยที่ใช้ตัวแปรอิสระนี้เท่านั้น (สุมินทร เบ้าธรรม, 2558) ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

1. การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้เป็นตัวแทนที่ดีของประชากร เพราะผู้วิจัยได้ทำการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2559 โดยในการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างผู้วิจัยได้คัดเลือกกลุ่มตัวอย่างในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ครอบคลุมทุกประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งมีทั้งหมด 7 กลุ่ม ดังนั้นกลุ่มตัวอย่างที่ได้จึงเป็นตัวแทนที่ดีของประชากรทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้

2. เครื่องมือที่ใช้วัด ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ได้ทำการทดสอบตัวแบบที่ใช้ในงานวิจัยที่มีความเหมาะสมที่สุด โดยทำการพิจารณาสถิติเพื่อทดสอบความเหมาะสมของตัวแบบ โดยมีการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ โดยการตรวจสอบ Multicollinearity นั้นจะใช้ค่า Variance Inflation Factor (VIF) หรือค่า Tolerance ว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเองมากหรือไม่ ผ่านการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน เพื่อหาตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้ตอบสมมติฐานของงานวิจัยได้เที่ยงตรงมากที่สุด

ความเที่ยงตรงภายนอก (External Validity)

ความเที่ยงตรงภายนอกเป็นความเที่ยงตรงที่ผลของงานวิจัยสามารถสรุปอ้างอิงไปยังเนื้อหา สถานการณ์ใกล้เคียง หรือประชากรได้อย่างถูกต้อง (สุมินทร เบ้าธรรม, 2558) โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

1. การจัดสภาพกลุ่มตัวอย่างที่ทำการทดสอบ ในการศึกษาครั้งนี้ได้ทำการศึกษากลุ่มตัวอย่างที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2559 ในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) เท่านั้น เพื่อให้ผลของงานวิจัยมีความคลาดเคลื่อนน้อยที่สุด ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยจึงได้ทำการควบคุมสภาพของกลุ่มตัวอย่างให้มีลักษณะใกล้เคียงกันมากที่สุด เช่น การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ปีเดียวกัน อยู่ในตลาดหลักทรัพย์เดียวกัน ดังนั้นผลของงานวิจัยที่ได้จึงสามารถตอบวัตถุประสงค์ของงานวิจัยในครั้งนี้ได้อย่างเที่ยงตรง

2. ผลของการวิจัยได้รับตัวแปรทดลองอื่น ๆ โดยการศึกษาในครั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์เพิ่มเติมเพื่อยืนยันผลของงานวิจัยหลัก โดยมีการเพิ่มตัวแปรควบคุมทางด้านประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมเข้ามาในสมการ เพื่อพิจารณาว่าผลของการวิจัยยังให้คำตอบเช่นเดิมหรือไม่ ซึ่งรายละเอียดของการวิเคราะห์จะกล่าวต่อไปในบทที่ 4

3.7 การเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูล

จากการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย จะนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลจากการวิจัยของข้อมูลในเชิงปริมาณเป็นหลักเกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

บทสรุป

การศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ครั้งนี้ผู้วิจัยได้มีการกำหนดประชากร เครื่องมือ วิธีการรวบรวมข้อมูลและสถิติในการวิเคราะห์ข้อมูล โดยผู้วิจัยเริ่มจากการเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง (Purposive Sampling) เฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2559 และหลังจากเก็บข้อมูลแล้ว ผู้วิจัยจะ

ใช้เครื่องมือทางสถิติเพื่อใช้ในการทดสอบสมมติฐาน เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปร ซึ่งในงานวิจัยครั้งนี้เป็นการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย



บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

บทนำ

งานวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย โดยแบ่งปัจจัยที่ศึกษาออกเป็น 4 ด้าน ได้แก่ ลักษณะโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ ข้อมูลพื้นฐานของบริษัท และข้อมูลทางการเงินของบริษัท

ในงานวิจัยครั้งนี้มีประชากรที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมด 51 บริษัทและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาเป็นบริษัทที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2559 จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย โดยรายละเอียดในการนำเสนอผู้วิจัยได้แบ่งเป็น 2 ส่วน คือการวิเคราะห์ข้อมูลและผลการวิจัยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

- 4.1 ลักษณะข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา
- 4.2 การวิเคราะห์ข้อมูลทั่วไปของตัวแปร
- 4.3 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท คุณสมบัติผู้ที่เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ ข้อมูลพื้นฐานของบริษัท ข้อมูลทางการเงินของบริษัท
- 4.4 ผลการวิเคราะห์สมมติฐาน
 - 4.4.1 ผลการวิเคราะห์ลักษณะโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)
 - 4.4.2 ผลการวิเคราะห์คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)
 - 4.4.3 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)
 - 4.4.4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)

4.1 ลักษณะข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

ในการศึกษานี้ผู้วิจัยต้องการวิเคราะห์ลักษณะทั่วไปของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งผู้วิจัยใช้สถิติต่าง ๆ ประกอบด้วย ร้อยละ (Percentile) การแจกแจงความถี่ของข้อมูล (Frequencies) ค่าเฉลี่ย (Mean) ซึ่งมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

4.1.1 ลักษณะข้อมูลทั่วไปของกลุ่มตัวอย่าง

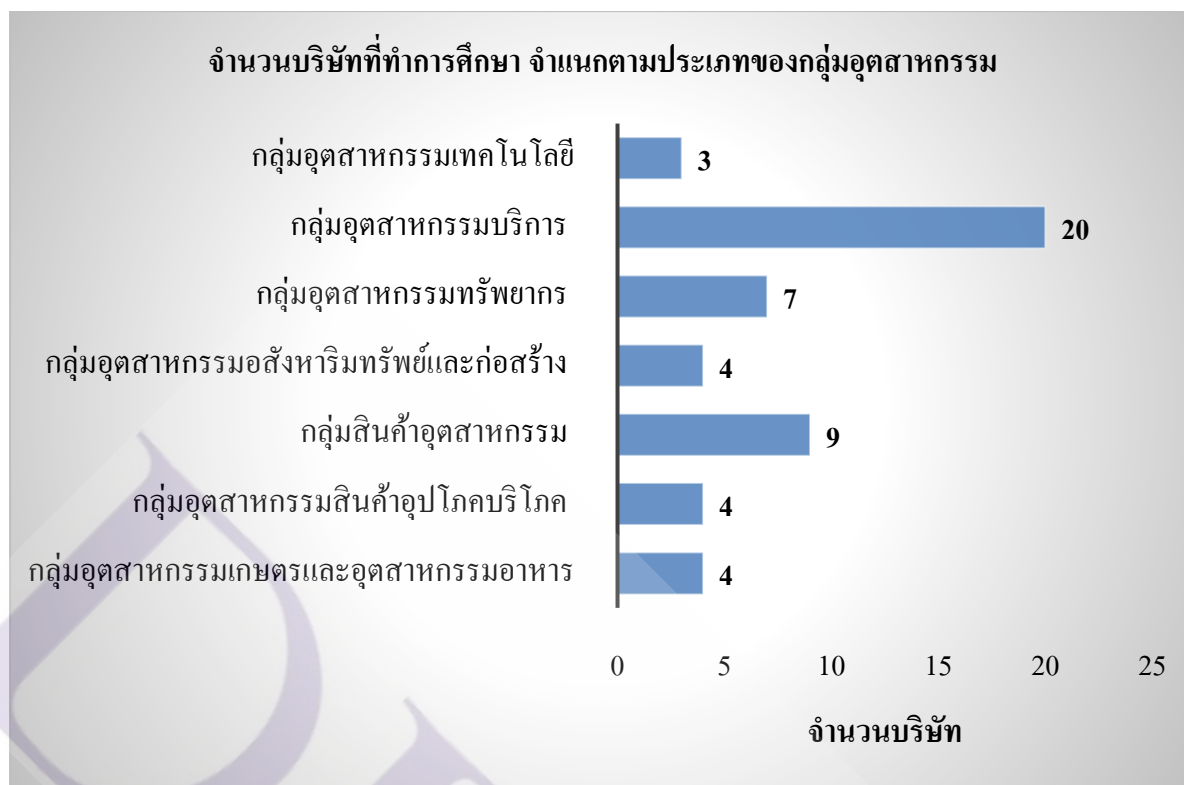
กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกของประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2559 จำนวน 51 บริษัท โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา จำแนกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมออกเป็น 7 กลุ่มอุตสาหกรรม โดยแสดงรายละเอียดในตารางที่ 4.1 และตารางที่ 4.2 ดังนี้

ตารางที่ 4.1 กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา

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

ตารางที่ 4.2 จำนวนบริษัทที่ทำการศึกษา จำแนกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม

ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	4	7.84
กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค	4	7.84
กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	9	17.65
กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	4	7.84
กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร	7	13.73
กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ	20	39.22
กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี	3	5.88
รวม	51	100.00



ภาพที่ 4.1 จำนวนบริษัทจำแนกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม

ที่มา: พิมพ์ศร พรหมมา (2560)

จากตารางที่ 4.2 และแผนภาพที่ 4.1 แสดงจำนวนบริษัทที่ทำการศึกษำ จำแนกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า มีจำนวน 4 บริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) คิดเป็นร้อยละ 7.84 จำนวน 4 บริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) คิดเป็นร้อยละ 7.84 จำนวน 9 บริษัทอยู่ในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) คิดเป็นร้อยละ 17.65 จำนวน 4 บริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROCON) คิดเป็นร้อยละ 7.84 จำนวน 7 บริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURCE) คิดเป็นร้อยละ 13.73 จำนวน 20 บริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) คิดเป็นร้อยละ 39.22 และจำนวน 3 บริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH) คิดเป็นร้อยละ 5.88 ตามลำดับ

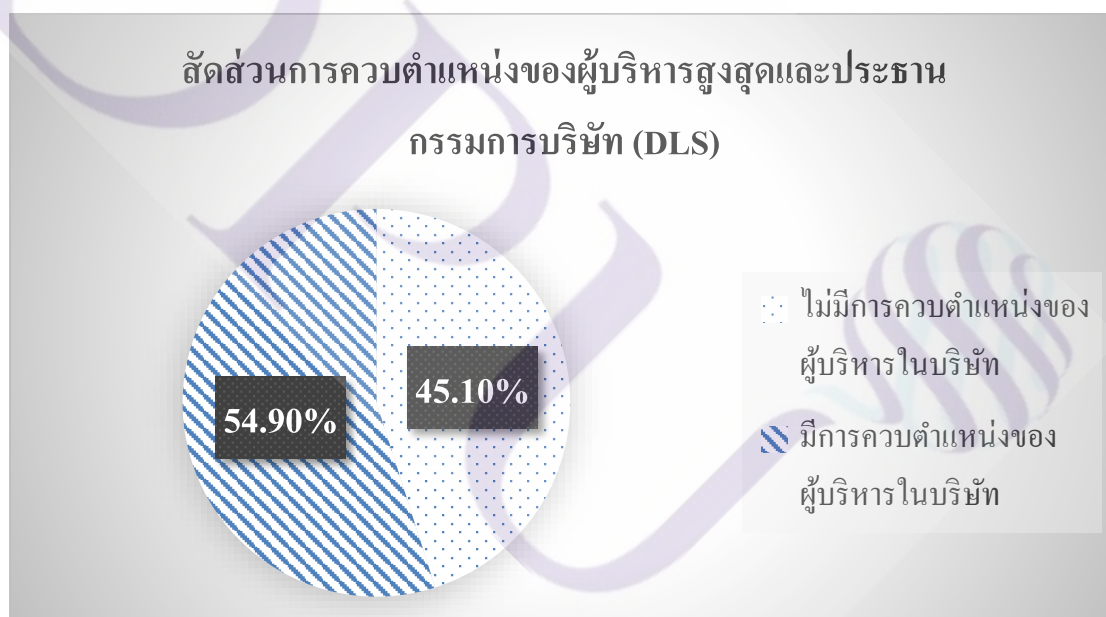
4.1.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลของกลุ่มตัวอย่าง

จากการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ พบว่าจากจำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดมี 51 บริษัท โดยมีลักษณะของข้อมูลที่ทำการศึกษาดังนี้

1. สัดส่วนการควบตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการบริษัท (DLS)

ตารางที่ 4.3 สัดส่วนการควบตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการบริษัท

ตัวแปร	การควบตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูง	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
DLS	ไม่มีการควบตำแหน่งของผู้บริหารในบริษัท	23	45.10
	มีการควบตำแหน่งของผู้บริหารในบริษัท	28	54.90
รวม		51	100.00



ภาพที่ 4.2 สัดส่วนการควบตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการบริษัท

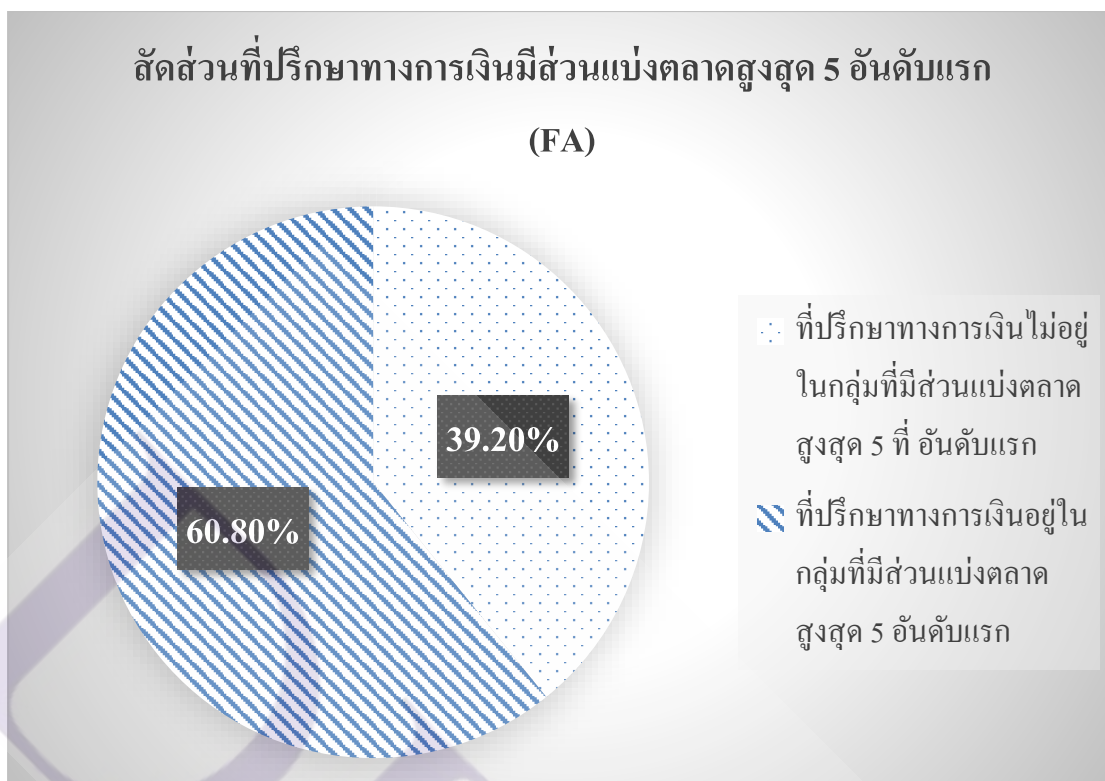
ที่มา: พิมพ์า พรหมมา (2560)

จากตารางที่ 4.3 และแผนภาพที่ 4.2 แสดงสัดส่วนของตัวแปรการควมตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการบริษัท พบว่า มีบริษัทจำนวน 23 บริษัทหรือร้อยละ 45.10 ที่ไม่มีการควมตำแหน่งของผู้บริหารในบริษัท และมีบริษัทจำนวน 28 บริษัทคิดเป็นร้อยละ 54.90 ที่มีการควมตำแหน่งของผู้บริหารในบริษัท

2. สัดส่วนที่ปรึกษาทางการเงินที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก (FA)

ตารางที่ 4.4 แสดงสัดส่วนที่ปรึกษาทางการเงินที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก

ตัวแปร	ที่ปรึกษาทางการเงินที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
FA	ที่ปรึกษาทางการเงินไม่อยู่ในกลุ่มที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก	20	39.20
	ที่ปรึกษาทางการเงินอยู่ในกลุ่มที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก	31	60.80
	รวม	51	100.00



ภาพที่ 4.3 สัดส่วนที่ปรึกษาทางการเงินที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก

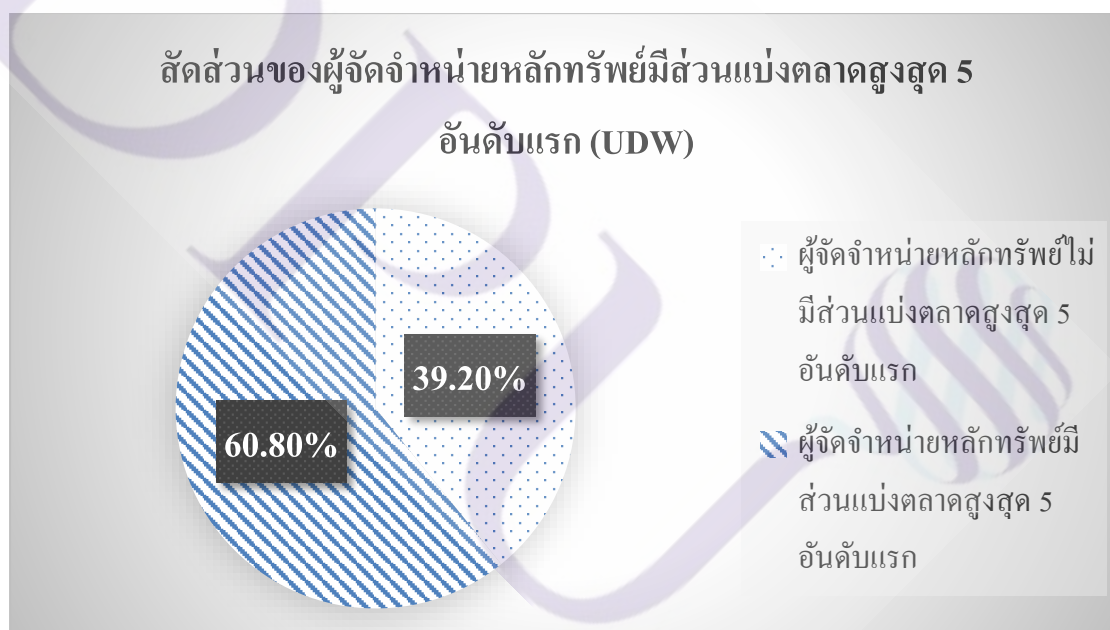
ที่มา: พิมพ์ิศา พรหมมา (2560)

จากตารางที่ 4.4 และแผนภาพที่ 4.3 แสดงสัดส่วนของที่ปรึกษาทางการเงินที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก พบว่า มีบริษัทจำนวน 20 บริษัท หรือร้อยละ 39.20 ที่ปรึกษาทางการเงินไม่อยู่ในกลุ่มที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก และมีบริษัทจำนวน 31 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 60.80 ที่ปรึกษาทางการเงินอยู่ในกลุ่มที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก

3. สัดส่วนของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก (UDW)

ตารางที่ 4.5 แสดงสัดส่วนของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก

ตัวแปร	ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
UDW	ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ไม่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก	20	39.20
	ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก	31	60.80
	รวม	51	100.00



ภาพที่ 4.4 สัดส่วนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก

ที่มา: พิมพ์ิศา พรหมมา (2560)

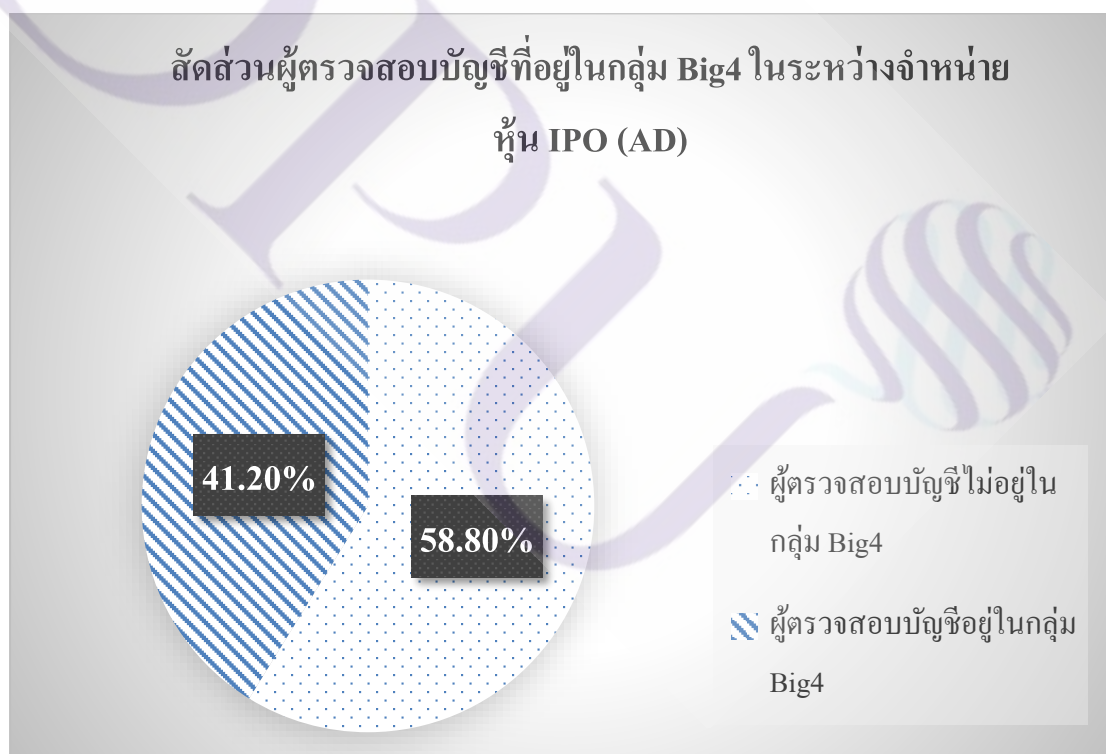
จากตารางที่ 4.5 และแผนภาพที่ 4.4 แสดงสัดส่วนของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก พบว่ามีบริษัทจำนวน 20 บริษัท หรือร้อยละ 39.20 ผู้จัดจำหน่าย

หลักทรัพย์ไม่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก และมีบริษัทจำนวน 31 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 60.80 ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก

4. สัดส่วนของผู้ตรวจสอบบัญชีอยู่ในกลุ่ม Big4 ในระหว่างออกจำหน่ายหุ้น IPO (AD)

ตารางที่ 4.6 แสดงสัดส่วนผู้ตรวจสอบบัญชีอยู่ในกลุ่ม Big4 ในระหว่างออกจำหน่ายหุ้น IPO

ตัวแปร	ผู้ตรวจสอบบัญชีอยู่ในกลุ่ม Big4 ในระหว่างออกจำหน่ายหุ้น IPO	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
AD	ผู้ตรวจสอบบัญชีไม่อยู่ในกลุ่ม Big4	30	58.80
	ผู้ตรวจสอบบัญชีอยู่ในกลุ่ม Big4	21	41.20
	รวม	51	100.00



ภาพที่ 4.5 สัดส่วนผู้ตรวจสอบบัญชีที่อยู่ในกลุ่ม Big4 ในระหว่างจำหน่ายหุ้น IPO

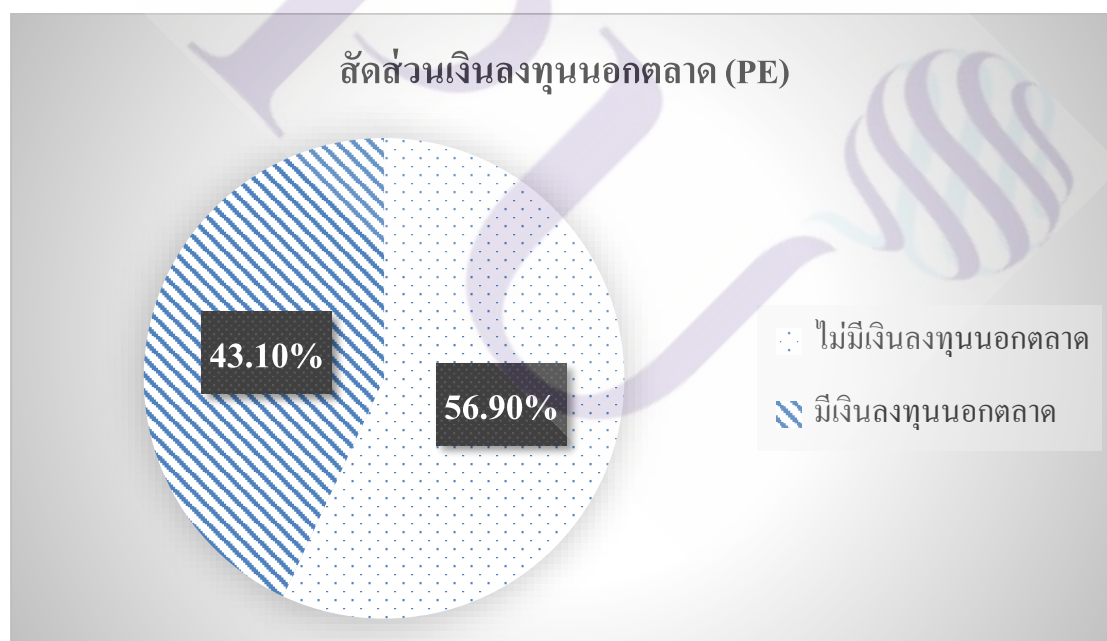
ที่มา: พิมพ์สิริ พรหมมา (2560)

จากตารางที่ 4.6 และแผนภาพที่ 4.5 แสดงสัดส่วนผู้ตรวจสอบบัญชีอยู่ในกลุ่ม Big4 ในระหว่างออกจำหน่ายหุ้น IPO พบว่ามีบริษัทจำนวน 30 บริษัท หรือร้อยละ 58.80 ผู้ตรวจสอบบัญชีไม่อยู่ในกลุ่ม Big4 ในระหว่างออกจำหน่ายหุ้น IPO และมีบริษัทจำนวน 21 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 41.20 ผู้ตรวจสอบบัญชีอยู่ในกลุ่ม Big4 ในระหว่างออกจำหน่ายหุ้น IPO

4. สัดส่วนของเงินลงทุนนอกตลาด (PE)

ตารางที่ 4.7 แสดงสัดส่วนของเงินลงทุนนอกตลาด

ตัวแปร	เงินลงทุนนอกตลาด	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
PE	ไม่มีเงินลงทุนนอกตลาด	29	56.90
	มีเงินลงทุนนอกตลาด	22	43.10
รวม		51	100.00



ภาพที่ 4.6 สัดส่วนเงินลงทุนนอกตลาด

ที่มา: พิมพ์วิศา พรหมมา (2560)

จากตารางที่ 4.7 และแผนภาพที่ 4.6 แสดงสัดส่วนเงินลงทุนนอกตลาด พบว่า มีบริษัทจำนวน 29 บริษัท หรือร้อยละ 56.90 ที่ไม่มีเงินลงทุนนอกตลาด และมีบริษัทจำนวน 22 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 43.10 ที่มีเงินลงทุนนอกตลาด

4.2 การวิเคราะห์ข้อมูลทั่วไปของตัวแปร

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยต้องการ วิเคราะห์ลักษณะทั่วไปของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งผู้วิจัยใช้สถิติต่างๆ ประกอบด้วย การแจกแจงความถี่ ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ผลการวิเคราะห์ข้อมูลแสดงรายละเอียดในตารางที่ 4.8 ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.8 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของข้อมูลกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 51 บริษัท จำแนกตามแต่ละตัวแปรอิสระ

	Minimum	Maximum	Mean	Std.dev.	Skewness	Kurtosis
BOS	7.00	12.00	8.63	1.41	0.570	-0.309
BOE	0.14	0.86	0.44	0.14	0.477	0.836
BOI	0.29	0.60	0.40	0.07	1.038	0.765
BOR	0.67	1.00	0.9475	0.11	-0.856	1.648
AGE	6.00	50.00	21.04	9.43	1.194	1.725
LOG_SIZE	8.11	9.77	8.76	0.33	0.988	1.930
SM	10.70	76.91	47.90	18.36	-0.499	-0.814
ES	63.64	87.00	75.63	4.87	0.155	0.207
RF	5.00	19.00	11.57	2.95	0.064	0.006
ROE_{return 3 y}	-18.71	89.35	19.81	17.65	1.230	4.089
ROA_{return 3 y}	-2.17	82.74	10.98	13.46	3.875	17.838
CR_{return 3 y}	0.21	7.49	1.45	1.21	2.959	12.140
G_EBITDA_{return 3y}	-41.36	30.70	6.92	10.48	-2.771	12.217
SGR_{return 3y}	-31.74	489.55	34.85	95.53	4.178	17.623
AGRO	0	1	0.0784	0.27	3.232	8.789
CONSUMP	0	1	0.0784	0.27	3.232	8.789

ตารางที่ 4.8 (ต่อ)

	Minimum	Maximum	Mean	Std.dev.	Skewness	Kurtosis
INDUS	0	1	0.1765	0.38	1.749	1.101
PROCON	0	1	0.0784	0.27	3.232	8.789
RESOURCE	0	1	0.1373	0.34	2.173	2.830
SERVICE	0	1	0.3922	0.49	0.455	-1.868
TECH	0	1	0.0588	0.23	3.865	13.462
MAAR _t	-	75,307.75	3,973.19	14,626.01	2.916	13.348
	27,667.39					

ตารางที่ 4.9 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	คำอธิบาย
BOS	ขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO
BOE	สัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงิน
BOI	สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระต่อกรรมการบริษัททั้งหมด
BOR	สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัทที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่น
DLS	การควมตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการบริษัท
FA	บริษัทที่มีปริญญาทางการเงินมีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก
UDW	บริษัทที่มีผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีมีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก
AD	บริษัทที่มีผู้ตรวจสอบบัญชีที่อยู่ในกลุ่ม Big4 ในระหว่างจำหน่ายหุ้น IPO
AGE	อายุของบริษัทระหว่างวันที่ก่อตั้งบริษัทและวันที่บริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO
LOG_SIZE	สินทรัพย์รวมของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO
SM	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในบริษัทเทียบกับหุ้นทั้งหมด
ES	สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมในบริษัทเทียบกับหุ้นทั้งหมด
PE	เงินลงทุนนอกตลาด

ตารางที่ 4.9 (ต่อ)

ตัวแปร	คำอธิบาย
RF	จำนวนปัจจัยเสี่ยงของบริษัท ทั้งหมดที่เปิดเผยในหนังสือชี้ชวน
$ROE_{\text{return } 3 \text{ y}}$	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด)
$ROA_{\text{return } 3 \text{ y}}$	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด)
$CR_{\text{return } 3 \text{ y}}$	อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด)
$G_EBITDA_{\text{return } 3 \text{ y}}$	อัตรากำไรสุทธิของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหัก ภาษี ค่าเสื่อมราคา และ ค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด)
$SGR_{\text{return } 3 \text{ y}}$	อัตรากำไรสุทธิของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด)
IDT	ตัวแปรควบคุม (ประเภทของอุตสาหกรรม)
AGRO	กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
CONSUMP	กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค
INDUS	กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม
PROCON	กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
RESOURCE	กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร
SERVICE	กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ
TECH	กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี
$MAAR_i$	การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

จากตารางที่ 4.8 สรุปได้ว่า ผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแปรต่าง ๆ ดังนี้

1. ขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (Board Size: BOS)

จากผลการศึกษา พบว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีจำนวนคณะกรรมการบริษัท โดยค่าเฉลี่ยเท่ากับ 8.63 หรือประมาณ 9 คน มีคณะกรรมการบริษัทสูงสุด จำนวน 12 คนและต่ำสุด จำนวน 7 คน นั้นแสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยจำนวนของคณะกรรมการบริษัทที่มีจำนวนประมาณ 9 คน ซึ่งแสดงว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทจะเป็นขนาดใหญ่และสอดคล้องกับพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนแห่งประเทศไทย ได้กำหนดไว้เพียงว่า บริษัทต้องมีกรรมการไม่น้อยกว่า 5 คน และในทางปฏิบัติตามคู่มือต่าง ๆ จะแนะนำว่าขนาดของคณะกรรมการที่เหมาะสมอยู่ที่ 9-15 คน แต่ทั้ง

ไม่มีจำนวนตายตัวและเหมาะสมที่สุดสำหรับแต่ละบริษัทและเมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์แล้วจะเห็นว่าจำนวนของคณะกรรมการบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีความแตกต่างกันในแต่ละบริษัทและจำนวนของคณะกรรมการบริษัทแต่ละบริษัทต่ำกว่าค่าเฉลี่ย

2. สัดส่วนของคณะกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงิน (Board Expertise: BOE)

จากผลการศึกษา พบว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีสัดส่วนของคณะกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงิน โดยเฉลี่ยร้อยละ 44 ของคณะกรรมการบริษัททั้งหมด ทั้งนี้ยังพบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนของคณะกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงินสัดส่วนสูงสุด ร้อยละ 86 และต่ำสุดร้อยละ 14 ของคณะกรรมการบริษัททั้งหมด นั้นแสดงให้เห็นว่า โดยเฉลี่ยสัดส่วนคณะกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงินมีสัดส่วนน้อยเมื่อเทียบกับจำนวนคณะกรรมการบริษัททั้งหมด และเมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์แล้วจะเห็นว่าสัดส่วนของคณะกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงินมีสัดส่วนไม่แตกต่างกันในแต่ละบริษัทและสัดส่วนของคณะกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงินแต่ละบริษัทมีสัดส่วนต่ำกว่าค่าเฉลี่ย

3. สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (Board Independence: BOI)

จากผลการศึกษา พบว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ โดยเฉลี่ยร้อยละ 40 ของคณะกรรมการบริษัททั้งหมด ทั้งนี้ยังพบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระสูงสุดร้อยละ 60 และต่ำสุดร้อยละ 29 ของคณะกรรมการบริษัททั้งหมด นั้นแสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระต่อกรรมการบริษัททั้งหมดมีจำนวนมากเมื่อเทียบกับจำนวนของคณะกรรมการบริษัททั้งหมดซึ่งสอดคล้องกับพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนแห่งประเทศไทย ได้กำหนดไว้ว่าจำนวนคณะกรรมการอิสระต่อกรรมการบริษัททั้งหมดให้มีกรรมการอิสระ 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด แต่ไม่น้อยกว่า 3 คน และเมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์แล้วจะเห็นว่าสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระต่อกรรมการบริษัททั้งหมดมีสัดส่วนไม่แตกต่างกันในแต่ละบริษัทและสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระต่อกรรมการบริษัททั้งหมดแต่ละบริษัทมีสัดส่วนต่ำกว่าค่าเฉลี่ย

4. สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัทที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่น (Board Reputation: BOR)

จากผลการศึกษา พบว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัทที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่น โดยเฉลี่ยร้อยละ 94.75 ทั้งนี้ยังพบว่า

มีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัทที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่นสูงสุดร้อยละ 67 และต่ำสุดร้อยละ 67 ที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่น นั้นแสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่นมีจำนวนมากเมื่อเทียบกับจำนวนของคณะกรรมการอิสระของบริษัททั้งหมดและเมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์แล้วจะเห็นว่าสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัทที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่นมีสัดส่วนไม่แตกต่างกันในแต่ละบริษัทและสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัทที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่นของแต่ละบริษัทมีสัดส่วนสูงกว่าค่าเฉลี่ย

5. อายุของบริษัทระหว่างวันที่ก่อตั้งบริษัทถึงวันที่บริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (Age of a Company: AGE)

จากผลการศึกษา พบว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีอายุของบริษัทระหว่างวันที่ก่อตั้งบริษัทถึงวันที่บริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO โดยค่าเฉลี่ยเท่ากับ 21.04 หรือบริษัทมีอายุประมาณ 21 ปีและพบว่า อายุของบริษัทระหว่างวันที่ก่อตั้งบริษัทถึงวันที่บริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีอายุสูงสุด 50 ปีและต่ำสุด 6 ปี นั้นแสดงให้เห็นว่า โดยเฉลี่ยอายุของบริษัทระหว่างวันที่ก่อตั้งบริษัทถึงวันที่บริษัทออกจำหน่ายหุ้น IPO มีอายุประมาณ 21 ปี และเมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์แล้วจะเห็นว่าอายุของบริษัทระหว่างวันที่ก่อตั้งบริษัทถึงวันที่บริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีอายุไม่แตกต่างกันในแต่ละบริษัทและอายุของบริษัทระหว่างวันที่ก่อตั้งบริษัทถึงวันที่บริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO แต่ละบริษัทมีอายุต่ำกว่าค่าเฉลี่ย

6. สินทรัพย์รวมของบริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (Size of Company: LOG_SIZE)

จากผลการศึกษา พบว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีสินทรัพย์รวมโดยค่าเฉลี่ยเท่ากับ 8.76 หรือบริษัทมีสินทรัพย์รวมจำนวน 876 ล้านบาท และพบว่า บริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีสินทรัพย์รวมจำนวนสูงสุด 977 ล้านบาท และต่ำสุด 811 ล้านบาท นั้นแสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยสินทรัพย์รวมของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีจำนวนประมาณ 900 ล้านบาท และเมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์แล้วจะเห็นว่าสินทรัพย์รวมของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีจำนวนสินทรัพย์รวมไม่แตกต่างกันในแต่ละบริษัทและสินทรัพย์รวมของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO แต่ละบริษัทมีสินทรัพย์รวมต่ำกว่าค่าเฉลี่ย

7. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในบริษัทเทียบกับจำนวนหุ้นทั้งหมด (Share of Management: SM)

จากผลการศึกษา พบว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในบริษัท โดยเฉลี่ยจำนวนร้อยละ 47.90 เมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นทั้งหมด ทั้งนี้ยังพบว่า

บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารสูงสุดร้อยละ 76.91 และต่ำสุดร้อยละ 10.70 ของจำนวนหุ้นทั้งหมด นั้นแสดงให้เห็นว่า โดยเฉลี่ยสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในบริษัทมีจำนวนร้อยละ 48 เมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นทั้งหมด และเมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์แล้วจะเห็นว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นแตกต่างกันในแต่ละบริษัทเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นทั้งหมดในแต่ละบริษัทและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในบริษัทที่มีสัดส่วนสูงกว่าค่าเฉลี่ยเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นทั้งหมด

8. สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมในบริษัทเทียบกับหุ้นทั้งหมด (Existing Shareholders: ES)

จากผลการศึกษา พบว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมโดยเฉลี่ยร้อยละ 75.63 ของหุ้นทั้งหมด ทั้งนี้ยังพบว่า บริษัทที่มีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมในบริษัทสูงสุดร้อยละ 87 และต่ำสุดร้อยละ 63.64 ของหุ้นทั้งหมด นั้นแสดงให้เห็นว่า โดยเฉลี่ยสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมในบริษัทมีจำนวนร้อยละ 76 ของจำนวนหุ้นทั้งหมด และเมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์แล้วจะเห็นว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมในบริษัทที่มีสัดส่วนไม่แตกต่างกันเมื่อเทียบกับหุ้นทั้งหมดในแต่ละบริษัทและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมในบริษัทที่มีสัดส่วนต่ำกว่าค่าเฉลี่ยเมื่อเทียบกับหุ้นทั้งหมด

9. จำนวนปัจจัยเสี่ยงในบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ทั้งหมดที่เปิดเผยในหนังสือชี้ชวน (Risk Factors: RF)

จากผลการศึกษา พบว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีจำนวนปัจจัยเสี่ยงที่เปิดเผยในหนังสือชี้ชวนโดยเฉลี่ยร้อยละ 11.57 หรือประมาณ 12 ข้อ ทั้งนี้ยังพบว่า มีจำนวนปัจจัยเสี่ยงที่เปิดเผยในหนังสือชี้ชวนของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO สูงสุดจำนวน 19 ข้อ และต่ำสุดจำนวน 5 ข้อ นั้นแสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยจำนวนปัจจัยเสี่ยงของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ทั้งหมดที่เปิดเผยในหนังสือชี้ชวนมีประมาณ 12 ข้อ และเมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์แล้วจะเห็นว่าจำนวนปัจจัยเสี่ยงในบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ทั้งหมดที่เปิดเผยในหนังสือชี้ชวนแต่ละบริษัทมีจำนวนไม่แตกต่างกันในแต่ละบริษัทและจำนวนปัจจัยเสี่ยงของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ทั้งหมดที่เปิดเผยในหนังสือชี้ชวนแต่ละบริษัทมีจำนวนต่ำกว่าค่าเฉลี่ย

10. อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) (Return on Equity: $ROE_{\text{return } 3 \text{ y}}$)

จากผลการศึกษา พบว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) โดยเฉลี่ยร้อยละ 19.81 ทั้งนี้ยังพบว่า บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) สูงสุดร้อยละ 89.35 และอัตราผลตอบแทนลดลงร้อยละ 18.71 นั้นแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

(ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) โดยเฉลี่ยประมาณร้อยละ 20 และเมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์แล้วจะเห็นว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) แต่ละบริษัทไม่มีความแตกต่างกันและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) แต่ละบริษัทต่ำกว่าค่าเฉลี่ย

11. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) (Return on Assets: $ROA_{\text{return } 3 \text{ y}}$)

จากผลการศึกษา พบว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) โดยเฉลี่ยร้อยละ 10.98 ทั้งนี้ยังพบว่า บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) สูงสุดร้อยละ 82.74 และอัตราผลตอบแทนลดลงร้อยละ 2.17 นั้นแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) โดยเฉลี่ยประมาณร้อยละ 11 และเมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์แล้วจะเห็นว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (เฉลี่ย 3 ปีย้อนหลัง) แต่ละบริษัทไม่มีความแตกต่างกันและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) แต่ละบริษัทต่ำกว่าค่าเฉลี่ย

12. อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) (Current Ratio: $CR_{\text{return } 3 \text{ y}}$)

จากผลการศึกษา พบว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) โดยเฉลี่ย 1.45 เท่า ทั้งนี้ยังพบว่า บริษัทที่มีอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) สูงสุด 7.49 เท่า และต่ำสุด 0.21 เท่า นั้นแสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) มีอัตราส่วน 1.50 เท่า แสดงว่าบริษัทไม่คล่องตัวในการชำระหนี้ในระยะสั้นโดยปกติอัตราส่วน 2 : 1 ถือว่าเหมาะสมและเมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์แล้วจะเห็นว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) แต่ละบริษัทไม่มีความแตกต่างกันและอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) แต่ละบริษัทต่ำกว่าค่าเฉลี่ย

13. อัตราการเติบโตของกำไร (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) (Growth Operating Profit: $G_EBITDA_{\text{return } 3 \text{ y}}$)

จากผลการศึกษา พบว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีอัตราการเติบโตของกำไร (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) โดยเฉลี่ยร้อยละ 6.92 ทั้งนี้ยังพบว่า บริษัทที่มีอัตราการเติบโตของกำไร (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) สูงสุดร้อยละ 30.70 และอัตราการเติบโตลดลงร้อยละ 41.36 นั้นแสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยอัตราการเติบโตของกำไร (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) มีอัตราการเติบโตประมาณร้อยละ 6.92 และเมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์แล้วจะเห็นว่าอัตราการเติบโตของ

กำไร (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) แต่ละบริษัทไม่มีความแตกต่างกันและอัตราการเติบโตของกำไร (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) แต่ละบริษัทสูงกว่าค่าเฉลี่ย

14. อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) (Sales Growth Rate: $SGR_{\text{return } 3 \text{ y}}$)

จากผลการศึกษา พบว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) โดยเฉลี่ยร้อยละ 34.85 ทั้งนี้พบว่า บริษัทที่มีอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) สูงสุดร้อยละ 489.55 และอัตราการเติบโตของยอดขายลดลงร้อยละ 31.74 นั้นแสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) มีอัตราการเติบโตของยอดขายประมาณร้อยละ 35 และเมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์แล้ว จะเห็นว่าอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) แต่ละบริษัทไม่มีความแตกต่างกันและอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) แต่ละบริษัทต่ำกว่าค่าเฉลี่ย

15. ประเภทของอุตสาหกรรม (IDT) จากตัวแปรหุ่นส่วนใหญ่อยู่ในกลุ่มของกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) คือมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.3922 นั้นแสดงให้เห็นว่าเมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์แล้วจะเห็นว่าประเภทของอุตสาหกรรมไม่มีความแตกต่างกัน

4.3 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในงานวิจัยนี้ ได้ใช้การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (r) เพื่อดูความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรก่อนการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ซึ่งเป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามพร้อมทั้งตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกัน เพื่อแสดงให้เห็นว่า ไม่มีตัวแปรอิสระตัวใดในการศึกษาครั้งนี้ที่มีความสัมพันธ์ร่วมเชิงเส้นตรง (Multicollinearity) โดยหากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เป็นบวก แสดงว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน แต่หากมีค่าเป็นลบแสดงว่ามีค่าความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่าไม่มีตัวแปรอิสระตัวใดที่มีความสัมพันธ์ในระดับมากเกินไปกว่า 0.800 ซึ่งสอดคล้องกับระดับความสัมพันธ์ในงานวิจัยของ Archambeault (2000); Shan et al. (2013)

ผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ไม่มีตัวแปรอิสระตัวใดในการศึกษาครั้งนี้ที่มีความสัมพันธ์จนเกิดปัญหา (Multicollinearity) โดยผู้วิจัยได้จำแนกตัวแปรอิสระได้ดังนี้ ลักษณะ

โครงสร้างของกรรมการบริษัท คุณสมบัติของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ข้อมูลของบริษัท ข้อมูลทางการเงินของบริษัท ซึ่งแสดงในตารางที่ 4.10 ตารางที่ 4.12 ตารางที่ 4.14 และตารางที่ 4.16 ดังนี้

4.3.1 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ จำแนกตามลักษณะโครงสร้างกรรมการบริษัทกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย โดยที่ลักษณะโครงสร้างกรรมการบริษัท แบ่งออกเป็น 5 ตัวแปร ที่ใช้ทำการศึกษาได้แก่ จำนวนของคณะกรรมการในบริษัทที่จำหน่ายหุ้น IPO (BOS) สัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญบัญชีหรือการเงิน (BOE) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระต่อกรรมการบริษัททั้งหมด (BOI) สัดส่วนของกรรมการอิสระของบริษัทที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่น (BOR) การดำรงตำแหน่งของ CEO มีการควบตำแหน่งอื่นด้วยในบริษัท (DLS) รายละเอียดดังตารางที่ 4.10

ตารางที่ 4.10 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ จำแนกตามลักษณะโครงสร้างกรรมการบริษัทกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

ปัจจัย	BOS	BOE	BOI	BOR	DLS	MAAR _i
BOS						
Pearson Correlation	1	-0.363*	-0.262	0.399*	-0.016	-0.035
Sig.(2-tailed)		0.009	0.063	0.004	0.911	0.805
BOE						
Pearson Correlation		1	0.118	-0.118	-0.279*	0.073
Sig.(2-tailed)			0.410	0.411	0.048	0.609
BOI						
Pearson Correlation			1	0.661*	0.154	-0.065
Sig.(2-tailed)				0.000	0.280	0.651
BOR						
Pearson Correlation				1	0.182	-0.055
Sig.(2-tailed)					0.201	0.700
DLS						
Pearson Correlation					1	0.074

ตารางที่ 4.10 (ต่อ)

ปัจจัย	BOS	BOE	BOI	BOR	DLS	MAAR _i
Sig.(2-tailed)						0.603
MAAR_i						
Pearson Correlation						1
Sig.(2-tailed)						

หมายเหตุ : * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 4.11 สรุปทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย จำแนกตามลักษณะโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท

ลำดับที่	ตัวแปรจำแนกตามลักษณะโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท	ทิศทางความสัมพันธ์
1	ขนาดของคณะกรรมการในบริษัทที่จำหน่ายหุ้น IPO (BOS)	ทิศทางตรงข้าม (-)
2	สัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญบัญชีหรือการเงิน (BOE)	ทิศทางเดียวกัน (+)
3	สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระต่อกรรมการบริษัททั้งหมด (BOI)	ทิศทางตรงข้าม (-)
4	สัดส่วนของกรรมการอิสระของบริษัทที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่น (BOR)	ทิศทางตรงข้าม (-)
5	การควบบตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการบริษัท (DLS)	ทิศทางเดียวกัน (+)

จากตารางที่ 4.10 และ 4.11 เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะโครงสร้างคณะกรรมการกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ซึ่ง

ประกอบด้วย ขนาดของคณะกรรมการในบริษัทที่จำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (BOS) สัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญบัญชีหรือการเงิน (BOE) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระต่อกรรมการบริษัททั้งหมด (BOI) สัดส่วนกรรมการอิสระของบริษัทที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่น (BOR) การควบบตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการบริษัท (DLS) ซึ่งประกอบด้วยผลรวมของลักษณะโครงสร้างคณะกรรมการกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ทั้งหมด ซึ่งเมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแต่ละคู่พบว่า

ขนาดของคณะกรรมการในบริษัทที่จำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (BOS) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = -0.035$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 หรืออาจกล่าวได้ว่าหากจำนวนของคณะกรรมการในบริษัทที่จำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ลดลง

สัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญบัญชีหรือการเงิน (BOE) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ($r = 0.073$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากสัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญบัญชีหรือการเงิน เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) เพิ่มขึ้น

สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระต่อกรรมการบริษัททั้งหมด (BOI) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่าง ($r = -0.065$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระต่อกรรมการบริษัททั้งหมด เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ลดลง

สัดส่วนกรรมการอิสระของบริษัทที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่น (BOR) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ($r = -0.055$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากสัดส่วนกรรมการอิสระของบริษัทที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่น เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ลดลง

การควบบตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการบริษัท (DLS) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์

ในทิศทางตรงกันข้าม ($r = -0.074$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากการควมตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูง และประธานกรรมการบริษัท เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ลดลง

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาเพิ่มเติมถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระจากตารางที่ 4.10 จะพบตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กันที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งได้แก่

ขนาดของคณะกรรมการในบริษัทที่จำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (BOS) และสัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงิน (BOE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = -0.363$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 หรืออาจกล่าวได้ว่าหากจำนวนของคณะกรรมการในบริษัทที่จำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้สัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงินลดลง

ขนาดของคณะกรรมการในบริษัทที่จำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (BOS) และสัดส่วนกรรมการอิสระของบริษัทที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่น (BOR) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = 0.399$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 หรืออาจกล่าวได้ว่าหากจำนวนของคณะกรรมการในบริษัทที่จำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้สัดส่วนกรรมการอิสระของบริษัทที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่นเพิ่มขึ้น

สัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงิน (BOE) และการควมตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการบริษัท (DLS) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = -0.279$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 หรืออาจกล่าวได้ว่าหากสัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงิน เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้การควมตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการบริษัทลดลง

สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระต่อกรรมการบริษัททั้งหมด (BOI) และสัดส่วนกรรมการอิสระของบริษัทที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่น (BOR) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = 0.661$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 หรืออาจกล่าวได้ว่าหากสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระต่อกรรมการบริษัททั้งหมด เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้สัดส่วนกรรมการอิสระของบริษัทที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่นเพิ่มขึ้น

สรุปผลการทดสอบนั้นถึงแม้ว่าตัวแปรอิสระจะมีสหสัมพันธ์ระหว่างกัน แต่ก็อยู่ในระดับต่ำถึงต่ำมาก ทำให้ไม่น่าจะทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity แต่อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยก็จะตรวจสอบความสัมพันธ์โดยใช้ค่า VIF และค่า Tolerance เพื่อทดสอบตัวแปรอิสระ นี้ว่าจะเกิดปัญหา Multicollinearity หรือไม่ก่อนจะนำไปวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ลำดับต่อไป

4.3.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ จำแนกตามคุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย โดยที่คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์แบ่งออกเป็น 3 ตัวแปร ที่ใช้ทำการศึกษาได้แก่ ที่ปรึกษาทางการเงิน (FA) ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UDW) ผู้ตรวจสอบบัญชีที่อยู่ในกลุ่ม Big4 (AD) รายละเอียดดังตารางที่ 4.12

ตารางที่ 4.12 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ จำแนกตามคุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

ปัจจัย	FA	UDW	AD	MAAR _t
FA				
Pearson Correlation	1	1.00*	-0.144	-0.055
Sig.(2-tailed)		0.000	0.313	0.700
UDW				
Pearson Correlation		1	-0.144	-0.055
Sig.(2-tailed)			0.313	0.700
AD				
Pearson Correlation			1	0.032
Sig.(2-tailed)				0.825
MAAR_t				
Pearson Correlation				1
Sig.(2-tailed)				

หมายเหตุ: * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 4.13 สรุปทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย จำแนกตามคุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์

ลำดับที่	ตัวแปรจำแนกตามคุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์	ทิศทางความสัมพันธ์
1	ที่ปรึกษาทางการเงิน (FA)	ทิศทางตรงข้าม (-)
2	ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UDW)	ทิศทางตรงข้าม (-)
3	ผู้ตรวจสอบบัญชี (AD)	ทิศทางเดียวกัน (+)

จากตารางที่ 4.12 และ 4.13 เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างคุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ซึ่งประกอบด้วย ที่ปรึกษาทางการเงิน (FA) ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UDW) ผู้ตรวจสอบบัญชี (AD) ซึ่งประกอบด้วยผลรวมของคุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ทั้งหมด ซึ่งเมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแต่ละคู่พบว่า

ที่ปรึกษาทางการเงิน (FA) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ($r = -0.055$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากที่ปรึกษาทางการเงิน มีชื่อเสียงเพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ลดลง

ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UDW) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ($r = -0.055$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ มีชื่อเสียงเพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ลดลง

ผู้ตรวจสอบบัญชี (AD) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ($r = 0.032$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากผู้ตรวจสอบบัญชี อยู่ในกลุ่ม Big4 เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) เพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาเพิ่มเติมถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระจากตารางที่ 4.12 จะพบตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กันที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งได้แก่

ที่ปรึกษาทางการเงิน (FA) และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UDW) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = 1.000$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 หรืออาจกล่าวได้ว่าหากที่ปรึกษาทางการเงิน มีชื่อเสียงเพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีชื่อเสียงเพิ่มขึ้น

สรุปผลการทดสอบนั้นถึงแม้ว่าตัวแปรอิสระจะมีสหสัมพันธ์ระหว่างกัน แต่ก็อยู่ในระดับต่ำถึงต่ำมาก แต่พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ปรึกษาทางการเงิน (FA) และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UDW) เกิดความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันจนเข้าลักษณะปัญหา Multicollinearity ได้ แต่อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยก็จะตรวจสอบความสัมพันธ์โดยใช้ค่า VIF และค่า Tolerance เพื่อทดสอบตัวแปรอิสระนี้ว่า จะเกิดปัญหา Multicollinearity หรือไม่ก่อนจะนำไปวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ถัดต่อไป

4.3.3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ จำแนกตามข้อมูลพื้นฐานของบริษัทกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย โดยที่ข้อมูลพื้นฐานของบริษัทแบ่งออกเป็น 6 ตัวแปร ที่ใช้ทำการศึกษาได้แก่ อายุของบริษัท (AGE) สินทรัพย์รวม (LOG_SIZE) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในบริษัทเทียบกับหุ้นทั้งหมด (SM) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมในบริษัทเทียบกับหุ้นทั้งหมด (ES) เงินลงทุนนอกตลาด (PE) ปัจจัยความเสี่ยง (RF) รายละเอียดดังตารางที่ 4.14

ตารางที่ 4.14 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ จำแนกตามข้อมูลพื้นฐานของบริษัทกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

ปัจจัย	AGE	SM	ES	PE	RF	LOG_SIZE	MAAR _i
AGE							
Pearson	1	-0.109	-0.177	0.051	0.009	0.229	-0.212
Correlation							
Sig.(2-tailed)		0.448	0.215	0.720	0.953	0.106	0.135
SM							

ตารางที่ 4.14 (ต่อ)

ปัจจัย	AGE	SM	ES	PE	RF	LOG_SIZE	MAAR _i
Pearson		1	-0.086	-	-0.130	-0.115	0.232
Correlation				0.597*			
Sig.(2-tailed)			0.550	0.000	0.361	0.423	0.102
ES							
Pearson			1	0.224	0.120	-0.140	0.160
Correlation							
Sig.(2-tailed)				0.115	0.401	0.326	0.263
PE							
Pearson				1	0.277*	0.011	-0.008
Correlation							
Sig.(2-tailed)					0.049	0.938	0.955
RF							
Pearson					1	-0.414*	-0.111
Correlation							
Sig.(2-tailed)						0.003	0.437
LOG_SIZE							
Pearson						1	0.100
Correlation							
Sig.(2-tailed)							0.486
MAAR_i							
Pearson							1
Correlation							
Sig.(2-tailed)							

หมายเหตุ: * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 4.15 สรุปทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย จำแนกตามข้อมูลพื้นฐานของบริษัท

ลำดับที่	ตัวแปรจำแนกตามข้อมูลพื้นฐานของบริษัท	ทิศทางความสัมพันธ์
1	อายุของบริษัท (AGE)	ทิศทางตรงข้าม (-)
2	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (SM)	ทิศทางเดียวกัน (+)
3	สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิม (ES)	ทิศทางเดียวกัน (+)
4	เงินลงทุนนอกตลาด (PE)	ทิศทางตรงข้าม (-)
5	ปัจจัยความเสี่ยง (RF)	ทิศทางตรงข้าม (-)
6	สินทรัพย์รวม (LOG_SIZE)	ทิศทางเดียวกัน (+)

จากตารางที่ 4.14 และ 4.15 เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลพื้นฐานของบริษัทกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ซึ่งประกอบด้วย อายุของบริษัท (AGE) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (SM) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิม (ES) เงินลงทุนนอกตลาด (PE) ปัจจัยความเสี่ยง (RF) สินทรัพย์รวม (LOG_SIZE) ซึ่งประกอบด้วยผลรวมของข้อมูลพื้นฐานของบริษัทกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ทั้งหมดซึ่งเมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแต่ละคู่พบว่า

อายุของบริษัท (AGE) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ($r = -0.212$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากอายุของบริษัท เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ลดลง

สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (SM) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ($r = 0.232$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) เพิ่มขึ้น

สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิม (ES) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ($r = 0.160$) หรืออาจกล่าว

ได้ว่าหากสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิม เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) เพิ่มขึ้น

เงินลงทุนนอกตลาด (PE) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ($r = -0.008$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากเงินลงทุนนอกตลาด เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ลดลง

ปัจจัยความเสี่ยง (RF) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ($r = -0.111$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากจำนวนปัจจัยเสี่ยง เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ลดลง

สินทรัพย์รวม (LOG_SIZE) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ($r = 0.100$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากสินทรัพย์รวม เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) เพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาเพิ่มเติมถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระจากตารางที่ 4.14 จะพบตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กันที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งได้แก่

สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (SM) และเงินลงทุนนอกตลาด (PE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = -0.597$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 หรืออาจกล่าวได้ว่าหากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้เงินลงทุนนอกตลาดลดลง

เงินลงทุนนอกตลาด (PE) และจำนวนปัจจัยเสี่ยง (RF) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = 0.277$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 หรืออาจกล่าวได้ว่าหากเงินลงทุนนอกตลาดเพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้จำนวนปัจจัยเสี่ยงเพิ่มขึ้น

ปัจจัยความเสี่ยง (RF) และสินทรัพย์รวม (LOG_SIZE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = -0.414$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 หรืออาจกล่าวได้ว่าหากจำนวนปัจจัยเสี่ยงเพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้สินทรัพย์รวมลดลง

สรุปผลการทดสอบนั้นถึงแม้ว่าตัวแปรอิสระจะมีสหสัมพันธ์ระหว่างกัน แต่ก็อยู่ในระดับต่ำถึงต่ำมาก ทำให้ไม่น่าจะทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity แต่อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยก็จะตรวจสอบความสัมพันธ์โดยใช้ค่า VIF และค่า Tolerance เพื่อทดสอบตัวแปรอิสระนี้ว่า จะเกิดปัญหา Multicollinearity หรือไม่ก่อนจะนำไปวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ถัดต่อไป

4.3.4 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ จำแนกตามข้อมูลทางการเงินของ บริษัทกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย โดยที่ข้อมูลทางการเงินของบริษัทแบ่งออกเป็น 5 ตัวแปร ที่ใช้ทำการศึกษาได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($ROE_{\text{return } 3 \text{ y}}$) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($ROA_{\text{return } 3 \text{ y}}$) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน ($CR_{\text{return } 3 \text{ y}}$) (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($G_EBITDA_{\text{return } 3 \text{ y}}$) อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($SGR_{\text{return } 3 \text{ y}}$) รายละเอียดดังตารางที่ 4.16

ตารางที่ 4.16 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ จำแนกตามข้อมูลทางการเงินของ บริษัทกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ของประเทศไทย

ปัจจัย	$ROE_{\text{return } 3 \text{ y}}$	$ROA_{\text{return } 3 \text{ y}}$	$CR_{\text{return } 3 \text{ y}}$	$G_EBITDA_{\text{return } 3 \text{ y}}$	$SGR_{\text{return } 3 \text{ y}}$	MAAR _t
$ROE_{\text{return } 3 \text{ y}}$						
Pearson Correlation	1	0.382*	0.018	0.421*	-0.303*	0.076
Sig.(2-tailed)		0.006	0.899	0.002	0.031	0.598
$ROA_{\text{return } 3 \text{ y}}$						
Pearson Correlation		1	0.691*	0.364*	-0.232	0.071
Sig.(2-tailed)			0.000	0.009	0.101	0.621
$CR_{\text{return } 3 \text{ y}}$						
Pearson Correlation			1	0.270	-0.196	0.095
Sig.(2-tailed)				0.055	0.168	0.507
$G_EBITDA_{\text{return } 3 \text{ y}}$						
Pearson Correlation				1	-0.844*	0.227
Sig.(2-tailed)					0.000	0.109
$SGR_{\text{return } 3 \text{ y}}$						
Pearson Correlation					1	-0.046
Sig.(2-tailed)						0.748

ตารางที่ 4.16 (ต่อ)

ปัจจัย	ROE _{return 3 y}	ROA _{return 3 y}	CR _{return 3 y}	G_EBITDA _{return 3y}	SGR _{return 3y}	MAAR _t
MAAR _t						
Pearson Correlation						1
Sig.(2-tailed)						

หมายเหตุ: * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 4.17 สรุปทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย จำแนกตามข้อมูลทางการเงินของบริษัท

ลำดับที่	ตัวแปรจำแนกตามข้อมูลทางการเงินของบริษัท	ทิศทางความสัมพันธ์
1	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) (ROE _{return 3 y})	ทิศทางเดียวกัน (+)
2	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) (ROA _{return 3 y})	ทิศทางเดียวกัน (+)
3	อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) (CR _{return 3 y})	ทิศทางเดียวกัน (+)
4	อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) (G_EBITDA _{return 3 y})	ทิศทางเดียวกัน (+)
5	อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) (SGR _{return 3 y})	ทิศทางตรงข้าม (-)

จากตารางที่ 4.16 และ 4.17 เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางการเงินของบริษัทกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ซึ่งประกอบด้วย อัตรา

ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($ROE_{\text{return } 3 \text{ y}}$) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($ROA_{\text{return } 3 \text{ y}}$) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน ($CR_{\text{return } 3 \text{ y}}$) (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($G_EBITDA_{\text{return } 3 \text{ y}}$) และอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($SGR_{\text{return } 3 \text{ y}}$) ซึ่งประกอบด้วยผลรวมของข้อมูลทางการเงินของบริษัทกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ทั้งหมด ซึ่งเมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแต่ละคู่พบว่า

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($ROE_{\text{return } 3 \text{ y}}$) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ($r = 0.076$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) เพิ่มขึ้น

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($ROA_{\text{return } 3 \text{ y}}$) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ($r = 0.071$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) เพิ่มขึ้น

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($CR_{\text{return } 3 \text{ y}}$) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ($r = 0.095$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) เพิ่มขึ้น

อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($G_EBITDA_{\text{return } 3 \text{ y}}$) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ($r = 0.227$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) เพิ่มขึ้น

อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($SGR_{\text{return } 3 \text{ y}}$) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ($r = -0.046$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ลดลง

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาเพิ่มเติมถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระจากตารางที่ 4.16 จะพบตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กันที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งได้แก่

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($ROE_{\text{return } 3 \text{ y}}$) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($ROA_{\text{return } 3 \text{ y}}$) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = 0.382$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 หรืออาจกล่าวได้ว่าหากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เพิ่มขึ้น

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($ROE_{\text{return } 3 \text{ y}}$) และอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($G_EBITDA_{\text{return } 3 \text{ y}}$) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = 0.421$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 หรืออาจกล่าวได้ว่าหากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เพิ่มขึ้น

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($ROE_{\text{return } 3 \text{ y}}$) และอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($SGR_{\text{return } 3 \text{ y}}$) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = -0.303$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 หรืออาจกล่าวได้ว่าหากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ลดลง

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($ROA_{\text{return } 3 \text{ y}}$) และอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($CR_{\text{return } 3 \text{ y}}$) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = 0.691$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 หรืออาจกล่าวได้ว่าหากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เพิ่มขึ้น

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($ROA_{\text{return } 3 \text{ y}}$) และอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($G_EBITDA_{\text{return } 3 \text{ y}}$) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = 0.364$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 หรืออาจกล่าวได้ว่าหากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เพิ่มขึ้น

อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($G_EBITDA_{\text{return } 3 \text{ y}}$) และอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($SGR_{\text{return } 3 \text{ y}}$) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = -0.844$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 หรืออาจกล่าวได้ว่าหากอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ลดลง

สรุปผลการทดสอบนั้นถึงแม้ว่าตัวแปรอิสระจะมีสหสัมพันธ์ระหว่างกันในระดับต่ำ แต่ก็มีตัวแปรระหว่างตัวแปรอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($G_EBITDA_{\text{return } 3 \text{ y}}$) และอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($SGR_{\text{return } 3 \text{ y}}$) ที่มีค่า r เกิน 0.80 อาจจะทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity แต่อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยก็จะตรวจสอบความสัมพันธ์โดยใช้ค่า VIF และค่า Tolerance เพื่อทดสอบตัวแปรอิสระ นี้ว่าจะเกิดปัญหา Multicollinearity หรือไม่ก่อนจะนำไปวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ลำดับต่อไป

4.3.5 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควบคุม จำแนกตามประเภทของอุตสาหกรรมของบริษัทกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย โดยที่ข้อมูลทางการเงินของบริษัทแบ่งออกเป็น 7 ตัวแปร ที่ใช้ทำการศึกษาได้แก่ ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตร (AGRO) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROCON) กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURCE) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH) รายละเอียดดังตารางที่ 4.18

ตารางที่ 4.18 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควบคุม จำแนกตามประเภทของอุตสาหกรรมกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย (MAAR_i)

ปัจจัย	AGRO	CONSUMP	INDUS	PROCON	RESOURCE	SERVICE	TECH	MAAR _i
AGRO								
Pearson Correlation	1	-0.085	-	-0.085	-0.116	-0.234	-	0.017
			0.135				0.073	
Sig.(2-tailed)		0.553	0.345	0.553	0.416	0.098	0.611	0.905
CONSUMP								
Pearson Correlation		1	-	-0.085	-0.116	-0.234	-	0.287*
			0.135				0.073	
Sig.(2-tailed)			0.345	0.553	0.416	0.098	0.611	0.041
INDUS								
Pearson Correlation			1	-0.135	-0.185	-0.372*	-	0.018
							0.116	
Sig.(2-tailed)				0.345	0.195	0.007	0.419	0.901
PROCON								
Pearson Correlation				1	-0.116	-0.234	-	0.000
							0.073	
Sig.(2-tailed)					0.416	0.098	0.611	0.998
RESOURCE								
Pearson Correlation					1	-0.320*	-	-0.150
							0.100	
Sig.(2-tailed)						0.022	0.486	0.292
SERVICE								

ตารางที่ 4.18 (ต่อ)

ปัจจัย	AGRO	CONSUMP	INDUS	PROCON	RESOURCE	SERVICE	TECH	MAAR _i
Pearson Correlation						1	-	-0.047
							0.201	
Sig.(2-tailed)							0.158	0.743
TECH								
Pearson Correlation							1	-0.020
Sig.(2-tailed)								0.892
MAAR_i								
Pearson Correlation								1
Sig.(2-tailed)								

หมายเหตุ: * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 4.19 สรุปทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรควบคุม แยกตามประเภทของอุตสาหกรรมกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

ลำดับที่	ประเภทของอุตสาหกรรม	ทิศทางความสัมพันธ์
1	กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร (AGRO)	ทิศทางเดียวกัน (+)
2	กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP)	ทิศทางเดียวกัน (+)
3	กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	ทิศทางเดียวกัน (+)
4	กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROCON)	ทิศทางเดียวกัน (+)
5	กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURCE)	ทิศทางตรงข้าม (-)
6	กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE)	ทิศทางตรงข้าม (-)
7	กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH)	ทิศทางตรงข้าม (-)

จากตารางที่ 4.18 และ 4.19 เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควบคุม คือ ประเภทของอุตสาหกรรมกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ซึ่งประกอบด้วย กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร (AGRO) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROCON) กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURCE) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH) ซึ่งประกอบด้วยผลรวมของประเภทของอุตสาหกรรมกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ทั้งหมด ซึ่งเมื่อพิจารณาความสัมพันธ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแต่ละคู่พบว่า

กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร (AGRO) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ($r = 0.017$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารมีจำนวนมากขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) เพิ่มขึ้น

กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ($r = 0.287$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีจำนวนมากขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) เพิ่มขึ้น

กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ($r = 0.018$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม มีจำนวนมากขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) เพิ่มขึ้น

กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROCON) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ($r = 0.000$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีจำนวนมากขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) เพิ่มขึ้น

กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURCE) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม

($r = -0.150$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรมีจำนวนมากขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ลดลง

กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ($r = -0.047$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากกลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีจำนวนมากขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ลดลง

กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH) และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ($r = -0.020$) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีจำนวนมากขึ้นจะส่งผลให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ลดลง

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาเพิ่มเติมถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควบคุมจากตารางที่ 4.18 จะพบว่า ตัวแปรควบคุมที่มีความสัมพันธ์กันที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งได้แก่

กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = -0.372$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 หรืออาจกล่าวได้ว่า หากกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมมีจำนวนเพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้กลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีจำนวนลดลง

กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURCE) และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r = 0.320$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 หรืออาจกล่าวได้ว่า หากอุตสาหกรรมทรัพยากรมีจำนวนเพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้กลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีจำนวนเพิ่มขึ้น

สรุปผลการทดสอบนั้นถึงแม้ว่าตัวแปรอิสระจะมีสหสัมพันธ์ระหว่างกัน แต่ก็อยู่ในระดับต่ำถึงต่ำมาก ทำให้ไม่น่าจะทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity แต่อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยก็จะตรวจสอบความสัมพันธ์โดยใช้ค่า VIF และค่า Tolerance เพื่อทดสอบตัวแปรอิสระนี้ว่า จะเกิดปัญหา Multicollinearity หรือไม่ก่อนจะนำไปวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ลำดับต่อไป

4.4 ผลการวิเคราะห์สมมติฐาน

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรผู้วิจัยจึงมีการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ โดยการตรวจสอบ Multicollinearity นั้นจะใช้ค่า Variance Inflation Factor (VIF) หรือค่า Tolerance โดยมีหลักเกณฑ์ในการตรวจสอบ คือค่า VIF ที่เหมาะสมไม่ควรมีค่าเกิน

10 หากเกินกว่านี้แสดงว่าเกิด Multicollinearity สำหรับค่า Tolerance หากมีค่าเข้าใกล้ 0 แสดงว่า มีแนวโน้มในการเกิดปัญหา Multicollinearity

ดังแสดงในตารางที่ 4.20 ตารางที่ 4.22 ตารางที่ 4.25 และตารางที่ 4.27 พบว่าค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรอิสระทุกตัวแปรนั้นมีค่าไม่เกิน 10 และค่า Tolerance ของตัวแปรอิสระทุกตัวแปรไม่มีค่าไม่เข้าใกล้ 0 ดังนั้น จึงสามารถสรุปได้ว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวมีความเป็นอิสระต่อกันจึงสามารถนำตัวแปรอิสระทั้งหมดมาวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ได้ ยกเว้นตัวแปรอิสระ ที่ปรึกษาทางการเงิน (FA) และ ตัวแปรควบคุม คือ ตัวแปรกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ทำให้เกิดปัญหา Collinearity Statistics กล่าวคือ สภาพที่เกิดสหสัมพันธ์ (Correlation) กันเองระหว่างตัวแปรอิสระในระดับค่อนข้างสูง ซึ่งไม่เป็นไปตามข้อกำหนดเบื้องต้นของการวิเคราะห์สมการถดถอยโดยนำตัวแปรอิสระเข้าทั้งหมด (Multiple Regression Analysis ; Enter Method) การวิเคราะห์จึงค้นตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุม ทั้งสองตัวนี้ออกจากตัวแบบจำลองซึ่งแสดงดังตารางที่ 4.23

ในการศึกษาครั้งนี้ เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ซึ่งประกอบด้วยรายละเอียดดังนี้

4.4.1 ผลการวิเคราะห์ลักษณะโครงสร้างกรรมการบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ดังตารางที่ 4.20 ดังนี้

ตารางที่ 4.20 ผลการวิเคราะห์ลักษณะโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Multiple Regression Analysis) แบบ Enter Method

ตัวแปร	Enter Method		P value	Colinearity Statistics	
	Unstandardized	Standardized		Tolerance	VIF
	Coefficients B	Coefficients B			
ค่าคงที่	4,388.551		0.893		
BOS	-169.135	-0.016	0.927	0.733	1.364
BOE	8,424.248	0.079	0.670	0.675	1.483

ตารางที่ 4.20 (ต่อ)

ตัวแปร	Enter Method		P value	Colinearity Statistics	
	Unstandardized Coefficients B	Standardized Coefficients B		Tolerance	VIF
BOI	-15,910.843	-0.081	0.641	0.765	1.307
BOR	2,818.616	0.022	0.904	0.670	1.493
DLS	-299.429	-0.010	0.958	0.620	1.614
AGRO	1,261.142	0.023	0.892	0.777	1.287
CONSUMP	15,548.767	0.289	0.091	0.821	1.218
INDUS	1,710.253	0.045	0.803	0.710	1.409
PROCON	1,466.971	0.027	0.878	0.735	1.360
RESOURCE	-4,140.395	-0.098	0.576	0.752	1.330
TECH	26.964	0.000	0.998	0.806	1.240
R ²		0.110			
Adj. R ²		-0.141			
SE of Estimate		15,624.95			
F		0.437			
Sig. F		0.929			
Durbin-Watson		1.972			

หมายเหตุ : * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.20 สรุปผลการวิเคราะห์หาค่าสัมประสิทธิ์งานวิจัยข้อที่ 1 ได้ดังนี้
 สมมติฐาน H1a : ขนาดของคณะกรรมการในบริษัทที่จำหน่ายหุ้น IPO มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าขนาดของคณะกรรมการในบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย (P value มีค่าเท่ากับ 0.927 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05)

สมมติฐาน H1b : สัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญบัญชีหรือการเงินมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าสัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญบัญชีหรือการเงินไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย (P value มีค่าเท่ากับ 0.670 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05)

สมมติฐาน H1c : สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระต่อกรรมการบริษัททั้งหมดมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระต่อกรรมการบริษัททั้งหมดไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย (P value มีค่าเท่ากับ 0.641 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05)

สมมติฐาน H1d : สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัทที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่นมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัทที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่นไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย (P value มีค่าเท่ากับ 0.904 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05)

สมมติฐาน H1e : การควบตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าการควบตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการบริษัทไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่า

มูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย (P value มีค่าเท่ากับ 0.958 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05)

ทั้งนี้ประเภทของอุตสาหกรรม (ตัวแปรหุ่น) ทุกกลุ่มประเภทของอุตสาหกรรม โดยใช้กลุ่มอ้างอิงคือ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) พบว่ามีค่า P value มากกว่า 0.05 ทั้งหมด เราจึงสามารถกล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่า ตัวแปรควบคุมประเภทของอุตสาหกรรมไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

สรุปผลการวิเคราะห์ลักษณะโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย พบว่า ลักษณะโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (P value มากกว่า 0.05) ซึ่งลักษณะโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทสามารถอธิบายการผันแปรของการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ได้ร้อยละ 11.00 (R^2 มีค่าเท่ากับ 0.110)

จากผลการวิจัยสรุปได้ว่าลักษณะ โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท ไม่ใช่ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย (H1a –H1e)

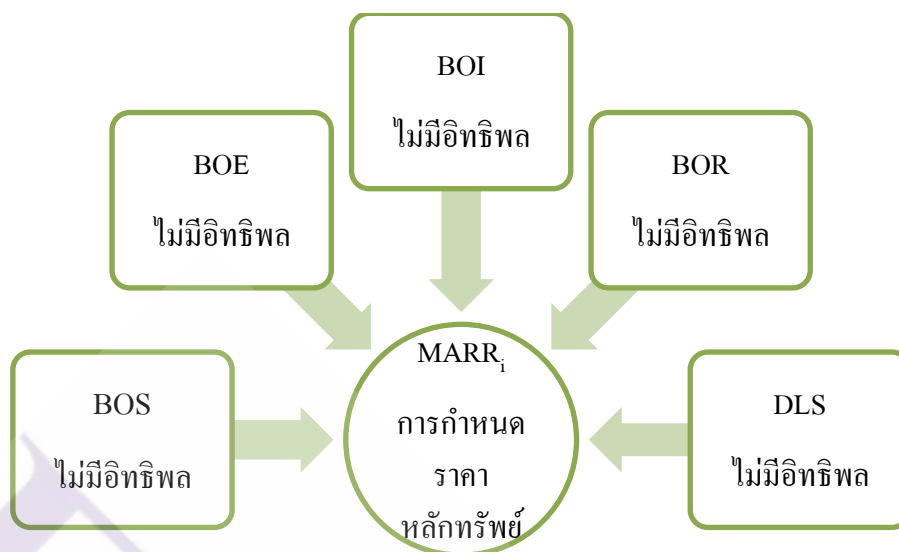
ตารางที่ 4.21 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน ลักษณะโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

ลำดับที่	สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบสมมติฐาน	P value
1	ขนาดของคณะกรรมการในบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	0.927

ตารางที่ 4.21 (ต่อ)

ลำดับที่	สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบ สมมติฐาน	P value
2	สัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงินมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	0.670
3	สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระต่อกรรมการบริษัททั้งหมดมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	0.641
4	จำนวนกรรมการอิสระของบริษัทที่รับเป็นกรรมการในบริษัทอื่นมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	0.904
5	การควบตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	0.958

สามารถสรุปลักษณะ โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทยได้ดังภาพที่ 4.7



ภาพที่ 4.7 ลักษณะ โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

ที่มา: พิมพ์ฉา พรหมมา (2560)

4.4.2 ผลการวิเคราะห์คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ดังตารางที่ 4.22 ดังนี้

ตารางที่ 4.22 ผลการวิเคราะห์คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Multiple Regression Analysis) แบบ Enter Method

ตัวแปร	Enter Method		P value	Colinearity Statistics	
	Unstandardized	Standardized		Tolerance	VIF
	Coefficients B	Coefficients B			
ค่าคงที่	5,171.129		0.295		
UDW	-4,484.817	-0.151	0.361	0.780	1.282

ตารางที่ 4.22 (ต่อ)

ตัวแปร	Enter Method		P value	Colinearity Statistics	
	Unstandardized	Standardized		Tolerance	VIF
	Coefficients B	Coefficients B			
AD	2,478.895	0.084	0.590	0.869	1.151
AGRO	1,820.703	0.034	0.829	0.865	1.157
CONSUMP	16,900.752	0.314	0.050	0.865	1.157
INDUS	250.408	0.007	0.967	0.811	1.233
PROCON	442.851	0.008	0.957	0.894	1.118
RESOURCE	-5,515.128	-0.131	0.412	0.836	1.196
TECH	-4,809.139	-0.078	0.640	0.760	1.137
R ²	0.122				
Adj. R ²	-0.045				
SE of Estimate	14,955.03				
F	0.728				
Sig. F	0.666				
Durbin-Watson	2.044				

หมายเหตุ : * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 4.23 ผลการวิเคราะห์คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย โดยการแสดงค่าตัวแปรพยากรณ์ที่ไม่ได้อยู่ในสมการถดถอย (Excluded Variables) ที่ได้จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Multiple Regression Analysis) แบบ Enter Method

ตัวแปร	Enter Method		Collinearity
	Unstandardized	Standardized	Statistics
	Coefficients B	Coefficients B	Tolerance
FA	-	-	0.000
SERVICE	-	-	0.000

จากตารางที่ 4.22 และตารางที่ 4.23 สรุปผลการวิเคราะห์ตอบวัตถุประสงค์งานวิจัยข้อที่ 2 ได้ดังนี้

สมมติฐาน H2a : ที่ปรึกษาทางการเงินมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จากตารางที่ 4.21 พบว่าตัวแปรบริษัทที่ปรึกษาทางการเงิน (FA) เกิดปัญหา Collinearity Statistics กล่าวคือ สภาพที่เกิดสหสัมพันธ์ (Correlation) กันเองระหว่างตัวแปรอิสระในระดับค่อนข้างสูง ซึ่งไม่เป็นไปตามข้อกำหนดเบื้องต้นของการวิเคราะห์สมการถดถอยโดยนำตัวแปรอิสระเข้าทั้งหมด (Multiple Regression Analysis ; Enter Method) ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยโดยนำตัวแปรอิสระเข้าทั้งหมด (Multiple Regression Analysis ; Enter Method) พบว่าค่า Tolerance เท่ากับ 0.000 ซึ่งตามทฤษฎีกล่าวว่า การที่ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 0 แสดงว่า มีเกณฑ์ในการเกิดปัญหา Collinearity Statistics การวิเคราะห์จึงผลักดันตัวแปรอิสระนี้ออกจากตัวแบบจำลองซึ่งแสดงดังตารางที่ 4.22 ค่าตัวแปรพยากรณ์ที่ไม่ได้อยู่ในสมการถดถอย (Excluded Variables) กล่าวคือ ที่ปรึกษาทางการเงินไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

สมมติฐาน H2b : ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย (P value มีค่าเท่ากับ 0.361 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05)

สมมติฐาน H2c : ผู้ตรวจสอบบัญชีที่อยู่ในกลุ่ม Big4 ในระหว่างจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าผู้ตรวจสอบบัญชีที่อยู่ในกลุ่ม Big4 ในระหว่างจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย (P value มีค่าเท่ากับ 0.590 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05)

ทั้งนี้ประเภทของอุตสาหกรรม (ตัวแปรหุ่น) ทุกกลุ่มของอุตสาหกรรม โดยกลุ่มอ้างอิงคือ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) พบว่ามีค่า P value มากกว่า 0.05 ทั้งหมด เราจึงสามารถกล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่า ตัวแปรควบคุมประเภทของอุตสาหกรรมไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

สรุปผลการวิเคราะห์คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย พบว่าคุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (P value มากกว่า 0.05) ซึ่งคุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์สามารถอธิบายการผันแปรของการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ได้ร้อยละ 12.20 (R^2 มีค่าเท่ากับ 0.122)

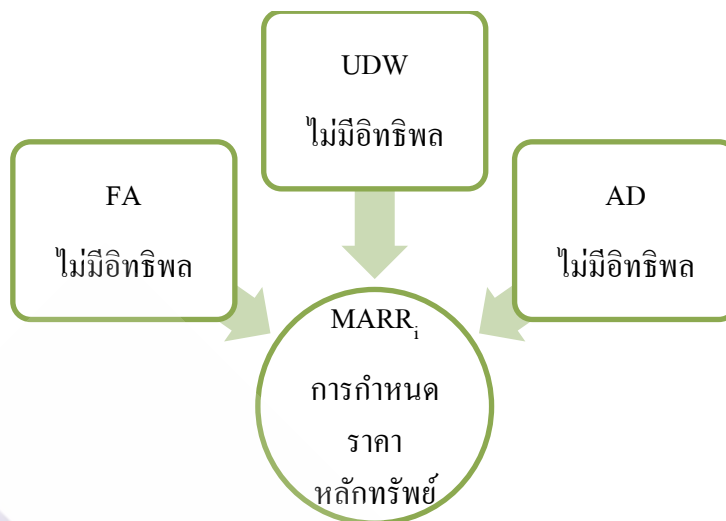
จากผลการวิจัยสรุปได้ว่าคุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ ไม่ใช่ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย (H2a –H2c)

ตารางที่ 4.24 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

ลำดับ ที่	สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบ สมมติฐาน	P value
1	ที่ปรึกษาทางการเงินมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	*
2	ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	0.361
3	ผู้ตรวจสอบบัญชีของบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	0.590

* เนื่องจากตัวแปรที่ปรึกษาทางการเงินมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนวันแรก ของหลักทรัพย์ IPO เกิดปัญหา Multicollinearity จึงไม่มีค่า P value

สามารถสรุปคุณสมบัติของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทยได้ดังภาพที่ 4.8



ภาพที่ 4.8 คุณสมบัติของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

ที่มา: พิมพ์ฉา พรหมมา (2560)

4.4.3 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ดังตารางที่ 4.25 ดังนี้

ตารางที่ 4.25 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Multiple Regression Analysis) แบบ Enter Method

ตัวแปร	Enter Method		P value	Colinearity Statistics	
	Unstandardized	Standardized		Tolerance	VIF
	Coefficients B	Coefficients B			
ค่าคงที่	119,757.641		0.056		
AGE	-300.604	-0.194	0.216	0.699	1.430

ตารางที่ 4.25 (ต่อ)

ตัวแปร	Enter Method		P value	Colinearity Statistics	
	Unstandardized Coefficients B	Standardized Coefficients B		Tolerance	VIF
LOG_SIZE	-20,746.400	-0.474	0.007*	0.597	1.676
SM	307.344	0.386	0.043*	0.489	2.044
ES	652.979	0.217	0.147	0.769	1.301
PE	9,943.053	0.340	0.066	0.512	1.954
RF	117.452	0.024	0.889	0.581	1.721
AGRO	2,207.836	0.041	0.779	0.791	1.264
CONSUMP	8,927.370	0.166	0.280	0.726	1.377
INDUS	6,187.681	0.163	0.287	0.728	1.373
PROCON	8,495.211	0.158	0.291	0.765	1.307
RESOURCE	-1,451.307	-0.034	0.833	0.630	1.588
TECH	4,939.614	0.080	0.581	0.797	1.255
R ²		0.370			
Adj. R ²		0.171			
SE of Estimate		13,313.20			
F		1.862			
Sig. F		0.072			
Durbin-Watson		1.909			

หมายเหตุ : * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.25 สรุปผลการวิเคราะห์ตอบวัตถุประสงค์งานวิจัยข้อที่ 3 ได้ดังนี้
 สมมติฐาน H3a : อายุของบริษัทที่บริษัทออกจำหน่ายหุ้น IPO มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่า อายุของบริษัทที่บริษัทออกจำหน่ายหุ้น IPO ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย (P value มีค่าเท่ากับ 0.216 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05)

สมมติฐาน H3b : สินทรัพย์รวมของบริษัทออกจำหน่ายหุ้น IPO มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าสินทรัพย์รวมของบริษัทออกจำหน่ายหุ้น IPO มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอ ไอ (MAI) ของประเทศไทย (P value มีค่าเท่ากับ 0.007 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05)

สมมติฐาน H3c : สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในบริษัทเทียบกับหุ้นทั้งหมดมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในบริษัทเทียบกับหุ้นทั้งหมดมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอ ไอ (MAI) ของประเทศไทย (P value มีค่าเท่ากับ 0.043 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05)

สมมติฐาน H3d : สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมในบริษัทเทียบกับหุ้นทั้งหมดมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมในบริษัทเทียบกับหุ้นทั้งหมดไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย (P value มีค่าเท่ากับ 0.147 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05)

สมมติฐาน H3e : เงินลงทุนนอกตลาดมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอ ไอ (MAI) ของประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าเงินลงทุนนอกตลาดไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียน

ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย (P value มีค่าเท่ากับ 0.066 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05)

สมมติฐาน H3f: ปัจจัยความเสี่ยงของบริษัทที่ออกจำหน่ายหุ้น IPO มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าปัจจัยความเสี่ยงของบริษัทที่ออกจำหน่ายหุ้น IPO ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย (P value มีค่าเท่ากับ 0.889 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05)

ทั้งนี้ประเภทของอุตสาหกรรม (ตัวแปรหุ่น) ทุกกลุ่มของอุตสาหกรรม โดยกลุ่มอ้างอิงคือ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) พบว่ามีค่า P value มากกว่า 0.05 ทั้งหมด เราจึงสามารถกล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่า ตัวแปรควบคุมประเภทของอุตสาหกรรมไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

สรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย พบว่าข้อมูลพื้นฐานของบริษัท มีตัวแปรสินทรัพย์รวมของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในบริษัทเทียบกับหุ้นทั้งหมดมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (P value น้อยกว่า 0.05) และ ตัวแปรอื่นที่เหลือที่จำแนกตามข้อมูลพื้นฐานของบริษัท พบว่าไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (P value มากกว่า 0.05) ซึ่งข้อมูลพื้นฐานของบริษัทสามารถอธิบายการผันแปรของการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ได้ร้อยละ 37.00 (R^2 มีค่าเท่ากับ 0.370)

จากผลการวิจัยสรุปได้ว่าข้อมูลพื้นฐานของบริษัท มีตัวแปร สินทรัพย์รวมของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในบริษัทเทียบกับหุ้นทั้งหมด เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO

Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย หรือ สอดคล้องกับสมมติฐาน (H3b และ H3c) และตัวแปรอื่นที่เหลือที่จำแนกตามข้อมูลพื้นฐานของ บริษัท ไม่ใช่ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย (H3a H3d H3e และ H3f)

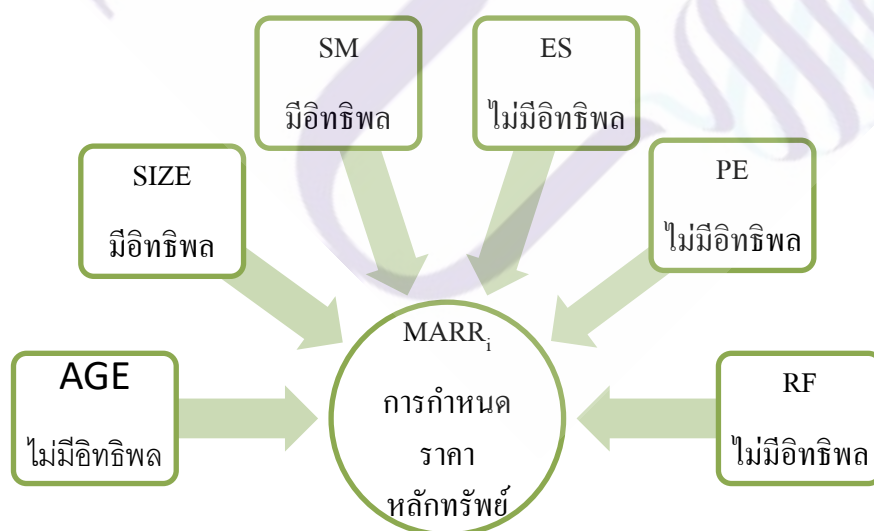
ตารางที่ 4.26 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน ข้อมูลพื้นฐานของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนด ราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

ลำดับ ที่	สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบ สมมติฐาน	P value
1	อายุของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้า จดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	0.216
2	ลอการิทึมขนาดของบริษัทที่ออกจำหน่าย หลักทรัพย์ IPO มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคา หลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่า มูลค่า (IPO Underpricing)	มีอิทธิพล	0.007
3	สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารหลังจากการ ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีอิทธิพลต่อ การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียน ครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)	มีอิทธิพล	0.043
4	สัดส่วนการถือหุ้นเดิมของบริษัทหลัง ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีอิทธิพลต่อ การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียน ครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	0.147

ตารางที่ 4.26 (ต่อ)

ลำดับ ที่	สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบ สมมติฐาน	P value
5	เงินลงทุนนอกตลาดร่วมลงทุน มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	0.066
6	จำนวนปัจจัยเสี่ยงมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	0.889

สามารถสรุปข้อมูลพื้นฐานของบริษัทส่วนใหญ่ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ยกเว้น ขนาดของบริษัทและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีอิทธิพลต่ออิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทยได้ดังภาพที่ 4.9



ภาพที่ 4.9 ข้อมูลพื้นฐานของบริษัทส่วนใหญ่ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ยกเว้น ขนาดของบริษัทและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีอิทธิพลต่ออิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่า

มูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

ที่มา: พิมพ์ฉา พรหมมา (2560)

4.4.4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ดังตารางที่ 4.27 ดังนี้

ตารางที่ 4.27 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Multiple Regression Analysis) แบบ Enter Method

ตัวแปร	Enter Method		P value	Colinearity Statistics	
	Unstandardized	Standardized		Tolerance	VIF
	Coefficients B	Coefficients B			
ค่าคงที่	-9,938.385		0.130		
ROE _{return 3 y}	-7.105	-0.009	0.963	0.588	1.791
ROA _{return 3 y}	-275.951	-0.254	0.289	0.341	2.931
CR _{return 3 y}	3,159.801	0.261	0.250	0.380	2.631
G_EBITDA _{return 3 y}	1,117.888	0.801	0.014*	0.196	5.101
SGR _{return 3 y}	98.641	0.644	0.026*	0.246	4.059
AGRO	4,345.474	0.081	0.597	0.832	1.202
CONSUMP	116,926.110	0.314	0.043*	0.841	1.190
INDUS	1,379.666	0.036	0.814	0.813	1.230
PROCON	-6,735.725	-0.125	0.454	0.696	1.436
RESOURCE	-3,063.269	-0.073	0.647	0.764	1.309
TECH	5,834.509	0.095	0.557	0.744	1.344
R ²		0.257			
Adj. R ²		0.047			

ตัวแปร	Enter Method		P value	Colinearity Statistics	
	Unstandardized Coefficients B	Standardized Coefficients B		Tolerance	VIF
SE of Estimate		14,276.06			
F		1.226			
Sig. F		0.303			
Durbin-Watson		2.104			

หมายเหตุ : * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.27 สรุปผลการวิเคราะห์ตอบวัตถุประสงค์งานวิจัยข้อที่ 4 ได้ดังนี้
สมมติฐาน H4a : อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย (P value มีค่าเท่ากับ 0.963 ซึ่งมีความมากกว่า 0.05)

สมมติฐาน H4b : อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย (P value มีค่าเท่ากับ 0.289 ซึ่งมีความมากกว่า 0.05)

สมมติฐาน H4c : อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

(IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย (P value มีค่าเท่ากับ 0.250 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05)

สมมติฐาน H4d : อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย (P value มีค่าเท่ากับ 0.014 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05)

สมมติฐาน H4e : อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย (P value มีค่าเท่ากับ 0.026 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05)

สรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย พบว่าข้อมูลทางการเงินของบริษัท มีตัวแปรอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) และ อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (P value น้อยกว่า 0.05) และ ตัวแปรอื่นที่เหลือที่จำแนกตามข้อมูลทางการเงินของบริษัท พบว่าไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (P value มากกว่า 0.05) ซึ่งข้อมูลพื้นฐานของบริษัทสามารถอธิบายการผันแปรของการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของ

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ได้ร้อยละ 25.70 (R^2 มีค่าเท่ากับ 0.257)

จากผลการวิจัยสรุปได้ว่าข้อมูลทางการเงินของบริษัท มีตัวแปร อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) และ อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เป็น ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย หรือสอดคล้องกับสมมติฐาน (H4d และ H4e) และตัวแปรอื่นที่เหลือที่จำแนกตามข้อมูลทางการเงินของบริษัท ไม่ใช่ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย (H4a H4b และ H4c)

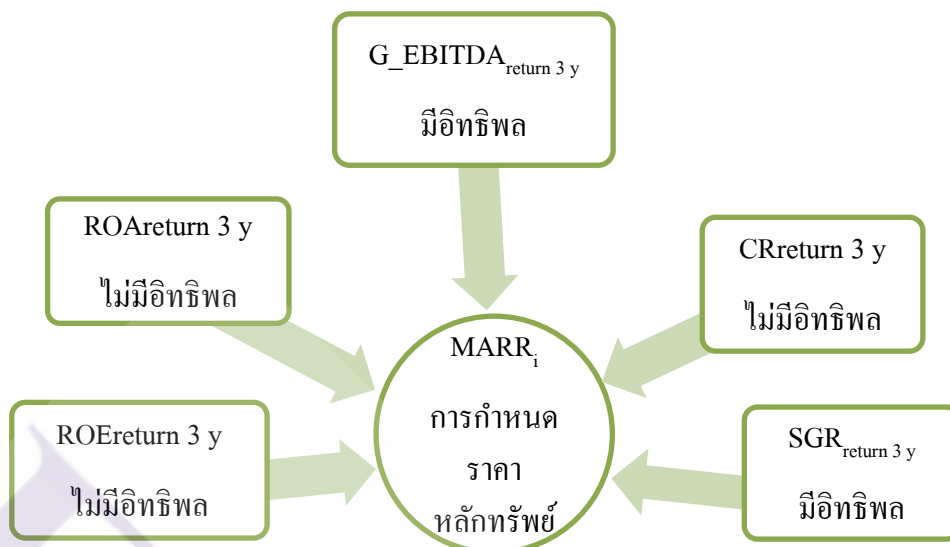
ตารางที่ 4.28 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน ข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

ลำดับที่	สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบสมมติฐาน	P value
1	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	0.963
2	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	0.289
3	อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	0.250

ตารางที่ 4.28 (ต่อ)

ลำดับ ที่	สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบ สมมติฐาน	P value
4	อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)	มีอิทธิพล	0.014
5	อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing)	มีอิทธิพล	0.026

สามารถสรุปข้อมูลทางการเงินของบริษัทบางส่วนไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ยกเว้น อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) และอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทยได้ดังภาพที่ 4.10



ภาพที่ 4.10 ข้อมูลทางการเงินของบริษัทบางส่วนไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

ที่มา: พิมพ์ฉา พรหมมา (2560)

ผู้วิจัยต้องการสรุปผลการวิเคราะห์สมการถดถอยโดยนำตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุมเข้าทั้งหมด (Multiple Regression Analysis; Enter Method) คว้าปัจจัยใดบ้างที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย รายละเอียดดังตารางที่ 4.29

ตารางที่ 4.29 ผลการวิเคราะห์ในภาพรวมของตัวแปรอิสระทั้งหมดที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Multiple Regression Analysis) แบบ Enter Method

ตัวแปร	Enter Method		P value	Colinearity 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

ตารางที่ 4.29 (ต่อ)

ตัวแปร	Enter Method		P value	Colinearity Statistics	
	Unstandardized Coefficients B	Standardized Coefficients B		Tolerance	VIF
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 4.29 สรุปผลการวิเคราะห์ได้ดังนี้คือ

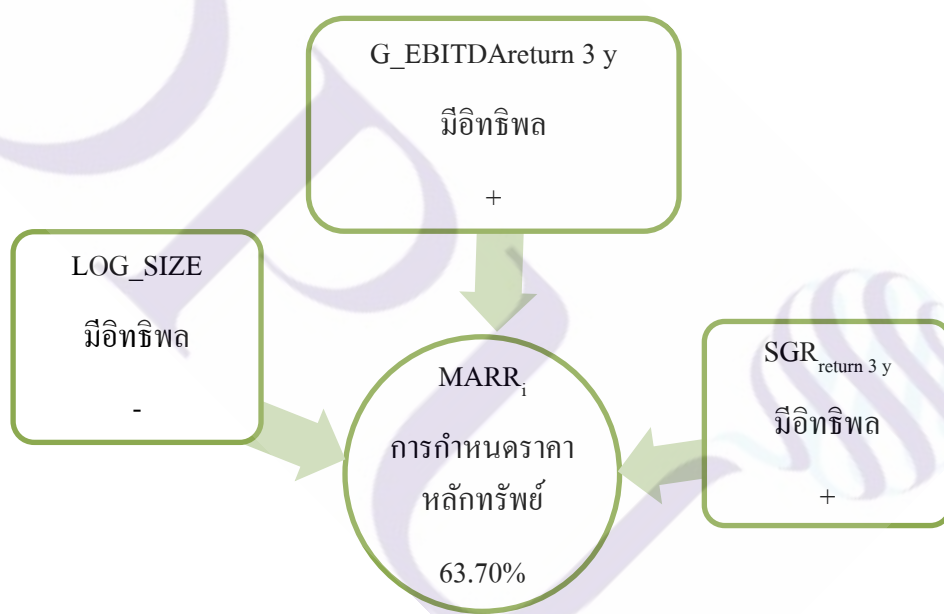
สรุปผลการวิเคราะห์ตัวแปรอิสระที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า มากที่สุด คือ อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) รองลงมาคืออัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันและสัมพันธ์รวมของบริษัท ตามลำดับที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม (P value น้อยกว่า 0.05) และตัวแปรอื่นที่เหลือของตัวแปรอิสระทั้งหมด พบว่าไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ซึ่งตัวแปรทั้งหมดสามารถอธิบายการผันผวนของตัวแปรของการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าได้ร้อยละ 63.70 (R² มีค่าเท่ากับ 0.637) และสามารถเขียนสมการได้ดังนี้

สมการถดถอยที่ได้คือ $MAAR_i = 173,781.96 + 1,497.408 (G_EBITDA_{return\ 3y})$

$+ 171.667 (SGR_{return\ 3y}) - 33,708.892 (LOG_SIZE)$

และนอกจากนี้ผลการวิเคราะห์ตัวแปรควบคุม ประเภทของอุตสาหกรรม (ตัวแปรหุ่น) แบ่งเป็น 7 ประเภทอุตสาหกรรมโดยผู้วิจัยใช้ ตัวแปรประเภทอุตสาหกรรม SERVICE เป็นกลุ่มอ้างอิง พบว่ามีค่า P value มากกว่า 0.05 ทั้งหมด หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า ตัวแปรควบคุมไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

ดังนั้น สรุปผลการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ได้ดังภาพที่ 4.11



ภาพที่ 4.11 สรุปผลการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

ที่มา: พิมพ์ศร พรหมมา (2560)

บทสรุป

ในบทนี้ผู้วิจัยได้อธิบายถึงผลการศึกษาที่ได้จากการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) โดยแสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลเริ่มจากการวิเคราะห์เชิงพรรณนาเพื่ออธิบายลักษณะเบื้องต้นของข้อมูลและอธิบายทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) รวมทั้งการวิเคราะห์เชิงอนุมาน โดยใช้วิธีการวิเคราะห์สหสัมพันธ์และการทดสอบสมมติฐานการวิจัยสำหรับในบทที่ 5 ถัดไปจะกล่าวถึงบทสรุปผลการศึกษา อภิปรายผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ



บทที่ 5

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

สำหรับงานวิจัยนี้ต้องการศึกษา ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2555 - 2559

ในงานวิจัยนี้เลือกใช้ตัวแบบการวิเคราะห์ การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) ตามแนวทางการวิจัยของ Miller and Reilly (1987) สำหรับการสรุปและอภิปรายผลการศึกษา ในส่วนถัดไปจะนำเสนอบทสรุปผลการศึกษา ตามวัตถุประสงค์และการอภิปรายผลการศึกษา โดยการใช้ข้อมูลจากการทบทวนวรรณกรรมเพื่อการสนับสนุนผลการศึกษา นอกจากนี้ยังนำเสนอข้อจำกัดและข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในอนาคต ซึ่งประกอบด้วยรายละเอียดดังนี้

- 5.1 สรุปผลการศึกษา
- 5.2 อภิปรายผลการศึกษา
- 5.3 ข้อจำกัด
- 5.4 ข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

5.1.1. การศึกษาลักษณะโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทยสามารถสรุปผลการศึกษาในแต่ละประเด็นดังนี้

1. ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย
2. ความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงินไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

3. สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัท ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

4. สัดส่วนของกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่น ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

5. การควบบตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการบริษัท ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

5.1.2. การศึกษาคุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย สรุปผลการศึกษาในแต่ละประเด็นดังนี้

1. ที่ปรึกษาทางการเงินของบริษัท ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

2. ผู้จำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัท ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

3. ผู้ตรวจสอบบัญชีของบริษัท ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

5.1.3. การศึกษาข้อมูลพื้นฐานของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย สรุปผลการศึกษาในแต่ละประเด็นดังนี้

1. อายุของบริษัท ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

2. ขนาดของบริษัท มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

3. สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารของบริษัท ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

4. สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัท ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

5. เงินลงทุนนอกตลาด ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

6. ปัจจัยความเสี่ยง ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

5.1.4. การศึกษาข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย สรุปผลการศึกษาในแต่ละประเด็นดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

2. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

3. อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

4. อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

5. อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

5.1.5. การศึกษาตัวแปรควบคุมที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย สรุปผลการศึกษาดังนี้

ผลการวิเคราะห์ตัวแปรควบคุม ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม (ตัวแปรควบคุม) แบ่งเป็น 7 กลุ่มอุตสาหกรรมโดยผู้วิจัยใช้ ตัวแปรประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม SERVICE เป็นกลุ่มอ้างอิง พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมทั้งหมด หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า ตัวแปรควบคุมไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย

5.2 อภิปรายผลการศึกษา

จากผลการศึกษา พบว่ามีหลายปัจจัยที่มีอิทธิพลและไม่มีอิทธิพลกับ การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย กล่าวคือ ลักษณะโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ ข้อมูลพื้นฐานของบริษัท ข้อมูลทางการเงินของบริษัท ซึ่งสามารถอภิปรายผลเพิ่มเติมได้ดังนี้

5.2.1 ลักษณะโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท

ในการศึกษาถึงลักษณะโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทจะเป็นการตอบคำถามในงานวิจัยที่ว่าลักษณะโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) หรือไม่ ซึ่งผลของการศึกษาสามารถอภิปรายผลในแต่ละประเด็นได้ดังต่อไปนี้

1. ขนาดของคณะกรรมการบริษัท

ผลของการศึกษาพบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing และไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่ดีและเหมาะสมถือเป็นสัญญาณเกี่ยวกับคุณภาพของบริษัทสร้างความน่าเชื่อถือให้กับนักลงทุน ซึ่งแตกต่างจากผลการศึกษาของ Anis (2010) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ซึ่งกล่าวได้ว่า คณะกรรมการที่มีขนาดเล็กจะสามารถลดความไม่แน่นอนในอดีตของนักลงทุนเกี่ยวกับมูลค่าของ

บริษัทและการมีโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทที่เหมาะสมเมื่อออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจช่วยในการส่งสัญญาณถึงคุณภาพที่ดีของบริษัทต่อนักลงทุน

แต่ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Yatim (2011) ทำการศึกษาบริษัท IPO ในประเทศมาเลเซียและพบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีจำนวนตั้งแต่ 4 – 16 คน โดยมีจำนวนเฉลี่ย 7 คน ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าขนาดของคณะกรรมการในบริษัทไม่มีผลกระทบต่อราคากำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าและไม่สามารถลดความไม่แน่นอนที่จะเกิดขึ้นกับบริษัทหลักทรัพย์ IPO และอาจไม่มีประโยชน์ในการซื้อขายหลักทรัพย์ IPO ผ่านทางคณะกรรมการจำนวนมาก ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า นักลงทุนอาจจะไม่ได้พิจารณาปัจจัยนี้เพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในบริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ทั้งนี้อาจเป็นสาเหตุเนื่องมาจากจำนวนของคณะกรรมการในแต่ละบริษัทมีจำนวนไม่แตกต่างกัน และเป็นไปตามข้อกำหนดในการจดทะเบียนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ มีการกำหนดไว้ว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ควรมีจำนวนคณะกรรมการบริษัทขนาดที่เหมาะสมไม่เล็กเกินไปจนขาดความหลากหลายทางความคิดและไม่ใหญ่เกินไปจนขาดความคล่องตัวและประสิทธิภาพในการทำงาน ซึ่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนแห่งประเทศไทย ได้กำหนดไว้เพียงว่าบริษัทต้องมีกรรมการไม่น้อยกว่า 5 คน และในทางปฏิบัติตามคู่มือต่าง ๆ จะแนะนำว่าขนาดของคณะกรรมการที่เหมาะสมอยู่ที่ 9-15 คน แต่ก็ไม่มีจำนวนตายตัวและเหมาะสมที่สุดสำหรับแต่ละบริษัท (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2547) ดังนั้นจึงทำให้บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจไม่ได้ใช้ปัจจัยขนาดของคณะกรรมการบริษัทซึ่งวัดจากจำนวนของคณะกรรมการบริษัทในการส่งสัญญาณถึงคุณภาพ ประสิทธิภาพของบริษัทหลักทรัพย์ IPO ให้กับนักลงทุนและไม่ได้ใช้ปัจจัยนี้ในการกำหนดราคาของหลักทรัพย์ IPO นอกจากนี้ นักลงทุนอาจจะไม่ได้ใช้ปัจจัยขนาดของคณะกรรมการบริษัทเพื่อเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในบริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO

2. คณะกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงิน

ผลของการศึกษาพบว่า คณะกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงินไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing และไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่า คณะกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงินถือเป็นสัญญาณเกี่ยวกับการเพิ่มมูลค่าของบริษัทสร้างความน่าเชื่อถือให้กับนักลงทุนซึ่งผลการศึกษาแตกต่างกับผลการศึกษาของ Filatotchev and Bishop (2002); Sahoo (2014) ซึ่งกล่าวว่าความรู้และประสบการณ์ของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์อย่างมากที่จะช่วยลดการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า เนื่องจากคณะกรรมการสามารถนำความรู้ ประสบการณ์เข้ามาบริหาร

ทรัพยากรของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ให้มีคุณภาพสร้างความน่าเชื่อถือเพื่อดึงดูดผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์เพื่อแก้ไขปัญหาการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าและประสิทธิภาพของหลักทรัพย์ IPO

แต่อย่างไรก็ตามผลการศึกษานี้อาจจะคล้ายคลึงกับ Aveni and Kesner (1993); Chemmanur and Paeglis (2005) ที่กล่าวว่าประสบการณ์และความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงินของคณะกรรมการบริษัทที่ดำรงตำแหน่งจะสร้างผลงานได้ดีหลังจากการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เนื่องจากพวกเขาสามารถดึงดูดนักลงทุนที่มีคุณภาพได้ จากการเข้าใจการเปลี่ยนแปลงสภาพแวดล้อมของธุรกิจได้ดีกว่า และมีทักษะในการบริหารจัดการเพื่อแก้ไขปัญหาลดความเสี่ยงในการล้มเหลวของธุรกิจ สามารถอธิบายได้ว่านักลงทุนอาจจะไม่ได้มองถึงปัจจัยนี้ในช่วงเวลาเวลาที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO แต่จะให้ความสำคัญกับปัจจัยดังกล่าว หลังจากบริษัทมีผลการดำเนินงานหลังจากการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไปแล้ว จากสาเหตุดังกล่าว อาจจะทำให้บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไม่ได้ใช้ปัจจัยคณะกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญการบัญชีหรือการเงินเพื่อส่งสัญญาณสร้างความน่าเชื่อถือให้กับนักลงทุนในเรื่องของคุณภาพและเพิ่มมูลค่าให้กับบริษัทและนอกจากนี้อาจจะไม่มองปัจจัยนี้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุน

3. สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ

ผลของการศึกษาพบว่าสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing และไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่าสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัทมีความสำคัญที่อาจจะใช้เป็นตัวแปรตัวหนึ่งที่ใช้ส่งสัญญาณให้กับนักลงทุน เพราะสัดส่วนของคณะกรรมการบริษัทจะช่วยลดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์และลดความไม่แน่นอนที่อาจจะเกิดขึ้นได้ ซึ่งแตกต่างจากผลการศึกษาของ Rock (1986); Anis (2010); Nakano and Nguyen (2012) พบว่าสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีจำนวนมากจะทำให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าลดลง เนื่องจากว่า บริษัทหลักทรัพย์ IPO มีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมากจะช่วยให้บริษัทมีคุณภาพที่ดีในมุมมองของนักลงทุน เพราะความเป็นอิสระของคณะกรรมการภายนอกสามารถป้องกันผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นจากการฉวยโอกาสของคณะผู้บริหารได้

ทั้งนี้ผลการศึกษาในครั้งนี้ยังมีความสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Yatim (2011) และ Darmadi and Gunawan (2012) พบว่าสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO และชี้ให้เห็นว่านักลงทุนเชื่อว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าหาก

มีคณะกรรมการบริษัทชุดเดิมก่อนบริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งจะเข้าใจการบริหารงานและการเติบโตของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ได้ดีเมื่อจะเปรียบเทียบกับทำให้ความเชื่อมั่นต่อสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระและสำหรับประเทศไทยอาจเป็นไปได้ว่าสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียนต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ คือ มีคณะกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของจำนวนคณะกรรมการทั้งหมดแต่ต้องไม่น้อยกว่า 3 คน (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2547) และผลการวิเคราะห์สำหรับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ของตลาดหลักทรัพย์เอเอ็มเอไอ พบว่าแต่ละบริษัทมีจำนวนคณะกรรมการอิสระไม่ได้แตกต่างกัน จากเหตุผลดังกล่าวจึงอาจจะทำให้บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไม่ได้ใช้ปัจจัยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระเพื่อเป็นการส่งสัญญาณในการจะช่วยลดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์และลดความไม่แน่นอนที่อาจจะเกิดขึ้นได้ นอกจากนี้อาจไม่ได้ใช้ปัจจัยนี้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุน

4. สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่น

ผลของการศึกษาพบว่าสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing และไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่าสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นใช้เป็นตัววัดในการส่งสัญญาณด้านคุณภาพของบริษัท ซึ่งผลการศึกษาแตกต่างจากผลการศึกษาของ Certo (2003); Vafeas (1999) รวมทั้ง Cohen and Dean (2005) ซึ่งให้เห็นว่าจำนวนบริษัทที่คณะกรรมการอิสระดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นอาจเป็นตัวแทนของชื่อเสียงของคณะกรรมการอิสระซึ่งถือว่าเป็นบุคคลที่มีคุณภาพสูงและมีภาพลักษณ์ที่ดีสามารถช่วยลดความเสี่ยงในการบริหารจัดการทรัพยากรของบริษัท จึงทำให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าลดลงและสามารถเพิ่มขนาดของหลักทรัพย์ IPO ได้ในมุมมองของนักลงทุน

แต่ผลการศึกษาในครั้งนี้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Shivdasani (1993) กล่าวว่ากรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นหลายบริษัทอาจทำให้คณะกรรมการอิสระมีภาระงานมากเกินไปไม่สามารถควบคุมดูแลบริษัทได้ดี และในประเทศไทยอาจจะมีสาเหตุเนื่องมาจากนักลงทุนอาจไม่ได้ให้ความสำคัญกับสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระและอาจจะส่งผลถึงการไม่ได้ให้ความสำคัญกับสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นด้วย เพราะผลการศึกษาในครั้งนี้จะเห็นได้ว่าข้อมูลทางการเงินของบริษัทส่วนใหญ่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO ซึ่งจะให้ความสำคัญกับข้อมูลเกี่ยวกับงบการเงินย้อนหลังของบริษัทหลักทรัพย์ IPO ที่เปิดเผยในหนังสือชี้ชวนมากกว่า จากเหตุผลดังกล่าวจึงอาจจะทำให้บริษัท

ผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไม่ได้ใช้ปัจจัยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นเพื่อเป็นการส่งสัญญาณด้านคุณภาพของบริษัทและไม่ได้ใช้ปัจจัยนี้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุน

5. การควบตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการบริษัท

ผลของการศึกษาพบว่า การควบตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการบริษัทไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing และไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่าการควบตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการบริษัทของบริษัทที่ถูกใช้เป็นตัววัดในการเพิ่มความน่าเชื่อถือให้แก่นักลงทุนในการส่งสัญญาณด้านคุณภาพของบริษัท ซึ่งผลการศึกษานี้แตกต่างจากผลการศึกษาของ Yatim (2011) พบว่าการแยกตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการบริษัทออกจากกันแสดงให้เห็นว่าเป็นบริษัท IPO ที่มีคุณภาพต่ำ เนื่องจากหลักทรัพย์ IPO มีความเสี่ยงสูง นักลงทุนยังต้องการการบริหารจัดการของผู้นำอย่างต่อเนื่อง

ทั้งนี้ผลการศึกษาครั้งนี้ยังสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Anis (2010) พบว่าโครงสร้างของผู้นำ (การควบตำแหน่งของ CEO) ไม่มีผลกระทบต่อ การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ดังนั้น โครงสร้างความเป็นผู้นำไม่สามารถลดความไม่แน่นอนของนักลงทุนในช่วงที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์ IPO ในประเทศฝรั่งเศสได้ และสำหรับตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอของประเทศไทย ซึ่งเป็นธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กอาจเป็นไปได้ว่าบริษัทหลักทรัพย์ IPO เป็นบริษัทที่เพิ่งเข้าตลาดหลักทรัพย์ จึงอาจมีการควบตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการบริษัท ในมุมมองของนักลงทุนอาจจะมองว่าการควบตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการบริษัทอาจจะไม่มีผลต่อการบริหารจัดการในช่วงแรกที่บริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จากเหตุผลดังกล่าวจึงอาจจะทำให้บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไม่ได้ใช้ปัจจัยการควบตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการบริษัทเพื่อเป็นการส่งสัญญาณด้านคุณภาพของบริษัทเพื่อสร้างความน่าเชื่อถือและใช้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุน

5.2.2 คุณสมบัตินักลงทุนเกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์

ในการศึกษาถึงคุณสมบัตินักลงทุนเกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์จะเป็นการตอบคำถามในงานวิจัยที่ว่า คุณสมบัตินักลงทุนเกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) หรือไม่ ซึ่งผลของการศึกษาสามารถอภิปรายผลในแต่ละประเด็นได้ดังต่อไปนี้

1. ที่ปรึกษาทางการเงิน

ผลของการศึกษาพบว่าที่ปรึกษาทางการเงินไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing และไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่าบริษัทที่มีที่ปรึกษาทางการเงินที่มีชื่อเสียงจะเป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เป็นบริษัทที่ดีมีคุณภาพจึงเลือกที่ปรึกษาทางการเงินที่ดี มีคุณภาพในการเป็นที่ปรึกษาทางการเงินในการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เพราะการมีที่ปรึกษาทางการเงินที่ดีมีคุณภาพจะสร้างความน่าเชื่อถือให้กับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งแตกต่างกับผลการศึกษาของ Bowers and Miller (1990); Golubov (2012) กล่าวว่าบริษัทที่ปรึกษาทางการเงินที่มีชื่อเสียงระดับสูงสามารถสร้างผลตอบแทนของหลักทรัพย์จากการลงทุนเพิ่มมากขึ้นและการมีชื่อเสียงของบริษัทที่ปรึกษาทางการเงินที่มากขึ้นจะนำไปสู่การบริการที่ดีมีคุณภาพสูง

แต่อย่างไรก็ตามผลการศึกษาของงานวิจัยนี้ความคล้ายคลึงกับผลการศึกษาของ Anis (2010) และ Martani et al.(2012) ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชีไม่มีผลกระทบต่อข้อกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า โดยชี้ให้เห็นว่าคุณภาพผู้ตรวจสอบบัญชีและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO แต่ละบริษัทมีคุณภาพไม่ได้แตกต่างกันและสำหรับที่ปรึกษาทางการเงินของบริษัท IPO ในประเทศไทยในแต่ละบริษัทส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่ปรึกษาทางการเงินที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก ซึ่งเป็นบริษัทที่มีผลงานที่ดีมีความรู้ความเข้าใจ และประสบการณ์ในธุรกิจที่ดีอยู่แล้วและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กล่าวถึงการเลือกที่ปรึกษาทางการเงินเป็นสิ่งแรกที่บริษัทจะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต้องทำ โดยต้องเลือกที่ปรึกษาทางการเงินที่มีรายชื่อได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) ดังนั้นอาจจะเป็นเหตุผลหนึ่งที่บริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไม่ได้ใช้ปัจจัยที่ปรึกษาทางการเงินเพื่อเป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทเป็นบริษัทที่ดีมีคุณภาพให้กับนักลงทุนและอาจไม่ได้ใช้ปัจจัยนี้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO และนักลงทุนอาจจะไม่ใช่ชื่อเสียงของบริษัทที่ปรึกษาทางการเงินเพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุนเพราะบริษัทที่ปรึกษาทางการเงินที่ได้รับรองจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยแล้ว ถือว่าเป็นบริษัทที่ปรึกษาทางการเงินที่ดีมีคุณภาพ

2. ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์

ผลของการศึกษาพบว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing และไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงสามารถแสดงถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งนักลงทุนจะตีความว่าบริษัทที่มีผู้จัดจำหน่าย

หลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงจะเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งว่าบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เป็นบริษัทที่ดีมีคุณภาพ ซึ่งแตกต่างกับผลการศึกษาของ Rock (1986); Beatty (1989); Carter and Manaster (1990) กล่าวว่าการระดมทุนในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จะเป็นผู้รับผิดชอบต่อหลักทรัพย์ที่จำหน่ายหากมีหลักทรัพย์ IPO เหลือผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จะต้องรีบซื้อทำให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ จะพยายามลดความเสี่ยง ดังกล่าวลงโดยการต่อรองราคาหลักทรัพย์ IPO ให้ต่ำลง อย่างไรก็ตามบริษัทต้องการเงินจำนวนมากจากหลักทรัพย์ IPO ส่งผลให้บริษัทมีความต้องการราคาหลักทรัพย์ IPO ที่สูง ดังนั้นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงจึงมีความเสี่ยงในการรับซื้อหลักทรัพย์ IPO ต่ำลง เพราะชื่อเสียงที่ดีจะช่วยลดความไม่แน่นอนในอนาคตและช่วยลดระดับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าได้

แต่อย่างไรก็ตามผลการศึกษารังนี้ยังสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Anis (2010); Martani et al.(2012) พบว่าชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ไม่มีผลกระทบต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า อาจเนื่องจากผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงได้รับประโยชน์จากชื่อเสียงของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ไปเพิ่มค่าธรรมเนียมของบริษัทที่สูงขึ้นของการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO และสำหรับผลการศึกษางานวิจัยนี้พบว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัท IPO ในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ส่วนใหญ่เป็นบริษัทเดียวกันกับบริษัทที่ปรึกษาทางการเงินและมีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก ซึ่งเป็นบริษัทที่มีผลงานที่ดีมีความรู้ความเข้าใจ และประสบการณ์ในธุรกิจคืออยู่แล้ว ดังนั้นอาจจะเป็นเหตุผลหนึ่งที่บริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไม่ได้ใช้ปัจจัยผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์เพื่อเป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัทให้กับนักลงทุนและไม่ได้ใช้ปัจจัยนี้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO ทั้งนี้ นักลงทุนอาจจะไม่ใช่ชื่อเสียงของบริษัทผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์เพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุน

3. ผู้ตรวจสอบบัญชี

ผลของการศึกษาพบว่าผู้ตรวจสอบบัญชีไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing และไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่าผู้ตรวจสอบบัญชีมีชื่อเสียงที่ดีสามารถแสดงถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO นักลงทุนจะตีความว่าบริษัทที่ใช้บริการผู้ตรวจสอบบัญชีที่ดีมีคุณภาพจะสื่อถึงบริษัทไม่มีข้อมูลที่เกี่ยวกับข้อมูลของบริษัทจะช่วยลดความไม่แน่นอนที่จะเกิดขึ้นได้ ซึ่งแตกต่างกับผลการศึกษาของ Rock (1986); Beatty (1989) รวมทั้ง Carter and Manaster (1990) กล่าวว่าผู้ตรวจสอบบัญชีมีชื่อเสียงที่ดีสามารถแสดงถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO นักลงทุนจะตีความว่าบริษัทที่ใช้บริการผู้ตรวจสอบบัญชีที่ดีมีคุณภาพ สามารถสื่อถึงบริษัทไม่มีข้อมูลที่เกี่ยวกับแนวโน้มในการบริหารงานในอนาคต ซึ่ง

หมายถึง การใช้บริการผู้ตรวจสอบบัญชีที่มีชื่อเสียงจะช่วยลดความไม่แน่นอนในอนาคตและลดการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

แต่อย่างไรก็ตามผลการศึกษางานวิจัยนี้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Anis (2010); Martani et al.(2012) กล่าวว่าคุณภาพผู้ตรวจสอบบัญชีของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO แต่ละบริษัทคุณภาพไม่ได้แตกต่างกันและชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชีที่บริษัทใช้เพื่อให้เกิดการตรวจสอบงบการเงินก่อนทำการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) ไม่ได้ลดความไม่แน่นอนที่จะเกิดขึ้นในอนาคตและความไม่แน่นอนก่อนเสนอขายหลักทรัพย์ IPO ได้

ทั้งนี้สำหรับผลการศึกษาครั้งนี้พบว่าผู้ตรวจสอบบัญชีของบริษัท IPO ในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ส่วนใหญ่ไม่อยู่ในกลุ่ม Big4 แต่บริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีทุกบริษัทจะต้องมีผู้ตรวจสอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เป็นผู้สอบทานรวมทั้งติดตามและตรวจทานงบการเงินของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ทุกไตรมาสเพื่อให้มั่นใจว่าผู้ลงทุนจะได้รับข้อมูลที่ถูกต้องและครบถ้วน (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) ซึ่งได้กำหนดให้การจัดทำและการเปิดเผยข้อมูลในงบการเงินของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ IPO ต้องเป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีและมาตรฐานการรายงานทางการเงินที่กำหนดขึ้นโดยสภาวิชาชีพบัญชี ซึ่งสอดคล้องกับมาตรฐานการบัญชีและมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ ซึ่งจากเหตุผลดังกล่าวบริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีในประเทศไทยถือเป็นบริษัทที่ดีมีคุณภาพไม่ได้แตกต่างกันเพราะผู้ตรวจสอบบัญชีทุกบริษัทได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นอาจจะเป็นเหตุผลหนึ่งที่บริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไม่ได้ใช้ปัจจัยผู้ตรวจสอบบัญชีเพื่อเป็นการส่งสัญญาณแสดงถึงคุณภาพของบริษัท ให้กับนักลงทุนและอาจไม่ได้ใช้ปัจจัยนี้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO นอกจากนี้ นักลงทุนอาจจะไม่ใช่ชื่อเสียงของบริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีเพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุน

5.2.3 ข้อมูลพื้นฐานของบริษัท

ในการศึกษาถึงข้อมูลพื้นฐานของบริษัทจะเป็นการตอบคำถามในงานวิจัยที่ว่าข้อมูลพื้นฐานของบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) หรือไม่ ซึ่งผลของการศึกษาสามารถอภิปรายผลในแต่ละประเด็นได้ดังต่อไปนี้

1. อายุของบริษัท

ผลของการศึกษาพบว่าอายุของบริษัท ไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing และ ไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่าอายุของบริษัทอาจจะเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งถึง

คุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้กับนักลงทุนซึ่งแตกต่างกับผลการศึกษาของ Beatty (1989); Ritter (1991); Zhang et al. (2007) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าและอายุของบริษัทสามารถวัดได้ว่าบริษัทมีการดำเนินงานมานานเพียงใด สังคมจะรับทราบข้อมูลจากบริษัทที่มีอายุยาวนานได้มากกว่าสามารถช่วยลดความไม่แน่นอนที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคตได้

แต่อย่างไรก็ตามยังมีผลการศึกษที่สอดคล้องกับผลการศึกษางานวิจัยนี้ของ Anis (2010); Martani et al. (2012) พบว่าอายุของบริษัทไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า อาจจะมีสาเหตุเนื่องมาจากนักลงทุนอาจจะคิดว่าอายุของบริษัทไม่สามารถใช้เป็นตัวชี้วัดได้ว่าการที่บริษัทมีอายุยาวนานจะช่วยลดความไม่แน่นอนที่จะเกิดขึ้นในอนาคตได้ ซึ่งผลการศึกษาในครั้งนี้พบว่าบริษัท IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ แต่ละบริษัทมีอายุระหว่างวันที่ก่อตั้งบริษัทถึงวันที่บริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อยู่ระหว่าง 17-30 ปี ซึ่งถือได้ว่าอายุของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ในแต่ละบริษัทมีอายุการดำเนินงานที่ยาวนานเหมือนกัน ซึ่งนักลงทุนอาจจะคิดว่าบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ IPO มีผลการดำเนินงานที่ยาวนานได้นั้น บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะต้องมีการดำเนินงานที่ดีและมั่นคงจึงทำให้บริษัทสามารถดำเนินธุรกิจมาได้ยาวนาน ดังนั้นจึงอาจจะเป็นเหตุผลหนึ่งที่ทำให้บริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไม่ได้ใช้ปัจจัยอายุของบริษัทเพื่อเป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัทให้กับนักลงทุนและอาจจะไม่ได้ใช้ปัจจัยนี้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO นอกจากนี้นักลงทุนก็อาจไม่สนใจปัจจัยดังกล่าวเพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุน

2. ขนาดของบริษัท

ผลการศึกษาพบว่าขนาดของบริษัทมีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ในทิศทางตรงกันข้ามและสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่า ขนาดของบริษัทอาจจะใช้เป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพ ความมั่นคงและประสิทธิภาพของบริษัทได้ เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ Carter and Manaster (1990); Martani and Chastina (2005); Yatim (2011) พบว่าขนาดของบริษัทที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า โดยกล่าวเพิ่มเติมว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ซึ่งวัดจากสินทรัพย์รวมทั้งหมด นั้นหมายความว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ก็จะมีกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าลดลง เพราะบริษัทที่มีสินทรัพย์จำนวนมากจะเป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทมีแนวโน้มผลการดำเนินงานที่ดีช่วยลดความไม่แน่นอนในอนาคตทำให้นักลงทุนสามารถประเมินมูลค่าและคุณภาพของหลักทรัพย์ IPO ได้จากสินทรัพย์รวมของบริษัท

สำหรับผลการศึกษาในครั้งนี้ของตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอของประเทศไทย บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจจะมองถึงปัจจัยนี้ด้วยในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อส่งสัญญาณถึงคุณภาพและความมั่นคงของบริษัทให้นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจ เพราะอาจเป็นไปได้ว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีความมั่นใจถึงผลการดำเนินงานในอนาคตจะพยายามในการลดความเสี่ยงทางด้านราคาเพื่อให้นักลงทุนสนใจในหลักทรัพย์ IPO โดยการตั้งราคาให้ต่ำกว่ามาตรฐานเป็นการชดเชยให้กับนักลงทุนในเรื่องของความเชื่อที่นักลงทุนเชื่อว่าผู้จำหน่ายหลักทรัพย์มีความได้เปรียบในเรื่องข้อมูลภายในของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มากกว่านักลงทุนซึ่งค่ากล่าวนี้สอดคล้องกับการศึกษาของ Akerlof (1970) กล่าวว่าทฤษฎีการส่งสัญญาณเป็นข้อบ่งชี้บางประการในการให้สัญญาณแก่นักลงทุนเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ดังนั้นปัจจัยของขนาดบริษัทเป็นตัวเลขาทางบัญชีที่แสดงถึงขนาดของบริษัทสามารถใช้เป็นข้อมูลที่ส่งสัญญาณถึงคุณภาพ ความมั่นคงและประสิทธิภาพของบริษัทหลักทรัพย์ IPO ให้กับนักลงทุนเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ IPO

3. สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารของบริษัท

ผลของการศึกษาพบว่าสัดส่วนการถือหุ้น โดยผู้บริหารของบริษัท ไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing และไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่าสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารของบริษัทอาจจะเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งถึงคุณภาพ ความน่าเชื่อถือของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้กับนักลงทุนซึ่งแตกต่างกับผลการศึกษาของ Brennan and Hughes (1991); Ritter (1991); Leland et al. (1977) พบว่าผู้บริหารของบริษัทที่มีการถือหุ้นจำนวนมากเป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทเป็นบริษัทที่ดี มีความน่าเชื่อถือผู้บริหารมั่นใจในผลการดำเนินงานในอนาคตจึงถือหุ้นหลักทรัพย์ไว้เพื่อรับผลตอบแทน จึงทำให้มีการคาดการณ์ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO สูงทำให้การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO ลดลง

แต่ผลการศึกษาในครั้งนี้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Filatotchev and Bishop (2002) พบว่าสัดส่วนการถือหุ้น โดยผู้บริหารของบริษัท ไม่มีความสัมพันธ์ต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าในการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก และกล่าวว่าสัดส่วนการถือหุ้นที่ถือครองโดยผู้ถือหุ้นมีส่วนสำคัญต่อการเลือกคณะกรรมการและผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนได้ส่วนเสีย และสำหรับผลการศึกษาของตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอของประเทศไทยในครั้งนี้ นักลงทุนอาจจะคิดว่าปัจจัยสัดส่วนการถือหุ้น โดยผู้บริหารของแต่ละบริษัทหลักทรัพย์ IPO มีสัดส่วนการถือครองหุ้นในสัดส่วนไม่แตกต่างกันในแต่ละบริษัทและผู้บริหารมีการถือครองหุ้นในสัดส่วนจำนวนค่อนข้างสูง ดังนั้นบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์อาจ

ไม่ได้ใช้ปัจจัยสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารเป็นข้อมูลในการส่งสัญญาณว่าบริษัทเป็นบริษัทที่ดีมีคุณภาพและสร้างความน่าเชื่อถือให้กับนักลงทุน นอกจากนี้อาจไม่ได้ใช้ปัจจัยนี้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุน แต่สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือครองโดยผู้บริหารจะมีส่วนสำคัญต่อการมีสิทธิออกเสียง เช่นการแต่งตั้งกรรมการ การแต่งตั้งผู้สอบบัญชี การรับรองงบการเงินประจำปี และการรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนได้ส่วนเสีย (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560)

4. สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัท

ผลของการศึกษาพบว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทอาจจะเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งถึงคุณภาพ ความน่าเชื่อถือของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้กับนักลงทุนซึ่งแตกต่างกับผลการศึกษาของ Karlis (2000); Leland et al. (1977) กล่าวว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมหลังจากออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO เพราะผู้ถือหุ้นเดิมเปรียบเสมือนเป็นตัวแทนของบริษัท ซึ่งมีความรู้และเข้าใจเกี่ยวกับข้อมูลภายในของบริษัทเป็นอย่างดีและเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งให้กับนักลงทุนว่าบริษัทเป็นบริษัทที่ดี มีความน่าเชื่อถือบุคคลภายในจึงถือไว้เพื่อรับผลตอบแทนในอนาคต

แต่ผลการศึกษาในครั้งนี้แตกต่างจากงานวิจัยในอดีตและสำหรับตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอของประเทศไทยนักลงทุนอาจจะคิดว่าปัจจัยสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทแต่ละบริษัทหลักทรัพย์ IPO มีสัดส่วนการถือครองหุ้นในสัดส่วนไม่แตกต่างกันในแต่ละบริษัทและผู้ถือหุ้นเดิมมีการถือครองหุ้นในสัดส่วนจำนวนค่อนข้างสูง ดังนั้นบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์อาจไม่ได้ให้ความสำคัญกับปัจจัยสัดส่วนการถือหุ้นเดิมของบริษัทเป็นข้อมูลในการส่งสัญญาณว่าบริษัทเป็นบริษัทที่ดีมีคุณภาพและสร้างความน่าเชื่อถือให้กับนักลงทุน นอกจากนี้อาจไม่ได้ใช้ปัจจัยนี้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุน

5. เงินลงทุนนอกตลาด

ผลของการศึกษาพบว่าเงินลงทุนนอกตลาดไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่าเงินลงทุนนอกตลาดอาจจะเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งถึงคุณภาพ ความน่าเชื่อถือของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้กับนักลงทุนซึ่งแตกต่างกับผลการศึกษาของ Barry et al. (1990); Morsfield and Tan พบว่าเงินลงทุนนอกตลาดมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO บริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ที่ได้รับการ

สนับสนุนโดยมีเงินลงทุนนอกตลาดมักมีโครงสร้างองค์กรที่ดีเข้มแข็งและจะมีผลงานที่ดีในระยะยาวเพื่อบริษัทเงินลงทุนนอกตลาดจะได้มีชื่อเสียงในการลงทุนในครั้งต่อไป

แต่ผลการศึกษาในครั้งนี้แตกต่างจากงานวิจัยในอดีตอาจเป็นเพราะว่า บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ของตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอของประเทศไทย มีบริษัทหลักทรัพย์ IPO จำนวนน้อยที่ได้รับการสนับสนุนโดยมีเงินลงทุนนอกตลาด จึงอาจจะทำให้บริษัทหลักทรัพย์ IPO ไม่ได้พิจารณาปัจจัยเงินลงทุนนอกตลาดเพื่อใช้เป็นกลยุทธ์เพื่อดึงดูดนักลงทุนและใช้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO นอกจากนี้ นักลงทุนอาจจะไม่ได้สนใจปัจจัยนี้เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ IPO

6. ปัจจัยความเสี่ยง

ผลของการศึกษาพบว่า ปัจจัยความเสี่ยงไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่าปัจจัยความเสี่ยงอาจจะเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งถึงคุณภาพ ความน่าเชื่อถือของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้กับนักลงทุนซึ่งแตกต่างกับผลการศึกษาของ Yatim (2011) พบว่า ปัจจัยความเสี่ยงที่เปิดเผยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า และกล่าวเพิ่มเติมว่าการที่บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีการเปิดเผยปัจจัยความเสี่ยงที่มีส่วนสำคัญและมีผลกระทบกับบริษัทมากก็จะทำให้การตั้งราคาต่ำกว่ามาตรฐานลดลง เพราะจะทำให้บริษัทที่มีคุณภาพดีและสร้างความน่าเชื่อถือในสายตาของนักลงทุนได้ว่าบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO นี้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีและมีระบบในการควบคุมการทำงานที่เหมาะสม

แต่ผลการศึกษาในครั้งนี้แตกต่างจากงานวิจัยในอดีตอาจเป็นเพราะว่า บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอของประเทศไทยอาจไม่ได้พิจารณาปัจจัยความเสี่ยงในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุน เพราะในการเสนอขายหลักทรัพย์ IPO บริษัทจะต้องจัดทำข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ (แบบ 69 - 1) นี้บริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์จะต้องเปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้อง ครบถ้วน เพียงพอต่อการตัดสินใจในการลงทุนและไม่มีข้อความที่อาจทำให้ผู้ลงทุนสำคัญผิด (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) ข้อกำหนดนี้อาจทำให้นักลงทุนคิดว่าปัจจัยความเสี่ยงของแต่ละบริษัทหลักทรัพย์ IPO ที่มีการเปิดเผยก็จะต้องเปิดเผยความเสี่ยงอย่างมีนัยสำคัญต่อการประกอบธุรกิจการดำเนินงาน ฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานหรือการดำรงอยู่ของบริษัทในอนาคตและระบุปัจจัยที่จะเป็นสาเหตุที่อาจมีผลกระทบต่อบริษัทหรือผู้ถือหลักทรัพย์โดยตรงไม่ใช่ความเสี่ยงสำหรับการประกอบธุรกิจหรือการลงทุนทั่วไป ดังนั้นจากข้อมูลที่กล่าวมาข้างต้นน่าจะเป็นเหตุผลหนึ่งที่จะทำให้นักลงทุนไม่ได้พิจารณาปัจจัยความเสี่ยงในการประกอบการตัดสินใจในการ

ลงทุนและบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไม่ได้พิจารณาปัจจัยนี้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO

5.2.4 ข้อมูลทางการเงินของบริษัท

ในการศึกษาถึงข้อมูลทางการเงินของบริษัทจะเป็นการตอบคำถามในงานวิจัยที่ว่า ข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) หรือไม่ ซึ่งผลของการศึกษาสามารถอภิปรายผลในแต่ละประเด็นได้ดังต่อไปนี้

1. อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)

ผลของการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อาจจะเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งถึงคุณภาพ ความสามารถในการทำกำไรและความน่าเชื่อถือของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้กับนักลงทุนซึ่งแตกต่างกับผลการศึกษาของ Hasan et al.(2013) พบว่า กำไรในอดีตของบริษัทมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนในช่วงแรกของหลักทรัพย์ IPO ในตลาดที่พัฒนาแล้วและกำลังพัฒนา โดยทำการวัดกำไรจากปัจจัย 4 ปัจจัย คืออัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สามารถอธิบายผลกำไรในอดีตของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ได้

แต่ผลการศึกษาในครั้งนี้แตกต่างจากงานวิจัยในอดีตอาจเป็นเพราะว่าบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไม่ได้พิจารณาปัจจัยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุนและนักลงทุนอาจจะมองว่าบริษัทออกจำหน่ายหุ้น IPO จะต้องเปิดเผยรายการที่ทำในระยะ 3 ปีที่ผ่านมาได้แก่ ชื่อผู้ที่เกี่ยวข้องและลักษณะความสัมพันธ์ข้อมูลรายการที่เกิดขึ้น อธิบายลักษณะ มูลค่า ราคา อัตราดอกเบี้ย เงื่อนไขการค้ำทั้งนี้ตามหลักเกณฑ์ที่ถูกต้อง รายการระหว่างกันของบริษัทจดทะเบียนต้องแสดงได้ว่าเป็นราคาที่ยุติธรรม เป็นราคาตลาด อีกทั้งเงื่อนไขเป็นไปตามธุรกิจปกติ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) ซึ่งการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินเหล่านี้ในหนังสือชี้ชวนของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจจะทำให้ให้นักลงทุนมองว่าข้อมูลทางการเงินในส่วนที่เปิดเผยเกี่ยวกับ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เป็นการวัดอัตราการทำกำไรของบริษัทหลักทรัพย์ IPO ในอดีต ซึ่งพบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในแต่ละบริษัทส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนที่ดีจึงทำให้บริษัทเหล่านั้น

ตัดสินใจนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้ธุรกิจเติบโตอย่างยั่งยืน ดังนั้น จากเหตุผลดังกล่าวอาจจะทำให้นักลงทุนไม่ได้ให้ความสำคัญกับปัจจัยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) แต่อาจจะมองถึงการเติบโตของบริษัทในอนาคตมากกว่าที่จะให้ความสำคัญกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นหรืออัตราการทำกำไรในอดีตที่ผ่านมาแล้ว เพราะในการศึกษาในครั้งนี้พบว่าอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

2. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)

ผลของการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อาจจะเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งถึงคุณภาพความสามารถในการทำกำไรและความน่าเชื่อถือของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้กับนักลงทุนซึ่งผลการศึกษานี้สอดคล้องกับ Hasan et al. (2013) พบว่ากำไรในอดีตของบริษัทในส่วนของ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ไม่สามารถอธิบายผลกำไรในอดีตของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ได้ นอกจากนี้ Yatim (2011) ยังพบว่าหนึ่งในตัวแปรควบคุม อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์ต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย

สำหรับงานวิจัยครั้งนี้อาจจะเป็นเพราะเหตุผลเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ที่บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไม่ได้พิจารณาปัจจัยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ในการตั้งราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุน และนักลงทุนอาจจะมองว่าในส่วนที่เปิดเผย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เป็นการวัดอัตราการทำกำไรของบริษัทหลักทรัพย์ IPO ในอดีต ซึ่งพบว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ในแต่ละบริษัทส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนที่ดีจึงทำให้บริษัทเหล่านั้นตัดสินใจนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้ธุรกิจเติบโตอย่างยั่งยืน ดังนั้น จากเหตุผลดังกล่าวอาจจะทำให้นักลงทุนอาจจะไม่ได้ให้ความสำคัญกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) แต่อาจจะมองถึงการเติบโตของบริษัทในอนาคตมากกว่าที่จะให้ความสำคัญกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์หรืออัตราการทำกำไรในอดีตที่ผ่านมาแล้ว

3. อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)

ผลของการศึกษาพบว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่าอัตราส่วนเงินทุน

หมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อาจจะเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งถึงคุณภาพ สภาพคล่องทางการเงินและความน่าเชื่อถือของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้กับนักลงทุนซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวแตกต่างกับ Hasan et al. (2013) พบว่าความเสี่ยงด้านการเงินของบริษัทที่มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนในช่วงแรกของหลักทรัพย์ IPO ในตลาดที่พัฒนาแล้วและกำลังพัฒนา และได้กล่าวเพิ่มเติมว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเป็นตัวแปรตัวหนึ่งที่ใช้วัดความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO สามารถอธิบายประสิทธิภาพของหลักทรัพย์ IPO ในระยะสั้นได้อย่างเหมาะสม

แต่ผลการศึกษาในครั้งนี้แตกต่างจากงานวิจัยในอดีตอาจเป็นเพราะว่า บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไม่ได้พิจารณาปัจจัยอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุน และนักลงทุนอาจจะมองว่าบริษัทผู้ออกจำหน่ายหุ้น IPO มีการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินเหล่านี้ในหนังสือชี้ชวน ในส่วนของข้อมูลทางการเงินเกี่ยวกับอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เป็นการวัดสภาพคล่องของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ในอดีตและผลการศึกษาพบว่า บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ส่วนใหญ่มีสภาพคล่องที่ดี จึงทำให้บริษัทเหล่านั้นตัดสินใจนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อขยายธุรกิจและสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขัน จากเหตุผลดังกล่าวอาจจะทำให้นักลงทุนไม่ได้ให้ความสำคัญกับปัจจัยอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) แต่อาจจะมองถึงการเติบโตของบริษัทในอนาคตมากกว่าที่จะให้ความสำคัญกับอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนหรือความเสี่ยงทางการเงินในอดีตที่ผ่านมาแล้ว

4. อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)

ผลของการศึกษาพบว่าอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่าอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อาจจะเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งถึงคุณภาพ ความสามารถในการทำกำไรและความน่าเชื่อถือของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้กับนักลงทุน ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับ Hasan et al. (2013) พบว่ากำไรในอดีตของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งได้แก่ กำไรจากการดำเนินงาน สามารถสื่อถึงผลตอบแทนเมื่อปรับด้วยผลตอบแทนของตลาดในระยะแรกของบริษัทหลักทรัพย์ IPO ได้อย่างเหมาะสมและผลศึกษานี้ส่วนใหญ่เกิดขึ้นในตลาดที่พัฒนาแล้วและตลาดกำลังพัฒนาและนอกจากนี้ Zheng and Stangeland (2007) กล่าวว่าอัตราการเติบโตของ

ประสิทธิภาพทางบัญชีเป็นเครื่องชี้วัดคุณภาพของบริษัทและบริษัทที่มีคุณภาพสูงจะมีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่ามากกว่าบริษัทที่มีคุณภาพต่ำ

ซึ่งผลการศึกษาในครั้งนี้อาจจะชี้ให้เห็นว่า บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจจะพิจารณาปัจจัยอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุน และนักลงทุนอาจจะให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินต่าง ๆ ในหนังสือชี้ชวนของบริษัทเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท มากกว่าจะให้ความสำคัญกับข้อมูลทางการเงินที่เกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนและสภาพคล่องของบริษัทในอดีต ซึ่งจากเหตุผลดังกล่าวนี้ อาจจะทำให้บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ใช้ปัจจัยอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เป็นสัญญาณในการสื่อถึงความสามารถในการทำกำไร ผลการดำเนินงานและคุณภาพของบริษัทในอดีตที่ผ่านมาเพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุนกับบริษัท

5. อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)

ผลของการศึกษาพบว่า อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ในทิศทางเดียวกันซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่า อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อาจจะเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งถึงคุณภาพ ความสามารถในการทำกำไรและความน่าเชื่อถือของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้กับนักลงทุน ซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับ ของ Zheng and Stangeland (2007) พบว่าการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อการเติบโตของยอดขาย โดยกล่าวเพิ่มเติมเกี่ยวกับหลักฐานที่พบว่าการกลับรายการบัญชี การบันทึกบัญชีใช้เกณฑ์คงค้างและการตกแต่งกำไรอาจทำให้เกิดความไม่แน่นอนดังกล่าวได้ ทั้งนี้ยังมีการศึกษาในประเทศไทยพบว่าอัตราผลตอบแทนในวันแรกของหุ้น IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญกับการเติบโตของรายได้ในปีที่ 1 2 และ 3 หลังจากการเข้า IPO อย่างมีนัยสำคัญเป็นการแสดงว่าหุ้น IPO มีการส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนว่าเป็นบริษัทที่คุณภาพดีโดยใช้การเติบโตของรายได้เป็นตัววัดคุณภาพของบริษัท (การตี รัชมี, 2553) และ Hasan et al. (2013) ชี้ให้เห็นว่าอัตราส่วนกำไรสุทธิ ซึ่งคำนวณมาจาก กำไรสุทธิหารด้วยยอดขาย และอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน คำนวณมาจาก กำไรจากการดำเนินงานหารด้วยยอดขายสุทธิ เป็นตัวแปรตัวหนึ่งที่ใช้วัดอัตราการทำกำไรในอดีตของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน สามารถอธิบายประสิทธิภาพของหลักทรัพย์ IPO ในระยะสั้นได้อย่างเหมาะสมซึ่งจะเห็นได้ว่าอัตราการทำกำไรของบริษัทมีผลมาจากยอดขายของบริษัท

ซึ่งผลการศึกษาในครั้งนี้อาจจะชี้ให้เห็นว่า บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจจะพิจารณาปัจจัยอัตราดอกเบี้ยโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุนและนักลงทุนอาจจะให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินต่าง ๆ ในหนังสือชี้ชวนของบริษัทเกี่ยวกับความสามารถในการเพิ่มยอดขายเพื่อวัดความสามารถในการทำกำไรและคุณภาพของบริษัท มากกว่าจะให้ความสำคัญกับข้อมูลทางการเงินที่เกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงทางการเงินในอดีต ซึ่งจากเหตุผลดังกล่าวนี้อาจจะทำให้บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ใช้ปัจจัยอัตราดอกเบี้ยโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เป็นสัญญาณเพื่อสื่อถึงคุณภาพและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทให้กับนักลงทุนประกอบการตัดสินใจลงทุนและอาจจะสามารถคาดการณ์ผลตอบแทนที่จะได้รับในอนาคตของบริษัทได้

5.2.5 ตัวแปรควบคุม

ในการศึกษาถึงตัวแปรควบคุมในงานวิจัยที่ว่าตัวแปรควบคุมมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) หรือไม่ ซึ่งผลของการศึกษาสามารถอภิปรายผลได้ดังต่อไปนี้

ผลของการศึกษาพบว่าประเภทของอุตสาหกรรมซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าซึ่งผลการศึกษาแตกต่างกับ Martani and Yolana (2005); Karlis (2000) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าประเภทของอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อระดับของการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า

แต่ผลการศึกษาในครั้งนี้ พบว่าประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมไม่มีความแตกต่างกัน อาจจะทำให้ บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไม่ได้พิจารณาปัจจัยประเภทของอุตสาหกรรมในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุน เพราะประเภทของอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอของประเทศไทย ส่วนใหญ่จะเป็นประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ซึ่งเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่นักลงทุนอาจจะมองว่าอุตสาหกรรมประเภทนี้อาจจะมีการแข่งขันกันน้อยและในส่วนองภาครัฐเองก็มีการส่งเสริมให้อุตสาหกรรมประเภทนี้มีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง เช่น การส่งเสริมการท่องเที่ยวภายในประเทศ จากเหตุผลดังกล่าวอาจจะทำให้นักลงทุนไม่ได้พิจารณาปัจจัยประเภทของอุตสาหกรรมในการประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ

ดังนั้น สามารถสรุปผลการศึกษา ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ผลการวิเคราะห์ในภาพรวมของปัจจัยทั้งหมดมีเพียง 3 ปัจจัย คือ อัตราดอกเบี้ยโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) และอัตราดอกเบี้ยโตของกำไรจากการ

ดำเนินการก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าในทิศทางเดียวกัน และขนาดของบริษัทซึ่งวัดจากสินทรัพย์รวมของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าในทิศทางตรงกันข้าม

ซึ่งจากผลการศึกษาในครั้งนี้ชี้ให้เห็นว่าบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย อาจจะพิจารณาปัจจัยทางด้านข้อมูลทางการเงินของบริษัทเป็นส่วนใหญ่ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุน โดยการส่งสัญญาณบางอย่างให้กับนักลงทุนเกี่ยวกับคุณภาพ ประสิทธิภาพในการดำเนินงานและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ซึ่งสามารถดูได้จากการเติบโตของยอดขาย กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่ายและในส่วนของสินทรัพย์รวมของบริษัท เพื่อจะสื่อถึงคุณภาพ ความมั่นคงและความน่าเชื่อถือของบริษัทในการดำเนินงานต่อไปในอนาคต

5.3 ข้อจำกัด

ข้อจำกัดที่พบในการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทยมีประเด็นดังต่อไปนี้

1. การศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย ได้มีแนวคิดในการคัดเลือกประชากรกลุ่มตัวอย่าง เฉพาะบริษัทที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2559 ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย เท่านั้นจึงทำให้ประชากรที่ใช้ในการศึกษาในงานวิจัยนี้มีจำนวนประชากรกลุ่มตัวอย่างน้อย ดังนั้น ผลการวิจัยจึงอาจไม่ได้ครอบคลุมบริษัทอื่น ๆ ที่อยู่นอกขอบเขตของงานวิจัยในครั้งนี้

5.4 ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะ ในการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ของประเทศไทย มีประเด็นดังต่อไปนี้

1. บริษัทที่ต้องการหาแหล่งเงินทุนในการพัฒนาหรือขยายธุรกิจสามารถนำผลการศึกษาในครั้งนี้ไปใช้ในการวางแผนในการเตรียมตัวนำบริษัทเข้าจดทะเบียนตลาด

หลักทรัพย์เอ็มเอไอ ซึ่งจะเห็นได้ว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO ส่วนใหญ่จะเป็นปัจจัยทางด้านข้อมูลทางการเงินของบริษัท เพราะเป็นปัจจัยที่สะท้อนถึงคุณภาพและความมั่นคงของบริษัท

2. นักลงทุนสามารถนำผลการศึกษาในครั้งนี้ไปใช้ในการวิเคราะห์ เพื่อตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ IPO ของตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ซึ่งผลการศึกษาในครั้งนี้จะเห็นว่า ปัจจัยทางด้านข้อมูลทางการเงินของบริษัทอาจจะเป็นการส่งสัญญาณข้อมูลบางอย่างให้กับนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลของบริษัทหลักทรัพย์ IPO ใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุน

3. นักศึกษาและผู้ที่สนใจสามารถนำผลการศึกษาในครั้งนี้ไปใช้ในการพัฒนาองค์ความรู้ต่อไปในอนาคต เกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ IPO ดังนั้น หากในอนาคตต้องการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับงานวิจัยครั้งนี้ อาจจะไปศึกษาประชากรกลุ่มตัวอย่างในตลาดหลักทรัพย์ (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ทั้งสองและเก็บข้อมูลในช่วงระยะเวลาให้มากขึ้น และอาจจะพัฒนาและศึกษาตัวแปรเพิ่มเติม เช่น สัดส่วนของคณะกรรมการบริษัทเป็นนักการเมือง สัดส่วนการถือหุ้นแบบครอบครัว ความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย และนอกจากจะมีปัจจัยภายในเกี่ยวกับบริษัท ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO แล้วอาจจะมีปัจจัยภายนอก เช่น สถานการณ์ทางการเมือง กฎหมาย ที่อาจจะมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่า ซึ่งอาจจะทำให้มีผลการวิจัยที่แตกต่างกันออกไป ที่จะทำให้มีประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้เสียต่อไป



บรรณานุกรม

บรรณานุกรม

ภาษาไทย

- ศิลป์พร ศรีจั่นเพชร. (2551). ทฤษฎีบรรษัทภิบาล. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 31(120), 1-4.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2560). *การจดทะเบียนหลักทรัพย์*. สืบค้นเมื่อ 27 เมษายน 2560, จาก www.sec.or.th
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2547). *คู่มือกรรมการบริษัทจดทะเบียน เล่มที่ 1: บทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบของ “กรรมการ” และ “คณะกรรมการ”*. สืบค้นเมื่อ 24 เมษายน 2560, จาก <https://www.set.or.th>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2560). *ออกหุ้น/หุ้น*. สืบค้นเมื่อ 27 เมษายน 2560, จาก www.sec.or.th
- สำราญ มีแจ้ง. (2557). *สถิติขั้นสูงสำหรับการวิจัย ทฤษฎีและปฏิบัติ*. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- วาโร เฟิงส์วีสดี. (2553). *สถิติประยุกต์สำหรับการวิจัยทางสังคมศาสตร์*. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์สุวีริยาสาส์น.
- บุญชม ศรีสะอาด. (2556). *วิธีการทางสถิติสำหรับการวิจัย เล่ม 1*. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์สุวีริยาสาส์น.
- ภารดี รัศมี. (2554). *Underpricing and firm quality: evidence from Thai IPO firms* (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ภาษาอังกฤษ

- Adams, R. B., & Mehran, H. (2005). *Corporate performance, board structure and its determinants in the banking industry*. New York: Federal Reserve Bank of New York.
- Agrawal, A., & Chadha, S. (2005). Corporate governance and accounting scandals. *The Journal of Law and Economics*, 48(2), 371-406.
- Akerlof, G. A. (1970). The market for 'lemons': asymmetrical information and market behavior. *Quarterly Journal of Economics*, 83(3), 488-500.

- Hidayat, A. W., & Kusumastuti, R. (2014). The Influence of Corporate Governance Structure towards Underpricing. *Bisnis & Birokrasi*, 21(2), 90.
- Barnhart, S. W., & Rosenstein, S. (1998). Board composition, managerial ownership, and firm performance: An empirical analysis. *Financial Review*, 33(4), 1-16.
- Barry, C. B., Muscarella, C. J., Peavy Iii, J. W., & Vetsuypens, M. R. (1990). The role of venture capital in the creation of public companies: Evidence from the going-public process. *Journal of Financial economics*, 27(2), 447-471.
- Beatty, R. P. (1989, October). Auditor reputation and the pricing of initial public offerings. *Accounting Review*, 64(4), 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, October). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *Accounting review*, 71(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*, 34-44.
- Carter, R., & Manaster, S. (1990). Initial public offerings and underwriter reputation. *the Journal of Finance*, 45(4), 1045-1067.
- Caselli, S., & Di Giuli, A. (2010). Does the CFO matter in family firms? Evidence from Italy. *The European Journal of Finance*, 16(5), 381-411.
- Certo, S. T., Holmes Jr, R. M., & Holcomb, T. R. (2007). The influence of people on the performance of IPO firms. *Business Horizons*, 50(4), 271-276.
- Certo, S. T., Covin, J. G., Daily, C. M., & Dalton, D. R. (2001). Wealth and the effects of founder management among IPO □ stage new ventures. *Strategic management journal*, 22(6 □ 7), 641-658.
- Certo, S. T. (2003). Influencing initial public offering investors with prestige: Signaling with board structures. *Academy of management review*, 28(3), 432-446.

- Chemmanur, T. J., & Paeglis, I. (2005). Management quality, certification, and initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 76(2), 331-368.
- Daily, C. M., Certo, S. T., Dalton, D. R., & Roengpitya, R. (2003). IPO underpricing: A meta-analysis and research synthesis. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(3), 271-295.
- Darmadi, S., & Gunawan, R. (2012). Underpricing, board structure, and ownership: An empirical examination of Indonesian IPO firms. *Managerial Finance*, 39(2), 181-200.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary accounting research*, 13(1), 1-36.
- Espenlaub, S., & Tonks, I. (1998). Post-IPO directors' sales and reissuing activity: An empirical test of IPO signalling models. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(9-10), 1037-1079.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Filatotchev, I., & Bishop, K. (2002). Board composition, share ownership, and 'underpricing' of UK IPO firms. *Strategic Management Journal*, 23(10), 941-955.
- Hung, H. (1998). A typology of the theories of the roles of governing boards. *Corporate governance*, 6(2), 101-111.
- 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.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003). Boards of directors as an endogenously.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Kim, K., Nofsinger, J.R., & Mohr, D.J. (2010). *Corporate Governance* (3rd ed.). Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall.

- Ljungqvist, A., Nanda, V., & Singh, R. (2006). Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing. *The Journal of Business*, 79(4), 1667-1702.
- 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.
- Yolana, C., & Martani, D. (2005, September). Variabel-variabel yang mempengaruhi fenomena underpricing pada penawaran saham perdana di BEJ tahun 1994-2001. *Seminar Nasional Akuntansi*, 538-553.
- Mak, Y. T., & Li, Y. (2001). Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 235-256.
- McColgan, P. (2001). Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective. *Department of Accounting and Finance Working Paper*, 6, 0203.
- 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.
- Miller, R. E., & Reilly, F. K. (1987). An examination of mispricing, returns, and uncertainty for initial public offerings. *Financial Management*, 16(2), 33-38.
- Mnif, A. (2009, May). *Board of directors and the pricing of initial public offerings (IPOs): Does the existence of a properly structured board matter? Evidence from France*. Strasbourg, France. La place de la dimension européenne dans la Comptabilité Contrôle Audit.
- Nakano, M., & Nguyen, P. (2012). Board size and corporate risk taking: further evidence from Japan. *Corporate Governance: An International Review*, 20(4), 369-387.
- Leland, H.E., & Pyle, D.H. (1977, May). Information asymmetries, financial structure and financial intermediation. *Journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- Karlis, P. L. (2000). Ipo underpricing. *The Park Place Economist*, 8(1), 81-89.
- Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The journal of finance*, 46(1), 3-27.
- Ritter, J.R. (1998). Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest*, 2(1), 5-30.
- 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. *IUP Journal of Applied Finance*, 20(4), 22.
- Saito, R., & Maciel, L. P. (2006). Underpricing of Brazilian IPOs: empirical evidence from 1999 to 2005. In *Anais do Encontro Anual da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*. Brasil: ANPAD
- Shivdasani, A. (1993). Board composition, ownership structure, and hostile takeovers. *Journal of accounting and economics*, 16(1-3), 167-198.
- Spence, M. (1978). Job market signaling. In *Uncertainty in Economics* (pp. 281-306).
- Suchard, J. A., & Singh, M. (2007). Determinants of the Pricing of Privatization IPOs in the UK and Australia. *International journal of Business*, 12(3), 361.
- Sulistiyanto, S., & Wibisono, H. (2003). Good corporate governance: Berhasilkah diterapkan di Indonesia. *Jurnal Widya Warta*, 2.
- Susanto, L. (2007). Analisis Pengaruh Rasio-Rasio Keuangan terhadap Underpricing Perusahaan yang Melakukan Penawaran Umum Perdana di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi*. Year XI, 3, 221-229.
- 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 IPOs. In *ECMLG2008-Proceedings of the 4th European Conference on Management Leadership and Governance: ECMLG* (p. 213). UK: Academic Conferences Limited.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of financial economics*, 40(2), 185-211.
- Chang, X., Gygas, A.F., Oon, E., & Zhang, H. F. (2008, September). Audit quality, auditor compensation and IPO underpricing. *Accounting & Finance*, 48(3), 337-518.

ประวัติผู้เขียน**ชื่อ-สกุล**

พิมพ์ิศา พรหมมา

ประวัติการศึกษาพ.ศ. 2542 บริหารธุรกิจบัณฑิต (บธ.บ.) สาขาการบัญชี
มหาวิทยาลัยสยาม

พ.ศ. 2547 บัญชีมหาบัณฑิต (บช.ม.)

มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

ตำแหน่งและสถานที่ทำงาน

อาจารย์ประจำหลักสูตรวิชาการบัญชี

ปัจจุบัน

สาขาบริหารธุรกิจ

วิทยาลัยเทคโนโลยีอุตสาหกรรมและการจัดการ

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลศรีวิชัย