

ลักษณะของผลตอบแทนในช่วงปีแรกของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่าย แก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

วันที่รับบทความ: 1 กุมภาพันธ์ 2565

วันแก้ไขบทความ: 9 พฤษภาคม 2565

วันที่ตอบรับบทความ: 8 กรกฎาคม 2565

ชวลิต กิจคนาศิริ*

บทคัดย่อ

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อหาหลักฐานของการเสนอราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) ของบริษัทที่นำหุ้นสามัญออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ตั้งแต่ ปีพ.ศ. 2559 – 2563 โดยทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูลถูกนำมาใช้อธิบายเหตุการณ์ดังกล่าว ผลการศึกษาพบหลักฐานว่าการลงทุนในหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ให้ผลกำไรและผลตอบแทนที่มากเกินปกติในช่วงระยะเวลาการลงทุนไม่เกิน 1 ปี ซึ่งสะท้อนถึงความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยมีความแตกต่างกันเล็กน้อยของลักษณะของการเสนอราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) ระหว่างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ นอกจากนี้ ยังมีหลักฐานว่าในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นักลงทุนสามารถใช้ผลตอบแทนหรือผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงระยะเริ่มต้นเป็นตัวชี้วัดและทำนายผลตอบแทนหรือผลตอบแทนที่ผิดปกติในระยะถัดมาได้ ส่วนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ นั้นหลักฐานของความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหรือผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติในช่วงระยะเริ่มต้น และผลตอบแทนหรือผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติในระยะถัดมาไม่ชัดเจนมากนัก อย่างไรก็ตาม วัฏจักรของการเสนอราคาต่ำกว่าราคาที่แท้จริง (Underpricing) ไม่มีความแตกต่างกันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

คำสำคัญ: หลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก, ผลตอบแทนที่ผิดปกติ, ความไม่สมมาตรของข้อมูล, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

*Corresponding author e-mail: chavalit_kit@utcc.ac.th

อาจารย์ประจำสาขาวิชาการจัดการการเงิน คณะวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย



IPO Underpricing and One-Year Post IPO Performance Analysis: Evidence from the Stock Exchange of Thailand (SET) and the Market for Alternative Investment (MAI)

Received: 30 February 2022

Revised: 9 May 2022

Accepted: 8 July 2022

Chavalit Kitkanasiri*

Abstract

This research aims to study the IPO underpricing phenomenon of the issuance of new shares which is explained by the theory of asymmetric information during 2016 - 2020 in the Stock Exchange of Thailand (SET) and the Market for Alternative Investment in Thailand (MAI). The analyses found evidence of positive returns and anomalies of investment which reflects information asymmetry when investing in IPO stocks in both markets. The characteristics of IPO underpricing phenomenon of these two markets are slightly different. Furthermore, the study has found that, in Stock Exchange of Thailand (SET), investors can predict returns and anomalies of IPO stock investment using realized returns and anomalies in the preceding investment periods. The evidence of prediction capability is not obvious in the Market for Alternative Investment in Thailand (MAI). Lastly, the research has concluded that the difference of the degrees of IPO underpricing in the Stock Exchange of Thailand (SET) and the Market for Alternative Investment in Thailand (MAI) is not statistically significant.

Keywords: Initial Public Offering (IPO), Abnormal Returns, Information Asymmetry, Stock Exchange of Thailand, Market of Alternative Investment

*Corresponding author e-mail: chavalit_kit@utcc.ac.th

Lecturer, Department of Financial Engineering, School of Science and Technology, University of the Thai Chamber of Commerce.

บทนำ

ในการนำหุ้นสามัญออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกเพื่อเป็นการระดมทุนในตลาดแรกนั้น มีหลักฐานเชิงประจักษ์จากงานวิจัยที่ผ่านมาจำนวนมากเช่น Loughran & Ritter (2004, pp. 23-51) ในตลาดทุนสหรัฐอเมริกา, Unlu, Ferris & Noronha (2006, pp. 5-9) ในตลาดสหราชอาณาจักร, Perera & Kulendran (2016, pp. 99-108) ในตลาดทุนออสเตรเลีย และ กัลยาณี ภาควัต (2016, น. 1173-1189) ในตลาดทุนไทย โดยงานวิจัยดังกล่าวแสดงถึงเหตุการณ์ที่บริษัทที่นำหุ้นสามัญออกขายเป็นครั้งแรกนั้นมักเสนอขายหลักทรัพย์ของตนเองต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) โดยเรียกเหตุการณ์ดังกล่าวว่าหลักทรัพย์การเสนอราคาต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) เมื่อหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนครั้งแรกถูกนำไปขายในตลาดรองราคาจึงปรับตัวสูงขึ้นเข้าหามูลค่าที่แท้จริงทำให้ผลตอบแทนในช่วงเริ่มต้นของการซื้อขายหุ้นสามัญดังกล่าวมีค่าสูง (Benveniste & Spindt, 1989, pp. 343-361) โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) จะมีระดับของเหตุการณ์การเสนอราคาต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) มากกว่าตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว (Developed Market) เนื่องจากตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว (Developed Market) มีระดับของความโปร่งใสในตลาด (Market Transparency) มากกว่าและมีระดับความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) ในตลาดทุนน้อยกว่า (Huang & Chen, 2019, pp. 63-81)

Jensen & Meckling (1976, pp. 305-360) สรุปว่าบริษัทที่นำหุ้นสามัญออกขายมีความจำเป็นที่จะต้องเสนอราคาต่ำกว่าราคาที่แท้จริงนั้นก็เนื่องมาจากผู้ที่นำเงินมาลงทุนซื้อหุ้นจากการระดมทุนในตลาดแรกซึ่งเป็นกลุ่มเจ้าของบริษัทใหม่นั้นไม่ได้มีส่วนในการบริหารงานในบริษัทด้วย การเสนอราคาต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) นั้นจึงเป็นการลดความเสี่ยงของผู้ลงทุนในหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนในตลาดแรก หากกลุ่มผู้ถือหุ้นก่อนมีการนำหุ้นสามัญออกจำหน่ายแก่สาธารณชนซึ่งเป็นกลุ่มผู้ถือหุ้นในสัดส่วนขนาดใหญ่ไม่เสนอราคาต่ำกว่าราคาที่แท้จริงก็จะทำให้ไม่ดึงดูดให้นักลงทุนในการซื้อหุ้นจากการระดมทุนในตลาดแรก

การเสนอราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) ของบริษัทที่นำหุ้นสามัญออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกดังกล่าวทำให้นักลงทุนจำนวนมากแสวงหากำไรโดยการเข้าไปซื้อหุ้นสามัญออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกเพื่อแสวงหากำไรที่ผิดปกติ (Anomalies) อย่างไรก็ดีส่วนใหญ่แล้วกำไรที่ผิดปกติจากการซื้อหุ้นสามัญออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกนั้นจะเป็นเพียงช่วงระยะสั้นหลังจากหุ้นสามัญถูกออกนำมาจำหน่ายแก่สาธารณชน โดยมีหลักฐานเชิงประจักษ์แสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนในระยะยาวหลังจากหลักทรัพย์ถูกจำหน่ายแก่สาธารณชนนั้นอาจไม่สูงเหมือนในช่วงระยะเวลาเริ่มแรกหรือให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาด (Underperformance) เช่นงานวิจัยโดย Brau, Couch & Sutton (2012, pp. 493-510) ในตลาดทุนสหรัฐอเมริกา Espenlaub et. al (2000, pp. 391-342) ในตลาดทุนสหราชอาณาจักร; Vithessonthi (2008, pp. 30-43) ในตลาดทุนไทย เป็นต้น โดยเหตุดังกล่าวอาจเกิดจากระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลที่ลดลงหลังจากที่หลักทรัพย์ถูกนำมาซื้อขายในตลาดรองในช่วงเวลาหนึ่งแล้ว

ดังนั้นการศึกษาลักษณะของผลตอบแทนในระยะเริ่มต้นไม่นานนักของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกซึ่งเป็นหัวข้อในงานวิจัยฉบับนี้จึงมีความน่าสนใจเนื่องจากจะทำให้ นักลงทุนสามารถเข้าใจถึงพฤติกรรมและการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์หลังจากการซื้อขายในตลาดรองในระยะเริ่มแรกซึ่งเป็นระยะที่มีหลักฐานเชิงประจักษ์ว่าเป็นช่วงที่นักลงทุนสามารถแสวงหากำไรที่ผิดปกติได้

งานวิจัยนี้มีประโยชน์ในการยืนยันว่ามีหลักฐานและสามารถวัดระดับของการเสนอราคาต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) โดยแบ่งเป็นช่วงระยะเวลาต่าง ๆ โดยหลักฐานดังกล่าวสามารถนำไปสรุปตามงานวิจัยของ Rock (1986, pp. 187-212), Allen & Faulhaber (1989, pp. 303-323) และ Welch (1989, pp. 421-449) ได้ว่าสำหรับช่วงเวลาที่ใช้ในการทำการศึกษานี้ นักลงทุนมีข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับบริษัทผู้เสนอขายหลักทรัพย์น้อยกว่าผู้เสนอขายหลักทรัพย์ ดังนั้นบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จึงตั้งราคาหลักทรัพย์ที่ออกขายต่ำกว่าที่แท้จริงเพื่อชดเชยปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์

เอ็ม เอ ไอ ซึ่งระดับของการเสนอราคาต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) เป็นหลักฐานหนึ่งที่สามารถบ่งบอกถึงระดับของปัญหาความไม่สมมาตรกันของข้อมูลได้ โดยปัญหาดังกล่าวทำให้การระดมทุนโดยการเสนอขายหลักทรัพย์ไม่มีประสิทธิภาพกล่าวคือบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ไม่สามารถขายหลักทรัพย์หรือระดมทุนได้อย่างประสบความสำเร็จมากเท่าที่ควรจะเป็นถึงแม้อาจพิจารณาได้ว่านักลงทุนผู้ลงทุนที่ซื้อหุ้นสามัญออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกนั้นอาจได้รับผลตอบแทนที่มากเกินไปแต่ก็เป็นผลตอบแทนเกินปกติซึ่งมาพร้อมกับความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาลักษณะของผลตอบแทนในช่วงเวลาต่าง ๆ ในระยะสั้นไม่เกิน 1 ปีของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
2. เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ของผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาต่าง ๆ ของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก
3. เพื่อหาหลักฐานและระดับของการเสนอราคาต่ำกว่ามูลค่า (Underpricing) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งเป็นดัชนีชี้วัดถึงระดับปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล
4. เพื่อศึกษาถึงความเหมือนและความแตกต่างของผลตอบแทนในระยะสั้นของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกระหว่างหลักทรัพย์ที่ถูกขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ขอบเขตการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้ทำการศึกษาลักษณะของผลตอบแทนในช่วงเวลาต่าง ๆ ในระยะสั้นไม่เกิน 1 ปี ของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่น่าสนใจที่ทำการศึกษาเนื่องจากหลักฐานในงานวิจัยที่ผ่านมาพฤติกรรมการณ์เคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์หลังจากการซื้อขายในตลาดรองในระยะเริ่มแรกซึ่งเป็นระยะที่มีหลักฐานเชิงประจักษ์ว่าเป็นช่วงที่นักลงทุนสามารถแสวงกำไรที่ผิดปกติได้ในขณะที่ผลตอบแทนในการถือหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกในระยะยาวนั้นมีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าค่าเฉลี่ยโดยผู้วิจัยศึกษาว่าผู้ออกหลักทรัพย์ได้มีการตั้งราคาขายหลักทรัพย์ไว้ต่ำกว่าความเป็นจริงหรือไม่ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา หากเป็นเช่นนั้นจริงผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ดังกล่าวจะได้รับผลตอบแทนที่ผิดปกติ ดังนั้นในงานวิจัยฉบับนี้ผู้วิจัยจึงหาหลักฐานของผลตอบแทนที่ผิดปกติในการลงทุนในหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก

กรอบแนวคิดการวิจัย

เพื่อเข้าใจถึงพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญและผลตอบแทนในระยะสั้นในกรอบเวลาไม่เกิน 1 ปีว่าผลตอบแทนของการลงทุนในหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในระยะสั้นมาก ๆ เช่น 1 วัน 1 สัปดาห์ หรือ 1 เดือน จะมีความสัมพันธ์และสามารถเป็นตัวชี้วัดผลตอบแทนของการลงทุนในหลักทรัพย์ดังกล่าวในระยะถัดไป เช่น 3 เดือน เดือน หรือ 1 ปีหรือไม่ ดังนั้นงานวิจัยฉบับนี้จึงหาหลักฐานของความสัมพันธ์ของผลตอบแทนแต่ละช่วงเวลาในระยะเวลาไม่เกิน 1 ปีว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่

นอกจากนั้นเพื่อศึกษาความแตกต่างของประสิทธิภาพของการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ งานวิจัยฉบับนี้ยังหาหลักฐานของความแตกต่างของระดับของการเสนอราคาต่ำกว่าราคาที่แท้จริงของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ อีกด้วย

โดยผู้วิจัยได้เก็บข้อมูลราคารายวันของหุ้นสามัญออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกจากฐานข้อมูลในระบบ SETSMART โดยเป็นหุ้นสามัญออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกตั้งแต่ปี พ.ศ. 2559 – 2563 โดยสำหรับปี 2563 ผู้วิจัยได้รวบรวมข้อมูลหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรกก่อนวันที่ 30 สิงหาคม 2563 เท่านั้นเพื่อให้ข้อมูลราคาซื้อขายครบ 1 ปีและสามารถใช้ในการคำนวณหาผลตอบแทนและผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติในการลงทุนโดยจำนวนตัวอย่างของหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีจำนวน 51 ตัวอย่างและในตลาดเอ็ม เอ ไอ มีจำนวน 62 ตัวอย่าง

สมมุติฐานในงานวิจัย

1. การลงทุนในหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยเฉลี่ยให้กำไรและผลตอบแทนที่มากเกินไปปกติในช่วงระยะเวลาการลงทุนไม่เกิน 1 ปีจากการเสนอราคาต่ำกว่าความเป็นจริง
2. ผลตอบแทนของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกแต่ละช่วงเวลาในระยะเวลาไม่เกิน 1 ปี มีความสัมพันธ์กันและผลตอบแทนในช่วงระยะเริ่มต้นสามารถเป็นตัวชี้วัด และทำนายผลตอบแทนในระยะถัดมาได้
3. ระดับของการเสนอราคาต่ำกว่าราคาที่แท้จริงของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีความแตกต่างกันซึ่งสะท้อนถึงระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลที่แตกต่างกัน

ตารางที่ 1 จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาด เอ็ม เอ ไอ ตั้งแต่ มกราคม 2559 – สิงหาคม 2563

	จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่าย แก่สาธารณชนครั้งแรกในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่าย แก่สาธารณชนครั้งแรกในตลาด เอ็ม เอ ไอ
พ.ศ. 2559	10	13
พ.ศ. 2560	21	17
พ.ศ. 2561	7	11
พ.ศ. 2562	11	17
พ.ศ. 2563 * ก่อนวันที่ 30 สิงหาคม	2	4

ทบทวนวรรณกรรม

ในการทบทวนแนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงนั้นผู้วิจัยแบ่งการทบทวนวรรณกรรมออกเป็น 2 ส่วนดังต่อไปนี้

1. ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry)
2. หลักฐานเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpricing) ในระยะสั้นและผลตอบแทนในถือหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกในระยะยาวนั้นมีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าค่าเฉลี่ย (Underperformance)

ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry)

ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูลหรือความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลอธิบายถึงผลของการที่กลุ่มคนที่แตกต่างกันมีข้อมูลที่ใช้ในการตัดสินใจที่ต่างกัน ซึ่งถูกนักวิจัยใช้นำมาอธิบายถึงเหตุการณ์ซึ่งมีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value)

Beatty & Ritter (1986 pp. 213-232) ชี้ให้เห็นว่าระดับของราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Degree of Underpricing) มีความสัมพันธ์กับความไม่แน่นอนของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนในตลาดครั้งแรกโดยอธิบายว่าการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpricing IPO) มีสาเหตุเพื่อชดเชยกับความไม่แน่นอนซึ่งเกิดจากปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และนักลงทุน

Rock (1986, pp. 187-212) เสนอสมมติฐานคำสาปของผู้ชนะ (Winner's Curse Hypothesis) โดยอธิบายว่าการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpricing IPO) เกิดจากความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างนักลงทุนที่มีข้อมูลเหนือกว่า (Informed Traders) กับนักลงทุนที่มีข้อมูลน้อยกว่า (Uninformed Traders) โดยอธิบายว่านักลงทุนสถาบัน (Institutional Investors) เป็นนักลงทุนที่มีข้อมูลเหนือกว่า (Informed Traders) เนื่องจากมีเครื่องมือและความรู้ในการลงทุนเหนือกว่านักลงทุนทั่วไปซึ่งเป็นนักลงทุนซึ่งมีข้อมูลน้อยกว่า (Uninformed Traders) นักลงทุนทั่วไปซึ่งเป็นนักลงทุนซึ่งมีข้อมูลน้อยกว่า (Uninformed Traders) จะทุ่มลงทุนทั้งหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนในตลาดครั้งแรกที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpricing IPO) และหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนในตลาดครั้งแรกที่มีราคาสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Overpricing IPO) ดังนั้นจึงเกิดความเสียเปรียบ ซึ่งปัญหาดังกล่าวถูกเรียกว่า การเลือกที่ไม่เป็นธรรม (Adverse Selection) เพื่อชดเชยปัญหาดังกล่าวและจูงใจให้นักลงทุนทั่วไปซึ่งมีข้อมูลน้อยกว่า (Uninformed Traders) เข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนในตลาดครั้งแรก ผู้นำหลักทรัพย์ออกขาย (Issuer) จึงต้องเสนอราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpricing IPO) โดยมีหลักฐานเชิงประจักษ์จำนวนมากที่สนับสนุนสมมติฐานคำสาปของผู้ชนะ (Winner's Curse Hypothesis) ของ Rock (1986, pp. 187-212) เช่น Carters & Manaster (1990, pp. 1045-1067), Megginson & Weiss (1991, pp. 879-903), Michaely & Shaw (1994, pp. 279-319) และ Brau & Fawcett (2006, pp. 399-436) ถึงแม้ว่าจะมีงานวิจัยที่สนับสนุนสมมติฐานคำสาปของผู้ชนะ (Winner's Curse Hypothesis) แต่ยังมีหลักฐานที่พบว่าสมมติฐานดังกล่าวไม่สามารถอธิบายถึงระดับของราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Degree of Underpricing) ที่มีอยู่ในระดับสูงมากในบางตลาดเช่นตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) เป็นต้น เช่น Beatty & Welch (1996, pp. 545-602), Lam & Yap (1998, pp. 297-313) Loughran & Ritter (2004, pp. 23-51) และ Liu & Ritter (2011, pp. 579-601) นอกจากนี้ Habib & Ljungqvist (2001, pp. 433-458) เสนอว่าปัญหาการเลือกที่ไม่เป็นธรรม (Adverse Selection) สามารถลดลงได้โดยการเลือกผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ที่มีชื่อเสียงเพื่อเป็นการส่งสัญญาณ (Signalling) ไปยังนักลงทุนถึงความมีคุณภาพของหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรก

หลักฐานเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpricing) ในระยะสั้นและ ผลตอบแทนในถือหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกในระยะยาวนั้นมีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าค่าเฉลี่ย (Underperformance)

โดยส่วนใหญ่แล้วหลักฐานเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับการเคลื่อนไหวราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนเป็นวันแรกโดยรวมมีความชัดเจนว่าโดยเฉลี่ยแล้วระดับราคาที่มีการซื้อขายในวันแรกนั้นมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นจากราคาจองซื้อหุ้น (Offer Price) ไม่ว่าจะเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์ในต่างประเทศ หรือในประเทศไทยก็ตาม Ritter & Welch (2002, p. 1796) สรุปว่าหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี ค.ศ. 1980 – 2001 มีจำนวน 6,249 หลักทรัพย์โดยให้ผลตอบแทนในวันแรกเฉลี่ยที่ 18.8% และหากถือหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่อไปเป็นระยะเวลา 3 ปี จะให้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยประมาณ 22.6% ในช่วงระยะเวลา 3 ปี Mok & Hui (1998, pp. 453-474) พบว่าหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีน (Shanghai Stock Exchange) ระหว่างปี ค.ศ. 1990 – 1993 มีจำนวน 87 หลักทรัพย์โดยให้ผลตอบแทนในวันแรกเฉลี่ยสูงถึง 289% Tian (2003) พบว่าหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีน (Shanghai Stock Exchange) ระหว่างปี ค.ศ. 1991-2000 ให้ผลตอบแทนในวันแรกเฉลี่ยสูงถึง 267% และนอกจากนั้น Chen, Firth, & Kim (2004, pp. 283-302) พบว่าหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีน (Shanghai Stock Exchange) ระหว่างปี ค.ศ. 1992-1997 ให้ผลตอบแทนในวันแรกเฉลี่ยสูงถึง 145% ส่วนหลักฐานการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpricing) ในประเทศอื่น ๆ เช่น Coakley, Hadass & Wood (2006, pp. 1423-1446) ในประเทศอังกฤษ Sahoo & Rajib (2010, pp. 27-44) ในประเทศอินเดีย Chorruck & Worthington (2009, pp. 285-299) ในประเทศไทย เป็นต้น

Loughran & Ritter (2004, pp. 23-51) พบว่าระดับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpricing) มีระดับที่แตกต่างกันในแต่ละช่วงเวลาสำหรับการออกหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาโดยให้เหตุผลว่ามาจากแรงจูงใจในการออกหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงเวลาที่ไม่เหมือนกัน โดยในช่วง ค.ศ. 1980-1989 นั้นให้ผลตอบแทนในวันแรกเฉลี่ยที่ประมาณ 7% และเพิ่มเป็นสองเท่าในช่วงปี ค.ศ. 1990-1998 โดยให้ผลตอบแทนในวันแรกเฉลี่ยที่ประมาณ 15% และในช่วง ค.ศ. 1990-2000 ซึ่งเป็นช่วงภาวะฟองสบู่อินเทอร์เน็ต (Internet Bubble) ให้ผลตอบแทนในวันแรกเฉลี่ยที่ประมาณ 65% และในช่วงปี ค.ศ. 2001-2003 ให้ผลตอบแทนในวันแรกเฉลี่ยที่ประมาณ 12% Guo, Lev & Shi (2006, pp.550-579) กล่าวว่างานวิจัยโดยส่วนใหญ่ซึ่งอธิบายถึงเหตุการณ์ราคาหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpricing) นั้นให้เหตุผลในเรื่องของความไม่สมมาตรของข้อมูลเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดเหตุการณ์ดังกล่าว

อย่างไรก็ดีหลักฐานของการได้รับผลตอบแทนที่เกินปกติ (Abnormal Return) จากหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกนั้นมีเพียงในระยะสั้นๆเท่านั้น เนื่องจากมีหลักฐานว่าผลตอบแทนในถือหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกในระยะยาวนั้นมีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าค่าเฉลี่ย (Underperformance) เมื่อเทียบตลาดโดยรวมหรือดัชนีเปรียบเทียบ (Benchmark Index) หรือ หลักทรัพย์เปรียบเทียบ (Benchmark Securities) โดย Loughran & Ritter (1995, pp. 23-51) พบว่าโดยเฉลี่ยแล้วหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกในประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงปี ค.ศ. 1970-1990 ให้ผลตอบแทนระยะยาว 5 ปี ต่ำกว่าหลักทรัพย์ที่ออกโดยบริษัทที่ต้องการเพิ่มทุนแต่ไม่ใช่เป็นการออกหลักทรัพย์ครั้งแรกประมาณ 7% โดยควบคุมปัจจัยด้านขนาดของบริษัทจดทะเบียน Servaes & Rajan (1997, pp. 507-529) พบว่าโดยเฉลี่ยแล้วหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกในประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงปี ค.ศ. 1975-1990 ให้ผลตอบแทนระยะยาว 5 ปี ประมาณ 47% ต่ำกว่าดัชนีเปรียบเทียบ (Benchmark Index) ส่วนหลักฐานในประเทศอื่น ๆ เช่น Goergen, Khurshed & Mudambi (2007, pp. 401-409) ในสหราชอาณาจักร Lee, Taylor & Walter (1996, pp. 1189-1210) ในประเทศ

ออสเตอร์เลีย Moshirian, Ng & Wu (2010, pp. 62-74) พบหลักฐานดังกล่าวในประเทศจีน ฮองกง เกาหลี สิงคโปร์และมาเลเซีย ส่วนในประเทศไทยก็มีนักวิจัยพบหลักฐานของเหตุการณ์ในลักษณะเช่นเดียวอย่างชัดเจน เช่น Aumeboonsuke & Tangjitprom (2012, pp. 103-109) และ Komenkul, Brzezczynski & Sherif (2012, pp. 1-48) เป็นต้น

ในส่วนของการอธิบายสาเหตุและปัจจัยที่ผลตอบแทนในถือหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกในระยะยาวนั้นมีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าค่าเฉลี่ย (Underperform) โดย Brav & Gompers (1997, pp. 1791-1821) พบว่าเหตุการณ์ซึ่งผลตอบแทนในถือหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกในระยะยาวนั้นมีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าค่าเฉลี่ย (Underperform) นั้นจะมีระดับที่น้อยกว่าในบริษัทจดทะเบียนครั้งแรกซึ่งมีนักธุรกิจเข้าร่วมลงทุนก่อน (Venture-backed IPO) เมื่อเทียบกับบริษัทจดทะเบียนครั้งแรกซึ่งไม่มีนักธุรกิจเข้าร่วมลงทุนก่อน (Non-venture-backed IPO) ส่วน Guo, Lev & Shi (2006, pp. 550-579) พบว่าเหตุการณ์ซึ่งผลตอบแทนในถือหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกในระยะยาวนั้นมีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าค่าเฉลี่ย (Underperform) นั้นจะมีระดับที่น้อยกว่าหากที่เข้าจดทะเบียนครั้งแรกนั้นมีระดับของการวิจัยและพัฒนา (Research and Development) ที่สูง

ระเบียบวิธีวิจัย

หลังจากที่ได้ข้อมูลซื้อขายหุ้นสามัญออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรกในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาเพื่อคำนวณผลตอบแทนผู้วิจัยได้แบ่งผลตอบแทนของหุ้นสามัญดังกล่าวออกเป็นช่วงเวลาเพื่อศึกษาผลตอบแทนแต่ละช่วงเวลาคือ วันแรก 1 สัปดาห์ 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน และ หลังจากถือหุ้นสามัญถูกซื้อขายในตลาดรอง

โดยในแต่ละช่วงเวลานั้นจะมีการวัดผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญหลังจากหุ้นสามัญถูกนำมาซื้อขายในตลาดรองโดยมีวิธีการคำนวณผลตอบแทนดังต่อไปนี้

1. ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ (Absolute Return Without Benchmark)

$$ARWB_{i,t^*,t} = \frac{P_t}{P_{t^*}} - 1$$

$ARWB_{i,t^*,t}$ = ผลตอบแทนของหุ้นสามัญ i ในระยะเวลาลงทุนจากเวลา t^* ถึง t

P_t = ราคาปิดของหุ้นสามัญในวันสุดท้ายที่คำนวณผลตอบแทน (t)

P_{t^*} = ราคาเปิดของหุ้นสามัญในวันเริ่มต้นที่คำนวณผลตอบแทน (t^*)

2. ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR)

$$CAR_{i,t^*,t} = \sum_{j=t^*}^t AR_{i,j}$$

$CAR_{i,t^*,t}$ = ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนีของ หุ้นสามัญ i ในระยะเวลาลงทุนจากเวลา t^* ถึง t

$AR_{i,j}$ = ผลตอบแทนรายวันที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนีของ หุ้นสามัญ i ในวันที่ j โดยสามารถคำนวณได้ดังต่อไปนี้

$$AR_{i,j} = R_{i,j} - R_{b,j}$$

$R_{i,j}$ = ผลตอบแทนรายวันของหุ้นสามัญ i ในวันที่ j

$R_{b,j}$ = ผลตอบแทนรายวันของดัชนีเปรียบเทียบ ในวันที่ j

3. ผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR)

$$BHAR_{i,t^*,t} = [\Pi_{j=t^*}^t (1 + R_{i,j})] - [\Pi_{j=t^*}^t (1 + R_{b,j})]$$

$BHAR_{i,t^*,t}$ = ผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนีของ หุ้นสามัญ i ในระยะเวลาลงทุนจากเวลา t^* ถึง t

$R_{i,j}$ = ผลตอบทรายวันของหุ้นสามัญ i ในวันที่ j

$R_{b,j}$ = ผลตอบทรายวันของดัชนีเปรียบเทียบ ในวันที่ j

สำหรับดัชนีเปรียบเทียบที่ใช้ในงานวิจัยนี้นั้นหากหุ้นสามัญถูกนำมาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีเปรียบเทียบคือดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและหากหุ้นสามัญถูกนำมาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ดัชนีเปรียบเทียบคือดัชนีตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

หลังจากที่คำนวณผลตอบแทนข้างต้นผู้วิจัยได้นำข้อมูลดังกล่าวมาเพื่อหาหลักฐานเชิงประจักษ์ว่าการลงทุนในหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ให้ผลตอบแทนมากเกินปกติในช่วงระยะเวลาการลงทุนไม่เกิน 1 ปี หรือไม่และผลตอบแทนของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในแต่ละช่วงเวลาในระยะเวลา 1 วัน 1 สัปดาห์ 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน และ 1 ปีมีความสัมพันธ์กันหรือไม่ รวมไปถึงหาหลักฐานเชิงประจักษ์ว่าระดับของการเสนอราคาต่ำกว่าราคาที่แท้จริงของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีความแตกต่างกันหรือไม่โดยมีสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลดังต่อไปนี้

1. ในการตรวจสอบว่าการลงทุนในหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ให้ผลตอบแทนที่มากเกินปกติหรือไม่ผู้วิจัยใช้ t-test ซึ่งเป็นสถิติทดสอบแบบพารามेटริก (Parametric) และ Wilcoxon's Signed Rank Test ซึ่งเป็นสถิติทดสอบแบบนอนพารามेटริก (Non-parametric)

2. ในการตรวจสอบว่าผลตอบแทนของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก แต่ละช่วงเวลาในระยะเวลาไม่เกิน 1 ปีมีความสัมพันธ์กันหรือไม่ผู้วิจัยใช้การทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson's product moment correlation coefficient Test)

3. ในการตรวจสอบว่าระดับของการเสนอราคาต่ำกว่าราคาที่แท้จริงของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีความแตกต่างกันหรือไม่ผู้วิจัยใช้ t-test ซึ่งเป็นสถิติทดสอบแบบพารามेटริก (Parametric)

ขั้นตอนในการทำวิจัย

ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ (Absolute Return Without Benchmark) เป็นผลตอบแทนซึ่งยังไม่ได้เปรียบเทียบกับสถานะตลาดโดยรวม การขึ้นลงของราคาหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกอาจขึ้นลงเพราะปัจจัยพื้นฐานเฉพาะตัว หรือเพราะสถานะตลาดโดยรวมก็ได้ ดังนั้นการพิจารณาเพียงแค่ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกจะทำให้ไม่สามารถแยกได้ชัดว่าผลตอบแทนจากการถือครองหลักทรัพย์มาจากสถานะตลาดโดยรวมหรือมาจากปัจจัยพื้นฐานเฉพาะตัว

ผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) จึงถูกคำนวณเพื่อวัดผลตอบแทนที่มาจากปัจจัยพื้นฐานเฉพาะตัวเท่านั้น โดยผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนีคือผลตอบแทนที่แตกต่างกันระหว่างผลตอบแทนของการถือครองหลักทรัพย์นั้น ๆ และผลตอบแทนของการถือครองดัชนีเปรียบเทียบเมื่อถือครองหลักทรัพย์ไปเรื่อย ๆ ตลอดช่วงเวลาการลงทุนที่ทำการศึกษา

ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) ก็เป็นการคำนวณเพื่อวัดผลตอบแทนที่มาจากปัจจัยพื้นฐานเฉพาะตัวเท่านั้นเช่นกันแต่เป็นผลรวมของความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนของทรัพย์สินนั้น ๆ รายวันเทียบกับผลตอบแทนของดัชนีเปรียบเทียบรายวันตลอดช่วงเวลาการลงทุนที่ทำการศึกษา

เมื่อผู้วิจัยคำนวณผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญทั้งสามแบบแล้วผู้วิจัยนำผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ (Absolute Return without Benchmark) มาวิเคราะห์ว่าผลตอบแทนมีค่ามากกว่า 0 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ หากพบว่ามีความสำคัญทางสถิติเราสามารถสรุปได้ว่าการลงทุนในหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ให้ผลกำไรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติโดยคำนวณผลตอบแทนโดยใช้ราคาเสนอขาย IPO เป็นราคาฐาน

นอกจากนั้นผู้วิจัยนำผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) และผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) มาวิเคราะห์ว่าผลตอบแทนที่ผิดปกติดังกล่าวมีค่ามากกว่า 0 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ หากพบว่ามีความสำคัญทางสถิติเราสามารถสรุปได้ว่าการลงทุนในหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ให้ผลกำไรที่ผิดปกติ (Anomalies) อย่างมีนัยสำคัญ

หลังจากนั้นผู้วิจัยได้ตรวจสอบว่าผลตอบแทนหรือผลตอบแทนที่ผิดปกติของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในแต่ละช่วงเวลาในระยะเวลาไม่เกิน 1 ปีมีความสัมพันธ์กันหรือไม่โดยนำผลตอบแทนหรือผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์ระยะเวลาไม่เกิน 1 ปี มาวิเคราะห์ด้วยการทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson's product moment correlation coefficient Test) โดยแบ่งช่วงเวลาของผลตอบแทนชนิดต่าง ๆ ดังนี้

1. ผลตอบแทนหรือผลตอบแทนที่ผิดปกติวันแรกหลังจากที่หุ้นสามัญถูกซื้อขายในตลาดรอง ; $ARWB_{i,0,1-day}$ $BHAR_{i,0,1-day}$ $CAR_{i,0,1-day}$
2. ผลตอบแทนหรือผลตอบแทนที่ผิดปกติเริ่มจากสิ้นสุดวันแรก จนถึงวันสิ้นสุด 1 สัปดาห์หลังจากที่หุ้นสามัญถูกซื้อขายในตลาดรอง ; $ARWB_{i,1-day,1-week}$ $BHAR_{i,1-day,1-week}$ $CAR_{i,1-day,1-week}$
3. ผลตอบแทนหรือผลตอบแทนที่ผิดปกติเริ่มจากวันสิ้นสุด 1 สัปดาห์จนถึงวันสิ้นสุด 1 เดือนหลังจากที่หุ้นสามัญถูกซื้อขายในตลาดรอง ; $ARWB_{i,1-week,1-month}$ $BHAR_{i,1-week,1-month}$ $CAR_{i,1-week,1-month}$
4. ผลตอบแทนหรือผลตอบแทนที่ผิดปกติเริ่มจากวันสิ้นสุด 1 เดือนจนถึงวันสิ้นสุด 3 เดือนหลังจากที่หุ้นสามัญถูกซื้อขายในตลาดรอง ; $ARWB_{i,1-month,3-month}$ $BHAR_{i,1-month,3-month}$ $CAR_{i,1-month,3-month}$
5. ผลตอบแทนหรือผลตอบแทนที่ผิดปกติเริ่มจากวันสิ้นสุด 3 เดือนจนถึงวันสิ้นสุด 6 เดือนหลังจากที่หุ้นสามัญถูกซื้อขายในตลาดรอง ; $ARWB_{i,3-month,6-month}$ $BHAR_{i,3-month,6-month}$ $CAR_{i,3-month,6-month}$
6. ผลตอบแทนหรือผลตอบแทนที่ผิดปกติเริ่มจากวันสิ้นสุด 6 เดือนจนถึงวันสิ้นสุด 1 ปี หลังจาก thatหุ้นสามัญถูกซื้อขายในตลาดรอง ; $ARWB_{i,6-month,1-year}$ $BHAR_{i,6-month,1-year}$ $CAR_{i,6-month,1-year}$

ในขั้นตอนสุดท้ายผู้วิจัยได้ตรวจสอบถึงความแตกต่างของผลตอบแทนหรือผลตอบแทนที่ผิดปกติในระยะไม่เกิน 1 ปีของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกระหว่างหลักทรัพย์ที่ถูกขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ว่ามีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่โดยนำผลตอบแทนวันแรกหลังจากที่หุ้นสามัญถูกซื้อขายในตลาดรอง 1 สัปดาห์หลังจากที่หุ้นสามัญถูกซื้อขายในตลาดรอง 1 เดือนหลังจากที่หุ้นสามัญถูกซื้อขายในตลาดรอง 3 เดือนหลังจากที่หุ้นสามัญถูกซื้อขายในตลาดรอง 6 เดือนหลังจากที่หุ้นสามัญถูกซื้อขายในตลาดรอง 1 ปีหลังจากที่หุ้นสามัญถูกซื้อขายในตลาดรองของทั้งสองตลาดหลักทรัพย์มาเปรียบเทียบกัน

ผลการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 การลงทุนในหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ให้ผลตอบแทนที่มากเกินไปผิดปกติในช่วงระยะเวลาการลงทุนไม่เกิน 1 ปี

ผลตอบแทนจากการลงทุนโดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ (Absolute Return Without Benchmark) ของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในแต่ละช่วงเวลาโดยใช้สถิติทดสอบ t-test และ Wilcoxon's Signed Rank test ที่ระดับนัยสำคัญมีผลดังนี้

ตารางที่ 2 ค่าสถิติ t และ p-value สำหรับการวิเคราะห์ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ (Absolute Return Without Benchmark) ของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในแต่ละช่วงเวลา

ช่วงเวลา (P)	สถิติทดสอบ t	p-value	ผลการทดสอบ
1 วัน (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,1-day}$)	2.2486	0.0145*	ปฏิเสธ H_0
1 สัปดาห์ (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,1-week}$)	2.1812	0.0170*	ปฏิเสธ H_0
1 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,1-month}$)	2.1557	0.0180*	ปฏิเสธ H_0
3 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,3-month}$)	2.1364	0.0188*	ปฏิเสธ H_0
6 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,6-month}$)	1.7112	0.0466*	ปฏิเสธ H_0
1 ปี (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,1-year}$)	1.2295	0.1123	ยอมรับ H_0

หมายเหตุ * หมายถึง การทดสอบมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 3 ค่าสถิติ Wilcoxon's Signed - Rank และ p-value สำหรับการวิเคราะห์ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ (Absolute Return Without Benchmark) ของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในแต่ละช่วงเวลา

ช่วงเวลา (P)	สถิติทดสอบ Wilcoxon's Signed - Rank	p-value	ผลการทดสอบ
1 วัน (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,1-day}$)	877	0.0015*	ปฏิเสธ H_0
1 สัปดาห์ (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,1-week}$)	928	0.0026*	ปฏิเสธ H_0
1 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,1-month}$)	830	0.0319*	ปฏิเสธ H_0
3 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,3-month}$)	831	0.0312*	ปฏิเสธ H_0
6 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,6-month}$)	802	0.0971	ยอมรับ H_0
1 ปี (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,1-year}$)	678.5	0.4441	ยอมรับ H_0

หมายเหตุ * หมายถึง การทดสอบมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

จากผลในตารางที่ 2 และ 3 แสดงให้เห็นถึงหลักฐานของผลกำไรที่เป็นบวกจากการลงทุนในหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการลงทุนหลังจากที่หุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกเป็นระยะเวลาไม่นานมากนักในช่วงไม่เกิน 3-6 เดือนแรกจะให้ผลกำไรที่ชัดเจนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และเมื่อถือหุ้นสามัญดังกล่าวนานขึ้นจะมีผลกำไรที่ลดลงจนไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ผลกำไรดังกล่าวเป็นผลกำไรซึ่งยังไม่ได้เปรียบเทียบกับสถานะตลาดโดยรวมซึ่งก็คือตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) การขึ้นลงของราคาหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกอาจขึ้นลงเพราะปัจจัยพื้นฐานเฉพาะตัว หรือเพราะสถานะตลาดโดยรวมก็ได้

ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) ของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในแต่ละช่วงเวลาโดยใช้สถิติทดสอบ t-test และ Wilcoxon's Signed Rank test ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 มีผลดังนี้

ตารางที่ 4 ค่าสถิติ t และ p-value สำหรับการวิเคราะห์ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) ของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในแต่ละช่วงเวลา

ช่วงเวลา (P)	สถิติทดสอบ t	p-value	ผลการทดสอบ
1 วัน (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,1-day}$)	2.2413	0.0147*	ปฏิเสธ H_0
1 สัปดาห์ (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,1-week}$)	2.2962	0.0130*	ปฏิเสธ H_0
1 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,1-month}$)	2.3711	0.0108*	ปฏิเสธ H_0
3 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,3-month}$)	2.6552	0.0053*	ปฏิเสธ H_0
6 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,6-month}$)	2.4074	0.0099*	ปฏิเสธ H_0
1 ปี (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,1-year}$)	1.1745	0.1229	ยอมรับ H_0

หมายเหตุ * หมายถึง การทดสอบมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 5 ค่าสถิติ Wilcoxon's Signed - Rank และ p-value สำหรับการวิเคราะห์ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) ของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในแต่ละช่วงเวลา

ช่วงเวลา (P)	สถิติทดสอบ Wilcoxon's Signed - Rank	p-value	ผลการทดสอบ
1 วัน (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,1-day}$)	987	0.0012*	ปฏิเสธ H_0
1 สัปดาห์ (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,1-week}$)	1010	0.0006*	ปฏิเสธ H_0
1 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,1-month}$)	912	0.0099*	ปฏิเสธ H_0
3 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,3-month}$)	953	0.0033*	ปฏิเสธ H_0
6 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,6-month}$)	887	0.0181*	ปฏิเสธ H_0
1 ปี (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,1-year}$)	724	0.2853	ยอมรับ H_0

หมายเหตุ * หมายถึง การทดสอบมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

ผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) ของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย(SET) ในแต่ละช่วงเวลาโดยใช้สถิติทดสอบ t-test และ Wilcoxon's Signed Rank test ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 มีผลดังนี้

ตารางที่ 6 ค่าสถิติ t และ p-value สำหรับการวิเคราะห์ผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) ของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในแต่ละช่วงเวลา

ช่วงเวลา (P)	สถิติทดสอบ t	p-value	ผลการทดสอบ
1 วัน (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,1-day}$)	2.2413	0.0147*	ปฏิเสธ H_0
1 สัปดาห์ (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,1-week}$)	2.2739	0.0137*	ปฏิเสธ H_0
1 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,1-month}$)	2.2369	0.0149*	ปฏิเสธ H_0
3 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,3-month}$)	2.2369	0.0149*	ปฏิเสธ H_0
6 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,6-month}$)	1.7875	0.0400*	ปฏิเสธ H_0
1 ปี (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,1-year}$)	1.2311	0.1120	ยอมรับ H_0

หมายเหตุ * หมายถึง การทดสอบมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 7 ค่าสถิติ Wilcoxon's Signed - Rank และ p-value สำหรับการวิเคราะห์ผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) ของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในแต่ละช่วงเวลา

ช่วงเวลา (P)	สถิติทดสอบ Wilcoxon's Signed - Rank	p-value	ผลการทดสอบ
1 วัน (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,1-day}$)	987	0.0012*	ปฏิเสธ H_0
1 สัปดาห์ (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,1-week}$)	991	0.0011*	ปฏิเสธ H_0
1 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,1-month}$)	887	0.0181*	ปฏิเสธ H_0
3 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,3-month}$)	885	0.0189*	ปฏิเสธ H_0
6 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,6-month}$)	798	0.1037	ยอมรับ H_0
1 ปี (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,1-year}$)	652	0.5429	ยอมรับ H_0

หมายเหตุ * หมายถึง การทดสอบมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

จากผลการทดสอบสมมุติฐานตามตารางที่ 4, 5, 6 และ 7 มีหลักฐานว่าการลงทุนในหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ผลตอบแทนที่ผิดปกติเกินจากดัชนีเปรียบเทียบอย่างชัดเจนและมีนัยสำคัญทางสถิติในช่วงระยะเวลาการลงทุนระยะแรกประมาณไม่เกิน 3-6 เดือน โดยผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังจากนั้นไม่มีนัยสำคัญทางสถิติไม่ว่าจะเป็นผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) หรือ ผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) การวิเคราะห์ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ (Absolute Return Without Benchmark) ของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในแต่ละช่วงเวลาโดยใช้สถิติทดสอบ t-test และ Wilcoxon's Signed Rank test ที่ระดับนัยสำคัญมีผลดังนี้

ตารางที่ 8 ค่าสถิติ t และ p-value สำหรับการวิเคราะห์ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ (Absolute Return Without Benchmark) ของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในแต่ละช่วงเวลา

ช่วงเวลา (P)	สถิติทดสอบ t	p-value	ผลการทดสอบ
1 วัน (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,1-day}$)	2.6454	0.0052*	ปฏิเสธ H_0
1 สัปดาห์ (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,1-week}$)	1.842	0.0352*	ปฏิเสธ H_0
1 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,1-month}$)	0.79327	0.2153	ยอมรับ H_0
3 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,3-month}$)	0.63083	0.2653	ยอมรับ H_0
6 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,6-month}$)	0.37879	0.3531	ยอมรับ H_0
1 ปี (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,1-year}$)	0.56199	0.2881	ยอมรับ H_0

หมายเหตุ * หมายถึง การทดสอบมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 9 ค่าสถิติ ค่าสถิติ Wilcoxon's Signed - Rank และ p-value สำหรับการวิเคราะห์ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ (Absolute Return Without Benchmark) ของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในแต่ละช่วงเวลา

ช่วงเวลา (P)	สถิติทดสอบ Wilcoxon's Signed - Rank	p-value	ผลการทดสอบ
1 วัน (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,1-day}$)	1157	0.0377*	ปฏิเสธ H_0
1 สัปดาห์ (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,1-week}$)	1033	0.3473	ยอมรับ H_0
1 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,1-month}$)	837	0.8368	ยอมรับ H_0
3 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,3-month}$)	869	0.7755	ยอมรับ H_0
6 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,6-month}$)	811	0.8778	ยอมรับ H_0
1 ปี (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,1-year}$)	721	0.9637	ยอมรับ H_0

หมายเหตุ * หมายถึง การทดสอบมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

จากผลในตารางที่ 8 และ 9 เราสามารถสรุปได้ว่ามีหลักฐานของผลกำไรที่มีนัยสำคัญทางสถิติจากการลงทุนในหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) แต่เป็นช่วงระยะเวลาที่สั้นมาก ๆ กล่าวคือไม่เกิน 1 วัน (จากการใช้การทดสอบด้วยสถิติ t) หรือ 1 สัปดาห์ (จากการใช้การทดสอบด้วยสถิติ Wilcoxon's Signed - Rank) เท่านั้นหลังจากนั้นจะมีผลกำไรที่ลดลงจนไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ผลกำไรดังกล่าวเป็นผลกำไรซึ่งยังไม่ได้เปรียบเทียบกับสภาวะตลาดโดยรวมซึ่งก็คือตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) การขึ้นลงของราคาหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกอาจขึ้นลงเพราะปัจจัยพื้นฐานเฉพาะตัว หรือเพราะสภาวะตลาดโดยรวมก็ได้

ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return - CAR) ของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในแต่ละช่วงเวลาโดยใช้สถิติทดสอบ t-test และ Wilcoxon's Signed Rank test ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 มีผลดังนี้

ตารางที่ 10 ค่าสถิติ t และ p-value สำหรับการวิเคราะห์ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return - CAR) ของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในแต่ละช่วงเวลา

ช่วงเวลา (P)	สถิติทดสอบ t	p-value	ผลการทดสอบ
1 วัน (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,1-day}$)	2.5974	0.0059*	ปฏิเสธ H_0
1 สัปดาห์ (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,1-week}$)	2.0379	0.0230*	ปฏิเสธ H_0
1 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,1-month}$)	1.0794	0.1423	ยอมรับ H_0
3 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,3-month}$)	1.422	0.0801	ยอมรับ H_0
6 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,6-month}$)	1.4512	0.0759	ยอมรับ H_0
1 ปี (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,1-year}$)	1.8645	0.0335*	ปฏิเสธ H_0

หมายเหตุ * หมายถึง การทดสอบมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 11 ค่าสถิติ ค่าสถิติ Wilcoxon's Signed - Rank และ p-value สำหรับการวิเคราะห์ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) ของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในแต่ละช่วงเวลา

ช่วงเวลา (P)	สถิติทดสอบ Wilcoxon's Signed - Rank	p-value	ผลการทดสอบ
1 วัน (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,1-day}$)	1189	0.0686	ยอมรับ H_0
1 สัปดาห์ (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,1-week}$)	1077	0.2416	ยอมรับ H_0
1 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,1-month}$)	921	0.6527	ยอมรับ H_0
3 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,3-month}$)	1029	0.3577	ยอมรับ H_0
6 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,6-month}$)	1041	0.3268	ยอมรับ H_0
1 ปี (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,1-year}$)	1144	0.1208	ยอมรับ H_0

หมายเหตุ * หมายถึง การทดสอบมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

ผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) ของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในแต่ละช่วงเวลาโดยใช้สถิติทดสอบ t-test และ Wilcoxon's Signed Rank test ที่ระดับนัยสำคัญมีผลดังนี้

ตารางที่ 12 ค่าสถิติ t และ p-value สำหรับการวิเคราะห์ผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) ของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในแต่ละช่วงเวลา

ช่วงเวลา (P)	สถิติทดสอบ t	p-value	ผลการทดสอบ
1 วัน (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,1-day}$)	2.5974	0.0059*	ปฏิเสธ H_0
1 สัปดาห์ (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,1-week}$)	1.8646	0.0335*	ปฏิเสธ H_0
1 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,1-month}$)	0.9964	0.1615	ยอมรับ H_0
3 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,3-month}$)	1.2659	0.1052	ยอมรับ H_0
6 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,6-month}$)	1.354	0.0904	ยอมรับ H_0
1 ปี (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,1-year}$)	1.6977	0.0473*	ปฏิเสธ H_0

หมายเหตุ * หมายถึง การทดสอบมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 13 ค่าสถิติ ค่าสถิติ Wilcoxon's Signed - Rank และ p-value สำหรับการวิเคราะห์ผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) ของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในแต่ละช่วงเวลา

ช่วงเวลา (P)	สถิติทดสอบ Wilcoxon's Signed - Rank	p-value	ผลการทดสอบ
1 วัน (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,1-day}$)	1189	0.0686	ยอมรับ H_0
1 สัปดาห์ (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,1-week}$)	1030	0.3551	ยอมรับ H_0
1 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,1-month}$)	865	0.7838	ยอมรับ H_0
3 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,3-month}$)	957	0.5558	ยอมรับ H_0
6 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,6-month}$)	953	0.5668	ยอมรับ H_0
1 ปี (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,1-year}$)	1016	0.3923	ยอมรับ H_0

หมายเหตุ * หมายถึง การทดสอบมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 10 และ 12 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 เมื่อวิเคราะห์ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) และผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) ของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยการทดสอบด้วยสถิติ t พบว่าในการลงทุนในช่วงเวลา 1 วัน และ 1 สัปดาห์ ซึ่งเป็นระยะเวลาถือครองที่สั้นมาก ๆ และ 1 ปี ให้ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) มากกว่าศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนในช่วงเวลา 1 เดือน 3 เดือน และ 6 เดือน ให้ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เป็นที่น่าสังเกตว่าสำหรับในกรณีของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) การถือครองหลักทรัพย์ในต่อไปเรื่อย ๆ หลังจากผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) ลดลงในช่วง 1 เดือน 3 เดือน และ 6 เดือนนั้นจะให้ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) ที่มากขึ้นเรื่อย ๆ จนกลับมามีนัยสำคัญทางสถิติหากถือครองหลักทรัพย์ครบ 1 ปี

จากตารางที่ 11 และ 13 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 เมื่อวิเคราะห์ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) และผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) ของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยการทดสอบด้วยสถิติ Wilcoxon's Signed - Rank พบว่าในการลงทุนในช่วงเวลา 1 วัน 1 สัปดาห์ 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน และ 1 ปี ไม่ให้ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 แต่อย่างไรก็ดีผลดังกล่าวมีความสอดคล้องกับการทดสอบด้วยสถิติ t จากตารางที่ 10 และ 12 เนื่องจากพบว่าค่า p-value ของการลงทุนในช่วง 1 วัน ซึ่งเป็นระยะเวลาที่สั้นมาก ๆ นั้น มีค่าเท่ากับ 0.0686 ซึ่งใกล้เคียงกับการมีนัยสำคัญทางสถิติ ระดับนัยสำคัญ 0.05 นอกจากนั้นจะเห็นได้ว่า

การถือครองหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ไปเรื่อย ๆ จนครบ 1 ปีนั้น จะให้ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) ที่มากขึ้นเรื่อย ๆ โดยสังเกตจากค่า p-value ที่ลดลงเรื่อย ๆ ถึงแม้ว่าค่า p-value ที่ระดับ 0.1208 และ 0.3923 ของการลงทุนในช่วง 1 ปี จะยังไม่สามารถสรุปได้ว่าผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) มีนัยสำคัญทางสถิติระดับนัยสำคัญ 0.05 หากถือครองหลักทรัพย์ครบ 1 ปีแต่ผลที่ได้ก็สอดคล้องกับการทดสอบด้วยสถิติ t กล่าวคือการถือครองหลักทรัพย์ในต่อไปเรื่อย ๆ ครบ 1 ปีจะทำให้ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) มีค่ามากขึ้นสำหรับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

จากผลการทดสอบสมมติฐานจากตารางที่ 2-13 โดยการทดสอบโดยสถิติ t และสถิติ Wilcoxon's Signed - Rank เราสามารถสรุปได้ว่ามีหลักฐานว่าการลงทุนในหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ให้ผลกำไรและผลตอบแทนที่มากเกินไปผิดปกติในช่วงระยะเวลาการลงทุนไม่เกิน 1 ปีสำหรับระยะเวลาที่ทำการศึกษาโดยมีความแตกต่างกันเล็กน้อยระหว่างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะให้ผลกำไรและผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงเวลาที่ยาวนานกว่า (ช่วง 3-6 เดือนแรก) แต่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ให้ผลกำไรและผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงระยะเวลาสั้นมาก ๆ (1 วัน ถึง 1 สัปดาห์) เท่านั้น แต่อย่างไรก็ตามมีหลักฐานว่าหากถือครองหลักทรัพย์ต่อไปเรื่อย ๆ จนครบ 1 ปี จะทำให้ผลกำไรและผลตอบแทนที่มากเกินไปผิดปกติกลับมามีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งหลักฐานดังกล่าวชี้ให้เห็นว่าบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ตั้งราคาหลักทรัพย์ที่ออกขายต่ำกว่าที่แท้จริงโดยมีการเสนอราคาต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Underpricing) ของบริษัทที่นำหุ้นสามัญออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกทำให้นักลงทุนจำนวนสามารถได้เข้าไปซื้อหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกเพื่อแสวงหากำไรที่ผิดปกติโดยเพื่อชดเชยปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามข้อสรุปของของ Beatty & Ritter (1986 pp.213-232)

สมมติฐานที่ 2 ผลตอบแทนของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกแต่ละช่วงเวลาในระยะเวลาไม่เกิน 1 ปี มีความสัมพันธ์กัน และ ผลตอบแทนในช่วงระยะเริ่มต้นสามารถเป็นตัวชี้วัดและทำนายผลตอบแทนในระยะถัดมาได้

ผู้วิจัยได้นำผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ (Absolute Return Without Benchmark) ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) และผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) ในแต่ละช่วงเวลาในระยะเวลาไม่เกิน 1 ปี มาหาความสัมพันธ์โดยวิเคราะห์ด้วยการทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson's product moment correlation coefficient Test) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาด เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยมีผลดังนี้

ตารางที่ 14 ค่าสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (ρ), ค่าสถิติ t , p -value และ ผลการทดสอบสำหรับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ (Absolute Return Without Benchmark) ในแต่ละช่วงเวลาที่ต่างกัน ระยะเวลาไม่เกิน 1 ปีในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนจากการลงทุน โดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ (Absolute Return Without Benchmark)แต่ละช่วงเวลาในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)	ค่าสหสัมพันธ์ ของเพียร์สัน (ρ)	สถิติ ทดสอบ t	p -value	ผลการ ทดสอบ
ARWB _{i,0,1-day} กับ ARWB _{i,1-day,1-week}	0.0710	0.4979	0.6208	ยอมรับ H_0
ARWB _{i,0,1-day} กับ ARWB _{i,1-week,1-month}	0.1187	0.8369	0.4067	ยอมรับ H_0
ARWB _{i,0,1-day} กับ ARWB _{i,1-month,3-month}	-0.0837	-0.5880	0.5593	ยอมรับ H_0
ARWB _{i,0,1-day} กับ ARWB _{i,3-month,6-month}	-0.3258	-2.4123	0.0196*	ปฏิเสธ H_0
ARWB _{i,0,1-day} กับ ARWB _{i,6-month,1-year}	-0.0718	-0.5042	0.6164	ยอมรับ H_0
ARWB _{i,1-day,1-week} กับ ARWB _{i,1-week,1-month}	0.1720	1.2224	0.2274	ยอมรับ H_0
ARWB _{i,1-day,1-week} กับ ARWB _{i,1-month,3-month}	-0.2282	-1.6407	0.1073	ยอมรับ H_0
ARWB _{i,1-day,1-week} กับ ARWB _{i,3-month,6-month}	0.0021	0.0147	0.9883	ยอมรับ H_0
ARWB _{i,1-day,1-week} กับ ARWB _{i,6-month,1-year}	-0.0998	-0.7022	0.4859	ยอมรับ H_0
ARWB _{i,1-week,1-month} กับ ARWB _{i,1-month,3-month}	-0.2231	-1.6019	0.1156	ยอมรับ H_0
ARWB _{i,1-week,1-month} กับ ARWB _{i,3-month,6-month}	0.2678	1.9455	0.0575	ยอมรับ H_0
ARWB _{i,1-week,1-month} กับ ARWB _{i,6-month,1-year}	0.0016	0.0110	0.9912	ยอมรับ H_0
ARWB _{i,1-month,3-month} กับ ARWB _{i,3-month,6-month}	0.0396	0.2774	0.7827	ยอมรับ H_0
ARWB _{i,1-month,3-month} กับ ARWB _{i,6-month,1-year}	0.2153	1.5429	0.1293	ยอมรับ H_0
ARWB _{i,3-month,6-month} กับ ARWB _{i,6-month,1-year}	0.0266	0.1861	0.8531	ยอมรับ H_0

หมายเหตุ * หมายถึง การทดสอบมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 15 ค่าสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (ρ), ค่าสถิติ t , p -value และ ผลการทดสอบสำหรับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) ในแต่ละช่วงเวลาที่ต่างกัน ระยะเวลาไม่เกิน 1 ปี ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) แต่ละช่วงเวลาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)	ค่าสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (ρ)	สถิติทดสอบ t	p -value	ผลการทดสอบ
CAR _{i,0,1-day} กับ CAR _{i,1-day,1-week}	0.0479	0.3359	0.7384	ยอมรับ H_0
CAR _{i,0,1-day} กับ CAR _{i,1-week,1-month}	0.0903	0.6344	0.5287	ยอมรับ H_0
CAR _{i,0,1-day} กับ CAR _{i,1-month,3-month}	-0.1924	-1.3721	0.1763	ยอมรับ H_0
CAR _{i,0,1-day} กับ CAR _{i,3-month,6-month}	-0.2857	-2.0865	0.0422*	ปฏิเสธ H_0
CAR _{i,0,1-day} กับ CAR _{i,6-month,1-year}	-0.0942	-0.6621	0.5110	ยอมรับ H_0
CAR _{i,1-day,1-week} กับ CAR _{i,1-week,1-month}	0.0970	0.6821	0.4984	ยอมรับ H_0
CAR _{i,1-day,1-week} กับ CAR _{i,1-month,3-month}	-0.1521	-1.0770	0.2867	ยอมรับ H_0
CAR _{i,1-day,1-week} กับ CAR _{i,3-month,6-month}	0.0104	0.0730	0.9421	ยอมรับ H_0
CAR _{i,1-day,1-week} กับ CAR _{i,6-month,1-year}	-0.0748	-0.5251	0.6019	ยอมรับ H_0
CAR _{i,1-week,1-month} กับ CAR _{i,1-month,3-month}	0.0074	0.0519	0.9588	ยอมรับ H_0
CAR _{i,1-week,1-month} กับ CAR _{i,3-month,6-month}	0.0327	0.2293	0.8196	ยอมรับ H_0
CAR _{i,1-week,1-month} กับ CAR _{i,6-month,1-year}	0.0050	0.0353	0.9720	ยอมรับ H_0
CAR _{i,1-month,3-month} กับ CAR _{i,3-month,6-month}	0.1863	1.3270	0.1907	ยอมรับ H_0
CAR _{i,1-month,3-month} กับ CAR _{i,6-month,1-year}	0.2120	1.5183	0.1354	ยอมรับ H_0
CAR _{i,3-month,6-month} กับ CAR _{i,6-month,1-year}	0.1526	1.0810	0.2850	ยอมรับ H_0

หมายเหตุ * หมายถึง การทดสอบมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 16 ค่าสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (ρ), ค่าสถิติ t , p -value และผลการทดสอบสำหรับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) ในแต่ละช่วงเวลาที่ต่างกัน ระยะเวลาไม่เกิน 1 ปี ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) แต่ละช่วงเวลาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)	ค่าสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (ρ)	สถิติทดสอบ t	p -value	ผลการทดสอบ
BHAR _{i,0,1-day} กับ BHAR _{i,1-day,1-week}	0.0443	0.3105	0.7575	ยอมรับ H_0
BHAR _{i,0,1-day} กับ BHAR _{i,1-week,1-month}	0.1764	1.2541	0.2157	ยอมรับ H_0
BHAR _{i,0,1-day} กับ BHAR _{i,1-month,3-month}	-0.2051	-1.4665	0.1489	ยอมรับ H_0
BHAR _{i,0,1-day} กับ BHAR _{i,3-month,6-month}	-0.2811	-2.0502	0.0457*	ปฏิเสธ H_0
BHAR _{i,0,1-day} กับ BHAR _{i,6-month,1-year}	-0.0558	-0.3916	0.6971	ยอมรับ H_0
BHAR _{i,1-day,1-week} กับ BHAR _{i,1-week,1-month}	0.0950	0.6682	0.5071	ยอมรับ H_0
BHAR _{i,1-day,1-week} กับ BHAR _{i,1-month,3-month}	-0.1460	-1.0332	0.3066	ยอมรับ H_0
BHAR _{i,1-day,1-week} กับ BHAR _{i,3-month,6-month}	-0.0117	-0.0821	0.9349	ยอมรับ H_0
BHAR _{i,1-day,1-week} กับ BHAR _{i,6-month,1-year}	-0.0425	-0.2977	0.7672	ยอมรับ H_0
BHAR _{i,1-week,1-month} กับ BHAR _{i,1-month,3-month}	-0.0241	-0.1691	0.8664	ยอมรับ H_0
BHAR _{i,1-week,1-month} กับ BHAR _{i,3-month,6-month}	0.0370	0.2593	0.7965	ยอมรับ H_0
BHAR _{i,1-week,1-month} กับ BHAR _{i,6-month,1-year}	-0.0278	-0.1948	0.8464	ยอมรับ H_0
BHAR _{i,1-month,3-month} กับ BHAR _{i,3-month,6-month}	0.2218	1.5922	0.1178	ยอมรับ H_0
BHAR _{i,1-month,3-month} กับ BHAR _{i,6-month,1-year}	0.2313	1.6643	0.1024	ยอมรับ H_0
BHAR _{i,3-month,6-month} กับ BHAR _{i,6-month,1-year}	0.1784	1.2695	0.2103	ยอมรับ H_0

หมายเหตุ * หมายถึง การทดสอบมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 14,15 และ 16 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ด้วยการทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson's product moment correlation coefficient Test) ผู้วิจัยพบว่าในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีความสัมพันธ์กันระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ (Absolute Return Without Benchmark) ในวันแรก (ARWB_{i,0,1-day}) กับ ช่วงเวลาเริ่มจากวันสิ้นสุด 3 เดือนจนถึงวันสิ้นสุด 6 เดือน (ARWB_{i,3-month,6-month}) หลังจากที่หุ้นสามัญถูกซื้อขายในตลาดรองโดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญซึ่งหมายความว่า ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ (Absolute Return Without Benchmark) ในช่วงวันแรกสามารถเป็นตัวชี้วัดและทำนายผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ (Absolute Return Without Benchmark) ในช่วงเวลาเริ่มจากวันสิ้นสุด 3 เดือนจนถึงวันสิ้นสุด 6 เดือนได้ โดยมีทิศทางตรงกันข้าม

ผู้วิจัยพบอีกว่ามีความสัมพันธ์กันระหว่างผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return) ในวันแรก ($CAR_{i,0,1-day}$) กับ ช่วงเวลาเริ่มจากวันสิ้นสุด 3 เดือนจนถึงวันสิ้นสุด 6 เดือน ($CAR_{i,3-month,6-month}$) หลังจากที่หุ้นสามัญเริ่มถูกซื้อขายในตลาดรองโดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญนั้นหมายความว่า ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return) ในช่วงวันแรกสามารถเป็นตัวชี้วัดและทำนายผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return) ในช่วงเวลาเริ่มจากวันสิ้นสุด 3 เดือนจนถึงวันสิ้นสุด 6 เดือนได้ โดยมีทิศทางตรงกันข้าม

นอกจากนั้นผู้วิจัยยังพบอีกว่ามีความสัมพันธ์กันระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) ในวันแรก ($BHAR_{i,0,1-day}$) กับ ช่วงเวลาเริ่มจากวันสิ้นสุด 3 เดือนจนถึงวันสิ้นสุด 6 เดือน ($BHAR_{i,3-month,6-month}$) หลังจากที่หุ้นสามัญเริ่มถูกซื้อขายในตลาดรองโดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ นั้นหมายความว่า ผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) ในช่วงวันแรกสามารถเป็นตัวชี้วัดและทำนายผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) ในช่วงเวลาเริ่มจากวันสิ้นสุด 3 เดือนจนถึงวันสิ้นสุด 6 เดือนได้ โดยมีทิศทางตรงกันข้าม

ตารางที่ 17 ค่าสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (r), ค่าสถิติ t, p-value และ ผลการทดสอบสำหรับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนี (Absolute Return Without Benchmark) ในแต่ละช่วงเวลาที่ต่างกัน ระยะเวลาไม่เกิน 1 ปี ในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI)

ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนจากการลงทุนโดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ (Absolute Return Without Benchmark)แต่ละช่วงเวลาในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)	ค่าสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (p)	สถิติทดสอบ t	p-value	ผลการทดสอบ
$ARWB_{i,0,1-day}$ กับ $ARWB_{i,1-day,1-week}$	-0.0082	-0.0632	0.9498	ยอมรับ H_0
$ARWB_{i,0,1-day}$ กับ $ARWB_{i,1-week,1-month}$	-0.0088	-0.0678	0.9462	ยอมรับ H_0
$ARWB_{i,0,1-day}$ กับ $ARWB_{i,1-month,3-month}$	-0.0629	-0.4885	0.6269	ยอมรับ H_0
$ARWB_{i,0,1-day}$ กับ $ARWB_{i,3-month,6-month}$	0.0339	0.2627	0.7936	ยอมรับ H_0
$ARWB_{i,0,1-day}$ กับ $ARWB_{i,6-month,1-year}$	0.1261	0.9849	0.3286	ยอมรับ H_0
$ARWB_{i,1-day,1-week}$ กับ $ARWB_{i,1-week,1-month}$	0.1172	0.9143	0.3642	ยอมรับ H_0
$ARWB_{i,1-day,1-week}$ กับ $ARWB_{i,1-month,3-month}$	0.2619	2.1019	0.0398*	ปฏิเสธ H_0
$ARWB_{i,1-day,1-week}$ กับ $ARWB_{i,3-month,6-month}$	-0.0023	-0.0181	0.9856	ยอมรับ H_0
$ARWB_{i,1-day,1-week}$ กับ $ARWB_{i,6-month,1-year}$	0.1677	1.3176	0.1927	ยอมรับ H_0
$ARWB_{i,1-week,1-month}$ กับ $ARWB_{i,1-month,3-month}$	-0.0181	-0.1402	0.8890	ยอมรับ H_0
$ARWB_{i,1-week,1-month}$ กับ $ARWB_{i,3-month,6-month}$	-0.1026	-0.7993	0.4272	ยอมรับ H_0
$ARWB_{i,1-week,1-month}$ กับ $ARWB_{i,6-month,1-year}$	-0.1077	-0.8391	0.4047	ยอมรับ H_0
$ARWB_{i,1-month,3-month}$ กับ $ARWB_{i,3-month,6-month}$	-0.0693	-0.5379	0.5927	ยอมรับ H_0
$ARWB_{i,1-month,3-month}$ กับ $ARWB_{i,6-month,1-year}$	-0.0383	-0.2972	0.7674	ยอมรับ H_0
$ARWB_{i,3-month,6-month}$ กับ $ARWB_{i,6-month,1-year}$	0.2011	1.5900	0.1171	ยอมรับ H_0

หมายเหตุ * หมายถึง การทดสอบมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 18 ค่าสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (r), ค่าสถิติ t, p-value และผลการทดสอบสำหรับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) ในแต่ละช่วงเวลาที่แตกต่างกัน ระยะเวลาไม่เกิน 1 ปี ในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI)

ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) แต่ละช่วงเวลาในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)	ค่าสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (p)	สถิติทดสอบ t	p-value	ผลการทดสอบ
CAR _{i,0,1-day} กับ CAR _{i,1-day,1-week}	-0.0308	-0.2391	0.8119	ยอมรับ H ₀
CAR _{i,0,1-day} กับ CAR _{i,1-week,1-month}	-0.0319	-0.2470	0.8057	ยอมรับ H ₀
CAR _{i,0,1-day} กับ CAR _{i,1-month,3-month}	-0.0726	-0.5636	0.5751	ยอมรับ H ₀
CAR _{i,0,1-day} กับ CAR _{i,3-month,6-month}	-0.0015	-0.0118	0.9906	ยอมรับ H ₀
CAR _{i,0,1-day} กับ CAR _{i,6-month,1-year}	0.0052	0.0402	0.9681	ยอมรับ H ₀
CAR _{i,1-day,1-week} กับ CAR _{i,1-week,1-month}	0.1171	0.9131	0.3649	ยอมรับ H ₀
CAR _{i,1-day,1-week} กับ CAR _{i,1-month,3-month}	0.2301	1.8319	0.0719	ยอมรับ H ₀
CAR _{i,1-day,1-week} กับ CAR _{i,3-month,6-month}	0.0246	0.1906	0.8495	ยอมรับ H ₀
CAR _{i,1-day,1-week} กับ CAR _{i,6-month,1-year}	0.1637	1.2857	0.2035	ยอมรับ H ₀
CAR _{i,1-week,1-month} กับ CAR _{i,1-month,3-month}	0.0686	0.5326	0.5963	ยอมรับ H ₀
CAR _{i,1-week,1-month} กับ CAR _{i,3-month,6-month}	-0.0428	-0.3315	0.7414	ยอมรับ H ₀
CAR _{i,1-week,1-month} กับ CAR _{i,6-month,1-year}	0.0191	0.1483	0.8826	ยอมรับ H ₀
CAR _{i,1-month,3-month} กับ CAR _{i,3-month,6-month}	0.0801	0.6226	0.5359	ยอมรับ H ₀
CAR _{i,1-month,3-month} กับ CAR _{i,6-month,1-year}	-0.0748	-0.5809	0.5635	ยอมรับ H ₀
CAR _{i,3-month,6-month} กับ CAR _{i,6-month,1-year}	0.2176	1.7266	0.0894	ยอมรับ H ₀

ตารางที่ 19 ค่าสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (r), ค่าสถิติ t, p-value และผลการทดสอบสำหรับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) ในแต่ละช่วงเวลาที่แตกต่างกัน ระยะเวลาไม่เกิน 1 ปี ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) แต่ละช่วงเวลาในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)	ค่าสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (ρ)	สถิติทดสอบ t	p-value	ผลการทดสอบ
BHAR _{i,0,1-day} กับ BHAR _{i,1-day,1-week}	-0.0240	-0.1863	0.8528	ยอมรับ H ₀
BHAR _{i,0,1-day} กับ BHAR _{i,1-week,1-month}	-0.0703	-0.5460	0.5871	ยอมรับ H ₀
BHAR _{i,0,1-day} กับ BHAR _{i,1-month,3-month}	-0.1519	-1.1903	0.2386	ยอมรับ H ₀
BHAR _{i,0,1-day} กับ BHAR _{i,3-month,6-month}	-0.0085	-0.0659	0.9476	ยอมรับ H ₀
BHAR _{i,0,1-day} กับ BHAR _{i,6-month,1-year}	0.1318	1.0301	0.3071	ยอมรับ H ₀
BHAR _{i,1-day,1-week} กับ BHAR _{i,1-week,1-month}	0.1085	0.8451	0.4014	ยอมรับ H ₀
BHAR _{i,1-day,1-week} กับ BHAR _{i,1-month,3-month}	0.1908	1.5059	0.1373	ยอมรับ H ₀
BHAR _{i,1-day,1-week} กับ BHAR _{i,3-month,6-month}	0.0652	0.5058	0.6148	ยอมรับ H ₀
BHAR _{i,1-day,1-week} กับ BHAR _{i,6-month,1-year}	0.2431	1.9409	0.0570	ยอมรับ H ₀
BHAR _{i,1-week,1-month} กับ BHAR _{i,1-month,3-month}	-0.0357	-0.2764	0.7832	ยอมรับ H ₀
BHAR _{i,1-week,1-month} กับ BHAR _{i,3-month,6-month}	-0.0386	-0.2992	0.7658	ยอมรับ H ₀
BHAR _{i,1-week,1-month} กับ BHAR _{i,6-month,1-year}	0.0134	0.1039	0.9176	ยอมรับ H ₀
BHAR _{i,1-month,3-month} กับ BHAR _{i,3-month,6-month}	0.0571	0.4431	0.6593	ยอมรับ H ₀
BHAR _{i,1-month,3-month} กับ BHAR _{i,6-month,1-year}	-0.1767	-1.3908	0.1694	ยอมรับ H ₀
BHAR _{i,3-month,6-month} กับ BHAR _{i,6-month,1-year}	0.2371	1.8906	0.0635	ยอมรับ H ₀

จากตารางที่ 17,18 และ 19 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ด้วยการทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson's product moment correlation coefficient Test) ผู้วิจัยพบว่าในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) มีความสัมพันธ์กันระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ (Absolute Return Without Benchmark) ในช่วงเวลาเริ่มจากวันสิ้นสุดวันแรกถึง 1 สัปดาห์ (ARWB_{i,1-day,1-week}) กับ ช่วงเวลาเริ่มจากวันสิ้นสุด 1 เดือนจนถึงวันสิ้นสุด 3 เดือน (ARWB_{i,1-month,3-month}) หลังจากที่หุ้นสามัญถูกซื้อขายในตลาดรองโดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญนั้นหมายความว่า ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ (Absolute Return Without Benchmark) ในช่วงเวลาเริ่มจากวันสิ้นสุดวันแรกถึง 1 สัปดาห์สามารถเป็นตัวชี้วัดและทำนายผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ (Absolute Return Without Benchmark) ในช่วงเวลาเริ่มจากวันสิ้นสุด 1 เดือนจนถึงวันสิ้นสุด 3 เดือนได้ โดยมีทิศทางเดียวกัน

อย่างไรก็ดีสำหรับตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) นั้นผู้วิจัยไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) ในทุกช่วงเวลาที่แตกต่างกัน และไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี

(Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) ในทุกช่วงเวลาที่แตกต่างกันเช่นกัน นั้นหมายความว่าไม่มีหลักฐานที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ชี้ให้เห็นว่าผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) และผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) ในช่วงระยะเริ่มต้นไม่สามารถเป็นตัวชี้วัดและทำนายผลตอบแทนที่ผิดปกติดังกล่าวในระยะถัดมาได้

สมมติฐานที่ 3 ระดับของการเสนอราคาต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีความแตกต่างกัน ซึ่งสะท้อนถึงระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลที่แตกต่างกัน ผู้วิจัยได้เปรียบเทียบระดับการเสนอราคาต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Underpricing) เพื่อชดเชยปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลตามข้อสรุปของ Beatty & Ritter (1986) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ว่ามีความแตกต่างกันหรือไม่ โดยพิจารณาความแตกต่างผลตอบแทนจากการลงทุนโดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ (Absolute Return Without Benchmark), ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) และผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) ของทั้งสองตลาดหลักทรัพย์โดยใช้สถิติทดสอบ t-test ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ตารางที่ 20 ค่าสถิติ t , p-value และ ผลการทดสอบในการวิเคราะห์ความแตกต่างของผลตอบแทนจากการลงทุนโดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ (Absolute Return Without Benchmark) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในแต่ละช่วงเวลา

ช่วงเวลา (P)	สถิติทดสอบ t	p-value	ผลการทดสอบ
1 วัน (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,1-day}$)	0.92384	0.3577	ยอมรับ H_0
1 สัปดาห์ (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,1-week}$)	0.28275	0.7779	ยอมรับ H_0
1 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,1-month}$)	-0.92681	0.3560	ยอมรับ H_0
3 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,3-month}$)	-1.0289	0.3058	ยอมรับ H_0
6 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,6-month}$)	-0.82902	0.4089	ยอมรับ H_0
1 ปี (ค่าเฉลี่ยของ $ARWB_{i,0,1-year}$)	-0.43158	0.6669	ยอมรับ H_0

ตารางที่ 21 ค่าสถิติ t, p-value และ ผลการทดสอบในการวิเคราะห์ความแตกต่างของผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในแต่ละช่วงเวลา

ช่วงเวลา (P)	สถิติทดสอบ t	p-value	ผลการทดสอบ
1 วัน (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,1-day}$)	0.8895	0.3758	ยอมรับ H_0
1 สัปดาห์ (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,1-week}$)	0.3617	0.7183	ยอมรับ H_0
1 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,1-month}$)	-0.5582	0.5779	ยอมรับ H_0
3 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,3-month}$)	-0.4636	0.6439	ยอมรับ H_0
6 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,6-month}$)	-0.2427	0.8087	ยอมรับ H_0
1 ปี (ค่าเฉลี่ยของ $CAR_{i,0,1-year}$)	0.5536	0.5810	ยอมรับ H_0

ตารางที่ 22 ค่าสถิติ t, p-value และ ผลการทดสอบในการวิเคราะห์ความแตกต่างของผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในแต่ละช่วงเวลา

ช่วงเวลา (P)	สถิติทดสอบ t	p-value	ผลการทดสอบ
1 วัน (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,1-day}$)	0.8895	0.3758	ยอมรับ H_0
1 สัปดาห์ (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,1-week}$)	0.2590	0.7962	ยอมรับ H_0
1 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,1-month}$)	-0.8315	0.4075	ยอมรับ H_0
3 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,3-month}$)	-0.6429	0.5216	ยอมรับ H_0
6 เดือน (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,6-month}$)	-0.1629	0.8709	ยอมรับ H_0
1 ปี (ค่าเฉลี่ยของ $BHAR_{i,0,1-year}$)	0.2659	0.7908	ยอมรับ H_0

จากตารางที่ 20, 21 และ 22 ผู้วิจัยพบว่าไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ของระดับผลตอบแทนจากการลงทุนโดยไม่เปรียบเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ (Absolute Return Without Benchmark), ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR), และผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) ในการลงทุนในหลักทรัพย์ออกใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในช่วงระยะเวลาหนึ่งปี ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่า ระดับของการเสนอราคาต่ำกว่าราคาที่แท้จริงของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ไม่มีความแตกต่างกัน หรืออนุมานได้ว่าระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลไม่แตกต่างกัน

อภิปรายผล

จากผลของการทดสอบสมมติฐานในงานวิจัยฉบับนี้พบว่ามีหลักฐานของการเสนอราคาต่ำกว่าราคาที่แท้จริง (Underpricing) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งเป็นดัชนีชี้วัดถึงระดับปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งทำให้การระดมทุนของบริษัทจดทะเบียนใหม่ที่ต้องการระดมทุนในตลาดแรกไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร และนักลงทุนสามารถแสวงหากำไรที่มากผิดปกติ (Anomalies) โดยการเข้าไปซื้อหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก โดยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะให้ผลกำไรและผลตอบแทนที่ผิดปกติที่ยาวนานกว่าในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ อย่างไรก็ตามการเสนอราคาต่ำกว่าราคาที่แท้จริง (Underpricing) ไม่มีความแตกต่างกันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ผู้วิจัยยังพบอีกว่าในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) นักลงทุนสามารถสามารถใช้ผลตอบแทนในช่วงระยะเริ่มต้นเป็นตัวชี้วัดและทำนายผลตอบแทนในระยะถัดมาได้ โดยผลตอบแทนหรือผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติที่สูงในวันแรกสามารถใช้ทำนายได้ว่าผลตอบแทนหรือผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติในช่วง 3-6 เดือนถัดมา มักจะมีระดับไม่สูงมากนัก ส่วนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ นั้นหลักฐานของความสัมพันธ์ของผลตอบแทนหรือผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติในช่วงระยะเริ่มต้น และผลตอบแทนหรือผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติในระยะถัดมาไม่ชัดเจนมากนักเนื่องจากถึงแม้จะมีหลักฐานความสัมพันธ์ของผลตอบแทนในช่วงระยะเริ่มต้น (ช่วง 1 วัน ถึง 1 สัปดาห์แรก) และระยะถัดมา (ช่วง 1 เดือน ถึง 3 เดือนแรก) แต่ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวสำหรับผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติ

ข้อเสนอแนะ

1. การวัดผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติเมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Cumulative Abnormal Return – CAR) และผลตอบแทนที่ผิดปกติของการถือครองหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี (Buy and Hold Abnormal Return – BHAR) ในงานวิจัยฉบับนี้ใช้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) และ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI Index) แต่การวิจัยในอนาคตสามารถใช้ดัชนีรายอุตสาหกรรมในการวัดผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติที่แม่นยำมากยิ่งขึ้น โดยสามารถกำจัดผลของความแตกต่างของกลุ่มอุตสาหกรรมของหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ได้
2. ข้อเสนอของงานวิจัยฉบับนี้มาจากหุ้นสามัญออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2559 – 2563 โดยสำหรับปี 2563 ผู้วิจัยได้รวบรวมข้อมูลหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรกก่อนวันที่ 30 สิงหาคม 2563 เท่านั้น ผู้ที่สนใจสามารถยืนยันข้อเสนอของงานวิจัยนี้โดยใช้ข้อมูลหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรกในช่วงเวลาที่แตกต่างกันออกไป
3. งานวิจัยฉบับนี้พบหลักฐานของการเสนอราคาต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Underpricing)
4. ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และยังพบอีกด้วยว่านักลงทุนสามารถสามารถใช้ผลตอบแทนในช่วงระยะเริ่มต้นเป็นตัวชี้วัดและทำนายผลตอบแทนในระยะถัดมาได้ ดังนั้นจึงเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการกำหนดกลยุทธ์ในการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรก

เอกสารอ้างอิง

- กัลยาณี ภาควัต. (2559). ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ไทย. *วารสาร Veridian E-Journal, มหาวิทยาลัยศิลปากร*, 9(1), 1173-1189.
- Allen, F., & Faulhaber, G. R. (1989). Signaling by underpricing in the IPO market. *Journal of financial Economics*, 23(2), 303-323.
- Aumeboonsuke, V., & Tangjitprom, N. (2012). The performance of newly issued stocks in Thailand. *International journal of economics and finance*, 4(1), 103-109.
- 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.
- Beatty, R. P., & Welch, I. (1996). Issuer expenses and legal liability in initial public offerings. *The Journal of Law and Economics*, 39(2), 545-602.
- Benveniste, L. M., & Spindt, P. A. (1989). How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of financial Economics*, 24(2), 343-361.
- Loughran, T., & Ritter, J. (2004). Why has IPO underpricing changed over time?. *Financial management*, 33(3), 5-37.
- Brau, J. C., Couch, R. B., & Sutton, N. K. (2012). The desire to acquire and IPO long-run underperformance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(3), 493-510.
- Huang, Y. S., Li, M., & Chen, C. R. (2019). Financial market development, market transparency, and IPO performance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 55, 63-81.
- Brau, J. C., & Fawcett, S. E. (2006). Initial public offerings: An analysis of theory and practice. *The Journal of Finance*, 61(1), 399-436.



- Brav, A., & Gompers, P. A. (1997). Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and nonventure capital-backed companies. *The Journal of finance*, 52(5), 1791-1821.
- Carter, R., & Manaster, S. (1990). Initial public offerings and underwriter reputation. *The Journal of Finance*, 45(4), 1045-1067.
- Chen, G., Firth, M., & Kim, J. B. (2004). IPO underpricing in China's new stock markets. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(3), 283-302.
- Chorruk, J. & Worthington, A. C., (2009). New Evidence on the Pricing and Performance of Initial Public Offerings in Thailand: 1997-2008. *Emerging Markets Review*, 11(3), 285-299.
- Coakley, J., Hadass, L., & Wood, A. (2007). Post-IPO operating performance, venture capital and the bubble years. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(9-10), 1423-1446.
- Espenlaub, S., Gregory, A., & Tonks, I. (2000). Re-assessing the long-term underperformance of UK Initial Public Offerings. *European Financial Management*, 6(3), 319-342.
- Goergen, M., Khurshed, A., & Mudambi, R. (2007). The long run performance of UK IPOs: can it be predicted?. *Managerial Finance*, 33(6), 401-409.
- Guo, R. J., Lev, B., & Shi, C. (2006). Explaining the Short-and Long-Term IPO Anomalies in the US by R&D. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(3-4), 550-579.
- Habib, M. A., & Ljungqvist, A. P. (2001). Underpricing and entrepreneurial wealth losses in IPOs: Theory and evidence. *The Review of Financial Studies*, 14(2), 433-458.
- 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.
- Komenkul, K., Brzeszczyński, J., & Sherif, M. (2012). Re-Appraising the Long-Run Performance of Thai IPOs. *13th International Convention of the East Asian Economic Association - EAEA 2012*. (pp.1-48). EAEA Conventions.
- Lam, S. S., & Yap, W. (1998). Pricing system and the initial public offerings market: A case of Singapore. *International Review of Economics & Finance*, 7(3), 297-313.
- Lee, P. J., Taylor, S. L., & Walter, T. S. (1996). Australian IPO pricing in the short and long run. *Journal of Banking & Finance*, 20(7), 1189-1210.
- Liu, X., & Ritter, J. R. (2011). Local underwriter oligopolies and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*, 102(3), 579-601.
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (1995). The new issues puzzle. *The Journal of finance*, 50(1), 23-51.
- Meggison, W. L., & Weiss, K. A. (1991). Venture capitalist certification in initial public offerings. *The Journal of Finance*, 46(3), 879-903.
- Michael, R., & Shaw, W. H. (1994). The pricing of initial public offerings: Tests of adverse-selection and signaling theories. *The Review of Financial Studies*, 7(2), 279-319.



- Mok, H. M., & Hui, Y. V. (1998). Underpricing and aftermarket performance of IPOs in Shanghai, China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 6(5), 453-474.
- Moshirian, F., Ng, D., & Wu, E. (2010). Model specification and IPO performance: New insights from Asia. *International Business and Finance*, 24(1), 62-74.
- Perera, W., & Kulendran, N. (2016). New evidence of short-run underpricing in Australian IPOs. *Investment Management and Financial Innovations*, 13(2), 99-108.
- Rajan, R., & Servaes, H. (1997). Analyst following of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 52(2), 507-529.
- Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *The journal of Finance*, 57(4), 1795-1828.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of financial economics*, 15(1-2), 187-212.
- Sahoo, S., & Rajib, P. (2010). After market pricing performance of initial public offerings (IPOs): Indian IPO market 2002–2006. *Vikalpa*, 35(4), 27-44.
- Tian, G. L. (2003). *Financial Regulations, Investment Risks, and Determinants of the Chinese IPO Underpricing*. (Working paper). Peking University Management School and London.
- Unlu, E., Ferris, S. P., & Noronha, G. (2004). IPO underpricing over time: evidence from the UK. *Applied Economics Letters*, 11(1), 5-9.
- Vithessonthi, C. (2008). Stock price performance of initial public offerings: The Thai experience. *Journal of International Finance and Economics*, 8(2), 30-43.
- Welch, I. (1989). Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421-449.

Translated Thai References

- Parkatt., G. (2016). The First Day Returns of Initial Public Offerings in the Thai Stock Market. *Veridian E-Journal, Silpakorn University*, 9(1), 1173-1189.