บทที่ 2
เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

มีงานวิจัยทั้งในประเทศและต่างประเทศเป็นจำนวนมากที่ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายในที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และได้ผลสรุปโดยรวมว่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลกลุ่มนี้ก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติต่อหลักทรัพย์ เนื่องจากรู้ข้อมูลมากกว่านักลงทุนกลุ่มอื่น ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญปัจจัยหนึ่งที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ออกข้อกำหนดเกี่ยวกับการห้ามผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้ที่เกี่ยวข้องขายหลักทรัพย์ภายในระยะเวลาที่กำหนด สำหรับบริษัทที่เริ่มจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อเสนอขายหลักทรัพย์หรือหุ้นแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก เพื่อปกป้องผลประโยชน์ของนักลงทุนทั่วไป

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องของต่างประเทศ

1. **การศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหลักทรัพย์** (Lock up Agreement)

Shleifer (1986) และ Harris และ Gurel (1986) เสนอแนวคิดเกี่ยวกับผลกระทบจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาของข้อตกลงดังกล่าว (Lock up Agreement) ที่มีต่อปริมาณการซื้อขายและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ว่า ราคาหุ้นในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาของข้อตกลงดังกล่าวไม่น่าจะได้รับผลกระทบจากการสิ้นสุดข้อตกลงนั้น เนื่องจากจำนวนหุ้นที่ห้ามขายและระยะเวลาที่ห้ามขายหุ้นได้ถูกกำหนดไว้อย่างชัดเจนและรู้ล่วงหน้าตั้งแต่วันที่ออกเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชน นักลงทุนจึงไม่น่าที่จะตกใจต่อปริมาณหุ้นที่ถูกขายออกมาในตลาดจำนวนมาก ส่งผลให้ไม่ควรมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และ Allen และ Postlewaite (1984) ได้อธิบายในลักษณะที่คล้ายคลึงกันว่า ราคาหุ้นในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาของข้อตกลงดังกล่าวไม่น่าจะได้รับผลกระทบจากการสิ้นสุดข้อตกลงนั้น โดยให้เหตุผลสนับสนุนว่า นักลงทุนบางกลุ่มน่าจะคาดการณ์ปริมาณหุ้นที่น่าจะถูกนำมาขายในตลาดสูงเกินไป และนักลงทุนบางกลุ่มน่าจะคาดการณ์ปริมาณหุ้นที่น่าจะถูกนำมาขายในตลาดต่ำเกินไป ดังนั้นโดยเฉลี่ยแล้วน่าจะคาดการณ์ปริมาณหุ้นที่ถูกนำมาขายในตลาดได้อย่างถูกต้อง จึงไม่น่าจะมีความตกใจต่อปริมาณหุ้นที่ถูกนำมาขายในตลาด ส่งผลให้ไม่ควรมีผลกระทบต่อราคาหุ้น

สำหรับการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ (Empirical Study) ของประเทศสหรัฐอเมริกาเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาของข้อตกลงที่จะไม่ขายหุ้น (Lock up Agreement) ได้ใช้กลุ่มบริษัทตัวอย่างของบริษัทที่จดทะเบียนใน New York Stock Exchange (NYSE), American Stock Exchange (AMEX) หรือ NASDAQ market โดยมีผู้ศึกษาหลายท่าน ดังนี้

Field และ Hanka (2000) ศึกษาข้อมูลของบริษัทที่มีการออกเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนในช่วงปี พ.ศ. 2531-2540 จำนวน 1948 บริษัท พบว่าในช่วงระยะเวลาสิ้นสุดข้อตกลงดังกล่าวมีปริมาณการซื้อขายเพิ่มขึ้นถึง 40% และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงอย่างผิดปกติถึง 1.5% ซึ่งส่วนใหญ่เป็นผลมาจากการขายหุ้นที่ถูกกำหนดห้ามขายออกมาสู่ตลาด นอกจากนั้น Dussold และ Stephens (2000) ได้ศึกษาบริษัทตัวอย่างจำนวน 1619 บริษัทที่ออกเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนในช่วงปี พ.ศ. 2533-2542 พบว่าในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาของข้อตกลงดังกล่าวมีปริมาณการซื้อขายเพิ่มสูงขึ้นกว่าเดิมประมาณ 60% และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงนั้นลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติถึง 1.8% รวมถึงยังศึกษาพบอีกว่าในเดือนที่สิ้นสุดข้อตกลงดังกล่าว อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงอย่างผิดปกติถึง 4%

ทั้งนี้ Ofek และ Richardson (2000) ศึกษาเกี่ยวกับปริมาณการซื้อขายและราคาหลักทรัพย์ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาของข้อตกลงดังกล่าว ของบริษัทที่จดทะเบียนในช่วงปี พ.ศ. 2539-2541 จำนวน 1662 บริษัท ได้ผลการศึกษาว่า ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นประมาณ 40% และราคาของหลักทรัพย์ลดลงประมาณ 1% - 3% ในช่วงเวลาที่ศึกษา รวมถึง Michaely และ Womack (1999) พบว่าคำแนะนำจากผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายหลักของบริษัท (lead underwriter) มักมีจุดประสงค์ที่ไม่โปร่งใส ดังนั้นจึงมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์น้อยกว่าคำแนะนำที่มาจาก ที่ปรึกษาทางการเงินอื่น ๆ (non-lead analysts)

Brav และ Gompers (2000) ศึกษาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จากการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายในในช่วงวันหมดอายุสัญญาการห้ามขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายในของบริษัทที่ยื่นขอจดทะเบียนในช่วงปี พ.ศ. 2531-2539 เพื่อเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนจำนวน 1662 บริษัท ได้ผลการศึกษาว่า บริษัทที่มีการห้ามขายหลักทรัพย์เป็นจำนวนมากและห้ามขายเป็นระยะเวลานาน จะมีผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในวันแรกหลังจากสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายที่เกิดจากบุคคลภายในต่ำกว่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทที่ห้ามขายในจำนวนน้อยและกำหนดระยะเวลาห้ามขายสั้น เพราะในช่วงหมดอายุสัญญาการห้ามขายหลักทรัพย์จะสังเกตได้ว่าราคาของหลักทรัพย์ของบริษัทที่ห้ามขายหลักทรัพย์เป็นจำนวนมากและระยะเวลานานจะลดลงมากกว่าราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่ห้ามขายในจำนวนน้อยและกำหนดระยะเวลาสั้น เพราะความต้องการขายมีมากกว่า รวมถึงอัตราผลตอบแทนสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงเวลานี้มีค่าลดลงอย่างมาก จึงได้ผลสรุปโดยรวมว่า การซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดจากบุคคลภายในโดยใช้ข้อมูลภายในของบริษัทก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติต่อหลักทรัพย์มากกว่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนกลุ่มอื่น นอกจากนั้นยังศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหลักทรัพย์ลดลงอย่างผิดปกติมาก รวมถึงปริมาณการขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาเดียวกันนี้ก็มีปริมาณมากผิดปกติ โดยพบว่า ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาของข้อตก

ลงห้ามขายหุ้นดังกล่าว มีปริมาณการซื้อขายเพิ่มขึ้นปริมาณ 20% - 50% และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงอย่างผิดปกติถึง 1.2%

Aggarwal, Krigman และ Womack (2001) ศึกษาข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในช่วงปี พ.ศ. 2537-2542 จำนวน 618 บริษัท โดยแบ่งกลุ่มบริษัทเป็น 2 กลุ่มใหญ่ คือ บริษัทที่เกี่ยวข้องกับอินเตอร์เนท (internet firms) และบริษัทที่ไม่เกี่ยวข้องกับอินเตอร์เนท (non-internet firms) พบว่าบริษัทที่มีผู้จัดการถือหุ้นเป็นจำนวนมากและได้รับเครื่องมือทางการเงิน (options) มากมักจะมีอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดวันแรกสูง และพบว่าผู้จัดการหาทางก่อให้เกิดประโยชน์แก่ตนสูงสุด (Maximize Personal Wealth) โดยผู้จัดการบริษัทจำนวน 40% ของจำนวนบริษัทตัวอย่าง ขายหุ้น ณ ช่วงสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหลักทรัพย์โดยเฉพาะบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในวันแรกสูง และยังได้ผลว่าไม่ได้มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญของพฤติกรรมการขายหลักทรัพย์ของบริษัทที่เกี่ยวกับอินเตอร์เนทและบริษัทที่ไม่ได้เกี่ยวกับอินเตอร์เนท

อย่างไรก็ตาม Schultz และ Zaman (2001) ศึกษาพบว่าผู้จัดการของบริษัทที่เกี่ยวกับอินเตอร์เนทที่ออกหลักทรัพย์เสนอขายเป็นครั้งแรกแก่ประชาชนในช่วงปี พ.ศ. 2533 จะไม่นิยมขายหุ้นในช่วงที่ออกเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรก แต่มักจะขายหลักทรัพย์ในระยะเวลาต่อมาในช่วงเวลาที่หลักทรัพย์มีมูลค่าเพิ่มสูงขึ้น

2. **การศึกษาเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายใน** (Insider Trading)

งานวิจัยของต่างประเทศจำนวนมากศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนของ หลักทรัพย์ที่เกิดจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายในของบริษัท เช่น Finnerty (1976b) ศึกษาพบว่าบุคคลภายในนิยมใช้ประโยชน์จากข้อมูลภายในของบริษัท เช่น นโยบายการดำเนินงาน ภาระผูกพัน การประกาศจ่ายเงินปันผล ในการซื้อขายหลักทรัพย์กันเป็นจำนวนมาก ทำให้บุคคลภายในสามารถได้รับผลตอบแทนที่มากกว่านักลงทุนกลุ่มอื่น

Finnerty (1976b) ศึกษาโดยใช้วิธี CAPM เพื่อคำนวณหาอัตราผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นจากรายการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายในในช่วงปี พ.ศ. 2512-2515 โดยถ่วงน้ำหนักอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นเท่ากันในแต่ละหลักทรัพย์ และ Eckbo และ Smith (1998) ศึกษาอัตราผลตอบแทนผิดปกติของหลักทรัพย์ที่เกิดจากรายการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายในในช่วงปี พ.ศ. 2528-2535 โดยถ่วงน้ำหนักอัตราผลตอบแทนตามมูลค่าหลักทรัพย์ ได้ผลการศึกษาว่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายในไม่ได้ก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติต่อหลักทรัพย์

อย่างไรก็ตาม ได้มีงานวิจัยในลักษณะเดียวกันกับ Finnerty (1976b) และ Eckbo และ Smith (1998) คือ Jeng, Metrick และ Zeckhauser (1999) ศึกษาอัตราผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายใน โดยมีการแบ่งกลุ่มของหลักทรัพย์ที่เกิดจาก

รายการค้าของบุคคลภายในในช่วงปี พ.ศ. 2518-2539 จำนวน 563,863 รายการค้า เป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มหลักทรัพย์ที่เกิดจากการซื้อจำนวน 214,897 รายการค้า และกลุ่มหลักทรัพย์ที่เกิดจากการขายของบุคคลภายในจำนวน 348,966 รายการค้า และนำอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในแต่ละกลุ่มมาถ่วงน้ำหนักตามมูลค่าหลักทรัพย์ แล้วนำไปทดสอบทางสถิติ (t-stat) ว่าหลักทรัพย์ในแต่ละกลุ่มเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติหรือไม่ พบว่ากลุ่มของหลักทรัพย์ที่เกิดจากการซื้อของบุคคลภายในเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติประมาณ 0.4% ส่วนกลุ่มของหลักทรัพย์ที่เกิดจากการขายไม่ได้เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติ และยังได้ผลเพิ่มเติมว่าขนาดของบริษัทและตำแหน่งของบุคคลภายในที่ต่างกันไม่ได้ก่อให้เกิดความแตกต่างในอัตราผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้น ซึ่งผลการศึกษาที่ขัดแย้งกัน อาจเป็นเพราะบริษัทที่นำมาศึกษา ช่วงเวลาของการศึกษาและวิธีการทดสอบต่างกัน

Givoly และ Palmon (1985) ศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายในในช่วงเวลาที่มีการเปิดเผยข้อมูลข่าวสารต่างๆที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจดทะเบียนในช่วงปี พ.ศ. 2516-2518 ซึ่งในที่นี้ได้มีการแบ่งออกเป็น 10 เหตุการณ์ใหญ่ คือ การประกาศผลกำไร การประกาศจ่ายเงินปันผล การคาดการณ์ยอดขายในอนาคต การซื้อหรือรวมกิจการ การพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่และลิขสิทธิ์ในสินค้า การซื้อหุ้นคืนและการจ่ายหุ้นเป็นเงินปันผล การทำสัญญาทางธุรกิจ การประกาศยกเลิกสัญญาที่ได้ทำไว้ในอดีต การนัดกันหยุดงานประท้วงของพนักงานและการฟ้องร้องหรือคดีที่เกี่ยวข้องกับบริษัท โดยนำอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายในในช่วงการประกาศเหตุการณ์ดังกล่าวข้างต้นมาทดสอบและได้ผลสรุปว่า การซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายในในช่วงที่มีการประกาศข่าวที่เกี่ยวข้องกับบริษัทก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติและคำนวณได้อัตราผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ประมาณร้อยละ 8

เมื่อนำผลการศึกษาของ Givoly และ Palmon มาเทียบกับผลการศึกษาของนักวิจัยอีก 2 คน ที่ทำการทดสอบถึงอัตราผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติของหลักทรัพย์จากการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายในในช่วงเวลาเดียวกันกับ Givoly และ Palmon ได้ผลต่างกันคือ Jaffe (1974a) ทดสอบได้อัตราผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายในประมาณร้อยละ 5 และ Finnerty (1976a) ทดสอบได้อัตราผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายในประมาณร้อยละ 4.8 จะเห็นได้ว่าผลจากการทดสอบของแต่ละงานวิจัยแตกต่างกันเพราะ Jaffe และ Finnerty ศึกษารายการค้าของบริษัทขนาดใหญ่ในขณะที่ Givoly และ Palmon ศึกษารายการค้าของบริษัทขนาดเล็ก

จากที่กล่าวมาข้างต้นเกี่ยวกับพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์จะเห็นได้ว่าบุคคลภายใน

สามารถใช้ข้อมูลภายในทำการซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติต่อหลักทรัพย์มากกว่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนกลุ่มอื่น

3. **การศึกษาเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์เป็นครั้งแรก** (Initial Public Offings)

การเสนอขายหลักทรัพย์เป็นครั้งแรกนับเป็นการศึกษาทางการเงินที่น่าสนใจอย่างมากการศึกษาหนึ่ง ซึ่งได้มีผู้สนใจศึกษา 2 ด้านใหญ่ ๆ คือ การศึกษาเกี่ยวกับการซื้อขายและอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายในวันแรกของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และ ผลการดำเนินงานและอัตราผลตอบแทนในระยะยาวของบริษัทจดทะเบียนใหม่ว่ามีลักษณะอย่างไร โดยมีรายละเอียดดังข้างล่างนี้

3.1 <u>งานศึกษาเกี่ยวกับการซื้อขายและอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายวันแรกในตลาด</u>

Ibbotson, Sindelar และ Ritter (1988) พบว่าราคา ณ วันแรกของการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดของหลักทรัพย์จำนวน 8,668 บริษัทที่จดทะเบียนในปี พ.ศ. 2503-2530 จะสูงกว่าราคาจองซื้อหลักทรัพย์ใหม่โดยเฉลี่ยประมาณ 16.37% ซึ่งการเพิ่มขึ้นของราคาซื้อขายในตลาดวันแรกไม่เพียงแต่เกิดในตลาดประเทศอเมริกา แต่ยังเกิดที่ตลาดของประเทศอื่น ๆ รวมทั้งประเทศไทยด้วย นอกจากนั้น Loughran, Ritter และ Rydgvist (1994) ศึกษาข้อมูลของ 25 ประเทศ พบว่าอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นวันแรกมีค่าเป็นบวกสูงมาก และมีมูลค่าแตกต่างกันในแต่ละประเทศ

Aggarwal, Krigman และ Womack (2001) พบว่าบริษัทที่เกี่ยวข้องกับอินเตอร์เนท (internet firms) จะออกเสนอขายหลักทรัพย์ในจำนวนมากกว่าบริษัทที่ไม่ได้เกี่ยวข้องกับอินเตอร์เนท (non-internet firms) และยังได้รับอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในวันแรกสูงกว่าบริษัทที่ไม่เกี่ยวข้องกับอินเตอร์เนท โดยได้รับอัตราผลตอบแทนเกินกว่า 50%

Baron (1982) ได้ศึกษาเหตุผลที่บริษัทตั้งราคาจองซื้อหลักทรัพย์ใหม่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง พบว่ามีสาเหตุจากการที่บริษัทที่ออกหลักทรัพย์รู้ข้อมูลข่าวสารในตลาดทุนน้อยกว่าผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย (underwriter) จึงไม่ได้รับผิดชอบในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์เอง ดังนั้นจึงเลือกที่จะตั้งราคาต่ำเพื่อที่จะจูงใจให้ผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายกระตือรือร้นในการขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น โดยถือเป็นค่าตอบแทนจากการใช้ข่าวสารข้อมูล ซึ่งส่วนลดที่ตั้งจะขึ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความแปรปรวนในความต้องการหลักทรัพย์ใหม่ของนักลงทุน คือ ถ้าความต้องการของหลักทรัพย์ใหม่มีความไม่แน่นอนสูง ส่วนลดของหลักทรัพย์ใหม่ก็จะสูงตามไปด้วย

นอกจากนั้นยังมีงานศึกษาของ Rock (1986) เกี่ยวกับเหตุผลของการตั้งราคาจองซื้อหลักทรัพย์ใหม่ต่ำ ได้ให้เหตุผลที่คล้ายคลึงกันกับ Baron คือ เกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของการเข้าถึงข้อมูลข่าวสาร โดยได้กล่าวไว้ว่า นักลงทุนกลุ่มที่สามารถเข้าถึงข้อมูลของหลักทรัพย์ใหม่ได้

มากกว่ามักจะซื้อหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (underpricing) และไม่ซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายในมูลค่าที่สูงกว่าที่ควรจะเป็น (overpricing) ทำให้นักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ใหม่มักจะได้หลักทรัพย์ที่เสนอขายในมูลค่าที่สูงกว่าที่ควรจะเป็น (overpricing) ก่อให้เกิดความได้เปรียบเสียเปรียบกัน ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนใหม่จึงมักเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่ในราคาต่ำกว่าราคาที่ควรจะเป็นเพื่อความยุติธรรมแก่นักลงทุนทุกกลุ่ม

งานวิจัยของ Grinblatt และ Hwang (1989) ได้แย้งว่าการตั้งราคาต่ำไม่ได้เป็นเพราะความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล แต่เป็นเพราะบริษัทตั้งใจที่จะออกขายในราคาส่วนลดเพื่อจูงใจนักลงทุน เนื่องจากรู้ว่าบริษัทของตัวเองมีคุณภาพ ดังนั้นจึงออกเสนอขายในจำนวนเล็กน้อยเพื่อให้นักลงทุนได้ทราบถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท แล้วค่อยออกหุ้นเพิ่มในราคาที่มากขึ้นโดยไม่ต้องกังวลที่จะขายไม่หมด เพราะนักลงทุนได้ทราบถึงความสามารถของบริษัทแล้ว สำหรับบริษัทที่ไม่มีคุณภาพมักไม่ขายในราคาส่วนลดเพราะไม่ได้ประโยชน์ในอนาคต รวมถึงสูญเสียส่วนเกินมูลค่าหุ้นที่ควรจะได้อีกด้วย

McDonald และ Fisher (1972) ศึกษาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายให้ประชาชนเป็นครั้งแรกของประเทศสหรัฐอเมริกาในปี พ.ศ. 2512-2513 จำนวน 142 บริษัท พบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติ 28.5% ใน 1 สัปดาห์แรกเมื่อหลักทรัพย์เข้าตลาด แต่เมื่อหลักทรัพย์ใหม่ถูกนำไปซื้อขายในตลาดระยะเวลาหนึ่งก็ไม่เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติอีก เนื่องจากมีการปรับตัวของราคาไปสู่ราคาที่ควรจะเป็นภายใต้ข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ อีกทั้ง Michaely และ Shaw (1994) พบว่าอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นวันแรกมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ออกเสนอขายแก่ประชาชน

Brav และ Gompers (2000) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดวันแรกกับตัวแปรที่เกี่ยวข้อง พบว่าอัตราผลตอบแทนเริ่มต้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับระยะเวลาในการห้ามขายหลักทรัพย์ มูลค่าหลักทรัพย์ที่ออกเสนอขายแก่ประชาชน สัดส่วนของมูลค่าทางบัญชีของบริษัทต่อมูลค่าตลาดของบริษัท แต่มีทิศทางตรงกันข้ามกับคุณภาพของผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย สัดส่วนของสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม และSchultz (1993) ศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดวันแรกมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับความผันผวนในตลาด สัดส่วนของรายได้ต่อมูลค่าหลักทรัพย์ที่ออกเสนอขายประชาชน แต่มีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับสัดส่วนของสินทรัพย์ต่อมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายประชาชน

มีงานวิจัยที่ศึกษาในตลาดทุนของประเทศอื่นนอกจากสหรัฐอเมริกา เช่น Paudyal, Saadouni และ Briston (1998) ได้ศึกษาตลาดหุ้นในประเทศมาเลเซียพบว่าบริษัทจดทะเบียนเพื่อออกหลักทรัพย์ใหม่ในประเทศมาเลเซียก็เกิดอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายในตลาดเป็นวันแรก

ในจำนวนมาก (ค่าบวก) เช่นกัน รวมถึงพบว่าการออกหลักทรัพย์ใหม่ของบริษัทที่ต้องการแปรรูปจากรัฐวิสาหกิจมาเป็นเอกชน (privatization IPOs) จะมีอัตราผลตอบแทนวันแรกในตลาดสูงมากกว่าของบริษัทที่จดทะเบียนออกหลักทรัพย์ใหม่ทั่วไป และมีนัยสำคัญทางสถิติด้วย

Koh และ Walter (1989) พบว่าอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนทั่วไปได้รับอยู่ในระดับปกติ และนักลงทุนมีความสนใจที่จะลงทุนในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นวันแรก กล่าวคือ ถ้าได้อัตราผลตอบแทนเริ่มต้นสูง จะมีความต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ใหม่มาก แต่หากได้อัตราผลตอบแทนเริ่มต้นต่ำ จะมีความต้องการลงทุนน้อย

นอกจากนั้นได้มีงานวิจัยที่ศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบัน โดย Arbel และ Strebel (1983) พบว่ากลุ่มนักลงทุนสถาบัน ซึ่งถือว่าเป็นนักลงทุนที่รู้ข้อมูลมากกว่านักลงทุนทั่วไปกลุ่มหนึ่ง มักจะมีความสนใจในการซื้อหลักทรัพย์ในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็นมากกว่านักลงทุนทั่วไป (individual investors) แต่ Hanley และ Wilhelm (1995) ศึกษาพบว่าพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนกลุ่มสถาบันไม่ได้มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นวันแรกที่เกิดขึ้นเป็นจำนวนมาก เนื่องจากนักลงทุนกลุ่มนี้มีความสนใจที่จะซื้อหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ แต่มีความต้องการที่จะซื้อขายในอนาคต จึงไม่ค่อยซื้อขายในช่วงแรก ๆ ทำให้ไม่ได้รับกำไรจากการซื้อหลักทรัพย์ใหม่ในราคาต่ำ

อีกทั้งมีงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ถือหุ้นกับอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นวันแรก คือ Stoughton และ Zechner (1998) พบว่าผู้ถือหุ้นจำนวนมากไม่นิยมขายหุ้นในตลาดรองเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นวันแรก

3.2 <u>งานศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานและอัตราผลตอบแทนในระยะยาวของบริษัทที่จดทะเบียนใหม่</u>

Ritter (1991) ศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนใหม่ในระยะเวลา 3 ปีหลังจากเสนอขายหลักทรัพย์เป็นครั้งแรกแก่ประชาชน พบว่าผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนใหม่ถือว่าต่ำกว่า (underperform) เมื่อเทียบกับบริษัทที่มีลักษณะการดำเนินงานและมูลค่าใกล้เคียงกัน และยังศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทที่จดทะเบียนใหม่มีค่าน้อยกว่าอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทจดทะเบียนอื่นที่มีมูลค่าตลาดของบริษัทใกล้เคียงกัน โดยคิดเป็นสัดส่วนได้ 0.831 กล่าวคือ ทุก ๆ $ 1 ที่ลงทุนในบริษัทจดทะเบียนใหม่สามารถก่อให้เกิดผลตอบแทนได้เป็นเงิน $ 1.3447 ในระยะเวลา 3 ปี ในขณะที่เงินจำนวนเดียวกัน ถ้าหากนำไปลงทุนในบริษัทจดทะเบียนอื่นที่มีลักษณะและมูลค่าของบริษัทใกล้เคียงกัน จะสามารถทำเงินได้ถึง $ 1.6186

Laugran และ Ritter (1995) พบว่าบริษัทที่จดทะเบียนออกหลักทรัพย์เสนอขายแก่ประชาชนมีอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนต่ำกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทที่มีขนาดใกล้เคียงกันถึง 50% ในระยะเวลา 5 ปีนับจากเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชน โดยได้ให้เหตุผลว่าเป็นเพราะประชาชนมีความคาดหวังในหลักทรัพย์ที่ออกใหม่สูงในช่วงแรก ๆ และคาดหวังน้อยลงในระยะยาว ทำให้ความต้องการลงทุนระยะยาวในบริษัทที่จดทะเบียนใหม่ลดลง ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนลดลงด้วย

Ritter (1991) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมกับข้อมูลที่เกี่ยวข้อง พบว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับขนาดหลักทรัพย์ที่เสนอขาย ระยะเวลาในการดำเนินงานของบริษัท สัดส่วนของมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นกับมูลค่าตลาดต่อหุ้น และสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นวันแรก และ Firth (1997) ศึกษาได้ผลคล้ายกับ Ritter (1991) โดยพบว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับขนาดของหลักทรัพย์ที่เสนอขาย ระยะเวลาในการดำเนินงานของบริษัท สัดส่วนของมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นกับมูลค่าตลาดต่อหุ้น อัตราการเติบโตของยอดขาย ความสามารถในการหากำไร และบริษัทในกลุ่มการเงินจะมีอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมสูงกว่ากลุ่มอื่น แต่จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดวันแรก

นอกจากนั้น Ritter (1984), Tinic (1988), Mauer และ Senbet (1992) พบว่าขนาดของหลักทรัพย์ที่ออกเสนอขายเป็นครั้งแรกแก่ประชาชนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม คือ ถ้าบริษัทออกหลักทรัพย์เสนอขายแก่ประชาชนเป็นจำนวนมากจะมีอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมมากเพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน และ Ritter (1991), Laughran และ Ritter (1995) พบว่าระยะเวลาในการดำเนินงานของบริษัทนับตั้งแต่ก่อตั้งจนถึงวันที่จดทะเบียน และ สัดส่วนของมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นกับมูลค่าตลาดต่อหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม

Rajan และ Servaes (1997) ศึกษาพบว่าจำนวนของที่ปรึกษาทางการเงิน (financial analysts) ที่คาดการณ์ว่าบริษัทที่จดทะเบียนใหม่จะมีกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับขนาดของบริษัทและอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดวันแรก กล่าวถือ ถ้าบริษัทมีขนาดใหญ่หรือได้รับอัตราผลตอบแทนในวันแรกสูงจะมีที่ปรึกษาทางการเงินจำนวนมากที่จะคาดการณ์ว่าบริษัทที่จดทะเบียนใหม่น่าจะมีผลการดำเนินงานที่ได้กำไร

การศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนและผลการดำเนินงานระยะยาวของบริษัทที่จดทะเบียนใหม่ไม่ได้มีเพียงการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาเท่านั้น ยังมีการศึกษาในประเทศอื่น อีก เช่น

Hwang และ Jayaraman (1993) ศึกษาอัตราผลตอบแทนของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ใหม่ในระยะยาว ที่จดทะเบียนใน Tokyo Stock Exchange (TSE) ในช่วงปี พ.ศ. 2518-2532 จำนวน 292 บริษัท พบว่าหลังจากออกเสนอขายหลักทรัพย์เป็นครั้งแรกได้ระยะหนึ่งยังคงมีอัตราผลตอบแทนผิดปกติในเชิงบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งขัดกับผลการศึกษาของ McDonald และ Fisher (1972) และพบว่าปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของบริษัทหลังจากจดทะเบียนเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชน (post-listing return) Kim, Krinsky และ Lee (1995) ศึกษาข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนใน Korea Stock Exchange ของประเทศเกาหลีในปี พ.ศ. 2528-2532 จำนวน 169 บริษัท พบว่าบริษัทที่จดทะเบียนใหม่มีผลการดำเนินงานในระยะยาวดีกว่าบริษัทที่มีลักษณะคล้ายคลึงกันที่จดทะเบียนมาเป็นระยะเวลานาน

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องในประเทศไทย

จากการศึกษาโดยรวมในประเทศไทยเกี่ยวกับบริษัทที่จดทะเบียนออกเสนอขายหลักทรัพย์เป็นครั้งแรกได้ผลคล้ายกันกับงานศึกษาของต่างประเทศว่า ราคาของหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายในตลาดเป็นวันแรกจะสูงกว่าราคาจองซื้อหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไป และผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนออกเสนอขายหลักทรัพย์จะค่อย ๆ ลดลงหลังจากได้มีการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดไประยะหนึ่ง โดยจะยกตัวอย่างการศึกษาในประเทศไทย ดังนี้

Suewattana (1993) ศึกษาปัจจัยที่มีส่วนในการกำหนดราคาจองซื้อหลักทรัพย์ใหม่ (offer price) ในตลาดทุนไทย และศึกษาอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นวันแรกของบริษัทที่จดทะเบียนออกเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่ในช่วงปี พ.ศ. 2530-2534 ได้ผลการศึกษาว่า กำไรต่อหุ้น, ขนาดของสินทรัพย์, อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น รวมถึง สภาพการณ์ของตลาดเป็นปัจจัยหลักในการกำหนดราคาจองซื้อหลักทรัพย์ใหม่ของบริษัทจดทะเบียน โดยปัจจัยที่สำคัญสุดในการนำมาพิจารณา คือ กำไรต่อหุ้น สำหรับการศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นวันแรก (initial return) ได้ผลว่า เมื่อนำอัตราผลตอบแทนเริ่มต้นมาเปรียบเทียบแยกตามอุตสาหกรรม พบว่าอุตสาหกรรมที่มีอัตราผลตอบแทนเริ่มต้นสูงสุดได้แก่ กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (property development sector) และกลุ่มการให้บริการ (service sector) และ Sribooncharoen (1997) ได้ผลการศึกษาคล้ายกับ Suewattana (1993) โดยศึกษาข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนใหม่ในปี พ.ศ. 2535-2536 จำนวน 76 บริษัท ได้ผลการศึกษาว่าบริษัทจดทะเบียนใหม่มีโอกาสได้รับอัตราผลตอบแทนสูงจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาสั้น ๆ โดยได้ค่าเฉลี่ยประมาณ 34.57% นอกจากนั้นยังพบว่าหากนักลงทุนถือครองหลักทรัพย์ไว้เป็นเวลา 3 ปี ผลตอบแทนรวมที่ได้ (รวมกำไรจากการขาย

หลักทรัพย์และเงินปันผล) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเริ่มแรกของหลักทรัพย์ และระยะเวลาในการดำเนินงานของบริษัท

นอกจากนั้น Wethyavivorn และ Koo-Smith (1991) ศึกษาข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนใหม่ในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ. 2531 ถึง เดือนมิถุนายน พ.ศ. 2532 จำนวน 32 บริษัท ที่มีราคาปิดในวันแรกสูงกว่าราคาจองซื้อหลักทรัพย์ใหม่ พบว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในวันแรกของการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดมีค่าประมาณ 68.69 % และยังศึกษาพบว่าบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนเป็นจำนวนมากจะเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติสูงกว่าบริษัทที่เสนอขายเป็นจำนวนน้อย และยังมีการศึกษาที่ได้ผลคล้ายคลึงกัน คือ Tirapat (1999) ได้ศึกษาข้อมูลของบริษัทที่ออกเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่ประชาชนในช่วงปี พ.ศ. 2531 - 2535 จำนวน 158 บริษัท พบว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติโดยเฉลี่ยจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในวันแรก (สำหรับบริษัทที่มีราคาปิดในวันแรกสูงกว่าราคาจองซื้อหลักทรัพย์ใหม่) มีค่าประมาณ 62.84% รวมถึงยังศึกษาพบว่าบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายในวันแรกสูงหรือออกเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกในจำนวนน้อยมีความเป็นไปได้ที่จะเพิ่มทุน (Seasoned Equity Offerings: SEOs) มากกว่าบริษัทที่ได้รับอัตราผลตอบแทนต่ำหรือเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกเป็นจำนวนมาก

Kritsernwong (1998) ศึกษาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จากการซื้อขายในตลาดช่วงแรก และอัตราผลตอบแทนผิดปกติของหลักทรัพย์ภายหลังจากเข้าไปทำการซื้อขายในตลาด รวมถึงศึกษาความเปลี่ยนแปลงของพฤติกรรมของหลักทรัพย์หลังจากที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้ออกกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการจัดสรรหุ้นให้เกิดความยุติธรรมและกระจายให้แก่นักลงทุนหลายกลุ่มมากขึ้น โดยศึกษาข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในปี พ.ศ. 2535-2539 จำนวน 189 บริษัท และแบ่งช่วงเวลาในการศึกษาเป็น 2 ช่วง คือ ช่วงก่อนเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2537 ซึ่งเป็นช่วงที่นโยบายในการจำหน่ายหลักทรัพย์ขึ้นกับผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และหลังเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2537 ที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ออกกฎในการจัดสรรหลักทรัพย์ ได้ผลการศึกษาว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไม่ว่าก่อนหรือหลังจากที่ได้ออกกฎเกี่ยวกับการจัดสรรหุ้นจะมีอัตราผลตอบแทนที่สูง แต่อัตราผลตอบแทนก่อนออกกฎจะสูงกว่าหลังออกกฎมาก และเมื่อหลักทรัพย์ได้เข้าสู่ตลาดประมาณ 1 สัปดาห์จะไม่เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติอีก และสำหรับการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เมื่อเข้าทำการซื้อขายในตลาด พบว่า หลังจากการออกกฎการจัดสรรหุ้นของ ก.ล.ต. ทำให้การกระจายหลักทรัพย์สู่ประชาชนหรือนักลงทุนรายย่อยได้มากขึ้น ทำให้เมื่อราคาหลักทรัพย์มีราคาสูงกว่าปกติจะปรับตัวเข้าสู่ปกติได้เร็วขึ้น

นอกจากนั้น Lonkani (1999) ได้ศึกษาการกระจายข้อมูลภายในตลาดทุนไทยในช่วงที่บริษัทออกเสนอขายหลักทรัพย์เป็นครั้งแรกแก่ประชาชน สำหรับข้อมูลวิเคราะห์ทางการเงินจาก

สถาบันการเงิน (financial analyst) และข้อมูลจากหนังสือชี้ชวนซื้อหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนใหม่ (prospectus) ในปี พ.ศ. 2530-2539 จำนวน 292 บริษัท พบว่านักลงทุนแต่ละกลุ่มมีความสามารถในการเข้าถึงข้อมูลได้ไม่เท่าเทียมกัน ซึ่งส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดรอง โดยผู้ที่เข้าถึงข้อมูลได้มากกว่ามีโอกาสได้รับผลตอบแทนจากการ ลงทุนมากกว่า และยังพบว่าอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นวันแรกมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาจองซื้อหลักทรัพย์ใหม่ คือ ยิ่งราคาต่ำมากยิ่งมีอัตราผลตอบแทนเริ่มต้นสูง โดยได้ค่าเฉลี่ยประมาณ 46.73% และพบว่าอัตราผลตอบแทนสะสมในระยะยาว (cumulative adjusted average returns: CAR) มีค่าติดลบ โดยการใช้ดัชนีตลาดเป็นตัวแทนในการเปรียบเทียบ