

## ผลของการนำเสนอข่าวต่อผลตอบแทนวันแรกของ หลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณะเป็นครั้งแรก

วันที่ได้รับต้นฉบับ:	25 กรกฎาคม 2561
วันที่ได้รับบทความฉบับแก้ไข:	7 กันยายน 2561
วันที่ตอบรับบทความ:	19 กันยายน 2561

ฉัตรวี ฤกษ์แผน\*

วี ลังกานี\*\*

อลิษา ตรีโรจนานนท์\*\*\*

### บทคัดย่อ

ปรากฏการณ์ผลตอบแทนสูงในวันแรกของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อสาธารณะหรือหลักทรัพย์ไอพีโอได้รับความสนใจจากนักวิชาการด้านการเงินอย่างต่อเนื่อง งานวิจัยนี้มุ่งนำเสนอมุมมองในการอธิบายปรากฏการณ์ผลตอบแทนวันแรกที่สูงผิดปกติโดยทดสอบกับข่าวในหน้าหนังสือพิมพ์ที่แสดงเนื้อหาเกี่ยวกับหลักทรัพย์ไอพีโอก่อนเกิดการซื้อขายหุ้นไอพีโอในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ข่าวไอพีโอที่ศึกษาครั้งนี้วัดความครอบคลุมของการนำเสนอข่าว (พื้นที่ของข่าว จำนวนข่าว และจำนวนหนังสือพิมพ์) และมูลค่าประชาสัมพันธ์ของข่าวซึ่งสะท้อนถึงคุณค่าความเป็นข่าวและประสิทธิภาพในการนำเสนอประเด็นเนื้อหาของนักสื่อสารองค์กร ผลการศึกษาพบว่า ปริมาณพื้นที่ของข่าวที่นำเสนอผ่านหน้าหนังสือพิมพ์มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนวันแรกในทิศทางลบ เช่นเดียวกับมูลค่าประชาสัมพันธ์ ปรากฏการณ์นี้สะท้อนว่า การที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่มีข่าวเผยแพร่ผ่านสื่อหนังสือพิมพ์เป็นจำนวนมาก และมีความสามารถในการกระจายข้อมูลของข่าวได้มาก ทำให้ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอที่เกินปกตินั้นต่ำลง การศึกษาพบต่อไปว่า ช่วงเวลา 1-3 วัน ก่อนการซื้อขายหลักทรัพย์ไอพีโอในตลาดรองเป็นช่วงเวลาที่มีความครอบคลุมของข่าวเกี่ยวกับหลักทรัพย์มีผลให้ผลตอบแทนลดลงอย่างมีนัยสำคัญ และยังพบว่ามูลค่าการประชาสัมพันธ์ของหนังสือพิมพ์ประเภทประชาชนนิยมและหนังสือพิมพ์เฉพาะทางในเชิงเศรษฐกิจมีนัยสำคัญที่ทำให้ผลตอบแทนวันแรกต่ำลง ผลที่ได้จากการศึกษาสนับสนุนแนวคิดที่อธิบายว่า ความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์และนักลงทุนเป็นเหตุให้ผลตอบแทนวันแรกสูงและการนำเสนอข่าวผ่านช่องทางที่เป็นสื่อมวลชนสามารถลดความไม่สมมาตรของข้อมูลได้

**คำสำคัญ:** ความครอบคลุมของข่าว มูลค่าประชาสัมพันธ์ ผลตอบแทนวันแรก หลักทรัพย์ไอพีโอ

\* นักศึกษาระดับปริญญาโท หลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

\*\* รองศาสตราจารย์ หัวหน้าภาควิชาการเงินและการธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

\*\*\* ผู้ช่วยศาสตราจารย์ แขนงวิชาการประชาสัมพันธ์และการโฆษณา คณะการสื่อสารมวลชน มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

## Effect of Media Coverage on the First-day Returns of Initial Public Offerings

Received: July 25, 2018  
Revised: September 7, 2018  
Accepted: September 19, 2018

*Chatravee Thukphan\**

*Ravi Lonkani\*\**

*Alicha Treerotchananon\*\*\**

### Abstract

The first-day high initial returns on initial public offerings have been of interest to academics for many years. This research proposes an explanation to this anomaly by assessing news coverage of IPOs on newspapers prior to the first day of trading in The Stock Exchange of Thailand and The Market of Alternative Investment. News coverage is measured by media coverage (area of news covered, number of news headlines, and number of newspaper heads) and the public relations value which reflects the news value and the efficiency of news presented. Results show that the space of articles published has a significant negative relation with the first-day returns of IPOs. Also, similar effect has been found on the public relations value. In other words, the amount and quality of information dissemination caused an abnormal low on first-day returns. We further find that the news coverage one to three days prior to the first trading day has a significant negative relation with first-day returns. The higher public relations value of popular newspapers and economic newspapers have a significant negative relation with lower first-day returns of IPOs. These findings support the explanations of IPOs anomaly conjectured that high initial returns are caused by the asymmetric information between issuers and investors of the IPOs. The amount of information published and the quality of information can reduce these information asymmetries, hence, reducing the initial returns.

**Keywords:** Initial Public Offerings, Information Asymmetry, Media Coverage, Public Relation Value

\* Student of Master of Science Program in Finance, Faculty of Business Administration, Chiang Mai University.

\*\* Associated Professor, Finance and Banking Department, Faculty of Business Administration, Chiang Mai University.

\*\*\* Assistant Professor, Public Relation and Advertising Department, Faculty of Mass Communication, Chiang Mai University.

## บทนำ

หลักทรัพย์ไอพีโอ (Initial Public Offering: IPO) เป็นหลักทรัพย์ที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuer) เสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไปในตลาดแรก (Primary Market) เพื่อต้องการระดมเงินทุนไปใช้ในการลงทุนในบริษัท หลักทรัพย์ไอพีโอถือเป็นหลักทรัพย์ที่ไม่ได้ซื้อขายมาก่อนหน้า ข้อมูลของหลักทรัพย์จึงมีน้อยเมื่อเทียบกับหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดอยู่แล้ว การเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารของหลักทรัพย์ไอพีโอจึงเป็นสิ่งสำคัญและจำเป็นต่อนักลงทุนที่จะลงทุนในหลักทรัพย์นี้ ในกระบวนการของการเสนอขายหลักทรัพย์ไอพีโอ บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ผู้ประกอบการจำหน่าย รวมทั้งบริษัทที่ปรึกษาทางการเงินจะร่วมกันกำหนดวิธีการกระจายข้อมูลเพื่อให้นักลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลและใช้ในการตัดสินใจในการลงทุน การเผยแพร่ข้อมูลทำได้หลายรูปแบบ เช่น การจัดสัมมนาแก่กลุ่มนักลงทุน (Road Show) การออกบทวิเคราะห์บริษัท และการส่งข่าวประชาสัมพันธ์ให้แก่สื่อมวลชน การเผยแพร่ข้อมูลผ่านวิธีการต่างๆ จึงใช้เพื่อกระจายข้อมูลให้แก่ นักลงทุนทั่วไปได้ สื่อที่เผยแพร่ออกไปแสดงถึงการที่สื่อมวลชนให้ความสนใจต่อบริษัทและตีพิมพ์ข้อมูลสู่สาธารณะทำให้เกิดการรับรู้ข่าวสารไอพีโอได้กว้างขวางมากขึ้น งานวิจัยด้านการสื่อสารพบว่าข่าวสารที่เผยแพร่ไปนั้นสามารถส่งผลกระทบต่อกระบวนการสร้างภาพลักษณ์ของบริษัทได้ (McCombs & Shaw, 1972) และทำให้นักลงทุนสนใจในหลักทรัพย์ไอพีโอมากขึ้น ดังนั้นข้อมูลการเสนอข่าวไอพีโอจากสื่อจึงทำให้เกิดการรับรู้ต่อข่าวไอพีโอมากขึ้นซึ่งอาจมีผลต่อผลตอบแทนของการซื้อขายของนักลงทุนได้

ผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับจากการซื้อหลักทรัพย์ไอพีโอในตลาดแรกและขายในวันแรกในตลาดรอง (Secondary Market) เรียกว่า ผลตอบแทนวันแรก (First-day Returns) ปรัชญาการณีนี้นำสนใจของการลงทุนในหลักทรัพย์ไอพีโอ คือ โดยเฉลี่ยแล้วอัตราผลตอบแทนวันแรกจะมีค่าสูงมากเมื่อเทียบกับผลตอบแทนการลงทุนทั่วไป ปรัชญาการณีนี้นี้พบทั่วไปในตลาดหลักทรัพย์แทบทุกแห่งรวมทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วย (Komenkul, Sherif, & Bing, 2017; Keawsang, 2016; Lonkani & Firth, 2005; Mingmaung, 2010; Pansriwong, 2016; Parkatt, 2016) คำถามงานวิจัยที่พบเสมอในงานวิจัยของหลักทรัพย์ไอพีโอคือผลตอบแทนวันแรกที่มีค่าสูงนั้นเกิดขึ้นเพราะเหตุใด ซึ่งคำอธิบายปรากฏการณ์ผลตอบแทนสูงในวันแรกนั้นมีหลากหลาย (Ritter & Welch, 2002) ตาราง A ในภาคผนวกได้สรุปถึงสมมติฐานต่างๆ ที่ได้อธิบายปรากฏการณ์ผลตอบแทนสูงนี้ งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ที่จะทดสอบการเกิดผลตอบแทนวันแรกที่สูงด้วยการทดสอบกับข้อมูลของหลักทรัพย์ไอพีโอที่ปรากฏในสื่อหนังสือพิมพ์ก่อนที่หลักทรัพย์นั้นจะเข้าซื้อขายในตลาดรอง ซึ่งความเชื่อมโยงของผลตอบแทนหลักทรัพย์ไอพีโอกับข้อมูลข่าวสารนั้นสอดคล้องกับการอธิบายโดยใช้สมมติฐานความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry Hypothesis) ที่อธิบายว่าบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (รวมถึงวณิชธนกิจ และที่ปรึกษาการเงิน) จะตั้งราคาขายหลักทรัพย์ในตลาดแรกไว้ต่ำกว่าราคาที่แท้จริงเพื่อจูงใจให้เกิดการซื้อขายหลักทรัพย์ไอพีโอและเป็นการลดความไม่สมมาตรของข้อมูล

เมื่อหลักทรัพย์ไอพีโอถูกนำไปขายในตลาดรอง ราคาจึงปรับสูงขึ้นตามมูลค่าที่แท้จริงทำให้ผลตอบแทนวันแรกสูงขึ้น (Allen & Faulhaber, 1989; Benveniste & Spindt, 1989; Rock, 1986; Welch, 1989) การมีผลตอบแทนสูงตามสมมติฐานนี้จึงเกิดจากข้อมูลที่ไม่สมมาตรระหว่างสองฝ่ายคือฝ่ายของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ผู้ประกอบการจำหน่าย กับนักลงทุน ดังนั้น ตามข้อสมมติฐานนี้ราคาเสนอขายของหลักทรัพย์ไอพีโอที่มีข่าวสารอยู่มากจึงควรใกล้เคียงกับมูลค่าที่แท้จริง ผลที่ตามมาคือผลตอบแทนวันแรกจะไม่ได้สูงมากในสถานะที่ความไม่เท่าเทียมของข้อมูลข่าวสารมีน้อยหรือในสภาพที่มีข้อมูลข่าวสารมาก

อย่างไรก็ตามการมีข้อมูลข่าวสารมากอาจทำให้เกิดผลในอีกด้านหนึ่งคือทำให้นักลงทุนเกิดความสนใจมากขึ้นต่อหลักทรัพย์ไอพีโอขึ้นซึ่งทำให้ราคาขายในตลาดรองสูงขึ้นเมื่อหลักทรัพย์เข้าซื้อขายในตลาด ในกรณีนี้สิ่งที่ตามมาคือผลตอบแทนวันแรกมีค่าสูงเมื่อมีข้อมูลข่าวสารมาก การทดสอบในต่างประเทศที่ทดสอบผลของข่าวต่อผลตอบแทนก็ได้พบว่าหลักทรัพย์ไอพีโอที่มีข้อมูลข่าวสารมากจะสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่สูงในทางบวก (Bajo & Raimondo, 2017; Liu, Sherman, & Zhang, 2008) ดังนั้น ผลของการมีข่าวของหลักทรัพย์ไอพีโอที่มีต่อการลงทุนในหลักทรัพย์ไอพีโอจึงเป็นไปได้ทั้งทางบวก (จากความต้องการที่สูงขึ้น) และทางลบ (จากการที่ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลง) ต่อผลตอบแทนที่เกินจากปกติ

งานวิจัยนี้ได้วัดข้อมูลข่าวสารไอพีโอที่นำเสนอเป็นข่าวในหนังสือพิมพ์ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่บริษัทยื่นจดทะเบียนจนถึงวันก่อนที่หลักทรัพย์ไอพีโอจะเข้าซื้อขายในตลาดรอง สาเหตุที่ใช้ข่าวที่นำเสนอในหนังสือพิมพ์เนื่องจากหนังสือพิมพ์เป็นสื่อที่ได้รับความนิยมสูง (Thanasombat, 2007) อีกทั้งยังมีต้นทุนต่ำในการกระจายข่าวสารสู่ทั่วประเทศ นอกจากนั้น หนังสือพิมพ์ยังสามารถเก็บรักษาเพื่อเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์ที่สามารถนำมาใช้ในการอ้างอิงได้ (Suwanwajokkasikij, 2014) ข่าวจากสื่อหนังสือพิมพ์ยังมีกรอบที่ชัดเจนที่ทำให้การวัดปริมาณข่าวสารสามารถวัดได้ชัดเจนกว่าสื่ออื่น ทำให้ข้อมูลข่าวสารที่ถูกตีพิมพ์นั้นสามารถเข้าถึงกลุ่มเป้าหมายซึ่งในบริบทนี้คือนักลงทุนรายย่อยที่มีอยู่ทั่วไป (Bajo & Raimondo, 2017) การที่บริษัทมีข่าวปรากฏในพื้นที่สื่อมวลชนมากแสดงให้เห็นถึงการที่สื่อมวลชนมีความสนใจต่อบริษัทแล้วนำเสนอข่าวผ่านช่องทางของตน ส่งผลให้นักลงทุนได้รับข้อมูลในหลักทรัพย์มากขึ้น

ความครอบคลุมของข่าวสารไอพีโอหรือปริมาณที่ใช้ทดสอบในการวิจัยนี้ได้วัดจากจำนวนข่าว และพื้นที่ของข่าวซึ่งเป็นดัชนีสะท้อนความสำคัญ หรือผลกระทบของข่าว ตลอดจนความสนใจที่สำนักข่าวมีต่อประเด็นข่าวนั้นๆ นอกจากนั้น งานวิจัยนี้ยังอาศัยดัชนีบ่งชี้คุณค่าในเชิงการประชาสัมพันธ์โดยพิจารณาจากมูลค่าการประชาสัมพันธ์ (Public Relation Value: PR Value) ทำการวัดโดยนำอัตราค่าโฆษณาของหนังสือพิมพ์แต่ละฉบับคูณจำนวนพื้นที่ข่าวเป็นคอลัมน์นี้

ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นมีการศึกษาผลของข่าวที่นำเสนอสู่สาธารณะต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ แต่ก็ไม่ได้เป็นการศึกษาผลของข่าวต่อหลักทรัพย์ไอพีโอ เช่น Teeraphantuvat (2010) ที่ศึกษาอิทธิพลของความครอบคลุมของข่าวต่อราคาหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET100 ผลการศึกษาพบว่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความครอบคลุมของข่าวเป็นจำนวนมากจะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าเมื่อเทียบกับกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความครอบคลุมของข่าวที่มีจำนวนน้อย อย่างไรก็ตาม ไม่พบการศึกษาใดในประเทศไทยที่เชื่อมโยงในประเด็นของข่าวกับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ การวิจัยนี้จึงถือเป็นครั้งแรกที่ได้ทดสอบในประเด็นนี้

การวิจัยนี้จึงได้ศึกษาผลของข่าวสารไอพีโอที่มีผลต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทยช่วงเดือนมกราคม พ.ศ. 2554 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2558 ซึ่งมีหลักทรัพย์ไอพีโอทั้งหมด 130 หลักทรัพย์ และมีข่าวรวมทั้งหมด 10,287 ข่าว

ผลการวิจัยพบว่า ความครอบคลุมของพื้นที่ข่าวมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนวันแรกอย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงข้ามเช่นเดียวกับมูลค่าประชาสัมพันธ์ แสดงให้เห็นว่าการที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ไอพีโอได้ถูกตีพิมพ์สู่สาธารณะเป็นจำนวนมากทำให้ผลตอบแทนวันแรกของหุ้นไอพีโอลดลง ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล เมื่อนักลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลได้อย่างเท่าเทียมกันแล้ว จะทำให้นักลงทุนลงทุนหลักทรัพย์ในลักษณะที่คล้ายกัน ทำให้ไม่มีนักลงทุนคนใดได้ผลตอบแทนเกินกว่าปกติ นอกจากนี้ยังพบว่ามูลค่าประชาสัมพันธ์ในช่วงระยะเวลา 1-3 วันก่อนการซื้อขายหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนวันแรกอย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงข้าม และมูลค่าการประชาสัมพันธ์ของหนังสือพิมพ์ประเภทประชาชนนิยมและประเภทเฉพาะทางมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนวันแรกอย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงข้ามเช่นกัน การศึกษาค้นคว้านี้แสดงให้เห็นว่าบริษัทผู้เสนอขายหลักทรัพย์ไอพีโอไม่จำเป็นต้องเสนอขายหุ้นไอพีโอในราคาต่ำ เพื่อจูงใจให้เกิดการซื้อขายหลักทรัพย์ไอพีโอ ในสภาวะที่นักลงทุนในตลาดมีข้อมูลของหลักทรัพย์ไอพีโอมาก

บทความนี้ได้แบ่งเป็นส่วนๆ ดังนี้ คือส่วนที่หนึ่งเป็นบทนำ ส่วนที่สองกล่าวถึงแนวคิดทฤษฎี ส่วนที่สามและสี่คือรายละเอียดของข้อมูลและวิธีการศึกษารวมทั้งสมมติฐานที่เกี่ยวข้อง ส่วนที่ห้าคือผลการศึกษา และส่วนที่หกซึ่งเป็นส่วนสุดท้ายคือบทสรุปของการวิจัยในครั้งนี้

## แนวคิดทฤษฎี และวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

### ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล

คำอธิบายที่นักวิชาการกลุ่มหนึ่งใช้เพื่ออธิบายปรากฏการณ์ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ไอพีโอที่มีค่ามากกว่าปกติคือการมีผลตอบแทนสูงของหลักทรัพย์ไอพีโอที่เกิดจากการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันหรือเรียกว่าความไม่สมมาตรของข้อมูล (Allen & Faulhaber, 1989; Benveniste & Spindt,

1989; Rock, 1986; Welch, 1989) ความไม่สมมาตรของข้อมูลเป็นปรากฏการณ์ที่พบได้ทั่วไปในสถานการณ์ที่ฝ่ายหนึ่งมีข้อมูลเหนือกว่าอีกฝ่ายหนึ่ง หรือตลาดการซื้อขายที่ผู้ซื้อและผู้ขายมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน (Lemon Market) สภาพตลาดเช่นนี้ ผู้ซื้อสินค้าซึ่งมีข้อมูลน้อยกว่าจะไม่ซื้อสินค้านั้นในราคาปกติ แต่อาจจะซื้อถ้าผู้ขายลดราคาสินค้าให้ กรณีของหลักทรัพย์ไอพีโอก็เช่นเดียวกันที่มีผู้ขาย (บริษัทเจ้าของหลักทรัพย์และวาณิชธนกิจ) รู้จักหลักทรัพย์นั้นดีกว่า และรู้ข้อมูลของหลักทรัพย์มากกว่าผู้ซื้อซึ่งเป็นนักลงทุนในตลาด ดังนั้น เพื่อจูงใจให้เกิดการซื้อขายไอพีโอและเป็นลดความไม่สมมาตรของข้อมูล ฝ่ายผู้ขายจึงลดราคาหลักทรัพย์ให้ต่ำกว่าราคาที่ประเมินได้ เมื่อหลักทรัพย์ไอพีโอถูกนำไปขายในตลาดรอง ราคาจึงปรับสูงขึ้นตามมูลค่าที่แท้จริงทำให้ผลตอบแทนวันแรกสูงขึ้นตามข้อสมมติฐานนี้เมื่อมีกิจกรรมใดๆ ที่สามารถลดความไม่เท่าเทียมของข้อมูลข่าวสารได้ ผู้ขายและผู้ประกอบการจำหน่ายไม่จำเป็นต้องลดราคาต่ำเพื่อจูงใจให้เกิดการซื้อขายไอพีโอ ราคาเสนอขายของหลักทรัพย์ไอพีโอที่มีข่าวสารอยู่มากจึงควรใกล้เคียงกับมูลค่าที่แท้จริงซึ่งเมื่อหลักทรัพย์เข้าซื้อขายในตลาดรอง ราคาจึงไม่ได้เปลี่ยนแปลงไปมากจากมูลค่าที่แท้จริง ผลที่ตามมาคือผลตอบแทนวันแรกจะไม่มากในสภาวะที่ความไม่เท่าเทียมของข้อมูลข่าวสารมีน้อย (สภาพที่มีข้อมูลข่าวสารมาก)

#### การกำหนดวาระหรือการสร้างความต้องการ

ทฤษฎีกำหนดวาระ (Agenda Setting Theory) เป็นทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับสื่อที่นำเสนอข่าว (News Media) เสนอโดย McCombs และ Shaw (1972) ซึ่งกล่าวไว้ว่า สื่อมวลชนสามารถเปลี่ยนวาระข่าวให้เป็นกระแสของสาธารณชนได้ โดยสื่อมวลชนมีความสามารถในการเป็นผู้กำหนดประเด็นหรือหัวข้อปัญหาต่างๆ ในสังคมให้ประชาชนผู้รับสารทั่วไปได้ทราบและเห็นความสำคัญจากการเสนอข่าวสารเรื่องใดเรื่องหนึ่ง ซึ่งมีผลให้สาธารณชนมีความคล้อยตามว่าเรื่องนั้นเป็นหัวข้อหรือประเด็นที่มีความสำคัญหรือไม่มีความสำคัญที่จะนำมาคิดพิจารณา ในการศึกษาด้านการเงินและการสื่อสาร มีงานวิจัยจำนวนมากที่อธิบายถึงอิทธิพลของข่าวต่อความรู้สึกของนักลงทุน (Da, Engleberg, & Gao, 2009; Tetlock, 2007) ข่าวจึงมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ เมื่อนำมาพิจารณาในการนำเสนอข่าวของหลักทรัพย์ไอพีโอทำให้ได้ข้อเท็จจริงว่าการที่ผู้ออกหลักทรัพย์เผยแพร่ข้อมูลโดยผ่านสื่อหนังสือพิมพ์นั้นทำให้นักลงทุนสนใจในบริษัทที่ต้องการออกหลักทรัพย์มากขึ้นและทำให้เกิดความต้องการซื้อหลักทรัพย์ไอพีโอมากขึ้น ความต้องการนี้จะสะท้อนเห็นชัดเจนมากขึ้นเมื่อหลักทรัพย์ไอพีโอเข้าซื้อขายในตลาดรอง โดยหลักทรัพย์ที่มีข่าวปรากฏในสื่อมากจะส่งผลให้ผลตอบแทนในวันแรกของหลักทรัพย์นั้นเพิ่มสูงขึ้นได้

อย่างไรก็ตาม การเสนอขายหลักทรัพย์ไอพีโอซึ่งเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกในตลาดจึงทำให้ข้อมูลข่าวสารของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์มีน้อย ดังนั้น แนวคิดทฤษฎีหลักที่ต้องการทดสอบในการศึกษาการนำเสนอข่าวที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนวันแรกครั้งนี้จึงมีประเด็นที่แตกต่างกันไป

ในสองรูปแบบ ซึ่งตามทฤษฎีทางการเงิน ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลจะสามารถอธิบายได้ในกรณีที่บริษัทผู้เสนอขายหลักทรัพย์มีข่าวสารที่ถูกตีพิมพ์ออกไปเป็นจำนวนมากแล้ว ซึ่งช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างฝ่ายที่มีข้อมูลมากกว่า (วาณิชธนกิจ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์) กับอีกฝ่ายที่มีข้อมูลน้อยกว่า (นักลงทุนทั่วไป) ทำให้ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอไม่สูงนัก ในขณะที่ทฤษฎีกำหนดวาระหรือการสร้างความต้องการ ซึ่งเป็นทฤษฎีในทางการสื่อสารมวลชนจะมีความขัดแย้งกัน เนื่องจากหากบริษัทผู้ออกเสนอขายหลักทรัพย์ถูกตีพิมพ์ออกไปเป็นจำนวนมาก ส่งผลให้เกิดความต้องการในการลงทุนของนักลงทุนที่สูงจะสะท้อนให้ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอเพิ่มขึ้นได้

### ข่าวและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไอพีโอ

ข่าวที่สื่อสารจากสื่อถือเป็นแหล่งของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับเหตุการณ์ ปริมาณและบริบทของข่าวรวมทั้งความไม่แน่นอนที่เกิดขึ้นของตลาดการเงินมีผลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ การเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของผู้ลงทุน ความผันผวนของราคาและการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ (Mitra & Mitra, 2011) ปริมาณข่าว เนื้อหา รวมทั้งแหล่งที่มาของข่าว ถือเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการวิเคราะห์ ข่าวจากหนังสือพิมพ์ถือเป็นสื่อหลัก (Mainstream News) ที่มีความน่าเชื่อถือมากกว่าสื่ออื่น (Mitra & Mitra, 2011) งานวิจัยที่ผ่านมาได้อธิบายว่านักลงทุนมีพฤติกรรมที่จะเลือกซื้อหลักทรัพย์ที่อยู่ในความสนใจมาก (Attention-Grabbing Stocks) และพบว่านักลงทุนรายย่อยมีพฤติกรรมการซื้อหลักทรัพย์ตามความสนใจมากกว่านักลงทุนสถาบัน (Barber & Odean, 2001) งานวิจัยที่ได้ข้อสรุปในทางตรงกันข้ามกับ Barber และ Odean (2001) คืองานวิจัยของ Fang และ Peress (2009) ที่ศึกษาว่าข้อมูลความครอบคลุมของข่าว (Media Coverage) ช่วยในการพยากรณ์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้หรือไม่ ผลการทดสอบพบว่า การลงทุนในหุ้นที่ไม่ได้รับความสนใจให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าหุ้นที่ได้รับความสนใจอย่างกว้างขวาง (Widely Covered Stocks) ผลที่ได้นี้สอดคล้องกับสมมติฐาน Investor Recognition Hypothesis (Merton, 1987) ที่กล่าวไว้ว่าผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์จะลดลงในกรณีที่หลักทรัพย์นั้นเป็นที่รู้จักดีสำหรับนักลงทุน

อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยน้อยมากที่ศึกษาเชื่อมโยงข่าวสารของหลักทรัพย์ไอพีโอกับผลตอบแทนในตลาดรองวันแรก (Bajo & Raimondo, 2017) การศึกษาที่เกี่ยวข้องกับการนำเสนอข่าวสารและผลตอบแทนหลักทรัพย์ไอพีโอในต่างประเทศ (Bajo & Raimondo, 2017; Liu, Sherman, & Zhang, 2008) ได้พบความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างปริมาณข่าวสารและผลตอบแทนวันแรก ซึ่งสะท้อนว่าการนำเสนอข่าวสาร ไม่ว่าจะป็นทั้งปริมาณของข่าว ทิศทางของข่าว (Tone) ทำให้เกิดความต้องการหลักทรัพย์มากขึ้นและทำให้เกิดปรากฏการณ์ผลตอบแทนวันแรกสูงขึ้นได้ Da Engelberg และ Gao (2009) ได้ทดสอบว่าความถี่ของการค้นหาข้อความใน Google Search

(Google Trends) สามารถอธิบายปรากฏการณ์ผลตอบแทนสูงในวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอได้ ผลการวิจัยนี้สะท้อนให้เห็นถึงความสัมพันธ์ของความต้องการของนักลงทุนและข้อมูลที่อยู่ใน Google Trends นอกจากนี้ ยังมีการศึกษาของ Guldiken Tubber Nair และ Yu (2017) ได้ศึกษาผลกระทบของความครอบคลุมของข่าว (Media Coverage) จากการวัดความน่าเชื่อถือของสื่อทางการเงินและทิศทางของข่าวที่มีผลต่อการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ไอพีโอทั้งก่อนและหลังจดทะเบียนของหลักทรัพย์ไอพีโอในช่วงเวลาหนึ่งสัปดาห์ ผลการศึกษาพบว่า ความน่าเชื่อถือของสื่อมีอิทธิพลอย่างมากต่อราคาของหลักทรัพย์ ในขณะที่ทิศทางของข่าวในลักษณะของความไม่แน่นอนของสื่อมีผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์เช่นกัน แสดงให้เห็นถึงการส่งสัญญาณที่ไม่แน่นอนของสื่อส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมในการลงทุนของนักลงทุนในหลักทรัพย์ไอพีโอได้เช่นกัน

การศึกษาในประเทศไทยที่ผ่านมา (Teeraphantuvat, 2010) ได้ศึกษาผลของข่าวที่มีต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ทั่วไปโดยวัดความครอบคลุมของข่าวจากการนับจำนวนข่าวจากสื่อหนังสือพิมพ์ที่กล่าวถึงหลักทรัพย์นั้น ผู้ศึกษาทดสอบผลการลงทุนโดยวิธี CAPM และ Fama-French Three Factor Model โดยการเข้าซื้อกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความครอบคลุมของข่าวจำนวนน้อย และขายกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความครอบคลุมของข่าวจำนวนมาก การวัดความครอบคลุมของข่าวของงานวิจัยที่ผ่านมาประเมินจากจำนวนข่าวที่ตีพิมพ์ในหนังสือพิมพ์เพียงประเด็นเดียว ซึ่งไม่ได้สะท้อนถึงความครอบคลุมของข่าวอย่างชัดเจน เพราะการนับจำนวนข่าวไม่ได้แสดงถึงปริมาณเนื้อหาของสื่อที่เกี่ยวข้อง เช่น ไม่ได้แสดงว่าในหัวข้อข่าว 1 เรื่อง มีการนำเสนอข่าวน้อยเพียงใด ซึ่งปริมาณเนื้อหาของสื่อเป็นส่วนสำคัญของข้อมูล (Pipitsombat, 2008)

มูลค่าการประชาสัมพันธ์สะท้อนว่ามูลค่าที่สูงนั้นเป็นการลงทุนเพื่อให้เข้าถึงคนได้ในจำนวนมากซึ่งหนังสือพิมพ์ที่มีผู้อ่านเป็นจำนวนมากย่อมคิดราคาเนื้อที่การนำเสนอข่าวได้ในราคาสูง (Pipitsombat, 2008) การได้รับการเผยแพร่ข่าวประชาสัมพันธ์ผ่านสื่อมวลชนนั้น จะทำให้สามารถลดค่าใช้จ่ายในการซื้อพื้นที่สื่อเพื่อการประชาสัมพันธ์ข่าวของบริษัทได้ ประเด็นข่าวที่สื่อมวลชนนำเสนอเป็นสิ่งที่สะท้อนถึงความน่าเชื่อถือของการเป็นข่าวผ่านสื่อสิ่งพิมพ์ได้เพราะข่าวที่ถูกนำเสนอได้ผ่านการคัดกรองจากสื่อมาแล้ว เรียกได้ว่าพื้นที่ของข่าวเป็นสิ่งสะท้อนคุณค่าสำคัญของการเป็นข่าว (Harcup & O'Neill, 2010) ทฤษฎีสำคัญที่อธิบายความสำคัญของปริมาณข่าวคือทฤษฎีการกำหนดวาระ (Agenda Setting Theory) ที่อธิบายว่าสื่อมวลชนสามารถเปลี่ยนวาระข่าวให้เป็นกระแสของสาธารณชนได้ ซึ่งการนำเสนอข่าวในปริมาณมากจะทำให้ผู้รับสารหรือนักลงทุนเข้าถึงข้อมูลของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ได้มากขึ้น (McCombs & Shaw, 1972) งานวิจัยที่ผ่านมาก็ได้พบว่าปริมาณข่าวและข้อมูลในเชิงความเห็น (Tone) ที่ปรากฏในข่าวมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอด้วยเช่นกัน Bajo และ Raimondo (2017) พบว่าข้อมูลในเชิงความเห็นมีผลมากขึ้นเมื่อหนังสือพิมพ์ที่มีชื่อเสียงตีพิมพ์ข่าวไอพีโอ

## ข้อมูล

การวิจัยนี้ใช้ข้อมูลของหลักทรัพย์ไอพีโอที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554 ถึง พ.ศ. 2558 จำนวนทั้งหมด 130 หลักทรัพย์ ข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาและที่มาของข้อมูลมีรายละเอียดดังนี้

1. ช่วงเวลาระหว่างยื่นจดทะเบียนถึงวันก่อนเข้าทำการซื้อขายในตลาดรอง จากเว็บไซต์สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (www.sec.or.th)
2. ราคาเสนอขายและราคาปิดของหลักทรัพย์ไอพีโอ จากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.co.th)
3. ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของหลักทรัพย์ไอพีโอ จากหนังสือชี้ชวนแบบฟอร์ม 69-1
4. การรายงานของสื่อหนังสือพิมพ์ จากฐานข้อมูลมติชน (www.matichonelibrary.com) ซึ่งมีจำนวนหนังสือพิมพ์ทั้งหมด 25 ฉบับ มีข่าวที่ตีพิมพ์ข่าวหุ้นไอพีโอทั้งหมด 10,287 ข่าว

## ตัวแปรในการศึกษา

### ตัวแปรตาม

ตัวแปรในการศึกษาแบ่งเป็นสามกลุ่มคือตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระหลักที่เกี่ยวข้อง ข่าวหลักทรัพย์ไอพีโอ และตัวแปรควบคุม (Control Variables) ตัวแปรตามในการวิเคราะห์ครั้งนี้คือผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอซึ่งใช้วิธีการวัดเช่นเดียวกับการศึกษาที่ผ่านมา (Allen & Faulhaber, 1989; Benveniste & Spindt, 1989; Koh & Walter, 1989; Ritter & Welch, 2002; Rock, 1986; Welch, 1989)

อัตราผลตอบแทนวันแรก (Initial Returns: IR) ของหลักทรัพย์ไอพีโอ คำนวณได้โดย

$$IR = \frac{P - OP}{OP} \times 100$$

- IR คือ อัตราผลตอบแทนวันแรกเป็นอัตราร้อยละของผลต่างระหว่างราคาปิดของหลักทรัพย์ไอพีโอในตลาดรองวันแรก กับราคาเสนอขายหลักทรัพย์ไอพีโอในตลาดแรกของหลักทรัพย์
- OP คือ ราคาเสนอขาย (Offer Price) ของหลักทรัพย์ไอพีโอ
- P คือ ราคาปิดวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ

อัตราผลตอบแทนวันแรก (Initial Returns: IR) คืออัตราผลตอบแทนวันแรกคิดเป็นอัตราร้อยละของผลต่างระหว่างราคาปิดของหลักทรัพย์ไอพีโอในตลาดรองวันแรกกับราคาเสนอขายหลักทรัพย์ไอพีโอในตลาดแรกของหลักทรัพย์ ซึ่งข่าวสารของหลักทรัพย์ไอพีโอที่ถูกตีพิมพ์ออกไปนั้นจะทำให้ผู้เสนอขายหลักทรัพย์สามารถกำหนดราคาได้ใกล้เคียงกับมูลค่าที่แท้จริง และอาจจะส่งผลให้ผลตอบแทนวันแรกไม่สูงมาก ในมุมมองของการศึกษาครั้งนี้ข่าวสารของหลักทรัพย์ไอพีโอจะไม่ได้ทำให้ราคาเสนอขายหลักทรัพย์ไอพีโอสูงขึ้น แต่จะช่วยลดปัญหาของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลสำหรับการกำหนดราคาเสนอขายหลักทรัพย์ไอพีโอในตลาดแรกจะมีความสัมพันธ์กับระยะเวลาของข่าวสาร โดยการกำหนดราคาในระยะแรกมีลักษณะเป็นช่วงราคาในบางหลักทรัพย์ที่มีการเสนอขายครั้งแรก ต่อมาจึงมีการปรับเป็นราคาเดียว ดังนั้น ปริมาณการนำเสนอข่าวจึงมีผลต่อราคาขายที่เป็นราคาเดียว

### ตัวแปรอิสระที่เกี่ยวข้องกับข่าวประชาสัมพันธ์

ตัวแปรหลักของการศึกษาคือข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับข่าวซึ่งในการศึกษาค้นคว้านี้ใช้ความครอบคลุมของข่าว (พื้นที่ของข่าว จำนวนข่าว และจำนวนหนังสือพิมพ์) และมูลค่าการประชาสัมพันธ์เป็นตัวแปรในการศึกษาซึ่งรายละเอียดของการวัดตัวแปรแต่ละตัวสรุปได้ดังตารางต่อไปนี้

สัญลักษณ์	ตัวแปร	คำอธิบาย	อ้างอิงจาก
AREA	พื้นที่ข่าว	ขนาดพื้นที่ของข่าวที่ได้ลงตีพิมพ์ในหนังสือพิมพ์กล่าวถึงหลักทรัพย์ไอพีโอทั้งหมดตั้งแต่หนึ่งวันหลังวันยื่นจดทะเบียนถึงหนึ่งวันก่อนเข้าซื้อขายในตลาดรอง โดยมีหน่วยวัดเป็น คอลัมน์นิ้ว ซึ่งวัดได้จากความยาว (ตามแนวตั้ง) เป็นนิ้ว คูณด้วยความกว้าง (ตามแนวนอน) เป็นคอลัมน์นิ้วตามมาตรฐานของแต่ละชื่อหนังสือพิมพ์ (1 คอลัมน์นิ้วกว้างประมาณ 1.25 นิ้ว)	Pipitsombat (2008)
T_ARTICLES	จำนวนข่าว	วัดจากการนำเสนอเนื้อหาครอบคลุมประเด็นเกี่ยวกับหลักทรัพย์ในหนังสือพิมพ์แต่ละฉบับที่ตีพิมพ์ในช่วงเวลาหลังยื่นจดทะเบียนหนึ่งวันจนถึงหนึ่งวันก่อนการเข้าซื้อขายในตลาดรอง	Liu Sherman และ Zhang (2008)
N_NEWSPAPER	จำนวนหนังสือพิมพ์	วัดจากจำนวนชื่อหนังสือพิมพ์ (Name Plate) ที่ตีพิมพ์ข่าวของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ในช่วงเวลาหลังยื่นจดทะเบียนหนึ่งวันจนถึงหนึ่งวันก่อนการเข้าซื้อขายในตลาดรอง	
PR_VALUE	มูลค่าการประชาสัมพันธ์ (PR Value)	มูลค่าของเนื้อที่ข่าว คิดจากปริมาณพื้นที่ข่าว (AREA) ในอัตราโฆษณาของหนังสือพิมพ์แต่ละฉบับ แล้วคูณด้วยดัชนีมูลค่าการประชาสัมพันธ์ (ตามธรรมเนียมวิชาชีพประชาสัมพันธ์ในประเทศไทย ใช้อัตราเท่ากับสามเท่าของอัตราค่าโฆษณา)	Pipitsombat (2008)

## ตัวแปรควบคุม

ตัวแปรควบคุม (Control Variables) ที่ใช้ในการทดสอบครั้งนี้คือ ระยะเวลาหลังยื่นจดทะเบียนถึงวันซื้อขายหลักทรัพย์ (FILING\_PERIOD) ผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด (MKT) อายุของกิจการ (AGE) วัดจากอายุของกิจการนับตั้งแต่วันที่ก่อตั้งจนถึงวันที่เสนอขายหลักทรัพย์ไอพีโอ สินทรัพย์ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (ASSET) ความมีชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (REPU) ซึ่งตัวแปรควบคุมต่าง ๆ นี้ได้ถูกใช้ในการศึกษาที่ผ่านมาในประเด็นการทดสอบผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ (Beatty & Ritter, 1986; Bouis, 2009; Lowry & Schwert, 2002; Vithanage, Neupane, & Chung, 2016) เพื่อควบคุมว่าการดำเนินการจัดจำหน่ายโดยผู้จำหน่ายหลายรายจะมีผลต่อผลตอบแทนวันแรกหรือไม่ งานวิจัยนี้ยังได้ใช้ตัวแปรหุ่นเพื่อควบคุมในกรณีการที่หลักทรัพย์ไอพีโอมีผู้จำหน่ายหลักทรัพย์หลายราย (Vithanage, Neupane, & Chung, 2016) โดยหลักทรัพย์ไอพีโอที่มีผู้จัดจำหน่ายหลายราย (MLU) มีค่าตัวแปรเท่ากับ 1 และหลักทรัพย์ไอพีโอที่มีผู้จัดจำหน่ายเพียงรายเดียว (SLU) มีค่าเท่ากับ 0 และตัวแปรหุ่นของประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม กำหนดโดยให้ตัวแปรหุ่นแต่ละตัวมีค่าเป็น 1 เมื่อเป็นบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์อยู่ในอุตสาหกรรมนั้น ๆ และเมื่อบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์อยู่ในอุตสาหกรรมอื่น มีค่าเท่ากับ 0

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ของมูลค่าประชาสัมพันธ์โดยแยกประเภทหนังสือพิมพ์ต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ โดยประเภทของหนังสือพิมพ์นั้นสามารถจำแนกตามลักษณะของเนื้อหาของข่าวที่ตีพิมพ์ในแต่ละหนังสือพิมพ์ ได้ 2 ประเภท ได้แก่ หนังสือพิมพ์ประเภทประชานิยม (Popular Newspapers) และหนังสือพิมพ์ประเภทคุณภาพ (Quality Newspapers) ในการศึกษาครั้งนี้ข่าวสารที่ถูกตีพิมพ์ในหนังสือพิมพ์จะออกไปสู่กลุ่มเป้าหมายที่เจาะจงมากขึ้นทำให้สามารถแยกประเภทหนังสือพิมพ์เพิ่มออกมาอีกประเภทหนึ่ง คือ หนังสือพิมพ์ประเภทเฉพาะทาง (Special-Service Newspapers) เหมาะสมกับกลุ่มเป้าหมายที่มีความสนใจพิเศษที่เพิ่มเติมจากหนังสือพิมพ์ทั่วไป (Sothasathien, 1990) โดยหนังสือพิมพ์แต่ละประเภทมีความหมายดังนี้ (Siriyuvasak, 2004)

1) หนังสือพิมพ์ประเภทประชานิยม (Popular Newspapers) หมายถึง หนังสือพิมพ์ที่เน้นการนำเสนอข่าวที่มีเนื้อหาเร้าอารมณ์และความรู้สึกตื่นเต้น มุ่งเน้นการนำเสนอข่าวประเภทข่าวเบา (Soft News) เนื้อหาข่าวมีผลกระทบต่อกลุ่มคนจำนวนน้อย นอกจากนั้น รูปแบบการนำเสนอยังเต็มไปด้วยจินตนาการและมีสีสัน หนังสือพิมพ์ประเภทนี้จะเป็นที่นิยมและแพร่หลายในกลุ่มคนทั่วไป ได้แก่ ไทยรัฐ เดลินิวส์ ข่าวสด คมชัดลึก พิมพ์ไทย บ้านเมือง และแนวหน้า

2) หนังสือพิมพ์ประเภทคุณภาพ (Quality Newspapers) หมายถึง หนังสือพิมพ์ที่นำเสนอเนื้อหาเป็นเรื่องราวที่มีสาระ ความรู้ ทัศนคติ และมีการวิเคราะห์ มุ่งเน้นการนำเสนอข่าวประเภทข่าวหนัก (Hard News) เนื้อหาข่าวจะมีผลกระทบต่อกลุ่มคนจำนวนมาก หนังสือพิมพ์ประเภทนี้จะมีลักษณะไม่หวือหวาหรือเร้าอารมณ์ จะมีการสื่อให้เห็นถึงความคิดเห็นในเชิงเหตุผล ได้แก่ มติชน ไทยโพสต์ บางกอกโพสต์ สยามรัฐ โลกวันนี้ โพสต์ทูเดย์ บางกอกทูเดย์ และเดอะเนชั่น

3) หนังสือพิมพ์ประเภทเฉพาะทาง (Special-Service Newspapers) หมายถึง หนังสือพิมพ์ที่มุ่งเน้นเนื้อหาเฉพาะด้านใดด้านหนึ่ง และมีกลุ่มเป้าหมายเฉพาะบางกลุ่มเท่านั้น การนำเสนอข่าวสารต่างๆ จึงมีลักษณะเฉพาะ ได้แก่ กรุงเทพธุรกิจ ประชาชาติธุรกิจ ข่าวหุ้น ทันหุ้น ฐานเศรษฐกิจ ดอกเบี้ยธุรกิจ ผู้จัดการรายวัน ผู้จัดการรายสัปดาห์ สยามธุรกิจ และอปท.นิวส์

### ความสัมพันธ์ระหว่างข่าวประชาสัมพันธ์และผลตอบแทนวันแรก

ตามที่ไดกล่าวไว้ในส่วนที่ผ่านมาคือการประชาสัมพันธ์หลักทรัพย์ไอพีโอทำให้ผู้ลงทุนหรือผู้สนใจในหลักทรัพย์ไอพีโอทราบข้อมูลของหลักทรัพย์มากขึ้น ตามสมมติฐานของความไม่สมมาตรของข้อมูลนั้น (Allen & Faulhaber, 1989; Benveniste & Spindt, 1989; Rock, 1986; Welch, 1989) เมื่อหลักทรัพย์มีข้อมูลมากปัญหาการกำหนดราคาเพื่อลดสภาพความไม่สมมาตรของข้อมูลจึงลดลงหรือหมดไป ในสภาพเช่นนี้ผู้ขายหลักทรัพย์ไอพีโอจึงไม่จำเป็นต้องกำหนดราคาต่ำเพื่อจูงใจให้เกิดการซื้อขาย เมื่อพิจารณาจากสมมติฐานนี้จึงสามารถกำหนดสมมติฐานได้ว่าหลักทรัพย์ไอพีโอใดที่มีข่าวเผยแพร่มาผลตอบแทนวันแรกจะต่ำกว่าหลักทรัพย์ไอพีโอที่มีการนำเสนอข่าวน้อย

อย่างไรก็ตามความสัมพันธ์ระหว่างข่าวประชาสัมพันธ์กับผลตอบแทนสามารถเป็นไปได้ในทางตรงข้ามตามที่ทฤษฎีทางด้านสื่อสารมวลชนคือทฤษฎีการกำหนดวาระ (Agenda Setting Theory) ที่อธิบายว่าสื่อที่เผยแพร่ออกไปนั้นสามารถเปลี่ยนประเด็นเด่นที่เป็นวาระของข่าวให้เป็นกระแสหรือเป็นวาระของสาธารณชนได้ (McCombs & Shaw, 1972) ข่าวจึงเป็นประเด็นที่ทำให้เกิดความต้องการในหลักทรัพย์ไอพีโอมากขึ้น (Da, Engleberg, & Gao, 2009; Tetlock, 2007) ดังนั้น บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่มีความครอบคลุมของข่าวและมูลค่าประชาสัมพันธ์จำนวนมากแสดงให้เห็นถึงการที่สื่อให้ความสนใจที่จะตีพิมพ์ข้อมูลของบริษัทนั้นออกสู่สาธารณะ ทำให้ผู้รับข้อมูลและนักลงทุนให้ความสนใจ และมีความต้องการลงทุนในบริษัทนั้นมากขึ้น และอาจจะส่งผลให้ผลตอบแทนในวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอเพิ่มขึ้นได้เช่นกัน

การทดสอบสมมติฐานของการศึกษาได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความครอบคลุมของข่าวและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไอพีโอ โดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ดังนี้

$$IR_{i,t} = \beta_{0,t} + \beta_{1,t}AREA_{i,t} + \beta_{2,t}T\_ARTICLES_{i,t} + \beta_{3,t}N\_NEWSPAPER_{i,t} + \gamma_{i,t}(Control) + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$H_0$  : ความครอบคลุมของข่าว ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ

$H_1$  : ความครอบคลุมของข่าว มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ

ความครอบคลุมของข่าว (Media Coverage) ในสมการที่ (1) วัดจากพื้นที่ของข่าว จำนวนข่าว และจำนวนหนังสือพิมพ์ (Liu, Sherman, & Zhang, 2008) อย่างไรก็ตาม การวัดความครอบคลุมของข่าวนั้นอาจยังไม่สามารถสะท้อนความสำคัญของข่าวได้ดีเพราะข่าวที่มีจำนวนความครอบคลุมมาก อาจเกิดในหนังสือพิมพ์ที่ไม่ได้มีจำนวนผู้อ่านมากหรือมียอดพิมพ์มาก การทดสอบจึงได้เพิ่มตัวแปรคือมูลค่าข่าวประชาสัมพันธ์ ในการทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอโดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุ ดังนี้

$$IR_{i,t} = \beta_{0,t} + \beta_{1,t}PR\_VALUE_{i,t} + \gamma_{i,t}(Control) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$H_0$  : มูลค่าประชาสัมพันธ์ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ

$H_1$  : มูลค่าประชาสัมพันธ์มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ

## ผลการศึกษา

ผลการศึกษารายแรกแสดงสถิติเชิงพรรณนาที่อธิบายลักษณะทั่วไปของข้อมูล เมื่อนำหลักทรัพย์ไอพีโอมาวิเคราะห์การกระจายเป็นรายปี พบว่า ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554 ถึง พ.ศ. 2558 การเสนอขายหลักทรัพย์ไอพีโอสูงสุดเกิดขึ้นในปี พ.ศ. 2557 จำนวนจำนวน 37 หลักทรัพย์ และปี พ.ศ. 2554 มีการเสนอขายหลักทรัพย์ไอพีโอน้อยที่สุด จำนวน 12 หลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แบ่งเป็น 2 ตลาด ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในปี พ.ศ. 2558 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เสนอขายหลักทรัพย์ไอพีโอเป็นจำนวนมากที่สุด คือ 22 หลักทรัพย์ สำหรับในตลาด เอ็ม เอ ไอ เสนอขายหลักทรัพย์ไอพีโอเป็นจำนวนมากที่สุดในปี พ.ศ. 2557 จำนวน 20 หลักทรัพย์ และในปี พ.ศ. 2554 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เสนอขายหลักทรัพย์ไอพีโอเป็นจำนวนน้อยที่สุดจำนวน 7 และ 5 หลักทรัพย์ตามลำดับ ตารางที่ 1 แสดงจำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณชนครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

**ตารางที่ 1 ข้อมูลหลักทรัพย์ไอพีโอจำแนกเป็นรายปีในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ**

ปี พ.ศ.	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ	รวม
2554	5	7	12
2555	8	10	18
2556	13	15	28
2557	17	20	37
2558	22	13	35
รวม	65	65	130

**สถิติเชิงพรรณนา**

ตารางที่ 2 แสดงผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาพบว่า ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอโดยเฉลี่ยเท่ากับ 66% โดยมีผลตอบแทนสูงสุดเท่ากับ 200% ขณะที่ผลตอบแทนต่ำสุดติดลบ 29% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 67% ค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 25 และ 75 เท่ากับ 13% และ 106% ตามลำดับ

สำหรับตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ได้แก่ พื้นที่ของข่าว จำนวนข่าวที่ตีพิมพ์ จำนวนหนังสือพิมพ์ที่ตีพิมพ์ และมูลค่าการประชาสัมพันธ์ โดยพื้นที่ของข่าวหลักทรัพย์ไอพีโอมีมูลค่าโดยเฉลี่ยเท่ากับ 1,248.43 ดอลลาร์สหรัฐ พื้นที่ของข่าวสูงสุดและต่ำสุดเท่ากับ 10,506.13 ดอลลาร์สหรัฐ และ 187.89 ดอลลาร์สหรัฐ ตามลำดับ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1,053.29 ดอลลาร์สหรัฐ ค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 25 และ 75 เท่ากับ 804.57 ดอลลาร์สหรัฐ และ 1,384.13 ดอลลาร์สหรัฐ ตามลำดับ

จำนวนข่าวที่อ้างอิงถึงบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่หนังสือพิมพ์ทุกฉบับตีพิมพ์ในช่วงเวลาหลังยื่นจดทะเบียนหนึ่งวันจนถึงหนึ่งวันก่อนการเข้าซื้อขายในตลาดรองมีจำนวนเฉลี่ย 38.50 ข่าว โดยมีบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่ถูกตีพิมพ์เป็นข่าวจำนวนมากที่สุดเท่ากับ 104 ข่าว โดยบริษัทที่ถูกตีพิมพ์มากที่สุด คือ บริษัท อิชิตัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (ICHI) ซึ่งมีระยะเวลาระหว่างยื่นจดทะเบียนถึงวันก่อนการซื้อขาย 280 วัน และมีหนังสือพิมพ์จำนวน 23 ฉบับ ที่ได้ตีพิมพ์เกี่ยวกับบริษัทนี้ ขณะที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่ถูกตีพิมพ์เป็นข่าวน้อยที่สุดเท่ากับ 7 ข่าว ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 18.41 ข่าว ค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 25 และ 75 เท่ากับ 27 ข่าว และ 45.50 ข่าว ตามลำดับ

จำนวนหนังสือพิมพ์ที่ตีพิมพ์ข่าวของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ในช่วงเวลาหลังยื่นจดทะเบียนหนึ่งวันจนถึงหนึ่งวันก่อนการเข้าซื้อขายในตลาดรอง มีจำนวนเฉลี่ย 13.98 หนังสือพิมพ์ มีค่าสูงสุดเท่ากับ 23 หนังสือพิมพ์ และต่ำสุด 5 หนังสือพิมพ์ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 3.61 หนังสือพิมพ์ ค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 25 และ 75 เท่ากับ 12 หนังสือพิมพ์และ 16 หนังสือพิมพ์ ตามลำดับ

สำหรับมูลค่าการประชาสัมพันธ์ของหลักทรัพย์ไอพีโอมีมูลค่าโดยเฉลี่ยเท่ากับ 7,464,920 บาท มูลค่าการประชาสัมพันธ์สูงสุดเท่ากับ 61,082,000 บาท และมูลค่าการประชาสัมพันธ์ต่ำสุด เท่ากับ 1,254,680 บาท ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 6,115,500 บาท ค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 25 และ 75 เท่ากับ 4,763,970 บาท และ 8,454,620 บาท ตามลำดับ

การศึกษาครั้งนี้ได้เพิ่มตัวแปรควบคุมในแบบจำลอง ได้แก่ FILING\_PERIOD ระยะเวลาหลังยื่นจดทะเบียนถึงวันก่อนการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งอาจมีผลต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ มีงานวิจัยที่ทดสอบช่วงระยะเวลาระหว่างยื่นจดทะเบียนและวันซื้อขายพบว่าบริษัทจะเลือกวันซื้อขายวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอในวันที่ตลาดมีผลตอบแทนสูงและมีความผันผวนต่ำ นอกจากนั้นแล้วผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโออาจจะสอดคล้องกับผลตอบแทนกับตลาดได้ด้วยเช่นกัน ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงได้เพิ่มตัวแปรควบคุมผลตอบแทนตลาด (MKT) ไว้ด้วยเช่นกัน (Bouis, 2009; Lowry & Schwert, 2002)

จากการศึกษาของ Beatty และ Ritter (1986) พบว่าความมีชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีผลต่อระดับการกดราคา (Underprice) ของหลักทรัพย์ไอพีโอ เนื่องจากผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงดีจะมีความน่าเชื่อถือและสามารถจำหน่ายหลักทรัพย์ไอพีโอให้แก่ลูกค้าของตนเองได้ และลูกค้าจะเชื่อมั่นในหลักทรัพย์ไอพีโอที่ผู้จัดจำหน่ายนั้นได้เสนอขาย การทดสอบพบว่าหลักทรัพย์ที่มีผู้จัดจำหน่ายที่มีชื่อเสียงจะทำให้ผลตอบแทนวันแรกต่ำ แต่ในระยะยาวนั้นกลับมีผลตอบแทนและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่ดี นอกจากนั้นยังมีการศึกษาของ Bajo และ Raimondo (2017) Guldiken Tubber Nair และ Yu (2017) Liu Sherman และ Zhang (2008) และ Mingmaung (2010) ที่ได้ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่กระทบต่อผลตอบแทนวันแรก ซึ่งความมีชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ การศึกษานี้จึงได้กำหนดให้ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่าย (REPU) เป็นตัวแปรควบคุมที่มีผลต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอด้วย

ตัวแปรควบคุมสำคัญอีกกลุ่มของการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ไอพีโอคือลักษณะของกิจการ เช่น อายุของกิจการ (FIRM\_AGE) สินทรัพย์ของกิจการ (FIRM\_ASSET) รวมไปถึงประเภทอุตสาหกรรม (INDUSTRY) เนื่องจากกิจการแต่ละประเภทที่มีลักษณะแตกต่างกันย่อมจะส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูล และการเข้าถึงข้อมูลของนักลงทุนที่อาจจะเกิดความไม่สมมาตร

ของข้อมูลได้ ดังนั้น ลักษณะของกิจการนั้นย่อมจะส่งผลต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ ไอพีโอ (Katti & Phani, 2016) ซึ่งการศึกษาของ Bajo และ Raimondo (2017) Guldiken Tubber Nair และ Yu (2017) และ Liu Sherman และ Zhang (2008) ได้พบความสัมพันธ์อย่าง มีนัยสำคัญระหว่างตัวแปรอายุของกิจการ (FIRM\_AGE) สินทรัพย์ของกิจการ (FIRM\_ASSET) และประเภทอุตสาหกรรม (INDUSTRY) กับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอเช่นกัน การศึกษาครั้งนี้จึงได้นำตัวแปรลักษณะของกิจการมาใช้เป็นตัวแปรควบคุม โดยตัวแปรทั้งหมด มีค่าสถิติเชิงพรรณนาดังที่จะได้กล่าวต่อไปนี้

เมื่อพิจารณาตัวแปรควบคุมซึ่งได้แก่ ระยะเวลาหลังยื่นจดทะเบียนถึงวันก่อนการซื้อขายหลักทรัพย์ (FILING\_PERIOD) อายุของกิจการ (FIRM\_AGE) สินทรัพย์ของกิจการ (FIRM\_ASSET) ส่วนแบ่งการตลาดของผู้จำหน่ายหลักทรัพย์ (REPU) และอัตราผลตอบแทนของตลาด 1 วันก่อนการ ซื้อขาย (MKT) พบว่า ระยะเวลาหลังยื่นจดทะเบียนถึงวันก่อนการซื้อขายหลักทรัพย์ (FILING\_PERIOD) มีระยะเวลาโดยเฉลี่ย 212.96 วัน มีระยะเวลาสูงสุด 1,064 วัน และต่ำสุด 35 วัน มีส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน 139.81 วัน ค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 25 และ 75 เท่ากับ 131 วัน และ 254 วัน ตามลำดับ อายุของกิจการ (AGE) โดยเฉลี่ยมีอายุ 18.15 ปี บริษัทที่มีอายุสูงสุดมีอายุเท่ากับ 51.88 ปี อายุต่ำสุด เท่ากับ 0.65 ปี ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 11.36 ปี ค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 25 และ 75 เท่ากับ 9.9 วัน และ 26.4 วัน ตามลำดับ ในส่วนของสินทรัพย์ของกิจการ (ASSET) นั้น ค่าเฉลี่ยสินทรัพย์กิจการ เท่ากับ 11,603 ล้านบาท มีสินทรัพย์สูงสุดและต่ำสุดจำนวน 684,769 และ 128.70 ล้านบาท ตามลำดับ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 65,608.60 ล้านบาท ค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 25 และ 75 เท่ากับ 509.73 ล้านบาท และ 3,998.63 ล้านบาท ตามลำดับ ส่วนแบ่งการตลาดของ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (REPU) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.07 มีค่าสูงสุดและต่ำสุดเท่ากับ 0.16 และ 0 ตามลำดับ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.05 ค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 25 และ 75 เท่ากับ 0.02 และ 0.13 ตามลำดับ ส่วนผลตอบแทนของตลาด (MKT) โดยเฉลี่ยเท่ากับ -0.06% ผลตอบแทนสูงสุดเท่ากับ 2.87% และผลตอบแทนต่ำสุดเท่ากับ -2.47% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ -0.90% ค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ ที่ 25 และ 75 เท่ากับ -0.49% และ 0.43% ตามลำดับ

ตารางที่ 2 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	Mean	Mode	S.D	Min	Max	P25	P75
IR	0.66	2.00	0.67	(0.29)	2.00	0.13	1.06
AREA (คอลัมน์นิ้ว)	1,248.43	187.89	1,053.29	187.89	10,506.13	804.57	1,384.13
T_ARTICLES	38.50	28.00	18.41	7.00	104.00	27.00	45.50
N_NEWSPAPER	13.98	15.00	3.61	5.00	23.00	12.00	16.00
PR_VALUE (*000) (บาท)	7,464.92	1,254.68	6,115.50	1,254.68	61,082.3	4,763.97	8,454.62
FILING_PERIOD (วัน)	212.96	153.00	139.81	35.00	1,064.00	131.0	254.00
FIRM_AGE (ปี)	18.15	0.65	11.36	0.65	51.88	9.94	24.66
FIRM_ASSET (*000*000) (บาท)	11,603.9	128.70	65,608.6	128.70	684,769	509.73	3,998.63
REPU	0.07	0.08	0.05	0.00	0.16	0.02	0.13
MKT	(0.0006)	0.0139	0.0090	(0.0247)	0.0287	(0.0049)	0.0043

IR คือ ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ (Initial Returns) PR\_VALUE คือ มูลค่าการประชาสัมพันธ์ (Public Relation Value) T\_ARTICLES คือ จำนวนข่าวทั้งหมด (Total Articles) N\_NEWSPAPER คือ จำนวนหนังสือพิมพ์ที่ตีพิมพ์ข่าวหลักทรัพย์ไอพีโอ (Number of Newspaper) FILING\_PERIOD คือ ระยะเวลาตั้งแต่ยื่นจดทะเบียนถึงวันซื้อขายหลักทรัพย์ FIRM\_AGE คือ อายุของกิจการตั้งแต่ก่อตั้งกิจการจนถึงวันซื้อขายหลักทรัพย์ FIRM\_ASSET คือ สินทรัพย์ของกิจการ REPU คือ ส่วนแบ่งการตลาดของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์แสดงถึงความมีชื่อเสียง (Reputation) ของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ MKT คือ ผลตอบแทนของตลาดเฉลี่ย 1 วันก่อนการซื้อขายหลักทรัพย์

**สถิติเชิงพรรณนาของผลตอบแทนวันแรก**

ตารางที่ 3 แสดงการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอแยกตามประเภทของตลาด ซึ่งแบ่งออกเป็นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) พบว่า ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 56 หลักทรัพย์ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 42% ค่าสูงสุดและต่ำสุดเท่ากับ 200% และ -29% ตามลำดับ ค่ามัธยฐานเท่ากับ 0% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 57% ค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 25 และ 75 เท่ากับ 2% และ 56% ตามลำดับ ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ในตลาด เอ็ม เอ ไอ จำนวน 57 หลักทรัพย์ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 89% ค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเท่ากับ 200% และ 25% ตามลำดับ ค่ามัธยฐานเท่ากับ 200% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 69% ค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 25 และ 75 เท่ากับ 26% และ 148% ตามลำดับ

ผลตอบแทนเฉลี่ยในวันแรกที่ซื้อขายในตลาดรองของหลักทรัพย์ไอพีโอที่พบในการศึกษานี้ นับได้ว่าเป็นผลตอบแทนที่สูงมาก (IR) ซึ่งใกล้เคียงกับผลการศึกษาที่ผ่านมา เช่น การศึกษาของ Parkatt (2559) ที่พบค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไอพีโอ เท่ากับ 61.43% ในช่วงปี พ.ศ. 2553-2557 หรือ ช่วงปี พ.ศ. 2528-2535 พบว่าค่าเฉลี่ยผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอเท่ากับ 63.49% (Allen, Morkel-Klingsbury, and Paiboonthatakiat, 1999) หรือ พ.ศ. 2530-2540 พบว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ไอพีโอ 46.7% (Lonkani, 2000) และในช่วงปี พ.ศ. 2530-2536 ผลการศึกษาผลตอบแทนวันแรกของไอพีโอพบค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนวันแรกเท่ากับ 67.66% (Kim, Kitsabunnarat, & Nofsinger, 2004)

อย่างไรก็ตามการศึกษางานวิจัยเกี่ยวกับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอในบางช่วงเวลาของประเทศไทยกลับพบว่า ผลตอบแทนวันแรกมีค่าไม่ได้สูงมาก เช่น ช่วงปี พ.ศ. 2541-2548 มีค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอเพียง 16.35% (Jaisai, 2006) เช่นเดียวกับการศึกษาของ Vithessonthi (2008) ที่ศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2543-2548 พบค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอเท่ากับ 19.97% และการศึกษาของ Chiraphadhanakul และ Gunawardana (2005) ที่พบค่าเฉลี่ยของหลักทรัพย์ไอพีโอในช่วงปี พ.ศ. 2543-2547 เท่ากับ 23.35%

การศึกษาของผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอในตลาดต่างประเทศยังพบว่า ในประเทศจีนช่วงปี ค.ศ. 1990-2000 มีผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยสูงถึง 256.9% (Azevedo, Guney, & Leng, 2018) และประเทศมาเลเซียในช่วงปี ค.ศ. 2008-2012 หลักทรัพย์ไอพีโอมีผลตอบแทนวันแรกเฉลี่ยเท่ากับ 7.53% (Leong and Sundarasan, 2015) ส่วนในตลาดหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกาพบผลตอบแทนเฉลี่ยเท่ากับ 18.40% ในช่วงปี ค.ศ. 1980-2001 (Ritter, 2003)

### ตารางที่ 3 สถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ

ตัวแปร	N	Mean	Mode	S.D	Min	Max	P25	P75
IR	113	0.66	2.00	0.67	(0.29)	2.00	0.13	1.06
IR_SET	56	0.42	0.00	0.57	(0.29)	2.00	0.02	0.56
IR_MAI	57	0.89	2.00	0.69	(0.25)	2.00	0.26	1.48

IR คือ ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ (Initial Returns) IR\_SET คือ ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย IR\_MAI คือผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

## ความสัมพันธ์ระหว่างข่าวกับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ

สมมติฐานที่สำคัญในการศึกษาที่กล่าวว่าข่าวมีผลต่อผลตอบแทนวันแรกนั้น ถูกนำมาทดสอบโดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุ (สมการที่ 1) ผลการวิเคราะห์ข่าวไอพีโอต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอพบว่า พื้นที่ของข่าว (AREA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

ผลการทดสอบในตารางที่ 4 ยังแสดงอีกว่ามูลค่าการประชาสัมพันธ์ (PR\_VALUE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนวันแรก (IR) ณ ระดับนัยสำคัญ 0.00 เช่นเดียวกับพื้นที่ของข่าว ทำให้ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0$  ที่กล่าวว่าความครอบคลุมของข่าวไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ มูลค่าการประชาสัมพันธ์จึงสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโออย่างมีนัยสำคัญ กล่าวได้ว่า คุณภาพของการกระจายข่าวสารหลักทรัพย์ไอพีโอที่สูงขึ้นนั้นทำให้ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอลดลง ผลที่ได้รับนี้อธิบายได้ว่าความครอบคลุมของข่าวที่มากขึ้นนั้นทำให้ข้อมูลข่าวสารของหลักทรัพย์ไอพีโอมีมากขึ้นและทำให้นักลงทุนรับรู้ข้อมูลข่าวสารได้มากขึ้น ในสภาวะที่มีข่าวสารมากทำให้เกิดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลมีน้อย ผู้ออกหลักทรัพย์และวณิชธนกิจจึงไม่มีความจำเป็นที่จะกำหนดราคาในตลาดแรกให้ต่ำ (Underpricing) เพื่อจูงใจให้เกิดการซื้อขายหลักทรัพย์ ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอมีความครอบคลุมของข่าวมากจึงลดต่ำลง (Rock, 1986)

นอกจากนั้น การทดสอบยังพบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างผลตอบแทนวันแรกกับตัวแปรควบคุม ได้แก่ ลอการิทึมของกิจการ (LOG(ASSET)) และระยะเวลาการยื่นจดทะเบียน (FILING\_PERIOD) โดยสินทรัพย์ของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ (IR) ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Khananurak (2011) และ Liu Sherman และ Zhang (2008) ที่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของกิจการกับผลตอบแทนวันแรก แสดงให้เห็นว่าขนาดของกิจการที่วัดจากสินทรัพย์ของกิจการที่มีขนาดใหญ่ส่งผลให้ผลตอบแทนวันแรกลดลง นอกจากนั้นยังพบว่า ระยะเวลาการยื่นจดทะเบียน (FILING\_PERIOD) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนวันแรก โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 อธิบายได้ว่าระยะเวลาที่ยาวนานของการจดทะเบียนทำให้เกิดความไม่แน่นอนของข่าวสารสูงจึงทำให้บริษัทผู้เสนอขายหลักทรัพย์ไอพีโอ และวณิชธนกิจ กำหนดราคาหลักทรัพย์ไอพีโอต่ำ (Underpricing) และทำให้ผลตอบแทนวันแรกสูง การศึกษาเกี่ยวกับระยะเวลา (Short-Term Timing) กับผลตอบแทนวันแรกหลักทรัพย์ไอพีโอพบว่า บริษัทจะเลือกวันที่เสนอขายหลักทรัพย์วันแรก (First-Day) ในช่วงที่ตลาดมีผลตอบแทนสูงและมีความผันผวนต่ำ (Bouis, 2009) โดยอาจเป็นไปได้ว่าในช่วงระยะเวลาที่ตลาดมีผลตอบแทนสูง ส่งผลต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอในทิศทาง

เดียวกัน นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์ระหว่างช่วงระยะเวลาการยื่นจดทะเบียนกับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอในทิศทางเดียว (Lowry & Schwert, 2002) ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาครั้งนี้

อย่างไรก็ตาม ผลการทดสอบพบว่าอายุของกิจการ (FIRM\_AGE) ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนวันแรก เช่นเดียวกับการศึกษาของ Liu Sherman และ Zhang (2008) แต่การศึกษาของ Bajo และ Raimondo (2017) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอายุของกิจการและผลตอบแทนวันแรก สำหรับความมีชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (REPU) ไม่พบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนวันแรกเช่นกัน สอดคล้องกับการศึกษาของ Guldiken Tubber Nair และ Yu (2017) Liu Sherman และ Zhang (2008) และ Mingmaung (2010) แต่แตกต่างจากการศึกษาของ Bajo และ Raimondo (2017) ที่พบความสัมพันธ์ระหว่างความมีชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายกับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอในเชิงบวก นั่นคือผู้จัดจำหน่ายที่มีชื่อเสียงมากจะทำให้ผลตอบแทนวันแรกเพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้ยังพบว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด (MKT) ไม่พบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ ส่วนหลักทรัพย์ที่มีผู้จัดจำหน่ายหลายราย (MLU Dummy) ไม่พบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนวันแรกในการศึกษา ซึ่งจากการศึกษาของ Vithanage Neupane และ Chung (2016) พบความสัมพันธ์ระหว่างผู้จัดจำหน่ายหลายรายกับผลตอบแทนวันแรก โดยหลักทรัพย์ที่มีผู้จัดจำหน่ายหลายรายจะมีผลตอบแทนวันแรกที่ดี ซึ่งการศึกษาครั้งนี้ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญของผู้จัดจำหน่ายหลายรายกับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ

การศึกษาในครั้งนี้พบต่อไปว่าจำนวนข่าว (T\_ARTICLES) และจำนวนหนังสือพิมพ์ (N\_NEWSPAPER) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ ซึ่งแตกต่างจากผลการศึกษาบทบาทของความครอบคลุมของข่าวต่อหลักทรัพย์ไอพีโอในตลาด New York Stock Exchange (NYSE) และ NASDAQ ที่พบความสัมพันธ์ของจำนวนข่าวที่กล่าวถึงบริษัท ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ว่า บริษัทที่มีจำนวนข่าวมากมีผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อการปรับช่วงราคาหลักทรัพย์ไอพีโอ (Liu Sherman & Zhang 2008) และแตกต่างจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความครอบคลุมของข่าวกับผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาด ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวพบว่าหลักทรัพย์ที่ไม่มีความครอบคลุมของข่าวสามารถให้ผลตอบแทนได้ดีกว่าหลักทรัพย์ที่ความครอบคลุมของข่าวเป็นจำนวนมาก (Fang & Peress, 2009) ผลการศึกษานี้แสดงให้เห็นถึงความสำคัญของความครอบคลุมของข่าวที่เกิดจากพื้นที่ข่าวมากกว่าจำนวนข่าวและจำนวนหนังสือพิมพ์

ตารางที่ 4 ความสัมพันธ์ระหว่างข่าวกับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ

ตัวแปร	Initial Returns (1)	Initial Returns (2)	Initial Returns (3)	Initial Returns (4)
Constant	4.430*** (4.333)	4.402*** (4.226)	4.418*** (4.226)	4.413*** (4.324)
AREA	-0.240** (-2.139)			
T_ARTICLES		-0.126 (-1.324)		
N_NEWSPAPER			-0.121 (-1.258)	
PR_VALUE				-0.246** (-2.184)
FILING_PERIOD	0.275** (2.517)	0.166 (1.794)	0.145 (1.597)	0.281** (2.552)
LOG(AGE)	0.038 (0.397)	0.023 (0.229)	0.042 (0.436)	0.041 (0.434)
LOG(ASSET)	-0.421*** (-3.762)	-0.401*** (-3.543)	-0.389*** (-3.424)	-0.419*** (-3.753)
REPU	0.018 (0.176)	0.007 (0.067)	0.006 (0.160)	0.017 (0.172)
MKT	0.148 (1.670)	0.140 (1.562)	0.138 (1.535)	0.148 (1.678)
MLU Dummy	-0.035 (-0.340)	-0.080 (-0.776)	-0.064 (-0.617)	-0.032 (-0.307)
Industry Control	YES	YES	YES	YES
Adjusted R <sup>2</sup>	0.211	0.189	0.188	0.213
Durbin Watson	1.628	1.547	1.513	1.626
F-stat	3.143***	2.864***	2.847***	3.163***

AREA คือ ผลรวมของพื้นที่ของข่าวที่อ้างอิงถึงบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ มีหน่วยเป็น คอลัมน์นิ้ว T\_ARTICLES คือ จำนวนข่าวทั้งหมด (Total Articles) N\_NEWSPAPER คือ จำนวนหนังสือพิมพ์ที่ตีพิมพ์หลักทรัพย์ไอพีโอ (Number Newspaper) PR\_VALUE คือ มูลค่าการประชาสัมพันธ์ (PR Value) FILING\_PERIOD คือ ระยะเวลาตั้งแต่นั้นจดทะเบียนถึงวันซื้อขายหลักทรัพย์ AGE คือ อายุของกิจการตั้งแต่ก่อตั้งกิจการจนถึงวันซื้อขายหลักทรัพย์ ASSET คือ สินทรัพย์ของกิจการ REPU คือ ส่วนแบ่งการตลาดของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์แสดงถึงความมีชื่อเสียง (Reputation) ของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ MKT คือ ผลตอบแทนของตลาดเฉลี่ย 1 วันก่อนการซื้อขายหลักทรัพย์, MLU คือ ตัวแปรหุ่นของหลักทรัพย์ไอพีโอที่มีผู้จัดจำหน่ายหลายราย ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่าสถิติ t-statistics โดย \*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และ \*\*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

## มูลค่าการประชาสัมพันธ์แยกตามช่วงเวลาการเผยแพร่ข่าวในสื่อ กับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ ไอพีโอ

ตารางที่ 4 แสดงผลการทดสอบระหว่างความครอบคลุมของข่าว มูลค่าประชาสัมพันธ์ และผลตอบแทนวันแรก ซึ่งน่าสนใจว่าผลของมูลค่าประชาสัมพันธ์จะเปลี่ยนไปอย่างไรในช่วงเวลาต่างๆ ของข่าวก่อนที่จะได้ซื้อขายในตลาดรอง ตารางที่ 5 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าการประชาสัมพันธ์แยกตามช่วงเวลาการเผยแพร่ข่าวของหลักทรัพย์ไอพีโอที่ปรากฏบนสื่อ กับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ พบว่าช่วงเวลา 1 ถึง 3 วันก่อนการซื้อขายหลักทรัพย์ ไอพีโอ (PERIOD\_1\_3) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาเรื่องมุมมองความเห็น (Tone) ของสื่อที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ไอพีโอที่ศึกษาความสัมพันธ์ของสื่อในช่วงระยะเวลาต่างๆ ที่กระทบต่อผลตอบแทนวันแรก ของหลักทรัพย์ไอพีโอ (Bajo & Raimondo, 2017) ผลการศึกษานี้ได้พบความสัมพันธ์ในวันแรก และช่วงระยะเวลา 1 ถึง 3 วันก่อนที่จะซื้อขายหลักทรัพย์ไอพีโอ

เป็นที่น่าสนใจว่ามูลค่าการประชาสัมพันธ์ในช่วงระยะเวลา 1 วันก่อนการซื้อขาย (Period\_1) นั้น ไม่ได้มีความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนวันแรกเช่นเดียวกับช่วงเวลาอื่นๆ ได้แก่ ช่วงระยะเวลา 4-10 วันก่อนการซื้อขาย (Period\_4\_10) ช่วงระยะเวลา 11-17 วัน ก่อนการซื้อขาย (Period\_11\_17) และช่วงระยะเวลา 18-24 วัน ก่อนการซื้อขาย (Period\_18\_24) ที่พบว่ามูลค่าประชาสัมพันธ์ไม่มีผลต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ

## ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าการประชาสัมพันธ์แยกตามประเภทหนังสือพิมพ์

สื่อหนังสือพิมพ์ในประเทศไทยแบ่งได้เป็นกลุ่มหนังสือพิมพ์ประชานิยม กลุ่มหนังสือพิมพ์ คุณภาพ และกลุ่มหนังสือพิมพ์เฉพาะทาง ตารางที่ 6 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่า การประชาสัมพันธ์โดยแยกตามประเภทหนังสือพิมพ์กับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ พบว่า มูลค่าการประชาสัมพันธ์ของหนังสือพิมพ์ประเภทประชานิยม (POPULAR) มีความสัมพันธ์ ในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 นอกจากนี้มูลค่าการประชาสัมพันธ์ของหนังสือพิมพ์ประเภทเฉพาะทาง (SPECIAL) ยังมีความสัมพันธ์ ในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 เช่นกัน สำหรับหนังสือพิมพ์ประเภทคุณภาพ (QUALITY) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับ ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ

**ตารางที่ 5 ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าประชาสัมพันธ์แยกตามช่วงเวลาของสื่อกับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ**

ตัวแปร	Initial Returns (1)	Initial Returns (2)	Initial Returns (3)	Initial Returns (4)	Initial Returns (5)
Constant	4.323*** (4.180)	4.467*** (4.374)	4.334*** (4.148)	4.295*** (4.117)	4.180*** (3.968)
PERIOD_1	-0.126 (-1.367)				
PERIOD_1_3		-0.212** (-2.247)			
PERIOD_4_10			-0.082 (-0.922)		
PERIOD_11_17				-0.082 (-0.903)	
PERIOD_18_24					-0.018 (-0.180)
FILING_PERIOD	0.131 (1.444)	0.199** (2.147)	0.131 (1.444)	0.147 (1.608)	0.138 (1.509)
LOG(AGE)	0.047 (0.481)	0.037 (0.387)	0.048 (0.495)	0.054 (0.548)	0.047 (0.476)
LOG(ASSET)	-0.403*** (-3.569)	-0.417*** (-3.744)	-0.405*** (-3.569)	-0.407*** (-3.576)	-0.397*** (-3.401)
REPU	-0.026 (-0.251)	-0.031 (-0.313)	-0.016 (-0.160)	-0.015 (-0.144)	-0.012 (-0.115)
MKT	0.147 (1.644)	0.152 (1.722)	0.135 (1.491)	0.151 (1.675)	0.142 (1.523)
MLU Dummy	-0.101 (-0.976)	-0.078 (-0.773)	-0.074 (-0.710)	-0.019 (-0.173)	-0.080 (-0.764)
Industry Control	YES	YES	YES	YES	YES
Adjusted R Square	0.190	0.215	0.182	0.179	0.175
Durbin Watson	1.530	1.572	1.540	1.554	1.541
F-stat	2.876***	3.190***	2.775***	2.750***	2.694***

PERIOD\_1 คือ มูลค่าการประชาสัมพันธ์รวมในหนึ่งวันก่อนการซื้อขายหลักทรัพย์ PERIOD\_1\_3 คือ มูลค่าการประชาสัมพันธ์รวมใน 1-3 วันก่อนการซื้อขายหลักทรัพย์ PERIOD\_4\_10 คือ มูลค่าการประชาสัมพันธ์รวมใน 4-10 วันก่อนการซื้อขายหลักทรัพย์ PERIOD\_11\_17 คือ มูลค่าการประชาสัมพันธ์รวมใน 11-17 วันก่อนการซื้อขายหลักทรัพย์ PERIOD\_18\_24 คือ มูลค่าการประชาสัมพันธ์รวมใน 18-24 วัน ก่อนการซื้อขายหลักทรัพย์ FILING\_PERIOD คือ ระยะเวลาตั้งแต่ยื่นจดทะเบียนถึงวันซื้อขายหลักทรัพย์ AGE คือ อายุของกิจการตั้งแต่ก่อตั้งกิจการจนถึงวันซื้อขายหลักทรัพย์ ASSET คือ สินทรัพย์ของกิจการ REPU คือ ส่วนแบ่งการตลาดของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์แสดงถึงความมีชื่อเสียง (Reputation) ของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ MKT คือ ผลตอบแทนของตลาดเฉลี่ย 1 วันก่อนการซื้อขายหลักทรัพย์ MLU คือ ตัวแปรหุ่นของหลักทรัพย์ไอพีโอที่มีผู้จัดจำหน่ายหลายราย ค่าในวงเล็บ คือ ค่าสถิติ t-statistics โดย \*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และ \*\*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

## ตารางที่ 6 มูลค่าการประชาสัมพันธ์แยกตามประเภทหนังสือพิมพ์

ตัวแปร	Initial Returns (1)	Initial Returns (2)	Initial Returns (3)
Constant	4.480*** (4.395)	4.073*** (3.966)	4.524*** (4.390)
POPULAR	-0.254** (-2.336)		
QUALITY		-0.204 (-1.785)	
SPECIAL			-0.227** (-2.049)
FILING_PERIOD	0.280*** (2.614)	0.239** (2.263)	0.269** (2.459)
LOG(AGE)	0.038 (0.394)	0.035 (0.362)	0.048 (0.497)
LOG(ASSET)	-0.434*** (-3.884)	-0.385*** (-3.422)	-0.428*** (-3.809)
REPU	0.023 (0.228)	0.020 (0.193)	-0.007 (-0.071)
MKT	0.116 (1.302)	0.141 (1.586)	0.161 (1.811)
MLU Dummy	-0.042 (-0.411)	-0.039 (-0.375)	-0.037 (-0.357)
Industry Control	YES	YES	YES
Adjusted R Square	0.218	0.200	0.208
Durbin Watson	1.618	1.591	1.625
F-stat	3.231***	3.006***	3.106***

POPULAR คือ มูลค่าการประชาสัมพันธ์ของหนังสือพิมพ์ประเภทประชานิยม QUALITY คือ มูลค่าการประชาสัมพันธ์ของหนังสือพิมพ์ประเภทคุณภาพ SPECIAL คือ มูลค่าการประชาสัมพันธ์ของหนังสือพิมพ์ประเภทเฉพาะทาง FILING\_PERIOD คือ ระยะเวลาตั้งแต่ยื่นจดทะเบียนถึงวันซื้อขายหลักทรัพย์ AGE คือ อายุของกิจการตั้งแต่ก่อตั้งกิจการจนถึงวันซื้อขายหลักทรัพย์ ASSET คือ สินทรัพย์ของกิจการ REPU คือ ส่วนแบ่งการตลาดของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์แสดงถึงความมีชื่อเสียง (Reputation) ของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ MKT คือ ผลตอบแทนของตลาดเฉลี่ย 1 วันก่อนการซื้อขายหลักทรัพย์ MLU คือ ตัวแปรหุ่นของหลักทรัพย์ไอพีโอที่มีผู้จัดจำหน่ายหลายราย ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่าสถิติ t-statistics โดย \*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และ \*\*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

## อภิปรายผล และสรุปผลการวิจัย

การวิจัยนี้ถือได้ว่าเป็นการวิจัยที่ผนวกองค์ความรู้ในด้านการสื่อสารมวลชนและด้านการเงิน สำหรับในด้านการเงินนั้นประเด็นสำคัญที่ศึกษาคือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไอพีโอ ซึ่งเป็นที่ทราบดีว่ามีผลตอบแทนสูงในวันที่หลักทรัพย์เข้าซื้อขายในตลาดรองวันแรก ถึงแม้จะมีการศึกษาในด้านการเงินจำนวนมากที่อธิบายปรากฏการณ์นี้แต่พบว่ามีการศึกษาจำนวนน้อยมากที่อธิบายโดยนำเรื่องข่าวสารประชาสัมพันธ์หลักทรัพย์ไอพีโอมาอธิบาย ส่วนในด้านของการสื่อสารมวลชนนั้นงานวิจัยนี้ได้แสดงให้เห็นผลของการประชาสัมพันธ์อย่างเป็นทางการเป็นรูปธรรมในมิติของความครอบคลุมของข่าวไม่ว่าจะเป็นพื้นที่ของข่าว จำนวนข่าว มูลค่าประชาสัมพันธ์ หรือ ประเภทของหนังสือพิมพ์ที่นำเสนอข่าว

หลักทรัพย์ไอพีโอถือเป็นหลักทรัพย์ที่ไม่ได้ซื้อขายในตลาดมาก่อน ข้อมูลข่าวสารของข่าวจึงมีน้อย ข่าวจึงเป็นข้อมูลสำคัญในการศึกษาหลักทรัพย์ไอพีโอ อย่างไรก็ตาม มีความเป็นไปได้ว่าข่าวของไอพีโอที่ปรากฏในสื่อสามารถส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนในวันแรกได้สองรูปแบบ ตามสมมติฐานความไม่สมมาตรของข้อมูลข่าวสารนั้น ความครอบคลุมของข่าวจะสามารถลดความไม่เท่าเทียมของข้อมูลระหว่างฝ่ายที่มีข้อมูลมากกว่าคือฝ่ายของบริษัทเจ้าของหลักทรัพย์ไอพีโอ รวมทั้งวาณิชชกรกิจและผู้ประกอบการจำหน่าย กับอีกฝ่ายที่มีข้อมูลน้อยกว่า ได้แก่ ฝ่ายผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ไอพีโอ ความสามารถลดความไม่สมมาตรของข้อมูลทำให้ผู้ออกหลักทรัพย์ไม่จำเป็นต้องตั้งราคาหลักทรัพย์ไอพีโอต่ำ ผลตอบแทนวันแรกจึงไม่ได้สูง (Allen & Faulhaber, 1989; Benveniste & Spindt, 1989; Rock, 1986; Welch, 1989) อย่างไรก็ตาม ผลของความครอบคลุมของข่าวอาจทำให้เกิดความต้องการซื้อหลักทรัพย์ไอพีโอมากขึ้นตามทฤษฎีในทางการสื่อสารมวลชน (McCombs & Shaw, 1972) หรือทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ (Da, Engleberg, & Gao, 2009; Tetlock, 2007) ที่อธิบายว่าข่าวหรือข้อมูลทำให้เกิดอุปสงค์มากขึ้น

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความครอบคลุมของข่าวกับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอพบว่า พื้นที่ของข่าวที่ตีพิมพ์ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทางลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ ผลการทดสอบแสดงว่าหลักทรัพย์ไอพีโอที่มีความครอบคลุมของข่าวมากกว่าก่อนวันเสนอขายจะมีผลตอบแทนวันแรกที่ดีกว่า ซึ่งผลที่ได้สนับสนุนแนวคิดของความไม่สมมาตรของข้อมูล สอดคล้องกับการศึกษา Fang และ Peress (2009) Liu Sherman และ Zhang (2008) ที่พบว่าการที่บริษัทปรากฏในพื้นที่ข่าวเป็นจำนวนมากทำให้ผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ และผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอลดลง Liu Sherman และ Zhang (2008) อธิบายว่าข้อสรุปนี้สอดคล้องกับสมมติฐานที่เรียกว่า Investor Recognition Hypothesis ของ Merton (1987)

นอกจากศึกษาในด้านของความครอบคลุมของข่าวซึ่งเป็นการวัดปริมาณของข่าวแล้ว การศึกษาครั้งนี้ยังได้วัดมูลค่าข่าวของบริษัทผู้เสนอขายหลักทรัพย์ซึ่งมูลค่าข่าวนั้นเป็นตัวแทนของการกระจายข้อมูลข่าวสารได้ดีมากน้อยเพียงใด การวัดมูลค่าการประชาสัมพันธ์ประเมินจากพื้นที่ของข่าวคูณด้วยอัตราค่าโฆษณาเฉลี่ยของแต่ละหนังสือพิมพ์แล้วคูณด้วยค่าคงที่ที่แสดงความสำคัญของหน้าข่าว ผลการศึกษาครั้งนี้พบความสัมพันธ์ในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญระหว่างมูลค่าการประชาสัมพันธ์กับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ เช่นเดียวกับพื้นที่ของข่าว นับได้ว่าผลการศึกษานับสนับสนุนแนวคิดความไม่สมมาตรของข้อมูลได้อย่างชัดเจน

เมื่อแบ่งระยะเวลาของการเสนอข่าวก่อนที่หลักทรัพย์จะเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ เป็นช่วงระยะเวลาต่าง ๆ และศึกษาผลของความแตกต่างของระยะเวลากับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ (Bajo & Raimondo, 2017) ก็ได้พบว่า ระยะเวลาในช่วง 1-3 วันก่อนการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นเป็นระยะเวลาที่ข่าวมีผลมากที่สุดต่อผลตอบแทนวันแรก ผลการวิจัยนี้จึงสะท้อนให้เห็นถึงน้ำหนักของข่าวที่เกิดขึ้นในช่วงระยะที่ใกล้กับเหตุการณ์สามารถส่งผลกระทบต่อเหตุการณ์นั้นๆ ได้ดีกว่าในช่วงระยะที่ห่างออกไป หรือกล่าวได้ว่าข่าวในช่วง 1-3 วันก่อนที่หลักทรัพย์ไอพีโอจะเข้าซื้อขายเป็นข่าวที่มีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ไอพีโอมากที่สุด นอกจากนั้นยังได้พบอีกว่าประเภทของหนังสือพิมพ์ที่มีผลต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโออย่างมีนัยสำคัญคือหนังสือพิมพ์ในกลุ่มประชานิยม (ไทยรัฐ เดลินิวส์ ฯลฯ) และหนังสือพิมพ์เฉพาะทางในด้านเศรษฐกิจ (กรุงเทพธุรกิจ ฐานเศรษฐกิจ ฯลฯ)

การศึกษานี้ยังนับได้ว่าเป็นประโยชน์อย่างมากต่อการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ไอพีโอ ประเด็นที่เห็นเด่นชัดคือผลตอบแทนหลักทรัพย์ไอพีโอวันแรกนั้นไม่ได้แปรผันในทางเดียวกันกับความครอบคลุมของข่าว หลักทรัพย์ไอพีโอที่มีความครอบคลุมของข่าวสูงไม่ได้ทำให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนที่สูงในวันแรก บริษัทที่เป็นผู้ออกหลักทรัพย์หรือวณิชธนกิจทราบได้ว่าน้ำหนักของข่าวที่ลดความไม่สมมาตรของข้อมูลได้ดีคือข่าวในช่วง 1-3 วันก่อนหลักทรัพย์ไอพีโอเข้าซื้อขายในตลาดรองและเป็นข่าวที่นำเสนอในหนังสือพิมพ์ประชานิยมและหนังสือพิมพ์เฉพาะทางในทางเศรษฐกิจ ขณะเดียวกันผลการศึกษานี้สะท้อนให้เห็นถึงประโยชน์ที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ได้รับจากการเสนอขายหลักทรัพย์ไอพีโอได้รับ โดยบริษัทผู้เสนอขายหลักทรัพย์ไอพีโอสามารถใช้นำเสนอข่าวสารของบริษัทจดทะเบียน เพื่อไม่ให้ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอนั้นสูงเกินไป ซึ่งเป็นการลดต้นทุนทางการเงินของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ โดยเฉพาะช่วงเวลา 1-3 วันก่อนการซื้อขายในตลาดรอง ซึ่งการที่บริษัทถูกตีพิมพ์ข้อมูลข่าวสารออกไปเป็นจำนวนมาก ทำให้ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอนั้นไม่สูงเกินไป

ผลการศึกษาที่พบในครั้งนี้ต่างจากการศึกษาอื่นที่พบว่าความครอบคลุมของข่าวที่มีจำนวนมาก มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ (Liu, Sherman, & Zhang, 2008) ความแตกต่างของผลการศึกษาที่พบในตลาดหลักทรัพย์ที่ต่างกัันนี้เป็นประเด็นที่น่าสนใจของการศึกษาในอนาคตต่อไป รวมถึงประเด็นของผลตอบแทนหลักทรัพย์ไอพีโอในระยะยาว หลังจากที่ได้เข้าซื้อขายในตลาดตรงแล้วก็ยังคงมีคำถามงานวิจัยที่รอคอยคำตอบที่ชัดเจนจากงานวิจัยที่ต่อเนื่องกันนี้

## References

- Aggarwal, R. (2000). Stabilization activities by underwriters after initial public offerings. *Journal of Finance*, 55, 1075-1103.
- Aggarwal, R. (2002). Allocation of initial public offerings and flipping activity, *Journal of Financial Economics*. Forthcoming.
- Aggarwal, R., & Conroy, P. (2000). Price discovery in initial public offerings and the role the lead underwriter. *Journal of Finance*, 55, 2903-2922.
- Aggarwal R., Prabhala, N. R., & Puri, M. 2002. Intuition allocation in initial public offerings: Empirical evidence. *Journal of Finance*, 57, 1421-1442.
- Allen, F., & Faulhaber, G. R. (1989). Signaling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial and Economics*, 23, 303-323.
- Allen, D., Morkel-Kingsbury, N., & Paiboonthahakiat, W. (1999). The long-run performance of initial public offerings in Thailand. *Applied Financial Economics*, 9(3), 215 - 232.
- Amihud, Y., Hauser, S., & Kirsh, A. (2002). Allocations, adverse selection and cascades in IPOs evidence from tel aviv stock exchange. *Journal of Financial Economics*, 68, 137-158.
- Azevedo, A., Guney, Y., & Leng, J. (2018). Initial public offerings in china: underpricing, Statistics and developing literature. *Research in International Business and Finance*, Forthcoming.
- Bajo, E., & Raimondo, C. (2017). Media sentiment and IPO underpricing. *Journal of Corporate Finance*, 46, 139-153.

- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *The Reviews of Financial Studies*, 21, 785-818.
- Baron, D. P. (1982). A model of the demand for investment banking advising and Distribution services for new issues. *Journal of Finance*, 37, 955-976.
- Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment banking, reputation and the underprice of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15, 213-232.
- Benveniste, L. M., & Spindt, P. A. (1989). How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics*, 24, 343-361.
- Benveniste, L. M. & Wilhelm, W. J. (1990). A comparative analysis of IPO proceeds under alternative regulatory environments. *Journal of Financial Economics*, 28, 173-207.
- Benveniste, L. M. Busaba, W. Y., & Wilhelm, W. J. Jr. (1996). Price stabilization as a bonding mechanism new equity issues. *Journal of Financial and Economics*, 42, 233-256.
- Benveniste, L. M., Erdal, S. M., & Wilhelm, W. J. Jr. (1998). Who benefits from Secondary market Price Stabilization of IPOs? *Journal of Banking and Finance*, 22, 741-767.
- Boehmer, E., & Fische, P. R. (2001). Equilibrium rationing in initial public offerings of equity. working paper. *University of Miami*.
- Booth, J. R., & Chua, L. (1996). Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*, 41, 291-310.
- Bouis, R. (2009). The sort-term timing of initial public offerings. *Journal of Corporate Finance*, 15, 587-601.
- Brennan, M. J., & Franks, J. (1997). Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK. *Journal of Financial Economics*, 45, 391-413.
- Chemmanur, T. J. (1993). The Pricing of initial public offerings: A dynamic model with information production. *The Journal of Finance*, 48, 285-304.
- Chiraphadhanakul, V., & Gunawardana, K. D. (2005). The factors affecting on IPO return in Thai stock market. *Special Issue of The International Journal of the Computer, the internet and Management*, 13(2), 19.1-19.6.

- Cornell, F., & Goldreich, D. (2001). Bookbuilding and strategic allocation. *Journal of Finance*, 56, 2337-2369.
- Cornell, F., & Goldreich, D. (2002). Bookbuilding: How informative is the order book? working paper, *London Business School*.
- Da, Z., Engleberg, J., & Gao, P. (2009). In search of attention. *The Journal of Finance*, 66, 1461-1499.
- Dunbar, C. G. (2000). Factors affecting investment bank initial public offering market share. *Journal of Financial Economics*, 55, 3-41.
- Ellis, K., Roni, M., & Maureen, O. (2000). When the underwriter is the market Maker: An examination of trading in the IPO aftermarket. *Journal of Finance*, 55, 1039-1074.
- Fang, L., & Peress, J. (2009). Media coverage and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance*, 5, 2023-2052.
- Field, L. C., & Sheehan, D. P. (2001). Underpricing in IPOs: Control monitoring, or liquidity? working paper. *Pennsylvania State University*.
- Guldiken, O., Tubber, C., Nair, A., & Yu, H. (2017). The impact of media coverage on IPO stock performance. *Journal of Business Research*, 72, 24-32.
- Habib, M., & Ljungqvist, A. (2001). Underpricing and entrepreneurial wealth losses in IPOs: theory and evidence. *Review of Financial Studies*, 14, 433-458.
- Hanley, K. W. (1993). The Underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon. *Journal of Financial Economics*, 34, 231-250.
- Hanley, K. W., & Wilhelm, W. J. (1995). Evidence on the strategic allocation of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 37, 239-257.
- Harcup, T., & O'Neill, D. (2010). What is news? Galtung and Ruge revisited. *Journalism Studies*, 261-280.
- Hughes, P. J., & Thakor, A. V. (1992). Litigation risk, intermediation and the underpricing of initial public offerings. *Review of Financial Studies*, 5, 709-742.
- Jaisai, A. (2006). *Relationships between the period of initial public offerings and Initial returns of common stocks lists in the stock exchange of Thailand*. M.B.A. Independent Study, Chiang Mai University. (in Thai).

- Kahneman, D., & Twersky A. (1979). Prospective theory: An analysis of decision under risk. *Econometric*, 47, 263-291.
- Katti, S., & Phani, B. V. (2016). Underpricing of initial public offerings: A literature review. *Journal of Accounting and Finance*, 4(2), 35-52.
- Keawsang S. (2016). Factor Influencing on return on initial public offerings of stock exchange of thailand. M.S. independent study. Bangkok University. (in Thai).
- Khananurak, N. (2011). *Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings: The case of thailand*. M.S. Independent Study, Thammasat University. (in Thai)
- Kim, K. A., Kitsabunnarat, P., & Nofsinger, J. R., (2004). Ownership and operating performance in an emerging market: Evidence from Thai IPO firms. *Journal of Corporate Finance*, 10, 355-381.
- Koh, F., & Walter, T. (1989). A direct test of rock's model of the pricing of unseasoned issues. *Journal of Financial Economics*, 23, 251-272.
- Komenkul, K., Sherif, M., & Bing, X. (2017). IPOs' signaling effects for speculative stock detection: Evidence from the stock exchange of Thailand. *Applied Economics*, (49)31, 3067-3085.
- Krigman, L., Shaw, W. H., & Womack, K. L. (1999). The persistence of IPO mispricing and the predictive power of flipping. *Journal of Finance*, 54, 1015-1044.
- Krigman, L., Shaw, W. H., & Womack, K. L. (2001). Why do firms switch underwriters?. *Journal of Financial Economics*, 60, 245-284.
- Lee, P. J., Taylor, S. L., & Walter, T.S. (1999). IPO underpricing explanations: Implications from investor application and allocation schedules. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 34, 425-444.
- Leong, M. K., & Sundarasan, S. D. (2015). IPO initial returns and volatility: In an emerging market. *International Journal of Business and Finance Research*, 9, 71-82.
- Liu, L., Sherman, A., & Zhang, Y. (2008) The role of the media in initial public offerings. Unpublished.
- Ljungqvist, A, & Wilhelm, W. (2002). IPO allocations: Discriminatory or discretionary?. *Journal of Financial Economics*. Forthcoming.

- Logue, D. E., Rogalski, R. J., Seward, J. K. & Foster-Johnson, L. (2002). What's special about the role of underwriter reputation and market activities in IPOs?. *Journal of Business*, 75, 213-243.
- Lonkani, R. (2000). Information acquisition and dissemination of the initial public of offerings: The base of the thai stock market. *JDBA Doctoral Dissertation*. Chulalongkorn University. Bangkok. Thailand.
- Lonkani, R., & Firth, M. (2005). The accuracy of IPOs earnings forecasts in thailand and their relationship with stock market valuation. *Accounting and Business Research*, 35, 269-286.
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (2001). Why has IPO underpricing increased over time? Working paper. University of florida.
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (2002). Why don't issuers get upset about leaving money on the Table in IPOs?. *Review of Financial Studies*, 15, 413-443.
- Lowry, M., & Schwert, W. (2002). IPO market cycles: Bubbles or sequential learning?. *The Journal of Finance*, 53, 1171-1200.
- Lowry, M., & Shu, S. (2002). Litigation risk and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*, Forthcoming.
- McCombs, M. E., & Shaw, D. L. (1972). The Agenda-setting function of mass media. *The Public Opinion Quarterly*, 36, 176-187.
- Mello, A. S., & Parson, J. E. (1998). Going public and the ownership structure of the firm. *Journal of Financial Economics*, 49, 79-109.
- Merton, R. C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The Journal of Finance*, 42(3), 483-510.
- Mingmaung, N. (2010). *Impact of underwriter reputation and price discovery process on IPO: Evidence from SET*. M.S. Independent Study, Thammasat University. (in Thai).
- Mitra, G., & Mitra, L. (2011). *The handbook of news analytics in finance*. wiley.
- Muscarella, C. J. & Vetsuypens, M. R. (1989). A simple test of baron's model of IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*, 24, 125-136.

- Nanda, V., & Yun, Y. (1997). Reputation and financial intermediation: An empirical investigation of the impact of IPO mispricing on underwriter market value. *Journal of Financial Intermediation*, 6, 39-63.
- Pansriwong, A. (2016). *Stakeholders treatment and long-run returns of initial public offering firms in the stock exchange of Thailand*. Capital Market Research Institute, The Stock Exchange of Thailand. (in Thai)
- Parkatt, G. (2016). The first day returns of initial public offerings in the thai stock market. *Veridian E-Journal Silapakorn University*, (9)1, 1173-1189. (in Thai).
- Pipitsombat, S. (2008). *Content analysis of news coverage for public relations purposes in Thai daily newspapers*. M.A. Thesis. Chulalongkorn University. (in Thai).
- Ritter, J. R. (2003). Differences between European and American IPO markets. *European Financial Management*, 9, 421-434.
- Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A Review of IPO activity, pricing, and allocations. *The Journal of Finance*, 57, 1795-1828.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 25, 187-212.
- Sherman, A. (2000). IPOs and long-term relationships: An advantage of bookbuilding. *Review of Financial Studies*, 13, 697-714.
- Sherman, A., and Titman, S. (2002). Building the IPO order book: Underpricing and Participation limits with costly information. *Journal of Financial Economics*, Forthcoming.
- Siriyuvasak, U. (2004). *Mass communication: Media culture and society*. 4<sup>th</sup> edition. Bangkok. Chulalongkorn University Press. (in Thai)
- Sothasathien, S. (1990). *Communication and Society*. 1<sup>st</sup> Edition. Bangkok. Chulalongkorn University Press. (in Thai)
- Stoughton, N. M., & Zechner, J. (1998). IPO-mechanism, monitoring and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 49, 45-77.
- Suwanwajokkasikij, J. (2014). *Introduction to mass media*. 4<sup>th</sup> Edition. Nonthaburi: Sukhothaimathirath Open University Press. (in Thai)

- Teeraphantuvat N. (2010). *Effect of media on stock returns in Thailand*. M.S. Independent Study, Chulalongkorn University. (inThai).
- Tetlock, P. C. (2007). Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market. *Journal of Finance*, 62, 1139- 1168.
- Thanasombat, B. (2007). *Newspaper Consumer Guide*. Bangkok. The National Press Council of Thailand. (in Thai).
- Tinic, S. M. (1988). Anatomy of initial public offerings of common stock. *Journal of Finance*, 43, 789-822.
- Vithanage, K., Neupane, S., & Chung, R. (2016). Multiple lead underwriting syndicate and IPO pricing. *International Review of Financial Analysis*, 48, 193-208.
- Vithessonthi, C. (2008). The Short-run performance of initial public offerings. An experience study for thailand. *The Business Review*, 9(3), 48 – 54.
- Welch, I. (1989). Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offering. *The Journal of Finance*, 44, 421-449.
- Zhang, D. (2001). Why do IPO underwriter allocate extra shares when they expect to buy them back. Working paper. University of Florida.