

การวิเคราะห์ความรู้สึกของนักลงทุนจากเนื้อหาของข่าวที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์  
ที่เสนอขายต่อสาธารณะชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

SENTIMENT ANALYSIS OF NEWS CONTENT AFFECTS THE FIRST DAY RETURNS OF INITIAL  
PUBLIC OFFERING IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

ณัฐพัชร ภาคกุล\* และรวี ลงกาณี\*\*

บทคัดย่อ

ในการศึกษาเกี่ยวกับราคาเสนอขายของหลักทรัพย์ไอพีโอวันแรกสูงกว่าราคาจองซื้อ ได้รับความสนใจจากนักวิชาการด้านการเงินอย่างต่อเนื่อง ซึ่งในการศึกษานี้จะศึกษาเกี่ยวกับการให้ข้อมูลของหลักทรัพย์ไอพีโอผ่านทางสื่อสิ่งพิมพ์ซึ่งเป็นบทบาทสำคัญในการสื่อสารข้อมูลให้แก่นักลงทุน โดยจะศึกษาเนื้อหาของข่าวที่เป็นข้อมูลเชิงคุณภาพ เมื่อนักลงทุนได้ข้อมูลจากสื่อสิ่งพิมพ์จะทำให้ให้นักลงทุนสนใจในลงทุนในหลักทรัพย์ไอพีโอเพิ่มขึ้น โดยวัดจากค่าที่มีทิศทางบวก ค่าที่มีทิศทางลบ และความครอบคลุมของการนำเสนอสื่อสิ่งพิมพ์ ผลการศึกษาพบว่า การวิเคราะห์การถดถอยพบว่าสื่อสิ่งพิมพ์นำเสนอข่าวที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ไอพีโอไม่ได้ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ สื่อสิ่งพิมพ์หรือหนังสือพิมพ์ที่แหล่งข้อมูลที่สำคัญในการนำเสนอข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ไอพีโอไปยังสาธารณะ และข้อมูลที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ ที่สามารถช่วยในการตัดสินใจของนักลงทุนรายย่อย ส่งผลให้ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลลดลง นอกจากนี้จากการศึกษายังพบว่าบริษัทที่ยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสำนักงาน ก.ล.ต. เป็นระยะเวลาที่ยาวนานส่งผลเนื้อหาของข่าวที่เป็นเชิงบวกมีส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอเพิ่มขึ้นโดยข่าวที่มีทิศทางบวกอาจสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนเกี่ยวกับโอกาสในการลงทุนในหลักทรัพย์ไอพีโอ ส่งผลให้นักลงทุนเข้าใจว่ามีโอกาสที่หลักทรัพย์นี้จะมีผลตอบแทนที่ดีในวันแรก ทำให้มีการซื้อขายหลักทรัพย์ไอพีโอในวันแรกและส่งผลให้มีการเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ในวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ

ABSTRACT

The study examines the influence of media coverage on the first-day returns of IPOs, specifically focusing on the quality of information conveyed through print media, which plays a crucial role in communicating information to investors. The analysis considers the impact of positive words, negative words, and the comprehensiveness of media coverage on the first-day returns of IPOs. The findings suggest that the analysis of regression indicates that media coverage related to IPOs does not significantly affect the first-day returns of IPOs. The media, including newspapers or print media, which are important sources of information dissemination regarding IPOs to the public, and other relevant information that can assist retail investors in decision-making, do not have a significant impact on reducing asymmetric information. Moreover, the study finds that the filing period, which is a relatively long time for companies to submit IPO applications to the regulatory authority, has a positive effect on the first-day returns of IPOs when optimistic

\* นักศึกษาหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

\*\* รองศาสตราจารย์ ดร. อาจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

news is present. Positive news may generate investor confidence in the investment opportunities associated with IPOs, leading investors to believe that there is a good chance of high initial returns. As a result, there is increased trading of IPOs on the first day, leading to an increase in the price of IPOs on their first day of trading. In summary, the study suggests that media coverage, specifically print media, does not significantly influence the first-day returns of IPOs. However, the presence of optimistic news during the filing period can positively impact the first-day returns of IPOs by creating investor confidence and generating higher trading activity.

## บทนำ

การเสนอขายหลักทรัพย์ไอพีโอส่งผลกระทบต่อการศึกษาตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน เนื่องจากหลักทรัพย์ไอพีโอเป็นหุ้นใหม่ที่ไม่เคยมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มาก่อน ดังนั้นนักลงทุนจึงไม่สามารถหาข้อมูลอ้างอิงเกี่ยวกับราคาในตลาดรองของหลักทรัพย์เหล่านี้ได้ อีกทั้งนักลงทุนยังเผชิญกับความเสี่ยงเกี่ยวกับสภาพคล่องที่ไม่แน่นอนของหลักทรัพย์ จึงต้องมีการกระจายข้อมูลข่าวสารของหลักทรัพย์ไอพีโอ โดยบริษัทหลักทรัพย์และวาณิชธนกิจสามารถกระจายข่าวสารได้หลากหลายรูปแบบทั้งทางตรงและทางอ้อม เช่น การจัดสัมมนาแก่กลุ่มนักลงทุน การออกบทวิเคราะห์บริษัท หรือการรายงานของสื่อหนังสือพิมพ์ ซึ่งเป็นอีกรูปแบบหนึ่งที่สามารถกระจายข้อมูลให้แก่กลุ่มนักลงทุนทั่วไปได้ (ฉัตรวี ฤกษ์แผน, 2561) ดังนั้นสื่อจึงมีบทบาทสำคัญในการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเนื้อหาของสื่อส่งผลกระทบต่อการศึกษาตัดสินใจของนักลงทุน (พรพิทักษ์แมนศิริ, 2560) การที่สื่อให้ข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ไอพีโอ แสดงให้เห็นถึงการที่สื่อมวลชนให้ความสนใจต่อบริษัทที่ออกหลักทรัพย์และการที่สื่อได้ตีพิมพ์ข้อมูลต่าง ๆ สู่สาธารณะ ส่งผลให้นักลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลของหลักทรัพย์ไอพีโอได้มากขึ้น (Barber & Odean, 2008) ซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ไอพีโอวันแรกสูงกว่าราคาเสนอขาย นอกจากนี้ปัญหาทางด้านการกระจายข้อมูลข่าวสารหรือข้อมูลต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ไอพีโอ สื่อจะเข้ามามีบทบาทที่ช่วยในการลดปัญหาความไม่สมมูลของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างนักลงทุนและผู้ออกหลักทรัพย์ (Carey, Fang, & Zhang, 2016) นอกจากนี้ Liu, Liu, Sherman, and Zhang (2014a) ได้ให้เหตุผลว่าข่าวหรือสื่ออื่น ๆ ที่อยู่ก่อนหน้าการเสนอขายหลักทรัพย์ไอพีโอ นั้นไม่น่าจะมี "ข่าวแท้" หรือข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญนอกเหนือจากสิ่งที่อยู่ในหนังสือชี้ชวน ดังนั้นสื่อที่ตีพิมพ์จึงช่วยยืนยันข้อมูลในหนังสือชี้ชวนที่ช่วยรองรับให้นักลงทุนรายย่อยมีข้อมูลเพียงพอตัดสินใจ ดังนั้นจึงเริ่มมีการศึกษาวิจัยที่เกี่ยวกับการรายงานข่าวของสื่อที่นำเสนอข้อมูลหลักทรัพย์ไอพีโอ มีอิทธิพลต่อประสิทธิภาพการทำงานของบริษัทอย่างไร (Bhattacharya, Galpin, Ray, & Yu, 2009; Pollock & Rindova, 2003)

การศึกษาเกี่ยวกับการรายงานข่าวของสื่อกับหลักทรัพย์ไอพีโอจึงถูกศึกษาเป็นจำนวนมาก Tetlock (2007) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการรายงานเนื้อหาของสื่อกับตลาดหลักทรัพย์เนื้อหาของสื่อเป็นแบบรายวันและนำมาจากคอลัมน์ Wall Street Journal พบว่าสื่อมีอิทธิพลโดยตรงต่อทัศนคติของนักลงทุนที่มีต่อหลักทรัพย์ และยังมีการศึกษาเกี่ยวกับความครอบคลุมของสื่อของหลักทรัพย์ไอพีโอ เช่น จำนวนบทความในหนังสือพิมพ์ การวัดพื้นที่ของข่าว (Liu et al., 2014a, 2014b; ฉัตรวี ฤกษ์แผน, 2561) ส่งผลต่อปรากฏการณ์บางอย่างกับหลักทรัพย์ไอพีโอ เช่น มูลค่าระยะยาวของหลักทรัพย์ สภาพคล่อง ความครอบคลุมของนักวิเคราะห์ ความเป็นเจ้าของนักลงทุนสถาบัน และการเกิด Underpricing โดยในประเทศไทยได้มีการศึกษาเกี่ยวกับความครอบคลุมของสื่อของหลักทรัพย์ ซึ่งผลการศึกษาพบว่าปริมาณพื้นที่ของข่าวที่นำเสนอผ่านหน้าหนังสือพิมพ์มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนวันแรกในทิศทางลบ เช่นเดียวกับมูลค่าประชาสัมพันธ์ปรากฏการณ์นี้สะท้อนว่า การที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์มีข่าวเผยแพร่ผ่านสื่อหนังสือพิมพ์เป็นจำนวนมาก และมีความสามารถการกระจายข้อมูลของข่าวได้มาก ทำให้ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอที่เกินปกติต่ำกว่า (ฉัตรวี ฤกษ์แผน, 2561)

ในการค้นคว้าแบบอิสระครั้งนี้จึงสนใจที่จะศึกษาต่อจากวิธีการวัดความครอบคลุมของสื่อหนังสือพิมพ์ นอกจากจำนวนข่าว พื้นที่ของข่าว และ มูลค่าประชาสัมพันธ์ (Public Relation Value: PR Value) ของข่าวสารไอพีโอแล้ว (ฉัตรวี ถูกแผน, 2561) จะทำการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับการวิเคราะห์เนื้อหาของข่าวที่มีผลต่อความรู้สึก (Tone) โดยจะศึกษาทิศทางของสื่อที่ส่งผลต่อผลตอบแทนในวันแรกของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณะเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยข้อมูลจะศึกษาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2557 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2561 เป็นระยะเวลา 5 ปี โดยมีจำนวนบริษัทหรือหลักทรัพย์จดทะเบียนเข้าใหม่ทั้งหมด 143 บริษัท

## แนวคิดและทฤษฎี

สื่อเริ่มที่จะมีบทบาทมากขึ้น ด้วยความที่นักลงทุนบางรายไม่มีข้อมูลหรือไม่สามารถเข้าถึงข้อมูล เนื่องจากมีอุปสรรคเกี่ยวกับค่าใช้จ่ายในการรวบรวม คัดกรอง และวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงิน ทำให้นักลงทุนต้องพึ่งพาข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะที่สามารถเข้าถึงได้ง่ายเท่านั้น ซึ่งแหล่งข้อมูลที่นักลงทุนให้ความสนใจทั้งหมด 4 แหล่ง คือ ข้อเสนอแนะจากเจ้าหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์หรือที่ปรึกษาทางการเงิน สื่อสิ่งพิมพ์ต่าง ๆ เช่น หนังสือพิมพ์หรือนิตยสาร สื่อต่าง ๆ บนอินเทอร์เน็ต และ ข้อมูลจากงบการเงินและรายงานประจำปีของบริษัท (สุรเดช จงวรรณศิริ, 2559) ซึ่งจะเห็นได้ว่าสื่อสิ่งพิมพ์ (หนังสือพิมพ์) เป็นหนึ่งในทางเลือกที่นักลงทุนสามารถเข้าถึงได้ง่าย

### 1) ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information)

จากการที่นักลงทุนแต่ละบุคคลคนรับข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน ซึ่งเกิดจากการที่มีฝ่ายหนึ่งได้รับข้อมูลที่มากกว่าอีกฝ่ายหนึ่ง ทำให้การวิเคราะห์ข้อมูลของแต่ละบุคคลนั้นแตกต่างกันไป จึงทำให้นักลงทุนแต่ละบุคคลมีการตัดสินใจและพฤติกรรมที่ต่างกัน การเกิดปรากฏการณ์ที่ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอสูงกว่าปกติ (IPO Underpricing) เกิดมาจากการที่ข้อมูลระหว่างผู้ออกตราหลักทรัพย์กับนักลงทุนไม่เท่าเทียมกัน (Rock, 1986; Welch, 1989) ในตลาดซื้อขายที่ผู้ซื้อและผู้ขายมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน ผู้ซื้อจะมีข้อมูลน้อยกว่านั้นเลือกที่จะไม่ซื้อสินค้าในราคาปกติ แต่อาจจะซื้อถ้าผู้ขายลดราคาสินค้าให้ (Akerlof, 1970) กรณีของหลักทรัพย์ไอพีโอก็เช่นเดียวกัน ผู้ขายหรือผู้ออกหลักทรัพย์ย่อมรู้จักหลักทรัพย์และข้อมูลข่าวสารของหลักทรัพย์ไอพีโอได้ดีกว่าผู้ซื้อหรือนักลงทุนในตลาด ดังนั้นเพื่อจูงใจให้เกิดการซื้อขายหลักทรัพย์ไอพีโอและลดความไม่สมมาตรของข้อมูล ฝ่ายผู้ขายจึงลดราคาหลักทรัพย์ให้ต่ำกว่าราคาที่ประเมินได้ เมื่อหลักทรัพย์ไอพีโอถูกนำไปขายในตลาดรอง ราคาจึงปรับสูงขึ้นตามมูลค่าที่แท้จริง ทำให้ผลตอบแทนวันแรกสูงขึ้น ตามข้อสมมติฐานเมื่อมีกิจกรรมใด ๆ ที่สามารถลดความไม่เท่าเทียมของข้อมูลข่าวสารระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายได้ ผู้ขายและผู้ประกอบการจำหน่ายไม่จำเป็นต้องลดราคาต่ำเพื่อจูงใจให้เกิดการซื้อขายหลักทรัพย์ไอพีโอ เนื่องจากหากมีข้อมูลข่าวสารจำนวนมากเกี่ยวกับหลักทรัพย์ไอพีโอทำให้ราคาเสนอขายหลักทรัพย์ไอพีโอใกล้กับมูลค่าที่แท้จริง จะส่งผลให้ผลตอบแทนวันแรกจะไม่ได้สูงมากในสภาวะที่ความไม่เท่าเทียมของข้อมูลข่าวสารน้อย (ฉัตรวี ถูกแผน, 2561)

### 2) ทฤษฎีกำหนดวาระ (Agenda Setting Theory)

ทฤษฎีกำหนดวาระ (Agenda Setting Theory) เป็นทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับสื่อที่นำเสนอข่าว (News Media) คิดค้นโดย McCombs and Shaw (1972) ซึ่งได้กล่าวไว้ว่า สื่อมวลชนสามารถเปลี่ยนประเด็นที่เด่นในวาระของข่าว (News Agenda) ให้เป็นกระแสหรือวาระของสาธารณชน (public agenda) ได้ โดยสื่อมวลชนมีความสามารถในการเป็นผู้กำหนดประเด็นหรือหัวข้อปัญหาต่าง ๆ ในสังคมให้ประชาชนผู้รับสารทั่วไปได้ทราบและเห็นความสำคัญจากการเสนอข่าวสารเรื่องใดเรื่องหนึ่ง

ซึ่งมีผลให้สาธารณชนมีความคล้อยตามว่า เรื่องนั้นเป็นหัวข้อหรือประเด็นที่มีความสำคัญหรือไม่มีความสำคัญที่จะนำมาคิดพิจารณา

ในการศึกษาจะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างทิศทางของข่าวจากหนังสือพิมพ์กับการกำหนดราคาต่ำเกินไป การรายงานข่าวที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ไอพีโอเป็นจำนวนมาก จะทำให้นักลงทุนรู้จักหลักทรัพย์ไอพีโอมากขึ้น เมื่อนักลงทุนได้รับข้อมูล (จากการอ่านจากเนื้อหาของข่าว) ที่เป็นประเด็นที่มีความสำคัญซึ่งส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจของนักลงทุน อาจจะทำให้ให้นักลงทุนมีการปรับเปลี่ยนพฤติกรรมกรรมการลงทุน (Bajo & Raimondo, 2017) และอาจจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนในวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ

### วิธีการดำเนินการวิจัย

การทดสอบสมมติฐานของการศึกษาได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างทิศทางของสื่อก่อนการออกหลักทรัพย์ไอพีโอ และผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ โดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ ดังนี้

$$IR_i = \beta_0 + \beta_1(TONE) + \beta_2AREA_i + \beta_3N_{ARTICLES_i} + \beta_4N_{NEWSPAPER_i} + \beta_5(control) + \epsilon_i$$

*H0: ทิศทางของข่าวเชิงบวก และ เชิงลบ ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ*

นักลงทุนสามารถรับรู้ข้อมูลข่าวสารของหลักทรัพย์ไอพีโอได้สองทาง คือทางตรง (แบบฟอร์ม filing) และ ทางอ้อม (สื่อต่าง ๆ เช่น หนังสือพิมพ์) โดยส่วนใหญ่ นักลงทุนรายย่อยมีการเข้าถึงข้อมูลที่จำกัดหรือไม่สามารถเข้าถึงข้อมูล เนื่องจากมีอุปสรรคเกี่ยวกับค่าใช้จ่ายในการรวบรวม คัดกรอง และวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงิน ทำให้นักลงทุนต้องพึ่งพาข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะที่สามารถเข้าถึงได้ง่ายเท่านั้น ซึ่งสื่อหนังสือพิมพ์ถือเป็นหนึ่งในข้อมูลที่สามารถเข้าถึงได้ง่ายและมีการวิเคราะห์เนื้อหาจากข้อมูลทางตรงก่อนที่จะนำมาเสนอในประเด็นที่สำคัญให้แก่ นักลงทุนโดย ในการศึกษาเกี่ยวกับความครอบคลุมของสื่อ (Media Coverage) ซึ่งวัดจาก พื้นที่ของข่าว จำนวนของข่าว และจำนวนหนังสือพิมพ์ (Liu, Sherman and Zhang, 2008) อาจยังไม่สามารถสะท้อนความสำคัญของข่าวได้ดี จึงได้ศึกษาเกี่ยวกับเนื้อหาของของข่าวสาร เพราะนักลงทุนเมื่ออ่านข่าวจะทำให้รู้จักหลักทรัพย์ไอพีโอมากขึ้นและเนื้อหาของข่าวอ่านที่สื่อพยายามที่จะสื่อออกมาจะส่งผลกระทบต่อตัดสินใจในการซื้อขายหลักทรัพย์ไอพีโอที่มากขึ้นหรือน้อยลง โดยการวัดเนื้อหาของข่าวจะวัดทิศทางเชิงบวก (เชิงลบ) ที่จะส่งผลกระทบต่อตัดสินใจของนักลงทุนรายย่อยมากขึ้น (น้อยลง) และมีแนวโน้มที่นักลงทุนรายย่อยจะต้องการหลักทรัพย์ไอพีโอที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อราคาในวันแรกของหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขาย (Bajo & Raimondo, 2017)

เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษาคือ การวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยพหุ เพื่อการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยพหุ เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตามผ่านตัวแปรควบคุม ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ในรูปแบบสมการเชิงเส้น

การคำนวณอัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ ซึ่งเป็นตัวแปรตาม (Dependent Variable) โดย

$$IR_i = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \times 100$$

เมื่อ  $IR_i$  = ผลตอบแทนตลาดวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ

$P_1$  = ราคาปิดวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ

$P_0$  = ราคาเสนอขาย (Offer Price) ของหลักทรัพย์ไอพีโอ

ตัวแปรตามที่น่ามาหาความสัมพันธ์ในการศึกษาครั้งนี้ ได้แก่ ความรู้สึกในเนื้อหา และความครอบคลุมของสื่อ (Media Coverage) โดยสามารถวัดได้ดังนี้

1. ความรู้สึกในเนื้อหา โดยมีทั้งหมด 2 ทิศทาง

1.1 ทิศทางเชิงบวก วัดจากอัตราส่วนของค่าเชิงบวกต่อค่าทั้งหมด

1.2 ทิศทางเชิงลบ วัดจากอัตราส่วนของค่าเชิงลบต่อค่าทั้งหมด

(Loughran & McDonald , 2013; Bajo & Raimondo, 2017)

2. พื้นที่ของข่าว โดยใช้ข้อมูลหนึ่งวันหลังยื่นจดทะเบียนจนถึงหนึ่งวันก่อนที่มีการซื้อขายในตลาดรอง เมื่อได้พื้นที่ของข่าวจากหนังสือพิมพ์ทุกฉบับ จะนำพื้นที่มารวมเป็นปริมาณของพื้นที่ทั้งหมดของข่าวที่ตีพิมพ์ถึงบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ ไอพีโอแต่ละหลักทรัพย์ โดยมีหน่วยวัดเป็นคอลัมน์นิ้ว โดยหน่วยคอลัมน์นิ้วเป็นหน่วยที่ใช้วัดเนื้อหาของหนังสือพิมพ์ ซึ่งวัดได้จากความยาว (ตามแนวดิ่ง) เป็นนิ้ว คูณด้วยความกว้าง (ตามแนวนอน) เป็นคอลัมน์นิ้วตามมาตรฐานของแต่ละชื่อหนังสือพิมพ์ (1 คอลัมน์นิ้ว กว้างประมาณ 1.25 นิ้ว) (ฉัตรระวี ฤกษ์แผน, 2561)

3. ความถี่ของข่าวที่หนังสือพิมพ์ตีพิมพ์ในช่วงเวลาตั้งแต่หลังยื่นจดทะเบียนหนึ่งวันจนถึงวันก่อนเข้าทำการซื้อขายในตลาดรอง (Liu et al., 2014)

4. จำนวนหนังสือพิมพ์ที่ตีพิมพ์ข่าวที่เกี่ยวข้องกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (Bajo & Raimondo, 2017)

การศึกษาครั้งนี้ได้ควบคุมตัวแปร ซึ่งประกอบด้วย สินทรัพย์ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (FIRM\_SIZE) อายุของกิจการ (FIRM\_ARG) ผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด (UNDERWRITER\_REPUTATION) (กัลยานี ภาคอต์, 2559) ระยะเวลาหลังจากยื่นจดทะเบียนจนถึงวันซื้อขายหลักทรัพย์ไอพีโอวันแรก (FILING\_PERIOD) (Loughran & McDonald, 2013) (พรรณผกา พรประสิทธิ์, 2560)

## ผลการศึกษา การอภิปรายผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาพบว่าทิศทางของข่าว ไม่ว่าจะทิศทางบวก หรือ ทิศทางลบ ไม่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ รวมทั้งตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับความครอบคลุมของสื่อ คือ พื้นที่ของข่าว จำนวนข่าว และ จำนวนสำนักพิมพ์ที่นำเสนอข่าวเกี่ยวกับหลักทรัพย์ไอพีโอ ไม่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอเช่นเดียวกัน ซึ่งอธิบายได้ว่า สื่อสิ่งพิมพ์หรือหนังสือพิมพ์ที่แหล่งข้อมูลที่สำคัญในการนำเสนอข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ไอพีโอไปยังสาธารณะ และข้อมูลที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ ที่สามารถช่วยในการตัดสินใจของนักลงทุนรายย่อย ส่งผลให้ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ลดลง ทำให้ราคาซื้อขายในวันแรกอาจจะเท่ากับราคาเสนอขาย (Offer Price) ของหลักทรัพย์ไอพีโอ หรือช่วยให้บริษัทสามารถกำหนดราคาหลักทรัพย์ไอพีโอให้เหมาะสมกับความต้องการของตลาด นอกจากนี้ในงานวิจัยของ Fang and Peress (2009) วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการรายงานข่าวในสื่อและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทั่วไป พบว่าหลักทรัพย์ที่ไม่มีการรายงานข่าวในสื่อมักจะมีผลตอบแทนที่สูงกว่าหลักทรัพย์ที่มีการรายงานข่าวบ่อยครั้ง อีกทั้งหลักทรัพย์ที่ไม่มีการรายงานข่าวในสื่อมักจะมีผลตอบแทนที่ดีกว่าหลักทรัพย์ที่มีการรายงานข่าวอย่างมาก

นอกจากนี้จากการศึกษายังพบว่า บริษัทที่ยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ (Filing) ต่อสำนักงาน ก.ล.ต เป็นระยะเวลาที่ยาวนานส่งผลเนื้อหาข่าวที่เป็นเชิงบวกมีส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอเพิ่มขึ้น โดยข่าวที่มีทิศทางบวกอาจสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนเกี่ยวกับโอกาสในการลงทุนในหลักทรัพย์ไอพีโอ ซึ่งอาจส่งผลให้นักลงทุนเข้าใจว่ามีโอกาสที่หลักทรัพย์นี้จะมียieldผลตอบแทนที่ดีในวันแรก ส่งผลให้มีการซื้อขายหลักทรัพย์ไอพีโอในวันแรกและส่งผลให้มีการเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ในวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ เมื่อความรู้สึกทางสื่อเป็นบวก การกำหนดราคาของหลักทรัพย์ไอพีโอ จะมีแนวโน้มที่จะมีค่า Underpricing (การกำหนดราคาให้ต่ำกว่าราคาตลาดเมื่อเปิดตลาด) ที่สูงขึ้น (Voulgaris &

Dimic, 2020) ทางด้านข่าวที่เป็นทิศทางไม่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอ รวมทั้งตัวแปรควบคุมที่เกี่ยวข้องกับความครอบคลุมของสื่อ คือ พื้นที่ของข่าว จำนวนข่าว และ จำนวนสำนักพิมพ์ที่นำเสนอข่าวเกี่ยวกับหลักทรัพย์ไอพีโอ ไม่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ไอพีโอเช่นเดียวกัน

ข้อเสนอสำหรับผู้ศึกษาเพิ่มเติม ศึกษาโดยแยกตามประเภทของอุตสาหกรรมที่หลักทรัพย์ไอพีโอได้เข้าไป เพื่อเปรียบเทียบผลการศึกษามีสอดคล้องกับการศึกษารั้งนี้หรือไม่ และศึกษาเกี่ยวกับ Sentiment Analysis News (การวิเคราะห์ความรู้สึกในข่าว) ในการศึกษาครั้งต่อไป ถ้ามีข้อมูลที่นักลงทุนทั่วไปที่ใช่ข้อมูลจากสื่อสิ่งพิมพ์ในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ มาให้ความรู้สึกต่อค่าต่าง ๆ แล้วนำมาวิเคราะห์ Natural Language Processing (NLP) ซึ่งสามารถนำมาใช้ในการวิเคราะห์ sentiment (ความรู้สึก) ของข้อความ โดยวิธีการ Sentiment Analysis หรือ Sentiment Mining จะใช้วิธีการทาง NLP เพื่อประมวลผลและจำแนกความรู้สึกในข้อความ เช่น การระบุว่าข้อความมี Sentiment เป็นบวก (Positive) หรือลบ (Negative) หรือไม่มี Sentiment (Neutral) ซึ่งการใช้ NLP ใน Sentiment Analysis ช่วยให้เราสามารถสกัดและวิเคราะห์ความรู้สึกในข้อความจำนวนมากได้อัตโนมัติและอีกทั้งยังประหยัดเวลาในการวิเคราะห์ข้อมูล

## บรรณานุกรม

- กัลยานี ภาคอัฐ. (2559). ผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ไทย. *วารสารมหาวิทยาลัยศิลปากร*, 4(1), 1173-1189.
- ฉัตรวิญญู ถูกแผน. (2561). *ผลของความครอบคลุมของสื่อต่อผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณะเป็นครั้งแรก* (การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่). สืบค้นจาก <https://cmudc.library.cmu.ac.th/frontend/Info/item/dc:125534>
- ปราชญะ ภาควิชาเศรษฐศาสตร์, อนันต์ จินดา, และสิริยา สิทธิสาร. (2560). การวิเคราะห์ความคิดเห็นเกี่ยวกับร้านอาหารบนเว็บไซต์รีวิว. *วารสารมหาวิทยาลัยทักษิณ*, 2(1), 39-47.
- พรพิทักษ์ แม้นศิริ. (2560). *การเขียนข่าวและรายงานข่าว*. สืบค้นจาก <https://pvlo-cmi.dld.go.th/Doc/แผนพัฒนาผู้ได้บังคับบัญชา%201-2561/การเขียนข่าวและรายงานข่าว.pdf>
- พรรณมณฑา พรประสิทธิ์. (2560). *ประสิทธิภาพการตั้งราคาหุ้น IPO ของวามิชชนกิจ* (การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์). สืบค้นจาก [https://digital.library.tu.ac.th/tu\\_dc/frontend/Info/item/dc:163125](https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:163125)
- สายรุ้ง แก้วสังข์. (2559). *ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่สาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ).
- สุรเดช จอจวรรณศิริ. (2559). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความตั้งใจลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนบุคคล. *Veridian E-Journal, Silpakorn University*, 4(3), 1094-1107.
- อิสราภาพ ล้อรัตนไชยรงค์. (2560). *การสร้างคลังศัพท์บอกความรู้สึกในภาษาไทยจากบทวิจารณ์ออนไลน์* (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย). สืบค้นจาก <https://digital.car.chula.ac.th/chulaetd/1656>
- Akerlof, G. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 83(3), 488-500.
- Bajo, E., & Raimondo, C. (2017). Media sentiment and IPO underpricing. *Journal of Corporate Finance*, 46, 139-153.

- Barber, B., & Odean, T. (2008). All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. *Review of Financial Studies*, 21(2), 785-818.
- Bhattacharya, U., Galpin, N., Ray, R., & Yu, X. (2009). The role of the media in the internet IPO bubble. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 657-682.
- Carter, R. B., & Manaster, S. (1990). Initial public offerings and underwriter reputation. *The Journal of Finance*, 45(4), 1045-1067.
- Carey, P., Fang, V., & Zhang, H. F. (2016). The role of optimistic news stories in IPO pricing. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 41, 16-29.
- Fang, L. H., & Peress, J. (2009). Media coverage and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 64(5), 2023-2052.
- Guldiken, O., Tupper, C., Nair, A., & Yu, H. (2017). The impact of media coverage on IPO stock performance. *Journal of Business Research*, 72, 24-32.
- Henry, E. (2008). Are investors influenced by how earnings press releases are written ? *Journal of Business Communication*, 45(4), 363-407.
- Ibbotson, R. (1975). Price Performance of Common Stock New Issues. *Journal of Financial*, 2, 235 - 272.
- Kalyani, J., Bharathi, H., & Jyothi, R. (2016). Stock trend prediction using news sentiment analysis. *International Journal of Computer Science & Information Technology (IJCSIT)*, 8(3), 67-76.
- Liu, L. X., Sherman, A. E., & Zhang, Y. (2014a.). An Attention Model of IPO Underpricing, with Evidence on Media Coverage unpublished.
- Liu, L. X., Sherman, A. E., & Zhang, Y. (2014b). The Long-Run Role of the Media: Evidence from Initial Public Offerings. *Management Science*, 60(8), 1945-1964.
- Loughran, T., & McDonald, B. (2013). IPO First-Day Returns, Offer Price Revisions, Volatility, and Form S-1 Language. *Journal of Financial Economics*, 109(2), 307-326.
- Loughran, T., & McDonald, B. (2011). When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. *Journal of Finance*, 66, 35-65.
- Loughran, T., Ritter, J., & Rydqvist, K. (1994). Initial Public Offerings: International Insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2(2-3), 165 - 199.
- Pollock, T. G., & Rindova, V. P. (2003). Media legitimation effects in the market for initial public offerings. *Academy of Management Journal*, 46(5), 631-642.
- Ritter, J. R. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offering. *Journal of Finance*, 46(1), 3 - 27.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 187-212.
- Seng, J.-L., Yang, H.-F., & Yang, P.-H. (2017). Initial public offering and financial news. *Journal of Information and Telecommunication*, 1(3), 259-272.
- Tetlock, P. (2007). Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market. *Journal of Finance*, 62(3), 1139-1168.

Voulgaris, G., & Dimic, N. (2020). Media sentiment and IPO underpricing. *Journal of Corporate Finance*, 46(3), 139-153.

Welch, I. (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421-449.