

ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดสรรหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกให้กับ  
ผู้มีอุปการคุณและผลการดำเนินงานของหลักทรัพย์

RELATIONSHIP BETWEEN ALLOCATION OF INITIAL PUBLIC OFFERING SHARES TO  
SPONSORS AND STOCK PERFORMANCE

ณัฐมนพร บุรณกุลวิรัชย์\* และชัยวุฒิ ตั้งสมชัย\*\*

บทคัดย่อ

บทความนี้มุ่งศึกษา การแบ่งสัดส่วนในการจัดสรรหลักทรัพย์ให้กับผู้มีอุปการคุณและผลการดำเนินงานระยะสั้นของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก และศึกษาการแบ่งสัดส่วนในการจัดสรรหลักทรัพย์ให้กับผู้มีอุปการคุณและผลการดำเนินงานระยะยาวของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก กลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทจดทะเบียนเพื่อเสนอขายหลักทรัพย์ที่ทำการเสนอขายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวน 95 บริษัท และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) จำนวน 73 บริษัท ระหว่างเดือนมกราคม 2547 ถึงเดือนธันวาคม 2556 จากฐานข้อมูลของ SETSMART (www.setsmart.com) ทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา และการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ ผลการศึกษาพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างความไม่สมมาตรของข้อมูลและผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติพบเพียงสัดส่วนในการจัดสรรหลักทรัพย์ในส่วนของผู้มีอุปการคุณในการออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรก อายุของกิจการกำไรต่อหุ้น และความมีชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่าย มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ และไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการปฏิบัติต่อผู้มีอุปการคุณ (ผู้มีส่วนได้เสีย) และผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ

ABSTRACT

This article looks at the examine the allocation of Initial Public Offering (IPO) shares to sponsors and the short-term performance of IPO shares for the first time. Additionally, it aims to examine the allocation of IPO shares to sponsors and the long-term performance of IPO shares. The sample consisted of 95 companies listed on The Stock Exchange of Thailand (SET) and 73 companies on the Market for Alternative Investment between January 2004 and December 2013. The data were analyzed using descriptive statistics and multiple regression analysis, obtained from the SETSMART database (www.setsmart.com). The study found that there is a relationship between information asymmetry and abnormal short-term returns, specifically in the proportion of allocation of Initial Public Offering (IPO) shares to the benefactors during the initial public offering. It also identified a positive correlation between the age of the business, earnings per share, and the reputation of the underwriter with the abnormal short-term returns in the mai. However, it did not find any correlation between the treatment of benefactors (stakeholders) and abnormal long-term returns in SET and mai.

\* นักศึกษาหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

\*\* ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. อาจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

## บทนำ

ในประเทศไทยการจัดสรรหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกไม่ได้จัดสรรให้แก่ผู้ลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อยเพียงเท่านั้น บริษัทยังมีการจัดสรรให้แก่ผู้มีอุปการคุณของบริษัทด้วย ซึ่งในอดีตมีการจัดสรรหลักทรัพย์ให้แก่ผู้มีอุปการคุณในสัดส่วนที่สูงมากจากจำนวนหลักทรัพย์ที่ออกสู่สาธารณชนทั้งหมด ทาง ก.ล.ต. (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์) จึงมีการออกกฎหมายจำกัดสัดส่วนการจัดสรรหลักทรัพย์ให้แก่ผู้มีอุปการคุณในปี 2560 ใจความว่า “การกำหนดสัดส่วนของหุ้น IPO ที่จัดสรรให้กับผู้มีอุปการคุณของบริษัทไม่เกินร้อยละ 15 ของจำนวนหุ้นที่เสนอขาย IPO ทั้งหมดและการจัดสรรให้ RP และพนักงานของบริษัทและบริษัทย่อยเมื่อนับรวมกับการจัดสรรให้ผู้มีอุปการคุณแล้วต้องไม่เกินร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นที่เสนอขาย IPO ทั้งหมด” (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2561) ทั้งนี้การจัดสรรหลักทรัพย์ให้แก่ผู้มีอุปการคุณในสัดส่วนที่สูงมากจากจำนวนหลักทรัพย์ที่ออกสู่สาธารณชนทั้งหมดในอดีตอาจอนุมานได้ว่าเกิดจากปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างผู้ถือหุ้นกับนักลงทุน เนื่องจากหลักทรัพย์ IPO เป็นหลักทรัพย์ที่ไม่เคยมีประวัติการซื้อขายในตลาดมาก่อน ทำให้ผู้ลงทุนมีข้อมูลน้อยกว่าเจ้าของบริษัทที่ต้องการนำบริษัทเข้ามาทำการจดทะเบียนค่อนข้างมาก โดยทั่วไปการออกหลักทรัพย์ที่จำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกนั้นมักมีแนวโน้มที่ผลตอบแทนในวันแรกที่ราคาเสนอขายต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงจนเป็นผลให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงเกินปกติซึ่งเป็นปรากฏการณ์ที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกโดยเรียกปรากฏการณ์นี้ว่า Underpricing (Govindasamy, 2010; Rekik & Bouyelbene, 2013; Michael & Franks, 2017; Komenkul, Sherif, & Xu, 2017) ซึ่งอาจจะอนุมานได้ว่าในอนาคตจะมีผลตอบแทนระยะยาวต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนอ้างอิง (อริยพงษ์ พันธุ์ศรีวงศ์, 2559)

จากที่กล่าวมาข้างต้นนั้นแสดงให้เห็นว่า การจัดสรรหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของวันแรกและอัตราผลตอบแทนระยะยาวนั้นมีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็น อย่างไรก็ตามการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดสรรหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกและผลการดำเนินงานของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังมีผู้ศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกไม่มากนักและการจัดสรรหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกในประเทศยังมีความแตกต่างจากประเทศอื่นตรงที่มีการจัดสรรให้ผู้มีอุปการคุณ ทำให้ส่วนนี้เป็นกลุ่มตัวอย่างที่น่าสนใจ ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ศึกษาท่านอื่นเพื่อการศึกษาที่จะตามมาในอนาคต และเพื่อเป็นข้อมูลสนับสนุนให้นักลงทุนไปใช้ในการศึกษาประกอบการตัดสินใจในการลงทุน

## แนวคิดและทฤษฎี

### แนวคิดเกี่ยวกับผู้มีอุปการคุณ

ในประเทศไทยมีองค์กรที่ชื่อว่า ก.ล.ต. เป็นหน่วยงานของรัฐที่จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มีอำนาจหน้าที่ในการการส่งเสริมและพัฒนา ตลอดจนกำกับดูแลตลาดทุน ในปี 2547 มีการออกหนังสือเวียนถึงบริษัทหลักทรัพย์ทุกบริษัท บริษัทที่ปรึกษาทางการเงินทุกบริษัท ในหัวเรื่องของแนวทางในการจัดสรรหุ้นโดยมีความประสงค์จะทำให้การจัดสรรหุ้น IPO มีความโปร่งใสและกระจายไปสู่ผู้ลงทุนในวงกว้าง แต่ในขณะเดียวกันก็ต้องคำนึงถึงภาระและความเสี่ยงที่จะเกิดกับผู้รับประกันการจัดจำหน่ายและบริษัทหลักทรัพย์ต่าง ๆ มีใจความสำคัญว่านอกเหนือจากการจัดสรรให้แก่ผู้ลงทุนสถาบัน กรรมการและพนักงานของผู้ออกหลักทรัพย์ (ESOP) และลูกค้าปัจจุบัน ของบริษัทหลักทรัพย์แล้วการจัดสรรหุ้นในส่วนที่เหลือ ให้บริษัทหลักทรัพย์และผู้ออกหลักทรัพย์โดยการกันส่วนไว้ให้ผู้มีอุปการคุณโดยระบุลักษณะให้ชัดเจนหรือไม่กันส่วนไว้ให้ผู้มีอุปการคุณ ร่วมกับบริษัทหลักทรัพย์จัดทำเฉพาะรายงานรายชื่อผู้ได้รับการจัดสรรหุ้นสูงสุด 20 อันดับแรก และในปี 2560 มีการประกาศการจำกัดสัดส่วนการจัดสรรหุ้น IPO ให้กับผู้มีอุปการคุณและบุคคลที่มี

ความสัมพันธ์กับบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ได้ไม่เกินร้อยละ 15 ของจำนวนหุ้นที่เสนอขาย IPO ทั้งหมด RP และพนักงานของบริษัทและบริษัทย่อย เมื่อรวมกับสัดส่วนของจำนวนหุ้น IPO ที่จัดสรรให้กับผู้มีอุปการคุณแล้ว ต้องไม่เกินร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นที่เสนอขาย IPO ทั้งหมด เป็นต้น

### ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล

สืบเนื่องจากการสัดส่วนในการจัดสรรหลักทรัพย์ในการกระจายหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณะชนเป็นครั้งแรก (IPO) ที่ไม่เท่ากันจะส่งผลต่อแนวคิดความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) โดยสมมติฐานของทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล สามารถแบ่งได้เป็น 3 กรณี ได้แก่ 1) สมมติฐานความไม่สมมาตรของข่าวสาร ในกรณีที่นักลงทุนมีข้อมูลมากกว่าบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ 2) สมมติฐานความไม่สมมาตรของข้อมูลข่าวสารในกรณีที่บริษัท ผู้ออกหลักทรัพย์เสนอขายต่อสาธารณะมีข้อมูลมากกว่านักลงทุน (Adverse Selection) และ 3) สมมติฐานความแตกต่างทางความคิด (Divergence of Opinion Hypothesis) (Rock, 1986; Akerlof, 1970)

### แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว

โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว เป็นการมีผู้ถือหุ้นรายใดรายหนึ่งถือหุ้นจำนวนมากทำให้เกิดผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในการควบคุมบริษัท (Controlling Shareholders) ผู้ถือหุ้นรายใหญ่เหล่านี้มักมีแรงจูงใจในการถ่ายโอนเอาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยมาเป็นของตนเองหรือมักกระทำการใดๆภายใต้อำนาจการควบคุมที่มีอยู่เพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวซึ่งส่งผลกระทบต่อด้านลบต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นอย่างมาก โดยที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่สามารถที่จะคัดค้านหรือโต้แย้งการกระทำดังกล่าวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้เนื่องมาจากระบบกฎหมายหรือกลไกในการกำกับดูแลที่สร้างขึ้นมาเพื่อที่จะปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้นมีความอ่อนแอและไม่มีประสิทธิผลเท่าที่ควร (Fama & Jensen, 1983)

### วิธีการดำเนินการวิจัย

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ประเภทข้อมูลแบบตัดขวาง (Cross Sectional) เก็บรวบรวมข้อมูลจากศูนย์เรียนรู้การลงทุนมหาวิทยาลัยเชียงใหม่ (SET IC: SET Investment Center) ซึ่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้จะนำมาจาก 1) ฐานข้อมูลจากโปรแกรม Bloomberg, โปรแกรม SETSMART 2) ข้อมูลจากหนังสือชี้ชวนจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ซึ่งต้องจัดทำเป็นดัชนีเองจากแบบฟอร์ม 56-1 ของหลักทรัพย์ที่จำหน่ายต่อสาธารณะเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่เดือนมกราคม 2547 ถึงเดือนธันวาคม 2556 และทำการตัดข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outlier) ออกไป กลุ่มตัวอย่าง คือบริษัทจดทะเบียนเพื่อเสนอขายหลักทรัพย์ที่ทำการเสนอขายต่อสาธารณะเป็นครั้งแรก ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวน 95 บริษัท และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) จำนวน 73 บริษัท ระหว่างมกราคม 2547 ถึงเดือนธันวาคม 2556

สมมติฐานและตัวแปรที่ใช้ การศึกษานี้ได้กำหนดสมมติฐานไว้ 2 ข้อ คือ สมมติฐานที่ 1 ความไม่สมมาตรของข้อมูล และผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติ สมมติฐานที่ 2 การปฏิบัติต่อผู้มีอุปการคุณ (ผู้มีส่วนได้เสีย) และผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วย ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) 1 ตัวแปร ได้แก่ การจัดสรรสำหรับนักลงทุนสถาบัน (SPONSORS) ตัวแปรควบคุม (Control Variables) 11 ตัวแปร ได้แก่ ขนาดของกิจการ (MAR\_SIZE) ขนาดของการออกหลักทรัพย์ (OFFERSIZE) อายุของกิจการ (AGE) กำไรต่อหุ้น (EPS) การลดลงของกำไรต่อหุ้น (DILUTION) ความมีชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่าย (UNDERWRITER\_REPUTATION) อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันแรก (IR) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิม (RETENTION) ความเสี่ยงและผลตอบแทนการลงทุนย้อนหลัง 12 เดือน (SHARPE12) ความเสี่ยงและผลตอบแทนการลงทุนย้อนหลัง 36 เดือน (SHARPE36) ความเสี่ยงและผลตอบแทนการลงทุนย้อนหลัง 60 เดือน (SHARPE60) ตัวแปรตาม (Dependent Variable) 4 ตัวแปร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนวันแรกที่ผิดปกติ (IR)

อัตราผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ 12 เดือน (BHAR<sub>12</sub>) อัตราผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ 36 เดือน (BHAR<sub>36</sub>) อัตราผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ 60 เดือน (BHAR<sub>60</sub>)

การวิเคราะห์ข้อมูล ใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ประกอบด้วยค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) และสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ประกอบด้วย ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) และการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

## ผลการศึกษา

1. ความไม่สมมาตรของข้อมูลและผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติ พบว่า ความไม่สมมาตรของข้อมูลไม่มีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติของบริษัทตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ขณะเดียวกันความไม่สมมาตรของข้อมูลมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติของของบริษัทตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) โดยตัวแปรสัดส่วนในการจัดสรรหลักทรัพย์ในส่วนของผู้ถือการคุณในการออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรก (SPONSORS) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 (P-value มีค่าเท่ากับ 0.003) อายุของกิจการ (AGE) กำไรต่อหุ้น (EPS) และความมีชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่าย (UNDERWRITER\_REPUTATION) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 (P-value มีค่าเท่ากับ 0.038, 0.046 และ 0.049 ตามลำดับ) (ดังตารางที่ 1)

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ระหว่างความไม่สมมาตรของข้อมูลและผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติของบริษัทตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) ในภาพรวมพบว่า ค่า  $F = 3.490$  และค่า Sig. of  $F = 0.003$  กล่าวคือ ความไม่สมมาตรของข้อมูลมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติของของบริษัทตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 โดยตัวแปรสัดส่วนในการจัดสรรหลักทรัพย์ในส่วนของผู้ถือการคุณในการออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรก (SPONSORS) อายุของกิจการ (AGE) กำไรต่อหุ้น (EPS) และความมีชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่าย (UNDERWRITER\_REPUTATION) สามารถอธิบายการผันแปรของอัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ (IR) ได้ร้อยละ 27.3 ( $R^2$  มีค่าเท่ากับ 0.273)

เมื่อพิจารณาค่าน้ำหนักของตัวแปร (Unstandardized Coefficients B) พบว่า สัดส่วนในการจัดสรรหลักทรัพย์ในส่วนของผู้ถือการคุณในการออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรก (SPONSORS) ที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติของบริษัทตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) เพิ่มขึ้น 0.581 เท่า อายุของกิจการ (AGE) ที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติของบริษัทตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) เพิ่มขึ้น 17.841 เท่า กำไรต่อหุ้น (EPS) ที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติของบริษัทตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) เพิ่มขึ้น 2.974 เท่า และความมีชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่าย (UNDERWRITER\_REPUTATION) ที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติของบริษัทตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) เพิ่มขึ้น 6.059 เท่า อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (ดังตารางที่ 2)

ตารางที่ 1 ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1 ความไม่สมมาตรของข้อมูลและผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติ

สมมติฐานการวิจัย	SET	MAI
สัดส่วนในการจัดสรรหลักทรัพย์ในส่วนของผู้ถือการคุณในการออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรก (SPONSORS) กับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ (IR)	0.328	0.003**
ขนาดของกิจการ (MAR_SIZE) กับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ (IR)	0.431	0.691
ขนาดของการออกหลักทรัพย์ (OFFERSIZE) กับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ (IR)	0.453	0.799
อายุของกิจการ (AGE) กับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ (IR)	0.208	0.038*

สมมติฐานการวิจัย	SET	MAI
กำไรต่อหุ้น (EPS) กับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ (IR)	0.825	0.046**
การลดลงของกำไรต่อหุ้น (DILUTION) กับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ (IR)	0.258	0.777
ความมีชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่าย (UNDERWRITER_REPUTATION) กับอัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ (IR)	0.242	0.049**

หมายเหตุ: \*\*\*, \*\*, \* หมายถึง มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, 0.05, 0.1 ตามลำดับ

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างความไม่สมมาตรของข้อมูลและผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติของบริษัท ตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) ด้วยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย

ตัวแปร	Enter Method			Collinearity Statistics	
	Unstandardized Coefficients B	Standardized Coefficients B	P-value	Tolerance	VIF
ค่าคงที่ (Constant)	400.336		0.027		
SPONSORS	0.581	0.373	0.003**	0.751	1.331
MAR_SIZE	-28.337	-0.391	0.691	0.312	1.449
OFFERSIZE	18.386	0.237	0.799	0.513	1.601
AGE	17.841	0.188	0.038*	0.953	1.049
EPS	2.974	0.222	0.046*	0.935	1.070
DILUTION	0.808	0.069	0.777	0.187	1.335
UNDERWRITER_REPUTATION	6.059	0.254	0.049*	0.698	1.433
R <sup>2</sup> = 0.273			Adj. R <sup>2</sup> = 0.195		
SE of Estimate = 53.937			F = 3.490		
Sig. of F = 0.003			Durbin-Watson = 2.072		

หมายเหตุ: \*\*, \* หมายถึง มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, 0.05 ตามลำดับ

2. ความสัมพันธ์ระหว่างการปฏิบัติต่อผู้มีอุปการคุณ (ผู้มีส่วนได้เสีย) และผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ พบว่าการปฏิบัติต่อผู้มีอุปการคุณ (ผู้มีส่วนได้เสีย) ของบริษัทตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) ไม่มีความสัมพันธ์ต่อ อัตราผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ 12 เดือน, 36 เดือน และ 60 เดือน (ดังตารางที่ 3)

**ตารางที่ 3** ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2 การปฏิบัติต่อผู้มีอุปการคุณ (ผู้มีส่วนได้เสีย) และผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติของบริษัทตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai)

สมมติฐานการวิจัย	SET			mai		
	BHAR <sub>12</sub>	BHAR <sub>36</sub>	BHAR <sub>60</sub>	BHAR <sub>12</sub>	BHAR <sub>36</sub>	BHAR <sub>60</sub>
สัดส่วนในการจัดสรรหลักทรัพย์ในส่วนของผู้มีอุปการคุณในการออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรก (SPONSORS) กับผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ	0.654	0.349	0.118	0.418	0.347	0.311
อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันแรก (IR) กับผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ	0.101	0.334	0.472	0.412	0.662	0.349
ขนาดของกิจการ (MAR_SIZE) กับผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ	0.177	0.690	0.659	0.462	0.941	0.061
อายุของกิจการ (AGE) กับผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ	0.184	0.084	0.231	0.316	0.222	0.716
กำไรต่อหุ้น (EPS) กับผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ	0.350	0.342	0.097	0.313	0.563	0.695
สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิม (RETENTION) กับผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ	0.809	0.451	0.894	0.883	0.496	0.770
ความเสี่ยงและผลตอบแทนการลงทุนย้อนหลัง 12 เดือน (SHARPE12) กับผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ	0.120	0.470	0.688	0.286	0.366	0.985
ความเสี่ยงและผลตอบแทนการลงทุนย้อนหลัง 36 เดือน (SHARPE36) กับผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ	0.064	0.212	0.764	0.057	0.062	0.292
ความเสี่ยงและผลตอบแทนการลงทุนย้อนหลัง 60 เดือน (SHARPE60) กับผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติ	0.253	0.161	0.592	0.197	0.095	0.056

### การอภิปรายผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

จากผลการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ระหว่างความไม่สมมาตรของข้อมูลและผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติ พบว่าความไม่สมมาตรของข้อมูลไม่มีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติของบริษัทตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) แต่ขณะเดียวกันความไม่สมมาตรของข้อมูลมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติของบริษัทตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 โดยสัดส่วนในการจัดสรรหลักทรัพย์ในส่วนของผู้มีอุปการคุณในการออกจำหน่ายต่อสาธารณชนครั้งแรก (SPONSORS) ที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติของบริษัทตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) เพิ่มขึ้น 0.581 เท่า อายุของกิจการ (AGE) ที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติของบริษัทตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) เพิ่มขึ้น 17.841 เท่า กำไรต่อหุ้น (EPS) ที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติของบริษัทตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) เพิ่มขึ้น 2.974 เท่า และความเสี่ยงของผู้จัดจำหน่าย (UNDERWRITER\_

REPUTATION) ที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติของบริษัทตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) เพิ่มขึ้น 6.059 เท่า อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้เนื่องจากบริษัทตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) ส่วนใหญ่เป็นกลุ่มธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็ก ทำให้การกระจายข้อมูลในองค์กรเป็นเรื่องที่ง่าย รวดเร็ว และทั่วถึง เมื่อเปิดให้มีการจัดสรรหลักทรัพย์ออกจำหน่ายให้กับสาธารณชนเป็นครั้งแรก ผู้มีอุปการคุณที่ซื้อหลักทรัพย์ส่วนใหญ่จึงเป็นผู้ใกล้ชิด หรือผู้มีส่วนร่วมในกิจการ ประกอบกับตลาดเอ็มเอไอนี้จะเน้นไปที่กิจการขนาดกลางและขนาดเล็ก (Small and Medium Enterprise - SME) โดยมีทุนชำระแล้ว เฉพาะหุ้นสามัญ (หลังเสนอขายหุ้นแก่ประชาชน) ไม่น้อยกว่า 50 ล้านบาทโดยส่วนใหญ่เป็นกลุ่มธุรกิจที่มีการเติบโตสูง และมีแนวโน้มการเติบโตดีในอนาคต ดังนั้นผู้มีอุปการคุณส่วนใหญ่จึงมีความต้องการที่จะร่วมลงทุนด้วย และจากการที่เป็นองค์กรขนาดกลางและเล็กทำให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล หรือผู้มีอุปการคุณส่วนใหญ่ยังคงเป็นคนภายในองค์กรหรือคนใกล้ชิด จึงส่งต่อผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติ สอดคล้องกับผลการศึกษาของ รติ วงศกิตติรักษ์ (2554) พบว่า ลักษณะของโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทส่วนใหญ่มีลักษณะเป็นแบบกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของ ซึ่งอาจเพิ่มความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) หรือผลการดำเนินงานกิจการระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกับผู้ถือหุ้นส่วนน้อยในตลาดเกิดใหม่ กลไกการควบคุมภายนอกค่อนข้างอ่อนแอ อาจมีความเสี่ยงและส่งผลกระทบต่อการระดมทุน นอกจากนี้ ในประเทศฮ่องกง พบว่า ผู้มีอุปการคุณในบริษัทตลาดหลักทรัพย์ของประเทศฮ่องกง ส่วนใหญ่เป็นเป็นคนภายในองค์กร และมีแนวโน้มที่จะทำหน้าที่ทดแทนกัน ซึ่งทำให้เกิดระบบผูกขาด อีกทั้งบทบาทและชื่อเสียงของผู้มีอุปการคุณมีผลต่อการเสนอขายหุ้น IPO ที่ผิดปกติ ดังนั้นจึงส่งผลให้หน่วยงานที่เกี่ยวข้องในกำกับดูแลเข้ามาตรวจสอบผลกระทบด้านกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับผู้มีอุปการคุณอย่างจริงจังตั้งแต่ปี 2013 เป็นต้นมา (Tong & Wong, 2020)

ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่า การจัดสรรหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายให้กับสาธารณชนเป็นครั้งแรกของบริษัทตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) นั้น ยังพบความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งผู้มีอุปการคุณส่วนใหญ่เป็นบุคคลภายใน อันได้แก่ ลูกค้า ผู้จำหน่ายวัตถุดิบ ตัวแทนจำหน่าย คู่สัญญาการค้า หรือบุคคลที่มีความสัมพันธ์กับบริษัท ได้แก่ พนักงานของบริษัท และบริษัทย่อย ซึ่งส่งผลให้ผลตอบแทนระยะสั้นที่ผิดปกติของบริษัทตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) ในทิศทางบวกหรือเพิ่มขึ้น ซึ่งประเด็นที่ค้นพบนี้ นักวิชาการทางด้านตลาดหลักทรัพย์ต่างมีมุมมองว่า เป็นโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว ซึ่งส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นรายย่อย ดังนั้นนักลงทุนควรให้ความสำคัญในการศึกษาข้อมูลสัดส่วนของผู้มีอุปการคุณ หรือผู้มีส่วนได้เสีย อันจะเป็นประโยชน์ต่อการลงทุนและลดความเสี่ยงจากการลงทุนได้

#### จากผลการศึกษาข้างต้น ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะดังนี้

ข้อเสนอแนะเพื่อนำผลการศึกษาไปประยุกต์

1. นักลงทุนควรตระหนักและเห็นความสำคัญว่า สัดส่วนของผู้มีอุปการคุณ อายุของกิจการ กำไรต่อหุ้น และความเสี่ยงของผู้จัดจำหน่าย มีความสำคัญต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เพื่อให้สามารถประมาณการโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนสูงสุดจากการเสนอขายหุ้นครั้งแรกได้
2. หน่วยงานกำกับดูแล ควรมีการติดตามและควบคุมกำหนดการจัดสรรหลักทรัพย์ให้แก่ผู้มีอุปการคุณอย่างต่อเนื่องและเคร่งครัด เพื่อก่อให้เกิดความสมมาตรของข้อมูล
3. ผู้บริหารบริษัทตลาดหลักทรัพย์ควรให้ความสำคัญกับปรับเปลี่ยนโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกกระจายตัวของผู้ถือหุ้น ให้เหมาะสมกับสภาพคล่องของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

#### ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารั้งต่อไป

1. ควรมีการติดตามการจัดสรรหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายให้กับสาธารณชนเป็นครั้งแรกให้กับผู้มีอุปการคุณและผลการดำเนินงานของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภายหลังจากที่มีการประกาศใช้กฎหมายจำกัดสัดส่วนการจัดสรรหลักทรัพย์ให้แก่ผู้มีอุปการคุณในปี 2560

2. ควรมีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของผู้มีอุปการะคุณ หรือผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท ต่อผลการดำเนินงานของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. ควรมีการศึกษาเชิงเปรียบเทียบสัดส่วนของผู้มีอุปการะคุณหรือผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### บรรณานุกรม

- รติ วงศกิตติรักษ์. (2554). ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อมูลค่ากิจการของบริษัทในประเทศไทย (การศึกษาค้นคว้าอิสระ วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์). สืบค้นจาก [https://digital.library.tu.ac.th/tu\\_dc/frontend/Info/item/dc:121400](https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:121400)
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2561). หลักเกณฑ์การจำกัดสัดส่วนการถือหุ้นที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก. สืบค้นจาก <https://www.sec.or.th/th/pages/lawandregulations/sharereserve.aspx>
- อริยะพงษ์ พันธุ์ศรีวงศ์. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนระยะยาวและผลการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่). สืบค้นจาก <https://cmudc.library.cmu.ac.th/frontend/Info/item/dc:125036>
- Akerlof, G. A. (1970). The Market for “Lemon”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economic*, 84(3), 488-500
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Govindasamy, P. (2010). Leverage - An analysis and its impact on profitability with reference to selected cement companies in India. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 3(2), 117-123.
- Komenkul, K., Sherif, M., & Xu, B. (2017). IPOs' Signaling Effects for Speculative Stock Detection: Evidence from the Stock Exchange of Thailand. *Applied Economics*, 49(31), 246-255.
- Michael, B., & Franks, J. (2017). Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the U.K. *Journal of Financial Economics*, 45(2), 391-413.
- Rekik, Y. M., & Bouyelbene, Y. (2013). Determinants of Individual Investors' Behaviors: Evidence from Tunisian Stock Market. *IOSR Journal of Business and Management*, 8(2), 109-119.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 187-212.
- Tong, W., & Wong, M. (2020). Does reputation of sponsors matter in IPO? Evidence from Hong Kong. *Frontiers of Business Research in China*, 14(2), 876-882.