

ความสัมพันธ์ระหว่างผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารและผลตอบแทนจากการเสนอขาย
หลักทรัพย์ต่อสาธารณะเป็นครั้งแรก

Relationship Between Bank Affiliated Underwriters and Returns from Initial Public
Offerings

วิชรี ทุ่งวัชรกร* และชัยวุฒิ ตั้งสมชัย**

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องธนาคาร กับผลตอบแทนระยะสั้นและผลตอบแทนระยะยาวจากหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณะเป็นครั้งแรก โดยข้อมูลที่ใช้ศึกษามาจากการเก็บข้อมูลกลุ่มตัวอย่างจากหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 227 หลักทรัพย์ ช่วงระหว่าง ปี พ.ศ. 2550 ถึง ปี พ.ศ. 2560 การศึกษานี้ได้แบ่งรูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องกับธนาคารและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกเป็น 3 รูปแบบ คือ การรับรองคุณภาพข้อมูล การที่นักลงทุนไม่มีข้อมูล และการลดราคาเนื่องด้วยความกังวลด้านความขัดแย้งทางผลประโยชน์ โดยวิเคราะห์ตรวจสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยและศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกโดยใช้สมการถดถอยแบบพหุ แล้วนำผลที่ได้มาตรวจสอบว่าเป็นไปตามรูปแบบความสัมพันธ์แบบใด

การศึกษาพบว่า สำหรับผลตอบแทนระยะสั้นจากหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกที่มีผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องกับธนาคารให้ผลตอบแทนน้อยกว่าหลักทรัพย์ที่มีผู้จัดจำหน่ายที่ไม่เกี่ยวข้องกับธนาคาร ส่วนผลตอบแทนระยะยาวจากหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกไม่แตกต่างกัน และเมื่อตรวจสอบความสัมพันธ์พบว่า ผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องกับธนาคารไม่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนระยะสั้นและระยะยาวจากหลักทรัพย์เสนอขายเป็นครั้งแรก ซึ่งตรงกับรูปแบบความสัมพันธ์แบบการรับรองคุณภาพข้อมูล อธิบายได้ว่านักลงทุนกับผู้จัดจำหน่ายมีข้อมูลที่เท่าเทียมกัน และนักลงทุนไม่กังวลต่อความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดจากผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับธนาคาร

Abstract

The purpose of this study is to investigate the relationship between bank affiliated underwriters and the short-run and long-run returns from initial public offerings (IPOs) in Thailand, using 227 IPOs from the Stock Exchange of Thailand (SET) and the Market for Alternative Investment (mai) from 2007 to 2017. This study classifies the relationship between bank affiliated underwriters and IPO returns into three categories: certification, naive investor, and discounting for conflicts of interest, based on the results of mean difference tests and multiple regression analysis.

The results of mean difference tests show that, IPOs issued by bank affiliated underwriters render significantly lower short-run returns than IPOs issued by bank unaffiliated underwriters but there are no significant differences in long-run returns between IPOs issued by bank affiliated underwriters and IPOs

* นักศึกษาหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

** ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. อาจารย์ภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

issued by bank unaffiliated underwriters. The results of multiple regression analysis show that bank affiliated underwriters have no significant influence on IPO short-run returns and long-run returns. According to the findings, the relationship between bank affiliated underwriters and returns from IPOs in Thailand falls under the category of certification. The results indicate that the investors and the underwriters have equal access to the information, and the investors see no conflicts of interest in bank affiliated underwriters.

บทนำ

การกำหนดราคา (Issuing) เป็นขั้นตอนที่สำคัญในการออกหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณะเป็นครั้งแรก (Initial Public Offerings: IPOs) คือ เพื่อดึงดูดความสนใจของนักลงทุนจำเป็นต้องกำหนดราคาให้เหมาะสม ขณะเดียวกันบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ก็ต้องการเงินทุนที่มากพอต่อการนำมาดำเนินธุรกิจ การกำหนดราคาเป็นหน้าที่หลักของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ซึ่งมักมีหน้าที่รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ทั้งหมด (Firm Commitment) หรือ จำหน่ายให้ได้มากที่สุด (Best Effort) ไปด้วยแล้วแต่สัญญาที่ตกลงกัน ผู้จัดจำหน่ายจึงมักตั้งราคาให้ต่ำกว่าราคาประเมินของหลักทรัพย์ เพื่อให้สามารถจูงใจนักลงทุนและลดความเสี่ยงจากการจัดจำหน่าย การกำหนดราคาต่ำกว่าราคาประเมินของนี้เองทำให้หลักทรัพย์ไอพีโอได้รับความนิยมจากนักลงทุนเนื่องจากสามารถทำกำไรได้สูงในวันที่มีการซื้อขายวันแรกในตลาดรอง มีงานวิจัยที่ศึกษาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณะเป็นครั้งแรกเป็นจำนวนมาก การศึกษามากมายพบว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณะในระยะสั้นมักให้ผลตอบแทนสูง (Ibbotson & Jaffe, 1975; Ritter, 1984; Grinblatt & Hwang, 1989) และมีการศึกษาผลตอบแทนระยะยาวพบว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในระยะยาวจะลดลง (Ritter, 1991; Loughran & Ritter, 1995; Ritter & Welch, 2002)

ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2550 ประเทศไทยอนุญาตให้เกิดการรวมกลุ่มธุรกิจทางการเงิน (Financial Conglomerate) เพื่อให้สามารถแข่งขันกับสถาบันการเงินจากต่างประเทศ ทำให้สถาบันการเงินในประเทศไทยพัฒนาตนเองไปสู่การบริการทางการเงินแบบครบวงจร (Universal Banking) โดยหนึ่งในพัฒนาการที่เกิดขึ้นคือ การรวมกลุ่มระหว่างธนาคารพาณิชย์และบริษัทหลักทรัพย์ให้อยู่ในเครือเดียวกัน ซึ่งทำให้เกิดผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องกับธนาคาร (Bank Affiliated Underwriter) เพิ่มมากขึ้นการศึกษาก่อนหน้านี้เกี่ยวกับผู้จัดจำหน่ายเกี่ยวข้องกับธนาคารเป็นไปในสองทิศทาง ในทางหนึ่งคือผู้จัดจำหน่ายเกี่ยวข้องกับธนาคารจะมีการตรวจสอบบริษัทอย่างใกล้ชิด (Roe, 1990; John, Mehran, & Qian, 2010; Qian & Yeung, 2015) ในอีกด้านหนึ่งมีการศึกษาพบว่าการศึกษาที่ผู้จัดจำหน่ายเกี่ยวข้องกับธนาคารจะสร้างปัญหาหลายด้าน เช่น ด้านกฎหมาย ภาวะอันตรายทางศีลธรรม (Moral Hazard) ด้านความเสี่ยง เสถียรภาพทางการเงิน ความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ (Conflict of Interest) เป็นต้น (Francke & Hudson, 1984; Benston, 1994; Wilmarth, 2009; Kroszner & Strahan, 2011) การที่ผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องกับธนาคารจะมีโอกาสสร้างผลประโยชน์มากกว่าเนื่องจากการเข้าถึงข้อมูลมากกว่า เช่น ธนาคารหนึ่งเป็นเจ้าของบริษัทที่ต้องการออกหลักทรัพย์ ในขณะที่บริษัทที่ต้องการออกหลักทรัพย์ก็ใช้บริการผู้จัดจำหน่ายที่อยู่ในเครือธนาคารดังกล่าว ดังนั้นผู้จัดจำหน่ายสามารถทราบข้อมูลเพื่อสร้างผลประโยชน์ให้บริษัทในเครือได้ หรือ การที่ธนาคารได้เปรียบในการขายหลักทรัพย์ที่ออกโดยผู้จัดจำหน่ายในเครือธนาคารให้นักลงทุนที่เป็นลูกค้าธนาคาร เป็นต้น หลายประเทศจึงออกแนวทางกำกับดูแลความสัมพันธ์เหล่านี้ด้วยการออกแนวทางขั้นต่ำในการป้องกันการใช้อำนาจจากข้อมูลภายใน พัฒนาการในประเทศไทยดังกล่าวจึงนำไปสู่คำถามที่ว่าความสัมพันธ์ระหว่างธนาคารและผู้จัดจำหน่ายอาจจะก่อให้เกิดความขัดแย้งด้านผลประโยชน์อยู่หรือไม่

ดังนั้นการศึกษานี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องธนาคาร กับผลตอบแทนระยะสั้นและผลตอบแทนระยะยาวจากหลักทรัพย์เสนอขายต่อสาธารณะเป็นครั้งแรกในประเทศไทย โดยแบ่งรูปแบบความสัมพันธ์ตามงานวิจัยก่อนหน้าของ Klein, Wuebker, and Zoeller (2016) ออกเป็น 3 รูปแบบ คือ การรับรองคุณภาพของข้อมูล (Certification) นักลงทุนไม่มีข้อมูล (Naive Investor) และ การลดราคาเนื่องด้วยความกังวลด้านความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Discount for Conflicts of Interest) การศึกษานี้ใช้ข้อมูลของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณะเป็นครั้งแรกซึ่งเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (mai) ช่วงระหว่าง เดือน มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2560 ทั้งหมด 227 หลักทรัพย์

แนวคิดและทฤษฎี

การศึกษาหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกเป็นการศึกษาที่ได้รับความสนใจอย่างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในงานวิจัยด้านการบริการทางการเงินแบบครบวงจร (Universal Banking) และความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ (Conflict of Interest) เนื่องจากผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องธนาคารอาจมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์เกิดขึ้นได้ ความเกี่ยวข้องระหว่างผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์กับธนาคารยังแสดงถึงชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter Reputation) ซึ่งมีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรก ดังตัวอย่างงานวิจัยเช่น Michaely and Shaw (1994) พบว่า หลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกที่เสนอขายโดยผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียง มักจะเกิดปรากฏการณ์ Underpricing ต่ำกว่า และผลตอบแทนในระยะยาวต่ำกว่า ผู้จัดจำหน่ายที่ชื่อเสียงน้อย Carter, Robert, & Seaton (1998) พบว่า ชื่อเสียงมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนในวันแรก และทำให้ Underpricingในระยะสั้นเกิดน้อยลง และผลตอบแทนในระยะยาวที่ไม่รุนแรง

จากการศึกษาดังกล่าว Klein et al. (2016) จึงได้รูปแบบการลงทุนต่อเสนอความสัมพันธ์ระหว่างผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องกับธนาคารและหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรก โดยแบ่งออกเป็น 3 แบบดังต่อไปนี้

1) การรับรองคุณภาพของข้อมูล (Certification) ความสัมพันธ์ระหว่างผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์กับธนาคารทำให้นักลงทุนเชื่อมั่นในคุณภาพของบริษัทที่เข้าตลาด ซึ่งส่งผลให้การออกหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกได้โดยไม่ต้องลดราคาขายมากนักเพราะบริษัทที่จำหน่ายหุ้นสามัญมีคุณภาพที่สูง และ บริษัทที่มีคุณภาพที่สูงนี้เองเกิดจากการมีผลดำเนินงานที่ดีโดยสะท้อนจากผลตอบแทนในระยะยาวที่สูงกว่าหรือไม่ต่างจากเดิมมาก

2) นักลงทุนไม่มีข้อมูล (Naive investor) นักลงทุนไม่มีข้อมูลมากนัก การที่มีความสัมพันธ์ระหว่างผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์กับธนาคารทำให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ปกปิดข้อมูลและนำเข้าบริษัทคุณภาพต่ำ ซึ่งส่งผลให้การออกหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกจำเป็นต้องลดราคาขายเพื่อดึงดูดนักลงทุน แต่อาจมีการลดราคาไม่มากเนื่องจากการลดราคาถือเป็นต้นทุนของบริษัท และผลดำเนินงานจะสะท้อนจากผลตอบแทนในระยะยาวที่ลดลง

3) การลดราคาเนื่องด้วยความกังวลด้านความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Discount for Conflicts of Interest) ถ้านักลงทุนมีเหตุผลและกังวลเกี่ยวกับผลประโยชน์ทับซ้อนจากความสัมพันธ์ระหว่างผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์กับธนาคาร จะทำให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต้องลดราคาขายต่ำกว่าปกติเพื่อดึงดูดนักลงทุน สำหรับผลการดำเนินงานในระยะยาวราคาเป็นปกติ เพราะคุณภาพของบริษัทเป็นไปตามผู้จัดจำหน่ายประเมินไว้

วิธีการดำเนินการวิจัย

การศึกษาใช้ข้อมูลของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณะเป็นครั้งแรก ซึ่งเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ช่วงระหว่าง 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2560

โดยใช้สมการถดถอยพหุ (Multiple Linear Regression) เพื่อหารูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องกับธนาคารและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกจากงานวิจัยของ Klein et al. (2016) โดยศึกษาตัวแปรและทดสอบสมมติฐานดังต่อไปนี้

1. ตัวแปรที่ใช้ศึกษา

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ที่ใช้ในการศึกษานี้คือประเภทผู้จัดจำหน่าย สัญลักษณ์คือ UNW ประเภทผู้จัดจำหน่ายเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) โดยมีค่าเป็น 1 เมื่อผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องกับธนาคาร และ 0 เมื่อผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นผู้จัดจำหน่ายที่ไม่เกี่ยวข้องกับธนาคาร

ตัวแปรตาม (Dependent Variables) ที่ใช้ในการศึกษานี้มี 2 ตัวแปรคือ ผลตอบแทนระยะสั้นและผลตอบแทนระยะยาว ปรับแก้ด้วยการลบกับผลตอบแทนที่ตลาดหลักทรัพย์นั้นเข้าจดทะเบียนในช่วงเวลาเดียวกัน ดังรายละเอียดต่อไปนี้

1) ผลตอบแทนระยะสั้น หรือผลตอบแทนผิดปกติในวันแรก (First-day Abnormal Return) สัญลักษณ์คือ AR ซึ่งสามารถคำนวณจากสมการ (Loughran & Ritter, 1995)

$$AR_{i,t} = IR_{i,t} - IR_{m,t}$$

เมื่อ $IR_{m,t}$ คือ ผลตอบแทนของตลาดที่หลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน m ในวันแรกที่หลักทรัพย์จดทะเบียน t

และ $IR_{i,t}$ คือ ผลตอบแทนที่เสนอขายวันแรกของหลักทรัพย์ i ซึ่งสามารถคำนวณได้จากอัตราส่วนที่เปลี่ยนแปลงไประหว่างราคาปิดวันแรกที่หลักทรัพย์เปิดขายในตลาดรอง (First-day Closed Price) และราคาเสนอขายครั้งแรกของหลักทรัพย์ (Offer Price) ดังสมการต่อไปนี้

$$IR_{i,t} = \frac{P_{i,c}}{P_{i,ipo}} - 1$$

เมื่อ $P_{i,c}$ คือ ราคาปิดในวันแรกที่หลักทรัพย์เปิดขายในตลาดรอง

และ $P_{i,ipo}$ คือ ราคาที่หลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรก

2) ผลตอบแทนระยะยาว หรือผลตอบแทนผิดปกติจากซื้อแล้วถือ (Buy and Hold Abnormal Return: BHAR) ในช่วงเวลามากกว่า 1 ปี โดยการศึกษาใช้ระยะเวลา 30 เดือน สัญลักษณ์คือ BHAR ซึ่งสามารถคำนวณจากสมการ (Barber and Lyon, 1997)

$$BHAR_{i,t} = \left[\prod_{t=1}^T (1 + R_{i,t}) - 1 \right] - \left[\prod_{t=1}^T (1 + R_{m,t}) - 1 \right]$$

เมื่อ $R_{i,t}$ คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ที่ซื้อและถือในเวลา t เดือน

และ $R_{m,t}$ คือ ผลตอบแทนของตลาดที่หลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน m ที่ซื้อและถือในระยะเวลาเดียวกัน

ตัวแปรควบคุม (Control Variables) ที่ใช้ในการศึกษานี้มูลค่าระดมทุน (Issue Size) สัญลักษณ์คือ SIZE ซึ่งหมายถึง มูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณะครั้งแรกในหน่วยล้านบาท สาเหตุที่เลือกใช้ตัวแปรนี้เป็นตัวแปรควบคุม เนื่องจากมีงานวิจัยก่อนหน้าเช่นงานของ Ritter (1991) แสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์มักมีความสัมพันธ์กับลอการิทึมของมูลค่าระดมทุน ในสมการเราจะใช้ลอการิทึมฐานธรรมชาติของมูลค่าระดมทุน สัญลักษณ์คือ $\text{Log}(\text{SIZE})$ ส่วนสาเหตุที่ใช้ค่าลอการิทึม เนื่องจากการแจกแจงข้อมูลของมูลค่าระดมทุนไม่ใช้การแจกแจงแบบปกติ จึงมักพิจารณาค่าลอการิทึมของมูลค่าการระดมทุนซึ่งมีการแจกแจงแบบปกติแทน

2. สมมติฐาน

สมมติฐานหลักที่ใช้ในการศึกษานี้แบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ สมมติฐานเพื่อตรวจสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย และสมมติฐานเพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์

2.1. สมมติฐานเพื่อตรวจสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย

สมมติฐานเพื่อตรวจสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Mean difference) สามารถทดสอบโดยใช้การทดสอบสมมติฐานแบบ Welch's t-test โดยคำนวณค่า p-value หากค่า p-value มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญซึ่งการศึกษานี้กำหนดไว้ที่ 0.05 การทดสอบสมมติฐานนั้นจะปฏิเสธสมมติฐานหลัก (Null hypothesis: H_0) และหันมายอมรับสมมติฐานทางเลือก (Alternative hypothesis: H_A) แต่หากค่า p-value มากกว่า 0.05 การทดสอบสมมติฐานนั้นจะไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้ สมมติฐานหลักและสมมติฐานทางเลือกเพื่อตรวจสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยที่ใช้ในการศึกษานี้มีดังต่อไปนี้

H_{01} : ผลตอบแทนระยะสั้น (AR) ของหลักทรัพย์ที่มีผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องกับธนาคารและผลตอบแทนระยะสั้นของหลักทรัพย์ที่มีผู้จัดจำหน่ายที่ไม่เกี่ยวข้องกับธนาคาร ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

H_{A1} : ผลตอบแทนระยะสั้น (AR) ของหลักทรัพย์ที่มีผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องกับธนาคารและผลตอบแทนระยะสั้นของหลักทรัพย์ที่มีผู้จัดจำหน่ายที่ไม่เกี่ยวข้องกับธนาคาร แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

H_{02} : ผลตอบแทนระยะยาว (BHAR) ของหลักทรัพย์ที่มีผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องกับธนาคารและผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่มีผู้จัดจำหน่ายที่ไม่เกี่ยวข้องกับธนาคาร ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

H_{A2} : ผลตอบแทนระยะยาว (BHAR) ของหลักทรัพย์ที่มีผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องกับธนาคารและผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่มีผู้จัดจำหน่ายที่ไม่เกี่ยวข้องกับธนาคาร แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

2.2. สมมติฐานเพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์

สมมติฐานเพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ สามารถทดสอบโดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุ (Multiple Regression Analysis) โดยคำนวณค่า p-value ของสัมประสิทธิ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (ในการศึกษานี้คือประเภทของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์) และตัวแปรตาม หากค่า p-value มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญซึ่งการศึกษานี้กำหนดไว้ที่ 0.05 การทดสอบสมมติฐานนั้นจะปฏิเสธสมมติฐานหลัก (Null hypothesis: H_0) และหันมายอมรับสมมติฐานทางเลือก (Alternative hypothesis: H_A) แต่หากค่า p-value มากกว่า 0.05 การทดสอบสมมติฐานนั้นจะไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้ สมมติฐานหลักและสมมติฐานทางเลือกเพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ ที่ใช้ในการศึกษานี้มีดังต่อไปนี้

H_{03} : ประเภทของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UNW) ส่งผลต่อผลตอบแทนระยะสั้นของหลักทรัพย์ (AR)

H_{A3} : ประเภทของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UNW) ไม่ส่งผลต่อผลตอบแทนระยะสั้นของหลักทรัพย์ (AR)

การทดสอบสมมติฐาน H_{N3} และ H_{A3} ใช้การวิเคราะห์ถดถอยบนสมการ

$$AR_i = \beta_0 + \beta_1 (UNW_i) + \beta_2 (\text{Log}(\text{SIZE}_i)) + \varepsilon_i \quad (1)$$

H_{04} : ประเภทของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UNW) ส่งผลต่อผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ (BHAR)

H_{A4} : ประเภทของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UNW) ไม่ส่งผลต่อผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ (BHAR)

การทดสอบสมมติฐาน H_{N4} และ H_{A4} ใช้การวิเคราะห์ถดถอยบนสมการ

$$BHAR_i = \beta_0 + \beta_1 (UNW_i) + \beta_2 (\text{Log}(\text{SIZE}_i)) + \varepsilon_i \quad (2)$$

ผลการศึกษา

ตารางที่ 1 แสดงสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ศึกษาและการทดสอบสมมติฐานโดยใช้ Welch's t-test

ตัวแปร	UNW	จำนวน หลักทรัพย์	Mean	S.D.	Min	Median	Max	Mean Difference	t-statistics (one-tailed)
AR (%)	1	83	28.50	43.19	-25.94	15.36	200.52	-33.49	***-4.77
	0	144	61.99	62.01	-28.76	43.08	201.33		
BHAR (%)	1	83	23.30	130.30	-132.35	-13.93	822.15	-2.91	-0.15
	0	144	26.21	165.68	-152.03	-15.55	1384.16		
SIZE (ล้านบาท)	1	83	2880.0	4020.91	87.50	1386.00	23998.5	2414.94	***5.43
	0	144	465.08	679.03	32	263.75	5180		

หมายเหตุ: *มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% ประเภทผู้จำหน่าย (UNW) เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) มีค่าเป็น 1 หากผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์นั้นเป็นผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องกับธนาคาร และมีค่าเป็น 0 หากผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์นั้นเป็นผู้จัดจำหน่ายที่ไม่เกี่ยวข้องกับธนาคาร

จากตารางที่ 1 แสดงสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ศึกษาและการทดสอบสมมติฐานโดยใช้ Welch's t-test แบ่งตามประเภทของผู้จัดจำหน่าย พบว่า ความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Mean Difference) ผลตอบแทนระยะสั้น (AR) ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายโดยผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องกับธนาคาร และผลตอบแทนระยะสั้น (AR) ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายโดยผู้จัดจำหน่ายที่ไม่เกี่ยวข้องกับธนาคาร มีค่า -33.49% และมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า ผลตอบแทนระยะสั้น (AR) ของหลักทรัพย์ที่มีผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องกับธนาคารและผลตอบแทนระยะสั้นของหลักทรัพย์ที่มีผู้จัดจำหน่ายที่ไม่เกี่ยวข้องกับธนาคาร แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ (ปฏิเสธ H_{01} ยอมรับ H_{A1})

ในทางกลับกัน ความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Mean Difference) ระหว่างผลตอบแทนระยะยาว (BHAR) ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายโดยผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องกับธนาคาร และผลตอบแทนระยะยาว (BHAR) ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายโดยผู้จัดจำหน่ายที่ไม่เกี่ยวข้องกับธนาคาร มีค่า -2.91% ตามลำดับ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า ผลตอบแทนระยะยาว (BHAR) ของหลักทรัพย์ที่มีผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องกับธนาคารและผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ที่มีผู้จัดจำหน่ายที่ไม่เกี่ยวข้องกับธนาคาร ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ (ยอมรับ H_{02}) เนื่องจากผลตอบแทนระยะยาวมีข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outlier) จึงมีการแก้ไขข้อมูลที่มีค่าผิดปกติด้วยวิธีการตัดข้อมูลที่มีค่าผิดปกติออก (Trimming) และวิธีวินเซอร์ไรซ์ (Winsorizing)

ตารางที่ 2 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Least Squares Method)

สมการ		(1)	(2)
Constant	Coefficient (β_0)	*141.811	** -59.396
	t-statistics	7.507	-3.026
UNW	Coefficient (β_1)	-10.467	-2.608
	t-statistics	-1.149	-0.281
Log (SIZE)	Coefficient (β_2)	*-14.233	*7.359
	t-statistics	-4.350	2.164
R ²		0.149	0.030
F-stat		19.660	3.074

หมายเหตุ: *มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

จากตารางที่ 2 ซึ่งแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Least Squares Method) ตามสมการ (1) และ (2) จากบทที่ 3 พบว่า ค่าคงที่ β_0 ในสมการ (1) มีค่า 141.811 และมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า ผลตอบแทนระยะสั้นมีความเอนเอียง (bias) อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนค่าคงที่ β_0 ในสมการ (2) มีค่า -59.396 และมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า ผลตอบแทนระยะยาวที่ผิดปกติมีค่าเอนเอียง (bias) อย่างมีนัยสำคัญ

นอกจากนี้ ค่าสัมประสิทธิ์ β_1 ของประเภทของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UNW) มีค่า -10.467 และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ในสมการ (1) และค่าสัมประสิทธิ์ β_1 ของประเภทของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UNW) มีค่า -2.608 และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ในสมการ (2) แสดงให้เห็นว่า ประเภทของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ต่างไม่ส่งผลต่อผลตอบแทนระยะสั้น (AR) และผลตอบแทนระยะยาว (BHAR) ของหลักทรัพย์ (ปฏิเสธ H_{03} และ H_{04} ยอมรับ H_{A3} และ H_{A4})

สรุปผลการศึกษา อภิปราย และข้อเสนอแนะ

การศึกษามีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องธนาคาร กับผลตอบแทนระยะสั้นและผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์เสนอขายต่อสาธารณะเป็นครั้งแรก โดยข้อมูลที่ใช้ศึกษามาจากการเก็บข้อมูลกลุ่มตัวอย่างจากหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอจำนวน 227 หลักทรัพย์ ช่วงระหว่าง 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2560

จากการศึกษาพบว่า ผลตอบแทนระยะสั้นของหลักทรัพย์ไอพีโอโดยมีผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องกับธนาคารให้ผลตอบแทนน้อยกว่าผู้จัดจำหน่ายที่ไม่เกี่ยวข้องกับธนาคาร ดังนั้นขอเสนอแนะให้นักลงทุนหากคาดหวังผลตอบแทนระยะสั้นของหลักทรัพย์ที่สูงควรลงทุนกับหลักทรัพย์ที่มีผู้จัดจำหน่ายที่เกี่ยวข้องกับธนาคาร แต่หากคาดหวังผลตอบแทนระยะยาวไม่ว่าลงทุนหลักทรัพย์ที่มีผู้จัดจำหน่ายประเภทใดก็ให้ผลตอบแทนไม่ต่างกัน แต่ต้องคำนึงว่าประเภทของผู้จัดจำหน่ายไม่ใช่ปัจจัยที่ส่งผลต่อผลตอบแทน ดังนั้นควรศึกษาข้อมูลด้านอื่นของหลักทรัพย์ก่อนตัดสินใจลงทุน

นอกจากนี้ยังพบว่า ผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ไอพีโอไม่ว่ามีผู้จัดจำหน่ายประเภทใดก็ให้ผลตอบแทนไม่ต่างกัน ดังนั้นขอเสนอแนะให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ช่วยในการตัดสินใจในการคัดสรรผู้จัดจำหน่ายเนื่องจากบริษัทจำเป็นต้องถือหลักทรัพย์ในระยะยาว ดังนั้นสามารถเลือกผู้จัดจำหน่ายประเภทใดก็ได้ แต่ประเภทของผู้จัดจำหน่ายไม่ใช่ปัจจัยที่ส่งผลต่อผลตอบแทน ดังนั้นควรศึกษาคุณสมบัติอื่นของผู้จัดจำหน่ายก่อนตัดสินใจคัดสรรผู้จัดจำหน่าย

บรรณานุกรม

- Benston, G. J. (1994). Universal banking. *Journal of Economic Perspectives*, 8, 121-143.
- Carter, R. B., Roberts, R. W., & Seaton, L. (1998). *Media coverage as a measure of audit firm reputation: Evidence from initial public offerings [Working paper]*. Iowa State University.
- Francke, H., & Hudson, M. (1984). *Banking and Finance in West Germany*. London: Routledge.
- Grinblatt, M., & Hwang, C. (1989). Signaling and the price of new issues. *Journal of finance*, 44, 393-420.
- Ibbotson, R. G., & Jaffe, J. F. (1975). 'Hot Issue' markets. *Journal of finance*, 30(4), 1027-1042.
- John, K., Mehran, H., & Qian, Y. (2010). Outside monitoring and CEO compensation in the banking industry. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 383-399
- Klein, P. G., Wuebker, R., & Zoeller, K. (2016). Relationship banking and conflicts of interest: Evidence from German initial public offerings. *Journal of Corporate Finance*, 39, 210-221.
- Kroszner, R. S., & Strahan, P. E. (2011). Financial regulatory reform: challenges ahead. *American Economics Review*, 191(3), 242-246.
- Loughran, T. J., & Ritter, J. R. (1995). The New Issues Puzzle. *Journal of finance*, 50(1), 23-51.
- Michaely, R., & Wayne H. S. (1994). The pricing of initial public offerings: Tests of adverse-selection and signaling theories. *The Review of Financial Studies*, 7(2), 279-319.
- Qian, M., & Yeung, B. Y. (2015). Bank financing and corporate governance. *Journal of Corporate Finance*, 32, 258-270.
- Ritter, J. R. (1984). Signaling and Valuation of Unseasoned New Issues: A Comment. *Journal of Finance*, 39(4), 1231-1237.
- Ritter, J. R. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offering. *Journal of Finance*, 46(1), 3 – 27.
- Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *Journal of Finance*, 57, 1795-1828.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 187-212.

- Roe, M. J. (1990). Political and legal restraints on ownership and control of public companies. *Journal of Financial Economics*, 27, 7 - 41.
- Welch, I. (1989). Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Finance*, 44, 421-449.
- Wilmarth, A. E. (2009). The dark side of universal banking: financial conglomerates and the origins of the subprime financial crisis. *Connecticut Law Review*, 41, 963-1050.