

## สรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ

### 5.1 สรุปผลการวิจัย

การศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้มุ่งความสนใจที่จะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพของผู้บริหารกับลักษณะต่างๆ ของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ ถ้ามีความสัมพันธ์กันความสัมพันธ์นั้นเป็นไปในลักษณะใดและเป็นไปเพราะสาเหตุใด ซึ่งลักษณะต่างๆ ที่ทำการศึกษาเหล่านี้เป็นผลมาจากการตัดสินใจของบุคคลที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายหุ้นสามัญ โดยลักษณะของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกที่ศึกษา ได้แก่ ความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ ค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นสามัญ การเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม สัดส่วนหุ้นสามัญที่เสนอขายต่อจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมด สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันและการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ โดยงานวิจัยในต่างประเทศได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ดังกล่าวพบว่า ประการที่หนึ่งตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญที่มีชื่อเสียงจะเลือกเป็นตัวแทนจำหน่ายให้กับบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารสูง ประการที่สองค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นสามัญของบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารสูงจะต่ำกว่าบริษัทที่คุณภาพผู้บริหารต่ำ ประการที่สามบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารสูงจะเสนอขายหุ้นในปริมาณที่มากกว่า ประการที่สี่ระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมของบริษัทที่ผู้บริหารมีคุณภาพสูงจะน้อยกว่าบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารต่ำกว่าและประการสุดท้ายนักลงทุนสถาบันจะลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกของบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารสูงมากกว่าบริษัทที่คุณภาพผู้บริหารต่ำ ส่วนสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศยังไม่มีการศึกษาในต่างประเทศ

แต่เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศมีลักษณะที่แตกต่างกัน โดยตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยนั้นมีขนาดที่เล็กกว่าและน่าจะมีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลสูงกว่าเมื่อเทียบกับต่างประเทศ ดังนั้นจึงไม่สามารถนำผลการศึกษาในต่างประเทศมาปรับใช้กับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยได้โดยตรง จึงทำให้เกิดความสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวในประเทศไทยว่าเป็นไปในลักษณะใด เพื่อนำไปปรับใช้ต่อไป

การศึกษาใช้จำนวนตัวอย่างหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกจำนวน 102 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2544 - พ.ศ. 2547 โดยแบ่งวิธีการศึกษาเป็น 2 วิธี คือ วิธีแรกศึกษา

ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับปัจจัยต่างๆ ด้วยวิธีสมการถดถอยหลายตัวแปร (Multivariate test) ผลการศึกษาพบว่าคุณภาพผู้บริหารส่งผลต่อลักษณะต่างๆ ของหุ้นสามัญที่เสนอขายเฉพาะค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นสามัญเท่านั้น โดยตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญจะเรียกเก็บค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นจากบริษัทที่เสนอขายหุ้นที่มีผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับนักการเมืองในสัดส่วนที่น้อยกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทที่ผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับนักการเมือง ซึ่งอาจเป็นผลจากการที่ตัวแทนจำหน่ายหุ้นมีความเกรงใจหรือถูกแทรกแซงจากนักการเมืองที่มีความสัมพันธ์กับผู้บริหารของบริษัท ทำให้ต้องเรียกเก็บค่าใช้จ่ายน้อยกว่าบริษัทที่ผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับนักการเมือง ในขณะที่ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับการลงทุนของนักลงทุนสถาบันไม่สามารถสรุปความสัมพันธ์ได้เนื่องจากตัวแปรวัดคุณภาพผู้บริหารแต่ละตัวมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันไปในทิศทางที่ไม่สอดคล้องกัน ส่วนลักษณะด้านอื่นๆ ที่เหลือของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกไม่มีความสัมพันธ์กับคุณภาพของผู้บริหาร

วิธีที่สองเป็นการทดสอบความสัมพันธ์ด้วยวิธีการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Different in mean test) โดยทำการแบ่งตัวแปรคุณภาพผู้บริหารเป็นสองปัจจัย คือ ปัจจัยที่เกี่ยวกับการบริหารโดยตรงและปัจจัยที่ไม่เกี่ยวข้องโดยตรง พบว่าเมื่อแบ่งบริษัทเป็นสองกลุ่มคือ กลุ่มบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารสูงและกลุ่มบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารต่ำด้วยปัจจัยที่เกี่ยวกับการบริหารโดยตรง ค่าเฉลี่ยของระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมของบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารสูงมากกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารต่ำอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ลักษณะอื่นๆ ค่าเฉลี่ยไม่แตกต่างกัน ส่วนการแบ่งกลุ่มบริษัทด้วยปัจจัยไม่เกี่ยวข้องกับการบริหารโดยตรง พบว่าค่าเฉลี่ยของระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญของกลุ่มบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารสูงมากกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารต่ำอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ลักษณะด้านอื่นๆ ค่าเฉลี่ยไม่มีความแตกต่างกัน

กล่าวโดยสรุปจากผลการศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้แสดงให้เห็นว่าคุณภาพของผู้บริหารส่งผลต่อการตัดสินใจของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญในการเลือกบริษัทที่ตนจะเป็นตัวแทนจำหน่ายหุ้นให้โดยบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารสูงจะได้รับการจัดจำหน่ายโดยตัวแทนจำหน่ายที่มีชื่อเสียงและยังส่งผลต่อการกำหนดค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นสามัญ โดยบริษัทใดที่มีคุณภาพผู้บริหารสูงจะถูกเรียกเก็บค่าใช้จ่ายน้อยกว่า และสุดท้ายคุณภาพผู้บริหารยังส่งผลต่อระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมโดยบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารสูงจะเสนอขายหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมมากกว่า

ส่วนลักษณะของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในด้านอื่นๆ นั้น คุณภาพผู้บริหารไม่ส่งผลต่อการตัดสินใจของผู้ที่เกี่ยวข้อง

## 5.2 ข้อเสนอแนะ

การศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ถือเป็นงานวิจัยในลำดับเริ่มแรกที่สนใจศึกษาถึงคุณภาพของผู้บริหารโดยทำการศึกษาความสัมพันธ์กับลักษณะด้านต่างๆ ของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก ดังนั้นจึงสามารถที่จะศึกษาต่อยอดแนวความคิดเกี่ยวกับการศึกษาคุณภาพผู้บริหารในประเด็นอื่นๆ ได้อีกในอนาคต โดยอาจมีมุมมองอื่นๆ ที่น่าสนใจดังนี้

1. ในการวัดคุณภาพของผู้บริหารของงานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลจากหนังสือชี้ชวนแต่เพียงอย่างเดียว ดังนั้นในอนาคตอาจจะมีการนำข้อมูลจากแหล่งข้อมูลอื่นๆ มาช่วยในการวัดคุณภาพของผู้บริหารด้วยเพื่อให้เกิดความถูกต้องมากขึ้น
2. ในงานวิจัยนี้สนใจศึกษาแต่หุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก งานวิจัยต่อไปอาจจะทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับหุ้นสามัญเพิ่มทุน (Season equity offering) แทน
3. คุณภาพผู้บริหารส่งผลต่อประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกอย่างชัดเจน ดังนั้น อาจจะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทหลังการเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่