

บทที่ 5

ผลการศึกษา

การวิเคราะห์และการแปลผลความหมายของผลการวิเคราะห์ โดยวิเคราะห์ตั้งแต่ปี 2548 – 2552 ซึ่งเป็นเวลาทั้งหมด 5 ปี โดยใช้สมการเศรษฐมิติแบบการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) และใช้วิธีการกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Ordinary Least Square) เพื่อประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของปัจจัยต่างๆซึ่งได้แก่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) มูลค่าทางบัญชี (BV) สินทรัพย์รวม (Total Asset) สภาวะตลาดในวันแรกที่หุ้นเข้าตลาด ตัวแปรหุ่นในกลุ่มเกษตรอุตสาหกรรม (AGRO) ซึ่งกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน (FINCIAL) กลุ่มอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURC) กลุ่มบริการ (SERVICE) กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) ผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่จากการเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ในวันแรก และทั้งนี้จะไม่นับรวมหุ้นเพิ่มทุนเข้าไว้ในการศึกษาครั้งนี้ด้วย ซึ่งแสดงรายละเอียดของการวิเคราะห์ดังต่อไปนี้

สัญลักษณ์และอักษรย่อที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

ในการนำเสนอการวิเคราะห์ข้อมูล ผู้วิจัยได้กำหนดสัญลักษณ์ที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลดังนี้

N	แทน จำนวนข้อมูล
R	แทน สัมประสิทธิ์การตัดสินใจ
R^2	แทน สัมประสิทธิ์การตัดสินใจเชิงซ้อน
R^2	แทน สัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ปรับปรุงแล้ว
t-test	แทน สถิติทดสอบ t-test

F- test	แทน สถิติทดสอบ F- test
Sig.	แทน ระดับนัยสัมพันธ์ทางสถิติ
e	แทน ค่าความคลาดเคลื่อน (Error or Residual)
b_0	แทนค่าคงที่ของสมการถดถอย
$b_1, b_2, b_3, \dots, b_{15}$	แทน ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระแต่ละตัว
***	แทนมีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99
**	แทนมีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95
*	แทนมีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

5.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ปี พ.ศ.2548 – 2552

$$Y = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \beta_8 X_8 + \beta_9 X_9 + \beta_{10} X_{10} + \beta_{11} X_{11} + \beta_{12} X_{12} + \beta_{13} X_{13} + \beta_{14} X_{14} + \beta_{15} X_{15} + \beta_{16} X_{16} + \beta_{17} X_{17} + e$$

โดยที่ Y	คือ	อัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) จากการลงทุนในหุ้นสามัญใหม่หลังจากเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรก
A	คือ	ส่วนตัดแกน Y เมื่อกำหนดให้ $X_1 = X_2 = X_3 = X_4 = X_5 = X_6 = X_7 = X_8 = X_9 = X_{10} = X_{11} = X_{12} = X_{13} = X_{14} = X_{15} = 0$
$\beta_1 - \beta_{15}$	คือ	ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย
X_1	คือ	ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น เข้าตลาด
X_2	คือ	กำไรต่อหุ้น (EPS) ต่อค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม $\times 100$
X_3	คือ	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) ต่อค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม $\times 100$
X_4	คือ	อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ต่อค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม $\times 100$
X_5	คือ	มูลค่าทางบัญชี (Book value) ต่อค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม $\times 100$

X_6	คือ	สินทรัพย์รวม (Total asset) ต่อค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม×100
X_7	คือ	ภาวะตลาด (Market Condition)
X_8	คือ	ตัวแปรหุ้นในกลุ่มเกษตรอุตสาหกรรม (AGRO)
X_9	คือ	ตัวแปรหุ้นของหุ้นอยู่ในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP)
X_{10}	คือ	ตัวแปรหุ้นของหุ้นอยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน (FINCIAL)
X_{11}	คือ	ตัวแปรหุ้นของหุ้นอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม (INDUS)
X_{12}	คือ	ตัวแปรหุ้นของอยู่ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROP CON)
X_{13}	คือ	ตัวแปรหุ้นของหุ้นอยู่ในกลุ่มทรัพยากร (RESOURC)
X_{14}	คือ	ตัวแปรหุ้นของหุ้นอยู่ในกลุ่มบริการ (SERVICE)
X_{15}	คือ	ตัวแปรหุ้นของหุ้นอยู่ในกลุ่มเทคโนโลยี (TECH)
X_{16}	คือ	ผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)
X_{17}	คือ	ผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA)
e	คือ	ค่าความคลาดเคลื่อน

จากการวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อ
ประชาชน ปี พ.ศ. 2548 – 2552 จากรูปแบบสมการความสัมพันธ์ข้างต้น เมื่อนำมาวิเคราะห์สมการ
ถดถอยเชิงซ้อนด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ได้รายละเอียดของการวิเคราะห์แสดงในตาราง

ตาราง 1 รายละเอียดผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในปี พ.ศ. 2548 – 2552

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Sample: 1 71
Included observations: 71

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	-0.079372	0.374942		
X2	-1.107586	1.522259	-0.211693	0.8331
X3	1.766104	1.149092	-0.727594	0.4700
X4	0.160279	0.079146	1.536956	0.1301
X5	0.348018	0.374443	2.025113	0.0478
X6	7.051305	7.794875	0.929427	0.3568
X7	13.82609	5.527261	0.905436	0.3693
X8	-18.41305	22.84912	2.501436	0.0154
X9	9.341984	24.61030	-0.805854	0.4239
X10	18.41305	22.84912	0.379597	0.7057
X11	13.71404	21.88219	0.805854	0.4239
X12	5.146832	21.52833	0.626722	0.5335
X13	17.03182	22.65086	0.239073	0.8120
X14	24.75968	23.03179	0.751928	0.4554
X15	8.299063	22.20877	1.075022	0.2871
X16	0.006827	0.032726	0.373684	0.7101
X17	0.158736	0.371726	0.208602	0.8355
C	-20.34864	22.35026	0.427024	0.6711
			-0.910443	0.3666
R-squared	0.304161	Mean		
Adjusted R-squared	0.097986	S.D. dependent var		7.119155
S.E. of regression	20.77022	Akaike info criterion		21.86928
Sum squared resid	23295.72	Schwarz criterion		9.110095
Log likelihood	-306.4084	Hannan-Quinn criter.		9.651864
F-statistic	1.475256	Durbin-Watson stat		9.325539
Prob(F-statistic)	0.143788			2.018203

จากรูปแบบสมการความสัมพันธ์ข้างต้น เมื่อนำมาวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อนด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ได้รายละเอียดของการวิเคราะห์ดังนี้

$$Y = -1.94 + (-0.08)X_1 + (-1.11)X_2 + 1.77X_3 + (-0.16)X_4 + 0.35X_5 + 7.05X_6 + 13.83X_7 + (-18.41)X_8 + (-9.07)X_9 + (-12.79)X_{10} + (-4.70)X_{11} + (-13.27)X_{12} + (-1.38)X_{13} + 6.35X_{14} + (-10.11)X_{15} + 0.007X_{16} + 0.16X_{17}$$

จากการทดสอบพบว่าค่า $R^2 = 0.304161$ ซึ่งค่อนข้างต่ำและเมื่อทดสอบความมีนัยสำคัญ (Overall Significance) ของแบบจำลองด้วย F-test ได้ค่า F- static จากนั้นคำนวณเท่ากับ 1.47525 ซึ่งมีค่าน้อยแสดงว่าปัจจัยต่างๆซึ่งได้แก่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้น IPOs เข้าซื้อขายวันแรก (SET) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) มูลค่าทางบัญชี (BV) สินทรัพย์รวม(Total Asset) สภาพะตลาดในวันแรกที่หุ้นเข้าตลาด หุ้นในกลุ่ม เกษตรอุตสาหกรรม (AGRO) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) อยู่ใน กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINCIAL) กลุ่มอุตสาหกรรม (INDUS) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) กลุ่มทรัพยากร (RESOURC) กลุ่มบริการ (SERVICE) กลุ่ม เทคโนโลยี (TECH) ผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ไม่สามารถอธิบายถึง อัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนครั้งแรกได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 นอกจากนี้ จากการทดสอบด้วย Durbin-Watson Test ได้ค่า Durbin-Watson จากการคำนวณเท่ากับ 2.018203

ดังนั้นจึงปรับแบบจำลองให้เหมาะสม โดยการปรับลด ตัวแปรอิสระ เพื่อพิจารณาความมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงได้ผลการศึกษาดังตาราง

ตาราง 2 รายละเอียดผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในปี พ.ศ. 2548 – 2552

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Sample (adjusted): 1 71
Included observations: 71 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X4	0.450736	0.078893	5.713255	0.0000
C	2.900491	2.273877	1.275571	0.2064
R-squared	0.321142	Mean dependent var		7.017465
Adjusted R-squared	0.311303	S.D. dependent var		21.89778
S.E. of regression	18.17247	Akaike info criterion		8.665458
Sum squared resid	22786.47	Schwarz criterion		8.729195
Log likelihood	-305.6237	Hannan-Quinn criter.		8.690804
F-statistic	32.64129	Durbin-Watson stat		1.829662
Prob(F-statistic)	0.000000			

เมื่อพิจารณาความมีนัยสำคัญทางสถิติ จะได้สมการดังนี้

$$Y = 2.90 - 0.450X_4$$

$$(1.276) \quad (5.7133)***$$

จากการทดสอบพบว่าค่า $R^2 = 0.321142$ ซึ่งค่อนข้างต่ำ แต่ปัญหาดังกล่าวนี้กลับมิใช่ปัญหาแต่อย่างใด และเมื่อทดสอบความมีนัยสำคัญ t-test ได้ค่า t-static จากนั้นคำนวณเท่ากับ 5.7133 แสดงว่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ต่อค่าเฉลี่ยของตลาด สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 นอกจากนี้ จากการทดสอบด้วย Durbin-Watson Test ได้ค่า Durbin-Watson จากการคำนวณเท่ากับ 1.829662

จากผลการทดสอบทางสถิติข้างต้น เมื่อพิจารณาเครื่องหมายหน้าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระพบว่า อัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกันกับ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ต่อค่าเฉลี่ยของตลาดมีค่าเท่ากับ 0.450 ซึ่งบ่งบอกว่าเมื่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์จะทำให้อัตราผลตอบแทนส่วนเกินลดลง 0.450 เปอร์เซ็นต์ ด้วยค่า t-test เท่ากับ 5.7133 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 เนื่องจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ต่อค่าเฉลี่ยของตลาดแสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อนักลงทุนเข้ามาลงทุนตัดสินใจโดยเลือกพิจารณาจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ต่อค่าเฉลี่ยของตลาดที่เหมาะสม จะทำให้เป็นโอกาสที่ดีที่นักลงทุนจะเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน (IPOs) เพื่อคาดหวังอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) จากการลงทุน โดยนักลงทุนจะเลือกหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน (IPOs) ที่มีอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ที่มีค่าต่ำๆ เพราะจะสามารถทำกำไรได้มากกว่าหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) สูงๆ

จากการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) ของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนนั้น ได้แบ่งกลุ่มของหุ้นมาพิจารณาด้วย ซึ่งได้แบ่งตามกลุ่มใหญ่ๆ อยู่ 8 กลุ่มด้วยกัน คือ หุ้นที่อยู่ในกลุ่มเกษตรอุตสาหกรรม (AGRO) หุ้นที่อยู่ในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) หุ้นที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน (FINANCIAL) หุ้นที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม (INDUS) หุ้นที่อยู่ในกลุ่มสหกรณ์และก่อสร้าง (PROPCON) หุ้นที่อยู่ในกลุ่ม

ทรัพยากร (RESOURC) หุ้นที่อยู่ในกลุ่มบริการ (SERVICE) หุ้นที่อยู่ในกลุ่มเทคโนโลยี (TECH) เพราะเนื่องจากการดูหุ้นรายกลุ่มรวมไปถึงดัชนีรายอุตสาหกรรม (Storal Indices) จะเป็นการพิจารณาความเคลื่อนไหวของหุ้นในแต่ละกลุ่ม เคลื่อนไหวขึ้นลงเป็นอย่างไรในช่วงนั้นๆ ซึ่งจะมีประโยชน์เมื่อต้องการดูการเคลื่อนไหวของหุ้นเฉพาะกลุ่ม คุณเป็นรายอุตสาหกรรมและสามารถเปรียบเทียบความเคลื่อนไหวของหุ้นที่อยู่ในอุตสาหกรรม หนึ่งกับหุ้นที่นักลงทุนสนใจ แต่จากการวิเคราะห์ผลในปี 2548 –2552 นั้นกลับไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Capital Gain) ของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนได้ ซึ่งบ่งบอกว่า ไม่ว่าหุ้นจะอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมไหนจะไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกิน(Capital Gain)ของช่วงที่ทำการศึกษา

สำหรับปัจจัยอื่นๆ อันได้แก่ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่หุ้นเข้าตลาด อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (EPS)ต่อค่าเฉลี่ยของตลาด อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E)ต่อค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม มูลค่าทางบัญชี (B/V)ต่อค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม สินทรัพย์รวมต่อค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม (Total Asset) ภาวะตลาด (Market Condition) ผลตอบแทนของส่วนผู้ถือหุ้น (ROE) ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในช่วงที่ทำการศึกษา