

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

เนื้อหาในบทนี้เป็นผลการศึกษาจากวิธีการศึกษาที่ได้อธิบายไว้ในบทที่ 3 ซึ่งเป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพของผู้บริหารกับลักษณะต่างๆ ของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก โดยการนำเสนอผลการศึกษาระบุออกเป็น 3 ส่วน ได้แก่ ส่วนที่หนึ่งข้อมูลสถิติพื้นฐานของตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ส่วนที่สองการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับลักษณะต่างๆ ของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกด้วยวิธีสมการถดถอยหลายตัวแปร (Multivariate Test) และส่วนที่สามการศึกษาด้วยวิธีทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Different in mean test)

4.1 ข้อมูลสถิติพื้นฐาน

แสดงข้อมูลสถิติพื้นฐานของตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการวิจัย ทั้งข้อมูลของตัวแปรอิสระ ตัวแปรตามและตัวแปรควบคุม โดยตารางที่ 4.1 ส่วน ก. จะแสดงรายละเอียดเกี่ยวกับค่าสถิติต่างๆ ได้แก่ ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ค่าสูงสุด และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ในขณะที่ตารางที่ 4.1 ส่วน ข. จะแสดงค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของตัวแปรต้นและตัวแปรควบคุมแต่ละตัว

จากตารางที่ 4.1 ส่วน ก. พบว่าจากตัวอย่างหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกที่ใช้ในการศึกษามีค่าเฉลี่ยของจำนวนผู้บริหารระดับสูงของบริษัท (TSIZE) เท่ากับ 10.14 คน มีผู้บริหารที่จบการศึกษาด้านบริหารธุรกิจ (PMBA) ร้อยละ 26 ของผู้บริหารทั้งหมด มีประสบการณ์การทำงานบริหาร (PFTEAM) ร้อยละ 54 ของผู้บริหารทั้งหมด มีประสบการณ์ด้านบัญชี (PLAWACC) ร้อยละ 4.6 ของผู้บริหารทั้งหมดและมีผู้บริหารร้อยละ 11.6 ของผู้บริหารทั้งหมดเคยมีประสบการณ์ในการทำงานราชการมาก่อน ส่วนระยะเวลาการทำงานร่วมกันของผู้บริหารเฉลี่ยอยู่ที่ 4.39 ปี จากค่าที่ได้พบว่าผู้บริหารในประเทศไทยส่วนมากมีประสบการณ์การทำงานบริหารมาก่อนแต่กลับไม่มีประสบการณ์การทำงานด้านบัญชีมากนัก โดยบางบริษัทไม่มีผู้บริหารที่เคยทำงานด้านบัญชีเลย โดยตัวอย่างบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญให้แก่ประชาชนเป็นครั้งแรกที่ใช้ในการศึกษามีมูลค่าทรัพย์สินเฉลี่ยเท่ากับ 5,970 ล้านบาท ในขณะที่ค่าใช้จ่ายเฉลี่ยในการเสนอขายหุ้นสามัญอยู่ที่ร้อยละ 4 ของมูลค่าหุ้นทั้งหมดที่เสนอขาย ปริมาณหุ้นเฉลี่ยที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นร้อยละ 24.6 ของจำนวนหุ้นทั้งหมด การลงทุนเฉลี่ยในหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกของนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างประเทศ

ตารางที่ 4.1

สรุปสถิติพื้นฐานของตัวแปร

ข้อมูลสถิติพื้นฐานและค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระของกลุ่มตัวอย่าง 102 บริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก แสดงรายละเอียดเกี่ยวกับ ค่าน้อยสุด ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ค่ามากที่สุดและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ในระหว่างปี พ.ศ. 2544 - พ.ศ. 2547 โดย TSIZE คือ ขนาดของกลุ่มผู้บริหาร XTSIZE คือ ค่าขนาดของกลุ่มผู้บริหารที่จัดความสัมพันธ์กับขนาดของบริษัทแล้ว PMBA คือ สัดส่วนของผู้บริหารที่จบการศึกษาด้านบริหารธุรกิจ PFTEAM คือ สัดส่วนผู้บริหารที่มีประสบการณ์ในการบริหาร PLAWACC คือ สัดส่วนผู้บริหารที่มีประสบการณ์ทำงานด้านบัญชี PGOVN คือ สัดส่วนผู้บริหารที่มีประสบการณ์ทำงานราชการ PPOL คือ ตัวแปรหุ่นของความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารกับนักการเมือง TENURE คือ ค่าเฉลี่ยของระยะเวลาการทำงานร่วมกันของผู้บริหาร XTENURE คือ ค่าเฉลี่ยระยะเวลาในการทำงานร่วมกันของผู้บริหารที่จัดความสัมพันธ์กับอายุบริษัทแล้ว BVA คือ มูลค่าสินทรัพย์ของบริษัท(ล้านบาท) BVA2 คือ กำลังสองของมูลค่าสินทรัพย์บริษัท LNBVA คือ ลอการิทึมมูลค่าสินทรัพย์บริษัท FAGE คือ ลอการิทึมของ 1 บวกอายุของบริษัท SREP คือ ระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท EXPR คือ สัดส่วนของค่าใช้จ่ายทั้งหมดในการเสนอขายหุ้น OFFS คือ สัดส่วนของหุ้นสามัญที่เสนอขายต่อหุ้นทั้งหมด UNDERP คือ ระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม INSTP คือ สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันและ FORE คือ สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ

ส่วน ก: ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปร

	ค่าน้อยสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่ามากที่สุด	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
TSIZE	4.000	10.167	10.000	25.000	3.444
XTSIZE	-8.208	0.000	-0.263	7.641	2.801
PMBA	0.000	0.260	0.250	0.700	0.149
PFTEAM	0.120	0.540	0.521	1.000	0.234
PLAWACC	0.000	0.046	0.000	0.300	0.069
PGOVN	0.000	0.116	0.082	0.611	0.126
TENURE	0.688	4.333	4.156	12.950	2.376
XTENURE	-4.524	0.000	-0.237	10.715	2.293
BVA	31.765	5,969.049	967.508	263,055.350	28,296.984
BVA2	1,009.042	828,498.638	936,094	69,198,117,164	6,916,471,277
LNBVA	3.458	6.938	6.875	12.480	1.427
FAGE	0.693	2.385	2.441	3.970	0.674
SREP	0.000	0.024	0.018	0.123	0.028
EXPR	0.013	0.040	0.038	0.106	0.014
OFFS	0.141	0.246	0.234	0.526	0.071
UNDERP	-0.790	0.237	0.109	1.667	0.421
INSTP	0.000	0.196	0.154	0.631	0.181
FORE	0.000	0.093	0.041	0.495	0.120

ตารางที่ 4.1 (ต่อ)

ส่วน ข: ค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของตัวแปรต้นและตัวแปรควบคุม

	BVA	BVA2	FAGE	LNBVA	PFTEAM	PGOVN	PLAWACC	PMBA	POL	TENURE	TSIZE	XTENURE	XTSIZE
BVA	1.0000												
BVA2	0.9587	1.0000											
FAGE	0.1486	0.1359	1.0000										
LNBVA	0.5940	0.4500	0.1427	1.0000									
PFTEAM	-0.1445	-0.1371	-0.3409	-0.0977	1.0000								
PGOVN	0.2196	0.1688	0.0553	0.1635	-0.1770	1.0000							
PLAWACC	-0.0413	-0.0203	-0.0921	-0.1232	0.1096	0.0841	1.0000						
PMBA	-0.0020	-0.0325	-0.1385	0.0980	0.3202	-0.0052	0.0012	1.0000					
PPOL	0.2421	0.1847	-0.0995	0.2048	0.1460	0.2252	0.0367	0.0704	1.0000				
TENURE	-0.0988	-0.0891	0.3273	-0.0626	-0.5607	-0.0428	-0.0615	-0.0899	-0.0947	1.0000			
TSIZE	0.5203	0.4523	0.0198	0.5532	-0.0007	0.3303	-0.0170	0.0352	0.3135	-0.0453	1.0000		
XTENURE	-0.1490	-0.1357	0.0159	-0.1104	-0.4831	-0.0593	-0.0363	-0.0515	-0.0594	0.9496	-0.0489	1.0000	
XTSIZE	0.0000	0.0000	-0.0977	0.0000	0.0989	0.2539	0.0523	-0.0019	0.2050	0.0097	0.7982	0.0463	1.0000

อยู่ที่ร้อยละ 19.6 และ 9.3 ตามลำดับ และมีการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 23.7

4.2 ผลการทดสอบด้วยวิธีสมการถดถอยหลายตัวแปร (Multivariate Tests)

ในส่วนนี้จะทำการเสนอผลของการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับลักษณะต่างๆ ที่ต้องการศึกษาด้วยวิธีสมการถดถอยหลายตัวแปร (Multivariate test) ดังที่ได้อธิบายไปแล้วในบทที่ 3 ซึ่งผลการทดสอบที่ได้เป็นดังนี้

ความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ

จากสมมติฐานในการศึกษาว่าคุณภาพของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญเนื่องจากตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญที่มีชื่อเสียงจะพยายามเสนอขายหุ้นสามัญของบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ ทำให้บริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารสูงเป็นที่น่าสนใจของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญที่มีชื่อเสียงเหล่านี้ ดังนั้นคาดว่าค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรคุณภาพผู้บริหารจะมีค่าเป็นบวก ในขณะที่สัมประสิทธิ์ของตัวแปรควบคุมอื่นๆ ก็คาดว่ามีค่าเป็นบวกเช่นเดียวกัน

จากตารางที่ 4.2 ผลการศึกษาพบว่าคุณภาพผู้บริหารไม่มีผลต่อการตัดสินใจของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญในการเลือกหุ้นที่ตนเองจะเป็นตัวแทนจำหน่าย ซึ่งเห็นได้จากการที่ไม่มีตัวแปรวัดคุณภาพผู้บริหารตัวใดที่มีความสัมพันธ์กับระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญ ผลการศึกษาที่ได้แสดงว่าในการเลือกบริษัทที่ตนจะเป็นตัวแทนจำหน่ายให้ของตัวแทนจำหน่ายหุ้นนั้นจะพิจารณาจากปัจจัยอื่นๆ มากกว่า การที่บริษัทที่จะเสนอขายหุ้นมีคุณภาพผู้บริหารสูงไม่สามารถลดระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลและไม่สามารถใช้เป็นที่ดึงดูดตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญที่มีชื่อเสียงได้ ซึ่งการที่ผลการศึกษาที่ได้ไม่มีความสัมพันธ์กันอาจมีสาเหตุจากการที่ส่วนแบ่งตลาดของตัวแทนจำหน่ายหุ้นมีการกระจุกตัว โดยมีตัวแทนจำหน่ายที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงมากอยู่เพียงสองบริษัท ได้แก่ บล.ภัทรและบล.ไทยพาณิชย์ ซึ่งมีส่วนแบ่งตลาดรวมกันสูงถึง 51% ในขณะที่ตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญรายอื่นๆ มีส่วนแบ่งตลาดกระจายกันออกไปแต่ส่วนมากไม่เกิน 1% ซึ่งการกระจุกตัวของส่วนแบ่งตลาดนี้อาจเป็นสาเหตุให้คุณภาพของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ

ตารางที่ 4.2
ระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้น

ตารางข้างล่างแสดงความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ สมการที่ทดสอบได้แก่

$$SREP_i = \beta_0 + \beta_1 XTSIZE_i + \beta_2 XTENURE_i + \beta_3 PLAWACC_i + \beta_4 PMBA_i + \beta_5 PFTEAM_i + \beta_6 PGOVN_i + \beta_7 POL_i + \beta_8 LNBVA_i + \beta_9 BVA_i + \beta_{10} BVA_i^2 + \beta_{11} FAGE_i + \beta_{12} FCF_i + \varepsilon_i$$

ตัวแปรตาม ได้แก่ ระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ(SREP) ซึ่งคำนวณจากส่วนแบ่งตลาดของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญแต่ละบริษัท ส่วนตัวแปรอิสระ ได้แก่ ตัวแปรวัดคุณภาพผู้บริหาร ประกอบด้วย XTSIZE คือ จำนวนของผู้บริหารระดับสูงที่จัดความสัมพันธ์กับขนาดบริษัทแล้ว XTENURE คือ ค่าเฉลี่ยอายุการทำงานของผู้บริหารที่จัดความสัมพันธ์กับอายุบริษัทแล้ว PLAWACC คือ สัดส่วนผู้บริหารที่มีประสบการณ์การทำงานด้านบัญชี PMBA คือ สัดส่วนผู้บริหารที่จบการศึกษาด้านการบริหาร PFTEAM คือ สัดส่วนผู้บริหารที่มีประสบการณ์การทำงานด้านบริหาร PGOVN คือ สัดส่วนผู้บริหารที่มีประสบการณ์การทำงานราชการ POL คือ ตัวแปรหุ่นของความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารกับนักการเมือง ส่วนตัวแปรควบคุมประกอบด้วย LNBVA คือ ลอการิทึมของมูลค่าสินทรัพย์ BVA คือ มูลค่าสินทรัพย์(พันบาท) BVA² คือ มูลค่าของสินทรัพย์ยกกำลังสอง FAGE คือ ลอการิทึมของหนึ่งบวกอายุบริษัทและ FCF คือ free cash flow ตัวเลขที่อยู่ในวงเล็บแสดงค่า t – statistic

Independent variable	Dependent variable												
	C	XTSIZE _i	XTENURE _i	PLAWACC _i	PMBA _i	PFTEAM _i	PGOVN _i	POL _i	LNBVA _i	BVA _i	BVA _i ²	FAGE _i	FCF _i
SREP _i	-0.070	0.002	0.002	0.019	0.01	-0.001	0.032	-0.006	0.006	0.000	0.000	-0.002	0.010
	(-2.067)	(1.700)	(1.532)	(0.558)	(0.732)	(-0.052)	(1.601)	(-1.169)	(2.732)**	(2.696)**	(-2.543)**	(-0.459)	(0.450)
N	102												
R ²	0.423												

*** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% ** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% * มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 90%

ตารางที่ 4.3
ค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้น

ตารางข้างล่างแสดงความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นสามัญ สมการที่ทดสอบได้แก่

$$EXPR_i = \beta_0 + \beta_1 XTSIZE_i + \beta_2 XTENURE_i + \beta_3 PLAWACC_i + \beta_4 PMBA_i + \beta_5 PFTEAM_i + \beta_6 PGOVN_i + \beta_7 POL_i + \beta_8 LNBVA_i + \beta_9 BVA_i + \beta_{10} BVA_i^2 + \beta_{11} FAGE_i + \epsilon_i$$

ตัวแปรตาม ได้แก่ ค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นสามัญ (EXPR) ซึ่งคำนวณจากสัดส่วนของค่าใช้จ่ายทั้งหมดในการจำหน่ายหุ้นสามัญต่อมูลค่าหุ้นสามัญที่เสนอขาย ส่วนตัวแปรอิสระ ได้แก่ ตัวแปรวัดคุณภาพผู้บริหาร ประกอบด้วย XTSIZE คือ จำนวนของผู้บริหารระดับสูงที่จัดความสัมพันธ์กับขนาดบริษัทแล้ว XTENURE คือ ค่าเฉลี่ยอายุการทำงานของผู้บริหารที่จัดความสัมพันธ์กับอายุบริษัทแล้ว PLAWACC คือ สัดส่วนผู้บริหารที่มีประสบการณ์การทำงานด้านบัญชี PMBA คือ สัดส่วนผู้บริหารที่จบการศึกษาด้านการบริหาร PFTEAM คือ สัดส่วนผู้บริหารที่มีประสบการณ์การทำงานด้านบริหาร PGOVN คือ สัดส่วนผู้บริหารที่มีประสบการณ์การทำงานราชการ POL คือ ตัวแปรหุ่นของความสัมพันธระหว่างผู้บริหารกับนักการเมือง ส่วนตัวแปรควบคุมประกอบด้วย LNBVA คือ ลอการิทึมของมูลค่าสินทรัพย์ BVA คือ มูลค่าสินทรัพย์(พันบาท) BVA² คือ มูลค่าของสินทรัพย์ยกกำลังสองและ FAGE คือ ลอการิทึมของหนึ่งบวกอายุบริษัท ตัวเลขที่อยู่ในวงเล็บแสดงค่า t - statistic

Independent variable	Dependent variable											
	C	XTSIZE _i	XTENURE _i	PLAWACC _i	PMBA _i	PFTEAM _i	PGOVN _i	POL _i	LNBVA _i	BVA _i	BVA _i ²	FAGE _i
EXPR _i	0.111 (5.64)***	0.000 (0.290)	-0.001 (-1.414)	0.035 (1.823)	0.004 (0.430)	-0.010 (-1.228)	-0.004 (-0.372)	-0.007 (-2.103)*	-0.004 (-3.228)***	0.000 (1.290)	0.000 (-0.934)	-0.003 (-1.203)
N	102											
R ²	0.222											

*** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% ** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% * มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 90%

ค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้น

จากสมมติฐานที่ตั้งไว้คาดว่าค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรคุณภาพของผู้บริหารจะมีค่าเป็นลบ เนื่องจากการที่บริษัทมีคุณภาพของผู้บริหารสูงจะทำให้ระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลลดลงเป็นผลให้ตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญเสียค่าใช้จ่ายในการหาข้อมูลของบริษัทลดลง ดังนั้นความสัมพันธ์จึงไปในทิศทางตรงกันข้ามกัน ในขณะที่สัมประสิทธิ์ของตัวแปรควบคุมอื่นๆ คาดว่าจะเป็นลบ เช่นเดียวกัน

จากผลการทดสอบในตารางที่ 4.3 พบว่าปัจจัยคุณภาพผู้บริหารที่มีความสัมพันธ์ตามสมมติฐานที่ตั้งไว้มีเพียงตัวแปรหนึ่งของความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารกับนักการเมืองเท่านั้นด้วยระดับความเชื่อมั่น 90% ซึ่งผลที่ได้แสดงว่าตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญพิจารณาค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นของแต่ละบริษัทโดยดูความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารกับนักการเมือง บริษัทใดที่ผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับนักการเมืองจะเสียค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นสามัญในสัดส่วนที่น้อยกว่าเมื่อเทียบกับมูลค่าหุ้นสามัญที่เสนอขายทั้งหมด ซึ่งอาจจะเป็นผลมาจากการที่ตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญมีความเกรงใจหรืออาจถูกแทรกแซงจากนักการเมืองทำให้ต้องเรียกเก็บค่าใช้จ่ายน้อยกว่าที่เรียกเก็บจากบริษัทที่เสนอขายหุ้นอื่นๆ ในขณะที่ตัวแปรวัดคุณภาพผู้บริหารตัวอื่นไม่มีความสัมพันธ์กับค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นสามัญ

ซึ่งจากผลการศึกษาที่ได้ทำให้สรุปได้ว่าในความเป็นจริงแล้วคุณภาพผู้บริหารไม่ได้ส่งผลกระทบต่อ การกำหนดค่าใช้จ่ายที่จะเรียกเก็บของตัวแทนจำหน่ายหุ้น แต่ปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดค่าใช้จ่ายคือความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารของบริษัทที่จะเสนอขายหุ้นนั้นๆ กับนักการเมือง ถ้าบริษัทใดผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับนักการเมืองก็จะถูกเรียกเก็บค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นน้อยกว่า

สัดส่วนหุ้นสามัญที่เสนอขาย

ในส่วนนี้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับสัดส่วนหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชน โดยมีสมมติฐานว่าสัดส่วนหุ้นสามัญที่บริษัทจะเสนอขายแก่ประชาชนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับคุณภาพของผู้บริหาร

ซึ่งผลการศึกษาที่ได้จากตารางที่ 4.4 พบว่าไม่มีปัจจัยคุณภาพของผู้บริหารตัวใดที่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหุ้นสามัญที่เสนอขายอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานในการวิจัยที่ตั้งไว้ แสดงว่าคุณภาพผู้บริหารไม่ใช่ปัจจัยสำคัญที่บริษัทที่จะเสนอขายหุ้นพิจารณาในการกำหนดสัดส่วนหุ้นสามัญที่จะเสนอขายแก่ประชาชน โดยสัดส่วนหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนอาจจะขึ้นอยู่กับปัจจัยด้านอื่นๆ มากกว่า ซึ่งอาจจะเป็นเพราะว่าบริษัทพิจารณาปริมาณหุ้นที่เสนอขายจาก

ความต้องการเงินทุนของบริษัทมากกว่าดูจากความสามารถในการลงทุนของผู้บริหาร นั่นคือพิจารณาว่าบริษัทต้องการเพิ่มทุนเท่าใดเพื่อไปทำอะไรมากกว่าการพิจารณาจากความเป็นไปได้ในโครงการลงทุนในอนาคตของบริษัท

ทำให้สรุปได้ว่าการพิจารณาสัดส่วนหุ้นสามัญที่จะเสนอขายแก่ประชาชนนั้น บริษัทที่จะเสนอขายหุ้นสามัญให้แก่ประชาชนไม่ได้ใช้ปัจจัยคุณภาพของผู้บริหารในการประกอบการพิจารณา แสดงว่าสัดส่วนของหุ้นสามัญที่เสนอขายขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่นๆ ที่ไม่เกี่ยวข้องกับคุณภาพของผู้บริหาร

ระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (underpricing)

ในส่วนนี้แสดงผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมกับคุณภาพของผู้บริหาร โดยมีสมมติฐานว่าคุณภาพของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับระดับของการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม เนื่องจากการที่บริษัทมีคุณภาพผู้บริหารสูงย่อมแสดงถึงคุณภาพของข้อมูลที่แสดงออกมาแก่สาธารณะว่ามีความน่าเชื่อถือ ทำให้นักลงทุนไม่จำเป็นต้องเสียค่าใช้จ่ายในการหาข้อมูลของบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญมากนัก ดังนั้นบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญจึงไม่จำเป็นต้องกำหนดราคาเสนอขายหุ้นสามัญให้ต่ำเพื่อชดเชยค่าใช้จ่ายในการหาข้อมูลของนักลงทุน

ผลการศึกษาที่ได้จากตารางที่ 4.5 เป็นเช่นเดียวกับผลการศึกษาเกี่ยวกับสัดส่วนของหุ้นสามัญที่เสนอขาย คือ ไม่มีปัจจัยคุณภาพของผู้บริหารใดที่มีความสัมพันธ์กับระดับของการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่กำหนดไว้ในตอนต้นที่ว่าคุณภาพของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม แสดงว่าในประเทศไทยคุณภาพผู้บริหารไม่ใช่ปัจจัยที่ผู้ที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดราคาหุ้นสามัญพิจารณาในการกำหนดราคาหุ้นสามัญที่เสนอขาย ราคาหุ้นสามัญที่เสนอขายถูกกำหนดจากปัจจัยอื่นๆ ของหุ้นสามัญมากกว่าตามทฤษฎีต่างๆ ที่อธิบายสาเหตุของการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม การที่บริษัทมีผู้บริหารที่มีคุณภาพไม่สามารถช่วยลดระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างบริษัทกับนักลงทุนในความรู้สึกของนักลงทุนได้ จึงทำให้บริษัทไม่สามารถลดระดับของการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมลง

สรุปได้ว่า ระดับของการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมไม่มีความสัมพันธ์กับคุณภาพผู้บริหาร สาเหตุของการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมขึ้นอยู่กับปัจจัยด้านอื่นๆ มากกว่า

ตารางที่ 4.4
สัดส่วนหุ้นสามัญที่เสนอขาย

ตารางข้างล่างแสดงความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับสัดส่วนหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก สมการที่ทดสอบได้แก่

$$\text{OFFS}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{XTSIZE}_i + \beta_2 \text{XTENURE}_i + \beta_3 \text{PLAWACC}_i + \beta_4 \text{PMBA}_i + \beta_5 \text{PFTEAM}_i + \beta_6 \text{PGOVN}_i + \beta_7 \text{POL}_i + \beta_8 \text{LNBVA}_i + \beta_9 \text{BVA}_i + \beta_{10} \text{BVA}_i^2 + \beta_{11} \text{FAGE}_i + \varepsilon_i$$

ตัวแปรตาม ได้แก่ สัดส่วนหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก(OFFS) ซึ่งคำนวณจากจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่เสนอขายแก่ประชาชนหารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท ส่วนตัวแปรอิสระ ได้แก่ ตัวแปรวัดคุณภาพผู้บริหาร ประกอบด้วย XTSIZE คือ จำนวนของผู้บริหารระดับสูงที่จัดความสัมพันธ์กับขนาดบริษัทแล้ว XTENURE คือ ค่าเฉลี่ยอายุการทำงานของผู้บริหารที่จัดความสัมพันธ์กับอายุบริษัทแล้ว PLAWACC คือ สัดส่วนผู้บริหารที่มีประสบการณ์การทำงานด้านบัญชี PMBA คือ สัดส่วนผู้บริหารที่จบการศึกษาด้านการบริหาร PFTEAM คือ สัดส่วนผู้บริหารที่มีประสบการณ์การทำงานด้านบริหาร PGOVN คือ สัดส่วนผู้บริหารที่มีประสบการณ์การทำงานราชการ POL คือ ตัวแปรหุ่นของความสัมพันธระหว่างผู้บริหารกับนักการเมือง ส่วนตัวแปรควบคุมประกอบด้วย LNBVA คือ ลอการิทึมของมูลค่าสินทรัพย์ BVA คือ มูลค่าสินทรัพย์(พันบาท) BVA² คือ มูลค่าของสินทรัพย์ยกกำลังสองและ FAGE คือ ลอการิทึมของหนึ่งบวกอายุบริษัท ตัวเลขที่อยู่ในวงเล็บแสดงค่า t - statistic

Independent variable	Dependent variable											
	C	XTSIZE _i	XTENURE _i	PLAWACC _i	PMBA _i	PFTEAM _i	PGOVN _i	POL _i	LNBVA _i	BVA _i	BVA _i ²	FAGE _i
OFFS _i	0.474	0.002	0.005	-0.074	-0.028	0.028	0.081	-0.001	-0.017	0.000	0.000	-0.011
	(6.237)***	(0.613)	(1.465)	(-0.761)	(-0.580)	(0.700)	(1.375)	(-0.035)	(-2.453)**	(3.257)***	(-2.822)**	(-0.994)
N	102											
R ²	0.188											

*** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% ** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% * มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 90%

ตารางที่ 4.5
ระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม

ตารางข้างล่างแสดงความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม สมการที่ทดสอบได้แก่

$$\text{UNDERP}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{XTSIZE}_i + \beta_2 \text{XTENURE}_i + \beta_3 \text{PLAWACC}_i + \beta_4 \text{PMBA}_i + \beta_5 \text{PFTEAM}_i + \beta_6 \text{PGOVN}_i + \beta_7 \text{POL}_i + \beta_8 \text{LNBVA}_i + \beta_9 \text{BVA}_i + \beta_{10} \text{BVA}_i^2 + \beta_{11} \text{FAGE}_i + \beta_{12} \text{XSREP}_i + \epsilon_i$$

ตัวแปรตาม ได้แก่ ระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม(UNDERP) ส่วนตัวแปรอิสระ ได้แก่ ตัวแปรวัดคุณภาพผู้บริหาร ประกอบด้วย XTSIZE คือ จำนวนของผู้บริหารระดับสูงที่จัดความสัมพันธ์กับขนาดบริษัทแล้ว, XTENURE คือ ค่าเฉลี่ยอายุการทำงานของผู้บริหารที่จัดความสัมพันธ์กับอายุบริษัทแล้ว PLAWACC คือ สัดส่วนผู้บริหารที่มีประสบการณ์การทำงานด้านบัญชี PMBA คือ สัดส่วนผู้บริหารที่จบการศึกษาด้านการบริหาร PFTEAM คือ สัดส่วนผู้บริหารที่มีประสบการณ์การทำงานด้านบริหาร PGOVN คือ สัดส่วนผู้บริหารที่มีประสบการณ์การทำงานราชการ POL คือ ตัวแปรหุ่นของความสัมพันธระหว่างผู้บริหารกับนักการเมือง ส่วนตัวแปรควบคุมประกอบด้วย LNBVA คือ ลอการิทึมของมูลค่าสินทรัพย์ BVA คือ มูลค่าสินทรัพย์(พันบาท) BVA² คือ มูลค่าของสินทรัพย์ยกกำลังสอง FAGE คือ ลอการิทึมของหนึ่งบวกอายุบริษัทและ XSREP คือ ระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ ตัวเลขที่อยู่ในวงเล็บแสดงค่า t - statistic

Independent variable	Dependent variable												
	C	XTSIZE	XTENURE	PLAWACC	PMBA	PFTEAM	PGOVN	POL	LNBVA	BVA	BVA ²	FAGE	XSREP
UNDERP	-0.340 (-0.529)	0.003 (0.209)	0.026 (1.130)	0.063 (0.100)	0.056 (0.180)	0.368 (1.423)	-0.459 (-1.195)	0.063 (0.609)	0.025 (0.561)	0.000 (0.282)	0.000 (-0.372)	0.014 (0.796)	2.225 (1.121)
N	102												
R ²	0.087												

*** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% ** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% * มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 90%

การลงทุนของนักลงทุนสถาบัน

ในส่วนนี้แสดงผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพของผู้บริหารกับการลงทุนของนักลงทุนสถาบันในหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก โดยมีสมมติฐานว่านักลงทุนสถาบันจะสนใจลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกโดยบริษัทที่มีคุณภาพของผู้บริหารสูงมากกว่าการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารต่ำกว่า ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับการลงทุนของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน

ผลการศึกษาพบว่าคุณภาพผู้บริหารเป็นปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนสถาบันใช้ในการพิจารณาการลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก เห็นได้จากตารางที่ 4.6 ซึ่งปัจจัยประสิทธิภาพการทำงานด้านบัญชีและปัจจัยประสิทธิภาพการทำงานราชการมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับการลงทุนของนักลงทุนสถาบันอย่างมีนัยสำคัญด้วยระดับความเชื่อมั่น 95% แสดงถึงว่านักลงทุนสถาบันใช้ข้อมูลประสิทธิภาพในการทำงานของผู้บริหารเป็นส่วนหนึ่งในการพิจารณาการลงทุน โดยบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญรายใดที่ผู้บริหารมีประสบการณ์ในด้านนี้มากๆ นักลงทุนสถาบันก็จะพิจารณาลงทุนในปริมาณที่สูง ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

แต่ในทางกลับกันตัวแปรความสัมพันธ์กับนักการเมืองกลับมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับการลงทุนของนักลงทุนสถาบันอย่างมีนัยสำคัญด้วยระดับความเชื่อมั่น 95% ซึ่งตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ แสดงว่านักลงทุนสถาบันจะเลือกลงทุนในบริษัทที่ผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับนักการเมืองมากกว่าบริษัทที่ผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับนักการเมือง ซึ่งอาจจะเป็นเพราะนักลงทุนสถาบันมีความต้องการพิจารณาการลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกจากปัจจัยต่างๆ ของหุ้นตัวนั้นจริงๆ โดยพยายามที่จะหลีกเลี่ยงหุ้นสามัญที่มีความเสี่ยงจากการแทรกแซงทางการเมืองซึ่งมีความไม่แน่นอนสูงและในการจัดสรรหุ้นสามัญที่มีความเกี่ยวข้องกับนักการเมืองอาจมีการแทรกแซงจากฝ่ายการเมืองเพื่อทำให้การจัดสรรหุ้นเป็นไปตามที่ต้องการซึ่งอาจจะเป็นสาเหตุให้นักลงทุนสถาบันไม่ได้รับการจัดสรรหุ้นในปริมาณที่ตนต้องการก็ได้ ดังนั้นอาจเป็นเพราะจากสาเหตุเหล่านี้จึงทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยความสัมพันธ์กับนักการเมืองกับสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกัน

เพราะฉะนั้นทำให้สรุปได้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพของผู้บริหารกับสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจน เนื่องจากตัวแปรคุณภาพผู้บริหารที่มีความสัมพันธ์กับการลงทุนของนักลงทุนสถาบันอย่างมีนัยสำคัญมีความสัมพันธ์กับการลงทุนของนักลงทุนสถาบันไปในทิศทางที่ไม่สอดคล้องกัน

ตารางที่ 4.6
การลงทุนของนักลงทุนสถาบัน

ตารางข้างล่างแสดงความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน สมการที่ทดสอบได้แก่

$$INSTP_i = \beta_0 + \beta_1 XTSIZE_i + \beta_2 XTENURE_i + \beta_3 PLAWACC_i + \beta_4 PMBA_i + \beta_5 PFTEAM_i + \beta_6 PGOVN_i + \beta_7 POL_i + \beta_8 LNBVA_i + \beta_9 BVA_i + \beta_{10} BVA_i^2 + \beta_{11} FAGE_i + \beta_{12} XSREP_i + \varepsilon_i$$

ตัวแปรตาม ได้แก่ สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน(INSTP) ซึ่งคำนวณจากส่วนปริมาณหุ้นที่นักลงทุนสถาบันลงทุนต่อจำนวนหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนทั้งหมด ส่วนตัวแปรอิสระ ได้แก่ ตัวแปรวัดคุณภาพผู้บริหาร ประกอบด้วย XTSIZE, คือ จำนวนของผู้บริหารระดับสูงที่จัดความสัมพันธ์กับขนาดบริษัทแล้ว XTENURE, คือ ค่าเฉลี่ยอายุการทำงานของผู้บริหารที่จัดความสัมพันธ์กับอายุบริษัทแล้ว PLAWACC, คือ สัดส่วนผู้บริหารที่มีประสบการณ์การทำงานด้านบัญชี, PMBA, คือ สัดส่วนผู้บริหารที่จบการศึกษาด้านการบริหาร PFTEAM, คือ สัดส่วนผู้บริหารที่มีประสบการณ์การทำงานด้านบริหาร PGOVN, คือ สัดส่วนผู้บริหารที่มีประสบการณ์การทำงานราชการ POL, คือ ตัวแปรหุ่นของความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารกับนักการเมือง ส่วนตัวแปรควบคุมประกอบด้วย LNBVA, คือ ลอการิทึมของมูลค่าสินทรัพย์ BVA, คือ มูลค่าสินทรัพย์(พันบาท) BVA², คือ มูลค่าของสินทรัพย์ยกกำลังสอง FAGE, คือ ลอการิทึมของหนึ่งบวกอายุบริษัทและ XSREP, คือ ระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ ตัวเลขที่อยู่ในวงเล็บแสดงค่า t - statistic

Independent variable	Dependent variable												
	C	XTSIZE _i	XTENURE _i	PLAWACC _i	PMBA _i	PFTEAM _i	PGOVN _i	POL _i	LNBVA _i	BVA _i	BVA _i ²	FAGE _i	XSREP _i
INSTP _i	-0.736 (-3.655)***	0.004 (0.801)	-0.009 (-1.175)	0.492 (2.477)**	0.062 (0.634)	-0.104 (-1.284)	0.275 (2.286)**	-0.070 (-2.149)*	0.073 (5.266)***	0.000 (1.727)	0.000 (-2.798)***	-0.033 (-1.504)	0.437 (0.703)
N	102												
R ²	0.512												

*** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% ** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% * มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 90%

ตารางที่ 4.7
การลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ

ตารางข้างล่างแสดงความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศสมการที่ทดสอบได้แก่

$$FORE_i = \beta_0 + \beta_1 XTSIZE_i + \beta_2 XTENURE_i + \beta_3 PLAWACC_i + \beta_4 PMBA_i + \beta_5 PFTEAM_i + \beta_6 PGOVN_i + \beta_7 POL_i + \beta_8 LNBVA_i + \beta_9 BVA_i + \beta_{10} BVA_i^2 + \beta_{11} FAGE_i + \beta_{12} XSREP_i + \varepsilon_i$$

ตัวแปรตาม ได้แก่ สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ(FORE) ซึ่งคำนวณจากปริมาณหุ้นที่นักลงทุนต่างประเทศลงทุนต่อจำนวนหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนทั้งหมด ส่วนตัวแปรอิสระ ได้แก่ ตัวแปรวัดคุณภาพผู้บริหาร ประกอบด้วย XTSIZE, คือ จำนวนของผู้บริหารระดับสูงที่จัดความสัมพันธ์กับขนาดบริษัทแล้ว XTENURE, คือ ค่าเฉลี่ยอายุการทำงานของผู้บริหารที่จัดความสัมพันธ์กับอายุบริษัทแล้ว PLAWACC, คือ สัดส่วนผู้บริหารที่มีประสบการณ์การทำงานด้านบัญชี, PMBA, คือ สัดส่วนผู้บริหารที่จบการศึกษาด้านการบริหาร PFTEAM, คือ สัดส่วนผู้บริหารที่มีประสบการณ์การทำงานด้านบริหาร PGOVN, คือ สัดส่วนผู้บริหารที่มีประสบการณ์การทำงานราชการ POL, คือ ตัวแปรหุ่นของความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารกับนักการเมือง ส่วนตัวแปรควบคุมประกอบด้วย LNBVA, คือ ลอการิทึมของมูลค่าสินทรัพย์ BVA, คือ มูลค่าสินทรัพย์(พันบาท) BVA², คือ มูลค่าของสินทรัพย์ยกกำลังสอง FAGE, คือ ลอการิทึมของหนึ่งบวกอายุบริษัทและ XSREP, คือ ระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ ตัวเลขที่อยู่ในวงเล็บแสดงค่า t – statistic

Independent variable	Dependent variable												
	C	XTSIZE _i	XTENURE _i	PLAWACC _i	PMBA _i	PFTEAM _i	PGOVN _i	POL _i	LNBVA _i	BVA _i	BVA _i ²	FAGE _i	XSREP _i
FORE _i	-0.205 (-1.501)	0.001 (0.244)	-0.007 (-1.398)	-0.055 (-0.406)	-0.042 (-0.635)	0.032 (0.578)	0.110 (1.350)	-0.006 (-0.259)	0.021 (2.194)**	0.000 (4.088)***	0.000 (-3.883)***	-0.010 (-0.695)	0.394 (0.932)
N	102												
R ²	0.493												

*** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% ** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% * มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 90%

การลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ

ในส่วนนี้แสดงผลการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก โดยมีสมมติฐานว่าคุณภาพของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ เนื่องจากนักลงทุนต่างประเทศพิจารณาคุณภาพผู้บริหารเป็นปัจจัยหนึ่งในการตัดสินใจลงทุน ถ้าบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญมีคุณภาพผู้บริหารสูงก็แสดงถึงคุณภาพบริษัทที่สูงซึ่งจะส่งผลให้นักลงทุนต่างประเทศลงทุนในปริมาณที่มากขึ้น

จากผลการศึกษาที่ได้จากตาราง 4.7 พบว่าไม่มีตัวแปรคุณภาพผู้บริหารใดที่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่านักลงทุนต่างประเทศไม่ได้พิจารณาคุณภาพผู้บริหารเป็นปัจจัยสำคัญในการเลือกลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ในตอนต้น

สรุปได้ว่าการตัดสินใจพิจารณาการลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกของนักลงทุนต่างประเทศนั้น นักลงทุนต่างประเทศไม่ได้พิจารณาถึงคุณภาพผู้บริหารของแต่ละบริษัทเป็นปัจจัยในการเลือกลงทุน แต่พิจารณาจากปัจจัยอื่นๆ ที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทมากกว่า ซึ่งอาจจะเป็นเพราะว่าในการพิจารณาการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศจะพิจารณาเฉพาะปัจจัยใหญ่ๆ ที่มีความสำคัญก่อนและให้ความสำคัญเพียงเล็กน้อยในปัจจัยเล็กๆ ดังนั้นคุณภาพของผู้บริหารจึงเป็นปัจจัยท้ายๆ ที่นักลงทุนต่างประเทศใช้ในการพิจารณาลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก

4.3 ผลการทดสอบด้วยวิธีการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Different in mean test)

หลังจากที่ได้แสดงผลของการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับลักษณะด้านต่างๆ ของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกด้วยวิธีสมการถดถอยหลายตัวแปรไปแล้ว ในส่วนนี้จะทำการแสดงผลของการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับลักษณะต่างๆ ของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกเช่นเดียวกันกับส่วนก่อนหน้า แต่ทำการศึกษาดูด้วยวิธีการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Different in mean test) โดยใช้การวิเคราะห์ปัจจัย (Factor analysis) ในการลดจำนวนตัวแปรคุณภาพผู้บริหารลง พิจารณาคุณภาพผู้บริหารโดยรวมของแต่ละบริษัทด้วยคะแนนปัจจัยของแต่ละบริษัทที่ได้จากการวิเคราะห์ปัจจัย แล้วนำค่าคะแนนปัจจัยที่ได้มาแบ่งบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญเป็นสองกลุ่มด้วยค่ามัธยฐาน (Median) คือ กลุ่มที่มีคุณภาพผู้บริหาร

สูงและกลุ่มที่มีคุณภาพผู้บริหารต่ำเพื่อศึกษาถึงความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของลักษณะต่างๆ ที่ต้องการศึกษาระหว่างทั้งสองกลุ่มด้วยวิธีการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย

ผลของการวิเคราะห์ปัจจัย (Factor analysis)

ในส่วนนี้จะแสดงผลของการนำตัวแปรคุณภาพผู้บริหารทั้งหมดมาทำการลดตัวแปรลงด้วยวิธีการวิเคราะห์ปัจจัย (Factor analysis) ซึ่งเป็นวิธีการทางสถิติที่จะนำตัวแปรเดิมที่มีความสัมพันธ์กันมารวมกันเพื่อให้เกิดเป็นตัวแปรใหม่โดยพยายามทำให้ตัวแปรใหม่ที่ได้มีจำนวนน้อยที่สุด โดยเราสามารถนำตัวแปรใหม่ไปวิเคราะห์ทางสถิติต่อได้ ซึ่งตัวแปรใหม่ที่ได้จะสามารถเป็นตัวแทนของตัวแปรเดิมทั้งหมด

จากการวิเคราะห์ปัจจัยซึ่งได้แสดงผลอย่างละเอียดไว้ในภาคผนวก พบว่าสามารถลดตัวแปรคุณภาพผู้บริหารเหลือสองปัจจัยหลัก ได้แก่ ปัจจัยที่เกี่ยวกับความสามารถในการบริหารโดยตรง (MF) ซึ่งประกอบด้วยตัวแปรประสบการณ์การทำงานบริหาร (PFTEAM), ตัวแปรสัดส่วนผู้บริหารที่เรียนจบด้านบริหารธุรกิจ (PMBA) และตัวแปรอายุการทำงานร่วมกันของผู้บริหาร (XTENURE) ส่วนอีกปัจจัยหนึ่งได้แก่ปัจจัยที่ไม่เกี่ยวกับความสามารถในการบริหารโดยตรง (OF) ซึ่งประกอบด้วยตัวแปรขนาดของกลุ่มผู้บริหาร (XTSIZE) ตัวแปรประสบการณ์การทำงานด้านบัญชี (PLAWACC) ตัวแปรประสบการณ์การทำงานราชการ (PGOVN) และตัวแปรความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารกับนักการเมือง (PPOL) แต่ปัจจัยทั้งสองที่ได้จากการวิเคราะห์ปัจจัยสามารถอธิบายตัวแปรเดิมทั้งหมดได้ไม่ได้นัก คือ สามารถอธิบายได้เพียงร้อยละ 46.80 ของตัวแปรเดิม

ผลการทดสอบด้วยวิธีการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย

หลังจากที่ได้ทำการรวมตัวแปรด้วยวิธีการวิเคราะห์ปัจจัยแล้วจึงนำค่าคะแนนปัจจัยที่ได้จากการวิเคราะห์ปัจจัยในแต่ละปัจจัยหลักของแต่ละบริษัทมาทำการแบ่งบริษัทเป็นสองกลุ่มด้วยค่ามัธยฐาน (Median) คือ กลุ่มบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารสูงและกลุ่มบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารต่ำ เพื่อทดสอบความแตกต่างของลักษณะด้านต่างๆ ที่ต้องการศึกษาว่ามีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ ซึ่งผลการศึกษาเป็นไปตามตารางที่ 4.8

ผลการศึกษาพบว่าเมื่อทำการแบ่งบริษัทออกเป็น 2 กลุ่มด้วยค่าคะแนนปัจจัยของปัจจัยที่เกี่ยวกับความสามารถในการบริหาร (MF) ลักษณะต่างๆ ของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกเกือบทั้งหมดมีค่าเฉลี่ยที่ไม่แตกต่างกันระหว่างกลุ่มที่มีผู้บริหารคุณภาพสูงกับกลุ่มที่มีผู้บริหาร

ตารางที่ 4.8

การทดสอบด้วยวิธีการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย

แบ่งลักษณะต่างๆ ของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนครั้งแรกเป็นสองกลุ่มตามระดับคุณภาพของคุณภาพผู้บริหาร ซึ่งปัจจัยที่ใช้แบ่งคุณภาพผู้บริหารสามารถแบ่งออกเป็นสองปัจจัย ได้แก่ ปัจจัยที่เกี่ยวกับความสามารถในการบริหาร (MF) ซึ่งได้จากการทำการวิเคราะห์ปัจจัยของตัวแปร PFTEAM, PMBA และ XTENURE ส่วนอีกปัจจัยได้แก่ปัจจัยที่ไม่เกี่ยวข้องกับความสามารถในการบริหาร (OF) ซึ่งหาจากการวิเคราะห์ปัจจัยของตัวแปร XTSIZE, PLAWACC, PGOVN และ PPOL โดย SREP คือ ระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ EXPR คือ สัดส่วนค่าใช้จ่ายทั้งหมดต่อมูลค่าหุ้นที่เสนอขาย OFFS คือ สัดส่วนหุ้นสามัญที่เสนอขายต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท UNDERP คือ ระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม INSTP คือ สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันในหุ้นทั้งหมดที่เสนอขาย และ FORE คือ สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในหุ้นสามัญทั้งหมดที่เสนอขาย ผล t-test ของการศึกษาด้วยวิธีการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยแสดงไว้ในวงเล็บ

	MF			OF		
	LOW	HIGH	HIGH - LOW	LOW	HIGH	HIGH - LOW
SREP	0.0266	0.0211	-0.0054 (-0.994)	0.0191	0.0286	0.0095 (1.734)*
EXPR	0.0410	0.0401	-0.0008 (-0.288)	0.0410	0.040	-0.0010 (-0.384)
OFFS	0.2436	0.2476	0.0041 (0.286)	0.2370	0.2542	0.0173 (1.230)
UNDERP	0.1602	0.3129	0.1527 (1.854)*	0.1799	0.2932	0.1132 (1.364)
INSTP	0.2042	0.1870	-0.0171 (-0.477)	0.1767	0.2145	0.0378 (1.056)
FORE	0.0844	0.1009	0.0165 (0.691)	0.0870	0.0983	0.0114 (0.176)

*** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% ** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% * มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 90%

คุณภาพต่ำกว่าอย่างมีนัยสำคัญ มีเพียงระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Underpricing) เท่านั้นที่ค่าเฉลี่ยมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 90% โดยบริษัทที่มีผู้บริหารคุณภาพสูงจะเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมมากกว่าบริษัทที่คุณภาพผู้บริหารต่ำกว่า ซึ่งผลที่ได้ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ในการศึกษา

ส่วนการแบ่งบริษัทออกเป็น 2 กลุ่มด้วยค่าคะแนนปัจจัยของปัจจัยที่ไม่เกี่ยวกับความสามารถในการบริหาร (OF) นั้น ลักษณะด้านต่างๆ เกือบทั้งหมดของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกก็ไม่มี ความแตกต่างกันของค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่มที่มีผู้บริหารคุณภาพสูงกับกลุ่มที่มีผู้บริหารคุณภาพต่ำกว่าอย่างมีนัยสำคัญเช่นเดียวกันกับการแบ่งด้วยปัจจัยที่เกี่ยวกับความสามารถในการบริหาร มีเพียงระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ (SREP) เท่านั้นที่มีความแตกต่าง

กันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 90% โดยบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารสูงจะได้รับการเสนอขายหุ้นโดยตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญที่มีชื่อเสียงมากกว่าซึ่งตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ในตอนแรก

การที่ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับลักษณะของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกด้านอื่นๆ ไม่มีความแตกต่างของค่าเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญอาจจะเป็นผลมาจากการที่คุณภาพผู้บริหารไม่ใช่ปัจจัยหลักที่ผู้ที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกใช้ในการพิจารณา เป็นผลให้ถึงแม้ว่าการที่คุณภาพผู้บริหารของบริษัทดีก็ไม่สามารถส่งผลต่อลักษณะต่างๆ ของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกได้ โดยผู้ที่เกี่ยวข้องจะให้ความสำคัญกับปัจจัยด้านอื่นๆ มากกว่า