



กลุ่มธุรกิจและการเข้าสู่สาธารณชน กรณีศึกษาบริษัทในประเทศไทย

นัทธ์หทัย อีอนอก

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรการบริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

พ.ศ. 2556

Business Groups and Going Public: Evidence from Thailand

Nuthatai Ounok

**A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Doctor of Business Administration Program**

Faculty of Business, Dhurakij Pundit University

2013

เลขทะเบียน.....	0227141
วันลงทะเบียน.....	- 1 พ.ย. 2556
เลขเรียกหนังสือ.....	658.159
	น411ก
	[2556]



ใบรับรองวิทยานิพนธ์

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

ปริญญา บริหารธุรกิจคุณวุฒิบัณฑิต

หัวข้อวิทยานิพนธ์ กลุ่มธุรกิจและการเข้าสู่สาธารณชน กรณีศึกษาบริษัทในประเทศไทย


เสนอโดย นัทธหทัย อีอนอก


หลักสูตร บริหารธุรกิจคุณวุฒิบัณฑิต


อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิติมา สิริพิชญ์พานิช

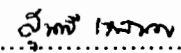
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พิรุณา ไบโลวัต

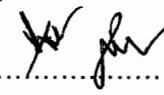
ได้พิจารณาเห็นชอบโดยคณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์แล้ว

 ประธานกรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ดร.อุปถัมภ์ สายแสงจันทร์)

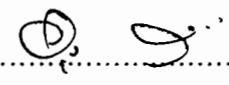
 กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิติมา สิริพิชญ์พานิช)

 กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พิรุณา ไบโลวัต)

 กรรมการ
(อาจารย์ ดร.สุนทรี เหล่าพิศจัน)

 กรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ดร.มนตรี โสคติยานุรักษ์)

คณะบริหารธุรกิจรับรองแล้ว

 คณบดีคณะบริหารธุรกิจ
(รองศาสตราจารย์ ดร.อุปถัมภ์ สายแสงจันทร์)

วันที่ 15 เดือน 5-5 พ.ศ. 2556

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยความอนุเคราะห์และความกรุณาเป็นอย่างยิ่งจากผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. จูติมา สิทธิพงษ์พานิช อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ และผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. พิรุณา ไบโลวัส อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม ที่ได้ให้ความรู้ คำแนะนำ ตรวจสอบ และแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ รวมทั้งให้กำลังใจแก่ผู้วิจัยด้วยดีตลอดมา เพื่อให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์ที่สุด ผู้วิจัยใคร่ขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูง ไว้ ณ โอกาสนี้ นอกจากนี้ผู้วิจัยใคร่ขอกราบขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร. อุปถัมภ์ สายแสงจันทร์ ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ รองศาสตราจารย์ ดร. มนตรี โสคติยานุรักษ์ และ ดร. สุนทรี เหล่าพัดจัน กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ที่ได้กรุณาให้ความช่วยเหลือในการแก้ไขและให้คำแนะนำที่มีประโยชน์ในงานวิจัยครั้งนี้ให้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น และขอกราบขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. พัฒนพร ฉัตรจุฑามาส ที่ให้คำแนะนำในการทำวิทยานิพนธ์ครั้งนี้

ขอกราบขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. อคิลลา พงศ์ยี่หล้า ผู้อำนวยการหลักสูตรบริหารธุรกิจดุสิตบัณฑิต รวมทั้งคณาจารย์ทุกท่านของหลักสูตรบริหารธุรกิจดุสิตบัณฑิต มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้แก่ผู้วิจัยเป็นอย่างดี

ขอกราบขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ประพิณวดี ศิริสุภลักษณ์ ที่กรุณาให้คำแนะนำทางด้านการทำวิจัย และให้กำลังใจตลอดเวลาในการทำวิจัยครั้งนี้

ขอกราบขอบพระคุณ นางอนงค์ อีอนอก ผู้เป็นมารดาที่อยู่เบื้องหลังในความสำเร็จที่ให้การช่วยเหลือสนับสนุนและให้กำลังใจตลอดมา รวมทั้งขอขอบคุณครอบครัวอีอนอก พี่ๆ น้องๆ และเพื่อนๆ หลักสูตรบริหารธุรกิจดุสิตบัณฑิต (DBA) หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต (MBA) มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต บริษัทหลักทรัพย์ เกียรติเนคติน จำกัด และสำนักวิจัย ธนาการซีไอเอ็มบี ไทย จำกัด (มหาชน) ที่ช่วยเก็บข้อมูลและเป็นกำลังใจให้กับผู้วิจัยเสมอมา

สุดท้ายนี้ คุณค่าและประโยชน์ใดๆ ของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้วิจัยขอมอบให้แก่บิดามารดา และครูบาอาจารย์ทุกท่านที่มีพระคุณต่อผู้วิจัยเป็นอย่างสูง

นัทธ์หทัย อีอนอก

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ผ
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	ง
กิตติกรรมประกาศ.....	จ
สารบัญตาราง.....	ช
สารบัญภาพ.....	ฉ
บทที่	
1. บทนำ.....	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 คำถามของการศึกษา.....	5
1.3 วัตถุประสงค์ของการศึกษา.....	5
1.4 ขอบเขตการศึกษา.....	5
1.5 คำนิยามศัพท์เฉพาะ.....	7
1.6 ข้อยกเว้นของการศึกษา.....	8
1.7 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	9
1.8 โครงสร้างวิทยานิพนธ์.....	11
2. การทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	13
2.1 แนวคิด และทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการเข้าสู่ สาธารณชนและกลุ่มธุรกิจ.....	13
2.2 ความสำคัญของกลุ่มธุรกิจ.....	16
2.3 ความหมายของการเข้าสู่สาธารณชน.....	20
2.4 การเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย.....	22
2.5 ประโยชน์ของการเข้าสู่สาธารณชน.....	42
2.6 ต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชน.....	49
2.7 การตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน.....	54
2.8 ผลการดำเนินงานหลังการเข้าสู่สาธารณชน.....	81
2.9 การพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุน.....	92
2.10 สรุป.....	117

สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
3. วิธีดำเนินการวิจัย.....	120
3.1 คำถามงานวิจัยข้อที่ 1.....	120
3.2 คำถามงานวิจัยข้อที่ 2.....	135
3.3 คำถามงานวิจัยข้อที่ 3.....	143
3.4 สรุป.....	149
4. ผลการศึกษา.....	151
4.1 คำถามงานวิจัยข้อที่ 1.....	153
4.2 คำถามงานวิจัยข้อที่ 2.....	168
4.3 คำถามงานวิจัยข้อที่ 3.....	191
4.4 สรุป.....	209
5. สรุปผลการศึกษา อภิปรายผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ.....	213
5.1 บทนำ.....	213
5.2 สรุปผลการศึกษา.....	214
5.3 อภิปรายผลการศึกษา.....	223
5.4 ข้อจำกัดของการศึกษา.....	229
5.5 ข้อเสนอแนะจากการศึกษาครั้งนี้.....	230
5.6 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต.....	232
บรรณานุกรม.....	234
ประวัติผู้เขียน.....	243

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1 หลักเกณฑ์การนำหุ้นสามัญเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ.....	34
2.2 ค่าธรรมเนียมในการจดทะเบียนหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิ.....	37
2.3 มูลค่าตลาดรวมภายในประเทศต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ณ สิ้นปี 2553.....	39
2.4 จำนวนการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกของประเทศไทย เป็นรายปี.....	40
2.5 จำนวนบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด จำนวนบริษัทที่เข้าใหม่ มูลค่าตลาดภายในประเทศต่างๆ และมูลค่าตลาดของบริษัทที่เข้าใหม่ ณ สิ้นปี 2553 ตั้งแต่ปี 2543-2554.....	41
2.6 การแบ่งวิวัฒนาการของหุ้นจองในประเทศไทยตามช่วงเวลา.....	41
2.7 ปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัท.....	62
2.8 สรุปตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนจากงานวิจัยต่างๆ.....	71
2.9 สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการเข้าสู่สาธารณชนหรือการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกในประเทศต่างๆ.....	76
2.10 งานวิจัยในการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนในประเทศต่างๆ (เชิงประจักษ์)	77
2.11 งานวิจัยในการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนในประเทศต่างๆ (แบบสำรวจ)	80
2.12 งานวิจัยที่ค้นพบเกี่ยวกับการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก (IPO) ในประเทศไทย.....	87
2.13 เกณฑ์ที่ใช้ในการจำแนกข้อจำกัดทางการเงินจากงานวิจัยต่างๆ.....	108
2.14 ปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุนของบริษัทในงานวิจัยต่างๆ.....	109
2.15 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาการลงทุนจากงานวิจัยต่างๆ.....	110

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
2.16 งานวิจัยที่ค้นพบเกี่ยวกับการลงทุน.....	112
3.1 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาสำหรับคำถามงานวิจัยข้อที่ 1.....	126
3.2 การคัดเลือกประชากรสำหรับคำถามงานวิจัยข้อที่ 1.....	132
3.3 การคัดเลือกประชากรสำหรับคำถามงานวิจัยข้อที่ 2.....	140
3.4 ประชากรที่คัดเลือกแล้วสำหรับคำถามงานวิจัย ข้อที่ 2 จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมที่เข้าจดทะเบียน ในตลาด SET ปี 2543-2548.....	140
3.5 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาสำหรับคำถามงานวิจัยข้อที่ 3.....	147
4.1 จำนวนตัวอย่างที่ทำการศึกษา.....	153
4.2 สถิติเชิงพรรณนาตัวแปรเดียว.....	157
4.3 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยเพื่อศึกษาปัจจัย ด้านกลุ่มธุรกิจและปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อความน่าจะเป็น ในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย.....	163
4.4 สรุปสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาปัจจัยด้านกลุ่มธุรกิจ และปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชน ของบริษัทในประเทศไทย.....	164
4.5 ตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ แบบ Pearson ของตัวแปรที่ใช้ในคำถามงานวิจัยข้อที่ 1.....	165
4.6 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ โดยแบบจำลองโพรบิท (Probit Model)	167
4.7 สถิติเชิงพรรณนาตัวแปรเดียว.....	171
4.8 การทดสอบความแปรปรวนของข้อมูลทั้ง 2 กลุ่ม.....	177
4.9 สรุปสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาผลการดำเนินงาน หลังจากการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจและไม่อยู่ในกลุ่มธุรกิจ.....	179
4.10 การวิเคราะห์ความแตกต่าง (DID)	186
4.11 ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาสำหรับคำถามงานวิจัยข้อที่ 3.....	191

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
4.12 สถิติเชิงพรรณนาสำหรับงานวิจัยข้อที่ 3.....	194
4.13 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบ Pearson ของตัวแปร ที่ใช้ในคำถามงานวิจัยข้อที่ 3.....	197
4.14 สรุปการทดสอบปัญหา Heteroscedasticity.....	199
4.15 สรุปการทดสอบปัญหา Autocorrelation.....	200
4.16 สรุปสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาพฤติกรรม การพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทในประเทศไทยที่อยู่ ในกลุ่มธุรกิจและไม่อยู่ในกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน.....	202
4.17 การวิเคราะห์เชิงปริมาณ เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผล ต่อการลงทุนหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนรวม 3 ปี.....	204
4.18 การวิเคราะห์เชิงปริมาณ เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผล ต่อการลงทุนหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนในปีที่ 1.....	206
4.19 การวิเคราะห์เชิงปริมาณ เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผล ต่อการลงทุนหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนในปีที่ 2.....	207
4.20 การวิเคราะห์เชิงปริมาณ เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผล ต่อการลงทุนหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนในปีที่ 3.....	208
5.1 ตารางสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย เพื่อศึกษาปัจจัยด้านกลุ่มธุรกิจและปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อ ความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย.....	216
5.2 สรุปสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาผลการดำเนินงาน หลังจากการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจและไม่อยู่ในกลุ่มธุรกิจ.....	218
5.3 สรุปสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาพฤติกรรม การพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทในประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่ม ธุรกิจและไม่อยู่ในกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน.....	221

สารบัญญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1 ขั้นตอนการแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชน.....	26
2.2 ขั้นตอนการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์.....	27
3.1 ขั้นตอนการคัดเลือกประชากร.....	131

DPU

หัวข้อวิทยานิพนธ์	กลุ่มธุรกิจและการเข้าสู่สาธารณชน กรณีศึกษาบริษัทในประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นัทธ์หทัย อีอนอก
อาจารย์ที่ปรึกษา	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. จุติมา สิริพิชญ์พานิช
อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. พิรุณา ไบโลวัต
สาขาวิชา	บริหารธุรกิจ
ปีการศึกษา	2555

บทคัดย่อ

การวิจัยเรื่องกลุ่มธุรกิจและการเข้าสู่สาธารณชน กรณีศึกษาบริษัทในประเทศไทย มีวัตถุประสงค์ คือ (1) เพื่อศึกษาปัจจัยการเป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและคุณลักษณะทางธุรกิจที่มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัท (2) เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และ (3) เพื่อศึกษาการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากเข้าสู่สาธารณชน สำหรับวัตถุประสงค์ข้อที่ 1 ตัวอย่างได้แก่บริษัทที่จดทะเบียนกับกระทรวงพาณิชย์ จำนวน 1,210 บริษัท สำหรับวัตถุประสงค์ข้อที่ 2 และ 3 ตัวอย่างได้แก่บริษัทมหาชนที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 95 บริษัท ในช่วงเวลาปี 2543-2548

ผลการศึกษาโดยใช้การวิเคราะห์แบบจำลอง โพรบิท พบว่า การเป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชน ส่วนอายุ และความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชน สำหรับการวิเคราะห์ความแตกต่าง พบว่า ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย อัตรากำไรขั้นต้น และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย ก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และจากการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยพหุคูณ พบว่า หลังจากเข้าสู่สาธารณชนแล้วบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีการพึ่งพาเงินทุนภายในบริษัทเพื่อการลงทุนไม่แตกต่างกัน

Thesis Title	Business Groups and Going Public: Evidence from Thailand
Author	Nuthatai Ounok
Thesis Advisor	Assistant Professor Dr. Thitima Sithipongpanich
Co-Thesis Advisor	Assistant Professor Dr. Piruna Bialowas
Academic Year	2012

ABSTRACT

The objectives of the study, "Business Groups and Going Public: Evidence from Thailand", are (1) to study the effects of business group affiliation and firm characteristics on the probability of going public, (2) to study the performance of business group firms and non-group firms before and after going public, and (3) to study the investment-cash flow sensitivity of business group firms and non-group firms after going public. For the objective 1, the sample firms are 1,210 companies registered with the Ministry of Commerce. For the objectives 2 and 3, the sample firms are 95 public companies that were listed in the Stock Exchange of Thailand during the period 2000-2005.

Using probit models, the results show that business group affiliation and firm size are positively related with the probability of going public, while age and profitability are negatively related to the probability of going public. The difference in differences analyses reveal that the average collection period, gross profit margins, and the interest coverage ratio, before and after going public, of group firms are significantly different from those of non-group firms. Finally, using multiple regressions, the results show that after going public, the investment-cash flow sensitivities of group firms and non-group firms are not significantly different.

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของการศึกษา

ตลาดทุน (Capital Market) เป็นตลาดที่มีความสำคัญในการขับเคลื่อนระบบเศรษฐกิจและสังคมของประเทศ เนื่องจากเป็นแหล่งระดมเงินทุนให้กับทั้งภาครัฐและภาคเอกชน ช่วยเสริมสร้างความสมดุลให้กับระบบการเงิน และลดการพึ่งพิงเงินทุนจากภาคธนาคาร ตลอดจนเป็นช่องทางในการออมของประชาชน แต่การพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทยยังมีความล่าช้า และมีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับประเทศในภูมิภาคเอเชีย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552) จะเห็นได้จากในปี 2553 มูลค่าตลาด (Market Capitalization) ของตลาดหลักทรัพย์ไทยต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Product: GDP) อยู่ที่ระดับร้อยละ 88.8 เมื่อเทียบกับประเทศภูมิภาคเอเชียที่อยู่ระดับร้อยละ 100 ขึ้นไป (World Federation of Exchanges, 2011) ถึงแม้ว่าช่วงที่ผ่านมาตลาดทุนได้ให้การส่งเสริมบริษัททางการเข้าระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้นก็ตาม จากการให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีแก่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) รวมทั้งให้การสนับสนุนการแปรรูปของรัฐวิสาหกิจเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และสิทธิประโยชน์ต่างๆ แก่บริษัทที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552) แต่จำนวนของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทยยังเพิ่มขึ้นไม่มากนักเมื่อเทียบกับประเทศในภูมิภาคเอเชีย โดยจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทยในปี 2553 มีเพียง 541 บริษัท เป็นบริษัทจดทะเบียนใหม่จำนวน 11 บริษัท เพิ่มขึ้นร้อยละ 2.08 จากปี 2552 เมื่อเทียบกับประเทศเกาหลีและอินเดียที่มีบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดจำนวน 1,798 และ 1,552 บริษัท ตามลำดับ ซึ่งมีบริษัทจดทะเบียนใหม่จำนวน 107 และ 127 บริษัท ตามลำดับ เพิ่มขึ้นร้อยละ 6.33 และร้อยละ 8.91 จากปี 2552 ตามลำดับ (World Federation of Exchanges, 2011) ทั้งนี้มูลค่าการระดมทุนในตลาดแรก (Primary market) ของบริษัทในประเทศไทยมีเพียง 2,040.8 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2553 เมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชียที่ส่วนใหญ่มีมูลค่ามากกว่า 10,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยเฉพาะบริษัทส่วนใหญ่ของประเทศไทยนั้น ไม่ได้ให้ความสำคัญกับการระดมทุนผ่านตลาดทุนมากนัก ประกอบกับกระบวนการในการเข้าสู่สาธารณชนที่มีความยืดหยุ่นน้อยและมีขั้นตอนที่เป็นอุปสรรคกว่าประเทศเพื่อนบ้าน ทำให้เกิด

ความล่าช้าไม่สามารถระดมทุนให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจได้อย่างเหมาะสม ซึ่งเป็นปัญหาที่สำคัญประการหนึ่งของตลาดทุนไทย ดังนั้นรัฐบาลจึงได้มีการพัฒนาและส่งเสริมตลาดทุนไทยอย่างต่อเนื่อง โดยมีการทำแผนพัฒนาตลาดทุน ปี 2553-2557 เพื่อให้การพัฒนาของตลาดทุนเทียบกับมูลค่ารวมทางเศรษฐกิจของประเทศในปี 2556 ไปถึงเป้าหมายร้อยละ 130 จากร้อยละ 86 ในปี 2551 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552)

จะเห็นได้ว่าในส่วนของตลาดทุนให้ความสำคัญกับการเข้าสู่สาธารณชนเช่นเดียวกับมุมมองทางการเงินที่พบว่า การเข้าสู่สาธารณชน (Going Public) หรือการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) เป็นส่วนหนึ่งที่เกิดขึ้นเฉพาะในวงจรชีวิตธุรกิจ (Chemmanur & Nandy, 2007; Fischer, 2000; Kim & Weisbach, 2005) ซึ่งที่ผ่านมามีการจัดหาเงินทุนของธุรกิจเกิดขึ้นในทุกภูมิภาคของโลก ได้แก่ สหรัฐอเมริกา ยุโรป และเอเชีย และมีจำนวนเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง (Kim & Weisbach, 2005) โดยบริษัทที่มีการเข้าสู่สาธารณชนได้รับประโยชน์หลายด้านด้วยกัน คือ ได้รับการเติบโต (Ritter & Welch, 2002) เพื่อการปรับสภาพคล่อง ได้รับเครดิตที่ดีจากทางธนาคารพาณิชย์หรือผู้ให้สินเชื่อ มีความโปร่งใสที่เพิ่มขึ้น การมีชื่อเสียงและเป็นที่ยอมรับของสาธารณะ (Bancel & Mittoo, 2008; Brau et al., 2005) รวมทั้งเพื่อประโยชน์ที่เกิดขึ้นภายในการเสนอขายหุ้นครั้งที่สองหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนแล้ว หรือต้องการออกพันธบัตรหุ้นกู้ เมื่อธุรกิจมีความต้องการเงินทุนเพิ่มขึ้น (สุมาลี อุดมहनันท์, 2550) อย่างไรก็ตามยังพบว่า การเข้าสู่สาธารณชนมีต้นทุนเกิดขึ้นซึ่งเป็นต้นทุนทางตรง ได้แก่ ค่าใช้จ่ายทางตรงที่ค่อนข้างอยู่ในระดับสูง (Bhattacharya & Ritter, 1983; Brau & Fawcett, 2006; Gleason, Payne, & Winggenhorn, 2007; Ritter, 1987) รวมทั้งค่าใช้จ่ายในการบริหารและค่าธรรมเนียมต่างๆ ส่วนต้นทุนทางอ้อม ได้แก่ การสูญเสียทางด้านความลับ (Loss of confidentiality) ในการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทให้กับภายนอกซึ่งอาจจะทำให้บริษัทเกิดความเสียเปรียบคู่แข่งได้ (Campbell, 1979; Maksimovic & Pichler, 2001; Yosha, 1995) ดังนั้นจึงทำให้บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนมีการพิจารณาทางด้านประโยชน์และต้นทุนที่จะเกิดขึ้นประกอบการตัดสินใจ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Mayur & Kumar (2006), Pagano et al. (1998), Shen & Wei (2007)

ในช่วงที่ผ่านมาได้มีการกล่าวถึงกลุ่มธุรกิจกันอย่างต่อเนื่อง และกลุ่มธุรกิจมีบทบาทสำคัญในตลาดเกิดใหม่ (Emerging market) เช่น ประเทศอินเดีย ปากีสถาน บราซิล ชิลี อินโดนีเซีย ไทย เกาหลี และกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วบางประเทศ เช่น อิตาลี สวีเดน เป็นต้น (Khanna & Yafeh, 2005; Kim & Yi, 2005) เนื่องจากกลุ่มธุรกิจมีความสำคัญต่อการพัฒนาประเทศ และมีบทบาทสำคัญที่เห็นได้จากกลุ่มธุรกิจในแต่ละประเทศมีมูลค่าของสินทรัพย์เพิ่มขึ้น เนื่องจากกลุ่มธุรกิจทำหน้าที่ในการลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล และต้นทุนการทำธุรกรรม

(Khanna & Rivkin, 2001) ประโยชน์ที่เด่นชัดของกลุ่มธุรกิจคือการเป็นตลาดทุนภายในให้กับสมาชิกในกลุ่มที่ไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ กล่าวคือบริษัทภายในกลุ่มที่มีข้อจำกัดทางการเงินหรือขาดแคลนเงินทุนจะได้รับการสนับสนุนทางการเงินจากบริษัทสมาชิกที่ไม่มีข้อจำกัดในการเข้าสู่แหล่งเงินทุนภายนอก นอกจากนี้การเป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอาจทำให้บริษัทเป็นที่รู้จักและมีความน่าเชื่อถือมากขึ้น ส่งผลให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ดีกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ รวมทั้งกลุ่มธุรกิจมีการกระจายทรัพยากรให้กับสมาชิกของกลุ่มผ่านการจ่ายเงินปันผลพิเศษ การออกหุ้นใหม่ และการขายสินทรัพย์ต่างๆ เป็นต้น (Belenzon & Berkovitz, 2008; Claessens, Fan, & Lang, 2002; Khanna & Yafeh, 2005; Kim & Yi, 2005) ส่วนผลทางด้านลบของกลุ่มธุรกิจ พบความไม่มีประสิทธิภาพเกี่ยวกับการโยกย้ายทรัพยากรระหว่างสมาชิกในกลุ่ม และการลงทุนที่ไม่เหมาะสมในกลุ่มธุรกิจ รวมทั้งปัญหาตัวแทนระหว่างกลุ่มธุรกิจที่ส่วนใหญ่มีผู้ถือหุ้นเป็นของครอบครัว และส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Khanna & Palepu, 2000; Kim & Yi, 2005) ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยเห็นว่าประเทศไทยสามารถใช้เป็นตัวแทนของตลาดเกิดใหม่ ประกอบกับตัวแปรกลุ่มธุรกิจนี้ยังไม่พบว่ามีการศึกษาในงานวิจัยที่ผ่านมาทำการศึกษาทางด้านการศึกษาเข้าสู่สาธารณชน โดยผู้วิจัยคาดว่ากลุ่มธุรกิจน่าจะเป็นปัจจัยที่สำคัญในการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย จึงทำให้เป็นประเด็นที่น่าสนใจสำหรับการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้

นอกจากการศึกษาเกี่ยวกับกลุ่มธุรกิจและปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนแล้ว สิ่งที่น่าสนใจคือการสนใจและมีการศึกษากันอย่างแพร่หลายหลังจากที่บริษัทเข้าสู่สาธารณชนแล้วเป็นงานวิจัยที่มุ่งเน้นศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทเหล่านั้น โดยงานวิจัยที่ผ่านมาทั้งในประเทศสหรัฐอเมริกา ยุโรป และเอเชียได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานและอัตราผลตอบแทนหลังเข้าสู่สาธารณชน (Ibbotson, 1975; Ibbotson & Ritter, 1998; Jain & Kini, 1994; Loughran, Ritter, & Rydqvist, 1994; Loughran & Ritter, 1995; Mikkelsen, Parth, & Shah, 1997; Ritter, 1991; Ritter & Welch, 2002; Ritter, 2003) พบว่าผลการดำเนินงานระยะสั้น (1 วัน) ส่วนใหญ่อัตราผลตอบแทนในวันแรกสูงกว่าปกติ (Abnormal Initial Return) (Ibbotson, 1975; Loughran et al., 1994; Ritter, 2003) ส่วนผลการดำเนินงานระยะยาว (3-5 ปี) ส่วนใหญ่มีผลการดำเนินงานที่อยู่ในระดับต่ำอย่างมีนัยสำคัญ (Underperform) ซึ่งเป็นระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของตลาดหรือผลการดำเนินงานลดลงภายหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนแล้ว (Jain & Kini, 1994; Levis, 1993; Mikkelsen et al., 1997; Ritter, 1991) สำหรับในประเทศไทยพบว่ามีการศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานด้วยเช่นกัน ซึ่งผลการศึกษาที่ได้ไม่แตกต่างกับการศึกษาในต่างประเทศ (Allen, Morkel-Kingsbury, & Piboonthanakiat, 1999; Kim et al., 2004; Limpaphayom & Ngamwutikul, 2004;

(Khanna & Rivkin, 2001) ประโยชน์ที่เด่นชัดของกลุ่มธุรกิจคือการเป็นตลาดทุนภายในให้กับสมาชิกในกลุ่มที่ไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ กล่าวคือบริษัทภายในกลุ่มที่มีข้อจำกัดทางการเงินหรือขาดแคลนเงินทุนจะได้รับการสนับสนุนทางการเงินจากบริษัทสมาชิกที่ไม่มีข้อจำกัดในการเข้าสู่แหล่งเงินทุนภายนอก นอกจากนี้การเป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอาจทำให้บริษัทเป็นที่รู้จักและมีความน่าเชื่อถือมากขึ้น ส่งผลให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ดีกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ รวมทั้งกลุ่มธุรกิจมีการกระจายทรัพยากรให้กับสมาชิกของกลุ่มผ่านการจ่ายเงินปันผลพิเศษ การออกหุ้นใหม่ และการขายสินทรัพย์ต่างๆ เป็นต้น (Belenzon & Berkovitz, 2008; Claessens, Fan, & Lang, 2002; Khanna & Yafeh, 2005; Kim & Yi, 2005) ส่วนผลทางด้านลบของกลุ่มธุรกิจ พบความไม่มีประสิทธิภาพเกี่ยวกับการโยกย้ายทรัพยากรระหว่างสมาชิกในกลุ่ม และการลงทุนที่ไม่เหมาะสมในกลุ่มธุรกิจ รวมทั้งปัญหาตัวแทนระหว่างกลุ่มธุรกิจที่ส่วนใหญ่มีผู้ถือหุ้นเป็นของครอบครัว และส่วนใหญ่ของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Khanna & Palepu, 2000; Kim & Yi, 2005) ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยเห็นว่าประเทศไทยสามารถใช้เป็นตัวแทนของตลาดเกิดใหม่ ประกอบกับตัวแปรกลุ่มธุรกิจนี้ยังไม่พบว่ามีการศึกษาในงานวิจัยที่ผ่านมาทำการศึกษาทางด้านการศึกษาเข้าสู่สาธารณชน โดยผู้วิจัยคาดว่ากลุ่มธุรกิจน่าจะเป็นปัจจัยที่สำคัญในการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย จึงทำให้เป็นประเด็นที่น่าสนใจสำหรับการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้

นอกจากการศึกษาเกี่ยวกับกลุ่มธุรกิจและปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนแล้ว สิ่งที่น่าสนใจคือการสนใจและมีการศึกษากันอย่างแพร่หลายหลังจากที่บริษัทเข้าสู่สาธารณชนแล้วเป็นงานวิจัยที่มุ่งเน้นศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทเหล่านั้น โดยงานวิจัยที่ผ่านมาทั้งในประเทศสหรัฐอเมริกา ยุโรป และเอเชียได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานและอัตราผลตอบแทนหลังเข้าสู่สาธารณชน (Ibbotson, 1975; Ibbotson & Ritter, 1998; Jain & Kini, 1994; Loughran, Ritter, & Rydqvist, 1994; Loughran & Ritter, 1995; Mikkelsen, Parth, & Shah, 1997; Ritter, 1991; Ritter & Welch, 2002; Ritter, 2003) พบว่าผลการดำเนินงานระยะสั้น (1 วัน) ส่วนใหญ่อัตราผลตอบแทนในวันแรกสูงกว่าปกติ (Abnormal Initial Return) (Ibbotson, 1975; Loughran et al., 1994; Ritter, 2003) ส่วนผลการดำเนินงานระยะยาว (3-5 ปี) ส่วนใหญ่มีผลการดำเนินงานที่อยู่ในระดับต่ำอย่างมีนัยสำคัญ (Underperform) ซึ่งเป็นระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของตลาดหรือผลการดำเนินงานลดลงภายหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนแล้ว (Jain & Kini, 1994; Levis, 1993; Mikkelsen et al., 1997; Ritter, 1991) สำหรับในประเทศไทยพบว่ามีการศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานด้วยเช่นกัน ซึ่งผลการศึกษาที่ได้ไม่แตกต่างกับการศึกษาในต่างประเทศ (Allen, Morkel-Kingsbury, & Piboonthanakiat, 1999; Kim et al., 2004; Limpaphayom & Ngamwutikul, 2004;

Lonkani & Firth, 2005; Vithessonthi, 2008; Venkatesh & Neupane, 2006) อย่างไรก็ตามในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยทำการศึกษาแตกต่างกับงานวิจัยที่ผ่านมา โดยมุ่งเน้นศึกษาผลของการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนที่พิจารณาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงินในช่วงก่อนการเข้าสู่สาธารณชน 3 ปี และหลังเข้าสู่สาธารณชน 3 ปีของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจว่ามีความแตกต่างกันหรือไม่ เพื่อต้องการทราบว่าก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชนบริษัทมีผลการดำเนินงานอยู่ในทิศทางที่ดีขึ้นหรือลดลง

อีกประเด็นหนึ่งที่ผู้วิจัยสนใจทำการศึกษา ได้แก่ พฤติกรรมการลงทุนของบริษัทหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนแล้ว เนื่องจากกลุ่มธุรกิจได้รับความช่วยเหลือจากแหล่งเงินภายในของสมาชิกในกลุ่ม ทำให้อาจจะมีความอ่อนไหวต่อกระแสเงินสดของการลงทุนน้อยกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ โดยงานวิจัยนี้มุ่งพิจารณาในประเด็นที่ว่า บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีการพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายในบริษัทที่แตกต่างกันหรือไม่ ซึ่งอาจจะแตกต่างหรือเหมือนกับงานวิจัยอื่นๆ ในตลาดเกิดใหม่ที่ผ่านมา เช่น กลุ่มธุรกิจในประเทศเกาหลี และอินเดีย (Hoshi, Kashyap, & Scharfstein, 1991; George, Kabir, & Qian, 2011; Shin & Park, 1999) ทั้งนี้กลุ่มธุรกิจอาจจะใช้แหล่งเงินทุนภายในที่มีอยู่ เพื่อการตัดสินใจในการลงทุน และจะต้องการใช้แหล่งเงินทุนภายนอกเมื่อแหล่งเงินทุนภายในมีไม่เพียงพอ ทั้งนี้ในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกอาจเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน เนื่องจากมีต้นทุนสูงกว่าแหล่งเงินทุนภายใน แต่อย่างไรก็ตามบางครั้งบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกสำหรับการกู้ยืมเงินเพื่อนำมาใช้ลงทุนได้ง่ายกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ เนื่องจากเป็นที่รู้จักของผู้ให้สินเชื่อ หรือธนาคารพาณิชย์เป็นสมาชิกภายในกลุ่มเดียวกัน ในการศึกษาที่ผ่านมา (Hoshi et al., 1991; George et al, 2011; Shin and Park, 1999) มุ่งพิจารณาความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดของบริษัทในกลุ่มธุรกิจและไม่ใช่กลุ่มธุรกิจในประเทศญี่ปุ่น เกาหลี และอินเดีย เป็นต้น ในส่วนของประเทศไทย การศึกษาของ Espenlaub, Khurshed, & Sitthipongpanich (2012) พบว่า ก่อนและหลังวิกฤติทางการเงินพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่แตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ สำหรับงานวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยจะพิจารณาว่าหลังจากบริษัทเข้าสู่สาธารณชนแล้ว 3 ปี พฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ มีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหรือไม่

จากที่ได้กล่าวข้างต้น ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยจะทำการศึกษาในเรื่องกลุ่มธุรกิจและการเข้าสู่สาธารณชน กรณีศึกษาบริษัทในประเทศไทย โดยเริ่มตั้งแต่การวิเคราะห์ปัจจัยทางด้านกลุ่มธุรกิจและปัจจัยอื่นๆ ที่คาดว่าจะมีผลต่อการเข้าสู่สาธารณชน และทำการศึกษาเชื่อมโยงไปถึงผลการ

ดำเนินงานที่เปรียบเทียบทั้งก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชน 3 ปีของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ รวมถึงศึกษาการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัท ที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังเข้าสู่สาธารณชนแล้ว 3 ปี ซึ่งผู้วิจัยคาดว่าผลที่ได้จากงานวิจัยฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ทั้งในเชิงวิชาการ และในเชิงปฏิบัติด้าน ตลาดทุนสำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อนำไปประกอบทางด้านการวางแผนทางเพื่อ พัฒนาตลาดทุนไทย และเพิ่มการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยให้มากขึ้นเทียบเท่ากับ ตลาดอื่นๆ ในภูมิภาค

1.2 คำถามของการศึกษา

ผู้วิจัยกำหนดคำถามของการศึกษาไว้ 3 ข้อ ดังนี้

1. ปัจจัยด้านกลุ่มธุรกิจและปัจจัยอื่นๆ มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของ บริษัทในประเทศไทยหรือไม่
2. ก่อนและหลังการเข้าสู่สาธารณชน บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็น สมาชิกกลุ่มธุรกิจมีผลการดำเนินงานแตกต่างกันหรือไม่
3. หลังจากเข้าสู่สาธารณชน บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่ม ธุรกิจมีพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนแตกต่างกันหรือไม่

1.3 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

ผู้วิจัยกำหนดวัตถุประสงค์ไว้ 3 ข้อ ดังนี้

1. เพื่อศึกษาปัจจัยด้านกลุ่มธุรกิจและปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่ สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานก่อนและหลังจากการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ
3. เพื่อศึกษาพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทในประเทศไทยที่เป็น สมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากเข้าสู่สาธารณชน

1.4 ขอบเขตของการศึกษา

ผู้วิจัยกำหนดขอบเขตของการศึกษา โดยแบ่งออกเป็น 3 ด้าน คือ ขอบเขตด้าน ประชากร ขอบเขตด้านเนื้อหา และขอบเขตด้านเวลา มีรายละเอียดดังนี้ขอบเขตด้านประชากร

ดำเนินงานที่เปรียบเทียบทั้งก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชน 3 ปีของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ รวมถึงศึกษาการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัท ที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังเข้าสู่สาธารณชนแล้ว 3 ปี ซึ่งผู้วิจัยคาดว่าผลที่ได้จากงานวิจัยฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ทั้งในเชิงวิชาการ และในเชิงปฏิบัติด้าน ตลาดทุนสำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อนำไปประกอบทางด้านการวางแผนทางเพื่อ พัฒนาตลาดทุนไทย และเพิ่มการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยให้มากขึ้นเทียบเท่ากับ ตลาดอื่นๆ ในภูมิภาค

1.2 คำถามของการศึกษา

ผู้วิจัยกำหนดคำถามของการศึกษาไว้ 3 ข้อ ดังนี้

1. ปัจจัยด้านกลุ่มธุรกิจและปัจจัยอื่นๆ มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยหรือไม่
2. ก่อนและหลังการเข้าสู่สาธารณชน บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีผลการดำเนินงานแตกต่างกันหรือไม่
3. หลังจากเข้าสู่สาธารณชน บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนแตกต่างกันหรือไม่

1.3 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

ผู้วิจัยกำหนดวัตถุประสงค์ไว้ 3 ข้อ ดังนี้

1. เพื่อศึกษาปัจจัยด้านกลุ่มธุรกิจและปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานก่อนและหลังจากการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ
3. เพื่อศึกษาพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทในประเทศไทยที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากเข้าสู่สาธารณชน

1.4 ขอบเขตของการศึกษา

ผู้วิจัยกำหนดขอบเขตของการศึกษา โดยแบ่งออกเป็น 3 ด้าน คือ ขอบเขตด้านประชากร ขอบเขตด้านเนื้อหา และขอบเขตด้านเวลา มีรายละเอียดดังนี้ขอบเขตด้านประชากร

1. ประชากรในการศึกษาคั้งนี้ ได้แก่ บริษัทในประเทศไทยที่ได้เข้าทำการจดทะเบียนกับกระทรวงพาณิชย์ทั้งหมดตั้งแต่เริ่มต้นเข้าจดทะเบียนเป็นบริษัทจนถึงบริษัทที่จดทะเบียนสิ้นสุดปี 2548 จำนวน 298,563 บริษัท ซึ่งมีทั้งบริษัทจำกัด และบริษัทมหาชนที่ยังไม่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และบริษัทมหาชนที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว โดยผู้วิจัยเลือกทำการศึกษาประชากรเฉพาะในช่วงปี 2543-2548 รวม 6 ปี เนื่องจากเป็นช่วงหลังวิกฤติทางการเงินของเอเชียและประเทศไทย และเป็นช่วงที่มีการเสนอขายหุ้นเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง (วี ฌงคววี, 2550) ซึ่งประชากรที่ใช้สำหรับคำถามงานวิจัยข้อที่ 1 ต้องผ่านเกณฑ์สำหรับการคัดเลือกบริษัทในการเข้าสู่สาธารณชนเท่านั้น และเป็นบริษัทที่ไม่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน ทำให้เหลือขนาดตัวอย่างเพียง 1,210 บริษัท

สำหรับเกณฑ์การคัดเลือกประชากรที่ใช้ในคำถามงานวิจัยข้อที่ 2 ได้แก่ บริษัทมหาชนที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้นที่เข้าสู่สาธารณชนแล้วในปี 2543-2548 และเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆ ไป ไม่นับรวมถึงบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงินและบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนแล้วมีการควบรวมกิจการ โดยบริษัททั้งหมดที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีจำนวน 171 บริษัท ซึ่งมีประชากรที่ผ่านเกณฑ์คัดเลือกจากที่กล่าวมาข้างต้นเพียง 95 บริษัท ทั้งนี้ช่วงระยะเวลาในการเก็บข้อมูลเป็นในช่วงปี 2540-2551 เนื่องจากผู้วิจัยทำการศึกษาเปรียบเทียบในช่วงก่อนการเข้าสู่สาธารณชน 3 ปี และหลังจากเข้าสู่สาธารณชนแล้ว 3 ปี

ส่วนประชากรในคำถามงานวิจัยข้อที่ 3 เป็นกลุ่มเดียวกับประชากรในคำถามงานวิจัยข้อที่ 2 ได้แก่ บริษัทมหาชนที่เข้าสู่สาธารณชนและจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 95 บริษัท ซึ่งช่วงระยะเวลาในการเก็บข้อมูลเป็นในช่วงปี 2543-2551 เนื่องจากพิจารณาการลงทุนของบริษัทหลังเข้าสู่สาธารณชนแล้ว 3 ปี

2. ขอบเขตด้านเนื้อหา

ทางขอบเขตด้านเนื้อหาที่ผู้วิจัยเน้นศึกษาเนื้อหาของการเข้าสู่สาธารณชนที่พัฒนาตัวแปรตามงานวิจัยก่อนหน้า เช่น Brau, Francis, and Kohers (2003), Pagano et al. (1998), Shen and Wei (2007) เป็นต้น โดยผู้วิจัยเน้นศึกษาปัจจัยต่างๆ ที่ส่งผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน และปัจจัยทางด้านกลุ่มธุรกิจ คือบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจว่ามีผลต่อการเข้าสู่สาธารณชนหรือไม่ เนื่องจากกลุ่มธุรกิจเริ่มมีการกล่าวถึงกันอย่างต่อเนื่อง และมีบทบาทสำคัญในตลาดเกิดใหม่ นอกจากนี้ผู้วิจัยเน้นศึกษาผลของการเข้าสู่สาธารณชนที่คล้ายคลึงกับงานวิจัยที่ผ่านมา เช่น George et al. (2011), Pagano et al. (1998), Shin and Park (1999) โดยมุ่งเน้นครอบคลุมลักษณะสำคัญทางการเงิน 4 ด้าน ได้แก่ อัตราส่วนสภาพคล่องทางการเงิน

(Liquidity Ratio) อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratio) อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการทำงาน (Efficiency Ratio) และอัตราส่วนวิเคราะห์หนี้โยบายทางการเงิน (Leverage Ratio or Financial Ratio) ในช่วงก่อนเข้าสู่สาธารณชน 3 ปี และหลังเข้าสู่สาธารณชน 3 ปีของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจว่ามีความแตกต่างกันหรือไม่ และศึกษาเชื่อมโยงไปถึงพฤติกรรมกาฟ้งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังเข้าสู่สาธารณชนแล้ว 3 ปีว่าแตกต่างกันหรือไม่ ตามงานวิจัยก่อนหน้านี้ เช่น Carpenter and Guariglia (2008), Espenlaub et al. (2012), Fazzari, Hubbard, and Peterson (1988), George et al. (2011), Hoshi et al. (1991), Kadapakkam, Kumar, and Riddick (1998), Kato et al. (2002), Polsiri and Wiwattanakantang (2004), Shin and Park (1999)

3. ขอบเขตด้านเวลา

ในส่วนของขอบเขตด้านเวลา ผู้วิจัยใช้การเก็บข้อมูลทฤษฎีที่ได้มาจากกระทรวงพาณิชย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีช่วงระยะเวลาของข้อมูลระหว่างปี 2540-2551

1.5 คำนิยามศัพท์เฉพาะ

การเข้าสู่สาธารณชนหรือการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก หมายถึง การออกเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนสู่สาธารณชน ซึ่งเป็นการเสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไป ก่อนนำหุ้นเข้าเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ตามแต่กรณี และบริษัทจะมีสภาพเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าวด้วย สำหรับการวิจัยครั้งนี้การเข้าสู่สาธารณชน หรือการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก มีความหมายที่เหมือนกัน

กระแสเงินสดของบริษัท หมายถึง ผลรวมของกำไรสุทธิก่อนหักภาษีและค่าเสื่อมราคาหารด้วยสินทรัพย์ถาวร

การเติบโตโดยยอดขายของบริษัท หมายถึง อัตราการเติบโตโดยยอดขายของบริษัทเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีที่ผ่านมา (ร้อยละของการเปลี่ยนแปลง)

การลงทุนของบริษัท หมายถึง ค่าใช้จ่ายในการลงทุนของบริษัท

ก.ล.ต. หมายถึง คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (แล้วแต่กรณี)

กลุ่มธุรกิจ หมายถึง บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ โดยมีสัดส่วนรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดของบริษัทนั้นมากกว่าร้อยละ 50 ที่มาจากตระกูลของผู้ก่อตั้ง ซึ่งเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่ม

ธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกของประเทศไทย ตามที่ระบุไว้ในหนังสือ Thai Business Groups 2001: A Unique Guide to Who Owns What ทั้งนี้ในการศึกษาครั้งนี้ Holding Company ต่างจากกลุ่มธุรกิจ โดย Holding Company หมายถึง บริษัทผู้ถือหุ้นใหญ่หรือหลักทรัพย์ทั้งหมดหรือมากกว่าร้อยละ 50 ของบริษัทอื่นหรือในบริษัทอื่น

ขนาดของบริษัท หมายถึง ขนาดของบริษัทโดยพิจารณาจากยอดขายของบริษัทที่เกิดขึ้นในช่วงปีที่ทำการศึกษา

ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท หมายถึง ผลประกอบการของบริษัท โดยพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Assets: ROA)

บริษัทในประเทศไทย หมายถึง บริษัทที่จดทะเบียนไว้กับกระทรวงพาณิชย์ตามหลักเกณฑ์การเป็นบริษัทไม่ว่าจะเป็นบริษัทจำกัด หรือบริษัทมหาชน

ปีปฏิทิน หมายถึง ช่วงของการศึกษาปี 2543-2551 เท่านั้น

ยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา หมายถึง ผลประกอบการของบริษัทที่เกิดขึ้นในช่วงปีที่ผ่านมา

สัดส่วนหนี้สินของบริษัท หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม

อายุของบริษัท หมายถึง จำนวนปีนับตั้งแต่ก่อตั้งบริษัทจนถึงปีที่บริษัทเข้าสู่การเป็นสาธารณชน

อุตสาหกรรม หมายถึง กลุ่มอุตสาหกรรมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบไปด้วย 8 อุตสาหกรรม ได้แก่ การเงิน เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุปโภคบริโภค วัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ทรัพยากร บริการ และเทคโนโลยี ในการศึกษานี้ไม่รวมอุตสาหกรรมการเงิน ได้แก่ กลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต จึงทำให้เหลือเพียง 7 อุตสาหกรรมเท่านั้น

1.6 ข้อจำกัดของการศึกษา

ในงานวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยมุ่งเน้นขอบเขตของการศึกษาเฉพาะในส่วนปัจจัยทางการเป็นสมาชิกของกลุ่มธุรกิจและทางการเงินและคุณลักษณะอื่นๆ เฉพาะของบริษัทที่คาดว่าจะมีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน อย่างไรก็ตามปัจจัยดังกล่าวไม่ครอบคลุมถึงปัจจัยด้านอื่นๆ เช่น ด้านเศรษฐกิจมหภาคที่สามารถนำไปสู่การตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนได้ รวมทั้งปัจจัยอื่นที่น่าจะส่งผลกระทบต่อการศึกษาทั้งที่วัดเป็นตัวเลขไม่ได้หรือเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพ สำหรับผลของการเข้าสู่สาธารณชนนั้นผู้วิจัยเน้นพิจารณาทางด้านอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ 4 ด้านเท่านั้น โดยเป็นการเปรียบเทียบทั้งก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชน 3 ปีของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ซึ่งไม่ได้พิจารณาทางด้านอัตราผลตอบแทนของราคาหุ้น รวมทั้งผู้วิจัยยังได้มีการศึกษาเชื่อมโยงถึงลักษณะพฤติกรรมการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากที่บริษัทเข้าสู่สาธารณชนแล้ว 3 ปี ซึ่งไม่ได้ทำการศึกษาในช่วงก่อนการเข้าสู่สาธารณชน สำหรับในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยเก็บข้อมูลบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น ไม่นับรวมตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และบริษัทในอุตสาหกรรมการเงิน รวมทั้งใช้วิธีการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบคำถามงานวิจัยข้อที่ 1 ด้วยแบบจำลองโพรบิทเท่านั้น ส่วนคำถามงานวิจัยข้อที่ 2 ใช้แบบจำลองความแตกต่างเท่านั้น และคำถามงานวิจัยข้อที่ 3 ใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) เท่านั้น ซึ่งไม่ได้ทำการวิเคราะห์ข้อมูลเพิ่มเติมด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด 2 ขั้นตอน (2SLS) เนื่องจากพิจารณาเฉพาะสมการเดียวไม่ได้พิจารณาความสัมพันธ์ของสมการ 2 สมการที่มีความเกี่ยวข้องกันระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม

1.7 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การวิจัยเรื่องกลุ่มธุรกิจและการเข้าสู่สาธารณชน กรณีศึกษาบริษัทในประเทศไทย จะเป็นประโยชน์ต่อนักวิชาการ และตลาดทุนรวมทั้งหน่วยงานที่เกี่ยวข้องอื่นๆ ดังนี้

1. ประโยชน์ในทางวิชาการ

1.1 ผลจากการวิจัยครั้งนี้จะก่อให้เกิดประโยชน์ทางด้านวิชาการทางด้านงานวิจัยต่างๆ ที่ผ่านมา โดยเป็นการเพิ่มหลักฐานเชิงประจักษ์สำหรับงานวิจัยเกี่ยวกับกลุ่มธุรกิจที่มีการกล่าวถึงกันอย่างต่อเนื่องในตลาดเกิดใหม่ (Belenzon & Berkovitz, 2008; Claessens et al., 2002; Ferris, Kim, & Kitsabunnarat, 2003; Khanna & Palepu, 2000; Khanna & Yafeh, 2005; Kim & Yi, 2005; Polsiri & Wiwattanakantang, 2004) ซึ่งงานวิจัยนี้ใช้บริษัทในประเทศไทยเป็นตัวแทนบริษัทในตลาดเกิดใหม่

1.2 ผลการวิจัยเพิ่มหลักฐานในแง่ผลของการเข้าสู่สาธารณชน ในบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ซึ่งผู้วิจัยคาดว่าผลการดำเนินงานก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชนของทั้งสองกลุ่มมีความแตกต่างกัน เนื่องจากงานวิจัยที่ผ่านมาของประเทศไทยเน้นศึกษาเฉพาะทางด้านอัตราผลตอบแทนของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน และเพิ่มหลักฐานในแง่หลังเข้าสู่สาธารณชนทางด้านพฤติกรรมกรรมการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุน ซึ่งผู้วิจัยคาดว่าเมื่อพิจารณาทั้ง 3 ปี ทั้งสองกลุ่มไม่มีความแตกต่างกัน ทำให้ผลที่ได้จะมีความแตกต่างกับการศึกษาของกลุ่มธุรกิจในประเทศญี่ปุ่น และเกาหลีที่มีการศึกษาอย่างแพร่หลาย (Carpenter & Guariglia, 2008; George et al.,

2011; Hoshi et al, 1991; Kadapakkam et al., 1998; Kato et al., 2002; Shin & Park, 1999) ในขณะที่งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาในช่วงเวลาหลังวิกฤติเศรษฐกิจทางการเงินในประเทศไทย ซึ่งเป็นเวลาที่ต่อเนื่องจากงานวิจัยของ Espenlaub et al. (2012) โดยงานวิจัยดังกล่าวทำการศึกษาในช่วงเวลาปี 2538-2543 เป็นการศึกษาในเรื่องของความสัมพันธ์ที่บริษัทมีต่อธนาคารพาณิชย์ และการลงทุนของบริษัท ซึ่งมีความแตกต่างจากงานวิจัยครั้งนี้ที่ทำการศึกษาในเรื่องของกลุ่มธุรกิจและการเข้าสู่สาธารณชน รวมทั้งศึกษาการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของกลุ่มธุรกิจ ในปี 2543-2551

2. ประโยชน์ในทางปฏิบัติ

2.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องอื่นๆ สามารถนำผลการศึกษาไปใช้ในการพัฒนาตลาดทุนของประเทศไทย กล่าวคือ

2.1.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถนำผลการวิจัยทางการเป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่มีความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนสูง เนื่องจากกลุ่มธุรกิจเข้ามามีบทบาทสำคัญเช่นเดียวกับตลาดเกิดใหม่ในประเทศอื่นๆ โดยมูลค่าของสินทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจแต่ละประเทศมีจำนวนเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เพราะกลุ่มธุรกิจทำหน้าที่เป็นตัวกลางเกี่ยวกับทางด้านตลาดทุนภายใน ตลาดสินค้าและปัจจัยการผลิต และตลาดแรงงานให้กับสมาชิกภายในกลุ่มธุรกิจด้วยกัน เพื่อลดปัญหาความไม่สมบูรณ์ของตลาดทุน และความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งกลุ่มธุรกิจจะเป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญในการเติบโตของตลาดทุน แต่อย่างไรก็ตามผู้วิจัยเห็นว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอาจเข้าสู่สาธารณชนเพื่อถ่ายโอนทรัพยากรจากบริษัทจดทะเบียนไปยังบริษัทอื่นภายในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน ดังนั้นตลาดทุนควรมีกลไกในการป้องกันปัญหาที่อาจเกิดขึ้นจากการที่บริษัทในกลุ่มธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาดทุนเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อย

2.1.2 ทางด้านตลาดทุนควรให้การส่งเสริมบริษัทที่มีขนาดใหญ่เข้าสู่สาธารณชนให้มากขึ้น เนื่องจากก่อตั้งมานานเป็นที่รู้จักและมีความน่าเชื่อถือ อาจจะทำให้เป็นที่สนใจของนักลงทุน นอกจากนี้บริษัทที่มีอายุน้อยมีการแปลงสภาพได้คล่องกว่าและมีความต้องการเงินทุนในการเติบโตทางธุรกิจอย่างต่อเนื่อง ประกอบกับบริษัทที่มีอายุน้อยอาจจะมีการเข้าถึงแหล่งเงินทุนอื่นได้ยากกว่า ดังนั้นทางด้านตลาดทุนควรให้สิทธิประโยชน์ต่างๆ สำหรับบริษัทที่มีอายุน้อยในการเข้าสู่สาธารณชน เพื่อใช้เป็นแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทยให้มีการเติบโตมากขึ้นจากปัจจุบัน และส่งผลดีต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศต่อไป

2.1.3 ผลการดำเนินงานก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชนพบว่าผลการดำเนินงานของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจทางด้านระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ยมีระยะยาวนานมากขึ้น อัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลง และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยที่ลดลง ดังนั้นตลาดทุนควรให้การสนับสนุนดูแลในเรื่องการบริหารจัดการของบริษัทที่เข้า

จดทะเบียนแล้วให้มีบรรษัทภิบาลมากขึ้น เพื่อเป็นแรงจูงใจและเป็นการกระตุ้นให้บริษัทในประเทศไทยมีการเข้าสู่สาธารณชนเพิ่มขึ้น และดูแลผลประโยชน์ในส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย

2.1.4 สำหรับทางด้านการลงทุนของบริษัทหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนแล้ว พบว่าเมื่อพิจารณารวมทั้ง 3 ปี บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีการพึ่งพาเงินทุนภายในบริษัทเพื่อการลงทุนที่ไม่แตกต่างกัน แต่อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาแยกเป็นรายปีพบว่าเฉพาะปีที่ 3 เท่านั้นพฤติกรรมการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีการพึ่งพาเงินทุนภายในที่แตกต่างกันเพียงปีเดียว ทั้งนี้การลงทุนของบริษัทรวม 3 ปี จะเห็นได้ว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจใช้เงินภายในบริษัทเพื่อการลงทุน ซึ่งอาจจะมาจากเงินที่ได้จากนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นเป็น โอกาสของตลาดทุนในการสนับสนุนและส่งเสริมให้บริษัทเข้าสู่สาธารณชนมากขึ้น

2.2 ส่วนประโยชน์ในทางปฏิบัติสำหรับกลุ่มธุรกิจ เพื่อให้ทราบว่า การเข้าสู่สาธารณชนของกลุ่มธุรกิจมีประโยชน์ต่อบริษัท เนื่องจากหลังเข้าสู่สาธารณชนแล้วพบว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีระยะเวลาในการเก็บหนี้มากขึ้นกว่าก่อนเข้าสู่สาธารณชน แสดงให้เห็นว่าบริษัทอาจจะมี การเปลี่ยนแปลงทางด้านนโยบายการให้สินเชื่อกับลูกค้า

1.8 โครงสร้างวิทยานิพนธ์

ผู้วิจัยได้ทำการแบ่งส่วนของงานวิจัยครั้งนี้ออกเป็น 5 บท เพื่อให้การวิจัยเรื่องกลุ่มธุรกิจและการเข้าสู่สาธารณชน กรณีศึกษาบริษัทในประเทศไทย มีความสมบูรณ์ครบถ้วนทางด้านเนื้อหา ดังนี้

บทที่ 1 บทนำ เป็นการอธิบายถึงความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา คำถามของงานวิจัย วัตถุประสงค์ของการศึกษา ขอบเขตของการศึกษา คำนียามศัพท์ ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการศึกษาครั้งนี้ และ โครงสร้างวิทยานิพนธ์

บทที่ 2 การทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ในส่วนนี้เป็นการอธิบายเริ่มต้นด้วยแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการเข้าสู่สาธารณชนและกลุ่มธุรกิจ ความสำคัญของกลุ่มธุรกิจ ความหมายของการเข้าสู่สาธารณชน การเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย ประโยชน์ของการเข้าสู่สาธารณชน ต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชน การตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน ผลการดำเนินหลังการเข้าสู่สาธารณชน และการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนหลังการเข้าสู่สาธารณชน รวมทั้ง สมมติฐานงานวิจัยที่ได้พัฒนาจากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เพื่อสำหรับใช้ทดสอบในบทที่ 3

บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย สำหรับในบทนี้เป็นการอธิบายถึงแบบจำลองในการวิจัย (Research Model) สมมติฐานการวิจัย (Research Hypotheses) การกำหนดประชากรและตัวอย่าง (The Population and Sample) วิธีการรวบรวมข้อมูล (Data Collection Procedure) และการวิเคราะห์ข้อมูล (Data Analysis) เพื่อใช้ในการตอบคำถามงานวิจัยทั้ง 3 ข้อ

บทที่ 4 ผลการศึกษา ในส่วนนี้เป็นการนำเสนอผลการศึกษาที่ได้จากการวิจัยครั้งนี้ โดยเป็นการวิเคราะห์ผลตามคำถามงานวิจัย 3 ข้อ ซึ่งเริ่มต้นด้วยผลการศึกษาเพื่อตอบคำถามงานวิจัยข้อที่ 1 จากสถิติเชิงพรรณนา และการทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ต่อจากนั้นเป็นผลการศึกษาเพื่อตอบคำถามงานวิจัยข้อที่ 2 และข้อที่ 3 โดยเริ่มจากสถิติเชิงพรรณนา และการทดสอบสมมติฐานซึ่งเป็นการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจก่อนและหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน รวมทั้งการวิเคราะห์ทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับพฤติกรรมกรรมการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังเข้าสู่สาธารณชน

บทที่ 5 สรุปและการอภิปรายผล สำหรับบทนี้เป็นการสรุปผลของงานวิจัยที่ได้จากการศึกษาครั้งนี้ การอภิปรายผลของงานวิจัยที่ได้และการศึกษาเชิงประจักษ์ที่ผ่านมา รวมทั้งข้อเสนอแนะ ข้อจำกัดในการศึกษา (Limitations) และงานวิจัยที่สามารถทำต่อได้ในอนาคต (Future Research)

บทที่ 2

การทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

บทนี้กล่าวถึงวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเนื้อหาเกี่ยวกับกลุ่มธุรกิจและการเข้าสู่สาธารณชน กรณีศึกษาบริษัทในประเทศไทย เพื่อให้ได้มาซึ่งตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ และนำไปสู่แบบจำลองในการวิจัยและการวิเคราะห์ข้อมูลในบทที่ 3 และ 4 ต่อไป

ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ทำการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเพื่อสนับสนุนให้งานวิจัยในครั้งนี้มีความสมบูรณ์ โดยผู้วิจัยได้แบ่งบทนี้ออกเป็น 10 ส่วน ได้แก่

ส่วนที่ 1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการเข้าสู่สาธารณชนและกลุ่มธุรกิจ

ส่วนที่ 2 ความสำคัญของกลุ่มธุรกิจ

ส่วนที่ 3 ความหมายของการเข้าสู่สาธารณชน

ส่วนที่ 4 การเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

ส่วนที่ 5 ประโยชน์ของการเข้าสู่สาธารณชน

ส่วนที่ 6 ต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชน

ส่วนที่ 7 การตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน

ส่วนที่ 8 ผลการดำเนินงานหลังการเข้าสู่สาธารณชน

ส่วนที่ 9 การพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุน

ส่วนที่ 10 สรุป

ซึ่งในการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องแต่ละส่วนมีรายละเอียด ดังนี้

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการเข้าสู่สาธารณชนและกลุ่มธุรกิจ

การศึกษาเกี่ยวกับการเข้าสู่สาธารณชนและกลุ่มธุรกิจ มีการศึกษาตามแนวคิดและทฤษฎี ดังนี้

2.1.1 ทฤษฎีลำดับชั้น (The Pecking Order Theory)

Myers (1984) และ Myers and Majluf (1984) กล่าวถึงทฤษฎีลำดับชั้นของการจัดหาเงินทุน โดยพิจารณาต้นทุนทางด้านเงินทุนจากน้อยไปหามาก ดังนี้ (1) บริษัทมักใช้แหล่งเงินทุนที่มาจากภายในมากกว่าแหล่งเงินทุนที่มาจากภายนอก (2) บริษัทจะทำการปรับเป้าหมายของอัตราการจ่ายเงินปันผลให้เป็นไปตามโอกาสในการลงทุน และพยายามที่จะหลีกเลี่ยงการเปลี่ยนแปลง

อัตราการจ่ายเงินปันผลแบบทันทีทันใด (3) บริษัทพยายามรักษาระดับของอัตราการจ่ายเงินปันผลให้ไปเป็นตามนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยที่ความผันผวนของผลกำไรและโอกาสในการลงทุนของบริษัทเป็นสิ่งที่ไม่สามารถคาดการณ์ได้ หมายความว่ากระแสเงินสดภายในอาจมีมากหรือน้อยกว่าค่าใช้จ่ายในการลงทุน กล่าวคือ หากกระแสเงินสดมีอยู่น้อยบริษัทมักจะใช้เงินสดในมือหรือขายหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องในตลาด (4) ถ้าบริษัทมีความต้องการเงินทุนจากแหล่งเงินภายนอก บริษัทจะเลือกแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำที่สุด คือ เริ่มจากการก่อหนี้ หลักทรัพย์ที่มีลักษณะผสม (Hybrid Security) เช่น หุ้นกู้แปลงสภาพ และการออกหุ้นสามัญใหม่เป็นทางเลือกสุดท้าย ดังนั้นการจัดการโครงสร้างเงินทุนของบริษัทมีการเลือกแหล่งที่มาของเงินทุนตามลำดับ ดังนี้ อันดับแรกเป็นการใช้เงินทุนภายในที่มาจากกำไรสะสมของบริษัท รองลงมาเป็นการก่อหนี้ การออกขายหุ้นสามัญใหม่ ตามลำดับ

การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาการจัดการจัดหาเงินทุนภายนอกที่มาจาก การออกขายหุ้นสามัญใหม่ให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก อาจเนื่องจากมีเงินทุนภายในไม่เพียงพอสำหรับการลงทุน ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีลำดับขั้น และยังได้ทำการศึกษาเชื่อมโยงถึงกลุ่มธุรกิจซึ่งเสมือนเป็นแหล่งเงินทุนภายในให้กับบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจด้วยกันหากมีปัญหาทางการเงินหรือไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายในในกลุ่มก่อน เนื่องจากมีต้นทุนทางการเงินต่ำกว่าแหล่งเงินทุนภายนอก โดยสมาชิกภายในกลุ่มธุรกิจจะทำหน้าที่จัดสรรและทำการ โอนย้ายทรัพยากรให้กับบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มด้วยตนเอง

2.1.2 ความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information)

ความไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดขึ้นกับตลาดที่ไม่มี ความสมบูรณ์ โดยความไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดขึ้นเมื่อการรับรู้ข้อมูลของทั้งสองฝ่ายไม่เท่าเทียมกัน หมายความว่าผู้ขายจะได้รับทราบข้อมูลเกี่ยวกับคุณภาพของสินค้าที่เสนอขาย และผู้บริโภคไม่สามารถรับรู้ความแตกต่างของคุณภาพสินค้าได้ ดังตัวอย่างที่ชัดเจน โดย Akerlof (1970) อธิบายว่าข้อมูลด้านคุณภาพของรถยนต์ที่ใช้จะแตกต่างกันระหว่างผู้ขายที่มีความคุ้นเคยกับคุณภาพของผลิตภัณฑ์ แต่ผู้ขายไม่เปิดเผยข้อบกพร่องของรถยนต์ และผู้บริโภคสามารถประเมินได้เฉพาะคุณภาพของรถยนต์ที่เสนอขาย แต่ไม่ทราบคุณภาพของรถยนต์ทุกประเภท นอกจากนี้ความไม่สมมาตรของข้อมูลยังเกี่ยวข้องกับการที่ผู้บริหารมีข้อมูลเกี่ยวกับแนวโน้มของบริษัทมากกว่า ในขณะที่นักลงทุนไม่ทราบข้อมูลดังกล่าว ในประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการเข้าสู่สาธารณชน ผู้ขายหลักทรัพย์อาจจะมีข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทมากกว่านักลงทุนภายนอก ซึ่งนักลงทุนไม่สามารถทราบได้ว่าบริษัทมีผลการดำเนินงานที่แท้จริงเป็นอย่างไร หรือมีศักยภาพในการเติบโตเพียงใด ในขณะที่ผู้บริหารของบริษัทหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทจะทราบฐานะการเงินและการเติบโตได้ดีกว่า จึงอาจทำให้นักลงทุนตัดสินใจเลือก

ลงทุนผิดบริษัทได้ ซึ่งความไม่สมมาตรของข้อมูลในที่นี้จะเรียกว่า Adverse selection (การปกปิดข้อมูล) โดยนักลงทุนอาจตัดสินใจเลือกลงทุนในบริษัทที่ไม่ดีมากกว่าบริษัทที่ดี ส่งผลให้ได้รับผลตอบแทนต่ำกว่าที่คาดหวัง ในส่วนของการเป็นกลุ่มธุรกิจนั้น พบว่าตลาดที่ไม่สมบูรณ์ทำให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลสูงระหว่างผู้จัดการหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือนักลงทุน เป็นต้น

2.1.3 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

Jensen and Meckling (1976) ได้กล่าวถึงทฤษฎีตัวแทนว่าเป็นความสัมพันธ์ ระหว่างเจ้าของเรียกว่า Principal และผู้บริหารหรือผู้จัดการทำหน้าที่เป็นตัวแทนเรียกว่า Agent ได้รับมอบหมายจากเจ้าของเพื่อการบริหารงานบริษัทโดยที่เจ้าของมอบอำนาจในการตัดสินใจให้กับตัวแทน และเชื่อว่าตัวแทนจะไม่ทำเพื่อประโยชน์ของตนเอง ซึ่ง Principal สามารถสร้างแรงจูงใจที่เหมาะสมสำหรับตัวแทนได้ และมีค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นในการตรวจสอบเพื่อไม่ให้ตัวแทนกระทำในสิ่งที่ไม่เหมาะสมและไม่ถูกต้อง หากตัวแทนดำเนินการบริหารเพื่อประโยชน์ของตนเองมากกว่าเจ้าของจะทำให้เกิดปัญหาตัวแทนขึ้น (Agency problem) และนำไปสู่ต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) ซึ่ง Jensen and Meckling (1976) ระบุว่าต้นทุนตัวแทนได้แก่ (1) ค่าใช้จ่ายในการดูแลติดตามของเจ้าของ เพื่อควบคุมพฤติกรรมของตัวแทน เช่น ต้นทุนในสัญญาจ้างและการบริหารเป็นต้นทุนที่จ่ายตั้งแต่เริ่มแรก (2) ค่าใช้จ่ายในการตรวจสอบตัวแทน เช่น ฝ่ายตรวจสอบ (Internal Audit) หรือค่าใช้จ่ายในการเปิดเผยข้อมูลเพิ่มเติมของผู้ถือหุ้น แต่ฝ่ายบริหารจัดการจะได้รับประโยชน์เหล่านั้น และ (3) มูลค่าส่วนทรัพย์สินที่หายไปจากการบริหาร ดังนั้นในการบริหารจัดการธุรกิจให้มีประสิทธิภาพจึงต้องมีการตรวจสอบการดำเนินงานของผู้จัดการหรือผู้บริหารอย่างต่อเนื่อง เพื่อให้เกิดความโปร่งใสในการบริหารงานเป็นการลดปัญหาดังกล่าว สำหรับในการเข้าสู่สาธารณชนนั้น ในบางครั้งปัญหาตัวแทนเป็นความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ที่อาจจะเกิดขึ้นระหว่างผู้บริหารและส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยในการบริหารบริษัท เนื่องจากมีการเปลี่ยนแปลงในการบริหารส่วนที่เป็นเจ้าของเดิมให้กับผู้จัดการหรือผู้บริหารเอง เป้าหมายของผู้ถือหุ้นคือต้องการให้ตัวแทนบริหารงานให้สร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น ในขณะที่ผู้บริหารอาจมีการใช้จ่ายอย่างไม่เหมาะสม เช่น กำหนดเงินเดือนอยู่ในระดับสูง จะทำให้ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นลดน้อยลง ดังนั้นความมั่งคั่งสูงสุดของผู้บริหารจะทำให้ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นลดลง เรียกได้ว่าเป็นความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ในบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอาจจะเกิดปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจ เนื่องจากส่วนใหญ่อุถือหุ้นรายใหญ่เป็นของครอบครัวและเป็นผู้บริหารอาจมีการปกปิดข้อมูลเกี่ยวกับผลประกอบการ รวมทั้งบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจที่ได้เข้าสู่สาธารณชนอาจนำเงินจากนักลงทุนในตลาดทุนมาจัดสรร

ให้กับสมาชิกภายในกลุ่มด้วยกันที่มีความต้องการทางด้านเงินทุนหรือไม่ได้เข้าสู่สาธารณชนเป็นการเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อย

2.2 ความสำคัญของกลุ่มธุรกิจ

ในหัวข้อนี้จะกล่าวถึงความสำคัญของกลุ่มธุรกิจในด้านต่างๆ ที่มีต่อตลาดเกิดใหม่ เริ่มจากความหมายของกลุ่มธุรกิจ หมายถึงการจัดการ โครงสร้างองค์กรที่มีการรวมของบริษัทที่เป็นอิสระถูกต้องตามกฎหมาย โดยมีความสัมพันธ์กันอย่างเป็นทางการและมีความใกล้ชิดกันในการประสานงานหรือดำเนินกิจกรรมร่วมกันในตลาดผลิตภัณฑ์หรือตลาดปัจจัยการผลิต ซึ่งความสัมพันธ์เหล่านี้มีกลไกที่ถูกรักษาด้วยการถือหุ้นข้ามบริษัท หรือการถือหุ้นร่วมกันของบริษัท รวมทั้งมีคณะผู้บริหารที่บริหารงานร่วมกันและคล้ายคลึงกัน และเนื่องด้วยบริษัทมีความหลากหลายของประเภทธุรกิจ จึงอาจมีการดำเนินธุรกิจแบบครบวงจร (Khanna & Rivkin, 2001) นอกจากนี้มีนักวิชาการบางท่านให้ความหมายของกลุ่มธุรกิจว่าเป็นตัวกลางของโครงสร้างองค์กร ระหว่างการทำสัญญาทางการตลาดและการบูรณาการร่วมกันในส่วนที่เป็นเจ้าของที่มีหน่วยในการผลิตหลายประเภท ซึ่งเรียกว่าเป็นบริษัทในเครือ (Krislert, 2007) และกลุ่มธุรกิจถูกกำหนดจากบริษัทที่แตกต่างกันเป็นไปตามกฎหมาย ซึ่งมีการเชื่อมโยงกันและประสานงานเกี่ยวกับทางด้านการตัดสินใจและการดำเนินทางธุรกิจร่วมกัน (Khanna & Yaefeh, 2005)

ทั้งนี้ความสัมพันธ์ของกลุ่มธุรกิจในประเทศต่างๆ มีความแตกต่างกัน เช่น กลุ่มธุรกิจในเกาหลีเป็นความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทสมาชิกที่อาจเกี่ยวข้องกันทางหุ้นส่วนหรือเจ้าของผ่านทางพีระมิด (การถือหุ้นเป็นระดับขั้น) และการถือหุ้นไขว้กัน โดยกลุ่มธุรกิจมีความเป็นเจ้าของไม่ต่ำกว่าร้อยละ 30 กลุ่มธุรกิจในญี่ปุ่นเป็นความสัมพันธ์ของส่วนเจ้าของที่ถือหุ้นและความสัมพันธ์ของธนาคาร กลุ่มธุรกิจในอินเดียส่วนใหญ่มาจากครอบครัวเป็นเจ้าของและมีอยู่เป็นจำนวนมาก ซึ่งพบอย่างกว้างขวางในเกือบทุกด้านของกิจกรรมทางเศรษฐกิจและมีเครือข่ายระหว่างประเทศ สำหรับกลุ่มธุรกิจในอินโดนีเซียและไทยเป็นความสัมพันธ์ที่มาจากการควบคุมของครอบครัวที่เป็นผู้ถือหุ้นขนาดใหญ่ที่สุดในธุรกิจ ส่วนกลุ่มธุรกิจในไต้หวัน พบว่าอย่างน้อยร้อยละ 20 ของหุ้นในบริษัทเป็นของเจ้าของจากธุรกิจอื่นในกลุ่มเดียวกัน (Claessens et al., 2002; Khanna & Palepu, 2000) ดังนั้นความแตกต่างที่เกิดขึ้นและคุณสมบัติในแต่ละประเทศของกลุ่มธุรกิจทำให้การให้คำนิยามเป็นไปตามบริบทของสถาบันในทางปฏิบัติ

นอกจากความสัมพันธ์ของกลุ่มธุรกิจในแต่ละประเทศที่มีความแตกต่างกันแล้ว ยังพบว่าคุณสมบัติที่โดดเด่นของกลุ่มธุรกิจแต่ละประเทศมีความแตกต่างกันและมีการเรียกชื่อแตกต่างกันไปดังนี้ กลุ่มธุรกิจในญี่ปุ่น เรียกว่า Keiretsus กลุ่มธุรกิจในเกาหลี เรียกว่า Chaebols

และกลุ่มธุรกิจในระดับอเมริกา เรียกว่า Groups Economicos จะเห็นได้ว่ากลุ่มธุรกิจมีเกิดขึ้นในประเทศเศรษฐกิจพัฒนาแล้วเช่นเดียวกับเศรษฐกิจตลาดเกิดใหม่หรือกำลังพัฒนา จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่ามีการศึกษาเกี่ยวกับกลุ่มธุรกิจในประเทศต่างๆ อย่างต่อเนื่อง เช่นประเทศญี่ปุ่น (Kim et al., 2004) ประเทศเกาหลี (Bae, Kang, & Kim, 2002; Chang & Hong, 2000; Ferris, Kim, & Kitsabunnarat, 2003) ประเทศอินเดีย (George & Kabir, 2008) ประเทศอินเดียและซิติ (Khanna & Palepu, 2000) และมีการศึกษาหลายประเทศในช่วงเวลาเดียวกัน ได้แก่ประเทศในทวีปยุโรปและเอเชีย รวมทั้งประเทศไทย (Claessens et al., 2002; Khanna & Rivkin, 2001; Khanna & Yafeh, 2005) เป็นเรื่องยืนยันให้เห็นถึงการเผยแพร่ของกลุ่มธุรกิจในประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ต่างๆ ว่ามีความสำคัญต่อการพัฒนาประเทศ โดยกลุ่มธุรกิจมีบทบาทสำคัญที่สามารถแสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพทางเศรษฐกิจในแต่ละประเทศของกลุ่มธุรกิจมีมูลค่าของสินทรัพย์เพิ่มขึ้น รวมทั้งผลเชิงบวกของกลุ่มธุรกิจในการทำกำไรของหลายประเทศมีความสอดคล้องกับกลุ่มธุรกิจในการทำหน้าที่ขององค์กร โดยเฉพาะบริบทของสถาบันในประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ (Khanna & Rivkin, 2001) เนื่องจากประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ยังขาดสถาบันที่เป็นทางการและไม่เป็นทางการซึ่งมีความจำเป็นสำหรับตลาดเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการแลกเปลี่ยน (Khanna & Palepu, 2000) และความล้มเหลวของตลาดที่เกิดขึ้นทำให้เกิดโครงสร้างกลุ่มธุรกิจขึ้นมา ซึ่งกลุ่มธุรกิจสามารถนำไปสู่การเพิ่มประสิทธิภาพในการแก้ไขความบิดเบือนทางด้านสถาบันที่เกี่ยวข้องกับทางด้านตลาดทุน ตลาดสินค้า ตลาดแรงงาน และข้อบกพร่องต่างๆ ในการบริหารจัดการได้ สอดคล้องกับ Khanna & Palepu (2000) ซึ่งว่ากลุ่มธุรกิจมีประโยชน์อย่างจริงจังในตลาดเกิดใหม่ (เช่น อินเดีย) เพราะเน้นปัญหาตัวแทนที่สามารถแก้ไขด้วยสถาบันตัวกลางในตลาดทุนที่มีการเติบโตเต็มที่ และกลุ่มธุรกิจในอินเดียและซิติมีความสามารถในการทำกำไรได้ดีกว่า สอดคล้องกับ Khanna & Rivkin (2001) พบว่ากลุ่มธุรกิจบางประเทศในตลาดเกิดใหม่มีผลการดำเนินงานดีกว่าที่ไม่เป็นกลุ่มธุรกิจ จะเห็นได้ว่าบริบทของกลุ่มธุรกิจในประเทศตลาดเกิดใหม่ส่งผลต่อการพัฒนาประเทศและการดำเนินงานทางธุรกิจภายในกลุ่ม

กลุ่มธุรกิจที่เกิดขึ้นในตลาดเกิดใหม่มีประโยชน์อย่างหลากหลาย ในขณะที่มีทางด้านต้นทุนรวมอยู่ด้วย สำหรับทางด้านประโยชน์ของกลุ่มธุรกิจพบว่าประโยชน์ของกลุ่มธุรกิจที่เป็นหัวใจสำคัญประการแรก คือกลุ่มธุรกิจเสมือนเป็นตลาดทุนภายในให้กับสมาชิกของกลุ่มที่ตลาดเกิดความล้มเหลวที่มีสาเหตุมาจากความไม่สมบูรณ์ของตลาดทุนภายนอก ซึ่งก่อให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลและต้นทุนในการทำธุรกรรม โดยมีการจัดสรรเงินทุนไปยังสมาชิกในกลุ่มที่มีปัญหาทางการเงินหรือสมาชิกกลุ่มที่มีโอกาสในการสร้างความสามารถทางด้านการลงทุน นอกจากนี้กลุ่มธุรกิจยังสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนและเทคโนโลยีจากต่างประเทศ รวมทั้ง

ตลาดแรงงานและสินค้าได้ง่ายกว่าบริษัทที่ไม่ได้เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (Khanna & Palepu, 2000; Khanna & Rivkin, 2001) จะเห็นได้ว่ากลุ่มธุรกิจจะทำหน้าที่ในการเป็นแหล่งเงินทุนภายในให้กับสมาชิกของกลุ่มธุรกิจด้วยกันเองเพื่อเป็นการเพิ่มแหล่งเงินทุนใหม่ ในขณะที่บริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหรือบริษัทที่เป็นอิสระไม่สามารถใช้แหล่งเงินทุนภายในได้จึงต้องยืมเงินโดยตรงจากเจ้าหนี้หรือกู้เงินจากธนาคารพาณิชย์ สอดคล้องกับการศึกษาของ Hoshi et al. (1999) พบว่ากลุ่มธุรกิจในญี่ปุ่นได้รับการช่วยเหลือจากสมาชิกภายในกลุ่ม เมื่อมีปัญหาทางด้านสภาพคล่อง

อีกประการหนึ่ง คือกลุ่มธุรกิจอาจจะมีส่วนร่วมในการทำธุรกรรมทางธุรกิจภายในร่วมกัน โดยมุ่งเป้าไปที่ผลกำไรและทำการโยกย้ายจากบริษัทสมาชิกหนึ่งไปยังอีกบริษัทที่เป็นสมาชิกภายในกลุ่ม ซึ่งมีการศึกษาที่สนับสนุนดังกล่าวเป็นของ Chang and Hong (2000) พบว่ากลุ่มธุรกิจมีการทำธุรกรรมภายในกลุ่มและบริษัทในกลุ่มธุรกิจมีการช่วยเหลือซึ่งกันและกัน และการศึกษาของ Gopalan et al. (2007) พบว่า สมาชิกภายในกลุ่มมีการถ่ายโอนเงินสดให้กับสมาชิกด้วยกันเอง ซึ่งจะใช้ในการสนับสนุนบริษัทที่มีความอ่อนแอทางด้านการเงิน สอดคล้องกับการศึกษาของ Khanna and Palepu (2000) รวมทั้งถ้ามีการสนับสนุนสมาชิกภายในกลุ่มที่มีประสิทธิภาพแล้ว ทำให้บริษัทที่เป็นสมาชิกของกลุ่มมีแนวโน้มที่มีความน่าจะเป็นในการล้มละลายต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกของกลุ่ม (Gopalan et al., 2007)

ประการต่อไปเป็นประโยชน์ทางด้านตลาดสินค้าและตลาดปัจจัยการผลิต คือสมาชิกของกลุ่มธุรกิจสามารถใช้ซื้อตราสัญลักษณ์ร่วมกัน การมีชื่อเสียงของกลุ่มทำให้มีความน่าเชื่อถือในสินค้าที่ผลิต การระดมเงินทุนร่วมกันและใช้ทรัพยากรในการลงทุนใหม่ร่วมกัน บริษัทสมาชิกภายในกลุ่มสามารถแลกเปลี่ยนทรัพยากรภายในร่วมกัน เช่น ปัจจัยทางการผลิต และสมาชิกอาจมีการซื้อและขายสินค้านี้ระหว่างกันส่งผลให้ลดต้นทุนในการทำธุรกรรมได้ กลุ่มธุรกิจสามารถเป็นตัวกลางให้กับสมาชิกที่อยู่ในกลุ่มเดียวกันในการสร้างความสัมพันธ์กับพันธมิตรต่างประเทศและความน่าเชื่อถือระหว่างผู้ขายสินค้าและลูกค้า (Khanna & Palepu, 2000) รวมทั้งกลุ่มธุรกิจอาจลดความไม่สมมาตรของข้อมูลในกลุ่มสมาชิกด้วยกัน โดยที่กลุ่มธุรกิจสามารถแบ่งปันชื่อเสียงให้กับสมาชิกภายในกลุ่ม และทำให้เป็นที่รู้จักมากขึ้นกับผู้ให้สินเชื่อภายนอก เพื่อเพิ่มอำนาจในการต่อรองในการขอสินเชื่อ (Chang & Hong, 2000) นอกจากนี้ประโยชน์ที่จะได้รับจากกลุ่มธุรกิจ คือ มีการแบ่งปันทรัพยากรที่จับต้องไม่ได้ เช่น การวิจัยและพัฒนาในตัวสินค้าหรือผลิตภัณฑ์ การโฆษณา เป็นต้น ทำให้เกิดการประหยัดทางด้านต้นทุนให้กับบริษัทที่เป็นสมาชิก สอดคล้องกับ Khanna and Rivkin (2001) พบว่าประโยชน์ทางด้านตลาดสินค้าของกลุ่มธุรกิจมีต้นทุนการผลิตต่ำกว่าที่ไม่มีกลุ่มธุรกิจ

ส่วนประโยชน์ทางด้านตลาดแรงงาน คือการสรรหาคนภายในร่วมกัน เช่น ผู้จัดการ พนักงาน การจัดหาคนที่มีความรู้ความสามารถ เป็นต้น และมีการโอนย้ายพนักงานหรือผู้จัดการไปยังบริษัทสมาชิกในกลุ่มเมื่อมีความจำเป็น รวมทั้งมีการโอนย้ายคนที่มีความรู้ความสามารถภายในกลุ่มได้ตามความต้องการและมีประสิทธิภาพดีกว่าการสรรหาจากตลาดภายนอก กลุ่มธุรกิจอาจมีการอบรมและการฝึกฝนร่วมกันของผู้จัดการและพนักงานที่เป็นสมาชิกของกลุ่ม เพื่อเพิ่มทักษะในการทำงานหรือในการประกอบธุรกิจให้เป็นไปในทิศทางเดียวกัน นอกจากนี้ข้อมูลอาจจะมีการแลกเปลี่ยนกันในการประชุมของกลุ่มอย่างเป็นทางการหรือไม่เป็นทางการ เช่น ในสโมสรหรือพบปะในครอบครัว เป็นต้น (Chang & Hong, 2000)

สำหรับประโยชน์ของกลุ่มธุรกิจมีอย่างมากมายไม่ว่าจะเป็นทางด้านตลาดทุนภายในตลาดสินค้าและปัจจัยการผลิต และตลาดแรงงาน แต่อย่างไรก็ตามยังมีทางด้านต้นทุนหรือผลเสียของการเป็นกลุ่มธุรกิจ โดย Khanna and Palepu (2000) ชี้ว่าต้นทุนของกลุ่มธุรกิจเกิดจาก (1) กลุ่มธุรกิจมีความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างส่วนของผู้ถือหุ้นหลักที่เป็นเจ้าของเดิม และส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งเป็นผลมาจากการจัดสรรหรือกระจายเงินทุนที่หายไปในการบริหารจัดการ เช่น การสนับสนุนบริษัทในกลุ่มธุรกิจที่ไม่มีกำไร โดยเอาเงินทุนมาจากบริษัทที่มีกำไร (2) เกิดความไม่มีประสิทธิภาพระหว่างกลุ่มที่สามารถโอนย้ายทรัพยากรภายในโดยขาดประสิทธิภาพหรือเหตุผล เช่น การโอนย้ายหุ้น และ (3) การตัดสินใจที่มาจากสำนักงานใหญ่อาจไม่เหมาะสมเท่าที่ควร เพราะเป็นการยากที่ต้องการความเชี่ยวชาญในการทำหลายกิจกรรมในเวลาเดียวกัน นอกจากนี้ยังพบว่ากลุ่มธุรกิจขาดความโปร่งใสที่ดี เพราะผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นเจ้าของสามารถทำการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างบริษัทภายในกลุ่มด้วยตนเอง และไม่ได้มีการเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอ ทำให้ขาดความโปร่งใสนั้น โดยเฉพาะหลายประเทศในเอเชียและละตินอเมริกา เพราะกลุ่มธุรกิจส่วนใหญ่มีการควบคุมจากครอบครัว ซึ่งมีความเป็นส่วนตัวสูงในการเปิดเผยข้อมูลให้ภายนอกรับรู้เกี่ยวกับสิ่งที่เกิดขึ้นเล็กน้อยสำหรับกิจกรรมภายในของกลุ่ม นอกจากนี้ข้อเสียของกลุ่มธุรกิจ คือ ความขัดแย้งของตัวกลางระหว่างผู้ถือหุ้นที่เป็นเจ้าของเดิมและส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งคล้ายกับการปกป้องในทรัพย์สินที่ไม่ดีของกลุ่ม และการย้ายเงินจากส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยไปยังบริษัทสมาชิกภายในกลุ่ม (Claessens et al., 2000) รวมทั้งกลุ่มธุรกิจสามารถส่งผลกระทบต่อเป็นอันตราย เช่น การจัดการเกี่ยวกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการบริหารและการโอนย้ายทรัพยากรจากผู้ถือหุ้นรายย่อย หากมีการจัดสรรทรัพยากรที่ไม่ดีและการลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพในบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่ม ทำให้เกิดการสูญเสียของทรัพยากร สอดคล้องกับการศึกษาของ Ferris et al. (2003) พบว่าในกลุ่มธุรกิจประเทศเกาหลีมีการช่วยเหลือบริษัทที่มีการเติบโตต่ำโดยมีการลงทุนมากเกินไป และให้การสนับสนุนบริษัทในกลุ่มที่ไม่มีกำไร ทำให้สูญเสียเงินของกลุ่มธุรกิจด้วยกัน สำหรับ

ผลเสียที่เกิดขึ้นของกลุ่มธุรกิจอาจมาจากความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นภายในกลุ่มธุรกิจ โดยเจ้าของบริษัทในกลุ่มไม่ให้ความสำคัญในการบริหารงานสำหรับบริษัทที่มีผลการดำเนินงานไม่ดี ซึ่งจะทำให้ผู้จัดการของบริษัทในกลุ่มอาจเกิดความรับผิดชอบก่อให้เกิดผลเสียกับส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Chang & Hong, 2000; Khanna & Rivkin, 2001)

จะเห็นได้ว่าบริบทของกลุ่มธุรกิจมีทั้งทางด้านการบริหารจัดการและการจัดการและต้นทุน ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมพบว่าที่ผ่านมามีเกิดขึ้นในหลายๆ ประเทศ ได้แก่ ประเทศที่พัฒนาแล้ว และประเทศที่กำลังพัฒนา รวมทั้งประเทศในตลาดเกิดใหม่ โดยในการศึกษาค้นคว้าวิจัยเห็นว่าประเทศไทยสามารถเป็นตัวแทนของตลาดเกิดใหม่ เนื่องจากมีกลุ่มธุรกิจอยู่เป็นจำนวนมากและโครงสร้างพื้นฐานของกลุ่มธุรกิจส่วนใหญ่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นครอบครัวเดียวกันกับผู้ก่อตั้ง (Polsiri and Wiwattanakantang, 2004)

2.3 ความหมายของการเข้าสู่สาธารณชน

ในหัวข้อนี้ผู้วิจัยนำเสนอความหมายของการเข้าสู่สาธารณชน หรือการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก ที่ได้มาจากการทบทวนวรรณกรรมดังนี้

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2547) ให้ความหมายของการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก หมายถึง การที่บริษัทนำหุ้นสามัญใหม่ออกขายให้สาธารณชนเป็นครั้งแรก โดยที่หุ้นสามัญของบริษัทยังไม่เคยมีการหมุนเวียนซื้อขายกันในตลาดทุนมาก่อน ซึ่งแสดงว่าก่อนที่ธุรกิจจะนำหุ้นสามัญออกขายให้สาธารณชนนั้น หุ้นสามัญของธุรกิจเหล่านั้นจะอยู่ในความครอบครองของบุคคลกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งเท่านั้น เช่น บุคคลในครอบครัว เป็นต้น ซึ่งสอดคล้องกับความหมายของ Ritter (1998) ที่กล่าวว่า การเสนอขายหุ้นให้กับประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกเกิดขึ้นเมื่อหลักทรัพย์ถูกขายให้กับสาธารณชนในตลาดเป็นครั้งแรก ทั้งนี้การเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกต้องทำผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่รับเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยจัดทำหนังสือชี้ชวนตามหลักเกณฑ์ที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) กำหนดไว้ หลังจากตัดสินใจได้แล้วว่าจะออกหลักทรัพย์เสนอขายแก่ประชาชน บริษัทผู้เสนอขายหลักทรัพย์ (Issuer) จะปรึกษากับ “ที่ปรึกษาทางการเงิน” จัดทำหนังสือชี้ชวนการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ให้มีข้อมูลครบถ้วน ถูกต้องเพื่อให้นักลงทุนอ่านทำความเข้าใจก่อนตัดสินใจของซื้อหุ้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2551)

นอกจากนี้ผู้วิจัยหลายท่านได้พยายามอธิบายความหมายของการเข้าสู่สาธารณชนหรือการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก โดย Field (1998) and Zingales (1995) กล่าวว่า

การเข้าสู่สาธารณชนเป็นขั้นตอนแรกของการขายหุ้นในส่วนที่เป็นเจ้าของบริษัทเดิม เพื่อให้การขายหุ้นได้รับเงินสูงสุด ซึ่งในการขายบริษัทมีการกระจายส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมหรือเจ้าของบริษัทเดิมให้กับส่วนของผู้ถือหุ้นใหม่ที่ได้ทำการซื้อหุ้นของบริษัท โดยผู้ที่ซื้อหุ้นจะได้รับสิทธิในการครอบครองและสิทธิในการออกเสียงของบริษัท ทั้งนี้บริษัทจะนำเงินทุนที่ได้จากการเข้าสู่สาธารณชนไปใช้ในการประกอบธุรกิจ เนื่องจากเห็นว่าการเข้าสู่สาธารณชนนี้เป็นช่องทางที่ผู้ประกอบการได้รับเงินจากตลาดทุน กลยุทธ์การขายบริษัทของเจ้าของเดิมนี้เป็นสิ่งที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาที่มีการเข้าสู่สาธารณชนและการจัดการของบริษัทที่กำลังเป็นบริษัทจำกัด

ส่วน Jain and Kini (1999) เห็นว่าการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกเป็นขั้นตอนแรกในการพัฒนาบริษัทจำกัดให้เป็นบริษัทมหาชนอย่างมีนัยสำคัญ และเป็นแนวคิดของบริษัทที่ต้องการจัดหาแหล่งเงินทุนโดยผ่านช่องทางการขายหุ้น ซึ่งการขายหุ้นนี้เปรียบเสมือนเป็นการขายบริษัทหรือธุรกิจให้มีระดับในส่วนที่เป็นเจ้าของเดิมลดลงจากที่เคยถือครองอยู่เดิม เพื่อเป็นการเพิ่มมูลค่าของสินทรัพย์ที่ได้จากการเข้าสู่สาธารณชนให้กับบริษัท ซึ่งคล้ายคลึงกับ Bowman and Singh (1993) ที่กล่าวว่าการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกเป็นพื้นฐานของทางการปรับโครงสร้างทางการเงินของธุรกิจจากส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นเอกชนไปเป็นส่วนที่เป็นประชาชนทั่วไป

นอกเหนือจากนี้ Nelson (2003) กล่าวว่า การเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกเป็นการเริ่มต้นของการจัดการธุรกิจของเจ้าของเดิมสู่สาธารณชน และเป็นรูปแบบของการปรับการบริหารจัดการที่เป็นการกระทำทางด้านกลยุทธ์ในการเปลี่ยนแปลงการบริหารของธุรกิจและโครงสร้างของธุรกิจ ซึ่งคล้ายคลึงกับ Pannemans (2002) ที่ว่าการเข้าสู่สาธารณชนเป็นตัวเลือกทางด้านกลยุทธ์หนึ่งของบริษัทในการจัดการส่วนของผู้ถือหุ้นเดิม

จากความหมายของการเข้าสู่สาธารณชน หรือการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกที่กล่าวมาข้างต้น พบว่านักวิชาการได้ให้ความหมายที่หลากหลาย ซึ่งผู้วิจัยได้จัดเป็นกลุ่ม และสามารถสรุปได้เป็น 4 ประเด็น ได้แก่ การขายหุ้นสามัญใหม่ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2547; Ritter, 1998) การขายหุ้นในส่วนของเจ้าของเดิม (Field, 1998; Jain & Kini, 1999; Zingales, 1995) การปรับโครงสร้างทางการเงิน (Bowman & Singh, 1993; Nelson, 2003) และการจัดการธุรกิจจากเจ้าของเดิมสู่สาธารณชน (Nelson, 2003; Pannemans, 2002)

ดังนั้นในงานวิจัยนี้สามารถสรุปได้ว่าการเข้าสู่สาธารณชน หรือการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก หมายถึง การที่บริษัทนำหลักทรัพย์ของตนเองออกเสนอขายหุ้นสามัญใหม่ที่ยังไม่เคยมีการซื้อขายมาก่อนแก่สาธารณะหรือประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งในวงจรชีวิตธุรกิจ และมีนัยสำคัญกับวงจรชีวิตธุรกิจ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อการระดม

เงินทุน และเพื่อกระจายการถือครองหลักทรัพย์ที่เป็นส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมให้ประชาชนทั่วไป ทั้งนี้ การเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนจะต้องกระทำผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่รับเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และจะต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และต้องจัดทำหนังสือชี้ชวนตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้

2.4 การเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

ธุรกิจหรือบริษัทที่ต้องการหรือจำเป็นต้องระดมทุนในตลาดทุน เพื่อนำไปใช้ดำเนินธุรกิจ เช่น ขยายธุรกิจ สร้างโรงงาน หรือลงทุนด้านสาธารณูปโภค ฯลฯ สามารถเลือกระดมทุนโดยการออกหุ้นสามัญ หุ้นกู้ หรือหลักทรัพย์ประเภทอื่น เพื่อเสนอขายต่อสาธารณชนในตลาดแรก ผ่านวณิชธนกิจ (รวิ ลงกาวิ, 2550) ซึ่งประเภทของการเสนอขายหุ้นสามัญในตลาดแรก แบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ

1. การเสนอขายหลักทรัพย์เป็นครั้งแรกต่อสาธารณะ เป็นหุ้นสามัญที่บริษัทต่างๆ เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก

2. การเสนอขายหลักทรัพย์เพิ่มทุน (Seasoned New Offerings: SEOs) เป็นการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทที่มีหุ้นซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แล้ว

ทั้งนี้การเสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดแรก ให้กับบุคคลในกลุ่มต่างๆ สามารถทำได้ 3 วิธีด้วยกัน คือ

1. การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่บุคคลเฉพาะกลุ่ม (Private Placement)

เป็นการเสนอขายหลักทรัพย์โดยบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะไปทำการเจรจากับกลุ่มบุคคลหรือสถาบันแห่งใดแห่งหนึ่ง โดยตรงเพื่อเป็นการลดค่าใช้จ่ายต่างๆ แต่การจัดจำหน่ายโดยวิธีนี้ยังมีข้อจำกัด เพราะเป็นการเสนอขายในวงแคบ จำนวนเงินทุนที่ระดมได้จึงไม่สูงมากนัก

2. การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก

เป็นวิธีที่บริษัทต้องการระดมทุนเป็นจำนวนมาก ซึ่งโดยทั่วไปแล้วจะมีการแต่งตั้งผู้ประกันการจำหน่าย เพื่อมาคอยดูแลและรับผิดชอบในการจำหน่ายหลักทรัพย์ โดยผู้ประกันการจำหน่ายจะได้รับค่าธรรมเนียมเป็นผลตอบแทน

3. การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ผู้ถือหุ้นเดิม (Right Offerings)

ผู้ออกหลักทรัพย์จะเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมเป็นหลัก โดยการแจ้งรายละเอียดราคาหุ้นใหม่ วันประกาศสิทธิ และวันสิ้นสุดระยะเวลาใช้สิทธิ

สำหรับในส่วนของการเข้าสู่สาธารณชนหรือการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกในประเทศไทยนั้น จะเกี่ยวข้องกับหลายส่วนทั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และ

ตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และกระทรวงพาณิชย์ เนื่องจากเป็นหลักเกณฑ์ที่ทุกบริษัทต้องมีการตรวจสอบทั้งด้านคุณภาพและด้านปริมาณ เพื่อให้การเข้าสู่สาธารณชนมีความถูกต้องและโปร่งใส โดยในส่วนี้จะเป็นการทบทวนเกี่ยวกับการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย ซึ่งประกอบไปด้วย 2 ส่วน ได้แก่ ส่วนที่ 1 ขั้นตอนและหลักเกณฑ์ในการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย และส่วนที่ 2 ภาพรวมของการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย มีรายละเอียดดังนี้

2.4.1 ขั้นตอนและหลักเกณฑ์ในการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นนิติบุคคลที่ตั้งขึ้นโดยพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 ได้เปิดทำการซื้อขายหลักทรัพย์เมื่อวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 ปัจจุบันดำเนินงานภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งมีหน้าที่เป็นแหล่งระดมทุนระยะยาวที่มีประสิทธิภาพเพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ และการพัฒนาตลาดทุน รวมทั้งยังเป็นศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ และให้บริการต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจดทะเบียน ตลอดจนการควบคุมดูแลให้การซื้อขายหลักทรัพย์เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ โดยหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์นั้นจะต้องเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน และบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จดทะเบียน คือ บริษัทจดทะเบียนซึ่งเป็นมหาชนจำกัดที่ได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ให้เสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชน และได้รับอนุมัติจากตลาดหลักทรัพย์รับเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน ซึ่งประกอบไปด้วย 2 ส่วนด้วยกัน คือ ขั้นตอนในการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย และหลักเกณฑ์ในการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย โดยมีรายละเอียดดังนี้

2.4.1.1 ขั้นตอนในการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

ขั้นตอนในการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2551) มีทั้งหมด 5 ขั้นตอนด้วยกัน ได้แก่ (1) การแต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงินและแต่งตั้งผู้สอบบัญชี (2) การแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชน (3) การยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และยื่นคำขอจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (4) การกระจายหุ้นต่อประชาชน และ (5) การเข้าซื้อขาย/เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในแต่ละขั้นตอนมีรายละเอียดดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 แต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงินและแต่งตั้งผู้สอบบัญชี (กรณีที่ยังไม่เปลี่ยนผู้สอบบัญชี) ใช้ระยะเวลาประมาณ 6 เดือน - 1 ปี

บริษัทดำเนินการคัดเลือกที่ปรึกษาทางการเงินที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เข้ามา ช่วยในการเตรียมความพร้อมของบริษัท โดยที่ปรึกษาทางการเงินมีหน้าที่ ดังนี้

ตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และกระทรวงพาณิชย์ เนื่องจากเป็นหลักเกณฑ์ที่ทุกบริษัทต้องมีการตรวจสอบทั้งด้านคุณภาพและด้านปริมาณ เพื่อให้การเข้าสู่สาธารณชนมีความถูกต้องและโปร่งใส โดยในส่วนนี้จะเป็นการทบทวนเกี่ยวกับการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย ซึ่งประกอบไปด้วย 2 ส่วน ได้แก่ ส่วนที่ 1 ขั้นตอนและหลักเกณฑ์ในการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย และส่วนที่ 2 ภาพรวมของการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย มีรายละเอียดดังนี้

2.4.1 ขั้นตอนและหลักเกณฑ์ในการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นนิติบุคคลที่ตั้งขึ้นโดยพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 ได้เปิดทำการซื้อขายหลักทรัพย์เมื่อวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 ปัจจุบันดำเนินงานภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งมีหน้าที่เป็นแหล่งระดมทุนระยะยาวที่มีประสิทธิภาพเพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ และการพัฒนาตลาดทุน รวมทั้งยังเป็นศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ และให้บริการต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจดทะเบียน ตลอดจนการควบคุมดูแลให้การซื้อขายหลักทรัพย์เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ โดยหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์นั้นจะต้องเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน และบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จดทะเบียน คือ บริษัทจดทะเบียนซึ่งเป็นมหาชนจำกัดที่ได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ให้เสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชน และได้รับอนุมัติจากตลาดหลักทรัพย์รับเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน ซึ่งประกอบไปด้วย 2 ส่วนด้วยกัน คือ ขั้นตอนในการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย และหลักเกณฑ์ในการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย โดยมีรายละเอียดดังนี้

2.4.1.1 ขั้นตอนในการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

ขั้นตอนในการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2551) มีทั้งหมด 5 ขั้นตอนด้วยกัน ได้แก่ (1) การแต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงินและแต่งตั้งผู้สอบบัญชี (2) การแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชน (3) การยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และยื่นคำขอจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (4) การกระจายหุ้นต่อประชาชน และ (5) การเข้าซื้อขาย/เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในแต่ละขั้นตอนมีรายละเอียดดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 แต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงินและแต่งตั้งผู้สอบบัญชี (กรณีที่ยังไม่เปลี่ยนผู้สอบบัญชี) ใช้ระยะเวลาประมาณ 6 เดือน - 1 ปี

บริษัทดำเนินการคัดเลือกที่ปรึกษาทางการเงินที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เข้ามา ช่วยในการเตรียมความพร้อมของบริษัท โดยที่ปรึกษาทางการเงินมีหน้าที่ ดังนี้

1. จัดให้มีระบบควบคุมภายในให้มีมาตรฐานที่ดี
2. ศึกษาข้อมูลบริษัท (Due Dilligence)
3. จัดโครงสร้างบริษัท จัด โครงสร้างธุรกิจ จัด โครงสร้างทุนและผู้ถือหุ้น
4. จัดเตรียมข้อมูลบริษัทสำหรับการยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน

ต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

5. จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (กรณีมีใบอนุญาตการเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์) หรือประสานงานในการจัดหาผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์

6. ดูแลบริษัทอย่างต่อเนื่องอีก 1 ปีนับจากวันที่บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขั้นตอนที่ 2 แปรสภาพเป็นบริษัทมหาชน ใช้ระยะเวลาประมาณ 1 เดือน

ก่อนการยื่นคำขอเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ บริษัทจะต้องจดทะเบียนแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชนต่อกระทรวงพาณิชย์ให้แล้วเสร็จ โดยปกติจะใช้เวลาประมาณ 1-2 เดือนในการแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชน สำหรับในขั้นตอนนี้จะมีที่ปรึกษากฎหมายหรือทีมงานด้านกฎหมายของบริษัทช่วยดำเนินการ ตลอดจนให้คำปรึกษาในเรื่องประเด็นทางกฎหมายและข้อบังคับต่างๆ

ขั้นตอนที่ 3 ยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และยื่นคำขอจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ใช้ระยะเวลาประมาณ 2-3 เดือน

ภายหลังการแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชน ที่ปรึกษาทางการเงินในฐานะตัวแทนของบริษัทจะดำเนินการยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ฯ ต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในขั้นตอนนี้ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะพิจารณาข้อมูลและไปเยี่ยมชมกิจการของบริษัท (Company Visit) ซึ่งให้บริษัทนำเสนอข้อมูลและตอบข้อซักถามเพิ่มเติม โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ จะใช้เวลาประมาณ 45 วันในการพิจารณาแบบคำขอนับจากวันที่เอกสารครบถ้วน และเมื่อบริษัทได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แล้ว ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะอนุมัติให้รับหลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

จดทะเบียน โดยมีเงื่อนไขให้บริษัทดำเนินการกระจายหุ้นให้มีผู้ถือหุ้นรายย่อยครบตามเกณฑ์ที่กำหนด

ขั้นตอนที่ 4 กระจายหุ้นต่อประชาชน (ใช้ระยะเวลาประมาณ 2-3 วัน)

เมื่อบริษัทได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน และได้รับอนุมัติให้เป็นบริษัทจดทะเบียนแบบมีเงื่อนไขให้กระจายหุ้นแก่ผู้ถือหุ้นรายย่อยครบตามเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดแล้ว บริษัทจะต้องแต่งตั้งผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์เพื่อช่วยในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทต่อประชาชน

ขั้นตอนที่ 5 เข้าซื้อขาย/เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ภายหลังจากบริษัทกระจายหุ้นให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยได้ครบถ้วนตามเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดแล้ว ถึงเวลาที่หลักทรัพย์ของบริษัทจะเริ่มซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ช่วงก่อนเวลาดังกล่าวบริษัทต้องดำเนินการ ดังนี้

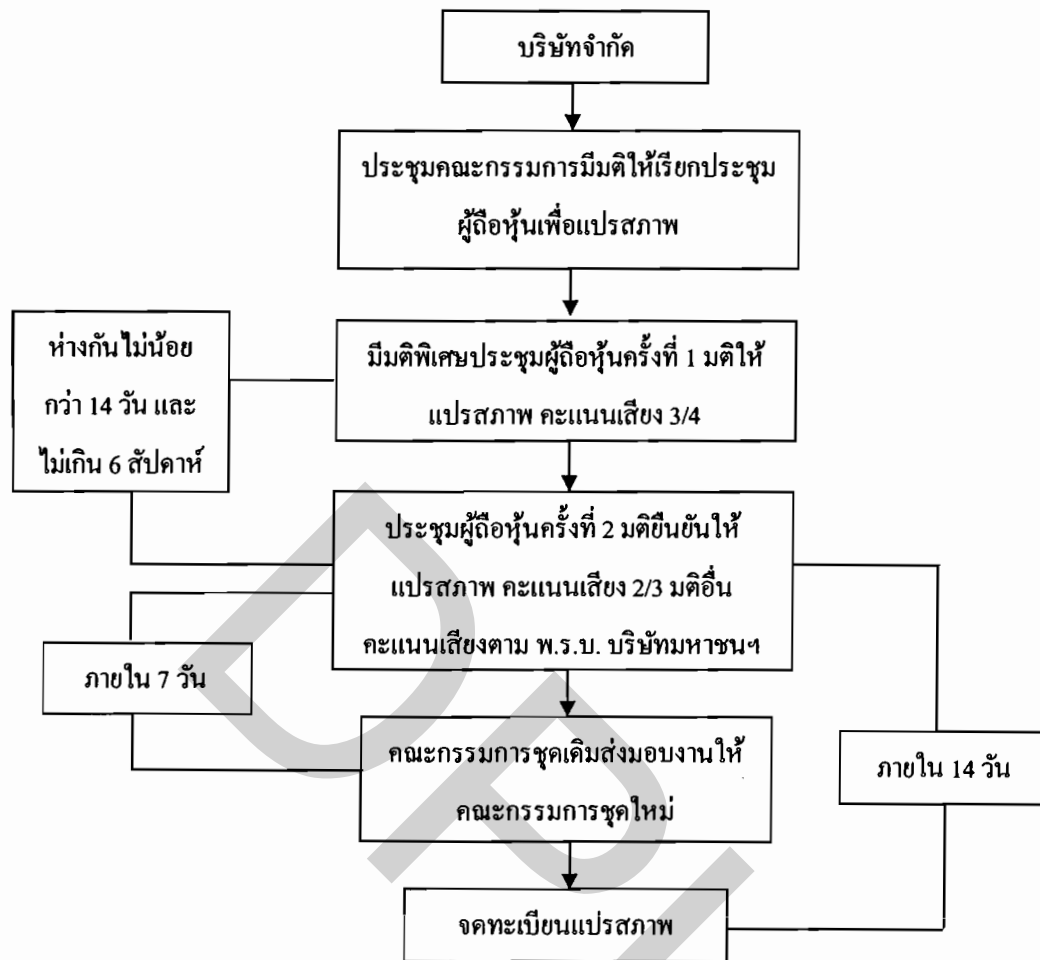
- แต่งตั้งนายทะเบียนหลักทรัพย์โดยเปิดบัญชีกับบริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด

- ฝากหลักทรัพย์ตามจำนวนที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กำหนดไว้ที่บริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด

- เอกสารที่ต้องจัดส่งให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภายหลังจากสิ้นสุดการกระจายหุ้น ได้แก่ หนังสือรับรองทุนจากกระทรวงพาณิชย์ รายงานการกระจายหุ้น ชำระค่าธรรมเนียม

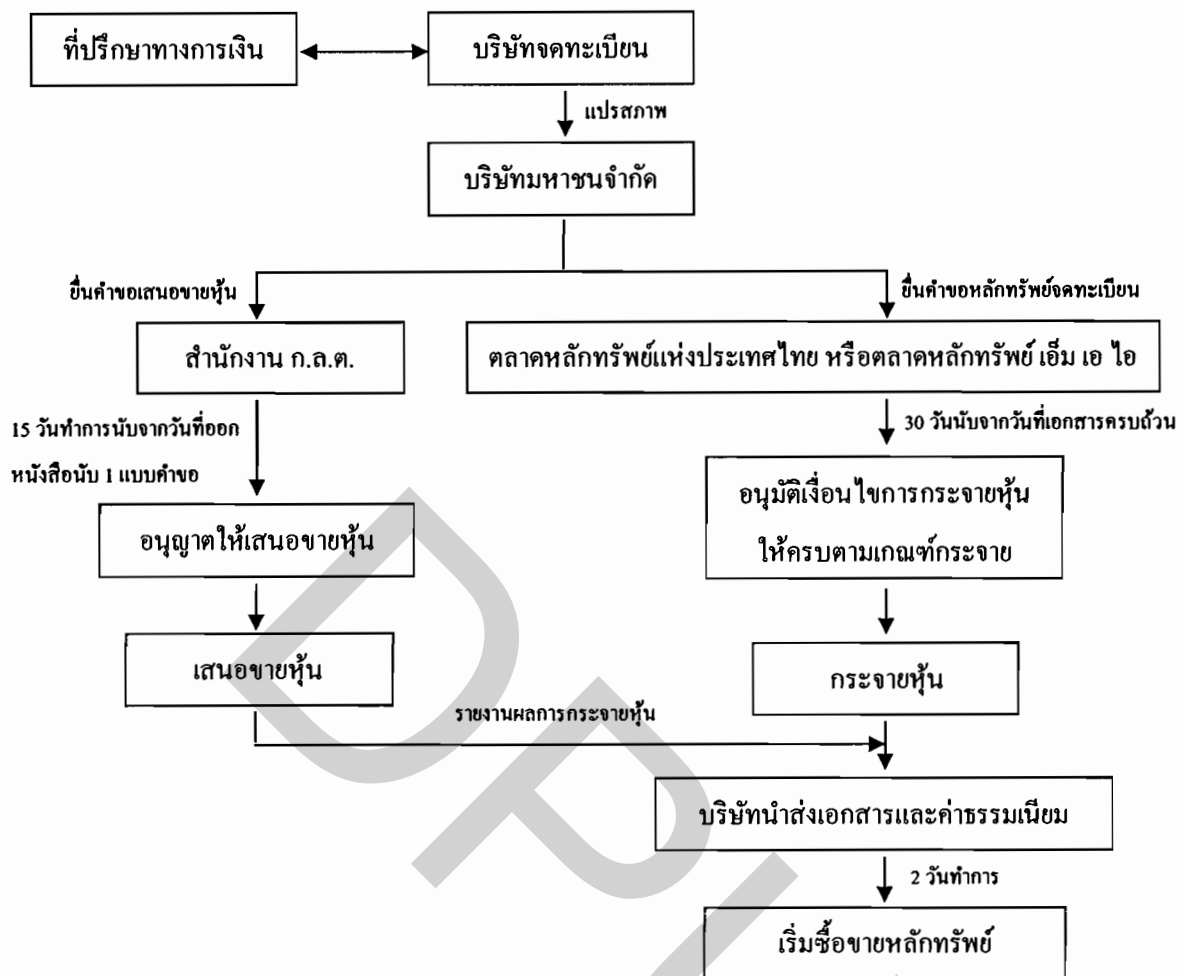
- เมื่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้รับเอกสารครบถ้วนแล้ว ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะประกาศสั่งรับหลักทรัพย์ของบริษัทเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน

ทั้งนี้เพื่อลดความเสี่ยงของราคาที่อาจเปลี่ยนแปลงจากสภาวะตลาด ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงสนับสนุนให้หลักทรัพย์ที่มีการกระจายแล้วเสร็จเข้าซื้อขายโดยเร็ว เช่น ภายใน 3-4 วันทำการนับจากวันที่สิ้นสุดการกระจายหุ้น เป็นต้น



ภาพที่ 2.1 ขั้นตอนการแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชน

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2551)



ภาพที่ 2.2 ขั้นตอนการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2551)

หมายเหตุ. 1. รายชื่อที่ปรึกษาทางการเงินที่ได้รับความเห็นชอบจาก สำนักงานคณะกรรมการ

กำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ สามารถดูรายละเอียดที่ <http://www.sec.or.th>

2. การแปรสภาพบริษัทจำกัดเป็นบริษัทมหาชนจำกัดสามารถหารายละเอียดได้ที่กรมทะเบียนการค้ากระทรวงพาณิชย์ <http://www.moc.go.th>

3. การเสนอขายหุ้นต่อประชาชนสามารถหารายละเอียดได้ที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ <http://www.sec.or.th>

2.4.1.2 หลักเกณฑ์ในการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้อธิบายข้อกำหนดว่าด้วยมาตรฐานการเข้าจดทะเบียนหลักทรัพย์เสนอขายครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยหลักเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อสนับสนุนนโยบายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ต้องการรับบริษัทที่มีคุณภาพดี และเป็นที่น่าสนใจของผู้ลงทุนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในขณะเดียวกันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังให้ความสำคัญกับรายงานทางการเงิน ผู้บริหาร และการกำกับดูแลกิจการ โดยเน้นการพิจารณาในลักษณะการเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอ เพื่อให้ผู้ลงทุนมีข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุน

สำหรับหลักเกณฑ์การนำหุ้นสามัญเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นั้น จะประกอบไปด้วย 9 เรื่อง (ดังแสดงในตารางที่ 2.1) ได้แก่

1. สถานะ ต้องเป็นบริษัทมหาชนจำกัด หรือนิติบุคคลที่มีกฎหมายจัดตั้งขึ้น โดยเฉพาะ
2. ทุนชำระแล้วเฉพาะหุ้นสามัญ หลังเสนอขายหุ้นต่อสาธารณชนมากกว่าหรือเท่ากับ 300 ล้านบาท
3. การกระจายการถือหุ้นรายย่อย โดยผู้ถือหุ้นที่มีได้เป็น Strategic Shareholders มากกว่าหรือเท่ากับ 1,000 ราย และถือหุ้นรวมกันมากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 25 ของทุนชำระแล้ว
4. การเสนอขายหุ้นต่อสาธารณชน ต้องได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และจะมีวิธีการนำเสนอขายผ่านผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ซึ่งถ้าทุนชำระแล้วน้อยกว่า 500 ล้านบาท จำนวนหุ้นที่เสนอขาย จะต้องมากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 15 ของทุนชำระแล้ว แต่ถ้าทุนชำระแล้วมากกว่าหรือเท่ากับ 500 ล้านบาท จำนวนหุ้นที่เสนอขาย จะต้องมากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 10 ของทุนชำระแล้วหรือมูลค่าหุ้นสามัญตามมูลค่าที่ตราไว้มากกว่าหรือเท่ากับ 75 ล้านบาท แล้วแต่จำนวนใดจะสูงกว่า
5. ผลการดำเนินงานต้องมีความต่อเนื่องมากกว่าหรือเท่ากับ 3 ปี โดยอยู่ภายใต้การจัดการของผู้บริหารส่วนใหญ่ชุดเดียวกันมากกว่าหรือเท่ากับ 1 ปีก่อนยื่นคำขอ (กรณีรัฐวิสาหกิจนับผลการดำเนินงานก่อนแปรรูปเป็นผลการดำเนินงานที่ต่อเนื่องได้) และต้องมีกำไรสุทธิในระยะเวลา 2 หรือ 3 ปี ล่าสุดก่อนยื่นคำขอรวมกันมากกว่าหรือเท่ากับ 50 ล้านบาท โดยในปีล่าสุดก่อนยื่นคำขอมีกำไรสุทธิมากกว่าหรือเท่ากับ 30 ล้านบาท และมีกำไรสุทธิในงวดสะสมก่อนยื่นคำขอ
6. ฐานะการเงิน ส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่าหรือเท่ากับ 300 ล้านบาท
7. ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ตามหลักเกณฑ์ที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนด คือไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ยื่นคำขอกับผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นใหญ่ และบริษัทอื่น ซึ่งมีผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่กลุ่มเดียวกัน

8. การกำกับดูแลกิจการและการควบคุมภายใน มีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีคณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee) ซึ่งมีคุณสมบัติตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด จัดให้มีระบบการควบคุมภายในตามหลักเกณฑ์ที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กำหนด

9. งบการเงินและผู้สอบบัญชี มีงบการเงินที่มีลักษณะและเป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนด ผู้สอบบัญชีของผู้ยื่นคำขอ ต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2551)

โดยหลักเกณฑ์ข้างต้นมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 15 ธันวาคม พ.ศ. 2551 เป็นต้นไป ตามประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ ทจ. 28/2551 เรื่องการขออนุญาตและการอนุญาตให้เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ (คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2551)

จากหลักเกณฑ์การนำหุ้นสามัญเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยข้างต้นนั้น ในส่วนทางตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการผ่อนผันเกณฑ์คุณสมบัติในเชิงตัวเลข กรณีที่เห็นว่าการจดทะเบียนหลักทรัพย์ของบริษัทที่ยื่นคำขอจะเป็นประโยชน์ต่อตลาดทุนของประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ อาจพิจารณาผ่อนผันคุณสมบัติของผู้ยื่นคำขอในเชิงตัวเลข ดังต่อไปนี้

1. ทุนชำระแล้ว
2. การกระจายการถือหุ้นรายย่อย
3. ผลการดำเนินงาน
4. ฐานะการเงินและสภาพคล่อง

โดยในการผ่อนผันให้คณะกรรมการเปิดเผยการผ่อนผันคุณสมบัติของผู้ยื่นคำขอต่อประชาชน

ในส่วนของค่าธรรมเนียมในการจดทะเบียนหุ้นสามัญนั้น (ดังแสดงในตารางที่ 2.2) ประกอบไปด้วย 3 ประเภทด้วยกัน ได้แก่

1. ค่ายื่นคำขอ จำนวน 50,000 บาท
2. ค่าธรรมเนียมแรกเข้า จำนวนร้อยละ 0.05 ของทุนชำระแล้ว ขั้นต่ำ 100,000 บาท ขั้นสูง 3,000,000 บาท
3. ค่าธรรมเนียมรายปี จะผันแปรตามทุนชำระแล้ว แบบอัตราถดถอย ขั้นต่ำ 50,000 บาท ขั้นสูง 3,000,000 บาท

ทั้งนี้หลังจากการดำเนินการตามขั้นตอนและหลักเกณฑ์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว ผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องทำการเปิดเผยข้อมูลนั้นในขั้นตอนของการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ บริษัทจะต้องขออนุญาตต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และต้องเปิดเผยข้อมูลต่อประชาชน เพื่อให้ผู้ที่สนใจลงทุนมีข้อมูลที่ใช้ในการตัดสินใจ สำหรับกรณีการเสนอขายหลักทรัพย์เดิม ผู้ถือหุ้นนั้นก็สามารถกระทำได้ โดยผู้เสนอขายไม่ต้องขออนุญาตต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แต่ยังคงเปิดเผยข้อมูลต่อประชาชนก่อนการเสนอขายก่อนที่ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ (อาจเป็นบริษัทหรือผู้ถือหุ้นเดิมก็ได้) จะเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน จะต้องยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล (แบบ filing) และร่างหนังสือชี้ชวนต่อสำนักงาน เพื่อให้ผู้ลงทุนได้ศึกษาข้อมูลระยะหนึ่ง อย่างไรก็ตามการเสนอขายหลักทรัพย์บางประเภทได้รับยกเว้นการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล เนื่องจากเป็นการเสนอขายที่ไม่มีผลกระทบต่อคนในวงกว้าง โดยการเสนอขายหลักทรัพย์จะสามารถกระทำได้ต่อเมื่อ

1. บริษัทได้รับอนุญาตให้เสนอขาย (กรณีหลักทรัพย์ที่ออกใหม่) และ
2. แบบแสดงรายการข้อมูล มีผลใช้บังคับในระหว่างที่แบบแสดงรายการข้อมูลยังไม่มีผลใช้บังคับนั้น การเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับการเสนอขายจะต้องกระทำอย่างระมัดระวังไม่ให้เกินขอบเขตที่กำหนด

สำหรับแบบแสดงรายการข้อมูล มีรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ต้องเป็นไปตามที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กำหนด ดังนี้

1. วัตถุประสงค์ของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน
2. ชื่อบริษัทที่ออกหลักทรัพย์
3. ทูนของบริษัท
4. จำนวนและประเภทของหลักทรัพย์ที่เสนอขาย
5. ราคาที่คาดว่าจะเสนอขายต่อหน่วย
6. ลักษณะการประกอบธุรกิจ
7. ฐานะการเงิน การดำเนินงาน และข้อมูลที่สำคัญทางธุรกิจ
8. ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์
9. ผู้สอบบัญชี สถาบันการเงินที่ติดต่อประจำ และที่ปรึกษาทางกฎหมายของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์
10. วิธีการจอง จัดจำหน่าย และจัดสรรหลักทรัพย์

11. ข้อมูลอื่นใดตามที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนด

ส่วนร่างหนังสือชี้ชวนจะต้องเป็นไปตามแบบที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนด และรายการในหนังสือชี้ชวนที่ตรงกับแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ต้องมีสาระสำคัญของข้อมูลไม่แตกต่างกัน

ทั้งนี้หน้าที่ภายหลังการขายหลักทรัพย์เมื่อบริษัทเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนแล้ว บริษัทจะต้องส่งมอบหลักทรัพย์ให้กับผู้ถือหลักทรัพย์ตามเกณฑ์ที่กำหนด และบริษัทยังมีหน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลอย่างต่อเนื่อง เพื่อให้ นักลงทุนมีข้อมูลที่จะใช้ในการตัดสินใจลงทุน สำหรับ รายงานต่างๆ บริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต้องเปิดเผย ได้แก่

1. รายงานผลการขายหลักทรัพย์
2. รายงานผลการใช้สิทธิของหลักทรัพย์แปลงสภาพ ได้แก่ การใช้สิทธิของใบสำคัญแสดงสิทธิ และหุ้นกู้แปลงสภาพ
3. รายงานฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน ซึ่งประกอบด้วย งบการเงิน แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปี (แบบ 56-2)

4. รายงานการถือหลักทรัพย์ของผู้บริหาร

หลังจากที่บริษัทเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก และนำบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อประโยชน์ของบริษัทต่อการระดมทุนในตลาดรอง ซึ่งประโยชน์ของการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นั้น ไม่ได้มีประโยชน์เฉพาะตัวบริษัทที่เข้าจดทะเบียนหรือผู้ถือหุ้นของบริษัทเท่านั้น แต่มีประโยชน์ต่อผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องอื่นๆ ด้วย ได้แก่ เจ้าหนี้ ลูกหนี้ คู่ค้าผู้ลงทุน ตลาดทุนตลอดจนประเทศชาติ โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2551) ได้ให้ความสำคัญกับประโยชน์ต่อบริษัทและผู้ถือหุ้น ดังนี้

ประโยชน์ของการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนที่มีต่อบริษัท ได้แก่

1. เป็นแหล่งเงินทุนระยะยาว เนื่องจากการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นั้น ช่วยให้บริษัทสามารถระดมเงินทุนจากประชาชนทั่วไปได้โดยตรง เพื่อนำไปเป็นเงินทุนหมุนเวียนหรือขยายธุรกิจของบริษัทได้โดยไม่มีภาระที่ต้องชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยตามงวดเวลาที่กำหนดเหมือนการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน ทำให้บริษัทมีความยืดหยุ่นในการบริหารเงินมากขึ้น
2. เป็นการเพิ่มช่องทางระดมทุนเพื่อช่วยในการบริหารงานอย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งนี้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถระดมทุนเพิ่มเติมเมื่อมีความต้องการใช้เงินเพิ่มขึ้นได้ โดยการออกตราสารทางการเงินประเภทต่างๆ ได้หลากหลายยิ่งขึ้น ทั้ง

ตราสารหนี้ ตราสารทุน และตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุน เช่น หุ้นสามัญเพิ่มทุน หุ้นกู้ หุ้นกู้แปลงสภาพ ใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหลักทรัพย์ เป็นต้น ช่วยให้บริษัทสามารถจัดโครงสร้างทางการเงินที่เหมาะสมต่อการดำเนินธุรกิจของบริษัทได้ เป็นการเพิ่มทางเลือกและสร้างความแข็งแกร่งด้านการเงิน และบริหารจัดการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพสูงสุด

3. เป็นการเสริมสร้างชื่อเสียง และภาพลักษณ์ที่ดีให้แก่บริษัท โดยการเป็นบริษัทจดทะเบียนจะช่วยเสริมสร้างความน่าเชื่อถือและภาพลักษณ์ที่ดีในการบริหารงานและมาตรการการดำเนินงานของบริษัทมากขึ้นผ่านกลไกการเปิดเผยข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งนอกจากจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้ผู้สนใจลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทมากขึ้นแล้ว ยังช่วยสร้างความเชื่อถือแก่ลูกค้า คู่ค้า และสถาบันการเงิน นอกจากนี้ยังเป็นการเพิ่มโอกาสทางการค้า การเข้าถึงพันธมิตรและการต่อยอดธุรกิจในอนาคต

4. เป็นการสร้างความภักดี และผลตอบแทนที่ดีให้แก่พนักงาน ซึ่งพนักงานของบริษัทนับว่าเป็นปัจจัยที่สำคัญยิ่งต่อการดำเนินธุรกิจให้ประสบความสำเร็จ การให้พนักงานมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของ จะช่วยสร้างความภักดีและความภูมิใจให้แก่พนักงาน มีความทุ่มเทความสามารถอย่างเต็มที่ในการสร้างความก้าวหน้าให้แก่บริษัท การเป็นบริษัทจดทะเบียนและมีการให้โครงการเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่กรรมการหรือพนักงานของบริษัท (Employee Stock Option Program: ESOP) ก็สามารถเปิดโอกาสให้พนักงานมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของบริษัทได้

5. เป็นการสร้างความรับผิดชอบและการบริหารงานแบบมีอาชีพ การที่บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูล ข่าวสาร และความเคลื่อนไหวต่างๆ ผ่านช่องทางและระบบการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารของตลาดหลักทรัพย์ ทำให้บริษัทเป็นที่รู้จักของผู้ลงทุนมากขึ้น ช่วยสร้างความสนใจของผู้ลงทุนในบริษัทมากขึ้นและกระตุ้นให้ผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนมีการบริหารงานแบบมีอาชีพ เนื่องจากมีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นในวงกว้าง

6. เป็นการดำรงอยู่ของธุรกิจในระยะยาว สำหรับการเป็นบริษัทจดทะเบียนจะช่วยให้บริษัทที่มีการบริหารงานแบบธุรกิจครอบครัวก้าวเข้าสู่การบริหารงานแบบมืออาชีพมากขึ้น มีผู้บริหารที่เป็นมืออาชีพเข้าร่วมบริหารจัดการ และเปิดโอกาสให้สมาชิกในครอบครัวของเจ้าของกิจการที่มีเป้าหมายในการดำเนินชีวิตหรือมีความถนัดที่แตกต่างกันไปสามารถเลือกประกอบอาชีพที่ต้องการ โดยยังคงมีฐานะเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทและได้รับผลตอบแทนจากการถือหุ้นอยู่เช่นเดิม ในขณะที่ธุรกิจที่สร้างมาตั้งแต่ครอบครัวรุ่นแรกยังมีการเติบโตอยู่ต่อเนื่องในระยะยาว

ประโยชน์ของการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนที่มีต่อผู้ถือหุ้น ได้แก่

1. เป็นการเพิ่มสภาพคล่องและสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ช่วยให้หุ้นที่ถืออยู่มีสภาพคล่องมากขึ้น เนื่องจากผู้ถือหุ้นสามารถนำหุ้นมาซื้อขาย

เปลี่ยนมือกันได้โดยง่าย และราคาหุ้นที่ซื้อขายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์จะเป็นราคาตลาดที่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของกิจการ

2. เป็นการเพิ่มอำนาจการต่อรองในการลดภาระค่าประกัน การเปิดเผยข้อมูลและความน่าเชื่อถือจากการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จะมีส่วนช่วยสร้างความน่าเชื่อถือต่อเจ้าหน้าที่ของกิจการด้วยเช่นกัน อันจะเป็นการเพิ่มอำนาจในการต่อรองของผู้ถือหุ้นหรือกรรมการต่อสถาบันการเงิน ซึ่งอาจช่วยลดภาระการค่าประกันส่วนบุคคลของผู้ถือหุ้นลงได้

3. สามารถใช้เป็นหลักประกันในการกู้ยืมเงิน การเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนจะทำให้หุ้นของบริษัทมีสภาพคล่อง และมีราคาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เป็นราคาที่อ้างอิงได้ ทำให้ผู้ถือหุ้นสามารถที่จะนำหุ้นนั้นไปวางเป็นหลักประกันในการกู้ยืมเงินส่วนตัวจากสถาบันการเงิน ซึ่งจะช่วยให้สภาพคล่องทางการเงินให้แก่ผู้ถือหุ้น

4. สำหรับบุคคลธรรมดา จะได้รับยกเว้นภาษีกำไรจากการขายหุ้น ในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ผู้ถือหุ้นที่เป็นบุคคลธรรมดาจะได้รับการยกเว้นไม่ต้องนำเงินกำไรที่เกิดจากการขายหลักทรัพย์มาคำนวณเป็นรายได้เพื่อการเสียภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา ในขณะที่เงินกำไรที่เกิดจากการขายหลักทรัพย์ของบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะต้องนำไปรวมคำนวณเป็นรายได้เพื่อเสียภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาในอัตราก้าวหน้าซึ่งมีขั้นสูงสุดถึงร้อยละ 37

ตารางที่ 2.1 หลักเกณฑ์การนำหุ้นสามัญเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

หลักเกณฑ์	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
สถานะ	บริษัทมหาชนจำกัด หรือนิติบุคคลที่มีกฎหมายจัดตั้งขึ้น โดยเฉพาะ	บริษัทมหาชนจำกัด หรือนิติบุคคลที่มีกฎหมายจัดตั้งขึ้น โดยเฉพาะ
ทุนชำระแล้วเฉพาะหุ้นสามัญ (หลังการเสนอขายหุ้นต่อสาธารณชน)	≥ 300 ล้านบาท	≥ 20 ล้านบาท
การกระจายการถือหุ้นรายย่อย (ผู้ถือหุ้นที่มีได้เป็น Strategic Shareholders)	≥ 1,000 ราย และถือหุ้นรวมกัน ≥ ร้อยละ 25 ของทุนชำระแล้ว	≥ 300 ราย และถือหุ้นรวมกัน ≥ ร้อยละ 20 ของทุนชำระแล้ว
การเสนอขายหุ้นต่อสาธารณชน	ได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์	ได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์
- การได้รับอนุญาต	≥ ร้อยละ 15 ของทุนชำระแล้ว	≥ ร้อยละ 15 ของทุนชำระแล้ว
- จำนวนหุ้นที่เสนอขาย	≥ ร้อยละ 10 ของทุนชำระแล้ว หรือมูลค่าหุ้นสามัญตามมูลค่าที่ตราไว้ ≥ 75 ล้านบาท แล้วแต่จำนวนใดจะสูงกว่า	ได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์
ทุนชำระแล้ว < 500 ล้านบาท		
ทุนชำระแล้ว ≥ 500 ล้านบาท		
ผลการดำเนินงาน	- มีผลการดำเนินงานต่อเนื่อง ≥ 3 ปี โดยอยู่ภายใต้การจัดการของผู้บริหารส่วนใหญ่ชุดเดียวกัน ≥ 1 ปีก่อนยื่นคำขอ (กรณีรัฐวิสาหกิจนับผลการดำเนินงานก่อนแปรรูปเป็นผลการดำเนินงานที่ต่อเนื่องได้)	- มีผลการดำเนินงานต่อเนื่อง ≥ 2 ปีก่อนยื่นคำขอ กรณีผลการดำเนินงาน < 2 ปี ต้องมีผลการดำเนินงาน ≥ 1 ปี และ Market Cap ≥ 1,500 ล้านบาท

ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

หลักเกณฑ์	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
ผลการดำเนินงาน (ต่อ)	<p>- มีกำไรสุทธิในระยะเวลา 2 ปี หรือ 3 ปี ล่าสุดก่อนขึ้นค่า ขอรวมกัน ≥ 50 ล้านบาท โดยในปีล่าสุดก่อนขึ้นค่าขอ มีกำไรสุทธิ ≥ 30 ล้านบาท และมีกำไรสุทธิในงวด สะสมก่อนขึ้นค่าขอ</p>	<p>- กำไรสุทธิในปีล่าสุดก่อนขึ้นค่าขอ > 0 ไม่มีบวรวม ต้นทุนทางการเงิน</p>
ฐานะการเงิน	<p>ส่วนของผู้ถือหุ้น ≥ 300 ล้านบาท</p>	<p>ส่วนของผู้ถือหุ้น ≥ 20 ล้านบาท</p>
ความขัดแย้งทางผลประโยชน์	<p>ไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ตามหลักเกณฑ์ที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กำหนด คือ ไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ยื่นคำขอกับผู้ถือหุ้น ผู้ถือหุ้นใหญ่ และบริษัทอื่น ซึ่งมี ผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่กลุ่มเดียวกัน</p>	
การกำกับดูแลกิจการและการควบคุม ภายใน	<p>มีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีคณะกรรมการตรวจสอบ ซึ่งมีคุณสมบัติตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด จัดให้มีระบบการควบคุมภายในตามหลักเกณฑ์ที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กำหนด</p>	

ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

หลักเกณฑ์	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
งบการเงินและผู้สอบบัญชี	มีงบการเงินที่มีลักษณะและเป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนดผู้สอบบัญชีของผู้ยื่นคำขอต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์	

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2551)

หมายเหตุ. หลักเกณฑ์ข้างต้นใช้บังคับตั้งแต่วันที่ 15 ธันวาคม พ.ศ. 2551

นิยาม Strategic Shareholders คือ

1. รัฐบาล รัฐวิสาหกิจ และหน่วยงานของรัฐ
2. กรรมการ ผู้จัดการ และผู้บริหาร รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้อง
3. ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้น > ร้อยละ 5 นับรวมผู้ที่เกี่ยวข้อง
4. ผู้ถือหุ้นที่มีข้อตกลงในการห้ามขายหุ้นภายในเวลาที่กำหนด

ตารางที่ 2.2 ค่าธรรมเนียมในการจดทะเบียนหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิ

ยื่นคำขอ	ค่าธรรมเนียมแรกเข้า	ค่าธรรมเนียมรายปี
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ร้อยละ 0.05 ของทุนชำระแล้ว ขึ้นค่า 100,000 บาท	คืนแปรตามทุนชำระแล้ว แบบอัตราคงโดยขึ้นค่า 50,000 บาท ขึ้นสูง 13,000,000 บาท
ประเทศไทย	ขึ้นสูง 3,000,000 บาท	อัตราค่าธรรมเนียม
		ทุนชำระแล้ว < 200 ล้านบาท
		อัตราร้อยละ 0.035
		200 ล้านบาท < ทุนชำระแล้ว < 1,000 ล้านบาท
		อัตราร้อยละ 0.030
		1,000 ล้านบาท < ทุนชำระแล้ว < 5,000 ล้านบาท
		อัตราร้อยละ 0.025
		5,000 ล้านบาท < ทุนชำระแล้ว < 10,000 ล้านบาท
		อัตราร้อยละ 0.020
		ทุนชำระแล้ว > 10,000 ล้านบาท
		อัตราร้อยละ 0.010
ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม.เอ	ร้อยละ 0.025 ของทุนชำระแล้ว ขึ้นค่า 50,000 บาท	
ไป 25,000 บาท	ขึ้นสูง 1,500,000 บาท	ร้อยละ 0.02 ของทุนชำระแล้ว ขึ้นค่า 25,000 บาท สูง 1,500,000 บาท

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2551)

หมายเหตุ. 1. ค่าธรรมเนียมรายปีให้คำนวณตามระยะเวลาในการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน

2. ทุนชำระแล้ว ใช้ทุนชำระแล้วในส่วนของผู้สามัญ และหุ้นบุริมสิทธิที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้น ค่าธรรมเนียมการรับหุ้นเพิ่มทุน

4. ยังมีค่าธรรมเนียมค่าเพิ่ม

2.4.2 ภาพรวมของการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

การเข้าสู่สาธารณชนส่วนหนึ่งมีผลต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ เนื่องจากประเทศกำลังพัฒนาส่วนใหญ่จะใช้เป็นกลไกในการระดมทุนและพัฒนาเศรษฐกิจ แต่ตลาดทุนของประเทศไทยยังมีการพัฒนาที่ล่าช้า และมีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับประเทศต่างๆ ในภูมิภาคเอเชีย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2551) จะเห็นจากประเทศไทยมีมูลค่าตลาดรวมภายในประเทศ (Domestic Market Capitalization) ต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ณ สิ้นปี 2553 ประมาณร้อยละ 88.8 ซึ่งอยู่ในระดับต่ำกว่าประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชียที่ส่วนใหญ่มูลค่าตลาดรวมภายในประเทศต่ออัตราการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศอยู่ในระดับสูง โดยอยู่ในระดับร้อยละ 100 ขึ้นไป ซึ่งประเทศที่มีมูลค่าตลาดรวมภายในประเทศ ต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ณ สิ้นปี 2553 มากที่สุด คือ ประเทศฮ่องกง ประมาณร้อยละ 1,197.1 รองลงมาเป็นประเทศสิงคโปร์ ประมาณร้อยละ 297.7 ในขณะที่ประเทศอินโดนีเซียมีมูลค่าตลาดรวมภายในประเทศต่ออัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจน้อยที่สุดประมาณร้อยละ 51.9 (World Federation of Exchanges, 2011) ดังแสดงในตารางที่ 2.3

สำหรับการระดมทุนในตลาดแรกหรือการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกของประเทศไทยในช่วงที่ผ่านมา มีจำนวนลดลงอย่างต่อเนื่อง โดยในปี 2554 จำนวนบริษัทที่เข้าเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก มีจำนวน 12 บริษัท ลดลงจาก 56 บริษัท ในปี 2548 ในขณะที่จำนวนบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีจำนวนเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อย โดยในปี 2554 จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีจำนวนทั้งสิ้น 569 บริษัท เพิ่มขึ้นจาก 504 บริษัท ในปี 2548 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2554) ดังแสดงในตารางที่ 2.4 แต่อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาประเทศในภูมิภาคเอเชียแล้ว พบว่า จำนวนบริษัทที่เข้าตลาดใหม่ (ผ่านการเข้าสู่สาธารณชน) ในภูมิภาคเอเชีย ณ สิ้นปี 2553 ประเทศที่มีจำนวนมากที่สุด ได้แก่ ประเทศอินเดีย มีจำนวน 127 บริษัท มูลค่าตลาดของบริษัทที่เข้าใหม่ภายในประเทศเท่ากับ 100,698.7 ล้านดอลลาร์สหรัฐ รองลงมาเป็นประเทศฮ่องกง มีจำนวน 113 บริษัท โดยมูลค่าตลาดของบริษัทที่เข้าใหม่ภายในประเทศเท่ากับ 130,102.7 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ส่วนประเทศที่มีจำนวนบริษัทเข้าตลาดใหม่น้อยที่สุด ได้แก่ ประเทศฟิลิปปินส์ มีจำนวนเพียง 5 บริษัท และมีมูลค่าตลาดของบริษัทที่เข้าใหม่ภายในประเทศเท่ากับ 2,702.2 ล้านดอลลาร์สหรัฐ สำหรับประเทศไทยจำนวนบริษัทที่เข้าใหม่ ณ สิ้นปี 2553 มีจำนวนเพียง 11 บริษัท และมีมูลค่าตลาดของบริษัทที่เข้าใหม่เท่ากับ 2,040.8 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งจะเห็นได้ว่าประเทศไทยมีจำนวนบริษัทที่เข้าตลาดใหม่อยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับประเทศส่วนใหญ่ในภูมิภาคเอเชีย (World Federation of Exchanges, 2011) ดังแสดงในตารางที่ 2.5 ในส่วนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น ข้อมูลของการเสนอขายหลักทรัพย์

ในตลาดแรกสามารถที่จะแบ่งวิวัฒนาการได้ 4 ช่วง (รวี ลงกาวิ, 2550) (ดังแสดงในตารางที่ 2.6) ได้แก่

ช่วงแรก ปี 2518-2529 ซึ่งเป็นช่วงที่ตลาดมีหุ้นจองออกมาซื้อขายจำนวนน้อยมาก เพียง 20 บริษัท

ช่วงที่ 2 ปี 2530-2539 หมายถึง ช่วงที่ตลาดมีการก้าวหน้าอย่างรวดเร็ว เพราะมีการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่ออกมาอย่างต่อเนื่อง โดยมีจำนวนหุ้นจองถึง 317 บริษัท

ช่วงที่ 3 ปี 2540-2542 เป็นช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจไทยเผชิญกับภาวะวิกฤตทางการเงินทำให้การเสนอขายหุ้นจองซบเซา โดยมีจำนวนหุ้นจองเพียง 8 บริษัท

ช่วงที่ 4 ปี 2543-2548 เป็นช่วงหลังวิกฤตทางการเงิน ซึ่งเริ่มมีการเสนอขายหุ้นจองออกมาอย่างต่อเนื่อง โดยมีจำนวนหุ้นจองเท่ากับ 123 บริษัท

ในการศึกษาคำถามวิจัยข้อที่ 1 เกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ผู้วิจัยได้เลือกทำการศึกษาในช่วงที่ 4 ปี 2543-2548 เนื่องจากเป็นช่วงหลังเกิดวิกฤตทางการเงินของประเทศไทยและเอเชีย ประกอบกับบริษัทที่ได้รับผลกระทบจากวิกฤตทางการเงินเริ่มมีการปรับโครงสร้างทางการเงินของตนเองให้เข้าสู่ภาวะปกติรวมทั้งในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาบริษัทมีการเข้าสู่สาธารณชนเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง จึงทำให้เป็นช่วงที่มีความน่าสนใจ และมีข้อมูลที่มากเพียงพอสำหรับการศึกษาในครั้งนี้

ตารางที่ 2.3 มูลค่าตลาดรวมภายในประเทศต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ณ สิ้นปี 2553

ประเทศ	GDP (พันล้านดอลลาร์สหรัฐ)	มูลค่าตลาดภายในประเทศ (พันล้านดอลลาร์สหรัฐ)	ร้อยละ
เกาหลี	986.3	1,091.91	110.7
มาเลเซีย	219.0	408.69	186.7
สิงคโปร์	217.4	647.22	297.7
ไต้หวัน	427.0	818.49	191.7
ไทย	312.6	277.73	88.8
อินโดนีเซีย	695.1	360.39	51.9
ฟิลิปปินส์	189.1	157.32	83.2

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ประเทศ	GDP (พันล้านดอลลาร์สหรัฐ)	มูลค่าตลาดภายในประเทศ (พันล้านดอลลาร์สหรัฐ)	ร้อยละ
ฮ่องกง	226.5	2,711.32	1,197.1
อินเดีย	1,430.0	1,596.63	111.7

ที่มา: รายงานประจำปีของ World Federation of Exchanges (2011)

ตารางที่ 2.4 จำนวนการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกของประเทศไทย เป็นรายปี ตั้งแต่ปี 2543-2554

ปี	ตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย (บริษัท)	ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (บริษัท)	รวม (บริษัท)	จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์ (บริษัท)
2543	2	-	2	381
2544	7	3	10	385
2545	18	6	24	398
2546	23	6	29	420
2547	36	14	50	463
2548	42	14	56	504
2549	16	6	22	518
2550	11	6	17	523
2551	14	3	17	525
2552	7	11	18	535
2553	4	7	11	541
2554	5	7	12	569

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2555)

ตารางที่ 2.5 จำนวนบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด จำนวนบริษัทที่เข้าใหม่ มูลค่าตลาดภายในประเทศ
ต่างๆ และมูลค่าตลาดของบริษัทที่เข้าใหม่ ณ สิ้นปี 2553

ประเทศ	จำนวนบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด (บริษัท)	จำนวนบริษัทที่เข้าใหม่ (บริษัท)	มูลค่าตลาดภายในประเทศ (ล้านดอลลาร์สหรัฐ)	มูลค่าตลาดของบริษัทที่เข้าใหม่ ภายในประเทศ (ล้านดอลลาร์สหรัฐ)
เกาหลี	1,798	107	1,091,911.5	42,687.0
มาเลเซีย	956	29	408,689.1	20,279.3
สิงคโปร์	778	36	647,226.4	15,525.3
ไต้หวัน	784	41	818,490.5	21,067.5
ไทย	541	11	277,731.7	2,040.8
อินโดนีเซีย	420	23	360,388.1	19,084.8
ฟิลิปปินส์	253	5	157,320.5	2,702.2
ฮ่องกง	1,413	113	2,711,316.2	130,102.7
อินเดีย	1,552	127	1,596,625.3	100,698.7

ที่มา: รายงานประจำปีของ World Federation of Exchanges (2011)

ตารางที่ 2.6 การแบ่งวิวัฒนาการของหุ้นจองในประเทศไทยตามช่วงเวลา

วิวัฒนาการ	ช่วงเวลา (ปี)	จำนวนหุ้นจอง (บริษัท)	จำนวนหุ้นจองเฉลี่ยต่อปี
เริ่มต้น	2518-2529	20	2.2
ช่วงเติบโต	2530-2539	317	31.7
ช่วงวิกฤต	2540-2542	8	2.0
ช่วงหลังวิกฤต	2543-2548	123	20.5

ที่มา: รวี ลงกาวิ (2550)

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น สรุปได้ว่าการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก จะต้องมีการขึ้นตอนและหลักเกณฑ์ตามที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด โดยรวมแล้วสามารถสรุปได้ว่ามีทั้งหมด 5 ขั้นตอน ได้แก่ (1) การแต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงินและแต่งตั้งผู้สอบบัญชี (2) การแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชน (3) การยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และยื่นคำขอจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ (4) การกระจายหุ้นต่อประชาชน และ (5) การเข้าซื้อขาย/เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ สำหรับหลักเกณฑ์การนำหุ้นสามัญเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น จะประกอบไปด้วย 9 เรื่องด้วยกัน ได้แก่ 1. สถานะ 2. ทุนชำระแล้วเฉพาะหุ้นสามัญ 3. การกระจายการถือหุ้นรายย่อย 4. การเสนอขายหุ้นต่อสาธารณชน 5. ผลการดำเนินงาน 6. ฐานะการเงิน 7. ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ 8. การกำกับดูแลกิจการและการควบคุมภายใน และ 9. งบการเงินและผู้สอบบัญชี ซึ่งแต่ละบริษัทที่เสนอขายหุ้นนั้นต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ดังกล่าว แต่อย่างไรก็ตามหลักเกณฑ์การนำหุ้นสามัญเข้าจดทะเบียนตามข้างต้นสามารถผ่อนผันเกณฑ์คุณสมบัติในเชิงตัวเลขได้ หากบริษัทที่ยื่นคำขอเป็นประโยชน์ต่อตลาดทุนของประเทศไทย ได้แก่ 1. ทุนชำระแล้ว 2. การกระจายการถือหุ้นรายย่อย 3. ผลการดำเนินงาน และ 4. ฐานะการเงินและสภาพคล่อง

สำหรับภาพรวมของการเข้าสู่สาธารณชนของประเทศไทยนั้นยังมีการพัฒนาที่ล่าช้าและมีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับประเทศต่างๆ ในภูมิภาคเอเชีย ในขณะที่การระดมทุนในตลาดแรกหรือการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกในช่วงที่ผ่านมา มีจำนวนลดลงอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้จำนวนบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์มีจำนวนเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อยเท่านั้น ซึ่งเมื่อพิจารณาเปรียบเทียบระหว่างประเทศในภูมิภาคเอเชียกับประเทศไทยนั้นพบว่า มีจำนวนบริษัทที่เข้าตลาดใหม่อยู่ในระดับที่สูงกว่าประเทศไทย

2.5 ประโยชน์ของการเข้าสู่สาธารณชน

การเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทหรือการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกเป็นการหาเงินทุนที่ได้จากภายนอก ซึ่งเป็นไปตามหลักทางทฤษฎีลำดับขั้นที่อธิบายว่าบริษัทมีการใช้เงินตามลำดับ จากแหล่งเงินที่มีต้นทุนต่ำไปหาแหล่งเงินที่มีราคาสูง เนื่องจากแหล่งเงินทุนภายนอกเป็นสิ่งที่มีความเสี่ยงสูง โดยทางการเงินและเศรษฐศาสตร์มหภาคต่างให้การสนับสนุนและเห็นด้วยกับทฤษฎีลำดับขั้นนี้ (Ritter, 2001) จึงทำให้บริษัทพยายามหลีกเลี่ยงที่จะใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอก แต่จะเลือกใช้เมื่อมีความจำเป็นหากแหล่งเงินทุนจากภายในไม่เพียงพอ โดยอาจจะอาศัยเงินทุนที่ได้มาจากการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกเป็นทางเลือกสำหรับบริษัท ซึ่งในการศึกษาที่ผ่านมาเกี่ยวกับการเข้าสู่สาธารณชนเริ่มต้นจากของ Pagano et al. (1998) มีการกล่าวอ้างถึง

ทางด้านประโยชน์และต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชนประกอบในการศึกษา จึงทำให้มีนักวิชาการหลายท่านได้นำประโยชน์และต้นทุนมาสร้างเป็นกรอบแนวคิดขึ้นมาและมีการกล่าวอ้างถึงอย่างต่อเนื่อง เช่น Albormoz and Pope (2004), Fischer (2000), Mayur and Kumar (2006), Pannemans (2002) ในการศึกษาครั้งนี้เพื่อให้ได้กรอบแนวคิดและตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ผู้วิจัยจึงนำแนวทางดังกล่าวมาใช้ในการวิจัยครั้งนี้ด้วย

ดังนั้นในส่วนนี้ผู้วิจัยได้อธิบายเกี่ยวกับประโยชน์ของการเข้าสู่สาธารณชน เช่นเดียวกับการวิจัยที่ผ่านมาทั้งในทวีปอเมริกา ยุโรป และเอเชีย (Albormoz & Pope, 2004; Bancel & Mittoo, 2008; Fischer, 2000; Mayur & Kumar, 2006; Pagano et al., 1998; Pannemans, 2002; Rosen, Smart, & Zutter, 2005) เพราะเป็นสิ่งที่บริษัทนำมาพิจารณาระหว่างประโยชน์ที่จะได้รับในการเข้าสู่สาธารณชน และต้นทุนที่เกิดขึ้นในระหว่างการเข้าสู่สาธารณชน ก่อนที่บริษัทตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน ในการทบทวนวรรณกรรมนี้ผู้วิจัยได้แบ่งประโยชน์ของการเข้าสู่สาธารณชน ออกเป็น 6 หัวข้อด้วยกัน ดังนี้

- (1) ต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital)
 - (2) ต้นทุนของการกู้ยืมเงิน และความยืดหยุ่นทางการเงิน (Costs of Borrowing and Financial Flexibility)
 - (3) แหล่งเงินทุนสำหรับโอกาสในการเติบโต (Funding for Growth Opportunity)
 - (4) โอกาสหรือจังหวะเวลาในการเข้าตลาด (Market-timing)
 - (5) ความมีชื่อเสียง และการเป็นที่รู้จัก (Reputation and Recognition)
 - (6) การทดแทนแหล่งเงินทุนภายใน (Internal Capital Market)
- โดยแต่ละส่วนมีรายละเอียด ดังต่อไปนี้

2.5.1 ต้นทุนของเงินทุน

การดำเนินธุรกิจต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นธุรกิจใดก็ตามบริษัทต่างต้องการที่จะได้รับต้นทุนของเงินทุนที่อยู่ในระดับต่ำสำหรับใช้ในการดำเนินธุรกิจ เพื่อการเติบโตของบริษัทในปัจจุบันและอนาคต โดยบริษัทนั้นจะทำการหาแหล่งเงินทุนที่มาจากภายในก่อนเป็นสิ่งแรก รองลงมาจะเป็นแหล่งเงินทุนที่ได้มาจากหนี้ และหุ้น ตามลำดับ ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีที่เกี่ยวกับต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำ คือ ทฤษฎีลำดับขั้นของ Myers (1984) และ Myers and Majluf (1984) ดังนั้นบริษัทต้องการใช้เงินที่มีอยู่ภายในก่อน เพื่อไม่ให้เกิดต้นทุนของเงินทุน แต่อย่างไรก็ตามหากบริษัทต้องหาแหล่งเงินทุนภายนอกจากการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก บริษัทต้องเผชิญกับต้นทุนของเงินทุนที่จะเกิดขึ้น ซึ่งอาจจะอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าการกู้ยืมเงินจากธนาคารพาณิชย์

ทั้งนี้ในการเข้าสู่สาธารณชน เป็นสิ่งที่บริษัทได้รับเงินทุนจากภายนอก ซึ่งสามารถเป็นตัวขับเคลื่อนที่สำคัญของ โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม และได้รับต้นทุนของเงินทุนที่อยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากการเข้าสู่สาธารณชนทำให้บริษัทนั้นสามารถลดภาระหนี้สินลงได้ภายหลังจากบริษัทมีการเข้าสู่สาธารณชนแล้ว โดยบริษัทนำเงินที่ได้รับจากการเข้าสู่สาธารณชนไปปรับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในส่วนที่เป็นหนี้สิน ส่งผลให้บริษัทเกิด โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมขึ้น (Bancel & Mittoo, 2008; Brau & Fawcett, 2006; Kim & Weishbash, 2005; Pagano et al., 1998)

นอกจากนี้การจัดการหาเงินทุนเพื่อใช้สำหรับในบริษัทมีวิธีการหลากหลาย เช่น การออกหุ้นสามัญ การกู้ยืมเงินจากธนาคาร เป็นต้น โดยการออกหุ้นสามัญหรือการเข้าสู่สาธารณชน เป็นวิธีหนึ่งที่ทำให้บริษัทสามารถได้รับต้นทุนทางการเงิน โดยตรงที่มีราคาต่ำได้จากตลาดทุน ซึ่งสามารถลดต้นทุนของเงินทุน เนื่องจากเงินทุนจากการเข้าสู่สาธารณชนนั้นเป็นเงินทุนปราศจากตัวกลางทางการเงิน เช่น ธนาคาร (Diamond, 1991; Holmstrom & Tirole, 1993) เพราะการจัดการหาเงินทุนด้วยการเข้าสู่สาธารณชนเป็นการจัดหาเงินทุนของบริษัทที่เกิดขึ้นระหว่างบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และสาธารณชน หรือประชาชนทั่วไปเท่านั้น สอดคล้องกับการศึกษาของ Bancel and Mittoo (2008) พบว่า เงินทุนที่เพิ่มขึ้นด้วยการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก สามารถลดต้นทุนเงินทุนได้มากกว่าบริษัทที่ไม่ได้มีการจัดหาเงินทุนจากการเข้าสู่สาธารณชน ดังนั้นจากที่กล่าวมาข้างต้นเกี่ยวกับต้นทุนของเงินทุน สรุปได้ว่าประโยชน์ของการเข้าสู่สาธารณชนสามารถทำให้บริษัทได้รับต้นทุนทางการเงินที่อยู่ในระดับต่ำ

2.5.2 ต้นทุนของการกู้ยืมเงิน และความยืดหยุ่นทางการเงิน

การเข้าสู่สาธารณชนเป็นประโยชน์ในการเพิ่มความยืดหยุ่นทางการเงินของบริษัท โดยบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนสามารถเพิ่มอำนาจในการแลกเปลี่ยนกับธนาคารและผู้ให้สินเชื่อทางการเงิน ซึ่งจะส่งผลให้ต้นทุนของสินเชื่อทางบริษัทหรือต้นทุนในการกู้ยืมเงินลดลง (Bancel & Mittoo, 2008; Rajan, 1992) เนื่องจากบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนสามารถมีอำนาจในการต่อรองกับธนาคารได้มากขึ้นในเรื่องอัตราดอกเบี้ยที่สามารถปรับลดลง จะส่งผลทำให้ลดต้นทุนเงินทุนของการกู้ยืมเงิน ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Pagano et al. (1998) พบว่า บริษัทของอิตาลีที่เข้าสู่สาธารณชนแล้วสามารถลดต้นทุนสินเชื่อลงได้ประมาณร้อยละ 0.30 เป็นสิ่งที่แสดงให้เห็นว่าการเข้าสู่สาธารณชนมีประโยชน์ที่สามารถลดต้นทุนในการกู้ยืมเงินของบริษัท

นอกจากนี้การเพิ่มความยืดหยุ่นทางการเงินเป็นประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการเข้าสู่สาธารณชน โดยเจ้าของเดิมจะหลีกเลี่ยงการใช้เงินทุนของตนเองในการนำเงินนั้นไปลงทุน แต่จะใช้เงินทุนที่ได้มาจากภายนอกแทน เนื่องจากบริษัทที่มีการเติบโตในระดับสูงมีแนวโน้มเกี่ยวกับความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้น ดังนั้นเจ้าของเดิมจึงใช้วิธีการหาเงินทุนจากภายนอก โดยการนำบริษัทของ

ตนเองเข้าสู่สาธารณชนแล้วนำเงินทุนที่ได้นั้นมาใช้เพื่อการเติบโตของธุรกิจ และการขยายการลงทุนของบริษัทต่อไป ทั้งนี้จะเห็นได้ว่าการเข้าสู่สาธารณชนนี้จึงเป็นวิธีที่สามารถเพิ่มความยืดหยุ่นทางการเงินให้กับบริษัทได้ในเรื่องแหล่งเงินทุนที่ได้รับจากภายนอก (Huyghebaert & Hulle, 2005; Bancel & Mittoo, 2008) สอดคล้องกับการศึกษาของ Fischer (2000) เห็นว่าบริษัทต้องการเงินทุนที่ได้จากการขายหุ้น และเลือกที่เข้าสู่สาธารณชน เนื่องจากบริษัทไม่สามารถหาแหล่งเงินทุนอื่นได้

อย่างไรก็ตามการเข้าสู่สาธารณชนเกิดขึ้นจากบริษัทต้องการจัดหาเงินทุนจากภายนอกมาทดแทนการใช้เงินทุนของตนเอง ทำให้เกิดความยืดหยุ่นทางการเงินขึ้น ซึ่งไม่ได้เกิดขึ้นเฉพาะกับการขาดแคลนเงินจากภายในเพียงอย่างเดียว นอกจากนี้ยังพบว่าความยืดหยุ่นทางการเงินมีส่วนที่เชื่อมโยงถึงสัดส่วนหนี้สินบริษัทที่เกี่ยวข้องกับการเข้าสู่สาธารณชน ซึ่งมีข้อโต้แย้งอยู่ 2 กลุ่ม คือ กลุ่มที่ 1 เห็นว่าสัดส่วนของหนี้สินเป็นประโยชน์ที่ได้รับจากการเข้าสู่สาธารณชน และกลุ่มที่ 2 เห็นว่าสัดส่วนของหนี้สินเป็นอุปสรรคในการเข้าสู่สาธารณชน โดยกลุ่มที่ 1 พบว่าจากทฤษฎีลำดับขั้นของ Myers (1984) และ Myers and Majluf (1984) เห็นว่าสัดส่วนหนี้สินของบริษัทเป็นข้อจำกัดหนึ่งในการเพิ่มหนี้สินทางการเงินหากบริษัทมีสัดส่วนหนี้สินอยู่ในระดับสูง เนื่องจากผู้ให้สินเชื่อหรือธนาคารมีการรับรู้ที่สัดส่วนหนี้สินที่อยู่ในระดับสูง อาจมีความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นต่อการให้สินเชื่อทางการเงิน ดังนั้นธนาคารหรือผู้ให้สินเชื่อจึงหลีกเลี่ยงในการปล่อยกู้ให้กับบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินสูง ซึ่งการเข้าสู่สาธารณชนจึงเป็นทางเลือกให้บริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินสูงในการจัดหาเงินทุนโดยการนำบริษัทเข้าสู่สาธารณชนแทน ในขณะที่กลุ่มที่ 2 เห็นว่าสัดส่วนของหนี้สินที่อยู่ในระดับสูง ทำให้เป็นอุปสรรคสำหรับการเข้าสู่สาธารณชน เนื่องจากสัดส่วนหนี้สินที่บริษัทมีอยู่สูง จะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัทในการเสนอขายหุ้น และทำให้ไม่มีความน่าสนใจของนักลงทุน ดังนั้นจึงทำให้บริษัทไม่เลือกเข้าสู่สาธารณชนสอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมาของ Albormoz and Pope (2004), Fischer (2000), Mayur and Kumar (2006)

2.5.3 แหล่งเงินทุนสำหรับโอกาสในการเติบโต

เมื่อบริษัทมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง และบริษัทมีแหล่งเงินทุนจากภายในที่มาจากเงินสดไม่เพียงพอสำหรับการลงทุน สิ่งที่บริษัทดำเนินการ คือการหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกเพื่อให้ได้เงินทุนมาสำหรับใช้ในบริษัท โดยที่การเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกเป็นวิธีหนึ่งที่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกเพื่อการเติบโตทางการเงินในการลงทุนของบริษัทได้ และโอกาสในการเติบโตในการลงทุนเป็นประโยชน์ที่สำคัญที่สุดในบริษัทจากการเข้าสู่สาธารณชน (Bancel & Mittoo, 2008; Pagano & Röell, 1998) เนื่องจากส่วนใหญ่การเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทมีวัตถุประสงค์เบื้องต้นเพื่อต้องการเพิ่มแหล่งเงินทุนใหม่สำหรับการเติบโต (Ritter & Welch,

2002) สอดคล้องกับ Kim & Weishbash (2005) ทำการศึกษาตัวอย่างของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน จำนวน 16,958 ตัวอย่าง ระหว่างช่วงปี 1990-2003 ใน 38 ประเทศ พบว่าร้อยละ 79.4 ของเงินที่เพิ่มขึ้นนั้นมาจากการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทเพื่อการลงทุนและการเติบโตทางการเงิน และ สอดคล้องกับการศึกษาของ Fischer (2000) กล่าวว่าไว้ว่าการเข้าสู่สาธารณชนสามารถเพิ่มการเติบโต และการใช้จ่ายในการลงทุนของบริษัทในประเทศเยอรมนี

นอกจากนี้ยังมีการศึกษาของ Bancel and Mittoo (2008) เห็นว่าบริษัทที่ได้รับเงินทุนเพิ่มขึ้นจากการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยรายปีในรูปของ สินทรัพย์ มูลค่าทางการตลาด และจำนวนพนักงานในบริษัทสูงกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับเงินทุนด้วยการ เข้าสู่สาธารณชน จากเหตุผลดังกล่าวข้างต้นทำให้เห็นประโยชน์ในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัท ที่มีต่อแหล่งเงินทุนสำหรับการเติบโต ดังนั้นการเข้าสู่สาธารณชนมีความสัมพันธ์ทางบวกกับ โอกาสในการเติบโตและการลงทุน (Bancel & Mittoo, 2008; Brau & Fawcett, 2006; Kim & Weishbash, 2005; Mikkelson et al., 1997) ในขณะที่มีข้อโต้แย้งจากนักวิชาการอีกกลุ่มที่เห็นว่าการ เข้าสู่สาธารณชนนั้น ไม่ได้เป็นแหล่งเงินทุนสำหรับการเติบโต แต่เพื่อเป็นการปรับสมดุลของ สัดส่วนหนี้สินของบริษัทภายหลังจากการเข้าสู่สาธารณชนแล้ว (Pagano et al., 1998)

2.5.4 โอกาสและจังหวะเวลาในการเข้าตลาด

การเข้าสู่สาธารณชนมีบางปัจจัยที่บริษัทนำมาพิจารณา คือช่วงเวลาในการเข้าสู่ สาธารณชน เนื่องจากมีผลต่อราคาหุ้นที่กำลังจะออกเสนอขาย ซึ่งตามสมมติฐานของ Window of opportunity ซึ่งให้เห็นว่าผู้จัดการใช้ข้อมูลที่มีมากกว่าเพื่อเลือกจังหวะเวลาในการเสนอขายหุ้นให้ ประชาชนทั่วไปครั้งแรกและความได้เปรียบที่เป็นไปตามเงื่อนไขของตลาด เพื่อให้ราคาหุ้นเป็นที่ คึงคุดใจต่อการลงทุนของนักลงทุน ดังนั้นบริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนเมื่อมีความสอดคล้องกับ จังหวะเวลาในช่วงระยะเวลาที่มีการเสนอขายหุ้น โดยทางด้านจังหวะเวลาที่เหมาะสมนั้นบริษัทผู้ที่ ต้องการออกหลักทรัพย์จะมีการพิจารณาการเข้าสู่สาธารณชนจากบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรม เดียวกัน หากบริษัทในกลุ่มมีราคาตลาดที่สูง ทำให้บริษัทที่ต้องการออกหลักทรัพย์สามารถประเมิน ราคาบริษัทของตนเองได้ในระดับสูงเช่นกันเมื่อเทียบกับบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน ซึ่งมีความ เป็นไปได้ที่บริษัทอาจต้องการเข้าสู่สาธารณชน (Ritter, 1991) นอกจากนี้ยังพบว่าหาก อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของอุตสาหกรรมอยู่ในระดับสูง ทำให้นักลงทุนมีการ ประเมินโอกาสในการขยายตัวทางธุรกิจของบริษัทสำหรับอนาคตในทิศทางที่ดี ส่งผลให้บริษัทมี แรงจูงใจในการเข้าสู่สาธารณชน ซึ่งการพิจารณาบริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกันนั้น ได้ใช้ปัจจัย ทางด้านอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของอุตสาหกรรมเป็นตัวแทนในการวัดมูลค่าตลาด ของอุตสาหกรรม โดยสอดคล้องกับการศึกษาที่ผ่านมา พบว่าอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทาง

บัญชีมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการเข้าสู่สาธารณชนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (Pagano et al., 1998)

นอกจากนี้ยังพบความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายที่ได้รับข้อมูลข่าวสารไม่เหมือนกันหรือไม่เท่าเทียมกัน โดยส่วนใหญ่ผู้ขายจะมีข้อมูลมากกว่าผู้ซื้อ ผลที่ตามมาจากความไม่สมมาตรของข้อมูล คือ ทำให้เกิดการปกปิดข้อมูล (Adverse Selection) และจากการศึกษาของ Bancel and Mittoo (2008) ได้อ้างอิงสมมติฐานจังหวะเวลาของตลาดไว้ว่าจังหวะเวลาของตลาดเป็นเวลาที่ดีที่สุดในการเลือกเข้าสู่สาธารณชน เพื่อให้ได้ราคาจำหน่ายที่ดีที่สุด ซึ่งได้รับประโยชน์จากการประเมินมูลค่าของอุตสาหกรรม โดยเฉพาะธุรกิจที่มีเทคโนโลยีสูง และเมื่อความสามารถในการทำกำไรสูงจะเป็นสัญญาณของคุณภาพธุรกิจที่มีความน่าเชื่อถือ เป็นผลของ Adverse Selection (Diamond, 1991) ทั้งนี้ยังพบว่าความสามารถในการทำกำไรถูกสนับสนุนด้วยทฤษฎีของจังหวะเวลาตลาด จากนักวิชาการ Ritter (1991) กล่าวว่าบริษัทอาจมีความได้เปรียบทางด้านความสามารถในการทำกำไรที่แสดงออกมาในการเข้าสู่สาธารณชนเพิ่มขึ้นเพียงชั่วคราวเท่านั้น ทำให้นักลงทุนจะรับรู้ความสามารถในการทำกำไรที่สูงและราคาหุ้นที่มากเกินไปจนเกินความเป็นจริง

ดังนั้นบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรอยู่ในระดับดีจะเป็นโอกาสในการขายหุ้นให้กับนักลงทุน แสดงให้เห็นว่าถ้าความสามารถในการทำกำไรสูงเพิ่มความเป็นไปได้ของการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัท (Fischer, 2000; Pagano et al., 1998; Shen & Wei, 2007) ในขณะที่นักวิชาการอีกกลุ่มได้โต้แย้งว่าถ้าความสามารถในการทำกำไรสูงมากอาจจะลดความต้องการเข้าสู่สาธารณชน เนื่องจากบริษัทสามารถใช้เงินในการลงทุนจากกำไรสะสม (Retained Earnings) ที่มีอยู่ของบริษัทก่อนซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีลำดับขั้น (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984)

2.5.5 ความมีชื่อเสียง และการเป็นที่รู้จัก

สิ่งที่บริษัทต้องการในการเข้าสู่สาธารณชน คือ การเป็นที่รู้จักของนักลงทุนหรือบุคคลภายนอก ซึ่งเป็นประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการเข้าสู่สาธารณชน เนื่องจากทำให้ต้นทุนของบริษัทอยู่ในระดับต่ำและเพิ่มมูลค่าของหุ้นขึ้น (Bancel & Mittoo, 2008; Merton, 1987)

โดยนักวิชาการมีความเห็นว่าความมีชื่อเสียง และการเป็นที่รู้จัก เป็นสิ่งที่ทำให้บริษัทเลือกเข้าสู่สาธารณชน จากการศึกษาของ Maksimovic & Pichler (2001) ทำการศึกษาในตลาดสินค้า เห็นว่าการเป็นที่รู้จัก การมีชื่อเสียง และความน่าเชื่อถือที่ได้รับจากการเข้าสู่สาธารณชน ทำให้บริษัทกลายเป็นผู้นำในอุตสาหกรรมมากกว่าผู้ตาม โดยมีความได้เปรียบในการเลือกกลยุทธ์เป็นคนแรกและได้รับประโยชน์ที่มีมูลค่าสูงสำหรับการเข้าสู่สาธารณชนเพื่อเงินทุนที่เพิ่มขึ้น และจากการศึกษาของ Bancel and Mittoo (2008) พบว่าในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทที่มีเทคโนโลยีสูง

ได้รับผลประโยชน์ของการเพิ่มระดับการรับรู้จากภายนอกและเพิ่มชื่อเสียงมากกว่าบริษัทที่มีเทคโนโลยีต่ำ รวมทั้งยังสามารถเพิ่มเงินทุนสำหรับการเติบโตของบริษัทด้วยเช่นกัน

ดังนั้นการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกของบริษัทเป็นประโยชน์ทางด้านการเพิ่มชื่อเสียงของบริษัทและการเป็นที่รู้จัก (Bancel & Mittoo, 2008; Brau et al., 2005; Maksimovic & Pichler, 2001) สามารถตีความได้ว่าบริษัทที่มีอายุน้อยและมีการเติบโตอยู่ในระดับต่ำขอประโยชน์ที่ได้รับจากการเป็นที่รู้จักของนักลงทุนและคาดหวังในการเติบโตทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับโครงการลงทุน

2.5.6 การทดแทนแหล่งเงินทุนภายใน

กระแสเงินสดของบริษัทที่มีอยู่ในระดับสูง ทำให้บริษัทไม่ต้องอาศัยแหล่งเงินจากภายนอกและผ่อนคลายจากข้อจำกัดทางการเงิน อันเป็นผลมาจากความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ดังนั้นบริษัทจะหลีกเลี่ยงเงินทุนจากภายนอกเพราะมีต้นทุนตัวแทนที่สูงกว่าเงินทุนจากภายใน โดยกระแสเงินสด (Cash Flow) ของบริษัทที่อยู่ในระดับสูง ทำให้ลดความเป็นไปได้ในการเข้าสู่สาธารณชนและจะใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอกภายหลังจากที่ไม่สามารถจัดหากระแสเงินสดได้เพียงพอ (Myers & Majluf, 1984) สอดคล้องกับการศึกษาของ Aslan and Kumar (2007) เห็นว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดในระดับต่ำมีความเป็นไปได้ที่เข้าสู่สาธารณชน เนื่องจากเห็นว่าการเข้าสู่สาธารณชนเพื่อต้องการทดแทนแหล่งเงินทุนจากภายในที่มีไม่เพียงพอต่อการเติบโตของบริษัทในอนาคต

ทั้งนี้บางครั้งแหล่งเงินทุนภายในที่มีอยู่อาจไม่เพียงพอต่อความต้องการของบริษัท ส่งผลให้บริษัทขาดแคลนกระแสเงินสด ซึ่งการเป็นสมาชิกของกลุ่มธุรกิจทำให้บริษัทอาจได้รับเงินทุนสนับสนุนจากแหล่งเงินทุนภายในที่เป็นสมาชิกของกลุ่มธุรกิจด้วยกัน โดยกลุ่มธุรกิจมีการกระจายทรัพยากรให้กับสมาชิกของธุรกิจ ประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากกลุ่มธุรกิจ หนึ่งในนั้น คือ การออกหุ้นใหม่หรือการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกจากสมาชิกของกลุ่มธุรกิจที่เข้าสู่สาธารณชนและนำเงินที่ได้รับมาจัดสรรให้กับสมาชิกของกลุ่ม (George & Kabir, 2008)

ดังนั้นจากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น ผู้วิจัยสรุปได้ว่า ในการเข้าสู่สาธารณชนหรือการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก บริษัทมีการพิจารณาถึงทางด้านประโยชน์ของการเข้าสู่สาธารณชน ไม่ว่าจะเป็นทางด้านต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำ โดยบริษัทต้องการที่เข้าสู่สาธารณชนเพื่อได้รับต้นทุนเงินทุนของบริษัทอยู่ในระดับต่ำ หลังจากที่แหล่งเงินทุนจากภายในหมดสิ้นไป ในขณะที่แหล่งเงินที่ได้รับจากภายนอกจากการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทปราศจากการเข้าแทรกแซงจากธนาคาร จึงเป็นประโยชน์สำหรับบริษัทที่ได้รับต้นทุนทางการเงินที่อยู่ในระดับต่ำ นอกจากนี้ประโยชน์ที่ได้รับยังมีต้นทุนของการกู้ยืมเงินและความยืดหยุ่นทางการเงิน ซึ่งเป็นสิ่งที่มี

ประโยชน์ต่อบริษัท เนื่องจากหลังเข้าสู่สาธารณชนแล้วบริษัทสามารถมีอำนาจในการต่อรองกับธนาคารและสินเชื่อทางการเงินเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยมากขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนสินเชื่อของธุรกิจลดลง ในขณะที่ประโยชน์ทางการเป็นแหล่งเงินทุนสำหรับโอกาสในการเติบโตเป็นอีกทางหนึ่งในการที่บริษัทใช้พิจารณาเพื่อตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน โดยที่เมื่อบริษัทมีการเติบโตอย่างต่อเนื่องและแหล่งเงินทุนที่มาจากภายในไม่เพียงพอต่อการลงทุน จึงทำให้บริษัทต้องหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก ดังนั้นการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทเป็นวิธีหนึ่งที่ได้เงินทุนสำหรับการเติบโต โดยพบว่าเงินทุนของบริษัทที่ได้มาจากภายนอกส่วนใหญ่มาจากการเข้าสู่สาธารณชน

นอกจากนี้การเข้าสู่สาธารณชนยังพิจารณาทางด้านโอกาสและจังหวะเวลาที่เหมาะสม เนื่องจากมีผลต่อราคาหุ้นและความสนใจของนักลงทุน ซึ่งหากอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของอุตสาหกรรมในขณะนั้นอยู่ในระดับสูง ทำให้นักลงทุนเห็นถึงการเติบโตของธุรกิจในอนาคต และเป็นที่ต้องการของนักลงทุนส่งผลให้บริษัทอาจตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน ส่วนประโยชน์เกี่ยวกับความมีชื่อเสียงและการเป็นที่รู้จัก เป็นสิ่งที่เกิดขึ้นในช่วงหลังบริษัทเข้าสู่สาธารณชน เนื่องจากเป็นที่รู้จักของนักลงทุนหรือบุคคลภายนอกมากขึ้น ทำให้มีต้นทุนของธุรกิจอยู่ในระดับต่ำและสามารถเพิ่มมูลค่าของหุ้นได้ สำหรับประโยชน์ในการทดแทนแหล่งเงินทุนภายใน บริษัทจะอาศัยแหล่งเงินทุนจากภายในก่อน และบริษัทจะอาศัยแหล่งเงินทุนภายนอกเป็นการทดแทนแหล่งเงินทุนภายในที่ไม่เพียงพอ โดยที่หากกระแสเงินสดของบริษัทอยู่ในระดับสูง บริษัทลดความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชน แต่หากกระแสเงินสดไม่เพียงพอจะใช้แหล่งเงินทุนจากการเข้าสู่สาธารณชนแทน ทั้งนี้ประโยชน์ในการเข้าสู่สาธารณชนที่กล่าวมาข้างต้นสามารถเป็นแรงกระตุ้นให้กับบริษัทเพื่อตัดสินใจในการเข้าสู่สาธารณชน

สำหรับในส่วนต่อไปจะเป็นการกล่าวถึงต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชน ซึ่งมีความสำคัญในการตัดสินใจของบริษัทที่จะเลือกเข้าสู่สาธารณชนเช่นกัน

2.6 ต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชน

ต้นทุนในการเข้าสู่สาธารณชนเป็นสิ่งที่หลีกเลี่ยงไม่ได้ เนื่องจากเป็นส่วนหนึ่งของกระบวนการในการนำบริษัทเข้าสู่สาธารณชน ซึ่งต้นทุนในการเข้าสู่สาธารณชนนั้นได้ถูกนำมาพิจารณาก่อนที่บริษัทจะตัดสินใจขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก จากงานวิจัยที่ผ่านมาต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชนมีการนำมาสร้างเป็นกรอบแนวคิดควบคู่กับประโยชน์ของการเข้าสู่สาธารณชน ซึ่งได้มีการกล่าวถึงก่อนหน้านี้แล้ว โดยต้นทุนในการเข้าสู่สาธารณชนที่เกิดขึ้นในกระบวนการแบ่งออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่ 1. ต้นทุนทางตรง (Direct Costs) ได้แก่ ค่าใช้จ่ายในการบริหาร ค่าธรรมเนียมต่างๆ (ค่าธรรมเนียมในการยื่นคำขอ ค่าธรรมเนียมแรกเข้า ค่าธรรมเนียมราย

ปี) ค่ากิจกรรมส่งเสริมการขาย (Road show) ค่าจ้างผู้ตรวจสอบบัญชี ค่าจ้างที่ปรึกษาทางการเงิน และค่าจ้างผู้จัดจำหน่ายหุ้น เป็นต้น ซึ่งเป็นต้นทุนที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ในกระบวนการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก และ 2. ต้นทุนทางอ้อม (Indirect Costs) เป็นต้นทุนอื่นๆ ที่นอกเหนือจากต้นทุนทางตรง ได้แก่ การสูญเสียความลับเนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลที่มากขึ้น และต้องปฏิบัติตามระเบียบ ข้อบังคับ หรือ/และกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการเป็นบริษัทมหาชนในตลาดหลักทรัพย์

ทั้งนี้เมื่อพิจารณาในส่วนของต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชน นอกจากที่กล่าวมาข้างต้นแล้ว ผู้วิจัยได้พบทวนวรรณกรรม โดยมีทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับต้นทุนการเข้าสู่สาธารณชน ดังนี้

2.6.1 ความไม่สมมาตรของข้อมูล

โดยทั่วไปความไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดขึ้นระหว่างบุคคลภายใน (Insider) ผู้ทราบข้อมูลภายในบริษัทที่ยังไม่ได้มีการเผยแพร่สู่สาธารณชนและใช้ข้อมูลนั้นเพื่อประโยชน์ในการซื้อขายหลักทรัพย์ ที่สมมติว่าผู้ขายสารเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของธุรกิจดีกว่าบุคคลภายนอก (Outsider) หรืออาจจะกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่าผู้ขาย (Seller) ส่วนใหญ่มีข้อมูลเหนือกว่าผู้ซื้อ (Buyer) เกี่ยวกับทางด้านคุณภาพของผลิตภัณฑ์หรือสินค้า ซึ่ง Leland and Pyle (1977) กล่าวว่าไว้ว่าความไม่สมมาตรของข้อมูลอาจตรงข้ามกับคุณภาพของผลิตภัณฑ์ที่เสนอขาย หรือสามารถตีความได้ว่าการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกนั้นนักลงทุนที่อยู่ภายนอกมีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริง น้อยกว่าผู้ออกหลักทรัพย์ ซึ่งคุณภาพของบริษัทนี้เป็นสิ่งที่สามารถบอกได้ถึงความไม่สมมาตรของข้อมูล คือ นักลงทุนส่วนใหญ่มีข้อมูลน้อยกว่าเกี่ยวกับมูลค่าของคุณภาพของผู้ออกหลักทรัพย์ในการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกและเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อบริษัทในการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน (Pagano et al., 1998)

นอกจากนี้ยังมีการศึกษาที่เกี่ยวกับความไม่สมมาตรของข้อมูลที่มีการกล่าวถึงกันในเรื่องนี้ คือ การศึกษาของ Chemmanur and Fulghieri (1999) เป็นการศึกษาถึงการจัดหาเงินทุนของธุรกิจจากภายนอกที่มาจาก การเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกที่เกี่ยวข้องกับความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งพบว่าต้นทุนของปัญหาการปกปิดข้อมูล หรือเรียกว่า Adverse Selection เป็นปัญหาที่เกิดขึ้นกับบริษัทเจ้าของทะเบียนที่มีอายุน้อยและมีขนาดเล็กมากกว่าบริษัทที่มีอายุมากและมีขนาดใหญ่ เนื่องจากนักลงทุนภายนอกสามารถรับรู้เกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีอายุน้อยและมีขนาดเล็กอยู่ในระดับต่ำ เพราะบริษัทมีการเก็บข้อมูลในระยะเวลาสั้นกว่าบริษัทที่มีอายุมากและมีขนาดใหญ่ ดังนั้นจากการศึกษาของ Chemmanur and Fulghieri (1999) สามารถตีความได้ว่าบริษัทที่มีอายุมากและมีขนาดใหญ่มีความน่าจะเป็นมากที่สุดที่จะเข้าสู่สาธารณชน เนื่องจากสามารถลด

ความไม่สมมาตรของข้อมูลได้ดีกว่า นอกจากนี้การศึกษาของนักวิชาการทั้ง 2 ท่านนี้ยังพบว่าอายุของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนอาจมีความแตกต่างกันในแต่ละประเทศ โดยประเทศในยุโรปส่วนใหญ่เข้าสู่สาธารณชนเมื่อมีอายุมากกว่าประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งบริษัทในยุโรปมีการเข้าสู่สาธารณชนอายุเฉลี่ย 33.4 ปี ในขณะที่บริษัทในสหรัฐอเมริกามีอายุเฉลี่ยเพียง 6.7 ปี จากผลการศึกษารายงานมีนักวิชาการ 2 กลุ่มที่สนับสนุนแนวคิดและกลุ่มที่มีแนวคิดที่แตกต่างกับการศึกษาของ Chemmanur and Fulghieri (1999) ซึ่งกลุ่มแรกสนับสนุนผลการศึกษาที่ว่าบริษัทขนาดใหญ่เลือกที่จะเข้าสู่สาธารณชน (Albormoz & Pope, 2004; Mayer & Kumar, 2006; Pagano et al., 1998) ในขณะที่กลุ่มที่สองมีความแตกต่างกับผลการศึกษาของ Chemmanur & Fulghieri (1999) โดยพบว่าบริษัทอายุน้อยเลือกที่จะเข้าสู่สาธารณชน (Mayur & Kumar, 2006)

ทั้งนี้ยังมีการศึกษาของนักวิชาการท่านอื่นที่พบว่าการกำหนดราคาของหุ้นที่ต่ำกว่าความเป็นจริงในการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกเป็นสิ่งที่สามารถสะท้อนถึง Adverse Selection ได้ (Rock, 1986; Welch, 1989) โดย Rock (1986) ชี้ว่าระดับราคาหุ้นที่ต่ำกว่าความเป็นจริงเกิดขึ้นกับผู้ที่ไม่ม่ข้อมูลในหุ้นที่กำลังจะเสนอขายให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก หมายความว่าในการเข้าสู่สาธารณชนผู้ที่ต้องการซื้อหุ้นอาจได้รับหลักทรัพย์ที่มีคุณภาพไม่ดี เนื่องจากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์มักจะใช้วิธีการตั้งราคาต่ำกว่าความเป็นจริง (ทางด้านปัจจัยพื้นฐาน) ทำให้ผู้ที่ต้องการซื้อหลักทรัพย์ไม่มีข้อมูลในตลาดเกี่ยวกับคุณภาพของหุ้นตัวนั้น เท่ากับผู้ออกหลักทรัพย์ และยังมีการศึกษาของ Diamond (1991) ชี้ว่าปัญหา Adverse Selection สามารถติดตามพิจารณาได้จากความสามารถในการทำกำไรของบริษัทซึ่งสะท้อนถึง (หรือส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนเกี่ยวกับ) คุณภาพบริษัท โดยที่ความสามารถในการทำกำไรสูงอาจเป็นการส่งสัญญาณทางบวกเกี่ยวกับคุณภาพของบริษัทในทิศทางที่ดี หมายความว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรในระดับสูงมีความน่าจะเป็นที่บริษัทเลือกเข้าสู่สาธารณชน เนื่องจากได้รับความน่าสนใจของนักลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของนักวิชาการหลายท่านที่ผ่านมา ได้แก่ Fischer (2000), Mayur and Kumar (2006), Pagano et al. (1998), Pannemans (2002), Rosen et al. (2005)

2.6.2 การสูญเสียความลับ

ในส่วนทางด้านต้นทุนทางอ้อมที่เกี่ยวกับการสูญเสียความลับหรือมีการเปิดเผยข้อมูลที่มากขึ้นในการเข้าสู่สาธารณชนสามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล เนื่องจากบริษัทต้องทำการเผยแพร่ข้อมูลให้กับนักลงทุนหรือผู้ที่อยู่ภายนอก เพื่อใช้ประกอบในการตัดสินใจลงทุนเท่าเทียมกันกับผู้ที่เป็นเจ้าของหรือผู้ที่อยู่ภายในบริษัท ซึ่งหากมีการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชนแล้วจะทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลง สอดคล้องกับการศึกษาของ Ang and Brau (2002) พบว่าการที่บริษัทมีการเปิดเผยข้อมูล (ซึ่งเป็นข้อมูลที่มีความโปร่งใส) มีผลทำให้

ต้นทุนในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทนั้นต่ำลง โดยความโปร่งใสในธุรกิจที่เพิ่มขึ้นสามารถลดความไม่แน่นอนที่เกิดขึ้นกับหลักทรัพย์ได้ แต่อย่างไรก็ตามในการเปิดเผยข้อมูลนั้นทำให้บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนเสียเปรียบคู่แข่ง เนื่องจากต้องมีการเปิดเผยข้อมูลต่างๆ ออกมาสู่สาธารณชนอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ เพราะเป็นกฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นถ้าต้นทุนของการเสนอขายหุ้นอยู่ในระดับสูง ส่งผลให้มีความอ่อนไหวของข้อมูลบริษัทมาก ทำให้เป็นอุปสรรคที่บริษัทตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน (Yosha, 1995) ซึ่งสามารถตีความได้ว่าการเปิดเผยข้อมูลหรือการสูญเสียความลับของบริษัทอาจทำให้ลดการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัท (Campbell, 1979; Maksimovic & Pichler, 2001; Yosha, 1995)

2.6.3 ค่าใช้จ่ายทางตรงในกระบวนการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก

ในส่วน of ค่าใช้จ่ายในกระบวนการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก ประกอบด้วยค่าใช้จ่ายในการบริหาร ค่าธรรมเนียมต่างๆ (ค่าธรรมเนียมในการยื่นคำขอ ค่าธรรมเนียมแรกเข้า ค่าธรรมเนียมรายปี) ค่ากิจกรรมส่งเสริมการขาย ค่าจ้างผู้ตรวจสอบบัญชี ค่าจ้างที่ปรึกษาทางการเงิน และค่าจ้างผู้จัดจำหน่ายหุ้น เป็นต้น ซึ่งเป็นต้นทุนที่เกิดขึ้นกับบริษัท โดยที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ในกระบวนการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก จึงเป็นสิ่งที่บริษัทจะต้องมีการนำมาพิจารณา เนื่องจากเป็นค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนทางตรง

สำหรับต้นทุนทางตรงในการเข้าสู่สาธารณชนแต่ละภูมิภาคมีความคล้ายคลึงกัน โดยในประเทศสหรัฐอเมริกา มีค่าใช้จ่ายคงที่เท่ากับ 250,000 ดอลลาร์สหรัฐ และต้นทุนผันแปรประมาณร้อยละ 7 ของการระดมทุนในการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก (Ritter, 1987) ซึ่งสอดคล้องกับในประเทศอิตาลีที่มีค่าใช้จ่ายคงที่เท่ากับประเทศสหรัฐอเมริกา แต่อย่างไรก็ตามในส่วน of ต้นทุนผันแปรนั้นอาจมีความแตกต่างกันตามขนาดของการเข้าสู่สาธารณชน โดยที่มีค่าใช้จ่ายผันแปรประมาณร้อยละ 3.5 ของการระดมทุน (อ้างใน Pagano et al., 1998) ดังนั้นต้นทุนทางตรงโดยรวมของการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก เมื่อมีการเปรียบเทียบกับขนาดพบว่าในประเทศอิตาลีต่ำกว่าในประเทศสหรัฐอเมริกา เนื่องจากค่าใช้จ่ายของต้นทุนทางตรงไม่ได้เพิ่มขึ้นตามสัดส่วนขนาดของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน

ทั้งนี้จะเห็นได้ว่าต้นทุนในการทำรายการที่เกิดขึ้นส่วนใหญ่ไม่ได้ขึ้นอยู่กับขนาดของบริษัท แต่เป็นการคิดต้นทุนในอัตราคงที่ ดังนั้นสามารถตีความได้ว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กมีค่าใช้จ่ายทางตรงโดยรวมอยู่ในระดับสูงกว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ จึงทำให้บริษัทที่มีขนาดเล็กมีความน่าจะเป็นน้อยในการเลือกเข้าสู่สาธารณชน (Albormoz & Pope, 2004; Pagano & Röell, 1998; Yosha, 1995) นอกจากการศึกษาทางด้านต้นทุนของประเทศสหรัฐอเมริกาและอิตาลีที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นแล้ว ยังพบการศึกษาในประเทศไทย ซึ่งเป็นการศึกษาของทางสำนักงานคณะกรรมการกำกับ

หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ในปี 2542 เกี่ยวกับต้นทุนของผู้ระดมทุนในตลาดทุนไทยในช่วงปี 2530-2541 พบว่าต้นทุนที่เป็นตัวเงิน ได้แก่ ต้นทุนแรกเริ่มมีค่าเฉลี่ยตลอดช่วง 10 ปี เท่ากับร้อยละ 3.88 ของมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ ซึ่งเป็นระดับที่ค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับต้นทุนลักษณะเดียวกันในประเทศสหรัฐอเมริกา ในขณะที่ต้นทุนแรกเริ่มมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจากเฉลี่ยร้อยละ 3.68 ของมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ในช่วงปี 2531-2535 เป็นเฉลี่ยร้อยละ 4.10 ในช่วงปี 2536-2540 เป็นผลมาจากต้นทุนด้านการกำกับดูแลและด้านภาษี ส่วนอัตราค่าจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นต้นทุนหลักของการระดมทุนไม่มีการเปลี่ยนแปลงตลอดช่วง 10 ปีที่ทำการศึกษา

ต้นทุนหรือค่าใช้จ่ายต่างๆ ที่เกิดขึ้นในการดำเนินการเกี่ยวกับการเข้าสู่สาธารณชนนั้น อาจเป็นอุปสรรคของบริษัทในการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน (Bhattacharya & Ritter, 1983; Ritter, 1987) ซึ่งอาจจะทำให้บริษัทหลีกเลี่ยงการเข้าสู่สาธารณชนเนื่องจากมีต้นทุนที่สูง (Gleason, 2007) สอดคล้องกับการศึกษาของ Brau and Fawcett (2006) ที่ทำการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่าผู้บริหาร (CFOs) มีความกังวลทางด้านต้นทุนทางตรง ได้แก่ ค่าจ้างผู้รับประกันการจัดจำหน่ายหุ้น และมีความกังวลในระดับที่สูงทางด้านต้นทุนทางอ้อมในการสูญเสียความลับเพื่อที่จะนำไปสู่การเข้าสู่สาธารณชน

ดังนั้นจากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้นเกี่ยวกับต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชน ผู้วิจัยสรุปได้ว่าการเข้าสู่สาธารณชน นอกจากมีการพิจารณาทางด้านประโยชน์ของการเข้าสู่สาธารณชนแล้ว ยังมีการพิจารณาทางด้านต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชนด้วยในเรื่องความไม่สมมาตรของข้อมูลซึ่งเป็นต้นทุนที่เกิดขึ้นในระหว่างที่มีการเข้าสู่สาธารณชน โดยเกี่ยวข้องกับ การรับข้อมูลข่าวสารของผู้ภายในและผู้ภายนอกที่มีการรับข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน ซึ่งผู้ภายในรับรู้ข้อมูลของหลักทรัพย์นั้นได้มากกว่านักลงทุนหรือผู้ภายนอก ทำให้ทราบถึงมูลค่าที่แท้จริง และคุณภาพของบริษัท จนอาจส่งผลกระทบต่อ การตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัท นอกจากนี้ ยังมีปัญหาของ Adverse Selection Costs ที่เกิดขึ้นกับบริษัทที่เข้าจดทะเบียนมีอายุน้อยและมีขนาดเล็กมากกว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ เนื่องจากมีการเก็บข้อมูลที่น้อยกว่า ส่งผลให้บริษัทที่อายุน้อยและขนาดเล็กมีโอกาสในการเข้าสู่สาธารณชนน้อยกว่า

ส่วนการสูญเสียความลับ เป็นต้นทุนที่เกิดขึ้นทางอ้อม เนื่องจากต้องมีการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทที่มากขึ้นให้กับนักลงทุนหรือผู้ที่อยู่ภายนอกอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุนเท่าเทียมกับเจ้าของหรือผู้ที่อยู่ภายใน แต่การเปิดเผยข้อมูลอาจจะทำให้บริษัทนั้นเสียเปรียบคู่แข่ง โดยจะเป็นอุปสรรคต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทสำหรับต้นทุนที่เกิดขึ้นของการเข้าสู่สาธารณชนที่สำคัญและต้องเกิดขึ้นในกระบวนการ คือ ค่าใช้จ่ายทางตรง ที่ประกอบไปด้วยค่าใช้จ่ายในการบริหารและค่าธรรมเนียมต่างๆ ซึ่งเป็นต้นทุนที่เกิดขึ้นและไม่

สามารถหลีกเลี่ยงได้ จึงเป็นอุปสรรคของบริษัทในการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน เนื่องจากเป็นต้นทุนที่ค่อนข้างสูง ดังนั้นต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชนจะเป็นสิ่งที่ทางบริษัทนำมาพิจารณาประกอบควบคู่กับทางด้านประโยชน์ของการเข้าสู่สาธารณชน ก่อนตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน

2.7 การตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน

2.7.1 เหตุผลในการเข้าสู่สาธารณชน

ในการเข้าสู่สาธารณชนมีเหตุผลทั้งทางด้านการเงินและไม่ใช่ทางด้านการเงิน ซึ่งมีความสำคัญต่อธุรกิจ จากงานวิจัยที่ผ่านมา (Alborno & Pope, 2004; Bancel & Mittoo, 2008; Brau & Fawcett, 2006; Fischer, 2000; Kim & Weisbush, 2005; Pagano et al., 1998; Ritter & Welch, 2002; Rydqvist & Högholm, 1995; Shen & Wei, 2007) พบว่าบริษัทในประเทศอิตาลีเข้าสู่สาธารณชน เพื่อการปรับสมดุลทางด้านบัญชีหลังจากการลงทุนและการเติบโตที่มีอยู่สูง ไม่ใช่เข้าสู่สาธารณชนเพื่อความต้องการทางการเงินเกี่ยวกับการลงทุนและการเติบโต (Pagano et al., 1998) เช่นเดียวกับบริษัทในประเทศสวีเดนที่เข้าสู่สาธารณชน เพื่อกระจายการลงทุนในการเพิ่มสภาพคล่องของเจ้าของเดิมมากกว่าการเติบโตทางการเงิน (Rydqvist and Högholm, 1995) นอกจากนี้ยังมีการศึกษาของ Ritter and Welch (2002) พบว่าบริษัทเลือกเข้าสู่สาธารณชน เพื่อกระตุ้นการเติบโตของธุรกิจ และเพิ่มสภาพคล่อง สร้างชื่อเสียงให้เป็นที่รู้จักของตลาด และสื่อต่างๆ สอดคล้องกับการศึกษาของ Kim and Weisbush (2005) พบว่าใน 38 ประเทศต้องการเข้าสู่สาธารณชนเพื่อเงินทุนที่เพิ่มขึ้นสำหรับธุรกิจ

ในส่วนการศึกษาของ Alborno and Pope (2004) ในประเทศอังกฤษ พบว่าความต้องการทางการเงินไม่ใช่ปัจจัยหลักในการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน แต่การมีแหล่งเงินทุนภายนอกที่เพิ่มขึ้นนั้นเป็นเหตุผลหลักในการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน เช่นเดียวกับการศึกษาของ Fischer (2000) ในประเทศเยอรมนี ในขณะที่การศึกษาของ Shen and Wei (2007) ในประเทศไต้หวัน พบว่าการเข้าสู่สาธารณชนไม่ได้ถูกกระตุ้นจากความต้องการทางการเงินเช่นกัน ทั้งนี้ยังมีการศึกษาของ Brau and Fawcett (2006) พบว่าการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในสหรัฐอเมริกาเพื่อเป็นตัวขับเคลื่อนการเติบโตที่มาจากแหล่งเงินทุนที่ธุรกิจได้รับ และการส่งเสริมสภาพคล่อง ในขณะที่การศึกษาของ Bancel and Mittoo (2008) ในประเทศยุโรป พบว่าการเข้าสู่สาธารณชนเพื่อการรับรู้ และชื่อเสียง รวมทั้งการเติบโตทางการเงินซึ่งเป็นสิ่งสำคัญสุดของผลประโยชน์ที่ได้รับจากการเข้าสู่สาธารณชน

ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าเหตุผลที่บริษัทต้องเข้าสู่สาธารณชน หรือการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกเกิดจากทั้งทางด้านการเงินและไม่ใช่ทางด้านการเงิน โดยในส่วนของ

เหตุผลทางการเงินนั้น การเข้าสู่สาธารณชนทำให้บริษัทมีแหล่งเงินทุนใหม่และจัดหาเงินทุนได้เพิ่มขึ้นเพื่อสนับสนุนการเติบโตของธุรกิจในอนาคต ในขณะที่เหตุผลส่วนที่ไม่ใช่ทางการเงินนั้น การเข้าสู่สาธารณชนเกิดขึ้นเพื่อเพิ่มสภาพคล่องของการลงทุนแก่เจ้าของหรือผู้ถือหุ้น รวมทั้งเพื่อสร้างชื่อเสียงให้แก่บริษัท ทั้งนี้เหตุผลต่างๆ ที่บริษัทต้องการเข้าสู่สาธารณชนจะมีความแตกต่างกันขึ้นอยู่กับแต่ละประเทศและระยะเวลาที่ทำการศึกษา

จากการทบทวนวรรณกรรมจะเห็นได้ว่าประโยชน์และต้นทุนส่งผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน สอดคล้องกับการศึกษาเชิงประจักษ์ที่ผ่านมาในเรื่องปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัท เช่น งานวิจัยของ Pagano et al. (1998) ที่ทำการศึกษาในประเทศอิตาลี งานวิจัยของ Brau et al. (2003) ที่ทำการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา และงานวิจัยของ Shen and Wei (2007) ที่ทำการศึกษาในประเทศไต้หวัน ในส่วนต่อไปผู้วิจัยได้แบ่งการอธิบายเป็น 3 ส่วน คือ ส่วนที่ 1 ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน ส่วนที่ 2 แบบจำลองงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง และส่วนที่ 3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน โดยมีรายละเอียดดังนี้

2.7.2 ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน

ในงานวิจัยที่ผ่านมา (Brau et al., 2003; Pagano et al., 1998; Shen & Wei, 2007) ได้มีการกล่าวถึงการศึกษานี้ในการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัททั้งประเทศสหรัฐอเมริกา อิตาลี และไต้หวัน ในขณะที่งานวิจัยที่กำลังศึกษาอยู่มีทั้งในประเทศอินเดีย เยอรมนี เบลเยียม และอังกฤษ โดยจากการทบทวนวรรณกรรม ผู้วิจัยคาดว่างานวิจัยครั้งนี้มีตัวแปรที่จะส่งผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Size) อายุของบริษัท (Age) การเติบโตโดยยอดขายของบริษัท (Growth) ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (Profitability) สัดส่วนหนี้สินของบริษัท (Leverage) กระแสเงินสดของบริษัท (Cash flow) โดยที่ตัวแปรข้างต้นนี้เป็นตัวแปรที่ถูกใช้ในแบบจำลองจากงานวิจัยที่ผ่านมา (Albornoz & Pope, 2004; Brau & Fawcett, 2006; Fischer, 2000; Pagano et al., 1998; Shen & Wei, 2007) แต่ยังมีตัวแปรอีกหนึ่งตัว ได้แก่ กลุ่มธุรกิจ (Business Group) ในที่นี้จะหมายถึงการเป็นสมาชิกของกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกของประเทศไทย ซึ่งเป็นตัวแปรที่ผู้วิจัยได้ทำการเพิ่มเติมเข้าไปในส่วนของปัจจัยที่คาดว่าจะมีผลต่อการตัดสินใจในการเข้าสู่สาธารณชน เนื่องจากในการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาไม่พบว่าตัวแปรนี้อยู่ในแบบจำลองใดๆ และผู้วิจัยคาดว่าจะเป็นตัวแปรที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ซึ่งกลุ่มธุรกิจนี้ถูกพบในประเทศต่างๆ มากมายทั้งประเทศที่พัฒนาแล้ว (เช่น อิตาลี และสวีเดน) และประเทศตลาดเกิดใหม่ (เช่น อินเดีย ปากีสถาน บราซิล ชิลี อินโดนีเซีย เกาหลี และไทย) เมื่อพิจารณาในประเด็นประโยชน์และต้นทุนของกลุ่มธุรกิจ พบว่ามีประโยชน์ในด้านการเป็นแหล่งเงินทุนภายใน สำหรับให้กู้ยืมเงินระหว่าง

สมาชิกในกลุ่มเมื่อขาดแคลนสภาพคล่อง และไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ ในขณะที่ต้นทุนที่เกิดขึ้นกับกลุ่มธุรกิจ คือ โครงสร้างของกลุ่มอาจเกิดปัญหาตัวแทนที่เกิดความขัดแย้งระหว่างผู้ภายในกลุ่มและผู้ถือหุ้นรายย่อย (Khanna & Palepu, 2000) ดังนั้นผู้วิจัยเห็นว่าเป็นช่องว่างสำหรับงานวิจัยในครั้งนี้ จึงนำตัวแปรนี้เข้าไปทดสอบในแบบจำลองด้วย ซึ่งตัวแปรที่กล่าวมาข้างต้นนี้เป็นกลุ่มตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบทางสถิติ เพื่อตอบคำถามงานวิจัยข้อที่ 1

จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ (ดังแสดงในตารางที่ 2.7) มีรายละเอียดของตัวแปรแต่ละตัวเป็นดังนี้

2.7.2.1 กลุ่มธุรกิจ

กลุ่มธุรกิจในการศึกษานี้หมายถึงบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ซึ่งบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจต้องเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกของประเทศไทย และได้ระบุไว้ในหนังสือ Thai Business Groups 2001: A Unique Guide to Who Owns What ทั้งนี้ตัวแปรกลุ่มธุรกิจเป็นตัวแปรที่ยังไม่เคยมีนักวิชาการนำไปศึกษาเชื่อมโยงพิจารณาพร้อมกับแบบจำลองในการเข้าสู่สาธารณชน โดยผู้วิจัยคาดว่าตัวแปรกลุ่มธุรกิจจะมีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย เนื่องจากกลุ่มธุรกิจมีความสำคัญอย่างต่อเนื่องในประเทศที่พัฒนาแล้วและกำลังพัฒนา โดยกลุ่มธุรกิจเป็นเสมือนตลาดทุนภายในให้กับบริษัทที่เป็นสมาชิกภายในกลุ่ม ในการโยกย้ายเงินทุนภายในกลุ่มให้กับสมาชิกที่ไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ เพื่อลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล และความไม่สมบูรณ์ของตลาดทุน โดยการซื้อขายผ่านภายในกลุ่มด้วยตนเอง หรือการโยกย้ายเงินทุนจากสมาชิกภายในกลุ่มที่มีกระแสเงินสดอยู่ในระดับสูง แต่มีโอกาสในการลงทุนที่ต่ำไปยังสมาชิกในกลุ่มที่มีกระแสเงินสดอยู่ในระดับต่ำ ในขณะที่โอกาสในการลงทุนดีกว่า นอกจากนี้กลุ่มธุรกิจยังได้มีการจัดสรรทรัพยากรให้กับบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่ม เพราะกลุ่มธุรกิจมีสมาชิกที่ดำเนินธุรกิจหลายประเภท จึงทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทที่เป็นสมาชิกเพิ่มขึ้นจากการประหยัดต่อขนาด (Economies of scale) เพราะต้นทุนต่อหน่วยของธุรกิจต่ำลงเมื่อธุรกิจขยายขนาดการผลิตมากขึ้น และเกิดการประหยัดต่อขอบเขต (Economies of scope) ที่มาจากการประหยัดต้นทุนถ้าสามารถดำเนินธุรกิจหลายชนิดในเวลาเดียวกัน รวมทั้งผลประโยชน์ที่จะได้รับจากการเป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ คือ การกระจายทรัพยากรให้กับสมาชิกของกลุ่มธุรกิจโดยทางการจ่ายเงินปันผลพิเศษ การออกหุ้นใหม่ และการขายสินทรัพย์ต่างๆ เพื่อให้สมาชิกของกลุ่มธุรกิจได้รับเงินที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ดีกว่า ทำให้หลังจากบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีการเข้าสู่สาธารณชนแล้วอาจจะมีการนำเงินที่ได้มาจัดสรรให้กับสมาชิกภายในกลุ่มด้วยตนเอง (Belenzon & Berkovitz, 2008; Claessens et al., 2002; George & Kabir, 2008; Khanna

& Yafeh, 2005; Kim & Yi, 2005) สอดคล้องกับการศึกษาที่ผ่านมาพบว่า การเป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกของกลุ่มธุรกิจ (Khanna & Palepu, 2000) นอกจากนี้กลุ่มธุรกิจยังมีการแบ่งปันความเสี่ยงที่เกิดขึ้นในกลุ่มด้วยตนเอง โดยมีการเคลื่อนย้ายทรัพยากรของสมาชิกในกลุ่มที่มีผลการดำเนินงานดีไปให้กับสมาชิกในกลุ่มที่มีผลการดำเนินงานไม่ดี เพื่อให้ความช่วยเหลือสมาชิกภายในกลุ่ม (Khanna & Yafeh, 2005; Kim & Yi, 2005) สอดคล้องกับการศึกษาของ Gopalan, Nanda, and Seru (2007) แสดงให้เห็นว่าสิ่งสำคัญในการโยกย้ายเงินทุนระหว่างกลุ่มพันธมิตรมาจากสมาชิกภายในที่เป็นผู้ให้กู้ยืมเงิน เพื่อให้การสนับสนุนสมาชิกของกลุ่มธุรกิจที่มีความอ่อนแอทางการเงิน และสอดคล้องกับการศึกษาของ Khanna and Palepu (2000) นอกจากนี้การศึกษาของ Claessens et al. (2002) พบว่ากลุ่มธุรกิจให้ประโยชน์กับบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ เนื่องจากสมาชิกกลุ่มธุรกิจที่มีอายุน้อย และมีการเติบโตอย่างรวดเร็วไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ จึงทำให้สมาชิกกลุ่มธุรกิจที่มีอายุน้อยได้รับประโยชน์จากแหล่งเงินทุนภายในของกลุ่มที่มีการจัดสรรเงินทุนจากสมาชิกภายในด้วยตนเอง และยังคงสอดคล้องกับการศึกษาของ Belenzon and Berkovitz (2008) และ Rajan and Zingales (1998) เห็นว่าธุรกิจที่มีขนาดเล็กมีระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลมากกว่าธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ ทำให้มีการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ยากกว่าธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ ดังนั้นจึงต้องอาศัยแหล่งเงินทุนภายในที่ได้มาจากสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

แต่อย่างไรก็ตามการเป็นกลุ่มธุรกิจมีผลทางด้านลบเช่นกัน คืออาจก่อให้เกิดความไม่มีประสิทธิภาพในการโยกย้ายทรัพยากรระหว่างสมาชิกในกลุ่ม และการลงทุนที่ไม่เหมาะสมในกลุ่มธุรกิจ รวมทั้งปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อยบริษัทสมาชิกในกลุ่มธุรกิจ ซึ่งจากการศึกษาของ Kim and Yi (2005) พบว่ากลุ่มธุรกิจมีการควบคุมในส่วนของเจ้าของเดิมอยู่เป็นจำนวนมาก สามารถทำให้เกิดปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่ซึ่งเป็นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายย่อย อันเนื่องมาจากการปกปิดข้อมูลเกี่ยวกับผลประกอบการ รวมทั้งการศึกษาของ Khanna and Palepu (2000) พบว่าหลังเข้าสู่สาธารณชนผลการดำเนินงานของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ซึ่งอาจจะสะท้อนให้เห็นได้ว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความต้องการเข้าสู่สาธารณชน เพื่อนำเงินทุนที่ได้จากนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มาจัดสรรให้กับสมาชิกภายในกลุ่มเดียวกัน จึงเป็นการเอาเปรียบกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อย นอกจากนี้ยังมีผลเสียที่อาจเกิดขึ้นของการเป็นกลุ่มธุรกิจ คือ การลงทุนมากเกินไปของกลุ่มธุรกิจ ในอุตสาหกรรมที่มีการเติบโตอยู่ในระดับต่ำ และให้การสนับสนุนสมาชิกในกลุ่มธุรกิจที่ไม่มีกำไร (Ferris, Kim, & Kitsabunnarat, 2003)

โดยสรุปบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอาจจะต้องการเข้าสู่สาธารณชน เพื่อนำเงินที่ได้รับจากผู้ถือหุ้นรายอื่นในตลาดหลักทรัพย์มาจัดสรรให้กับบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน ดังนั้นในการวิจัยสำหรับประเทศไทย ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐาน ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 (H_1) : การเป็นสมาชิกของกลุ่มธุรกิจ มีความสัมพันธ์ทางบวกกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

2.7.2.2 ขนาดของบริษัท

ตามทฤษฎีลำดับขั้น บริษัทขนาดเล็กต้องการเงินทุนเพื่อสนับสนุนการเติบโตของบริษัทในอนาคต แต่ด้วยเงินทุนที่มีอยู่อย่างจำกัดและไม่เพียงพอ จึงทำให้บริษัทต้องหาแหล่งเงินจากภายนอก ทางเลือกหนึ่งในการหาเงินทุนคือการเสนอขายหุ้นให้กับสาธารณชน เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดเล็กยังไม่มีความเสี่ยง และไม่เป็นที่รู้จักเท่ากับบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ดังนั้นประโยชน์ที่จะเกิดขึ้นตามมาของ บริษัทที่มีขนาดเล็กหลังจากเข้าสู่สาธารณชน คือ การเป็นที่รู้จักของนักลงทุน และผู้ให้สินเชื่อ (Bancel & Mittoo, 2008; Brau et al., 2005) ซึ่งสามารถตีความได้ว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน งานวิจัยที่สนับสนุน ได้แก่ Pannemans (2002)

แต่อย่างไรก็ตาม ต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชนมีความเกี่ยวข้องกับขนาดของบริษัท กล่าวคือ ค่าใช้จ่ายทางด้านการบริหารทางตรงและค่าธรรมเนียมหรือต้นทุนคงที่ไม่ได้เพิ่มขึ้นตามขนาดของบริษัท (Ritter, 1987) ซึ่งแสดงเป็นนัยได้ว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีความน่าจะเป็นในการเลือกเข้าสู่สาธารณชนมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดเล็กจะมีต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชนอยู่ในระดับที่สูงเมื่อเทียบกับบริษัทที่มีขนาดใหญ่ นอกจากนี้การศึกษาของ Chemmanur and Fulghieri (1999) พบว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่สามารถเข้าสู่สาธารณชนได้มากกว่า เนื่องจากมีการเก็บข้อมูลเพื่อเปิดเผยแก่นักลงทุนมากกว่า จึงทำให้มีปัญหาค่าความไม่สมมาตรของข้อมูลน้อยกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก

ผลงานวิจัยที่ผ่านมาได้สนับสนุนแนวคิดดังกล่าว โดย Pagano et al. (1998) พบว่าในประเทศอิตาลีบริษัทที่มีขนาดใหญ่ตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Brau, Francis, and Kohers (2003) และ Shen and Wei (2007) ได้ทำการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา และได้วัน ตามลำดับ จึงกล่าวได้ว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน งานวิจัยที่สนับสนุน ได้แก่ Albormoz and Pope (2004), Chemmanur et al. (2005), Mayur and Kumar (2006)

ดังนั้นในการวิจัยครั้งนี้คาดว่าขนาดของบริษัทจะเป็นปัจจัยในการกำหนดการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของบริษัทและความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชน ไว้ดังนี้

สมมติฐานที่ 2 (H_2) : ขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางบวกกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

2.7.2.3 อายุของบริษัท

บริษัทที่มีอายุมากก่อตั้งมานานเป็นที่รู้จักของภายนอกและมีชื่อเสียง รวมทั้งข้อมูลที่นำมาเปิดเผยเพื่อการตัดสินใจสำหรับนักลงทุนมีความน่าเชื่อถือมากกว่า ทำให้การเสนอขายหุ้นของบริษัทมีความน่าสนใจของนักลงทุนได้มากกว่าบริษัทที่มีอายุน้อย (Welch, 1989) ส่งผลให้บริษัทที่มีอายุมากมีโอกาสที่จะเข้าสู่สาธารณชนสูงกว่าบริษัทที่มีอายุน้อย

อย่างไรก็ตาม ในการศึกษาของ Chemmanur and Fulghieri (1999) พบว่าปัญหา Adverse Selection เป็นปัญหาที่มักเกิดขึ้นกับบริษัทที่มีอายุน้อย และบริษัทที่มีอายุน้อยมีความไม่แน่นอนทางด้านความสามารถในการทำกำไรในอนาคต ทำให้มีข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกอื่นๆ อีกทั้งบริษัทที่มีอายุน้อยจะได้รับประโยชน์ภายหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนแล้ว ได้แก่ การมีชื่อเสียง การเป็นที่รู้จักของนักลงทุน และการได้รับจากการเข้าสู่สาธารณชนเพื่อนำไปใช้ลงทุนในโครงการต่างๆ ต่อไป (Bancel & Mittoo, 2008; Brau et al., 2005) ดังนั้นบริษัทที่มีอายุน้อยมีความน่าจะเป็นในการเลือกเข้าสู่สาธารณชนมากกว่าบริษัทที่มีอายุมาก งานวิจัยที่พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างอายุของบริษัทและความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเลือกเข้าสู่สาธารณชน ได้แก่ Mayur and Kumar (2006)

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างอายุของบริษัท และความเป็นไปได้ที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชน ไว้ดังนี้

สมมติฐานที่ 3 (H_3) : อายุของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางลบกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

2.7.2.4 การเติบโตของยอดขายของบริษัท

เมื่อยอดขายของบริษัทมีการเติบโตเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องสะท้อนถึงความต้องการของสินค้าที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ทำให้บริษัทต้องการแหล่งเงินทุนเพื่อการขยายการผลิตมากขึ้น โดยหากแหล่งเงินทุนภายในของบริษัทที่มาจากเงินสดไม่เพียงพอ บริษัทจึงจำเป็นต้องหาแหล่งเงินทุนภายนอกที่มาจาก การเข้าสู่สาธารณชน สอดคล้องกับการศึกษาของ Shen and Wei (2007) สำหรับงานวิจัยที่พบการเติบโตของยอดขายของบริษัทและความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในทิศทางเดียวกัน ได้แก่ Fischer (2000), Pagano et al. (1998) และ Pannemans (2002)

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของยอดขายของบริษัท และความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชน ไว้ดังนี้

สมมติฐานที่ 4 (H_4) : การเติบโตของยอดขายของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางบวกกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

2.7.2.5 ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรอยู่ในระดับสูง คาดว่าจะมีความน่าจะเป็นที่ต้องการเข้าสู่สาธารณชน เนื่องจากความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่สูง ทำให้นักลงทุนรับรู้ว่ามีบริษัทที่น่าสนใจที่จะลงทุน ทั้งนี้งานวิจัยของ Fischer (2000), Mayur and Kumar (2006), Pagano et al. (1998), Pannemans (2002), Rosen, Smart, and Zutter (2005) และ Shen and Wei (2007) พบว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัทและความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน

แต่อย่างไรก็ตามสำหรับทฤษฎีของลำดับขั้นได้อธิบายว่า บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรระดับสูงมีความน่าจะเป็นน้อยที่ต้องการเข้าสู่สาธารณชน เนื่องจากมีเงินทุนในการลงทุนหรือขยายกิจการที่มาจากกำไรสะสมในบริษัท และเพื่อให้บริษัทได้รับต้นทุนทางการเงินที่ต่ำที่สุด ซึ่งงานวิจัยที่พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างความสามารถในการทำกำไรของบริษัทและความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชน ได้แก่ Alborno and Pope (2004)

ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรของบริษัท และความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชน ไว้ดังนี้

สมมติฐานที่ 5 (H_5) : ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางลบกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

2.7.2.6 สัดส่วนหนี้สินของบริษัท

การก่อหนี้เป็นแหล่งเงินทุนภายนอกเมื่อแหล่งเงินทุนภายในมีไม่เพียงพอ ถ้าสัดส่วนหนี้สินของบริษัทอยู่ในระดับสูง ทำให้เกิดข้อจำกัดในการก่อหนี้ขึ้น เนื่องจากผู้ให้สินเชื่อรับรู้ถึงความเสี่ยงเพิ่มขึ้นต่อการให้สินเชื่อทางการเงิน ดังนั้นบริษัทจึงจำเป็นต้องหาแหล่งเงินทุนภายนอกอื่น โดยการเข้าสู่สาธารณชนซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนภายนอกที่เกิดขึ้นระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์และนักลงทุนโดยตรง ทำให้บริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินสูงได้รับโอกาสทางด้านเงินทุนที่ใช้ในการลงทุนต่อไปในอนาคตหรือใช้ในการปรับสมดุลทางการเงินของบริษัท (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984) ดังนั้นหากบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินสูง มีความน่าจะเป็นที่บริษัทเลือกเข้าสู่สาธารณชน

อย่างไรก็ตาม สัดส่วนหนี้สินที่อยู่ในระดับสูงอาจเป็นอุปสรรคในการเข้าสู่สาธารณชนสำหรับบริษัท เนื่องจากในการประเมินราคาเสนอขายหุ้นของบริษัทอาจอยู่ระดับต่ำ เป็นเพราะสัดส่วนหนี้สินของบริษัทที่เกิดขึ้น สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทนั้นอาจมีความเสี่ยงที่สูงขึ้น ทำให้ความน่าสนใจของนักลงทุนที่มีต่อหุ้นที่เสนอขายลดลง จึงทำให้บริษัทอาจจะหลีกเลี่ยงในการเข้าสู่

สาธารณชน งานวิจัยที่สนับสนุนว่าสัดส่วนหนี้สินของบริษัทในระดับสูงมีความน่าจะเป็นที่บริษัทจะไม่เลือกเข้าสู่สาธารณชน ได้แก่ Albormoz and Pope (2004) และ Mayur and Kumar (2006)

ดังนั้นในการศึกษาคั้งนี้ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินของบริษัท และความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชน ไว้ดังนี้

สมมติฐานที่ 6.1 ($H_{6.1}$) : สัดส่วนหนี้สินของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางลบกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

2.7.2.7 กระแสเงินสดของบริษัท

กระแสเงินสดเป็นแหล่งเงินทุนภายในของบริษัทที่มีต้นทุนถูกกว่าแหล่งเงินทุนที่ได้มาจากภายนอก ซึ่งถ้ากระแสเงินสดของบริษัทมีอยู่ในระดับสูง บริษัทจะเลือกใช้เงินทุนที่อยู่ภายในหรือกระแสเงินสดนั้นก่อน ทำให้มีความน่าจะเป็นน้อยที่บริษัทจะเลือกเข้าสู่สาธารณชน ในขณะที่เดียวกันหากกระแสเงินสดของบริษัทมีอยู่ไม่เพียงพอ ดังนั้นสิ่งที่จะเกิดขึ้นต่อไปคือบริษัทจำเป็นต้องหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก ซึ่งมีความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชน (Myers & Majulif, 1984) ในงานวิจัยที่ผ่านมามีจำนวนน้อยมากในการนำตัวแปรกระแสเงินสดเข้าไปในแบบจำลองการเข้าสู่สาธารณชน โดยมีงานวิจัยที่สนับสนุนว่ากระแสเงินสดในระดับสูงมีความน่าจะเป็นที่บริษัทจะไม่เลือกเข้าสู่สาธารณชน ได้แก่ Shen and Wei (2007)

สำหรับการศึกษาคั้งนี้ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสด และความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนไว้ดังนี้

สมมติฐานที่ 7 (H_7) : กระแสเงินสดของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางลบกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

2.7.2.8 อุดสาหกรรม

ตัวแปรอุตสาหกรรมเป็นตัวแปรหุ่นในงานวิจัยที่ผ่านมาได้นำตัวแปรนี้เข้าไปไว้ในแบบจำลองปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน ได้แก่งานวิจัยของ Albormoz and Pope (2004), Mayur and Kumar (2006), Pagano et al. (1998) ดังนั้นในการศึกษาคั้งนี้ผู้วิจัยจึงทำตัวแปรอุตสาหกรรมรวมอยู่ด้วย

2.7.2.9 ปีปฏิทิน

การศึกษาคั้งที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของประเทศอิตาลีเป็นงานวิจัยของ Pagano et al. (1998) มีการนำตัวแปรปีปฏิทินเป็นตัวแปรหุ่นในแบบจำลองโพธิทเช่นเดียวกับการศึกษาคั้งนี้

ทั้งนี้ผู้วิจัยคาดว่าตัวแปรอุตสาหกรรมและตัวแปรปีปฏิทินไม่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย

ตารางที่ 2.7 ปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัท

ตัวแปร	ชื่อผู้ศึกษา	เครื่องหมาย
ขนาดของบริษัท	Albormoz and Pope (2004), Brau et al. (2003), Chemmanur et al. (2005), Pagano et al. (1998), Pannemans (2002), Shen and Wei (2007)	+/-
อายุของบริษัท	Brau et al. (2003), Bancel and Mitto (2008), Mayur and Kumar (2006), Pagano et al. (1998), Rosen et al. (2005)	+/-
การเติบโตยอดขายของบริษัท	Albormoz and Pope (2004), Chemmanur et al. (2005), Fischer (2000), Pagano et al. (1998), Pannemans (2002), Mayur and Kumar (2006), Shen and Wei (2007)	+
ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท	Albormoz and Pope (2004), Fischer (2000), Pagano et al. (1998), Pannemans (2002), Rosen et al. (2005), Shen and Wei (2007)	+/-
สัดส่วนหนี้สินของบริษัท	Albormoz and Pope (2004), Brau et al. (2003), Mayur and Kumar (2006), Pagano et al. (1998)	+/-
กระแสเงินสดของบริษัท	Bancel and Mitto (2008), Shen and Wei (2007)	-
กลุ่มธุรกิจ		+/-

2.7.3 แบบจำลองงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แบบจำลองงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนที่ผ่านมา โดยแต่ละแบบจำลองมีรายละเอียดดังนี้

1. แบบจำลองของ Pagano et al. (1998)

เป็นแบบจำลองโพรบิต (Probit model) ที่ใช้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนในประเทศอิตาลี โดยมีตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลองดังนี้ ขนาดของบริษัท ค่าใช้จ่ายในการลงทุน (Capex) อัตราการเติบโตของยอดขาย ความสามารถในการทำกำไร สัดส่วนหนี้สิน อัตราดอกเบี้ยในการกู้ยืมจากรธนาคาร (RCC) การกระจุกตัวของการกู้ยืม (Concentration of Borrowing) และมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของอุตสาหกรรม (MTB)

$$Pr(IPO_{it} = 1) = F(\alpha_1 SIZE_{it} + \alpha_2 CAPEX_{it} + \alpha_3 GROWTH_{it} + \alpha_4 ROA_{it} + \alpha_5 LEVERAGE_{it} + \alpha_6 MTB_{it} + \alpha_7 RCC_{it} + \alpha_8 HERFINDAHL_{it} + \gamma_t YEAR_t)$$

2. แบบจำลองของ Brau et al. (2003)

เป็นแบบจำลองการวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติกส์ (Logistic Regression) ที่ใช้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งแบบจำลองและตัวแปรมีความแตกต่างจากของ Pagano et al. (1998) โดยตัวแปรในการศึกษาของ Brau et al. (2003) ประกอบด้วย ขนาดของบริษัท เทคโนโลยีที่อยู่ในระดับสูง (High technology) ตัวชี้วัดการบริการทางการเงิน (Financial services indicators) อัตราส่วนหนี้สินเฉลี่ยสำหรับอุตสาหกรรมของบริษัทจำกัด (Average debt ratio for private firm industry) มูลค่าทางการตลาดต่อบัญชีเฉลี่ยสำหรับอุตสาหกรรมของบริษัทจำกัด (Average market/book for private firm industry) ปริมาณของการเข้าสู่สาธารณชนที่มีการควบรวม (Relative volume of IPOs to mergers) อัตราผลตอบแทนของตลาด (Market return) สภาพคล่อง (Liquidity) และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะ 3 เดือน (3-month T-bill rate)

$$[0 \text{ if IPO or } 1 \text{ if Takeover}] = \alpha_1 + \sum_{i=1,5} \beta_i \text{ industry-related factors} + \sum_{i=6,11} \beta_i \text{ market-timing factors} + \sum_{i=12,13} \beta_i \text{ deal-related factors} + \sum_{i=14,22} \beta_i \text{ demand for fund factors} + \varepsilon_i$$

3. แบบจำลองของ Shen and Wei (2007)

เป็นแบบจำลองโพรบิทที่ใช้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไต้หวัน โดยมีตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลองเช่นเดียวกับของ Pagano et al. (1998) แต่ตัวแปรอยู่ในรูปของความล่าช้าทางด้านเวลา (Lagged term) และมีตัวแปรบางตัวที่มีความแตกต่างกับของ Pagano et al. (1998) คือ ตัวแปรค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา (R&D) กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flows) และตัวแปรหุ่นเกี่ยวกับการร่วมทุน (มี 2 กรณี คือ ถ้ามีการร่วมลงทุน และถ้าไม่มีการร่วมลงทุน)

$$\begin{aligned} Prob(IPO_{i,t}) = & F(\alpha_1 * SALES_{i,t-1} + \alpha_2 * CAPEX_{i,t-1} + \alpha_3 * R\&D_{i,t-1} + \alpha_4 * ROA_{i,t-1} \\ & + \alpha_5 * D/A_{i,t-1} + \alpha_6 * INT_{i,t-1} + \alpha_7 * M/B_{i,t-1} + \alpha_8 * GROWTH_{i,t-1} \\ & + \alpha_9 * FCF_{i,t-1} + \alpha_{10} * VC_{i,t-1}) \end{aligned}$$

นอกจากนี้จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่างานวิจัยที่ยังไม่ได้รับการตีพิมพ์ (Working paper) มีทั้งแบบจำลองโพรบิท (Chemmanur et al., 2005; Mayur & Kumar, 2006) แบบจำลองโลจิท (Fischer, 2000; Pannemans, 2002) แบบจำลองสมการถดถอยโลจิสติกส์ (Albernoz & Pope, 2004; Rosen et al., 2005) และแบบจำลอง Hazard Analysis (Boehmer & Ljungqvist, 2004) โดยที่แบบจำลองโพรบิทและโลจิทเป็นเครื่องมือใช้สำหรับกรณีที่ตัวแปรตามมีลักษณะเป็นตัวเลือก (Qualitative Choice) ซึ่งแบบจำลองโพรบิทและโลจิทให้การพยากรณ์ที่เหมาะสมสำหรับตัวแปรตามที่มีค่าไม่ต่อเนื่อง (Dichotomous) คือมีเพียง 1 และ 0 เท่านั้น ได้เหมาะสมมากกว่าวิธีกำลังสองน้อยที่สุด เนื่องจากแบบจำลองโพรบิทและโลจิทใช้วิธีการหาค่าความน่าจะเป็นสูงสุด (Maximum Likelihood) ทั้งนี้แบบจำลองโพรบิทใช้ประมาณค่าการกระจายสะสมแบบปกติที่มีคุณสมบัติไม่เป็นเส้นตรง ในขณะที่แบบจำลองโลจิทใช้ประมาณค่าความน่าจะเป็นที่มีการกระจายแบบโลจิสติกส์ สำหรับในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้เลือกแบบจำลองโพรบิทเช่นเดียวกับ Chemmanur et al. (2005), Mayur and Kumar (2006), Pagano et al. (1998) และ Shen and Wei (2007) เนื่องจากผู้วิจัยได้ทำการทดสอบข้อมูลและเห็นว่ามีความเหมาะสมสำหรับการวิจัยครั้งนี้ นอกจากนี้ในการวิจัยครั้งนี้มีตัวแปรที่คล้ายคลึงกับของ Mayur and Kumar (2006), Pagano et al. (1998) และ Shen and Wei (2007) อย่างไรก็ดีตัวแปรที่ผู้วิจัยได้เพิ่มเข้าไปในแบบจำลอง ได้แก่ ตัวแปรกลุ่มธุรกิจ ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมพบว่ายังไม่มีตัวแปรนี้ในการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนที่ผ่านมา

2.7.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยในการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน

ในการทบทวนวรรณกรรม พบว่ามีงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาในเรื่องการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของประเทศต่างๆ ผู้วิจัยแบ่งออกได้เป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มที่ 1 เป็นการวิเคราะห์โดยใช้แบบจำลองต่างๆ เช่น โพรบิท โลจิต และ โลจิสติกส์ ซึ่งข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์เกี่ยวข้องกับปัจจัยทางด้านพื้นฐานการเงินของบริษัทและข้อมูลทางด้านเศรษฐกิจ (Brau et al., 2003; Pagano et al., 1998; Shen & Wei, 2007) และกลุ่มที่ 2 เป็นการสำรวจโดยตอบแบบสอบถาม (Brau & Fawcett, 2006) โดยแต่ละกลุ่มมีรายละเอียดดังแสดงในตารางที่ 2.8 และ 2.9

2.7.4.1 งานวิจัยที่ทำการวิเคราะห์โดยใช้ข้อมูลปัจจัยทางด้านพื้นฐานทางการเงินของบริษัทและข้อมูลทางด้านเศรษฐกิจ ดังแสดงในตารางที่ 2.10

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนนี้มีเพียงเล็กน้อย แต่เป็นงานวิจัยที่ได้รับการตีพิมพ์ในวารสารทางวิชาการชั้นนำและถูกใช้อ้างอิงจากนักวิชาการในการศึกษาเกี่ยวกับการเข้าสู่สาธารณชนเป็นจำนวนมากต่อเนื่องมาในภายหลัง ได้แก่ งานวิจัยของ Pagano et al. (1998) ทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศอิตาลี โดยใช้แบบจำลองโพรบิท มีจำนวนตัวอย่างประมาณ 69 บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน ในช่วงปี 1982-1992 รวมจำนวน 11 ปี และบริษัทจำกัดจำนวน 12,391 บริษัท ซึ่งเป็นบริษัทที่สามารถเข้าสู่สาธารณชนได้ แต่ยังคงอยู่เป็นบริษัทจำกัดในช่วงที่ทำการศึกษา สำหรับในการศึกษาของ Pagano et al. (1998) นี้มีการวิเคราะห์ลักษณะคุณสมบัติของบริษัทก่อนเข้าสู่สาธารณชน และคุณสมบัติหลังเข้าสู่สาธารณชน โดยผลการศึกษาพบว่า ขนาดของบริษัท และอัตราส่วนของมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี มีผลต่อความเป็นไปได้ของการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนในประเทศอิตาลีมากที่สุด และยังพบว่าวัตถุประสงค์ของการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศอิตาลีนั้นเพื่อปรับสมดุลทางบัญชีหลังจากที่มีการลงทุนและการเติบโตสูง ไม่ใช่เพื่อการลงทุนในอนาคต ส่วนผลการศึกษาหลังจากเข้าสู่สาธารณชนแล้ว พบว่าช่วยให้บริษัทลดต้นทุนในการกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์ นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่มีการกล่าวถึงกันอีกท่านหนึ่งเป็นของ Brau et al. (2003) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการเลือกระหว่างเข้าสู่สาธารณชนหรือการครอบงำกิจการ (Takeover) ในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยขนาดตัวอย่างที่เข้าสู่สาธารณชนมีจำนวน 3,147 ตัวอย่าง และกลุ่มที่มีการครอบงำกิจการ มีจำนวน 4,927 ตัวอย่าง ซึ่งในการศึกษาใช้แบบจำลองสมการถดถอยโลจิสติกส์ แตกต่างกับแบบจำลองของ Pagano et al. (1998) ผลการศึกษาพบว่า การกระจายของอุตสาหกรรม ต้นทุนของหนี้สิน ในปัจจุบัน กลุ่มพันธมิตรอุตสาหกรรมที่มีเทคโนโลยีสูง ความสัมพันธ์ "Hotness" ของตลาดที่เข้าสู่สาธารณชน ขนาดของธุรกิจ และเปอร์เซ็นต์ความเป็นเจ้าของภายใน มีความสัมพันธ์ทางบวกกับความน่าจะเป็นในการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก

รวมทั้งยังมีงานวิจัยที่ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการเข้าสู่สาธารณชนในทวีปเอเชียและมีการตีพิมพ์เป็นการศึกษาของ Shen and Wei (2007) ทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไต้หวัน โดยใช้แบบจำลองทอริบิท เช่นเดียวกับ Pagano et al. (1998) ซึ่งมีตัวอย่างที่เข้าสู่สาธารณชนจำนวน 383 บริษัท และ 522 บริษัทที่มีความต้องการเข้าสู่สาธารณชน แต่ยังไม่เข้าในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา สำหรับในการศึกษานี้ได้ทำการศึกษาเฉพาะการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนเท่านั้น ไม่ได้ทำการศึกษาหลังจากเข้าสู่สาธารณชนแล้ว ซึ่งการศึกษานี้ตัวแปรที่ใช้มีความคล้ายคลึงกับของ Pagano et al. (1998) แต่มีความแตกต่างในการเพิ่มตัวแปรที่เกี่ยวกับกลุ่มผู้ร่วมทุน กระแสเงินสด และค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาเข้าไป โดยผลการศึกษา พบว่า ขนาดบริษัทที่ใหญ่ และความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเป็นสิ่งที่สำคัญในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไต้หวัน รวมทั้งการร่วมทุนที่ได้รับไปรับรองแสดงถึงความน่าเชื่อถือของธุรกิจ ส่งผลให้การร่วมทุนเพิ่มความน่าจะเป็นของการเข้าสู่สาธารณชน และบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน มีแนวโน้มนำไปสู่การควบรวมกิจการ นอกจากนี้ยังพบว่าการที่บริษัทเข้าสู่สาธารณชน ไม่ได้ถูกกระตุ้นด้วยความต้องการทางการเงิน

แต่อย่างไรก็ตามยังมีงานวิจัยเกี่ยวกับการเข้าสู่สาธารณชนของประเทศเยอรมนี ได้แก่ Fischer (2000) ซึ่งศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนในปี 1997-1999 จำนวนตัวอย่าง 661 บริษัท มี 145 บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนในตลาด Neuer และ 44 บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนใน Frankfurt Stock Exchange วิธีการศึกษาด้วยแบบจำลองโลจิท ซึ่งจากการศึกษาพบว่าค่าใช้จ่ายในการลงทุน การเติบโตของบริษัท สินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน ความสามารถในการทำกำไรที่เพิ่มขึ้นมีความน่าจะเป็นที่บริษัทเข้าสู่สาธารณชน ในขณะที่สัดส่วนหนี้สินในปีก่อนการขายหุ้นไม่มีผล แต่สัดส่วนหนี้สินในช่วงก่อนการขายหุ้น 2 ปีเพิ่มความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชน นอกจากนี้ยังมีการศึกษาที่ตามมาของ Pannemans (2002) ทำการศึกษาการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศเบลเยียม ในปี 1996-2000 จำนวน 400 ตัวอย่าง จาก 5,176 บริษัท ใช้แบบจำลองโลจิท เช่นเดียวกับของ Fischer (2000) เป็นการวิเคราะห์โดยใช้ข้อมูลทางการเงินและทางด้านบัญชีสอดคล้องกับของ Pagano et al. (1998) จากการศึกษาที่พบว่ามีขนาดเล็ก และค่าใช้จ่ายในการลงทุนที่มีอยู่ระดับต่ำมีความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชน ในขณะที่อัตราการเติบโตของบริษัทที่สูง ความสามารถในการทำกำไรที่สูง และอัตราส่วนของมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีที่เพิ่มขึ้น มีความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชน โดยพบว่าอัตราส่วนของมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีเป็นปัจจัยที่สำคัญสุดในการเข้าสู่สาธารณชนของประเทศเบลเยียม โดยเงินที่ได้จากการเข้าสู่สาธารณชนสามารถเป็นแหล่งที่มีต้นทุนถูกและได้ถูกใช้ในโครงการลงทุนทางการเงินในอนาคตของบริษัท

รวมทั้งยังมีงานวิจัยที่ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการเข้าสู่สาธารณชนในทวีปเอเชียและมีการตีพิมพ์เป็นการศึกษาของ Shen and Wei (2007) ทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไต้หวัน โดยใช้แบบจำลองโพรบิท เช่นเดียวกับ Pagano et al. (1998) ซึ่งมีตัวอย่างที่เข้าสู่สาธารณชนจำนวน 383 บริษัท และ 522 บริษัทที่มีความต้องการเข้าสู่สาธารณชน แต่ยังไม่เข้าในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา สำหรับในการศึกษานี้ได้ทำการศึกษาเฉพาะการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนเท่านั้น ไม่ได้ทำการศึกษาหลังจากเข้าสู่สาธารณชนแล้ว ซึ่งการศึกษานี้ตัวแปรที่ใช้มีความคล้ายคลึงกับของ Pagano et al. (1998) แต่มีความแตกต่างในการเพิ่มตัวแปรที่เกี่ยวกับกลุ่มผู้ร่วมทุน กระแสเงินสด และค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาเข้าไป โดยผลการศึกษา พบว่า ขนาดบริษัทที่ใหญ่ และความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเป็นสิ่งที่สำคัญในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไต้หวัน รวมทั้งการร่วมทุนที่ได้รับไปรับรองแสดงถึงความน่าเชื่อถือของธุรกิจ ส่งผลให้การร่วมทุนเพิ่มความน่าจะเป็นของการเข้าสู่สาธารณชน และบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน มีแนวโน้มนำไปสู่การควบรวมกิจการ นอกจากนี้ยังพบว่าการที่บริษัทเข้าสู่สาธารณชน ไม่ได้ถูกกระตุ้นด้วยความต้องการทางการเงิน

แต่อย่างไรก็ตามยังมีงานวิจัยเกี่ยวกับการเข้าสู่สาธารณชนของประเทศเยอรมนี ได้แก่ Fischer (2000) ซึ่งศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนในปี 1997-1999 จำนวนตัวอย่าง 661 บริษัท มี 145 บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนในตลาด Neuer และ 44 บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนใน Frankfurt Stock Exchange วิธีการศึกษาด้วยแบบจำลองโลจิท ซึ่งจากการศึกษาพบว่าค่าใช้จ่ายในการลงทุน การเติบโตของบริษัท สินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน ความสามารถในการทำกำไรที่เพิ่มขึ้นมีความน่าจะเป็นที่บริษัทเข้าสู่สาธารณชน ในขณะที่สัดส่วนหนี้สินในปีก่อนการขายหุ้นไม่มีผล แต่สัดส่วนหนี้สินในช่วงก่อนการขายหุ้น 2 ปีเพิ่มความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชน นอกจากนี้ยังมีการศึกษาที่ตามมาของ Pannemans (2002) ทำการศึกษาการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศเบลเยียม ในปี 1996-2000 จำนวน 400 ตัวอย่าง จาก 5,176 บริษัท ใช้แบบจำลองโลจิท เช่นเดียวกับของ Fischer (2000) เป็นการวิเคราะห์โดยใช้ข้อมูลทางด้านการเงิน และทางด้านบัญชีสอดคล้องกับของ Pagano et al. (1998) จากการศึกษาที่พบว่ามีบริษัทที่มีขนาดเล็ก และค่าใช้จ่ายในการลงทุนที่มีอยู่ระดับต่ำมีความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชน ในขณะที่อัตราการเติบโตของบริษัทที่สูง ความสามารถในการทำกำไรที่สูง และอัตราส่วนของมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีที่เพิ่มขึ้น มีความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชน โดยพบว่าอัตราส่วนของมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีเป็นปัจจัยที่สำคัญที่สุดในการเข้าสู่สาธารณชนของประเทศเบลเยียม โดยเงินที่ได้จากการเข้าสู่สาธารณชนสามารถเป็นแหล่งที่มีต้นทุนถูกและได้ถูกใช้ในโครงการลงทุนทางการเงินในอนาคตของบริษัท

ต่อจากนั้นมีการศึกษา Alborno and Pope (2004) ทำการศึกษาเรื่องปัจจัยที่กำหนดการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศอังกฤษ โดยขนาดกลุ่มตัวอย่าง 830 บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนแล้วในตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน ปี 1990-2000 ซึ่งวิธีการศึกษานั้นคล้ายกับของ Pagano et al. (1998) ที่วิเคราะห์ทั้งก่อนและหลังการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัท แต่ในการศึกษานี้ใช้แบบจำลองสมการโลจิสติกส์ จากการศึกษาพบว่า การตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับขนาดของบริษัท และการประเมินมูลค่าราคาหุ้นในตลาดของบริษัทอื่นๆ ภายในอุตสาหกรรมเดียวกัน ในขณะที่มีความสัมพันธ์ทางลบกับระดับของสัดส่วนหนี้สิน และความสามารถในการทำกำไร ทั้งนี้ในการวิเคราะห์หลังจากเข้าสู่สาธารณชนแล้ว พบว่าความต้องการทางการเงิน (Financing needs) และการลดลงของภาระหนี้ (Reduction of Leverage) ไม่ได้เป็นปัจจัยหลักที่มีอิทธิพลในการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนในประเทศอังกฤษ นอกจากนี้ในปีเดียวกันมีการศึกษาของ Boehmer and Ljungqvist (2004) ทำการศึกษาเรื่องการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของธุรกิจเอกชน โดยกลุ่มตัวอย่างมีทั้งหมด 330 บริษัท ใน 12 อุตสาหกรรมของเยอรมันที่เข้าสู่สาธารณชนระหว่างปี 1984-1995 ซึ่งใช้วิธี Hazard Analysis ของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อจังหวะเวลาในการเข้าสู่สาธารณชน ทั้งนี้ที่ผ่านมาผู้วิจัยส่วนใหญ่ใช้วิธีแบบจำลองโพรบิทและโลจิส ซึ่งไม่ได้มีการวิเคราะห์ปัจจัยทางด้านเวลาที่เกี่ยวข้องกับตัวแปร ในการศึกษานี้ได้พิจารณาธุรกิจที่ประกาศเข้าสู่สาธารณชนถึงวันที่เข้าสู่สาธารณชน จากการศึกษาพบว่า ยอดขายกำไรขั้นต้น (Profit Margins) อัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้นของธุรกิจภายในอุตสาหกรรมเดียวกัน และความไม่แน่นอนเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคต มีความสัมพันธ์ทางบวกกับความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชน นอกจากนี้ยังพบว่าผลประโยชน์ส่วนตัวที่มาจากการควบคุมเป็นแรงกระตุ้นหลักภายหลังที่เป็นบริษัทเอกชน บอกเป็นนัยได้ว่าความน่าจะเป็นในการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกเพิ่มโอกาสการลงทุนของธุรกิจและการประเมินมูลค่า

ต่อมา Chemmanur et al. (2005) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะตลาดสินค้า (Product Market Characteristics) และความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนสำหรับตัวอย่างขนาดใหญ่ของธุรกิจสหรัฐ จำนวน 1,315 ตัวอย่าง โดยที่ทำการศึกษาธุรกิจ 2 ประเภท คือ (1) ทุกบริษัทที่มีการเข้าสู่สาธารณชนระหว่างปี 1972-2000 และ (2) ทุกบริษัทคงอยู่เป็นเอกชนระหว่างช่วงนั้น ในการศึกษาผู้วิจัยใช้แบบจำลองโพรบิท เช่นเดียวกับของ Pagano et al. (1998) เพื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะตลาดผลิตภัณฑ์ของธุรกิจทันทีก่อนเข้าสู่สาธารณชน และความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชน จากการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกในความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชน ได้แก่ ขนาดของธุรกิจใหญ่ การเติบโตของยอดขาย (Sales growth) ผลผลิตภาพของปัจจัยการผลิตโดยรวม (Total Factor Productivity: TFP) ส่วนแบ่งตลาด (Market

share) และความหนาแน่นของเงินลงทุน (Capital Intensity) การบริหารจัดการธุรกิจในการแข่งขันระดับต่ำ และความหนาแน่นของเงินทุนอุตสาหกรรม ลักษณะธุรกิจในอุตสาหกรรมที่มีความเสี่ยงทางกระแสเงินสด ธุรกิจที่มีโครงการราคาถูกจากภายนอกในการตีมูลค่า การบริหารจัดการธุรกิจในอุตสาหกรรมที่มีลักษณะของความไม่สมมาตรของข้อมูลต่ำ (Less Information Asymmetry) และธุรกิจที่มีสภาพคล่องโดยเฉลี่ยของหุ้นที่เข้าตลาด และยังมีการศึกษาของ Rosen et al. (2005) ทำการศึกษาการเข้าสู่สาธารณชน ซึ่งเป็นการศึกษาเฉพาะอุตสาหกรรมธนาคารพาณิชย์ จำนวน 240 แห่งในประเทศสหรัฐอเมริกาที่เข้าสู่สาธารณชนเป็นที่เรียบร้อยแล้วระหว่างปี 1981-2002 โดยที่ความได้เปรียบในการศึกษาอุตสาหกรรมธนาคารครั้งนี้เนื่องจากง่ายต่อการเข้าถึงข้อมูลได้ตั้งแต่เป็นธนาคารเอกชน ซึ่งไม่เหมือนอุตสาหกรรมอื่นๆ เพราะธนาคารที่เข้าสู่สาธารณชนและเป็นเอกชนต้องเปิดเผยข้อมูลทางการเงินรายปีตามกฎหมาย ในศึกษานี้ใช้แบบจำลองสมการโลจิสติกส์ จากการศึกษาพบว่าธนาคารที่มีความเสี่ยงในระดับสูง มีความน่าจะเป็นที่เข้าสู่สาธารณชน และธนาคารพาณิชย์ที่เข้าสู่สาธารณชนมีความได้เปรียบของเงื่อนไขตลาดที่มีอยู่ทั่วไป สำหรับผลที่ได้หลังจากการเข้าสู่สาธารณชนแล้ว พบว่า ธนาคารไม่ได้มีการเติบโตที่รวดเร็ว และความสามารถในการทำกำไรลดลงด้วย

อย่างไรก็ตามยังพบงานวิจัยของ Mayur and Kumar (2006) ที่ทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนในประเทศอินเดีย ระหว่างปี 1999-2005 กลุ่มตัวอย่างที่เข้าสู่สาธารณชน จำนวน 150 บริษัท และบริษัทจำกัด จำนวน 2,000 บริษัท โดยใช้แบบจำลองโพรบิตในการวิเคราะห์อิทธิพลพื้นฐานข้อมูลทางการเงินของบริษัทอินเดีย เช่นเดียวกับ Pagano et al. (1998) ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีผลเชิงบวกกับความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชน ได้แก่ อายุ และความสามารถในการทำกำไร ส่วนขนาดของบริษัท และสัดส่วนหนี้สิน มีผลเชิงลบต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทอินเดีย ในขณะที่การเข้าสู่สาธารณชนไม่ใช่ความต้องการทางการเงิน ซึ่งเป็นสิ่งที่คล้ายกับของ Pagano et al. (1998)

2.7.4.2 งานวิจัยที่ได้จากการสำรวจโดยตอบแบบสอบถาม (ดังแสดงในตารางที่ 2.11) ได้แก่

ในส่วนของงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการเข้าสู่สาธารณชน นอกเหนือจากงานวิจัยที่ทำการวิเคราะห์โดยใช้ข้อมูลปัจจัยทางด้านพื้นฐานทางการเงินของบริษัทและข้อมูลทางด้านเศรษฐกิจ ยังมีงานวิจัยที่ได้จากการสำรวจ โดยการตอบแบบสอบถามจากบุคคลที่เกี่ยวข้องกับการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัท ซึ่งเป็นงานวิจัยที่มีการกล่าวถึงอย่างแพร่หลายเช่นกัน เป็การศึกษาของ Brau and Fawcett (2006) ศึกษาบริษัทในสหรัฐในปี 2000-2002 โดยเป็นการสำรวจผู้บริหารของบริษัท 336 แห่ง ที่มีความสำเร็จสมบูรณ์ในการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก หรือมีการ

เริ่มในขั้นตอนการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก แต่ภายหลังไม่เลือกที่เข้าสู่สาธารณชน หรือมีคุณสมบัติที่เข้าสู่สาธารณชน แต่ไม่ตัดสินใจทำ และยังคงอยู่เป็นบริษัทจำกัด ทั้งนี้ในการสำรวจมีอัตราการตอบกลับจากผู้บริหาร เท่ากับร้อยละ 18.1 ซึ่งผลการศึกษาพบว่า การได้มาซึ่งการเข้าถึงสิทธิ์เป็นปัจจัยหลักในการกระตุ้นบริษัทในสหรัฐอเมริกาเข้าสู่สาธารณชน นอกจากนี้ช่วงเวลาของผู้ออกหลักทรัพย์ในการเข้าสู่สาธารณชนนำไปสู่ความได้เปรียบตามเงื่อนไขตลาดและการรักษาการควบคุมในการตัดสินใจ ในขณะที่ความเป็นเจ้าของเดิมเป็นเหตุผลหลักที่ยังคงอยู่เป็นบริษัทจำกัด ทั้งนี้ยังมีการศึกษาที่คล้ายคลึงกันเป็นของ Brau et al. (2006) ศึกษาบริษัทในสหรัฐอเมริกา โดยเป็นการสำรวจผู้บริหารจำนวน 438 คน และมีอัตราการตอบกลับร้อยละ 44.5 ในการศึกษา มีการแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 2 ช่วง คือ ช่วง Pre-Internet Bubble (ปี 1996-1998) และช่วง Post-Internet Bubble (ปี 2000-2002) ซึ่งมีความแตกต่างกับ Brau and Fawcett (2006) ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา โดยจากการศึกษาพบว่า การเติบโตทางการเงินและการเพิ่มสภาพคล่องเป็นปัจจัยหลักที่กระตุ้นการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน รวมทั้งการเพิ่มชื่อเสียงในตลาดให้เป็นที่รู้จักมากขึ้น ในขณะที่ผู้บริหารเห็นว่าค่าจ้างผู้จัดการจำหน่าย และต้นทุนทางอ้อมเพื่อเข้าสู่สาธารณชนเป็นสิ่งหลักที่กังวลในการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก

นอกจากนี้ยังพบว่ามิงงานวิจัยของ Bancel and Mittoo (2008) ทำการศึกษาสำรวจผู้บริหารจำนวน 78 คน จาก 12 ประเทศในยุโรปเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดการเข้าสู่สาธารณชนระหว่างในปี 1994-2004 โดยสอบถามทั้งก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชน ซึ่งพิจารณาทั้งต้นทุนและประโยชน์ที่เข้าสู่สาธารณชน ทั้งนี้แบบสอบถามเป็นแบบ Likert scale 5 ระดับ และคำถามปลายเปิด พบว่าสิ่งสำคัญที่สุดเกี่ยวกับประโยชน์ในการเข้าสู่สาธารณชน คือ การเพิ่มการรับรู้ชื่อเสียงของบริษัท รวมทั้งเป็นแหล่งเงินเพื่อการเติบโต และทางผู้บริหารเห็นว่าการเข้าสู่สาธารณชนเป็นขั้นตอนในวงจรชีวิตของธุรกิจ และส่วนน้อยที่เกี่ยวข้องกับต้นทุน โดยรับรู้ประโยชน์ที่มีนัยสำคัญสูงกว่าต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชน ทั้งนี้แรงกระตุ้นของธุรกิจเข้าสู่สาธารณชนมีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญจากธุรกิจที่แตกต่างกันในแต่ละประเทศและระบบกฎหมายที่แตกต่างกัน

ในขณะที่มีการศึกษาเกี่ยวกับการเข้าสู่สาธารณชนของประเทศไทย เป็นการศึกษาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2551) เกี่ยวกับแรงจูงใจของการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ได้ทำการสำรวจความคิดเห็นของผู้บริหารการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (CFO Survey) จำนวน 220 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 41.8 ของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด ซึ่งจัดทำโดยสถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน (SET Research Institute) ในปี 2551 พบว่าแรงจูงใจสำคัญของการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน 5 อันดับแรก คือ

1. ต้องการระดมทุน
2. ต้องการให้บริษัทมีความน่าเชื่อถือและมีภาพลักษณ์ที่ดี
3. ต้องการเพิ่มมูลค่าและสภาพคล่องให้กับผู้ถือหุ้น
4. ต้องการสิทธิประโยชน์ทางภาษี
5. ต้องการเพิ่มประสิทธิภาพและความโปร่งใสของกิจการ

ดังนั้นสรุปได้ว่าจากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับปัจจัยที่มีต่อการตัดสินใจในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยมีตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ดังนี้ กลุ่มธุรกิจ ขนาดของบริษัท อายุของบริษัท การเติบโตโดยอศขายของบริษัท ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท สัดส่วนหนี้สินของบริษัท และกระแสเงินสดของบริษัท ซึ่งตัวแปรแต่ละตัวผู้วิจัยคาดว่าจะมีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยทั้งทางเชิงบวกและทางเชิงลบ โดยที่คาดว่า กลุ่มธุรกิจ ขนาดของบริษัท อายุของบริษัท ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท และสัดส่วนหนี้สินของบริษัท มีความสัมพันธ์ทั้งทางบวกและทางลบกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย ในขณะที่การเติบโตโดยอศขายของบริษัทคาดว่าจะมีความสัมพันธ์ทางบวกกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย ส่วนกระแสเงินสดของบริษัทคาดว่าจะมีความสัมพันธ์ทางลบกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชน นอกจากนี้แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นแบบจำลอง โพรบิทซึ่งสอดคล้องกับนักวิชาการที่ได้วิจัยและมีการตีพิมพ์ในวารสารทางวิชาการ (Pagano et al., 1998; Shen & Wei, 2007) จากงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนหรือการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก มีการนำเสนอเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มที่ 1 เป็นการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับข้อมูลปัจจัยทางด้านพื้นฐานการเงินของบริษัทและข้อมูลทางด้านเศรษฐกิจ (Brau et al., 2003; Pagano et al., 1998; Shen & Wei, 2007) และกลุ่มที่ 2 เป็นการสำรวจโดยตอบแบบสอบถาม (Brau & Fawcett, 2006) รวมทั้งยังมีงานวิจัยที่กำลังศึกษาอยู่บางส่วนที่นำเสนอทั้ง 2 มิติด้วย โดยมีความแตกต่างกันทางด้านภูมิประเทศและช่วงระยะเวลาในการทำการศึกษา

ตารางที่ 2.8 สรุปตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่ตลาดแรงงานวิจัยต่างๆ

ตัวแปรอิสระ	Pagano et al. (1998)	Brau et al. (2003)	Shen and Wei (2007)	Fischer (2000)	Pannemans (2002)	Albornoz and Pope (2004)	Boehmer and Ljungqvist (2004)	Chemmanur et al. (2005)	Rosen et al. (2005)	Mayur and Kumar (2006)
Growth	X		X	X	X	X		X		X
Leverage	X		X	X	X	X				X
Capex	X		X	X	X	X				X
Profitability (ROA)	X		X	X	X	X			X	X
Size	X	X			X	X		X		X
Market-to-book (MTB)	X		X		X	X				
Bank rate	X									
Concentration of borrowing	X									
Herfindahl index	X	X						X		
Year	X									
Sales			X							
High technology		X							X	
Financial services indicators		X								

ตารางที่ 2.8 (ต่อ)

ตัวแปรอิสระ	Pagano et al. (1998)	Brau et al. (2003)	Shen and Wei (2007)	Fischer (2000)	Pannemans (2002)	Albornoz and Pope (2004)	Boehmer and Ljungqvist (2004)	Chemmanur et al. (2005)	Rosen et al. (2005)	Mayur and Kumar (2006)
Average debt ratio for private firm industry	X									
Average market/book for private firm industry		X								
Relative volume of IPOs to mergers		X								
Market return		X								
Liquidity		X								
3-month T-bill rate		X								
Intangibles				X				X		
Free cash flow			X							
Venture capital			X							
R&D expense			X							
Interest rate			X							

ตารางที่ 2.8 (ต่อ)

ตัวแปรอิสระ	Pagano et al. (1998)	Brau et al. (2003)	Shen and Wei (2007)	Fischer (2000)	Pannemans (2002)	Albornoz and Pope (2004)	Boehmer and Ljungqvist (2004)	Chemmanur et al. (2005)	Rosen et al. (2005)	Mayur and Kumar (2006)
Innovation				X						
Industry						X				X
Private benefit							X			
Outside valuations							X			
Δ Outside valuations							X			
Uncertainly,							X			
Age								X	X	X
Total factor productivity								X		
Capital intensity								X		
Industry risk								X		
Capital expenditure ratio								X		
Market share								X		
Share turnover								X		

*

ตารางที่ 2.8 (ต่อ)

ตัวแปรอิสระ	Pagano et al. (1998)	Brau et al. (2003)	Shen and Wei (2007)	Fischer (2000)	Pannemans (2002)	Albornoz and Pope (2004)	Boehmer and Ljungqvist (2004)	Chemmanur et al. (2005)	Rosen et al. (2005)	Mayur and Kumar (2006)
Number of public firms listed						X	X			
Standard deviation in analysts' forecast							X			
Industry average analysis' forecast error							X			
Industry average number of analysis							X			
The last year's annual return of the Standard&Poor's 500 index							X			
Total Assets									X	
Assets Growth									X	
Equity-to-asset ratio									X	

ตารางที่ 2.8 (ต่อ)

ตัวแปรอิสระ	Pagano et al. (1998)	Brau et al. (2003)	Shen and Wei (2007)	Fischer (2000)	Pannemans (2002)	Alborno and Pope (2004)	Boehmer and Ljungqvist (2004)	Chemmanur et al. (2005)	Rosen et al. (2005)	Mayur and Kumar (2006)
Loan-to-asset ratio								X	X	
Dummy young bank								X		
Bank dummy								X	X	
Branches								X		
Branches per market								X	X	
Deposit per branch								X		
Level of disclosures										X
Risk										X
Cost of credit										X

*

ตารางที่ 2.9 สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการเข้าสู่สาธารณชน หรือการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกในประเทศไทยต่างๆ

วิธีการศึกษา	ทวีป / ประเทศ	งานวิจัย
วิเคราะห์โดยใช้ข้อมูลปัจจัยพื้นฐานทางการเงินของบริษัทและข้อมูลทางด้านเศรษฐกิจ	ทวีปยุโรป / ประเทศอิตาลี เยอรมนี เบลเยียม อังกฤษ	Pagano et al. (1998), Fischer (2000), Pannemans (2002), Albornoz and Pope (2004), Boehmer and Ljungqvist (2004)
	ทวีปอเมริกา / ประเทศสหรัฐอเมริกา	Brau et al. (2003), Rosen et al. (2005), Chemmanur et al., (2005)
	ทวีปเอเชีย / ประเทศอินเดีย ได้หวั่น	Mayur and Kumar (2006), Shen and Wei (2007)
จากการสำรวจโดยตอบแบบสอบถาม	ทวีปยุโรป	Bancel and Mitroo (2008)
	ทวีปอเมริกา / ประเทศสหรัฐอเมริกา	Brau et al. (2005), Brau and Faycett (2006)

ตารางที่ 2.10 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนในประเทศต่างๆ (เชิงประจักษ์)

ชื่อผู้ศึกษา	ประเทศที่ศึกษา	ปีทำการศึกษา/ ตัวอย่างที่ทำการศึกษา	วิธีการศึกษา	ผลการศึกษา
Pagano et al. (1998)	อิตาลี	ปี 1982-1992 / ตัวอย่าง 2,181 บริษัท และ 69 บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน	แบบจำลองไพรมิท	- สิ่งที่สำคัญที่สุดคือ ยอดขายของบริษัทและอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของอุตสาหกรรมมีผลต่อความน่าจะเป็นที่บริษัทเข้าสู่สาธารณชน - อัตราการเติบโตและความสามารถในการทำกำไรมีผลต่อความน่าจะเป็นที่บริษัทเข้าสู่สาธารณชน
Brau et al. (2003)	สหรัฐอเมริกา	ปี 1984-1998 / ตัวอย่าง 3,147 บริษัทที่เข้าสู่ สาธารณชน และตัวอย่าง 4,927 บริษัทที่ Takeover	สมการถดถอยโล จิตดักส์	- การกระจายของอุตสาหกรรม ต้นทุนของหนี้สินในปัจจุบัน กลุ่ม พันธมิตรอุตสาหกรรมที่มีเทคโนโลยีสูง ความสัมพันธ์ “homness” ของ ตลาด IPO ขนาดของธุรกิจ และเปอร์เซ็นต์ความเป็นเจ้าของภายใน มี ความสัมพันธ์ทางบวกกับความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชน
Shen and Wei (2007)	ไต้หวัน	ปี 1989-2000 / ตัวอย่าง 522 บริษัท และ 383 บริษัทที่เข้าสู่ สาธารณชน	แบบจำลองไพรมิท	- สิ่งที่สำคัญในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทคือ ขนาดของบริษัทที่ ใหญ่ และความสามารถในการทำกำไรของบริษัท - ความไม่สมมาตรของข้อมูล ต้นทุนการเข้าตลาด สภาพคล่อง ความ ต้องการของการกระจายส่วนเงินของเจ้าของกิจการ และเวลา และความ สะดวกของการรวบรวมมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน

ตารางที่ 2.10 (ต่อ)

ชื่อผู้ศึกษา	ประเทศที่ศึกษา	ปีที่การศึกษา/ ตัวอย่างที่ทำการศึกษา	วิธีการศึกษา	ผลการศึกษา
Fischer (2000)	เยอรมนี	ปี 1997-1999 / ตัวอย่าง มี 145 บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนใน ตลาด Neuer และ 44 บริษัท ที่เข้าสู่สาธารณชนใน Frankfurt stock exchange	แบบจำลองโลจิส	- ศึกษาวิจัยในการลงทุน การเติบโตของบริษัทที่มีต้นทุน ความสามารถในการทำกำไร ที่เพิ่มขึ้นมีความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่ สาธารณชน
Pannemans (2002)	เบลเยียม	ปี 1996-2000 / ตัวอย่าง 465 บริษัท (65 บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน)	แบบจำลองโลจิส	- อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของอุตสาหกรรม เป็นปัจจัย ที่สำคัญที่สุดของความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชน - บริษัทที่มีขนาดเล็กมีความน่าจะเป็นที่เข้าสู่สาธารณชน และสัดส่วน หนี้สินที่สูงมีผลต่อความน่าจะเป็นที่เข้าสู่สาธารณชน
Albernoz and Pope (2004)	อังกฤษ	ปี 1990-2000 / 830 บริษัทที่เข้าสู่ สาธารณชน (ตลาดหลัก 525 บริษัท ตลาดรอง 305 บริษัท)	สมการถดถอยโล จิสติกส์	- ความน่าจะเป็นของการเข้าสู่สาธารณชนขึ้นอยู่กับบริษัทที่มีขนาด ใหญ่ และระดมราคาของหุ้นที่เพิ่มขึ้น - ความสามารถในการทำกำไรที่เพิ่มขึ้น มีความน่าจะเป็นที่เข้าสู่ สาธารณชน
Boehmer and Ljungqvist (2004)	เยอรมนี	ปี 1984-1995 / จำนวน 330 บริษัท	Hazard analysis	- ยอดขาย กำไรเริ่มต้น และอัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้นของธุรกิจ ในอุตสาหกรรมเดียวกันมีความสัมพันธ์ทางบวกกับความน่าจะเป็นไปได้ใน การเข้าสู่สาธารณชน

ตารางที่ 2.10 (ต่อ)

ชื่อผู้ศึกษา	ประเทศที่ศึกษา	ปีที่ทำการศึกษา/ ตัวอย่างที่ทำการศึกษา	วิธีการศึกษา	ผลการศึกษา
Chemmanur et al. (2005)	สหรัฐอเมริกา	ปี 1972-2000 / จำนวน 1,315 ตัวอย่าง	แบบจำลองโพรมิท	- บริษัทที่มีขนาดใหญ่มากได้รับประโยชน์โดยผลิตภาพของมีจัดการผลิตโดยรวม ส่วนแบ่งตลาดและความหนาแน่นของเงินลงทุน มีความสัมพันธ์ทางบวกกับความน่าจะเป็นของการเข้าสู่ตลาด - ธนาคารที่มีความเสี่ยงมีความเป็นไปได้ที่จะเข้าสู่ตลาด
Rosen et al. (2005)	สหรัฐอเมริกา	ปี 1981-2002 / จำนวน 240 แห่ง	สมการถดถอยโลจิสติกส์	- บริษัทที่เข้าสู่ตลาดเร็วจะมีอายุยืนยาวและมีสินทรัพย์ - บริษัทที่มีขนาดใหญ่มาก - บริษัทที่มีขนาดใหญ่มากและมีสินทรัพย์จะเข้าสู่ตลาดเร็วกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กลง
Mayur and Kumar (2006)	อินเดีย	ปี 1999-2005 / ตัวอย่าง 8,000 บริษัทเอกชน และ 148 บริษัทที่เข้าสู่ตลาด	แบบจำลองโพรมิท	- บริษัทที่เข้าสู่ตลาดเร็วจะมีอายุยืนยาวและมีสินทรัพย์ - บริษัทที่มีขนาดใหญ่มากและมีสินทรัพย์จะเข้าสู่ตลาดเร็วกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กลง

ตารางที่ 2.11 งานวิจัยที่เกี่ยวกับการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนในประเทศต่างๆ (แบบสำรวจ)

ชื่อผู้ศึกษา	ประเทศที่ศึกษา	ปีที่ทำการศึกษา/ ตัวอย่างที่ทำการศึกษา	ทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษา	ผลการศึกษา
Brau and Fawcett (2006)	สหรัฐอเมริกา	ปี 2000-2002 / ตัวอย่างผู้บริหาร 336 คน	motivation, timing, underwriter selection, underpricing, signaling, and the decision to remain private	<ul style="list-style-type: none"> - Acquisition เป็นปัจจัยหลักในการกระตุ้นบริษัทในสหรัฐอเมริกาเข้าสู่สาธารณะ - เวลาของผู้ถือหุ้นในการเข้าสู่สาธารณะไม่นำไปสู่ความได้เปรียบตามเงื่อนไขตลาดและกำไรจากการควบคุมในการตัดสินใจ - ความเป็นเจ้าของเดิมเป็นเหตุผลหลักที่คงอยู่เป็นบริษัทจำกัด - เหตุผลแรกที่บริษัทเข้าสู่สาธารณะ เพื่อเป็นการขับเคลื่อนสำหรับแหล่งเงินทุนในการเติบโตของธุรกิจและสภาพคล่อง - ผู้จัดการถูกเกี่ยวข้องกับต้นทุนโดยตรงในการเข้าสู่สาธารณะ - มีความสัมพันธ์ทางลบระหว่างจุดสำคัญในการเติบโตระดับกลางและอัตราผลตอบแทนที่คิดปกติในระยะยาว
Brau, Ryan and DeGraw (2006)	สหรัฐอเมริกา	ปี 1996-2002 / ตัวอย่างผู้บริหาร 438 คน	Life cycle theories / Market-timing theories	<ul style="list-style-type: none"> - ผู้บริหารทำการเพิ่มการรับรู้และชื่อเสียง แหล่งเงินเพื่อการเติบโต ความยืดหยุ่นทางการเงิน และการคิดความจากภายนอก - เป็นสิ่งสำคัญของบริษัทในการเข้าสู่สาธารณะ - การกระตุ้นของธุรกิจเข้าสู่สาธารณะมีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญจากธุรกิจที่แตกต่างกัน ในแต่ละประเทศและระบบกฎหมายที่แตกต่างกัน
Bancal and Mittoo (2008)	12 ประเทศในยุโรป	ปี 1994-2004 / ตัวอย่างผู้บริหาร 78 คน	The Costs & Benefits of Go public	<ul style="list-style-type: none"> - ผู้บริหารทำการเพิ่มการรับรู้และชื่อเสียง แหล่งเงินเพื่อการเติบโต ความยืดหยุ่นทางการเงิน และการคิดความจากภายนอก - เป็นสิ่งสำคัญของบริษัทในการเข้าสู่สาธารณะ - การกระตุ้นของธุรกิจเข้าสู่สาธารณะมีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญจากธุรกิจที่แตกต่างกัน ในแต่ละประเทศและระบบกฎหมายที่แตกต่างกัน

2.8 ผลการดำเนินงานหลังการเข้าสู่สาธารณชน

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า มีงานวิจัยที่ศึกษาทั้งปัจจัยที่มีผลต่อการเข้าสู่สาธารณชน และผลการดำเนินงานหลังจากบริษัทตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน เป็นงานวิจัยของ Pagano et al. (1998) ได้ศึกษาการดำเนินงานที่เกิดขึ้นทั้งทางด้านการบริหารจัดการและทางการเงินภายหลังจากเข้าสู่สาธารณชน พบว่า ความสามารถในการทำกำไรลดน้อยลง ภาระหนี้สิน และการลงทุนลดลงหลังเข้าสู่สาธารณชนแล้ว ทั้งนี้การศึกษาที่มีกันอย่างแพร่หลายหลังจากเข้าสู่สาธารณชน ส่วนใหญ่เป็นการศึกษาที่เน้นพิจารณาทางด้านอัตราผลตอบแทน (Ibbotson, 1975; Ibbotson & Ritter, 1998; Jain & Kini, 1994; Loughran et al., 1994; Loughran & Ritter, 1995; Mikkelsen et al. 1997; Ritter, 1991; Ritter & Welch, 2002; Ritter, 2003) โดยในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยจะทำการศึกษาทั้งก่อนและหลังการเข้าสู่สาธารณชนเช่นเดียวกับ Pagano et al. (1998) แต่จะมุ่งเน้นศึกษาทางด้านผลการดำเนินงานทางการเงินก่อนเข้าสู่สาธารณชน 3 ปีและหลังจากการเข้าสู่สาธารณชน 3 ปีของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่ได้เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ซึ่งการวิจัยนี้เน้นวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน 4 ด้าน ได้แก่ อัตราส่วนสภาพคล่องทางการเงิน อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการทำงาน และอัตราส่วนวิเคราะห์หนี้ โยบายทางการเงิน เพื่อพิจารณาถึงความแตกต่างระหว่างบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจว่าก่อนและหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนแล้วผลการดำเนินงานของทั้งสองกลุ่มมีความแตกต่างกันหรือไม่สำหรับการศึกษาในประเทศไทย

ในส่วนที่จะกล่าวถึงต่อไปเป็นผลที่เกิดขึ้นจากการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัท ซึ่งเป็นส่วนที่มีความเกี่ยวข้องกับคำถามงานวิจัยในข้อที่ 2 ทั้งนี้ จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า การศึกษาผลการดำเนินงานหลังการเข้าสู่สาธารณชนแบ่งออกได้เป็น ผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนและผลการดำเนินงานด้านการเงิน มีรายละเอียดดังนี้

2.8.1 ผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทน

ภายหลังจากที่บริษัทได้เข้าสู่สาธารณชนแล้ว งานวิจัยส่วนใหญ่เป็นการศึกษาที่มุ่งเน้นทางด้านผลการดำเนินงานของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน โดยงานวิจัยที่ผ่านมามีทั้งในประเทศสหรัฐอเมริกา ยุโรป และเอเชีย (Ibbotson, 1975; Ibbotson & Ritter, 1998; Jain & Kini, 1994; Loughran et al., 1994; Loughran & Ritter, 1995; Mikkelsen et al., 1997; Ritter, 1991; Ritter & Welch, 2002; Ritter, 2003) จากการทบทวนวรรณกรรมสามารถแบ่งผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทน ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ (1) การศึกษาผลการดำเนินงานระยะสั้น (Short-run Performance) และ (2) การศึกษาผลการดำเนินงานระยะยาว (Long-run Performance) ดังนี้

1. ผลการดำเนินงานระยะสั้น (1 วัน) ส่วนใหญ่เป็นการศึกษาความแตกต่างระหว่างราคาปิดของหุ้นในวันแรกที่เข้าทำการซื้อขายและราคาเสนอขายหุ้นครั้งแรกที่มีผลจากการตั้งราคาเสนอขายหุ้นครั้งแรกอยู่ในระดับที่ต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็นหรือต่ำกว่ามูลค่าทางด้านปัจจัยพื้นฐานที่ควรจะเป็น (Underpricing) จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า ส่วนใหญ่อัตราผลตอบแทนในวันแรกสูงกว่าปกติ (Abnormal Initial Return) (Ibbotson, 1975; Loughran et al., 1994; Ritter, 2003)

2. ผลการดำเนินงานระยะยาว เป็นการศึกษาอัตราผลตอบแทนของราคาหุ้นหลังจากเข้าทำการซื้อขายในวันแรกแล้ว ประมาณ 1-3 ปี หรือมากกว่า 3 ปีขึ้นไป พบว่า ส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนที่อยู่ในระดับต่ำกว่าตลาด (Underperform) หรือมีผลการดำเนินงานที่ลดลง (Jain & Kini, 1994; Levis, 1993; Mikkelson et al., 1997; Ritter, 1991)

สำหรับงานวิจัยที่แสดงถึงผลการดำเนินงานระยะสั้นของบริษัทที่ตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนเป็นครั้งแรก ได้พิจารณาจากอัตราผลตอบแทนในวันแรก เริ่มจากการศึกษาของ Loughran et al. (1994) ซึ่งศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนใน 25 ประเทศ และรวมถึง 7 ประเทศในเอเชีย ได้แก่ สหรัฐอเมริกา ออสเตรเลีย เบลเยียม บราซิล แคนาดา ชิลี ฟินแลนด์ ฝรั่งเศส เยอรมนี สเปน สวีเดน สวิตเซอร์แลนด์ อิตาลี อังกฤษ เม็กซิโก เนเธอร์แลนด์ นิวซีแลนด์ โปรตุเกส ฮองกง ญี่ปุ่น เกาหลี มาเลเซีย สิงคโปร์ ไต้หวัน และไทย พบว่า ส่วนใหญ่อัตราผลตอบแทนวันแรก (First-day Return) เป็นบวก โดยอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเริ่มต้นของประเทศในเอเชียอยู่ในระดับสูงประมาณร้อยละ 17-80 ซึ่งประเทศมาเลเซียมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุดที่ร้อยละ 80.3 และประเทศไทยมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ร้อยละ 58.1 นอกจากนี้ยังพบว่า ผลตอบแทนของหุ้นเข้าสู่สาธารณชนของแต่ละประเทศมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับระดับการเข้าแทรกแซงของรัฐบาล จังหวะเวลาที่เข้าทำการซื้อขาย และความเสี่ยงทางธุรกิจของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน หลังจากนั้นงานวิจัยที่สอดคล้องกับ Loughran et al. (1994) เป็นการศึกษาของ Ritter (2003) ที่ชี้ให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเริ่มต้นของประเทศในเอเชีย 11 ประเทศอยู่ในระดับเฉลี่ยร้อยละ 15-104 โดยประเทศเกาหลีมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุดที่ร้อยละ 104.1 สำหรับประเทศไทยมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยร้อยละ 46.7 และจากการศึกษายังพบว่าอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยวันแรกของหุ้นที่เข้าสู่สาธารณชนในเอเชียอยู่ในระดับสูงกว่าหุ้นที่เข้าสู่สาธารณชนในสหรัฐอเมริกาอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ Ibbotson and Ritter (1998) ศึกษาผลตอบแทนเฉลี่ยในวันแรกของหุ้นที่เข้าสู่สาธารณชน จำนวน 8,668 บริษัท ระหว่างปี 1960-1987 พบว่ามีผลตอบแทนเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 16.37 ซึ่งมีความใกล้เคียงกับการศึกษาของ Ritter and Welch (2002) ที่ศึกษาผลตอบแทนเฉลี่ยในวันแรกของหุ้นที่เข้าสู่สาธารณชน ระหว่างปี 1980-2001 พบว่ามีผลตอบแทนเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 18.8

จากงานวิจัยดังกล่าวข้างต้นเกี่ยวกับผลการดำเนินงานระยะสั้นชี้ให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนระยะสั้นอยู่ในระดับสูง (Overperformance) หรืออัตราผลตอบแทนในวันแรกสูงกว่าปกติ (Abnormal Initial Return) เป็นผลมาจากราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (ต่ำกว่ามูลค่าทางด้านการปัจจัยพื้นฐานที่ควรจะเป็น) ในช่วงระยะสั้นของหุ้นที่เข้าสู่สาธารณชนแล้ว

ส่วนงานวิจัยที่แสดงถึงผลการดำเนินงานระยะยาวของบริษัทที่ตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน เริ่มจาก Aggarwal and Rivoli (1990) ทำการศึกษาตัวอย่าง 1,598 ตัวอย่างที่เข้าสู่สาธารณชนระหว่างปี 1977-1987 ในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่าผลการดำเนินงานอยู่ในระดับต่ำประมาณร้อยละ -13.73 ต่อจากนั้น Ritter (1991) ได้ทำการศึกษาตัวอย่าง 1,526 ตัวอย่างที่เข้าสู่สาธารณชน ในช่วงปี 1975-1984 ประเทศสหรัฐอเมริกาเช่นกัน โดยใช้วิธี Cumulative abnormal return (CAR) และ Buy-and-hold return (BAHR) พบว่าอัตราผลตอบแทนในการถือหุ้น 3 ปีแรกเท่ากับร้อยละ 34.47 ซึ่งน้อยกว่าร้อยละ 61.86 ของกลุ่มที่มีการควบคุมด้วยอุตสาหกรรมและมูลค่าแตกต่างกับการศึกษาของ Levis (1993) ได้ทำการศึกษาผลการดำเนินงานระยะยาวของประเทศอังกฤษ ขนาดตัวอย่าง 712 ตัวอย่างที่เข้าสู่สาธารณชนในช่วงปี 1980-1988 พบว่า ผลการดำเนินงานอยู่ในระดับต่ำระหว่างร้อยละ -23 ถึง -8 ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับค่ากลาง (Benchmark) ที่ใช้ หลังจากนั้นมีการศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานระยะยาวของ Loughran and Ritter (1995) พบว่าอัตราผลตอบแทนอยู่ในระดับต่ำเมื่อถือหุ้นช่วง 2-5 ปี ทั้งหุ้นที่เข้าสู่สาธารณชนครั้งแรก และการเสนอขายหุ้นหลังการเข้าสู่สาธารณชนระหว่างปี 1970-1990 ซึ่งอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยใน 5 ปี เท่ากับร้อยละ 5 และ 7 ตามลำดับ สำหรับการศึกษาของ Ritter and Welch (2002) ได้ทำการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี 1980-2001 พบว่าตั้งแต่เปิดตลาดวันแรกจนถึง 3 ปี อัตราผลตอบแทนอยู่ที่ระดับร้อยละ 22.6 ในขณะที่ผลการดำเนินงานช่วงมากกว่า 3 ปีแรกหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนอยู่ในระดับต่ำประมาณร้อยละ -23.4 ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาที่ผ่านมา

ทั้งนี้นอกเหนือจากการศึกษาผลการดำเนินงานระยะยาวที่เน้นทางด้านราคาหุ้นและอัตราผลตอบแทนแล้ว ยังมีการศึกษาที่เกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนด้วย ซึ่งเป็นการศึกษาของ Jain and Kini (1994) และ Mikkelsen et al. (1997) ได้ทำการศึกษาผลการดำเนินงานระยะยาวหลังเข้าสู่สาธารณชน และความเป็นเจ้าของ โดย Jain and Kini (1994) ทำการศึกษความสัมพันธ์ระหว่างระดับของความเป็นเจ้าของเดิมที่เหลืออยู่หลังเข้าสู่สาธารณชน และผลการดำเนินงานหลังเข้าสู่สาธารณชน ทำการศึกษาดังกล่าวจำนวน 682 ตัวอย่าง ในประเทศสหรัฐอเมริกาที่เข้าสู่สาธารณชนแล้วระหว่างปี 1976-1986 พบว่าผลการดำเนินงานทางด้านการบริหารจัดการที่วัดด้วย Operating return on assets และ Operating cash flow ลดลง หลังปีทีเข้าสู่สาธารณชนอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่มีความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างผลการดำเนินงานหลังเข้าสู่

สาธารณชน และการคงอยู่ของหุ้นที่เป็นส่วนเจ้าของเดิมอย่างมีนัยสำคัญ ส่วน Mikkelsen et al. (1997) ได้ศึกษาผลการดำเนินงานในการบริหารจัดการของตัวอย่าง 283 บริษัทของประเทศสหรัฐอเมริกาที่เข้าสู่สาธารณชนระหว่างปี 1980-1983 โดยใช้ Operating return on assets เป็นตัวแทนสำหรับผลการดำเนินงานของธุรกิจ พบว่า ผลการดำเนินงานลดลงมากภายใน 1 ปีหลังเข้าสู่สาธารณชน และอยู่ในระดับต่ำ ในขณะที่ผลการดำเนินงานระหว่างปีที่ 2 ถึงปีที่ 10 ไม่ได้ลดลงเหมือนปีแรก นอกจากนี้การบริหารจัดการในส่วนของความเป็นเจ้าของเดิมมีการลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน

ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าการศึกษาผลการดำเนินงานระยะยาวที่เกิดขึ้นหลังเข้าสู่สาธารณชนส่วนใหญ่เป็นการศึกษาอัตราผลตอบแทนในการถือหุ้นภายหลังจากที่เข้าทำการซื้อขายแล้ว ประมาณ 1-3 ปี โดยที่อัตราผลตอบแทนอยู่ในระดับต่ำกว่าตลาด และการศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานทางด้านบริหารจัดการภายหลังจากเข้าสู่สาธารณชนมีผลการดำเนินงานลดลงด้วยเช่นกัน

งานวิจัยที่ผ่านมาภายหลังจากบริษัทเข้าสู่สาธารณชนเกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานหลังเข้าสู่สาธารณชนทั้งในระยะสั้นและระยะยาว ส่วนใหญ่เป็นการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา และประเทศในยุโรป มีเพียงส่วนน้อยที่ศึกษาในประเทศเอเชีย สำหรับประเทศไทย จากการทบทวนวรรณกรรมพบงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการเข้าสู่สาธารณชนส่วนใหญ่เป็นการศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของการเข้าสู่สาธารณชนต่อผลการดำเนินงานระยะยาวและความเป็นเจ้าของธุรกิจเดิม (Allen et al., 1999; Kim et al., 2004; Limpaphayom & Ngamwutikul, 2004; Vithessonthi, 2008) ด้วยเช่นกัน แต่มีบางส่วนเป็นการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกกับราคาหุ้น (Lonkani & Firth, 2005; Venkatesh & Neupane, 2006) และมีการศึกษาที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างงบประมาณการโฆษณา และผลตอบแทนเริ่มต้นของการเข้าสู่สาธารณชน (Chaopracha & Chan, 2007)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทยที่ได้มีการตีพิมพ์เผยแพร่มีดังนี้ การศึกษาของ Allen et al. (1999) ได้ทำการศึกษาผลการดำเนินงานระยะยาวและการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย ในปี 1985-1992 ขนาดตัวอย่าง 151 บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอย (Regression Model) พบว่าอัตราผลตอบแทนเริ่มต้นของตัวอย่างอยู่ที่ระดับร้อยละ 63.49 ซึ่งเป็นระดับที่สูงมากเมื่อเทียบกับประเทศสหรัฐอเมริกา อังกฤษ และออสเตรเลีย และผลการดำเนินงานระยะยาวอยู่ในระดับต่ำ หลังจากนั้นมีการศึกษาของ Kim et al. (2004) ทำการศึกษาความเป็นเจ้าของและผลการดำเนินงานของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย ระหว่างปี 1987-1993 มีขนาดตัวอย่าง 133 บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยเช่นเดียวกันกับ

ของ Allen et al. (1999) พบว่าผลการดำเนินงานของบริษัทลดลงหลังจากที่ได้เข้าสู่สาธารณชนแล้ว ยังมีการศึกษาที่คล้ายคลึงกันเป็นการศึกษาของ Limpaphayom and Ngamwutikul (2004) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของและการบริหารจัดการของธุรกิจหลังเข้าตลาด เพื่อนำไปสู่การเสนอขายหุ้นหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนแล้ว (SEO) ในประเทศไทย โดยเป็นการศึกษาในปี 1991-1994 ขนาดตัวอย่าง 62 บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน ใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอย พบว่าธุรกิจเสนอขายหุ้นหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนแล้ว การบริหารจัดการลดลงหลังเสนอขายหุ้น นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์ทางลบระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวของเจ้าของเดิม และการบริหารจัดการที่ลดลงด้วย

สำหรับการศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานยังพบว่ามีการศึกษาของ Vithessonthi (2008) ได้ศึกษาผลการดำเนินงานระยะสั้นของหุ้นที่เข้าสู่สาธารณชนในปี 2001-2005 จำนวนตัวอย่าง 43 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่าผลตอบแทนเริ่มต้นที่ปรับด้วยตลาดเฉลี่ย (Market-adjusted initial returns) ในวันแรกอยู่ที่ร้อยละ 13.72 และมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งน้อยกว่าผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นเฉลี่ยของประเทศอื่น นอกจากนี้ Vithessonthi (2008) ยังได้ทำการศึกษาผลการดำเนินงานระยะยาววัดด้วย Buy-and-hold abnormal returns ของหุ้นที่เข้าสู่สาธารณชนในปี 1999-2005 จำนวนตัวอย่าง 43 บริษัท ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่าผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำกว่ามาตรฐานที่ร้อยละ 41.68 สำหรับช่วง 3 ปีที่ถือหุ้นหลังจากเข้าสู่สาธารณชน

ดังนั้นสรุปได้ว่าผลที่เกิดขึ้นหลังการเข้าสู่สาธารณชนมีการศึกษากันอย่างแพร่หลายทั้งในสหรัฐอเมริกา และยุโรป เกี่ยวกับผลการดำเนินงานทั้งในระยะสั้นและระยะยาว ซึ่งในระยะสั้นเป็นการพิจารณาอัตราผลตอบแทนระหว่างราคาปิดของหุ้นในวันแรกที่ทำการซื้อขายและราคาเสนอขายหุ้นครั้งแรกเท่านั้น โดยอัตราผลตอบแทนในวันแรกสูงกว่าปกติ ส่วนใหญ่เป็นผลมาจากการตั้งราคาเสนอขายหุ้นต่ำกว่ามูลค่าความเป็นจริงทางด้านปัจจัยพื้นฐาน แต่ในระยะยาวเป็นการพิจารณาทั้งด้านอัตราผลตอบแทน และด้านบริหารจัดการในส่วนเจ้าของเดิม โดยผลการดำเนินงานของหุ้นที่เข้าทำการซื้อขายในตลาดประมาณ 1-3 ปี หรือมากกว่า 3 ปีขึ้นไป มีอัตราผลตอบแทนอยู่ในระดับต่ำหรือมีผลการดำเนินงานที่ลดลงภายหลังจากที่มีการเข้าสู่สาธารณชนแล้ว ซึ่งสะท้อนถึงผลทางด้านลบของการเข้าสู่สาธารณชนต่อผลการดำเนินงาน

ทั้งนี้จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการเข้าสู่สาธารณชนหรือการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกในประเทศไทย ส่วนใหญ่เกี่ยวกับผลกระทบของการเข้าสู่สาธารณชนต่อผลการดำเนินงานระยะยาว ความสัมพันธ์กับส่วนความเป็นเจ้าของ ระดับราคาหุ้น ความสัมพันธ์ระหว่างงบประมาณการโฆษณาและผลตอบแทนเริ่มต้นของการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกยังไม่พบว่ามีผู้ที่ทำการศึกษาเกี่ยวกับกลุ่มธุรกิจและการเข้าสู่สาธารณชน

ของบริษัทในประเทศไทยที่มีการเชื่อมโยงถึงผลการดำเนินงานของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ซึ่งผู้วิจัยเห็นว่าเป็นเรื่องที่มีความน่าสนใจสำหรับในประเทศไทย เนื่องจากประเทศไทยเป็นประเทศในตลาดเกิดใหม่ และยังไม่มีการศึกษาที่เกี่ยวกับเรื่องนี้ในประเทศไทยอย่างจริงจังเช่นการศึกษาในประเทศอื่นๆ

จากที่ได้กล่าวมาข้างต้นเป็นการศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทภายหลังที่เข้าสู่สาธารณชนแล้ว ส่วนใหญ่เป็นการพิจารณาถึงผลตอบแทนมีทั้งในระยะสั้นและระยะยาวที่ได้มีการศึกษากันอย่างแพร่หลายจากนักวิชาการหลายท่าน (Ibbotson, 1975; Ibbotson & Ritter, 1998; Jain & Kini, 1994; Loughran et al., 1994; Loughran & Ritter, 1995; Mikkelsen et al., 1997; Ritter, 1991; Ritter & Welch, 2002; Ritter, 2003) รวมทั้งมีการศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานภายหลังบริษัทเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทยจากนักวิชาการหลายท่านด้วยเช่นกัน ซึ่งให้ผลการศึกษาคล้ายคลึงกับนักวิชาการต่างประเทศ (Allen et al., 1999; Kim et al., 2004; Limpaphayom & Ngamwutikul, 2004; Vithessonthi, 2008)

สำหรับในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยมุ่งเน้นศึกษาผลการดำเนินงานทางการเงินทั้งก่อนและหลังจากที่บริษัทเข้าสู่สาธารณชนแล้ว 3 ปีของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจว่ามีความแตกต่างกันหรือไม่ ซึ่งไม่ได้ศึกษาทางด้านอัตราผลตอบแทน จึงเป็นช่องว่างให้ผู้วิจัยได้ทำการวิจัยในเรื่องนี้

ตารางที่ 2.12 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกในประเทศไทย

ชื่อผู้ศึกษา	ประเด็นที่ศึกษา	ปีที่ทำการศึกษา/ ตัวอย่างที่ทำการศึกษา	วิธีการศึกษา	ผลการศึกษา
Allen et al. (1999)	ผลการดำเนินงานระยะยาว และการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย	ปี 1985-1992/ ตัวอย่าง 151 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	สมการถดถอย โดยใช้พื้นฐานของ Average market adjusted return (AR) และ Cumulative market-adjusted return (CARs)	- อัตราผลตอบแทนเริ่มต้นอยู่ที่ร้อยละ 63.49 ซึ่งสูงมากเมื่อเทียบกับประเทศสหรัฐอเมริกา อังกฤษ และออสเตรเลีย - มีผลการดำเนินงานที่อยู่ระดับต่ำของตลาดในระยะยาว
Kim et al. (2004)	ความเป็นเจ้าของและผลการดำเนินงานในตลาดเกิดใหม่: หลักฐานในบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนของไทย	ปี 1987-1993 / ตัวอย่าง 133 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	สมการถดถอย	- ผลการดำเนินงานของบริษัทลดลงหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน
Limpaphayom and Ngamwutikul (2004)	โครงสร้างความเป็นเจ้าของ และการบริหารจัดการของธุรกิจหลังเข้าตลาด เพื่อนำไปสู่การเสนอขายหุ้นหลังเข้าสู่สาธารณชน (SEO) ในประเทศไทย	ปี 1991-1994 / ตัวอย่าง 62 บริษัท	สมการถดถอย	- ธุรกิจเสนอขายหุ้นหลังเข้าสู่สาธารณชนแล้ว มีการลดลงของการบริหารจัดการที่ถึงเสนอขายหุ้น - มีความสัมพันธ์ทางลบระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวของเจ้าของและการบริหารจัดการที่ลดลง

ตารางที่ 2.12 (ต่อ)

ชื่อผู้ศึกษา	ประเด็นที่ศึกษา	ปีที่ทำการศึกษา/ ตัวอย่างที่ทำการศึกษา	วิธีการศึกษา	ผลการศึกษา
Lonkani and Firth (2005)	ความถูกต้องในการคาดการณ์ รายได้ของการเข้าสู่ สาธารณชนในประเทศไทย และความสัมพันธ์ของการ ประเมินราคาคาดหุ้น	ปี 1991-1996 / ตัวอย่าง 175 บริษัท	สมการถดถอย	- การคาดการณ์กำไรของผู้จัดการมีความ ถูกต้องมากกว่าการคาดการณ์กำไรในอดีต เป็นสิ่งที่แสดงให้เห็นว่าความถูกต้องในการ คาดการณ์มีความสัมพันธ์กับราคาคาดหุ้นที่ เป็นจริง
Venkatesh and Neupane (2006)	โครงสร้างความเป็นเจ้าของมี ผลต่อการเข้าสู่สาธารณชนที่ ราคาต่ำกว่าความเป็นจริง หรือไม่ : หลักฐานจากบริษัท ที่เข้าสู่สาธารณชนของไทย	ปี 2000-2004 / ตัวอย่าง 74 บริษัท (ตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ)	สมการถดถอย	- ไม่สามารถอธิบายได้เกี่ยวกับราคาต่ำกว่า เป็นจริงในกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งสอดคล้องกับบาง งานวิจัยที่ผ่านมาในตลาดเกิดใหม่
Chaopricha and Chan (2007)	ความสัมพันธ์ระหว่าง งบประมาณการโฆษณาและ ผลตอบแทนเริ่มต้นของการ เข้าสู่สาธารณชน	ปี 2004-2005 / ตัวอย่าง 71 บริษัท	สมการถดถอย	- ไม่มีความสัมพันธ์กันระหว่างงบประมาณ การโฆษณาและผลตอบแทนเริ่มต้นของการ เสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก

ตารางที่ 2.12 (ต่อ)

ชื่อผู้ศึกษา	ประเด็นที่ศึกษา	ปีที่ทำการศึกษา/ ตัวอย่างที่ทำการศึกษา	วิธีการศึกษา	ผลการศึกษา
Vithessonthi (2008)	ผลการดำเนินงานระยะสั้น ของการเข้าสู่สาธารณชน: การศึกษาเชิงประจักษ์สำหรับ ประเทศไทย	ปี 2001-2005 / ตัวอย่าง 43 บริษัท ตัด การศึกษาเชิงประจักษ์สำหรับ ประเทศไทย	วิธี Event study โดยวัดผลการ ดำเนินงานจากผลตอบแทนของ หลักทรัพย์จาก Market-adjusted initial returns	- ผลตอบแทนเริ่มต้นที่ปรับตัวลดลงเฉลี่ยใน วันแรกอยู่ที่ร้อยละ 13.72 และมีนัยสำคัญเชิง นัยกว่าผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นเฉลี่ยของ ประเทศอื่น
Vithessonthi (2008)	ผลการดำเนินงานระยะยาว ของการเข้าสู่สาธารณชน: หลักฐานใหม่จากประเทศไทย	ปี 1999-2005 / ตัวอย่าง 43 บริษัทในตลาด หลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ	วิธี Event study โดยวัดผลการ ดำเนินงานจากผลตอบแทนของ หลักทรัพย์จาก Buy-and-hold abnormal returns	- ผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำกว่ามาตรฐานที่ร้อยละ 41.68 สำหรับช่วง 3 ปีที่ถือหุ้นหลังจากเข้าสู่ สาธารณชน
Vithessonthi (2008)	ลักษณะของราคาหุ้นที่เข้าสู่ สาธารณชน: ประสบการณ์ ของไทย	ปี 2000-2005 / ตัวอย่าง 123 บริษัท ในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	วิธี Event study โดยวัดผลการ ดำเนินงานจากผลตอบแทนของ หลักทรัพย์จาก Buy-and-hold abnormal returns และสมการ ถดถอย	- อัตราผลตอบแทนแรกที่เข้าทำการขอ ขายเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 19.97 - บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน มีผลการ ดำเนินงานต่ำกว่ามาตรฐานที่ร้อยละ 38.74 สำหรับ 3 ปีที่ถือหุ้นหลังจากเข้าสู่สาธารณชน สอดคล้องกับการวิจัยที่ผ่านมา - กลุ่มบริการมีผลการดำเนินงานในระยะยาว ต่ำที่สุด

ตารางที่ 2.12 (ต่อ)

ชื่อผู้ศึกษา	ประเด็นที่ศึกษา	ปีที่ทำการศึกษา/ ตัวอย่างที่ทำการศึกษา	วิธีการศึกษา	ผลการศึกษา
Vithessonthi (2008)	ผลการดำเนินงานระยะสั้นของการเข้าสู่สาธารณชน: การศึกษาเชิงประจักษ์สำหรับประเทศไทย	ปี 2001-2005 / ตัวอย่าง 43 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ	วิธี Event study โดยวัดผลการดำเนินงานจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์จาก Market-adjusted initial returns	- ผลตอบแทนเริ่มต้นที่ปรับตัวคลาดเคลื่อนในวันแรกอยู่ที่ร้อยละ 13.72 และมีนัยสำคัญเชิงนัยกว่าผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นเฉลี่ยของประเทศอื่น - ผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำกว่ามาตรฐานที่ร้อยละ 41.68 สำหรับช่วง 3 ปีที่ถือหุ้นหลังจากเข้าสู่สาธารณชน
Vithessonthi (2008)	ผลการดำเนินงานระยะยาวของการเข้าสู่สาธารณชน: หลักฐานใหม่จากประเทศไทย	ปี 1999-2005 / ตัวอย่าง 43 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ	วิธี Event study โดยวัดผลการดำเนินงานจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์จาก Buy-and-hold abnormal returns	- ผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำกว่ามาตรฐานที่ร้อยละ 41.68 สำหรับช่วง 3 ปีที่ถือหุ้นหลังจากเข้าสู่สาธารณชน
Vithessonthi (2008)	ลักษณะของราคาหุ้นที่เข้าสู่สาธารณชน: ประสบการณ์ของไทย	ปี 2000-2005 / ตัวอย่าง 123 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	วิธี Event study โดยวัดผลการดำเนินงานจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์จาก Buy-and-hold abnormal returns และสมการถดถอย	- อัตราผลตอบแทนแรกที่เข้าทำการซื้อขายเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 19.97 - บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน มีผลการดำเนินงานต่ำกว่ามาตรฐานที่ร้อยละ 38.74 สำหรับ 3 ปีที่ถือหุ้นหลังจากเข้าสู่สาธารณชน สอดคล้องกับการวิจัยที่ผ่านมา - กลุ่มบริการมีผลการดำเนินงานในระยะยาวต่ำที่สุด

สำหรับในส่วนต่อจากนี้ไปจะเป็นการกล่าวถึงผลการดำเนินงานทางการเงิน ซึ่งผู้วิจัยได้ทำการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องไว้ดังนี้

2.8.2 ผลการดำเนินงานทางการเงิน

จากการทบทวนวรรณกรรมทางด้านผลการดำเนินงานที่พิจารณาทางการเงิน พบว่าส่วนใหญ่เป็นการอธิบายสถิติเชิงพรรณนาเกี่ยวกับตัวแปรทางการเงินที่ใช้ในงานวิจัย ซึ่งมีเพียงบางงานวิจัยที่ได้ทำการทดสอบทางสถิติ และทำการเปรียบเทียบกันระหว่างกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มธุรกิจ จากงานวิจัยของ Shin and Park (1999) ทำการศึกษาข้อจำกัดทางการเงิน และตลาดทุนภายในประเทศเกาหลี ในปี 1994-1995 พิจารณากลุ่มตัวอย่าง 2 กลุ่ม ตามลักษณะของกลุ่มธุรกิจในประเทศเกาหลี ได้แก่ กลุ่มธุรกิจในประเทศเกาหลี เรียกว่า chaebol และที่ไม่ใช่กลุ่มธุรกิจในประเทศเกาหลี เรียกว่า non-chaebol พบว่า ค่ามัธยฐานของสินทรัพย์ทั้งหมดในกลุ่ม chaebol อยู่ที่ 10 เท่า มีขนาดใหญ่กว่าค่ามัธยฐานของสินทรัพย์ทั้งหมดในกลุ่ม non-chaebol ในขณะที่ค่ามัธยฐานของมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นทั้งหมดของกลุ่ม chaebol อยู่ที่ 6 เท่า มีขนาดใหญ่กว่าค่ามัธยฐานของมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นทั้งหมดของกลุ่ม non-chaebol ส่วนทางด้านค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ทั้งหมดของกลุ่ม chaebol ใหญ่กว่ากลุ่ม non-chaebol นอกจากนี้สัดส่วนของหนี้สินของกลุ่ม chaebol ใหญ่กว่ากลุ่ม non-chaebol

ส่วนทางด้านค่าใช้จ่ายในการลงทุนของกลุ่ม chaebol ในปี 1994 มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 8.95 ของสินทรัพย์ทั้งหมด และค่ามัธยฐานอยู่ที่ร้อยละ 6.63 ของสินทรัพย์รวมทั้งหมด และในปี 1995 มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 9.89 ของสินทรัพย์ทั้งหมด และค่ามัธยฐานอยู่ที่ร้อยละ 7.58 ของสินทรัพย์รวมทั้งหมด ในขณะที่กลุ่ม non-chaebol ในปี 1994 มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 6.69 ของสินทรัพย์ทั้งหมด และค่ามัธยฐานอยู่ที่ร้อยละ 4.55 ของสินทรัพย์รวมทั้งหมด และในปี 1995 มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 7.43 ของสินทรัพย์ทั้งหมด และค่ามัธยฐานอยู่ที่ร้อยละ 4.47 ของสินทรัพย์รวมทั้งหมด ซึ่งพบว่าค่าใช้จ่ายในการลงทุนของกลุ่ม chaebol มีขนาดใหญ่กว่ากลุ่ม non-chaebol อย่างมีนัยสำคัญ และโดยเฉลี่ยแล้วกลุ่ม chaebol มีการลงทุนมากกว่ากลุ่ม non-chaebol แต่อย่างไรก็ตามอัตราส่วนของกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์รวมของกลุ่ม non-chaebol ไม่มีความแตกต่างจากกลุ่ม chaebol อย่างมีนัยสำคัญ

สำหรับโอกาสในการเติบโตของธุรกิจวัดด้วย Tobin's Q พบว่ากลุ่ม non-chaebol ต่ำกว่ากลุ่ม chaebol ซึ่งให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยแล้วกลุ่ม chaebol มีโอกาสในการเติบโตที่ต่ำกว่ากลุ่ม non-chaebol แต่กลุ่ม chaebol มีสัดส่วนหนี้สินสูงกว่า และมีการลงทุนที่มากกว่ากลุ่ม non-chaebol ส่วนอัตราการเติบโตของยอดขายในปีที่ผ่านมาของกลุ่ม chaebol และกลุ่ม non-chaebol มีการเติบโตที่คล้ายกันประมาณร้อยละ 9 ในปี 1993 และประมาณร้อยละ 18 ในปี 1994

นอกจากนี้ยังมีการศึกษาของ George et al. (2011) ทำการศึกษาความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสด และข้อจำกัดทางการเงินของกลุ่มธุรกิจในประเทศอินเดีย พบว่าตัวแปรการลงทุนและตัวแปรกระแสเงินสดไม่มีความแตกต่างกันระหว่างกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นกลุ่มธุรกิจ โดยค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนการลงทุนต่อทุนอยู่ที่ร้อยละ 18 ทั้งกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นกลุ่มธุรกิจ ในขณะที่ค่ามัธยฐานของกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ร้อยละ 11.4 และบริษัทที่ไม่เป็นกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ร้อยละ 9.5 ส่วนค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อทุนของกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ร้อยละ 36.8 และร้อยละ 27.3 ตามลำดับ ซึ่งไม่มีความแตกต่างกันกับบริษัทที่ไม่เป็นกลุ่มธุรกิจที่มีค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อทุนอยู่ที่ร้อยละ 40.9 และ 29.5 ตามลำดับ

ส่วนค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของอัตราส่วน Q ของกลุ่มธุรกิจมีขนาดใหญ่กว่าบริษัทที่ไม่เป็นกลุ่มธุรกิจ และขนาดของธุรกิจพบว่ากลุ่มธุรกิจมีขนาดใหญ่กว่าบริษัทที่ไม่เป็นกลุ่มธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญ โดยพิจารณาจากสินทรัพย์ทั้งหมด สำหรับค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐาน ในยอดขายของกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ค่าเฉลี่ยของสัดส่วนหนี้สินของกลุ่มธุรกิจอยู่ในระดับต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เป็นกลุ่มธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ค่ามัธยฐานไม่มีความแตกต่าง สำหรับอายุของกลุ่มบริษัทที่มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 31 มากกว่าบริษัทที่ไม่เป็นกลุ่มธุรกิจที่มีค่าเฉลี่ย 22 ปี

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยสนใจผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน เพื่อเป็นการประเมินแนวโน้มของสถานะทางการเงินของบริษัท พิจารณาจากการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน ทั้ง 4 ด้าน ได้แก่ อัตราส่วนสภาพคล่องทางการเงิน อัตราส่วนความสามารถในการหากำไร อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการทำงาน และอัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้เปรียบเทียบในช่วงก่อนเข้าสู่สาธารณชน 3 ปี และหลังที่บริษัทเข้าสู่สาธารณชน 3 ปี โดยที่มีระยะเวลาเข้ามาเกี่ยวข้อง เพื่อดูความแตกต่างของผลการดำเนินงานระหว่างทั้ง 2 กลุ่ม คือ กลุ่มที่ 1 บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจที่เข้าสู่สาธารณชนแล้ว และกลุ่มที่ 2 บริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจที่เข้าสู่สาธารณชนแล้ว ซึ่งการศึกษาครั้งนี้ใช้การวิเคราะห์ความแตกต่าง (Difference in Difference) ทำให้การศึกษานี้มีความแตกต่างจากนักวิชาการท่านอื่นที่เคยทำการศึกษาในประเทศไทย และจากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานในการวิจัยดังนี้

สมมติฐานที่ 8 (H_8) : ก่อนและหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทในประเทศไทยที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกับบริษัทในประเทศไทยที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

หลังจากผู้วิจัยมุ่งศึกษาเกี่ยวกับทางด้านผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท ก่อนและหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนแล้ว ซึ่งคาดว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจน่าจะมีผลการดำเนินงานทางการเงินแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้นเกี่ยวกับการลงทุนของประเทศเกาหลีระหว่างกลุ่ม chaebol และกลุ่ม non-chaebol มีการลงทุนที่แตกต่างกัน โดยพบว่ากลุ่ม chaebol มีการลงทุนที่สูงกว่ากลุ่ม non-chaebol แต่อย่างไรก็ตามการลงทุนของกลุ่มธุรกิจในประเทศอินเดีย พบว่าไม่มีความแตกต่างกันระหว่างทั้งสองกลุ่ม ผู้วิจัยเห็นว่าในการศึกษารั้งนี้ควรจะมีการพิจารณาเกี่ยวกับพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจและไม่อยู่ในกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทยเช่นกันว่ามีความแตกต่างกับกลุ่มธุรกิจในตลาดเกิดใหม่ เช่น ญี่ปุ่น เกาหลี หรืออินเดียหรือไม่

โดยผู้วิจัยได้ทำการทบทวนวรรณกรรม และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดดังนี้

2.9 การพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุน

ตลาดทุนที่สมบูรณ์มีเงินทุนภายในและเงินทุนภายนอกที่สามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ หมายความว่าเมื่อเงินทุนภายในมีไม่เพียงพอ เงินทุนภายนอกจะเป็นส่วนที่จะสามารถเข้ามาทดแทนได้ ซึ่งจะทำการตัดสินใจในการลงทุนของธุรกิจมีความเป็นอิสระทางการเงิน (Modigliani & Miller, 1958) แต่อย่างไรก็ตามในมุมมองของงานวิจัยที่ผ่านมา มีพื้นฐานว่าตลาดทุนไม่สมบูรณ์ โดยเงินทุนภายในและเงินทุนภายนอกจะไม่สามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ ซึ่งการลงทุนอาจขึ้นอยู่กับปัจจัยทางการเงิน เช่น ความเป็นไปได้ของแหล่งเงินทุนภายใน การเข้าถึงหนี้สินใหม่ หรือแหล่งเงินที่ได้มาจากหุ้น ดังนั้นกระแสเงินสดภายในของธุรกิจอาจมีผลต่อการใช้จ่ายทางการเงิน เพราะเป็นแหล่งเงินทุนภายในที่มีความได้เปรียบทางด้านต้นทุน จากที่ตลาดทุนไม่สมบูรณ์ทำให้เกิดความแตกต่างระหว่างต้นทุนเงินทุนภายในและต้นทุนเงินทุนภายนอก ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนภายนอกมีระดับสูงกว่าต้นทุนเงินทุนภายใน เพราะปัญหาที่เกิดจากความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างธุรกิจและตลาดทุน หรือระหว่างผู้รู้ข้อมูลภายในและบุคคลภายนอกที่ได้รับข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน เช่น ผู้จัดการและนักลงทุนใหม่ หรือผู้ให้สินเชื่อ (Fazzari et al., 1988) มีผลต่อการตัดสินใจในการลงทุนอันเนื่องมาจากทรัพยากรภายในที่มีอยู่ไม่เพียงพอต่อความต้องการของธุรกิจ ดังนั้นมีความเป็นไปได้ที่ธุรกิจมีแนวโน้มทางการเงินการลงทุนในระดับต่ำ เนื่องจากต้นทุนเงินทุนภายนอกอยู่ในระดับที่สูง (Myers & Majluf, 1984) นอกจากนี้ปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลที่ทำให้ต้นทุนเงินทุนภายในและภายนอกมีความแตกต่างกันนั้น ยังมีปัญหาตัวแทนเกิดจาก

ผู้จัดการของธุรกิจที่ไม่ได้เป็นเจ้าของโดยตรง และต้นทุนการทำธุรกรรมที่เกิดจากการก่อกั้นสิน
ภายนอก และการออกหุ้นใหม่ เป็นไปตามลำดับขั้นทางการเงิน ภายหลังจากที่แหล่งต้นทุนต่ำสุด
ของเงินทุนถูกนำไปใช้ก่อนและธุรกิจมีเงินทุนไม่เพียงพอ

ดังนั้นทรัพยากรภายในหรือกระแสเงินสดของธุรกิจมีความสำคัญต่อการตัดสินใจ
ลงทุน โดยการลงทุนของธุรกิจส่วนใหญ่จะใช้กระแสเงินสดภายในเป็นอันดับแรกก่อนที่จะเลือก
การก่อกั้นสิน และการออกหุ้นใหม่ ตามลำดับ เพื่อหลีกเลี่ยงต้นทุนทางการเงินภายนอกที่อยู่ใน
ระดับสูง ทำให้สภาพคล่องหรือกระแสเงินสดมีบทบาทสำคัญมากในการลงทุนหากเผชิญกับ
ข้อจำกัดทางการเงินและเป็นตัวแทนสำหรับปัจจัยในการกำหนดทางด้านการลงทุนของธุรกิจ โดย
กระแสเงินสดสะท้อนความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจ ถ้าสัญญาของกระแสเงินสดใน
ธุรกิจอยู่ระดับสูง แสดงให้เห็นว่าธุรกิจมีการทำกำไรได้ในระดับดี และมีโอกาสในการลงทุนที่
ดีกว่า ส่งผลให้ธุรกิจมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจในการลงทุนมากกว่าด้วย (Meyer & Kuh, 1957) ทั้งนี้
หากธุรกิจมีกระแสเงินสดอยู่เพียงพอ และไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน ธุรกิจนั้นมีแนวโน้ม
ในการลงทุนที่เพิ่มมากขึ้น หากธุรกิจมีกระแสเงินสดไม่เพียงพอ และต้องเผชิญกับข้อจำกัดทาง
การเงิน ธุรกิจมีแนวโน้มที่จะลงทุนจำกัด ดังนั้นบอกเป็นนัยได้ว่ากระแสเงินสดมีผลทางบวกต่อการ
ลงทุนของธุรกิจ (Fazzari et al., 1988; Hoshi et al., 1991, Carpenter, 2008) การศึกษาของ Gilchrist
and Himmelberg (1995) พบว่ากระแสเงินสดมีนัยสำคัญทางบวกต่อการลงทุนของธุรกิจประเภท
ต่างๆ ในสหรัฐอเมริกา รวมทั้ง Kadapakkam et al. (1998) พบว่าเงินทุนภายในมีผลทางบวกต่อการ
ลงทุนของธุรกิจทั้ง 6 ประเทศสมาชิกองค์การความร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจ (Organization
for Economic Co-operation and Development : OECD) ภายใต้การจัดการที่แตกต่างกันของแต่ละ
ประเทศ

จะเห็นได้ว่ากระแสเงินสดและการลงทุนมีความเชื่อมโยงกันในตลาดทุนที่ไม่มีความ
สมบูรณ์ โดยในการศึกษาความอ่อนไหวทางด้านการลงทุนและกระแสเงินสด มีนักวิชาการหลาย
ท่านทำการศึกษาไว้อย่างต่อเนื่อง ซึ่งผลการศึกษามีความแตกต่างกัน เนื่องจากมีการพิจารณา
ทางด้านอัตราการจ่ายเงินปันผล ขนาดของบริษัท หรือการเป็นสมาชิกของกลุ่ม เป็นตัวแทนสำหรับ
ข้อจำกัดทางการเงินที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของธุรกิจ เพราะความไม่สมมาตรของข้อมูล
งานวิจัยที่มีชื่อเสียงและมีการกล่าวถึงกันอย่างต่อเนื่องเป็นงานวิจัยของ Fazzari et al. (1988) ซึ่ง
ทำการศึกษาข้อจำกัดทางการเงินและการลงทุนของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยพิจารณา
ข้อจำกัดทางการเงินจากอัตราการจ่ายเงินปันผลของธุรกิจ เพื่อใช้เป็นตัวชี้วัดเงินทุนภายในที่ธุรกิจมี
อยู่ พบว่า ธุรกิจที่มีการจ่ายเงินปันผลต่ำ หรือมีข้อจำกัดทางการเงิน มีความอ่อนไหวของการลงทุน
ต่อกระแสเงินสดอยู่ในระดับสูงกว่าธุรกิจที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงหรือไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน อัน

แสดงเป็นนัยว่าธุรกิจที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงนั้นมีแหล่งเงินทุนภายในเพื่อใช้ในการลงทุน ซึ่งหากธุรกิจต้องการเงินทุนเพื่อการลงทุนที่มาจากกระแสเงินสดภายในและมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำ ธุรกิจอาจต้องลดอัตราการจ่ายเงินปันผลลง Gilchrist and Himmelberg (1995) ทำการศึกษาบทบาทของกระแสเงินสดสำหรับการลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยใช้อัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นข้อจำกัดทางการเงินเช่นเดียวกันกับการศึกษาของ Fazzari et al. (1988) รวมทั้งยังได้ทำการเพิ่มข้อจำกัดทางการเงิน ได้แก่ ขนาดของบริษัท การเข้าถึงตลาดพันธบัตร และการจัดลำดับของพันธบัตร เข้าไว้ในการศึกษา ซึ่งผลการศึกษาที่ได้สนับสนุน Fazzari et al. (1988) ที่ว่า ธุรกิจที่มีข้อจำกัดทางการเงินมีความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดอยู่ในระดับสูงกว่าธุรกิจที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน นอกจากนี้ยังพบว่า การเข้าถึงตลาดพันธบัตรหรือการจัดลำดับของพันธบัตรด้วยตัวแทนจากภายนอกมีการเข้าถึงเงินทุนจากหนี้สิน ทำให้ธุรกิจไม่มีข้อจำกัดทางด้านการเงิน

Kaplan and Zingales (1997) ทำการพิจารณาข้อจำกัดทางการเงินด้วยอัตราการจ่ายเงินปันผลในประเทศสหรัฐอเมริกาเช่นเดียวกับ Fazzari et al. (1998) แต่ได้ผลการศึกษาที่แตกต่างกัน ซึ่ง Kaplan and Zingales (1997) พบว่า ธุรกิจที่มีข้อจำกัดทางการเงินน้อยมีความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดสูงกว่าธุรกิจที่มีข้อจำกัดทางการเงินมาก ทั้งนี้ยังมีการศึกษาของ Cleary (1999) ศึกษาความสัมพันธ์การลงทุนของธุรกิจ และสถานะทางการเงินในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยพิจารณาทางด้านอัตราการจ่ายเงินปันผลเช่นกัน และได้ทำการวิเคราะห์จำแนกประเภท (Multiple discriminant analysis) ซึ่งผลการศึกษาพบว่า การลงทุนมีความอ่อนไหวต่อกระแสเงินสดมากสำหรับธุรกิจที่มีข้อจำกัดทางการเงินน้อย เช่นเดียวกับการศึกษาของ Kaplan and Zingales (1997) ที่ได้ทำการศึกษาก่อนหน้านี้ ซึ่งให้เห็นว่าการศึกษาความอ่อนไหวทางด้านการลงทุนและกระแสเงินสดที่พิจารณาข้อจำกัดทางการเงินจากอัตราการจ่ายเงินปันผลของธุรกิจให้ผลการศึกษาที่มีความแตกต่างกันแม้ว่าจะศึกษาในประเทศเดียวกันก็ตาม

นอกเหนือจากการใช้อัตราการจ่ายเงินปันผลของธุรกิจในการพิจารณาข้อจำกัดทางการเงินแล้ว ยังมีงานวิจัยอื่นที่ทำการพิจารณาถึงขนาดของธุรกิจ Kadapakkam et al. (1998) ทำการศึกษาผลกระทบของกระแสเงินสดและขนาดของธุรกิจที่มีต่อการลงทุนในประเทศ OECD โดยใช้วิธีการวัดขนาดของธุรกิจ 3 ด้าน ได้แก่ มูลค่าตลาดหุ้นของธุรกิจ สินทรัพย์รวม และยอดขาย ผลการศึกษาพบว่า ธุรกิจขนาดเล็กมีความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดน้อยกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ เนื่องจากธุรกิจขนาดเล็กมีข้อจำกัดในการเข้าถึงตลาดทุนภายนอก เมื่อแหล่งเงินทุนภายในมีไม่เพียงพอ เพราะธุรกิจขนาดเล็กอาจเผชิญต้นทุนที่สูงกว่าสำหรับตลาดทุนภายนอกเมื่อเทียบกับธุรกิจขนาดใหญ่ ในขณะที่ธุรกิจขนาดใหญ่มีการเข้าถึงตลาดทุนภายนอกได้ดีกว่า รวมทั้งมี

ความยืดหยุ่นในเรื่องของจังหวะเวลาสำหรับการลงทุนดีกว่า และอาจยืดเวลาในการลงทุนได้จนกระทั่งมีเงินทุนภายในเพียงพอ

ในการทบทวนวรรณกรรมข้อจำกัดทางการเงินนอกเหนือจากนโยบายการจ่ายเงินปันผลและขนาดของธุรกิจแล้ว มีนักวิชาการบางท่านได้นำกลุ่มธุรกิจเข้ามาในการพิจารณากำหนดเป็นข้อจำกัดทางการเงิน เนื่องจากกลุ่มธุรกิจมีลักษณะในการเชื่อมโยงระหว่างธุรกิจด้วยความสัมพันธ์ที่เป็นทางการและไม่เป็นทางการ ส่วนใหญ่กลุ่มธุรกิจอยู่ในตลาดเกิดใหม่เหมือนกับประเทศเศรษฐกิจที่พัฒนาแล้ว (Ghemawat & Khanna, 1998) ซึ่งลักษณะของกลุ่มธุรกิจมีความสัมพันธ์กับความเป็นเจ้าของ การควบคุม การเงินและการทำธุรกรรม รวมทั้งความสัมพันธ์ทางสังคมที่มีการเชื่อมโยงถึงธุรกิจอิสระหลายๆ ธุรกิจ (George et al., 2011) โดยบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจสามารถใช้ผลประโยชน์จากแหล่งเงินทุนระหว่างธุรกิจในกลุ่มเดียวกันที่เปรียบเสมือนตลาดทุนภายใน และได้รับการเข้าถึงแหล่งการเงินภายในได้ดีกว่าบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มธุรกิจ (Deloof, 1998) รวมทั้งมีการให้กู้ยืมภายในกลุ่ม เป็นสิ่งสำคัญในการโยกย้ายเงินทุนระหว่างกลุ่ม เพื่อให้การสนับสนุนธุรกิจที่มีความอ่อนแอทางการเงิน (Gopalan et al., 2007) และมีการกระจายกำไรระหว่างกลุ่มธุรกิจในการผ่านทรัพยากรจากกลุ่มธุรกิจหนึ่งไปยังกลุ่มธุรกิจอื่น (George & Kabir, 2008) ซึ่งในการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดในประเทศต่างๆ ให้ผลที่แตกต่างกัน อันเป็นผลมาจากลักษณะเฉพาะตัวของกลุ่มธุรกิจของประเทศนั้น

การศึกษาของ Hoshi et al. (1991) พิจารณาทางด้านกลุ่มธุรกิจในประเทศญี่ปุ่น พบว่าการลงทุนของกลุ่มธุรกิจในประเทศญี่ปุ่นที่มีความใกล้ชิดกับธนาคารพาณิชย์มีความอ่อนไหวต่อกระแสเงินสดต่ำกว่ากลุ่มที่เป็นบริษัทอิสระหรือกลุ่มที่มีความใกล้ชิดกับธนาคารพาณิชย์น้อยและเผชิญปัญหาในการเพิ่มเงินทุน เพราะธนาคารพาณิชย์เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ในสมาชิกของกลุ่มธุรกิจ โดยให้การพิจารณาเงินให้กู้ยืม ซึ่งอยู่ในฐานะเป็นเจ้าของนี้ด้วย ส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินของกลุ่มธุรกิจลดลง และสามารถลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างธุรกิจและธนาคารพาณิชย์ได้ ทั้งนี้แสดงเป็นนัยว่าแหล่งเงินทุนภายในที่มีอยู่เป็นตัวกำหนดสำคัญของการลงทุนของกลุ่มธุรกิจ หลังจากนั้นมีการศึกษาของ Shin and Park (1999) ทำการพิจารณาความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดกลุ่ม chaebol ในประเทศเกาหลี พบว่า กลุ่มธุรกิจ chaebol มีความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดอยู่ในระดับต่ำ แต่ไม่มีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าการลงทุนและกระแสเงินสดของกลุ่มธุรกิจในประเทศเกาหลีไม่มีความสัมพันธ์กัน ในขณะที่กลุ่ม non-chaebol มีความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดอยู่ในระดับสูง และมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับการศึกษาของ Hoshi et al. (1991) ทั้งนี้การลงทุนของกลุ่มธุรกิจ chaebol มีผลต่อกระแสเงินสดภายในกลุ่มเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากกลุ่มธุรกิจเป็นตลาดเงินทุนภายใน ส่งผลให้ช่วยลดข้อจำกัดทาง

การเงินของกลุ่มธุรกิจ chaebol ซึ่งจะเห็นได้ว่าการลงทุนของกลุ่มธุรกิจ chaebol มีมากกว่ากลุ่ม non-chaebol แต่พบว่าโอกาสในการลงทุนของกลุ่ม chaebol อยู่ในระดับต่ำกว่ากลุ่ม non-chaebol ซึ่งให้เห็นว่ากลุ่มธุรกิจ chaebol นั้นมีการลงทุนที่มากเกินไป (over-investment) จากนั้นการศึกษาของ Kato et al. (2002) เป็นการศึกษาของกลุ่มธุรกิจในประเทศญี่ปุ่นเช่นเดียวกับ Hoshi et al. (1991) และให้ผลสอดคล้องกับการศึกษาของ Hoshi et al. (1991) โดยพบว่ากลุ่ม non-keiretsu มีความอ่อนไหวต่อค่าใช้จ่ายในการลงทุนอย่างมากเมื่อมีข้อจำกัดทางด้านสภาพคล่อง ในขณะที่กลุ่ม keiretsu ไม่มีความอ่อนไหวต่อค่าใช้จ่ายในการลงทุน นอกจากการศึกษาของกลุ่มธุรกิจในประเทศญี่ปุ่นและเกาหลีแล้ว ยังมีงานวิจัยของ George et al. (2011) ศึกษาความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดและข้อจำกัดทางการเงินในกลุ่มธุรกิจของประเทศอินเดีย ซึ่งให้เห็นว่าการลงทุนของธุรกิจทั้งบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจและไม่อยู่ในกลุ่มธุรกิจต้องพึ่งพากระแสเงินสดภายใน ซึ่งไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้นเกี่ยวกับความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสด สามารถสรุปได้ดังนี้ ธุรกิจที่มีข้อจำกัดทางการเงิน มีความอ่อนไหวทางการลงทุนและกระแสเงินสดสูงกว่าธุรกิจที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน (Fazzari et al., 1988; Gihchrist & Himmellerg, 1995; Hoshi et al., 1991; Kato et al., 2002) แสดงให้เห็นว่าแหล่งเงินทุนภายในมีความสำคัญต่อการกำหนดการลงทุนของธุรกิจ แต่อย่างไรก็ตามมีผลการศึกษาที่ตรงกันข้ามกันพบว่า ธุรกิจที่มีข้อจำกัดทางการเงินน้อย มีความอ่อนไหวทางการลงทุนและกระแสเงินสดสูงกว่าธุรกิจที่มีข้อจำกัดทางการเงินมาก (Cleary, 1999; Kadapakkam et al., 1998; Kaplan & Zingales, 1997)

ทั้งนี้ทางด้านความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดที่มีการระบุข้อจำกัดทางการเงินด้วยกลุ่มธุรกิจในประเทศญี่ปุ่นและเกาหลี พบว่า บริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจมีความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดในระดับต่ำกว่าบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มธุรกิจ ซึ่งให้เห็นได้ว่ากลุ่มธุรกิจสามารถเป็นแหล่งเงินทุนสำหรับตลาดทุนภายในให้กับสมาชิกในกลุ่มธุรกิจด้วยกัน เนื่องจากสามารถเข้าถึงได้ง่ายเมื่อต้องการลงทุน และสามารถลดข้อจำกัดทางการเงินได้ รวมทั้งลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างธุรกิจภายในกลุ่มเดียวกันและผ่อนคลายข้อจำกัดระหว่างการลงทุนและกระแสเงินสดที่ใช้ในตลาดทุนภายใน ในทางตรงกันข้ามการตัดสินใจลงทุนของบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มธุรกิจต้องเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินที่สูงกว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจ (Hoshi et al., 1991; Kato et al., 2002; Shin & Park, 1999)

สำหรับในการศึกษารุ่นนี้ผู้วิจัยพิจารณาถึงพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจและไม่อยู่ในกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน เนื่องจาก

บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนแล้วได้รับเงินทุนจากการขายหุ้นที่เป็นแหล่งเงินทุนที่มาจากภายนอก เพื่อนำไปเป็นเงินทุนหมุนเวียนหรือขยายกิจการของบริษัทได้โดยไม่มีภาระที่ต้องชำระคืนเงินต้น และดอกเบี้ยตามงวดเวลาที่กำหนดเหมือนการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน ซึ่งเป็นการลดต้นทุนทางการเงินของธุรกิจด้วย รวมทั้งบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจได้ตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน เนื่องจากต้องการให้ความช่วยเหลือกับสมาชิกภายในกลุ่มที่ไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ ในขณะที่เดียวกันทางการลงทุน พบว่า บริษัทที่เป็นสมาชิกในกลุ่มธุรกิจมีความได้เปรียบเมื่อเทียบกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกในกลุ่มธุรกิจเกี่ยวกับแหล่งเงินทุนจากตลาดทุนภายในที่มีอยู่ เนื่องจากบริษัทที่เป็นสมาชิกในกลุ่มธุรกิจให้ความช่วยเหลือบริษัทในกลุ่มเดียวกันหากเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน และหลีกเลี่ยงต้นทุนทางการเงินจากภายนอกที่อยู่ในระดับสูงกว่าต้นทุนทางการเงินจากภายใน ซึ่งบอกเป็นนัยได้ว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกในกลุ่มธุรกิจมีการพึ่งพาการใช้แหล่งเงินทุนภายใน (Hoshi et al., 1991; Kato et al., 2002) แต่อย่างไรก็ตามมีการศึกษาของ Espenlaub et al. (2012) พบว่า การพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนระหว่างบริษัทในกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มธุรกิจในประเทศไทยไม่มีความแตกต่างกัน ซึ่งให้ผลการศึกษาที่ตรงข้ามกับการศึกษาที่ผ่านมา ทั้งนี้จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้นพบว่านักวิจัยส่วนใหญ่ศึกษาความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดของกลุ่มธุรกิจในประเทศญี่ปุ่น เกาหลี และอินเดีย (George et al., 2011; Hoshi et al., 1991; Kato et al., 2002; Shin & Park, 1999) โดยในประเทศไทยมีงานวิจัยที่ศึกษาอยู่เป็นจำนวนน้อย ที่ทำการศึกษาในด้านการลงทุนช่วงเวลาหลังเข้าสู่สาธารณชน ดังนั้นผู้วิจัยเห็นว่าเป็นช่องว่างสำหรับการศึกษานี้ (ดังแสดงในตารางที่ 2.13)

จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษานี้ มีรายละเอียดของตัวแปรแต่ละตัว (ดังแสดงในตารางที่ 2.14 และ 2.15) เป็นดังนี้

2.9.1 ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการลงทุนของบริษัท

2.9.1.1 กระแสเงินสด

กระแสเงินสดเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญสำหรับในการกำหนดการลงทุนของธุรกิจ โดยจากการศึกษาที่ผ่านมา พบว่า กระแสเงินสดมีความสำคัญเป็นอย่างมากสำหรับการลงทุนของธุรกิจประเทศต่างๆ ในสหรัฐอเมริกา และกระแสเงินสดที่มาจากแหล่งเงินทุนภายในมีผลต่อการลงทุนของธุรกิจทั้ง 6 ประเทศใน OECD (Gilchrist & Himmelberg, 1995; Kadapakkam et al., 1998) รวมทั้งกระแสเงินสดเป็นปัจจัยสำคัญของการลงทุนในประเทศอังกฤษสำหรับลดความขัดแย้งในการให้สินเชื่อ (Carpenter & Guariglia, 2008) ซึ่งจะเห็นได้ว่ากระแสเงินสดหรือสภาพคล่องภายในเป็นแหล่งเงินทุนภายในที่สามารถหาได้เป็นแหล่งเงินทุนแรก เนื่องจากมีต้นทุนทางการเงินภายในต่ำกว่าต้นทุนทางการเงินภายนอกที่ได้มาจากการก่อหนี้ หรือการออกหุ้น ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎี

ลำดับขั้น รวมทั้งธุรกิจที่ต้องการเงินในการลงทุน จะมีการพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายในที่มาจาก กระแสเงินสด เนื่องจากสามารถลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล ปัญหาตัวแทน รวมทั้งปัญหา การทำธุรกรรมที่จะเกิดจากการใช้แหล่งเงินทุนภายนอกได้ (George et al., 2011; Hoshi et al., 1991; Kato et al., 2002)

ทั้งนี้สภาพคล่องเป็นตัวแทนสำหรับปัจจัยในการลงทุน โดยเฉพาะความสามารถในการ ทำกำไรของการลงทุน ถ้าสัญญาณสภาพคล่องสูง ธุรกิจมีความสามารถในการทำกำไรในทิศทางที่ดี และสามารถดำเนินต่อไปได้ ซึ่งชี้ให้เห็นว่าหากสภาพคล่องของธุรกิจสูง บริษัทมีโอกาสในการลงทุน ที่ดี และมีแนวโน้มที่ลงทุนมากด้วย ซึ่งแสดงเป็นนัยว่าความสามารถในการทำกำไรสะท้อนออกมา ในรูปของกระแสเงินสดที่มีผลต่อการลงทุนของธุรกิจ (Meyer & Kuh, 1957) นอกจากนี้กระแสเงินสดที่มีผลต่อการลงทุนของธุรกิจสามารถสะท้อนออกมาจากข้อจำกัดทางการเงิน ซึ่งจากการศึกษา ของ Fazzari et al. (1988) พบว่า กระแสเงินสดมีแนวโน้มที่ส่งผลกระทบต่อการลงทุนของธุรกิจ มากกว่าการเผชิญกับข้อจำกัดทางด้านการเงิน เป็นผลมาจากการขับเคลื่อนทางด้านข้อมูลของตลาด ที่ไม่สมบูรณ์ โดยธุรกิจที่มีการจ่ายเงินปันผลสูง มีความอ่อนไหวของการลงทุนต่อกระแสเงินสดอยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากมีข้อจำกัดทางการเงินน้อยกว่า ซึ่งจะเห็นได้ว่าธุรกิจที่มีการจ่ายเงินปัน ผลสูง แสดงว่าธุรกิจมีสภาพคล่องมาก หากธุรกิจต้องการเงินภายในไปใช้เพื่อการลงทุน ธุรกิจจะ เลือกที่การจ่ายเงินปันผลน้อยลง เนื่องจากจะนำกระแสเงินสดภายในที่มาจากกำไรสะสมไปใช้ในการลงทุนก่อน ทำให้เป็นการลดต้นทุนที่มีอัตราสูงจากภายนอก โดยมีความได้เปรียบทางด้าน ต้นทุนมากกว่าการก่อหนี้ และออกหุ้น (Fazzari et al., 1988) ดังนั้นในการลงทุนของธุรกิจที่ใช้ เงินทุนภายใน มีความอ่อนไหวมากต่อการผันผวนในกระแสเงินสดที่อยู่ โดยกระแสเงินสดที่มีอยู่ จำนวนมาก อาจทำให้ธุรกิจมีการลงทุนมากขึ้นได้

ดังนั้นแหล่งเงินทุนภายในเป็นแหล่งเงินทุนสำหรับธุรกิจที่มีผลต่ออำนาจทางการเงิน แสดงเป็นนัยได้ว่าการตัดสินใจในการลงทุนหลักของธุรกิจมีความอ่อนไหวต่อสภาพคล่องปัจจุบัน ส่งผลให้กระแสเงินสดมีความสำคัญต่อการลงทุนของธุรกิจ และเป็นตัวแทนในการวัดสภาพคล่อง ในการลงทุน ซึ่งหากสภาพคล่องหรือกระแสเงินสดมีอยู่ในระดับสูง การลงทุนของธุรกิจมีแนวโน้ม สูงด้วย ทั้งนี้จากการศึกษาของ Shin and Park (1999) พบว่า การลงทุนของธุรกิจในกลุ่ม chaebol มี ผลอย่างมีนัยสำคัญกับกระแสเงินสดภายในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน แสดงเป็นนัยได้ว่ากลุ่มธุรกิจมีแหล่ง เงินทุนภายในสำหรับการลงทุน เท่ากับว่าทำหน้าที่เป็นตลาดทุนภายในและสามารถช่วยลดข้อจำกัด ทางการเงินของกลุ่มธุรกิจ chaebol ได้ ทั้งนี้การลงทุนยังคงตอบสนองต่อกระแสเงินสดซึ่งเป็นตัว คัดการณ์สำคัญของการลงทุน และเป็นตัวชี้วัดที่ดีของโอกาสในการลงทุน นอกจากนี้ในการศึกษา

ของ George et al. (2011) ยังพบว่ากระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนอย่างมีนัยสำคัญสำหรับกลุ่มธุรกิจในประเทศอินเดีย

จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาข้างต้น การวิจัยครั้งนี้คาดว่า กระแสเงินสดของบริษัทเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อการลงทุนของบริษัท โดยถ้ากระแสเงินสดของบริษัทอยู่ในระดับสูง จะส่งผลให้มีการลงทุนสูงตามไปด้วย ซึ่งงานวิจัยที่สนับสนุนว่ากระแสเงินสด และการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ได้แก่ Carpenter and Guariglia (2008), Fazzari et al. (1988), George et al. (2011), Hoshi et al. (1991)

สำหรับการศึกษานี้ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดของบริษัท และการลงทุนของบริษัท ไว้ดังนี้

สมมติฐานที่ 9 (H_9) : กระแสเงินสดของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท

2.9.1.2 Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา

ในการศึกษาทางด้านความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสด ผู้วิจัยได้นำตัวแปร Tobin's Q เป็นตัวแทนของโอกาสในการลงทุนของบริษัทเข้ามารวมอยู่ในแบบจำลองด้วย เพื่อที่จะควบคุมสำหรับความสามารถในการทำกำไรของการลงทุน และให้ตัวแปรกระแสเงินสดเป็นตัวแทนในการวัดสภาพคล่องเพียงอย่างเดียวเท่านั้น ซึ่ง Tobin's Q จะทำหน้าที่ในการวัดความต้องการทางด้านการลงทุนในอนาคตหรือโอกาสในการลงทุนหลังเข้าสู่สาธารณชน โดยการศึกษาของ Shin and Park (1999) พบว่า การลงทุนของกลุ่มธุรกิจในประเทศเกาหลีมีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับโอกาสในการลงทุน สอดคล้องกับการศึกษาของ Kato et al. (2002) ทำการศึกษาในประเทศญี่ปุ่น และ Carpenter and Guariglia (2008) ทำการศึกษาในประเทศอังกฤษ พบว่าโอกาสในการลงทุนสูง ทำให้ธุรกิจมีความสามารถในการทำกำไรมาก และมีแนวโน้มที่จะลงทุนมากขึ้นด้วย นอกจากนี้ในการศึกษาที่ผ่านมาบางงานวิจัยใช้ Tobin's Q เป็นตัวแทนของการเติบโตของธุรกิจ (Fazzari et al., 1988; George et al., 2011; Hoshi et al., 1991; Kadapakkam et al., 1998) พบว่า Tobin's Q มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับการลงทุน หมายความว่าถ้าธุรกิจมีการเติบโตอยู่ในระดับสูง จะทำให้มีการลงทุนสูงตามไปด้วย ในขณะที่การศึกษาของ Kadapakkam et al. (1998) มีการพิจารณาข้อจำกัดทางการเงินด้วยขนาดของธุรกิจ พบความสัมพันธ์ทางบวกระหว่าง Tobin's Q และการลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ และแสดงให้เห็นได้ว่าธุรกิจขนาดเล็กมีโอกาสในการลงทุนมากกว่าธุรกิจขนาดใหญ่

ดังนั้นจากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาข้างต้น ผู้วิจัยคาดว่า Tobin's Q ในปีที่ผ่านมาเป็นตัวแทนของโอกาสในการเติบโตของธุรกิจ และเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อการลงทุนของธุรกิจ ซึ่ง

ผู้วิจัยพิจารณา Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา โดยถ้าธุรกิจมีโอกาสในการเติบโตอยู่ในระดับสูง และมีความสามารถในการทำกำไรมาก ทำให้ธุรกิจมีการลงทุนสูงตามไปด้วย ซึ่งงานวิจัยที่สนับสนุนว่า Tobin's Q และการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ได้แก่ Carpenter and Guariglia (2008), Kato et al. (2002), Shin and Park (1999)

สำหรับการศึกษานี้ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่าง Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา และการลงทุนของบริษัท ไว้ดังนี้

สมมติฐานที่ 10 (H_{10}) : Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท

2.9.1.3 ยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา

ยอดขายในอดีตของบริษัทสามารถแสดงให้เห็นถึงการเติบโตในความต้องการของสินค้า ซึ่งหากยอดขายของบริษัทอยู่ในระดับสูง แสดงว่าความต้องการของสินค้าของบริษัทมีแนวโน้มมากขึ้นด้วย ซึ่งจะนำไปสู่การลงทุนที่เพิ่มขึ้น แสดงเป็นนัยได้ว่าแนวโน้มเงินทุนภายในหรือกระแสเงินสดของบริษัทจะอยู่ในระดับสูงตามด้วย โดยเป็นการสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทมีสภาพคล่องที่มากขึ้นตามยอดขายของบริษัท จากการศึกษาของ Fazzari et al. (1988) พบว่า ยอดขายมีนัยสำคัญทางสถิติทางบวกในสมการการลงทุน ในขณะที่ Kadapakkam et al. (1998) พบความสัมพันธ์ทางบวกของยอดขายในอดีตที่ผ่านมาต่อการลงทุนของธุรกิจ โดยยอดขายในอดีตที่เพิ่มขึ้น สามารถคาดการณ์ได้ว่าความสามารถในการทำกำไรจะเพิ่มขึ้นด้วย ซึ่งสะท้อนถึงการลงทุนที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

ดังนั้นจากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาข้างต้น การวิจัยครั้งนี้คาดว่ายอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมาจะเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อการลงทุนของบริษัท โดยถ้ายอดขายของบริษัทอยู่ในระดับสูง แสดงให้เห็นว่าโอกาสในการลงทุนจะอยู่ในระดับสูงด้วย ซึ่งงานวิจัยที่สนับสนุนว่ายอดขายของบริษัทและการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ได้แก่ Fazzari et al. (1988) และ Kadapakkam et al. (1998)

สำหรับการศึกษานี้ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างยอดขายของบริษัท และการลงทุนของบริษัท ไว้ดังนี้

สมมติฐานที่ 11 (H_{11}) : ยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท

2.9.1.4 กลุ่มธุรกิจ

บริษัทที่เป็นสมาชิกของกลุ่มธุรกิจสามารถได้รับความช่วยเหลือจากสมาชิกด้วยกัน หากเผชิญข้อจำกัดทางการเงิน โดยอาจมีการกู้ยืมเงินภายในกลุ่มระหว่างสมาชิกในกลุ่มธุรกิจ

ด้วยกัน หรือบริษัทที่เป็นสมาชิกของกลุ่มธุรกิจให้การสนับสนุนทางการเงินกับบริษัทในกลุ่มที่มีปัญหาทางด้านการเงิน ซึ่งแสดงเป็นนัยได้ว่าบริษัทในกลุ่มธุรกิจมีข้อจำกัดทางการเงินน้อยกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ประกอบกับลักษณะที่หลากหลายของกลุ่มธุรกิจอาจทำให้มีการแบ่งปันความเสี่ยงในแต่ละบริษัทที่เป็นสมาชิกในกลุ่ม ซึ่งอาจทำให้ต้นทุนของแหล่งเงินทุนภายนอกอยู่ในระดับต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ นอกจากนี้กลุ่มธุรกิจมีชื่อเสียงเป็นที่รู้จักมากกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ อาจมีความเสี่ยงในการล้มละลายต่ำกว่า (Khanna & Yafeh, 2007) ดังนั้นบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจสามารถใช้ผลประโยชน์ตลาดทุนภายในและได้รับการเข้าถึงแหล่งเงินทุนจากภายนอกได้ดีกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ แสดงเป็นนัยได้ว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกในกลุ่มธุรกิจมีการเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินน้อยกว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ สอดคล้องกับการศึกษาของ Hoshi et al. (1991) พบว่าบริษัทที่เป็นกลุ่มธุรกิจในประเทศญี่ปุ่นและมีความสัมพันธ์กับธนาคารอย่างใกล้ชิดมีความอ่อนไหวต่อการลงทุนและกระแสเงินสดอยู่ในระดับน้อยกว่าบริษัทที่ไม่มีความใกล้ชิดกับธนาคาร นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่สนับสนุนการศึกษา Hoshi et al. (1991) เป็นการศึกษาของ Kato et al. (2002) พบว่าค่าใช้จ่ายในการลงทุนของกลุ่ม non-keiretsu มีความอ่อนไหวต่อข้อจำกัดสภาพคล่องมาก แต่ไม่มีความอ่อนไหวของค่าใช้จ่ายในการลงทุนต่อข้อจำกัดสภาพคล่องในกลุ่มธุรกิจ keiretsu ส่วนการศึกษาของ Shin and Park (1999) พบว่า กลุ่ม non-chaebol ในประเทศเกาหลีมีความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดอยู่ในระดับสูง และมีนัยสำคัญ แต่กลุ่ม chaebol มีความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดอยู่ในระดับต่ำ และไม่มีนัยสำคัญ ในขณะที่ George et al. (2011) ศึกษาธุรกิจในประเทศอินเดีย พบความอ่อนไหวทางด้านการลงทุนและกระแสเงินสดทางบวกอย่างมีนัยสำคัญของทุกธุรกิจในประเทศอินเดีย แต่ไม่มีนัยสำคัญในความแตกต่างของความอ่อนไหวระหว่างกลุ่มธุรกิจและธุรกิจที่เป็นบริษัทอิสระ ซึ่งแสดงเป็นนัยได้ว่าธุรกิจทั้งสองกลุ่มในประเทศอินเดียมีข้อจำกัดทางการเงิน

ในการศึกษาความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดเปรียบเทียบระหว่างบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ส่วนใหญ่พบว่ากลุ่มธุรกิจสามารถช่วยเหลือธุรกิจที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินได้ เปรียบเสมือนมีแหล่งเงินทุนภายในสำหรับกลุ่มธุรกิจ โดยกลุ่มธุรกิจมีความอ่อนไหวทางการลงทุนและกระแสเงินสดอยู่ในระดับต่ำกว่าที่ไม่ใช่กลุ่มธุรกิจ ในทางตรงกันข้ามบริษัทที่ไม่ใช่กลุ่มธุรกิจจะมีข้อจำกัดทางการเงินมากกว่า และคาดว่ามีความอ่อนไหวทางการลงทุนและกระแสเงินสดสูงกว่า แต่อย่างไรก็ตาม George et al. (2011) ศึกษาความอ่อนไหวทางด้านการลงทุนและกระแสเงินสดของกลุ่มธุรกิจในประเทศอินเดีย ในการวิเคราะห์ตัวแปรกระแสเงินสด interaction กับตัวแปรหุ้นของกลุ่มธุรกิจ พบว่าไม่มีนัยสำคัญทาง

สถิติ ในขณะที่เมื่อประมาณการด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด 2 ขั้นตอน พบว่ามีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งจากผลการศึกษาของ George et al. (2011) ทั้งกำลังสองน้อยที่สุด และกำลังสองน้อยที่สุด 2 ขั้นตอน ไม่สามารถระบุได้ชัดเจนว่ากลุ่มธุรกิจในประเทศอินเดียมีหรือไม่มีการใช้แหล่งเงินทุนภายในจากกลุ่ม ในขณะที่การศึกษาของ Espenlaub et al. (2012) พบว่า กลุ่มธุรกิจในประเทศไทย ไม่มีการใช้แหล่งเงินทุนภายในจากกลุ่มทั้งก่อนและหลังวิกฤติสำหรับในการลงทุน ดังนั้นประโยชน์ของตลาดทุนภายในของกลุ่มธุรกิจที่จะทำให้บริษัทในกลุ่มสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้เมื่อต้องการ แล้วจะส่งผลทำให้การพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทในกลุ่มธุรกิจมีน้อยกว่าการพึ่งพาเงินทุนเพื่อการลงทุนของบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มธุรกิจ เพราะคาดว่า Interaction ระหว่างตัวแปรหุ้นของกลุ่มธุรกิจและกระแสเงินสดจะมีความสัมพันธ์ทางลบต่อการลงทุนสำหรับในการศึกษาครั้งนี้

จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาข้างต้น งานวิจัยที่สนับสนุนว่ากลุ่มธุรกิจและความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสด ได้แก่ George et al. (2011), Hoshi et al. (1991) และ Kato et al. (2002) สำหรับการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มธุรกิจ และความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดของบริษัท ไว้ดังนี้

สมมติฐานที่ 12 (H_{12}) : บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดของบริษัทน้อยกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

2.9.1.5 อุตสาหกรรม

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสด ได้มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอุตสาหกรรม กับตัวแปรต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า George et al. (2011) นำตัวแปรอุตสาหกรรมเข้าไปในแบบจำลอง

2.9.1.6 ปีปฏิทิน

งานวิจัยของ George et al. (2011) ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุนของกลุ่มธุรกิจในประเทศอินเดีย ซึ่งมีการนำตัวแปรปีปฏิทินเข้าไปในแบบจำลอง

สรุปได้ว่าตัวแปร 2 ตัว ได้แก่ (1) ตัวแปรอุตสาหกรรม และ (2) ตัวแปรปีปฏิทิน ซึ่งเป็นตัวแปรหุ่นทั้งคู่ ผู้วิจัยคาดว่าตัวแปรอุตสาหกรรมและตัวแปรปีปฏิทิน ไม่มีผลต่อการลงทุนของบริษัท

2.9.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนและกระแสเงินสดของบริษัท

ในการทบทวนวรรณกรรม พบว่ามีงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาในเรื่องความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดที่มีการพิจารณาถึงข้อจำกัดทางการเงินที่แตกต่างกันในแต่ละงานวิจัยไม่ว่าจะเป็นอัตราการจ่ายเงินปันผล ขนาดของบริษัท หรือการเป็นสมาชิกของกลุ่มธุรกิจ รวมทั้งงานวิจัยที่เกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุน และการพึ่งพาเงินทุนภายในของแหล่งเงินทุนภายในธุรกิจ เพื่อการลงทุน หากเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน ดังแสดงในตารางที่ 2.16

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนแรกเริ่มได้รับการตีพิมพ์ในวารสารทางวิชาการชั้นนำ และถูกใช้อ้างอิงจากนักวิชาการในการศึกษาเกี่ยวกับการอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดเป็นจำนวนมากต่อเนื่องมาในภายหลัง ได้แก่ งานวิจัยของ Fazzari et al. (1988) ที่ได้ทำการศึกษาคือข้อจำกัดทางการเงินและการลงทุนของบริษัท ในปี 1970-1984 จำนวน 15 โรงงานขนาดใหญ่ของสหรัฐอเมริกา รวม 184 ธุรกิจ โดยมีการแบ่งกลุ่มออกเป็น 3 กลุ่ม พิจารณาข้อจำกัดทางการเงินด้วยการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ได้แก่ กลุ่มที่ 1 อัตราส่วนเงินปันผลต่อรายได้ไม่น้อยกว่า 0.1 สำหรับอย่างน้อย 10 ปี กลุ่มที่ 2 อัตราส่วนเงินปันผลต่อรายได้ไม่น้อยกว่า 0.2 แต่มากกว่า 0.1 สำหรับอย่างน้อย 10 ปี และกลุ่มที่ 3 อื่นๆ นอกจากนี้ยังมีการแบ่งช่วงเวลาที่ทำการศึกษาออกเป็น 3 ช่วงเวลา คือปี 1970-75 ปี 1970-79 และปี 1970-84 ในการศึกษาครั้งนี้ใช้การวิเคราะห์โดยกำลังสองน้อยที่สุดซึ่งมีตัวแปรที่ทำการศึกษา ได้แก่ กระแสเงินสด และ Q พบว่า ธุรกิจที่มีการจ่ายเงินปันผลต่ำ หรือมีข้อจำกัดทางการเงินมากมีความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดอยู่ในระดับสูงกว่าธุรกิจที่มีการจ่ายเงินปันผลสูง นอกจากนี้ยังพบว่ากระแสเงินสดมีแนวโน้มส่งผลกระทบต่อการลงทุนของธุรกิจที่มีการจ่ายเงินปันผลต่ำอย่างมีนัยสำคัญมากกว่าธุรกิจที่มีการจ่ายเงินปันผลสูง เป็นสิ่งที่สนับสนุนได้ว่ากระแสเงินสดมีผลต่อการลงทุนของธุรกิจ เนื่องมาจากตลาดทุนมีความไม่สมบูรณ์

ต่อนั้นมีงานวิจัยที่แตกต่างกับของ Fazzari et al. (1988) เป็นการศึกษาทางด้านการลงทุนที่นำเอาลักษณะของความเป็นกลุ่มธุรกิจและไม่เป็นกลุ่มธุรกิจเข้ามาพิจารณาร่วมด้วย เป็นงานวิจัยที่ได้มีการกล่าวอ้างถึงอย่างต่อเนื่องเช่นกันเป็นของ Hoshi et al. (1991) ได้ทำการศึกษาคือความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารการเงิน สภาพคล่องและการลงทุน โดยทำการศึกษาดังต่อไปนี้ในปี 1965-1986 ซึ่งเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมในประเทศญี่ปุ่น จำนวน 145 บริษัท แบ่งเป็นกลุ่มธุรกิจจำนวน 121 บริษัท และกลุ่มที่ไม่เป็นกลุ่มธุรกิจ จำนวน 24 บริษัท ในการศึกษาครั้งนี้ใช้วิธีวิเคราะห์โดยกำลังสองน้อยที่สุด ซึ่งมีตัวแปรที่ทำการศึกษา ได้แก่ การลงทุน กระแสเงินสด หลักทรัพย์ระยะสั้น Tobin's Q และการผลิต จากการศึกษาพบว่าในภาพรวมของตัวอย่างที่ทำการศึกษาตัวแปรทุกตัวมีนัยสำคัญทางสถิติในเชิงบวกกับการลงทุน แต่เมื่อพิจารณาเฉพาะบริษัทที่เป็นกลุ่มธุรกิจ พบว่าตัวแปรทุกตัวมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ ยกเว้นกระแสเงินสดที่ไม่มี

นัยสำคัญ ในขณะที่บริษัทที่ไม่เป็นกลุ่มธุรกิจ พบว่า ตัวแปรทุกตัวมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นกัน ยกเว้น Tobin's Q ที่ไม่มีนัยสำคัญ ทั้งนี้จากการศึกษาข้างได้มีการพิจารณาออกเป็น 2 กลุ่มคือ กลุ่มที่มีความใกล้ชิดทางการเงินกับธนาคารพาณิชย์ของญี่ปุ่น ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนแรกจากภายนอกและสามารถรู้ข้อมูลเกี่ยวกับธุรกิจได้ดี ส่วนอีกกลุ่มเป็นกลุ่มที่ธุรกิจมีความเกี่ยวข้องกับธนาคารพาณิชย์น้อย และประสบปัญหาในการเพิ่มเงินทุน พบว่าการลงทุนของกลุ่มที่ 2 มีความอ่อนไหวต่อสภาพคล่องมากกว่ากลุ่มแรก รวมทั้งยังพบว่าบริษัทที่เป็นกลุ่มธุรกิจมีข้อจำกัดทางการเงินน้อยกว่าบริษัทที่ไม่เป็นกลุ่มธุรกิจ สำหรับทางด้านการลงทุนพบว่าบริษัทที่เป็นกลุ่มธุรกิจมีการอ่อนไหวต่อกระแสเงินสดน้อยกว่าบริษัทที่ไม่เป็นกลุ่มธุรกิจ รวมทั้งการติดต่อกับธนาคารพาณิชย์นำไปสู่ผลประโยชน์ของการติดตามข้อมูลของธนาคารพาณิชย์ และช่วยลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างธุรกิจและธนาคารพาณิชย์

หลังจากนั้นมีการศึกษาของ Gilchrist and Himmelberg (1995) ทำการวิเคราะห์บทบาทของกระแสเงินสดสำหรับการลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา ในปี 1979-1989 โดยมีจำนวนตัวอย่าง 428 ธุรกิจ ในการศึกษาครั้งนี้ใช้วิธี Generalized method of moments (GMM) ซึ่งมีตัวแปรกระแสเงินสด Tobin's Q และตัวแปรหุ่นทางด้านเวลา ผลการศึกษาพบว่ากระแสเงินสดมีบทบาทสำคัญในสมการการลงทุนของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา นอกจากนี้ยังมีการศึกษาที่เกี่ยวกับข้อจำกัดทางการเงินและมีการกล่าวอ้างกันเป็นการศึกษาของ Kaplan and Zingales (1997) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อจำกัดทางการเงินและความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสด ซึ่งเป็นการวิเคราะห์ธุรกิจเช่นเดียวกับ Fazzari et al. (1988) ที่มีการจำแนกข้อจำกัดทางการเงินตามฐานะทางการเงินของกลุ่มตัวอย่างโดยใช้ทางด้านปริมาณในการแบ่งกลุ่มเป็น 5 ระดับตั้งอยู่บนพื้นฐานของระดับข้อจำกัดทางการเงิน จำนวนตัวอย่าง 719 ตัวอย่างในประเทศสหรัฐอเมริกา ปี 1970-1984 ในการศึกษาครั้งนี้ใช้สมการถดถอย ซึ่งมีตัวแปรกระแสเงินสด และ Tobin's Q เช่นเดียวกับของ Gilchrist and Himmelberg (1995) แต่ไม่ได้มีตัวแปรหุ่นทางด้านเวลา จากการศึกษาของ Kaplan and Zingales (1997) พบว่าธุรกิจที่มีข้อจำกัดทางการเงินน้อยมีการอ่อนไหวต่อการลงทุนและกระแสเงินสดมากกว่าธุรกิจที่มีข้อจำกัดทางการเงินมาก ซึ่งให้ผลตรงข้ามกับ Fazzari et al. (1988)

Kadapakkam et al. (1998) ทำการศึกษาผลกระทบของกระแสเงินสดและขนาดธุรกิจที่มีต่อการลงทุน ใน 6 ประเทศ OECD ได้แก่ แคนาดา ฝรั่งเศส เยอรมนี สหราชอาณาจักรบริเตนใหญ่ ญี่ปุ่น และสหรัฐอเมริกา เป็นการศึกษาในปี 1982-1991 จำนวนตัวอย่าง 20,428 ตัวอย่าง โดยมีตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา คือ กระแสเงินสด มูลค่าของเงินสดและหุ้น (Cash stock) Tobin's Q และยอดขายของบริษัท ซึ่งใช้วิธีการประมาณค่าวิธีกำลังสองน้อยที่สุด พบว่า กระแสเงินสดมี

ความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุน โดยมีอิทธิพลในการอธิบายสมการการลงทุนได้เป็นอย่างมาก ไม่ใช่ Tobin's Q ทั้งนี้แหล่งเงินภายในมีผลต่อการลงทุนของทั้ง 6 ประเทศ โดยธุรกิจที่มีขนาดเล็กมีการเข้าถึงตลาดทุนภายนอกได้น้อยกว่าธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ เนื่องจากปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล และปัญหาตัวแทน ในขณะที่ธุรกิจที่มีขนาดใหญ่มีความยืดหยุ่นในจังหวะเวลาสำหรับการลงทุนได้ดีกว่า และรอนจนกระทั่งเงินทุนภายในสามารถมีเพียงพอ ทั้งนี้ในการศึกษาได้จำแนกขนาดของธุรกิจ ออกตามวิธีวัดที่แตกต่างกัน 3 วิธี คือ มูลค่าตลาดหุ้นของธุรกิจ สินทรัพย์รวม และยอดขาย พบว่า ความอ่อนไหวของกระแสเงินสดต่อการลงทุนมีอยู่ระดับสูงที่สุดในกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ และน้อยที่สุดในกลุ่มธุรกิจขนาดเล็ก สำหรับตัวแปรมูลค่าของเงินสดและหุ้น และ Tobin's Q มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุน

Cleary (1999) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนของธุรกิจ และสถานะทางการเงิน ซึ่งเป็นการศึกษาธุรกิจในประเทศสหรัฐอเมริกา ตัวอย่าง 1,317 ตัวอย่าง ในปี 1987-1994 โดยใช้วิธีการประมาณค่ากำลังสองน้อยที่สุด ด้วยวิธีการวิเคราะห์แบบ multiple discriminant analysis มีตัวแปร ได้แก่ กระแสเงินสด และอัตราส่วนมูลค่าทางตลาดต่อบัญชี (Market-to-book ratio) จากการศึกษาพบว่า สภาพคล่องและอัตราส่วนมูลค่าทางตลาดต่อบัญชีมีนัยสำคัญในการกำหนดการลงทุนสำหรับธุรกิจทั้ง 3 กลุ่ม คือ กลุ่มที่มีข้อจำกัดทางการเงิน กลุ่มที่มีข้อจำกัดทางการเงินบางส่วน และกลุ่มที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน โดยที่การตัดสินใจในการลงทุนมีความอ่อนไหวต่อเงินทุนภายในที่มีอยู่ ทั้งนี้ยังพบว่าการตัดสินใจในการลงทุนของธุรกิจมีความอ่อนไหวกับโอกาสในการลงทุน แต่มีความอ่อนไหวกับสภาพคล่องมากกว่า สามารถบอกเป็นนัยได้ว่าการตัดสินใจในการลงทุนของธุรกิจมีความอ่อนไหวต่อสภาพคล่องในปัจจุบันมากกว่าโอกาสในการลงทุน นอกจากนี้ความน่าเชื่อถือทางการเงินในระดับสูงของธุรกิจมีนัยสำคัญมากสำหรับการตัดสินใจลงทุนของธุรกิจขนาดใหญ่ต่อความอ่อนไหวของเงินทุนภายในกว่าธุรกิจที่มีความน่าเชื่อถือทางการเงินน้อย ทั้งนี้ในการศึกษา พบว่าธุรกิจที่มีข้อจำกัดทางการเงินน้อยมีความอ่อนไหวมากที่สุดต่อกระแสเงินสดที่มีอยู่ สอดคล้องกับการศึกษาของ Kaplan and Zingales (1997)

นอกจากนี้ยังมีการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับกลุ่มธุรกิจ ซึ่งคล้ายกับการศึกษาของ Hoshi et al. (1991) แต่เป็นการศึกษากลุ่มธุรกิจในประเทศเกาหลี โดย Shin and Park (1999) ทำการศึกษาที่พิจารณาข้อจำกัดทางการเงิน และตลาดทุนภายใน ในประเทศเกาหลีของกลุ่ม chaebols ตัวอย่าง 629 ธุรกิจอุตสาหกรรมที่เข้าตลาดหลักทรัพย์ ใช้วิธีการประมาณค่ากำลังสองน้อยที่สุด เป็นการศึกษาถึง 2 กลุ่มตัวอย่าง ได้แก่ กลุ่มที่เป็นสมาชิก chaebols และกลุ่มที่ไม่เป็นสมาชิก chaebols โดยตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา คือ กระแสเงินสด Market to book ratio และอัตราการเติบโตของยอดขายในปีที่ผ่านมา พบว่ากลุ่ม chaebol มีความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดอยู่ใน

ระดับต่ำ และไม่มีนัยสำคัญ แต่กลุ่ม non-chaebol มีความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดอยู่ในระดับสูง และมีนัยสำคัญ สำหรับการลงทุนของกลุ่ม chaebol มีความสัมพันธ์กับโอกาสในการลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ แต่ในกลุ่ม non-chaebol ไม่มีความสัมพันธ์ เนื่องจากมีตลาดทุนภายในของกลุ่ม chaebol และทำให้ลดข้อจำกัดทางการเงินของกลุ่ม chaebol แต่อย่างไรก็ตามพบว่ากลุ่ม chaebol มีการลงทุนที่มากกว่ากลุ่ม non-chaebol แต่กลุ่ม chaebol มีโอกาสในการเติบโตอยู่ในระดับต่ำกว่ากลุ่ม non-chaebol

Kato et al. (2002) พิจารณาถึงนโยบายการเงินปันผล กระแสเงินสด และการลงทุนในประเทศญี่ปุ่น ตัวอย่าง 1,362 ตัวอย่าง ในปี 1982-1991 โดยมีตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา คือ กระแสเงินสด Tobin's Q กลุ่มธุรกิจ ปริมาณการเปลี่ยนแปลงการจ่ายปันผล มาตรฐานในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายปันผล และอัตราการเติบโตของรายได้ในปีที่ผ่านมา ซึ่งใช้วิธีการประมาณค่าวิธีกำลังสองน้อยที่สุด พบว่า Tobin's Q และอัตราการเติบโตของรายได้ในปีที่ผ่านมาเป็นตัวแทนของโอกาสในการลงทุน มีนัยสำคัญทางสถิติทางบวกต่อการลงทุน ซึ่งชี้ให้เห็นว่าธุรกิจที่มีการคาดหวังโอกาสสำหรับการลงทุนในระยะยาวหรือระยะสั้น จะมีการลงทุนมากขึ้น สำหรับกระแสเงินสดมีนัยสำคัญทางสถิติทางบวกต่อการลงทุนเช่นกัน เป็นการชี้ว่าธุรกิจที่มีกระแสเงินสดมากกว่า ทำให้มีการลงทุนที่มากกว่าด้วยเช่นกัน ซึ่งได้ผลเช่นเดียวกันกับการศึกษาของ Hoshi et al. (1991) ส่วนการเปลี่ยนแปลงของอัตราการจ่ายเงินปันผลนั้นมีนัยสำคัญทางบวกต่อกิจกรรมการลงทุนนอกจากนี้จากการศึกษาทางด้านข้อจำกัดสภาพคล่องในการลงทุนด้วยกลุ่มธุรกิจ keiretsu และไม่ใช้กลุ่มธุรกิจ keiretsu พบว่า ตัวแปรหุ้นกลุ่มธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางบวกต่อการลงทุน แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Hoshi et al. (1991) รวมทั้งยังพบว่ากลุ่มธุรกิจของญี่ปุ่นมีความสัมพันธ์ทางการลงทุนและกระแสเงินสดอยู่ในระดับต่ำกว่าที่ไม่ใช่กลุ่มธุรกิจ

สำหรับ Carpenter and Guariglia (2008) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสด การลงทุน และโอกาสในการลงทุน ซึ่งเป็นการศึกษาในประเทศอังกฤษ ในปี 1983-2000 จำนวน 693 บริษัท จำนวนตัวอย่างรวมทั้งสิ้น 6,308 ตัวอย่าง โดยมีตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา คือ กระแสเงินสด Tobin's Q และสัญญาในค่าใช้จ่ายลงทุน (Contracted capital expenditure) ซึ่งใช้วิธีการประมาณค่าวิธีกำลังสองน้อยที่สุด และ Generalized method of moments (GMM) พบว่า กระแสเงินสดเป็นปัจจัยกำหนดสำคัญของการลงทุน และมีบทบาทสำคัญต่อบริษัทที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน ซึ่งการลงทุนของธุรกิจทั้งขนาดเล็กและขนาดใหญ่ขึ้นอยู่กับ Tobin's Q และกระแสเงินสด โดยธุรกิจขนาดเล็กมีผลกระทบมากกว่า นอกจากนี้ยังพบว่ากระแสเงินสดอาจเป็นสิ่งสำคัญที่ให้ข้อมูลเกี่ยวกับโอกาสในการลงทุน โดยที่ไม่ใช่มาจาก Tobin's Q เนื่องจากในการศึกษารุ่นนี้ไม่สามารถวัดโอกาสการลงทุนได้สมบูรณ์ เพียงแต่เป็นการประเมินมูลค่าของโอกาสในตลาดหุ้นเท่านั้น

George et al. (2011) ได้ทำการศึกษาความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสด และข้อจำกัดทางการเงินในกลุ่มธุรกิจของประเทศอินเดียโดยศึกษาข้อมูลปี 1997-2000 จำนวนทั้งหมด 339 บริษัท ซึ่งแบ่งเป็นกลุ่มที่เป็นธุรกิจ 198 บริษัท และไม่เป็นกลุ่มธุรกิจ 141 บริษัท ทำให้มีตัวอย่างที่ศึกษาทั้งหมด 1,356 ตัวอย่าง พบว่าขนาดของกลุ่มธุรกิจใหญ่กว่าที่ไม่เป็นกลุ่มธุรกิจ สัดส่วนของหนี้สินของกลุ่มธุรกิจต่ำกว่าที่ไม่เป็นกลุ่มธุรกิจ และกลุ่มธุรกิจมีอายุมากกว่าที่ไม่เป็นกลุ่มธุรกิจ โดยกลุ่มธุรกิจมีอายุเฉลี่ย 31 ปีเมื่อเทียบกับที่ไม่เป็นกลุ่มธุรกิจอายุเฉลี่ย 22 ปี นอกจากนี้ยังพบว่าโครงสร้างของส่วนเจ้าของในกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญกับที่ไม่เป็นกลุ่มธุรกิจ สำหรับการวิเคราะห์แบบจำลอง Q ใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด และวิธีกำลังสองน้อยที่สุด 2 ขั้นตอนประกอบด้วยตัวแปรอัตราการลงทุนต่อเงินทุนของธุรกิจ กระแสเงินสด กลุ่มธุรกิจ ขนาดของธุรกิจ อายุ ปี และอุตสาหกรรม พบว่ากระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนเป็นอย่างมาก โดยที่ไม่มีความแตกต่างกันระหว่างกลุ่มธุรกิจและที่ไม่เป็นกลุ่มธุรกิจ ส่วนตัวแปรอื่นๆ มีความสัมพันธ์ทางบวกเช่นกัน ยกเว้นอายุ ทั้งนี้ในการศึกษาพบความอ่อนไหวทางการลงทุนและกระแสเงินสดทางบวกอย่างมีนัยสำคัญของทุกธุรกิจในประเทศอินเดีย แต่ไม่มีนัยสำคัญในความแตกต่างของความอ่อนไหวระหว่างกลุ่มธุรกิจ และธุรกิจที่เป็นบริษัทอิสระ สรุปได้ว่าทุกธุรกิจในประเทศอินเดียมีข้อจำกัดทางการเงิน

ตารางที่ 2.13 เกณฑ์ที่ใช้ในการจำแนกข้อจำกัดทางการเงินจากงานวิจัยต่างๆ

Financial Constraint	Dividend Payout	Business Group	Size	Bond ratings	Access to the commercial paper market
Fazzari et al. (1988)	X				
Hoshi et al. (1991)		X			
Güchrist and Himmelberg (1995)			X	X	X
Kaplan and Zingales (1997)	X				
Kadapakkam et al. (1998)			X		
Cleary (1999)	X				
Shin and Park (1999)		X			
Kato et al. (2002)		X			
Carpenter and Guariglia (2008)			X		
George et al. (2011)		X			

ตารางที่ 2.14 ปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุนของบริษัทในงานวิจัยต่างๆ

ตัวแปร	ชื่อผู้ศึกษา	เครื่องหมาย
กระแสเงินสด	Kadapakkam et al. (1998), Shin and Park (1999), Kato et al. (2002), Carpenter and Guariglia (2008), George et al. (2011)	+
โอกาสในการลงทุน	Kadapakkam et al. (1998), Shin and Park (1999), Kato et al. (2002), Carpenter and Guariglia (2008), George et al. (2011)	+
ยอดขายของบริษัท	Kadapakkam et al. (1998), Shin and Park (1999)	+
กลุ่มธุรกิจ	Hoshi et al. (1991), Kato et al. (2002), George et al. (2011)	-

ตารางที่ 2.15 สรุปตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาการลงทุนจากงานวิจัยต่างๆ

ตัวแปรอิสระ	Fazzari et al. (1988)	Hoshi et al. (1991)	Gilchrist and Himmelberg (1995)	Kaplan and Zingales (1997)	Kadapakkam et al. (1998)
Cash flow	X	X	X	X	X
Tobin's Q	X	X	X	X	X
Cash stock					X
Sales					X
Short-term securities		X			
Production		X			
Size					
Age					
Business group					
Contracted capital expenditure					
Amount of change dividend payment					
Standardized change in dividend payment					
Revenue growth rate					
Year *					X
Industry					

ตารางที่ 2.15 (ต่อ)

ตัวแปรอิสระ	Cleary (1999)	Shin and Park (1999)	Kato et al. (2002)	Carpenter and Guariglia (2008)	George et al. (2011)
Cash flow	X	X	X	X	X
Tobin's Q	X	X	X	X	X
Cash stock					
Sales		X			
Short-term securities					
Production					
Size					X
Age					X
Business group			X		X
Contracted capital expenditure				X	
Amount of change dividend payment			X		
Standardized change in dividend payment			X		
Revenue growth rate			X		
Year					X
Industry					X

ตารางที่ 2.16 งานวิจัยที่ค้นพบเกี่ยวกับการลงทุน

ชื่อผู้ศึกษา	ประเด็นที่ศึกษา	ปีที่ทำการศึกษา/ ตัวอย่างที่ทำการศึกษา	วิธีการศึกษา	ผลการศึกษา
Fazzari et al. (1988)	ศึกษาข้อจำกัดทางการเงินจากนโยบายการจ่ายเงินปันผลและการลงทุนของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา	ปี 1970-1984 / ตัวอย่าง 422 โรงงาน ขนาดใหญ่	สมการถดถอย โดยการประมาณค่าวิธีกำลังสองน้อยที่สุด	<ul style="list-style-type: none"> - ความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดมีอยู่ในระดับสูงสำหรับธุรกิจที่มีการจ่ายปันผลต่ำ หรือมีข้อจำกัดทางการเงินมาก - กระแสเงินสดมีแนวโน้มที่ส่งผลกระทบต่อการลงทุนของธุรกิจที่มีการจ่ายเงินปันผลต่ำ อย่างไรก็ตามมีหลักฐานที่บ่งชี้ว่าธุรกิจที่มีการจ่ายเงินปันผลสูง
Hoshi et al. (1991)	สภาพคล่องที่มีผลต่อการลงทุนของกลุ่มธุรกิจในประเทศญี่ปุ่น	ปี 1965-1986 / ตัวอย่าง 145 บริษัท	สมการถดถอย โดยการประมาณค่าวิธีกำลังสองน้อยที่สุด และ 2SLS	<ul style="list-style-type: none"> - กลุ่มธุรกิจมีข้อจำกัดทางการเงินน้อยกว่าบริษัทที่ไม่เป็นกลุ่มธุรกิจ - การลงทุนที่เป็นกลุ่มธุรกิจมีการอ่อนไหวต่อกระแสเงินสดน้อยกว่าบริษัทที่ไม่เป็นกลุ่มธุรกิจ

ตารางที่ 2.16 (ต่อ)

ชื่อผู้ศึกษา	ประเด็นที่ศึกษา	ปีที่ทำการศึกษา/ ตัวอย่างที่ ทำการศึกษา	วิธีการศึกษา	ผลการศึกษา
Gilchrist and Himmelberg (1995)	กระแสเงินสดและการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกที่มีผลต่อการลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา	ปี 1979-1989 / ตัวอย่าง 428 ธุรกิจ	GMM (Generalize Method of Moments)	- ธุรกิจที่มีข้อจำกัดทางการเงินมีความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดมากกว่าธุรกิจที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน - การเข้าถึงตลาดพันธบัตรเป็นการเข้าถึงเงินทุนจากภายนอก ทำให้ธุรกิจไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน
Kaplan and Zingales (1997)	ข้อจำกัดทางการเงินจากนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่มีต่อการอ่อนไหวทางการลงทุนและกระแสเงินสดในประเทศสหรัฐอเมริกา	ปี 1970-1984 / ตัวอย่าง 719 ตัวอย่าง	สมการถดถอย โดย การประมาณค่าวิธีกำลังสองน้อยที่สุด	ธุรกิจที่มีข้อจำกัดทางการเงินน้อยมีการอ่อนไหวต่อการลงทุนและกระแสเงินสดมากกว่าธุรกิจที่มีข้อจำกัดทางการเงินมาก
Kadapakkam et al. (1998)	ผลกระทบของกระแสเงินสดและขนาดของธุรกิจที่มีต่อการลงทุน: ในประเทศ OECD	ปี 1982-1991 / ตัวอย่าง 20,428 ตัวอย่าง	สมการถดถอย โดย การประมาณค่าวิธีกำลังสองน้อยที่สุด	ธุรกิจที่มีขนาดเล็กมีความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดน้อยกว่าธุรกิจที่มีขนาดใหญ่

ตารางที่ 2.16 (ต่อ)

ชื่อผู้ศึกษา	ประเด็นที่ศึกษา	ปีที่ทำการศึกษา/ ตัวอย่างที่ทำการศึกษา	วิธีการศึกษา	ผลการศึกษา
Cleary (1999)	การลงทุนของธุรกิจ ที่มีต่อสถานะทาง การเงินในประเทศ สหรัฐอเมริกา	ปี 1987-1994 / ตัวอย่าง 1,317 บริษัท	สมการถดถอย โดยการ ประมาณค่าวิธีกำลังสองน้อย ที่สุด ด้วยวิธีการวิเคราะห์ แบบ multiple discriminant analysis	- การตัดสินใจในการลงทุนของธุรกิจมี ความอ่อนไหวต่อสภาพคล่องในปัจจุบัน มากกว่าโอกาสในการลงทุน - ธุรกิจที่มีข้อจำกัดทางการเงินน้อยมี ความอ่อนไหวมากกว่ากระแสเงินสดที่มี อยู่
Shin and Park (1999)	ข้อจำกัดทางการเงิน และตลาดทุนภายใน ของกลุ่ม chaebols ในประเทศเกาหลี	ปี 1994-1995 ตัวอย่าง 629 ธุรกิจ อุตสาหกรรมที่เข้า ตลาดหลักทรัพย์	สมการถดถอย โดยการ ประมาณค่าวิธีกำลังสองน้อย ที่สุด	- กลุ่มที่ไม่ใช่ chaebol มีความอ่อนไหว ทางด้านการลงทุนและกระแสเงินสดอยู่ ในระดับสูง และมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่การลงทุนและกระแสเงินสด ของกลุ่ม chaebol ไม่มีความสัมพันธ์กัน - ตลาดทุนภายในสามารถลดข้อจำกัดทาง การเงินของกลุ่ม chaebol

ตารางที่ 2.16 (ต่อ)

ชื่อผู้ศึกษา	ประเด็นที่ศึกษา	ปีที่ทำการศึกษา/ ตัวอย่างที่ทำการศึกษา	วิธีการศึกษา	ผลการศึกษา
Kato et al. (2002)	นโยบายการจ่ายเป็นผล กระแสเงินสด และการ ลงทุนในประเทศญี่ปุ่น	ปี 1982-1991 / ตัวอย่าง 1,362 บริษัท	สมการถดถอย โดย การประมาณค่าวิธี กำลังสองน้อยที่สุด	<ul style="list-style-type: none"> - กระแสเงินสด Tobin's Q และอัตรา การเติบโตของรายได้ในปีที่ผ่านมา มี ความสัมพันธ์ทางบวกต่อการลงทุน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ - กลุ่มธุรกิจของญี่ปุ่นมีความสัมพันธ์ ทางด้านการลงทุนและกระแสเงินสดอยู่ ในระดับต่ำกว่าที่ไม่ใช่กลุ่มธุรกิจ
Carpenter and Guarglia (2008)	กระแสเงินสดที่มีต่อการ ลงทุน และโอกาสใน การลงทุนของประเทศ อังกฤษ	ปี 1983-2000 / ตัวอย่าง 6,308 ตัวอย่าง	สมการถดถอย โดย การประมาณค่าวิธี กำลังสองน้อยที่สุด	<ul style="list-style-type: none"> - กระแสเงินสดมีบทบาทสำคัญต่อ บัญชีการลงทุน ในขณะที่ Tobin's Q ไม่ได้วัดโอกาสในการลงทุนได้สมบูรณ์ เป็นเพียงการประเมินมูลค่าตลาดทุน ภายนอก - การลงทุนของธุรกิจขนาดเล็ถูกจำกัด ด้วยการเข้าถึงแหล่งการเงินภายใน ในขณะที่ไม่ได้มีผลกับธุรกิจขนาดใหญ่

ตารางที่ 2.16 (ต่อ)

ชื่อผู้ศึกษา	ประเด็นที่ศึกษา	ปีที่ทำการศึกษา/ ตัวอย่างที่ทำการศึกษา	วิธีการศึกษา	ผลการศึกษา
George et al. (2011)	ความอ่อนไหวของ การลงทุนและกระแส เงินสดและข้อจำกัด ทางการเงินจากกลุ่ม ธุรกิจในประเทศ อินเดีย	ปี 1997-2000 / ตัวอย่าง 339 บริษัท	สมการถดถอย โดยการ ประมาณค่าวิธีกำลังสอง น้อยที่สุด และ 2SLS	มีผลกระทบของการลงทุนและกระแส เงินสดของทั้ง 2 กลุ่มที่เป็นกลุ่มธุรกิจ และไม่เป็นกลุ่มธุรกิจ แต่ไม่มีความ แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญในการ อ่อนไหวระหว่างกลุ่ม

2.10 สรุป

ในบทนี้ได้กล่าวถึงการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการเข้าสู่สาธารณชนและกลุ่มธุรกิจ ความสำคัญของกลุ่มธุรกิจ ความหมายของการเข้าสู่สาธารณชน การเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย ประโยชน์ของการเข้าสู่สาธารณชน ต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชน การตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัท และผลของการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัท เพื่อนำไปสู่ตัวแปรและสมมติฐานต่างๆ

ซึ่งแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวกับข้องการเข้าสู่สาธารณชนและกลุ่มธุรกิจ ประกอบด้วย ทฤษฎีลำดับขั้น ความไม่สมมาตรของข้อมูล และทฤษฎีตัวแทน ในส่วนความสำคัญของกลุ่มธุรกิจ มีความหมายของกลุ่มธุรกิจและลักษณะของกลุ่มธุรกิจในประเทศต่างๆ รวมทั้งประโยชน์ของกลุ่มธุรกิจในตลาดทุน ตลาดสินค้าและปัจจัยการผลิต และตลาดแรงงาน ส่วนทางด้านต้นทุนของการเป็นกลุ่มธุรกิจเกี่ยวข้องกับควมไม่มีประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากรและการลงทุน และความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างส่วนที่เป็นเจ้าของหรือผู้จัดการและส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย

ทั้งนี้ มีนักวิชาการหลายท่านที่ให้ความหมายของการเข้าสู่สาธารณชนมีความคล้ายคลึงกัน สามารถสรุปได้ว่าการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก หรือการเข้าสู่สาธารณชน หมายถึง การที่บริษัทนำหลักทรัพย์ของตนเองออกเสนอขายหุ้นสามัญใหม่ให้แก่ประชาชน ซึ่งยังไม่เคยมีการซื้อขายมาก่อน เพื่อการระดมเงินทุนในบริษัทและเป็นการกระจายการถือครองส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมให้แก่ประชาชนทั่วไป ทั้งนี้การเสนอขายต้องกระทำผ่านผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และจะต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

สำหรับการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย มีกฎเกณฑ์และขั้นตอนต่างๆ ในการนำบริษัทเข้าสู่สาธารณชน โดยที่บริษัทนั้นจะต้องผ่านกฎเกณฑ์และขั้นตอนจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ก่อนที่จะนำบริษัทออกเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก และก่อนที่จะนำหุ้นสามัญเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งขั้นตอนในการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกนั้นจะประกอบไปด้วย 5 ขั้นตอน โดยเริ่มตั้งแต่การแต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงินและแต่งตั้งผู้สอบบัญชี การแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชน การยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และยื่นคำขอลงทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การกระจายหุ้นต่อประชาชน และการเข้าซื้อขาย/เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้หลักเกณฑ์ในการนำหุ้นสามัญเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะประกอบไปด้วย 9 เรื่องด้วยกัน ได้แก่ สถานะ ทุนชำระแล้วเฉพาะหุ้นสามัญ การกระจายการถือหุ้นรายย่อย การเสนอขาย

หุ้นต่อสาธารณชน ผลการดำเนินงาน ฐานะการเงิน ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ การกำกับดูแลกิจการและการควบคุมภายใน และงบการเงินและผู้สอบบัญชี ซึ่งบริษัทที่เสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกจะต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์และขั้นตอนดังกล่าวข้างต้น

ในส่วนของภาพรวมของการเข้าสู่สาธารณชนของประเทศไทยนั้นยังมีการพัฒนาที่ล่าช้า และมีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับประเทศต่างๆ ในภูมิภาคเอเชีย ในขณะที่การระดมทุนในตลาดแรกหรือการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกในช่วงที่ผ่านมา มีจำนวนลดลงอย่างต่อเนื่อง ทำให้จำนวนบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์มีจำนวนไม่มากนัก ในขณะที่ประเทศในภูมิภาคเอเชียมียุโรปที่มีจำนวนที่มากกว่าประเทศไทย

การพิจารณาเกี่ยวกับการเข้าสู่สาธารณชนส่วนใหญ่กรอบแนวคิดถูกสร้างขึ้นมาจากความคิดในเรื่องประโยชน์ในการเข้าสู่สาธารณชน และต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชน โดยพบว่านักวิชาการทั้งหลายที่ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการเข้าสู่สาธารณชนส่วนใหญ่ใช้แนวคิดนี้ ซึ่งเริ่มต้นตั้งแต่การศึกษาเริ่มแรกของ Pagano et al. (1998) สำหรับประโยชน์ของการเข้าสู่สาธารณชนนั้นจากการทบทวนวรรณกรรมในการศึกษาของนักวิชาการต่างๆ พบว่ามี 6 ด้านด้วยกัน ได้แก่ ต้นทุนของเงินทุน ต้นทุนของการกู้ยืมเงินและความยืดหยุ่นทางการเงิน แหล่งเงินทุนสำหรับโอกาสในการเติบโต โอกาสหรือจังหวะเวลาในการเข้าตลาด ความมีชื่อเสียงและการเป็นที่รู้จัก และการทดแทนแหล่งเงินทุนภายในที่ไม่เพียงพอ ส่วนต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชนจากการศึกษาของนักวิชาการหลายท่าน พบว่ามี 3 ด้านด้วยกัน ได้แก่ ความไม่สมมาตรของข้อมูล การสูญเสียความลับ ค่าใช้จ่ายทางตรงในกระบวนการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก ซึ่งจากประโยชน์และต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชนนี้ทำให้ได้กรอบแนวคิดในการศึกษาครั้งนี้เกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

จากการศึกษาของนักวิชาการที่ผ่านมาเกี่ยวกับเหตุผลที่เข้าสู่สาธารณชนมีทั้งเกิดจากทางด้านการเงินและไม่ใช่ทางด้านการเงิน ซึ่งเหตุผลที่มาจากทางด้านการเงินนั้น เพื่อใช้เป็นแหล่งเงินที่เพิ่มขึ้นสำหรับธุรกิจในการเติบโตในอนาคต เนื่องจากส่วนใหญ่เงินทุนที่ได้มานั้นมาจากการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก ในขณะที่เหตุผลที่ไม่ใช่ทางด้านการเงิน เพื่อเพิ่มสภาพคล่องของการลงทุนแก่เจ้าของหรือผู้ถือหุ้น รวมทั้งการสร้างชื่อเสียงของบริษัท แต่อย่างไรก็ตามเหตุผลของความต้องการเข้าสู่สาธารณชนหรือเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกจากการศึกษาของนักวิชาการหลายท่านนั้นมีความแตกต่างกันตามทวีป ประเทศ และช่วงระยะเวลาที่ได้ทำการศึกษา

สำหรับทางด้านปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทนั้น นักวิชาการได้ทำการศึกษาทั้งในประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศยุโรป และประเทศเอเชีย ซึ่งพบว่าตัวแปรที่ใช้

ในการศึกษามีความคล้ายคลึงกัน ในขณะที่จากการทบทวนวรรณกรรมของนักวิชาการทั้งหลาย ทำให้ผู้วิจัยเห็นว่าในการวิจัยครั้งนี้มีตัวแปรที่คาดว่าจะมีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่ สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ได้แก่ กลุ่มธุรกิจ ซึ่งตัวแปรกลุ่มธุรกิจนี้จากการทบทวน วรรณกรรมยังไม่มึนักวิชาการท่านใดทำการศึกษา และยังไม่พบการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อ การตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทนี้ในประเทศไทย จึงเป็นช่องว่างสำหรับในการวิจัยครั้งนี้ รวมทั้งตัวแปรอื่นๆ ที่ได้จากการทบทวนวรรณกรรม ได้แก่ ขนาดของบริษัท อายุของบริษัท การ เติบโตของยอดขายของบริษัท ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท สัดส่วนหนี้สินของบริษัท และ กระแสเงินสดของบริษัท

ในการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลของการเข้าสู่สาธารณชน พบว่าส่วนใหญ่ทำการศึกษาทางด้านผลการดำเนินงานทั้งในระยะสั้นและระยะยาวที่เน้นทางด้าน ผลตอบแทน โดยพบว่าผลการดำเนินงานระยะสั้นให้อัตราผลตอบแทนในวันแรกสูงกว่าปกติ ส่วนผลการดำเนินงานระยะยาว ส่วนใหญ่มีผลการดำเนินงานที่อยู่ในระดับต่ำกว่าตลาดหรือลดลง ซึ่ง การศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานนี้มีนักวิชาการในประเทศไทยที่ส่วนใหญ่ศึกษาเช่นเดียวกับ นักวิชาการต่างประเทศ สำหรับในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยเน้นถึงผลการดำเนินงานทางการเงินที่ พิจารณาทางด้านอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทภายหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนแล้ว เปรียบเทียบ กับก่อนเข้าสู่สาธารณชนว่ามีความแตกต่างกันหรือไม่ ซึ่งอาจมีเพียงเล็กน้อย และ/หรือยังไม่พบการ วิจัยในลักษณะดังกล่าว เนื่องจากผู้วิจัยมีการพิจารณาไปถึงผลการดำเนินงานของบริษัทที่เป็น สมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

ส่วนด้านการลงทุนส่วนใหญ่ นักวิชาการมุ่งเน้นพิจารณาความอ่อนไหวของการลงทุนต่อ กระแสเงินสดในประเทศที่พัฒนาแล้ว ได้แก่ สหรัฐอเมริกา มีเพียงส่วนน้อยที่ศึกษาข้อมูลในประเทศ ตลาดเกิดใหม่ ได้แก่ อินเดีย และเกาหลี ทั้งนี้จากการทบทวนวรรณกรรม ผู้วิจัยเห็นว่าในการวิจัยครั้งนี้ มีตัวแปรที่คาดว่าจะมีผลต่อการลงทุนของบริษัทหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน ได้แก่ กระแสเงินสด ของบริษัท Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา ยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา โดยมีตัวแปรกลุ่มธุรกิจซึ่งเป็น ตัวแปรอิสระเข้ามารวมอยู่ในสมการด้วย เพื่อพิจารณาถึงการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนว่ามีการพึ่งพาเงินทุนจากภายใน แตกต่างกันหรือไม่ ซึ่งผู้วิจัยคาดว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่ม ธุรกิจมีการพึ่งพาเงินทุนภายในไม่แตกต่างกันตามงานวิจัยที่เคยศึกษามาก่อน ทั้งนี้ผู้วิจัยเห็นว่า มีงานวิจัยจำนวนน้อยในประเทศไทยที่ทำการศึกษา จึงทำให้เป็นช่องว่างสำหรับในการวิจัยครั้งนี้

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้น สามารถนำไปสู่การทดสอบ สมมติฐานที่ได้ ซึ่งจะได้อธิบายถึงในบทที่ 3 ต่อไป

บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

บทนี้กล่าวถึงวิธีดำเนินการวิจัยที่ได้มาจากการทบทวนวรรณกรรมในบทที่ผ่านมา เพื่อใช้ในการศึกษากลุ่มธุรกิจและการเข้าสู่สาธารณชน กรณีศึกษาบริษัทในประเทศไทย ซึ่งจะนำไปสู่ผลการวิเคราะห์ในบทที่ 4 ต่อไป ผู้วิจัยแบ่งการนำเสนอในบทนี้ออกเป็น 6 ส่วน ได้แก่

- (1) แบบจำลองในการวิจัย
- (2) สมมติฐานการวิจัย
- (3) การกำหนดประชากรและตัวอย่าง
- (4) วิธีการรวบรวมข้อมูล
- (5) การวิเคราะห์ข้อมูล
- (6) สรุป

โดยแต่ละส่วนในบทนี้ ผู้วิจัยจะอธิบายรายละเอียดตามคำถามงานวิจัยทั้ง 3 ข้อ ดังนี้

3.1 คำถามงานวิจัยข้อที่ 1 ปัจจัยด้านกลุ่มธุรกิจ และปัจจัยอื่นๆ มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยหรือไม่

3.1.1 แบบจำลองในการวิจัย

ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยได้สร้างแบบจำลองจากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องของนักวิชาการต่างประเทศ (Albormoz & Pope, 2004; Brau et al., 2003; Fischer, 2000; Mayur & Kumar, 2006; Pagano et al., 1998; Shen & Wei, 2007) เพื่อพัฒนาแบบจำลองสำหรับตอบคำถามงานวิจัยข้อที่ 1 ดังนี้

แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นการวิเคราะห์แบบจำลองโพรบิท เนื่องจากเป็นการศึกษาความเป็นไปได้ของการเข้าสู่สาธารณชน ในกรณีที่ตัวแปรตามมีค่าเพียง 2 ค่า คือ 1 หรือ 0 เท่านั้น โดยที่ค่า 1 เลือกที่เข้าสู่สาธารณชน และ 0 ไม่เลือกที่เข้าสู่สาธารณชน ซึ่งในกรณีนี้ตัวแปรตามเป็นตัวแปรเชิงคุณภาพ ดังนั้นในการวิเคราะห์ผู้วิจัยจึงใช้แบบจำลองโพรบิท ด้วยวิธีการประมาณค่าความน่าจะเป็นสูงสุด (Maximum Likelihood) (Pindyck & Rubinfeld, 1991; Studenmund, 2001) ซึ่งเป็นแบบจำลองที่มีความเหมาะสมสำหรับการทดสอบสมมติฐานมากกว่าการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยปกติที่ตัวแปรตามมีค่าต่อเนื่อง (Continuous variable)

โดยแบบจำลองโพรบิท มีรูปสมการดังนี้

$$P_i = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^{z_i} e^{-s^2/2} ds$$

โดยที่ P_i คือความน่าจะเป็นที่ $Y_i = 1$

S คือ ตัวแปรปกติมาตรฐาน (Standardized normal variable)

$$\pi = \frac{22}{7}, e = 2.718$$

ทั้งนี้แบบจำลองโพรบิทที่ผู้วิจัยใช้ในการศึกษาครั้งนี้มีความคล้ายคลึงกับงานวิจัยของ Pagano et al. (1998) ที่ทำการศึกษาในประเทศอิตาลี Mayur and Kumar (2006) ที่ทำการศึกษาในประเทศอินเดีย และ Shen and Wei (2007) ที่ทำการศึกษาในประเทศไต้หวัน แต่ในการวิจัยครั้งนี้มีตัวแปรที่ผู้วิจัยได้ทำการปรับเพิ่มเข้าไปใหม่ในแบบจำลองที่ยังไม่พบในการทบทวนวรรณกรรมคือ ตัวแปรกลุ่มธุรกิจ

ในคำถามงานวิจัยข้อที่ 1 นี้ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross-Sectional data) ดังนั้นแบบจำลองที่ใช้ในการวิจัยเกี่ยวกับกลุ่มธุรกิจและการเข้าสู่สาธารณชน กรณีศึกษาของบริษัทในประเทศไทยเป็นดังนี้

$$\begin{aligned} Pr(IPO_{i,t} = 1) = & F(\alpha_1 Business\ Group_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Age_{i,t} + \alpha_4 Growth_{i,t} \\ & + \alpha_5 Profitability_{i,t} + \alpha_6 Leverage_{i,t} + \alpha_7 Cash\ flow_{i,t} \\ & + \alpha_8 Industry_{i,t} + \alpha_9 Year_{i,t}) \end{aligned}$$

โดยที่

$IPO_{i,t}$	=	เป็นความน่าจะเป็นในการเลือกเข้าสู่สาธารณชน โดยที่ 1 ถ้าบริษัทเข้าสู่สาธารณชน ณ เวลา t 0 ถ้ายังคงสถานะเป็นบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน ณ เวลา t
$F(\cdot)$	=	เป็นการกระจายสะสมปกติของตัวแปรอิสระ
$Business\ Group_{i,t}$	=	กลุ่มธุรกิจ (ตัวแปรหุ่น)
$Size_{i,t}$	=	ขนาดของบริษัท
$Age_{i,t}$	=	อายุของบริษัท (ปี)
$Growth_{i,t}$	=	การเติบโตโดยยอดขายของบริษัท (ร้อยละ)
$Profitability_{i,t}$	=	ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (ร้อยละ)

$Leverage_{i,t}$	=	สัดส่วนหนี้สินของบริษัท (เท่า)
$Cash\ flow_{i,t}$	=	กระแสเงินสดของบริษัทหารด้วยสินทรัพย์ถาวร (เท่า)
$Industry_{i,t}$	=	กลุ่มอุตสาหกรรม (ตัวแปรหุ่น)
$Year_{i,t}$	=	ปีปฏิทิน (ตัวแปรหุ่น)
α	=	ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) ของตัวแปรจากสมการ
i	=	เป็นบริษัทที่ i
t	=	เป็นเวลาที t ในช่วงปี 2543-2548

ในการวิจัยครั้งนี้ประกอบด้วยตัวแปรอิสระทั้งหมด 7 ตัว ซึ่งผู้วิจัยได้แบ่งตัวแปรอิสระออกเป็น 4 กลุ่มใหญ่ๆ ด้วยกัน เพื่อให้สอดคล้องกับการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่ผ่านมา ดังนี้

1. ปัจจัยทางด้านเงินทุนจากแหล่งภายใน

$Business\ Group$ = กลุ่มธุรกิจเป็นตัวแปรหุ่น

กลุ่มธุรกิจเป็นตัวแทนของลักษณะ โครงสร้างธุรกิจที่มีความซับซ้อนในด้าน โครงสร้าง การถือหุ้นซึ่งอาจก่อให้เกิดปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมและผู้ถือหุ้นรายย่อย และกลุ่มธุรกิจยังทำหน้าที่เสมือนตลาดทุนภายในของสมาชิกในกลุ่ม โดยการโยกย้ายเงินทุนภายในกลุ่มให้กับสมาชิกที่ไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ เพื่อลดปัญหาความไม่ สมมาตรของข้อมูล และปัญหาตลาดทุนไม่สมบูรณ์ รวมทั้งบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจสามารถ ทำธุรกรรมในการซื้อขายทรัพยากรและเจรจาต่อรองกันเองภายในกลุ่ม เพื่อลดปัญหาต้นทุนการทำ ธุรกรรม นอกจากนี้บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจยังสามารถเพิ่มเงินทุนให้ภายในกลุ่มได้ โดยผ่าน ทางการจ่ายเงินปันผลพิเศษ และการออกหุ้นใหม่ เป็นต้น ซึ่งสมาชิกบริษัทของกลุ่มธุรกิจที่เข้าสู่ สาธารณชนอาจจะนำเงินจากนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มาจัดสรรให้กับบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในกลุ่ม เดียวกันที่มีผลการดำเนินงานไม่ดีหรือมีข้อจำกัดทางการเงิน อันอาจเป็นการเอาเปรียบกลุ่มผู้ถือหุ้น รายย่อย และเป็นความเสี่ยงต่อกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อย ดังนั้นการที่ลักษณะ โครงสร้างธุรกิจเป็นกลุ่ม ธุกิจมีความเป็นไปได้ที่บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอาจจะเข้าหรือไม่เข้าสู่สาธารณชนได้

2. ผลประโยชน์ในการเข้าสู่สาธารณชน

ผลประโยชน์ในการเข้าสู่สาธารณชนประกอบไปด้วยตัวแปร 3 ตัวแปรดังนี้

$Growth$ = การเติบโตของยอดขายของบริษัท

การเข้าสู่สาธารณชนเป็นประโยชน์ในเรื่องของแหล่งเงินทุนภายนอก เพื่อสนับสนุน การเติบโตของบริษัท

Leverage = สัดส่วนหนี้สินของบริษัท

การเข้าสู่สาธารณชนเป็นทางเลือกหนึ่งของแหล่งเงินทุนภายนอก เพื่อไม่ให้บริษัทมีสัดส่วนหนี้สินมากเกินไป หรือปรับสมดุลของสัดส่วนหนี้สินที่มีอยู่

Cash flow = กระแสเงินสดของบริษัท

การเข้าสู่สาธารณชนเป็นประโยชน์ในการเพิ่มกระแสเงินสดให้กับธุรกิจ ซึ่งเมื่อกระแสเงินสดมีจำนวนน้อย การเข้าสู่สาธารณชนจะเป็นทางเลือกหนึ่งของแหล่งเงินทุนภายนอก

3. คุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Listed company)

จากเกณฑ์การจดทะเบียนเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทที่กล่าวไว้ในบทที่ 2 ประกอบไปด้วยตัวแปร 3 ตัวแปรดังนี้ *Size*, *Age*, *Profitability* เพื่อที่จะเป็นตัวแทนของคุณสมบัติของบริษัทที่จะสามารถเข้าสู่สาธารณชน โดยที่

Size = ขนาดของบริษัท

Age = อายุของบริษัท

เป็นตัวแทนของชื่อเสียง ซึ่งเป็นคุณสมบัติที่เพิ่มความน่าจะเป็นที่บริษัทเข้าสู่สาธารณชน

Profitability = ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

เป็นตัวแทนผลการดำเนินงานและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ซึ่งเป็นคุณสมบัติหนึ่งที่จะทำให้บริษัทตัดสินใจออกจำหน่ายหลักทรัพย์แก่สาธารณชน

4. ตัวแปรหุ่นอื่นๆ

Industry = กลุ่มอุตสาหกรรมเป็นตัวแปรหุ่น

Year = ปีปฏิทินเป็นตัวแปรหุ่น

3.1.1.1 วิธีการวัดตัวแปรแบบจำลองปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย

แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาเพื่อตอบคำถามงานวิจัยข้อที่ 1 ดังแสดงในตารางที่ 3.1 รายละเอียดของตัวแปรอิสระ (Independent Variables) และตัวแปรตาม (Dependent Variables) มีดังต่อไปนี้

ตัวแปรอิสระ ประกอบไปด้วย

1. กลุ่มธุรกิจ

เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy variable) โดยที่

1 = บริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกของประเทศไทย

0 = บริษัทที่ไม่ได้อยู่ในกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกของประเทศไทย (Belenzon & Berkovitz, 2008; Claessen et al., 2002; Khanna & Palepu, 2000; Khanna & Yafeh, 2005; Kim & Yi, 2005)

2. ขนาดของบริษัท

วัดจาก Natural Logarithm ของยอดขายของบริษัท (Albornoz & Pope, 2004; Mayur & Kumar, 2006; Pagano et al., 1998; Pannemans, 2002)

3. อายุของบริษัท

วัดจากอายุของบริษัทตั้งแต่ก่อตั้งจนถึงปีที่เข้าสู่สาธารณชน (หน่วยเป็นปี) (Chemmanur & Fulghieri, 1999; Mayur & Kumar, 2006)

4. การเติบโตโดยยอดขายของบริษัท

วัดจากอัตราการเติบโตจากยอดขายของบริษัท (หน่วยเป็นร้อยละ) (Fischer, 2000; Pagano et al., 1998; Pannemans, 2002; Shen & Wei, 2007)

5. ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

วัดโดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Assets: ROA) (หน่วยเป็นร้อยละ) (Albornoz & Pope, 2004; Fischer, 2000; Mayur & Kumar, 2006; Pagano et al., 1998; Pannemans, 2002; Rosen et al., 2005)

6. สัดส่วนหนี้สินของบริษัท

วัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (หน่วยเป็นจำนวนเท่า) (Albornoz & Pope, 2004; Mayur & Kumar, 2006; Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984)

7. กระแสเงินสดของบริษัท

วัดจากผลรวมของกำไรสุทธิก่อนหักภาษีและค่าเสื่อมราคา หาดด้วยสินทรัพย์ถาวร (หน่วยเป็นจำนวนเท่า) (Shen & Wei, 2007)

8. กลุ่มอุตสาหกรรม

เป็นตัวแปรหุ่น โดยกลุ่มอุตสาหกรรม แบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบไปด้วย 7 อุตสาหกรรม ดังนี้

Industry1 โดยที่ 1 = เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และ 0 = อื่นๆ

Industry2 โดยที่ 1 = สินค้าอุปโภคบริโภค และ 0 = อื่นๆ

Industry3 โดยที่ 1 = วัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม และ 0 = อื่นๆ

Industry4 โดยที่ 1 = ทรัพยากร และ 0 = อื่นๆ

Industry5 โดยที่ 1 = บริการ และ 0 = อื่นๆ

Industry6 โดยที่ 1 = เทคโนโลยี และ 0 = อื่นๆ

ส่วนอุตสาหกรรมที่ 7 เป็นอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้างให้เป็น
อุตสาหกรรมฐาน (Albornoz & Pope, 2004; Mayur & Kumar, 2006; Pagano et al., 1998)

9. ปีปฏิทิน

เป็นตัวแปรหุ่น โดยปีปฏิทิน ประกอบไปด้วย 6 ปี ดังนี้

Year1 โดยที่ 1 = ปี 2543 และ 0 = อื่นๆ

Year2 โดยที่ 1 = ปี 2544 และ 0 = อื่นๆ

Year3 โดยที่ 1 = ปี 2545 และ 0 = อื่นๆ

Year4 โดยที่ 1 = ปี 2546 และ 0 = อื่นๆ

Year5 โดยที่ 1 = ปี 2548 และ 0 = อื่นๆ

ส่วนปีที่ 6 เป็นปี 2547 ใช้เป็นปีฐานสำหรับการศึกษา (Pagano et al., 1998)

ตัวแปรตาม

ความน่าจะเป็นในการเลือกเข้าสู่สาธารณชน โดยที่

1 = บริษัทเข้าสู่สาธารณชน ณ เวลา t และ

0 = บริษัทไม่เข้าสู่สาธารณชน ณ เวลา t

ตารางที่ 3.1 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาสำหรับคำถามงานวิจัยข้อที่ 1

ตัวแปร	สัญลักษณ์	ตัวแทน	คำอธิบายตัวแปร	ค่าคาดหวังเครื่องหมาย
กลุ่มธุรกิจ	<i>Business Group</i>	การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากตลาดเงินทุนภายใน	ตัวแปรหุ่น 1 = บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกของประเทศไทย 0 = บริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกของประเทศไทย	+
ขนาดของบริษัท	<i>Size</i>	ชื่อเสียงของบริษัท	วัดจาก Natural Logarithm ของยอดขายของบริษัท	+
อายุของบริษัท	<i>Age</i>	ชื่อเสียงของบริษัท	วัดจากอายุของบริษัทตั้งแต่ก่อตั้งจนถึงปีที่เข้าสู่สาธารณชน (หน่วยเป็นปี)	-
การเติบโตของยอดขายของบริษัท	<i>Growth</i>	โอกาสในการลงทุนก่อนการเข้าสู่สาธารณชน	วัดจากอัตราการเติบโตจากยอดขายของบริษัท (หน่วยเป็นร้อยละ)	+
ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท	<i>Profitability</i>	คุณสมบัติของการเข้าสู่สาธารณชน	วัด โดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) (หน่วยเป็นร้อยละ)	-
สัดส่วนหนี้สินของบริษัท	<i>Leverage</i>	การเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอก	วัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (หน่วยเป็นจำนวนเท่า)	-
กระแสเงินสดของบริษัท	<i>Cash flow</i>	ความเพียงพอของเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน	วัดจากผลรวมของกำไรสุทธิปีก่อนหักภาษีและค่าเสื่อมราคาหารด้วยสินทรัพย์ถาวร	-

3.1.2 สมมติฐานการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่ผ่านมาในบทที่ 2 ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานตามงานวิจัยที่ได้มีนักวิชาการศึกษามาก่อนหน้านี้ ซึ่งมีความสอดคล้องกับคำถามและวัตถุประสงค์ของการวิจัยในบทที่ 1 เพื่อใช้ในการตอบคำถามงานวิจัยข้อที่ 1 โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

สมมติฐานที่ 1 : การเป็นสมาชิกของกลุ่มธุรกิจ มีความสัมพันธ์ทางบวกกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

สมมติฐานที่ 2 : ขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางบวกกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

สมมติฐานที่ 3 : อายุของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางลบกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

สมมติฐานที่ 4 : การเติบโตโดยยอดขายของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางบวกกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

สมมติฐานที่ 5 : ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางลบกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

สมมติฐานที่ 6 : สัดส่วนหนี้สินของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางลบกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

สมมติฐานที่ 7 : กระแสเงินสดของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางลบกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

3.1.3 การกำหนดประชากรและตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาสำหรับคำถามงานวิจัยข้อที่ 1 คือ บริษัทในประเทศไทยที่เข้าจดทะเบียนกับกระทรวงพาณิชย์ตั้งแต่เริ่มต้นจนถึงปี 2548 ที่มีจำนวนทั้งสิ้น 298,563 บริษัท เนื่องจากผู้วิจัยทำการศึกษาในช่วงปี 2543-2548 ดังนั้นประชากรที่มีความเป็นไปได้ที่จะเข้าสู่สาธารณชนจึงใช้บริษัทที่มีอยู่ในปี 2548 เท่านั้น เพราะเป็นปีสุดท้ายของการวิจัยครั้งนี้ ทั้งนี้ผู้วิจัยได้เลือกประชากรในช่วงปี 2543-2548 เนื่องจากเป็นช่วงหลังจากที่ผ่านพ้นวิกฤติทางการเงินของเอเชียและประเทศไทย ซึ่งจะทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทอยู่ในสภาวะปกติ ประกอบกับเป็นช่วงที่มีบริษัทเข้าสู่สาธารณชนอย่างต่อเนื่อง

ในการวิจัยครั้งนี้มีประชากรของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับกระทรวงพาณิชย์ทั้งหมด 298,563 บริษัท หลังจากนั้นผู้วิจัยได้พิจารณาหลักเกณฑ์ในการคัดเลือกประชากรของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับกระทรวงพาณิชย์ ดังนี้

1. ในปีที่จะเข้าสู่สาธารณชน (ในปีที่ t) บริษัทที่เข้าจดทะเบียนต้องมีกำไรสุทธิเท่ากับหรือมากกว่า 30 ล้านบาท
2. ในปีที่ 2 (ในปีที่ $t-1$) หรือ 3 ปีล่าสุด (ในปีที่ t , $t-1$ และ $t-2$) บริษัทที่เข้าจดทะเบียนต้องมีกำไรสุทธิรวมกันเท่ากับหรือมากกว่า 50 ล้านบาท
3. เป็นบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินมีโครงสร้างของการจัดการและงบการเงินที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ซึ่งหลักเกณฑ์นี้เป็นเช่นเดียวกับการศึกษาที่ผ่านมา (Pagano et al., 1998; Shen & Wei, 2007)
4. เป็นบริษัทที่มีงบการเงินครบสมบูรณ์ ตั้งแต่ปี 2541 ถึง 2548 เพื่อให้มีข้อมูลเพียงพอต่อการวิเคราะห์ผล

จากหลักเกณฑ์ในข้อที่ 1 และ 2 ข้างต้นเป็นหลักเกณฑ์ของทางตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) ในการรับบริษัทมหาชนเข้าจดทะเบียนและทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อไม่ให้กระทบต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ได้กำหนดไว้ประมาณ 1,000 ราย และถือหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 25 ของทุนชำระแล้ว

สำหรับในประเทศไทยการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทหรือการเสนอขายหุ้นแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกต้องมีการขออนุญาตสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ก่อน โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จะเป็นผู้ตรวจสอบสมบัติทางด้านเชิงคุณภาพ ซึ่งเน้นทางด้านการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance: CG) ประกอบไปด้วยสิทธิของผู้ถือหุ้น ความรับผิดชอบและหน้าที่ของผู้บริหาร การเปิดเผยข้อมูล และคุณสมบัติอื่นๆ เช่น ลักษณะธุรกิจเป็นประโยชน์ต่อเศรษฐกิจและสังคม และไม่มีเหตุสงสัยเรื่องความต่อเนื่องระยะยาว เป็นต้น ตามหลักเกณฑ์ในส่วนของทาง สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ข้างต้นนี้ ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้ตั้งข้อสมมติฐานไว้ว่าบริษัทที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นบริษัทที่ผ่านเกณฑ์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และมีคุณสมบัติที่สามารถเข้าสู่สาธารณชนได้

ดังนั้นจากบริษัทที่จดทะเบียนทั้งหมด 298,563 บริษัท แบ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนเป็นบริษัทจำกัด จำนวน 297,700 บริษัท และบริษัทที่จดทะเบียนเป็นบริษัทมหาชน จำนวน 863 บริษัท สามารถผ่านเกณฑ์การคัดเลือกประชากรข้างต้น ตามขั้นตอนในการคัดเลือกประชากรดังแสดงในตารางที่ 3.2 เป็นดังนี้

(1) จากบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด 298,563 บริษัท พิจารณาคัดเลือกบริษัทที่มีผลกำไรสุทธิเท่ากับหรือมากกว่า 30 ล้านบาท ซึ่งเป็นไปตามหลักเกณฑ์ของทางตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทย พบว่ามีบริษัทที่เข้าเกณฑ์เพียง 3,598 บริษัท แบ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนเป็นบริษัทจำกัดจำนวน 3,091 บริษัท และบริษัทที่จดทะเบียนเป็นบริษัทมหาชนจำนวน 507 บริษัท¹

(2) จากบริษัทจำกัดจำนวน 3,091 บริษัท ในข้อ (1) พิจารณาคัดบริษัทออกในส่วนที่ไม่เป็นตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ว่าในปีที่ 2 (ในปีที่ t-1) หรือ 3 ปีล่าสุด (ในปีที่ t, t-1 และ t-2) บริษัทต้องมีกำไรสุทธิรวมกันเท่ากับหรือมากกว่า 50 ล้านบาท รวมทั้งบริษัทที่มีงบการเงินไม่สมบูรณ์ตั้งแต่ปี 2543-2548 และบริษัทที่เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมทางการเงิน ซึ่งมีจำนวน 2,143 บริษัท ทำให้เหลือบริษัทจำกัดเพียง 948 บริษัท (จาก 3,091 บริษัท หักออก 2,143 บริษัท เหลือ 948 บริษัท)

(3) จากบริษัทมหาชนจำนวน 507 บริษัท ในข้อ (1) ประกอบด้วยบริษัทมหาชนที่เข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว 294 บริษัท และบริษัทมหาชนที่ยังไม่ได้เข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 213 บริษัท แต่ในจำนวนนี้มีบริษัทมหาชนที่เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมทางการเงิน (Financial sector) จำนวน 46 บริษัท ดังนั้นจึงพิจารณาคัดเลือกบริษัทที่เป็นอุตสาหกรรมทางการเงินออก ทำให้เหลือบริษัทมหาชนที่ยังไม่ได้เข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพียง 167 บริษัท (จาก 213 บริษัท หักออก 46 บริษัท เหลือ 167 บริษัท) ซึ่งผู้วิจัยตั้งข้อสมมติว่าบริษัทมหาชนเหล่านี้มีโอกาสและความน่าจะเป็นที่บริษัทอาจจะเข้าตลาดหลักทรัพย์ได้

(4) จากบริษัทมหาชนที่เข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว 294 บริษัท พิจารณารายบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนในช่วงปี 2543-2548 และคัดเลือกเฉพาะบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น และไม่รวมอุตสาหกรรมการเงินเหลือเพียง 95 บริษัท (จาก 294 บริษัท หักออก 199 บริษัท เหลือ 95 บริษัท) และนับรวมบริษัทมหาชนที่ยังไม่ได้เข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 167 บริษัท ทำให้มีประชากรในกลุ่มบริษัทมหาชนจำนวน 262 บริษัท (จาก 95 บริษัท รวมกับ 167 บริษัท เท่ากับ 262 บริษัท) ดังนั้นบริษัทที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้มีทั้งสิ้นจำนวน 1,210 บริษัท (จากบริษัทจำกัด 948 บริษัท รวมกับบริษัทมหาชน 262 บริษัท เท่ากับ 1,210 บริษัท) เพื่อใช้ในการคำนวณงานวิจัยข้อที่ 1

(5) จากประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ 1,210 บริษัท แบ่งออกเป็นบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ จำนวน 698 บริษัท และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ จำนวน 512 บริษัท

สรุปได้ว่าในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ขั้นตอนนี้ผู้วิจัยมีประชากรรวม 1,210 บริษัท

¹ บริษัทมหาชนที่จดทะเบียนกับกระทรวงพาณิชย์ประกอบด้วย 2 ส่วน คือ บริษัทที่เข้าตลาดหลักทรัพย์และบริษัทที่ยังไม่ได้เข้าตลาดหลักทรัพย์

ประเทศไทย พบว่ามีบริษัทที่เข้าเกณฑ์เพียง 3,598 บริษัท แบ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนเป็นบริษัทจำกัดจำนวน 3,091 บริษัท และบริษัทที่จดทะเบียนเป็นบริษัทมหาชนจำนวน 507 บริษัท¹

(2) จากบริษัทจำกัดจำนวน 3,091 บริษัท ในข้อ (1) พิจารณาตัดบริษัทออกในส่วนที่ไม่เป็นตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ว่าในปีที่ 2 (ในปีที่ t-1) หรือ 3 ปีล่าสุด (ในปีที่ t, t-1 และ t-2) บริษัทต้องมีกำไรสุทธิรวมกันเท่ากับหรือมากกว่า 50 ล้านบาท รวมทั้งบริษัทที่มีงบการเงินไม่สมบูรณ์ตั้งแต่ปี 2543-2548 และบริษัทที่เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมทางการเงิน ซึ่งมีจำนวน 2,143 บริษัท ทำให้เหลือบริษัทจำกัดเพียง 948 บริษัท (จาก 3,091 บริษัท หักออก 2,143 บริษัท เหลือ 948 บริษัท)

(3) จากบริษัทมหาชนจำนวน 507 บริษัท ในข้อ (1) ประกอบด้วยบริษัทมหาชนที่เข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว 294 บริษัท และบริษัทมหาชนที่ยังไม่ได้เข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 213 บริษัท แต่ในจำนวนนี้มีบริษัทมหาชนที่เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมทางการเงิน (Financial sector) จำนวน 46 บริษัท ดังนั้นจึงพิจารณาคัดเลือกบริษัทที่เป็นอุตสาหกรรมทางการเงินออก ทำให้เหลือบริษัทมหาชนที่ยังไม่ได้เข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพียง 167 บริษัท (จาก 213 บริษัท หักออก 46 บริษัท เหลือ 167 บริษัท) ซึ่งผู้วิจัยตั้งข้อสมมติว่าบริษัทมหาชนเหล่านี้มีโอกาสและความน่าจะเป็นที่บริษัทอาจจะเข้าตลาดหลักทรัพย์ได้

(4) จากบริษัทมหาชนที่เข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว 294 บริษัท พิจารณาบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนในช่วงปี 2543-2548 และคัดเลือกเฉพาะบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น และไม่รวมอุตสาหกรรมการเงินเหลือเพียง 95 บริษัท (จาก 294 บริษัท หักออก 199 บริษัท เหลือ 95 บริษัท) และนับรวมบริษัทมหาชนที่ยังไม่ได้เข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 167 บริษัท ทำให้มีประชากรในกลุ่มบริษัทมหาชนจำนวน 262 บริษัท (จาก 95 บริษัท รวมกับ 167 บริษัท เท่ากับ 262 บริษัท) ดังนั้นบริษัทที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้มีทั้งสิ้นจำนวน 1,210 บริษัท (จากบริษัทจำกัด 948 บริษัท รวมกับบริษัทมหาชน 262 บริษัท เท่ากับ 1,210 บริษัท) เพื่อใช้ในคำถามงานวิจัยข้อที่ 1

(5) จากประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ 1,210 บริษัท แบ่งออกเป็นบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ จำนวน 698 บริษัท และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ จำนวน 512 บริษัท

สรุปได้ว่าในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ขั้นตอนนี้ผู้วิจัยมีประชากรรวม 1,210 บริษัท

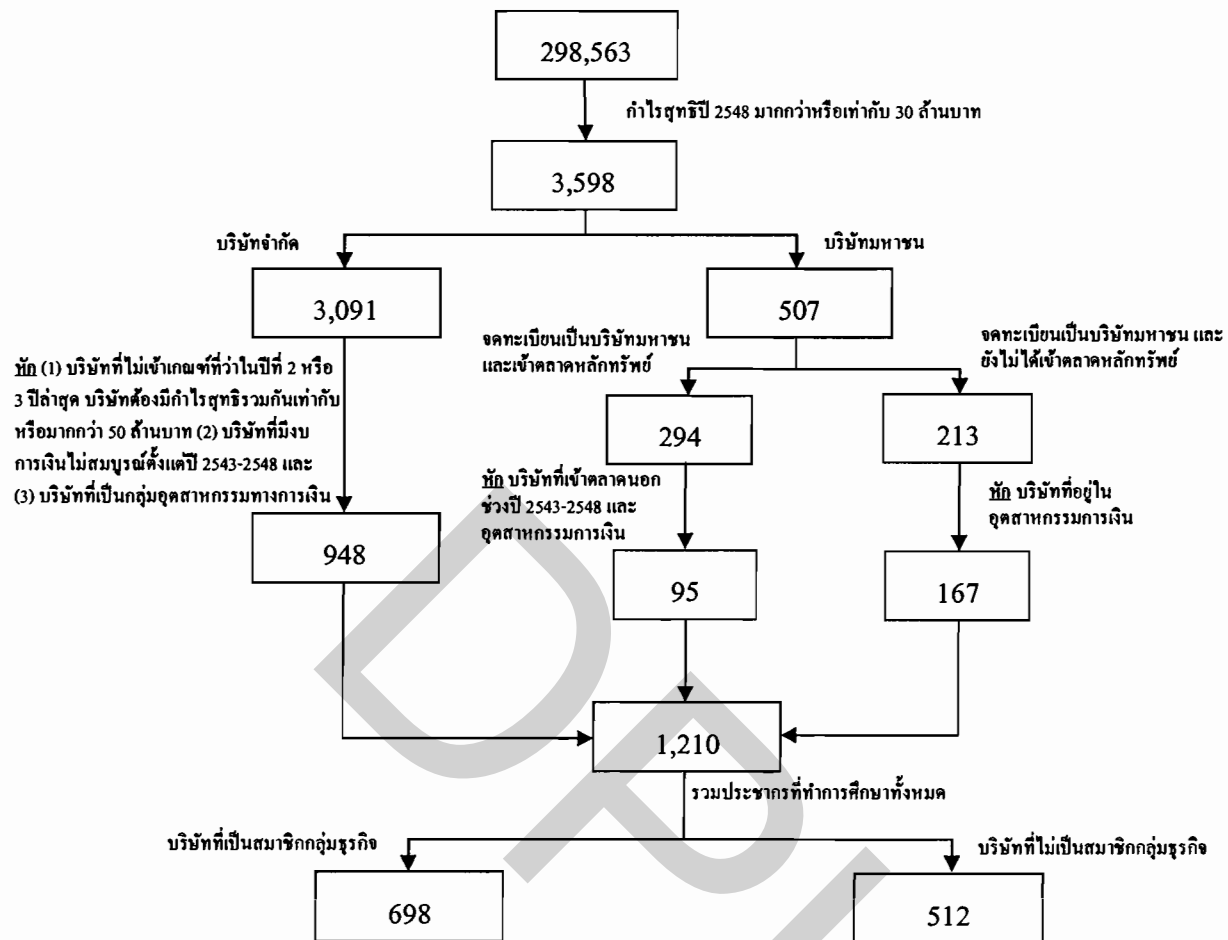
¹ บริษัทมหาชนที่จดทะเบียนกับกระทรวงพาณิชย์ประกอบด้วย 2 ส่วน คือ บริษัทที่เข้าตลาดหลักทรัพย์และบริษัทที่ยังไม่ได้เข้าตลาดหลักทรัพย์

3.1.4 วิธีการรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยใช้วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) เพื่อสนับสนุนการศึกษาให้มีความสมบูรณ์ โดยเก็บรวบรวมข้อมูลตั้งแต่ปี 2540-2548 จากกระทรวงพาณิชย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และหนังสือชี้ชวนของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. ฐานข้อมูลกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์ เป็นข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทในประเทศไทยทั้งหมดที่จดทะเบียนกับกระทรวงพาณิชย์ ทั้งบริษัทจำกัด และบริษัทมหาชน รวมทั้งข้อมูลทางการเงินในช่วงก่อนและหลังที่บริษัทเข้าสู่สาธารณชน

2. ฐานข้อมูล SET SMART และฐานข้อมูลออนไลน์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นข้อมูลเกี่ยวกับรายชื่อบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนในช่วงปีที่ทำการศึกษา (2543-2548) ข้อมูลที่เกี่ยวกับสถิติของตลาด รวมถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับหลักเกณฑ์ในการเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์หลังจากที่ได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ แล้ว



ภาพที่ 3.1 ขั้นตอนการคัดเลือกประชากร

ที่มา: รวบรวมโดยผู้วิจัย

ตารางที่ 3.2 การคัดเลือกประชากรสำหรับคำถามงานวิจัยข้อที่ 1

	จำนวนบริษัท
บริษัทเข้าจดทะเบียนกับกระทรวงพาณิชย์ทั้งหมดถึงปี 2548 จำนวน 298,563 บริษัท แบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ (1) บริษัทที่จดทะเบียนเป็นบริษัทจำกัด จำนวน 297,700 บริษัท และ (2) บริษัทที่จดทะเบียนเป็นบริษัทมหาชน จำนวน 863 บริษัท	
คัดเลือกบริษัทตามเกณฑ์ที่ว่าบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ต้องมีกำไรสุทธิในปี 2548 เท่ากับหรือมากกว่า 30 ล้านบาท มีจำนวน 3,598 บริษัท	3,598
ส่วนที่ 1 พิจารณาประชากรที่จดทะเบียนเป็นบริษัทจำกัด	
หัก บริษัทมหาชนทั้งหมด (มีทั้งเข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและไม่ได้เข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) จำนวน 507 บริษัท ทำให้เหลือ 3,091 บริษัท (จาก 3,598 บริษัท หักออก 507 บริษัท เหลือ 3,091 บริษัท)	3,091
หัก (1) บริษัทที่ไม่เข้าเกณฑ์ที่ว่าในปีที่ 2 หรือ 3 ปีล่าสุด บริษัทต้องมีกำไรสุทธิรวมกันเท่ากับหรือมากกว่า 50 ล้านบาท (2) บริษัทที่มีงบการเงินไม่สมบูรณ์ตั้งแต่ปี 2543-2548 และ (3) บริษัทที่เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมทางการเงิน รวมจำนวน 2,143 บริษัท ทำให้เหลือเพียง 948 บริษัท (จาก 3,091 บริษัท หักออก 2,143 บริษัท เหลือ 948 บริษัท)	948
ส่วนที่ 2 พิจารณาประชากรที่จดทะเบียนเป็นบริษัทมหาชน	
คัดเลือกบริษัทมหาชน (มีทั้งเข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและไม่ได้เข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) มีจำนวน 507 บริษัท	507
แบ่งเป็น (1) บริษัทมหาชนที่เข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว 294 บริษัท	
(2) บริษัทมหาชนที่ยังไม่เข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 213 บริษัท	
หัก บริษัทมหาชนที่ยังไม่เข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน จำนวน 46 บริษัท ทำให้เหลือเพียง 167 บริษัท (จาก 213 บริษัท หักออก 46 บริษัท เหลือ 167 บริษัท)	167
บวก บริษัทมหาชนที่เข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงที่ทำการศึกษา (ปี 2543-2548) และไม่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน จำนวน 95 บริษัท (จาก 294 บริษัท หักออก 199 บริษัท เท่ากับ 95 บริษัท) และบริษัทมหาชนที่ยังไม่เข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 167 บริษัท รวมเป็น 262 บริษัท (จาก 95 บริษัท รวมกับ 167 บริษัท เท่ากับ 262 บริษัท)	262
สรุป คำถามงานวิจัยข้อที่ 1 มีจำนวนประชากรทั้งหมด 1,210 บริษัท	1,210
(ส่วนที่ 1 จำนวน 948 บริษัท และส่วนที่ 2 จำนวน 262 บริษัท) โดยบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีจำนวน 698 บริษัท และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ 512 บริษัท	

3. เว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เป็นข้อมูลเกี่ยวกับขั้นตอนและกระบวนการในการขออนุญาตเข้าสู่สาธารณชน รวมถึงคุณสมบัติของบริษัทที่จะเข้าสู่สาธารณชน

4. หนังสือชี้ชวนของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน เป็นข้อมูลทางการเงินในช่วงก่อนที่บริษัทเข้าสู่สาธารณชน รวมถึงลักษณะของธุรกิจบริษัท และสัดส่วนของการถือหุ้นของบริษัท

5. หนังสือ Thai Business Groups 2001: A Unique Guide to Who Owns What เป็นข้อมูลรายชื่อบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกของไทย

6. ฐานข้อมูลออนไลน์ของมหาวิทยาลัย เป็นข้อมูลเกี่ยวกับงานวิจัยต่างๆ ที่ใช้ประกอบในการทบทวนวรรณกรรมสำหรับการวิจัยครั้งนี้

หลังจากที่ได้มีการจัดเก็บข้อมูลจากแหล่งต่างๆ เสร็จสิ้นแล้ว ผู้วิจัยได้ทำการตรวจสอบความถูกต้องและความครบถ้วนของข้อมูล ซึ่งหากข้อมูลปีใดไม่ครบถ้วนตามแบบจำลอง หรือไม่ปฏิบัติตามเกณฑ์ที่ได้กำหนดไว้ และไม่สามารถนำมาทำการทดสอบได้ ผู้วิจัยได้ทำการตัดข้อมูลนั้นออก เพื่อให้การวิเคราะห์มีความถูกต้อง และไม่เอนเอียง (Unbiased)

ทั้งนี้ผู้วิจัยมีขั้นตอนในการเก็บข้อมูลของตัวแปรในแบบจำลองโพธิท ดังนี้

1. ประชากรที่สามารถเข้าสู่สาธารณชนได้ในช่วงปี 2543-2548 รวมจำนวน 6 ปี มีจำนวน 1,210 บริษัท ดังนั้นจึงมีค่าสังเกต (Observations) ทั้งหมด 7,260 ค่าสังเกต

2. พิจารณาข้อมูลของตัวแปรต่างๆ ที่อยู่ในแบบจำลองโพธิท ที่สำคัญ ได้แก่ ตัวแปรที่แสดงคุณลักษณะทางการเงินและลักษณะของกลุ่มธุรกิจ ได้แก่ ขนาดของบริษัท อายุของบริษัท การเติบโตโดยยอดขายของบริษัท ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท สัดส่วนหนี้สินของบริษัท กระแสเงินสดของบริษัท ซึ่งผู้วิจัยสามารถเก็บข้อมูลได้จากกระทรวงพาณิชย์ และฐานข้อมูล SET SMART ในขณะที่ตัวแปรกลุ่มธุรกิจนั้น ในการเก็บข้อมูลผู้วิจัยได้ใช้ข้อมูลจากหนังสือ Thai Business Groups 2001 : A Unique Guide to Who Owns What สำหรับการพิจารณาบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกของประเทศไทย โดยใช้เกณฑ์การพิจารณาจากสัดส่วนของผู้ถือหุ้นใหญ่สุดในธุรกิจที่มีการควบคุมของครอบครัวเช่นเดียวกับการศึกษาของ Classens et al. (2002) จึงมีผลทำให้ประชากร 1,210 บริษัท แบ่งออกเป็นบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ จำนวน 698 บริษัท และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ จำนวน 512 บริษัท

3. หลังจากได้ข้อมูลตามตัวแปรในแบบจำลองครบ ผู้วิจัยพิจารณาเห็นว่าข้อมูลบางค่าสังเกตมีค่าผิดปกติ (Outlier) ซึ่งจะทำให้การวิเคราะห์ข้อมูลมีความเอนเอียง โดยได้พิจารณาจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) และทำการคัดเลือกค่าผิดปกติออกไป ซึ่งข้อมูลทั้งหมดที่มีค่าเกิน $\pm 3SD$ ให้ถือเป็นค่าผิดปกติ และทำการตัดค่าเหล่านั้นทิ้งไป เพื่อให้มีการกระจายเป็นแบบปกติ

ดังนั้นผู้วิจัยจึงทำการตัดข้อมูลในส่วนที่เกิดค่าผิดปกติออกไปจำนวน 2,033 ค่าสังเกต ทำให้สุดท้ายแล้วเหลือค่าสังเกตทั้งหมด 5,227 ค่าสังเกต เพื่อใช้สำหรับการวิเคราะห์ผลในการตอบคำถามงานวิจัยต่อไป (จาก 7,260 ค่าสังเกต หักออก 2,033 ค่าสังเกต เหลือ 5,227 ค่าสังเกต)

3.1.5 การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาปัจจัยด้านกลุ่มธุรกิจและปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยครั้งนี้ผู้วิจัยได้แบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้

3.1.5.1 สถิติเชิงพรรณนา

สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นการวิเคราะห์โดยใช้ตารางควบคู่กับการใช้ค่าทางสถิติอย่างง่าย เช่น ความถี่และร้อยละ (Frequency and Percentage) ค่าต่ำสุดและค่าสูงสุด (Minimum and Maximum) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) เพื่อให้ทราบถึงลักษณะต่างๆ ทั่วไปของบริษัทตัวอย่าง ได้แก่ ขนาด อายุ และข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่มีโอกาสเข้าสู่สาธารณชน และบริษัทที่เลือกเข้าสู่สาธารณชน รวมทั้งข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับตัวแปรแต่ละตัวที่จะนำไปใช้ในการวิเคราะห์ขั้นต่อไป

3.1.5.2 การวิเคราะห์เชิงปริมาณ

การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) เป็นการวิเคราะห์โดยใช้เครื่องมือทางสถิติ ในการวิเคราะห์เชิงปริมาณนั้นเพื่อให้ตอบคำถามงานวิจัยได้อย่างละเอียดและครบถ้วนในส่วนของการวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ซึ่งข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ครั้งนี้ตัวแปรตามมีค่าเพียง 0 หมายถึงบริษัทไม่เลือกที่จะเข้าสู่สาธารณชน และ 1 หมายถึงบริษัทเลือกที่จะเข้าสู่สาธารณชน โดยที่แบบจำลองโพรบิตและโลจิตเป็นเครื่องมือใช้สำหรับกรณีที่ตัวแปรตามมีลักษณะเป็นตัวแปรทางเลือก (Qualitative Choice) ได้เหมาะสมมากกว่าวิธีกำลังสองน้อยที่สุด และจากการทดสอบข้อมูลสำหรับในคำถามงานวิจัยข้อที่ 1 พบว่าต้องประมาณค่าการกระจายสะสมแบบปกติที่มีคุณสมบัติไม่เป็นเส้นตรงด้วยแบบจำลองโพรบิตที่มีความเหมาะสมกว่าการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยปกติ เนื่องจากแบบจำลองโพรบิตใช้วิธีการหาค่าความน่าจะเป็นสูงสุด (Maximum Likelihood) ซึ่งในการคำนวณจะใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติเพื่อตอบคำถามงานวิจัยในข้อที่ 1

3.2 คำถามงานวิจัยข้อที่ 2 ก่อนและหลังการเข้าสู่สาธารณชน บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีผลการดำเนินงานทางการเงินแตกต่างกันหรือไม่

3.2.1 แบบจำลองในการวิจัย

โดยการวิจัยครั้งนี้จะเน้นในด้านการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทภายหลังจากเข้าสู่สาธารณชน ซึ่งพิจารณาจากการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน ทั้ง 4 ด้าน ได้แก่ อัตราส่วนสภาพคล่องทางการเงิน อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการทำงาน และอัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน (เริงรัก, 2544) ทั้งก่อนเข้าสู่สาธารณชน 3 ปี และหลังเข้าสู่สาธารณชนแล้ว 3 ปี ดังนี้

1. อัตราส่วนสภาพคล่องทางการเงิน

เป็นการพิจารณาทางด้านสินทรัพย์ที่มีการซื้อขายในตลาด และสามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้เร็วที่ราคาตลาดในขณะนั้น (Going market price) และสถานะสภาพคล่อง (Liquidity position) ของบริษัท รวมทั้งการจัดการสินทรัพย์ต่างๆ ที่มีอยู่ว่าเหมาะสมหรือไม่ โดยพิจารณาอัตราส่วน 6 ด้าน ดังนี้

1.1 อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนหรืออัตราส่วนสภาพคล่อง (Current Ratio) เท่ากับ สินทรัพย์หมุนเวียน (Current Assets) หารด้วยหนี้สินหมุนเวียน (Current Liabilities)

$$\text{อัตราส่วนสภาพคล่อง} = \frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

1.2 อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว (Quick Ratio or Acid Test Ratio) เท่ากับ (สินทรัพย์หมุนเวียนลบสินค้าคงเหลือ) หารด้วยหนี้สินหมุนเวียน

$$\text{อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว} = \frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน} - \text{สินค้าคงเหลือ}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

1.3 อัตราส่วนหมุนเวียนของลูกหนี้ (Account Receivable Turnover) (ครั้งหรือรอบ) เท่ากับขายเชื่อสุทธิหรือยอดขายรวม หารด้วยลูกหนี้ถัวเฉลี่ย โดยที่ลูกหนี้ถัวเฉลี่ยเท่ากับ ลูกหนี้ต้นงวดบวกลูกหนี้ปลายงวดหารด้วย 2

$$\text{อัตราส่วนหมุนเวียนของลูกหนี้} = \frac{\text{ขายเชื่อสุทธิ หรือยอดขายรวม}}{\text{ลูกหนี้ถัวเฉลี่ย}}$$

โดยที่

$$\text{ลูกหนี้ถัวเฉลี่ย} = \frac{\text{ลูกหนี้ต้นงวด} + \text{ลูกหนี้ปลายงวด}}{2}$$

1.4 ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย (Average Collection Period) (วัน) เท่ากับ 365 วัน หาคด้วยอัตราหมุนเวียนของลูกหนี้

$$\text{ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย} = \frac{365}{\text{อัตราหมุนเวียนของลูกหนี้}}$$

1.5 อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (Inventory Turnover) เท่ากับต้นทุนสินค้าขาย (Cost of Goods Sold) หาคด้วยสินค้าคงเหลือเฉลี่ย (Average Inventory) โดยที่สินค้าคงเหลือเฉลี่ยเท่ากับสินค้าต้นงวดบวกสินค้าปลายงวดหารด้วย 2

$$\text{อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ} = \frac{\text{ต้นทุนสินค้าขาย}}{\text{สินค้าคงเหลือเฉลี่ย}}$$

โดยที่

$$\text{สินค้าคงเหลือเฉลี่ย} = \frac{\text{สินค้าต้นงวด} + \text{สินค้าปลายงวด}}{2}$$

1.6 ระยะเวลาในการจำหน่าย (ขาย) สินค้า (วัน) เฉลี่ย (Average Days Sale) เท่ากับ 365 (วัน) หาคด้วยอัตราหมุนเวียนของสินค้า

$$\text{ระยะเวลาในการขายสินค้าเฉลี่ย} = \frac{365}{\text{อัตราหมุนเวียนของสินค้า}}$$

2. อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร

เป็นการพิจารณาถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท โดยพิจารณาอัตราส่วน 3 ด้าน ดังนี้

2.1 อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin) (ร้อยละ) เท่ากับขายสุทธิหักด้วยต้นทุนขาย หาคด้วยขายสุทธิ หรือกำไรขั้นต้น (Gross Profit) หาคด้วยขายสุทธิ

$$\text{อัตรากำไรขั้นต้น} = \frac{\text{ขายสุทธิ} - \text{ต้นทุนขาย}}{\text{ขายสุทธิ}}$$

2.2 อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) (ร้อยละ) เท่ากับกำไรสุทธิ (Net Profit) หาคด้วยขายสุทธิ

$$\text{อัตรากำไรสุทธิ} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ขายสุทธิ}}$$

2.3 อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Return On Equity or ROE) (ร้อยละ) เท่ากับกำไรสุทธิหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity)

$$\text{อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

3. อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการทำงาน

เป็นการพิจารณาประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ว่าบริษัทมีการจัดการสินทรัพย์ต่างๆ มีประสิทธิภาพอย่างไร และมีความเหมาะสมหรือไม่เมื่อเทียบกับยอดขาย โดยพิจารณาอัตราส่วน 3 ด้าน ดังนี้

3.1 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return On Assets: ROA) (ร้อยละ) เท่ากับกำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม (Total Assets)

$$\text{อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

3.2 อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Turnover) (ครั้ง) เท่ากับขายสุทธิหารด้วยสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset)

$$\text{อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์ถาวร} = \frac{\text{ขายสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์ถาวร}}$$

3.3 อัตราหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (Total Assets Turnover) (ครั้งหรือเท่า) เท่ากับขายสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม

$$\text{อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม} = \frac{\text{ขายสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

4. อัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน

เป็นการพิจารณาว่าบริษัทมีการก่อหนี้อย่างไร และประเมินความสามารถของบริษัทในการชำระดอกเบี้ย โดยพิจารณาอัตราส่วน 2 ด้าน ดังนี้

4.1 อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt/Equity Ratio) (เท่า) เท่ากับหนี้สินรวม (Total Debt) หารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity)

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

4.2 อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (Interest Coverage) (เท่า) เท่ากับ
กำไรสุทธิ บวกภาษีเงินได้ (Tax) หักดอกเบี้ยจ่าย (Interest) หารด้วยดอกเบี้ยจ่าย

$$\text{อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย} = \frac{\text{กำไรสุทธิ} + \text{ภาษีเงินได้} - \text{ดอกเบี้ยจ่าย}}{\text{ดอกเบี้ยจ่าย}}$$

หลังจากนั้นผู้วิจัยใช้วิธีการประมาณการกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square: OLS) ในการวิเคราะห์ความแตกต่าง (Difference in Difference) เนื่องจากเป็นการวิเคราะห์กลุ่มตัวอย่างสองกลุ่มระหว่างบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ในสองช่วงเวลาที่แตกต่างกัน ได้แก่ ก่อนเข้าสู่สาธารณชนและหลังเข้าสู่สาธารณชนเพื่อผลลัพธ์ที่ได้ในเรื่องผลการดำเนินงาน ซึ่งในการศึกษาค้นคว้านี้ได้ควบคุมผลกระทบของอุตสาหกรรมและปีด้วย ทั้งนี้ในการวิเคราะห์ความแตกต่างนั้นจะประกอบไปด้วยการแบ่งกลุ่มเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มควบคุม (Control group) และกลุ่มที่ไม่ควบคุมหรือมีการให้ Treatment (Treatment group) ในการศึกษาค้นคว้านี้กลุ่มควบคุม คือ บริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ มีค่าเท่ากับ 0 และกลุ่มที่ไม่ควบคุม คือ บริษัทที่เป็นสมาชิกของกลุ่มธุรกิจ มีค่าเท่ากับ 1 และเปรียบเทียบในช่วงระยะเวลาก่อนเข้าสู่สาธารณชนและหลังเข้าสู่สาธารณชน โดยกำหนดให้ก่อนบริษัทเข้าสู่สาธารณชน มีค่าเท่ากับ 0 และหลังบริษัทเข้าสู่สาธารณชน มีค่าเท่ากับ 1

ทั้งนี้หลังจากที่ประมาณค่าจากสมการ โดยวิธีการประมาณการกำลังสองน้อยที่สุดแล้ว พิจารณาความแตกต่างผลการดำเนินงานระหว่างบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ทั้งในช่วงเวลาก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชน โดยการวิเคราะห์ความแตกต่างดังนี้

$$\text{DID estimator} = [E(y|BG_{i,t} = 1, \text{Period}_{i,t} = 1) - E(y|BG_{i,t} = 0, \text{Period}_{i,t} = 1)] - [E(y|BG_{i,t} = 1, \text{Period}_{i,t} = 0) - E(y|BG_{i,t} = 0, \text{Period}_{i,t} = 0)]$$

โดยที่

DID estimator	=	ตัวประมาณการความแตกต่าง
$BG_{i,t}$	=	1 เป็นบริษัทในประเทศไทยที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ 0 เป็นบริษัทในประเทศไทยที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ
$\text{Period}_{i,t}$	=	1 เป็นช่วงระยะเวลาหลังเข้าสู่สาธารณชน 0 เป็นช่วงระยะเวลาก่อนเข้าสู่สาธารณชน
i	=	เป็นบริษัทที่ i
t	=	เป็นเวลาที่ t ในช่วงปี 2540-2551

3.2.2 สมมติฐานการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาในบทที่ 2 ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานสำหรับการวิจัย ซึ่งให้มีความสอดคล้องกับคำถามและวัตถุประสงค์ของการวิจัยในบทที่ 1 เพื่อใช้ในการตอบคำถามงานวิจัยข้อที่ 2 ดังนี้

สมมติฐานที่ 8 : ก่อนและหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนผลการดำเนินงานทางด้านการเงินของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

3.2.3 การกำหนดประชากรและตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาสำหรับคำถามงานวิจัยข้อที่ 2 คือ บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนทั้งหมดในช่วงปี 2543-2548 รวมจำนวน 6 ปี จำนวน 171 บริษัท โดยมีขั้นตอนในการคัดเลือกประชากรดังแสดงในตารางที่ 3.3 และ 3.4 ดังนี้

1. จำนวนบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีทั้งหมด 171 บริษัท แบ่งเป็นบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 128 บริษัท และบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 43 บริษัท ทั้งนี้ผู้วิจัยต้องการศึกษาเฉพาะบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น เนื่องจากบริษัทที่เข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีขนาดใหญ่ และมีข้อมูลเพียงพอต่อการศึกษาในครั้งนี้ ในขณะที่บริษัทที่เข้าตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่มีขนาดเล็ก และข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีจำกัด ดังนั้นจะเหลือบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพียง 128 บริษัทเท่านั้น (จาก 171 บริษัท หักออก 43 บริษัท เหลือ 128 บริษัท)

2. จาก 8 อุตสาหกรรมตามการแบ่งกลุ่มของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ การเงิน เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุปโภคบริโภค วัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ทรัพยากร บริการ และเทคโนโลยี ผู้วิจัยได้ตัดบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน ได้แก่ กลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิตออกจากการศึกษาครั้งนี้ จำนวน 28 บริษัท เนื่องจากบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินมีงบการเงินที่แตกต่างจากบริษัทในอุตสาหกรรมต่างๆ ไป อาจจะทำให้การวิจัยมีความคลาดเคลื่อนได้ รวมทั้งตัดบริษัทที่ได้มีการควบรวมในช่วงหลังจากเข้าสู่สาธารณชนแล้วออกจำนวน 5 บริษัท เพราะจะทำให้ข้อมูลงบการเงินขาดหายไป เนื่องจากในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยทำการศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานในช่วงก่อนเข้าสู่สาธารณชน 3 ปี และช่วงหลังเข้าสู่สาธารณชนแล้ว 3 ปี สำหรับบริษัทที่คัดออกไปตามเหตุผลข้างต้นมีจำนวน 33 บริษัท ดังนั้นจะเหลือบริษัทที่ใช้ในการศึกษาสำหรับคำถามงานวิจัยข้อที่ 2 นี้มีจำนวน 95 บริษัท (จาก 128 บริษัท หักออก 33 บริษัท เหลือ 95 บริษัท)

ตารางที่ 3.3 การคัดเลือกประชากรสำหรับคำถามงานวิจัยข้อที่ 2 และ 3

การคัดเลือกประชากร	จำนวนบริษัทจดทะเบียน
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ	171
หัก บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ	(43)
หัก บริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน และบริษัทที่ควบรวม	(33)
เหลือ บริษัทจดทะเบียนที่เป็นประชากร	95
สรุป คำถามงานวิจัยข้อที่ 2 มีจำนวนประชากรทั้งหมด 95 บริษัท	

ตารางที่ 3.4 ประชากรที่คัดเลือกแล้วสำหรับคำถามงานวิจัยข้อที่ 2 และ 3 จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี 2543-2548

อุตสาหกรรม	จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ประชากรบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งหมด (หลังหักควบรวม 5 บริษัทแล้ว)	123
การเงิน (หักออก)	(28)
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	4
สินค้าอุปโภคบริโภค	3
วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม	14
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	31
ทรัพยากร	9
บริการ	17
เทคโนโลยี	17
เหลือจำนวนประชากร	95

3.2.4 วิธีการรวบรวมข้อมูล

ในหัวข้อนี้อธิบายให้ทราบถึงวิธีการรวบรวมข้อมูลเพื่อใช้ในการวิจัยข้อที่ 2 ซึ่งผู้วิจัยใช้วิธีเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ เพื่อสนับสนุนการศึกษาให้มีความสมบูรณ์ โดยได้เก็บรวบรวมข้อมูลตั้งแต่ปี 2540-2551 จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และข้อมูลจากฐานข้อมูล SET SMART โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. เว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นข้อมูลเกี่ยวกับรายชื่อบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนในช่วงปีที่ทำการศึกษา (2543-2548) ข้อมูลที่เกี่ยวกับสถิติของตลาด
2. ฐานข้อมูล SET SMART เป็นข้อมูลทางการเงินในช่วงหลังจากที่บริษัทเข้าสู่สาธารณชนแล้ว 3 ปี
3. หนังสือชี้ชวนของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน เป็นข้อมูลทางการเงินในช่วงก่อนที่บริษัทเข้าสู่สาธารณชน 3 ปี

หลังจากที่ได้มีการจัดเก็บข้อมูลจากแหล่งต่างๆ เป็นที่เรียบร้อยแล้ว ผู้วิจัยได้ทำการตรวจสอบความถูกต้องและความครบถ้วนของข้อมูล ซึ่งหากข้อมูลปีใดไม่ครบถ้วนตามแบบจำลองหรือไม่เป็นไปตามเกณฑ์ที่ได้กำหนดไว้ และไม่สามารถนำข้อมูลนั้นมาทำการทดสอบได้ ผู้วิจัยได้ทำการตัดข้อมูลนั้นออก เพื่อให้การวิเคราะห์มีความถูกต้องและไม่เอนเอียง

ทั้งนี้ผู้วิจัยมีขั้นตอนในการเก็บข้อมูลของตัวแปรในแบบจำลองงานวิจัยข้อที่ 2 เป็นดังนี้

1. การเก็บข้อมูลในส่วนการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจทั้งก่อนเข้าสู่สาธารณชน 3 ปี และหลังเข้าสู่สาธารณชนแล้ว 3 ปี ดังนี้

1.1 ประชากรที่เข้าสู่สาธารณชนในช่วงปี 2543-2548 และอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีทั้งหมด 95 บริษัท ดังนั้นจึงมีค่าสังเกต ทั้งหมด 665 ค่าสังเกต ซึ่งผู้วิจัยได้ทำการตัดส่วนที่เป็นข้อมูลในปีที่มีการเข้าสู่สาธารณชนออกไป จำนวน 95 ค่าสังเกต เนื่องจากผู้วิจัยต้องการทำการศึกษาผลการดำเนินงานทางการเงินในช่วงก่อนเข้าสู่สาธารณชน 3 ปีและหลังเข้าสู่สาธารณชน 3 ปีเท่านั้น ดังนั้นทำให้เหลือค่าสังเกตจำนวน 570 ค่าสังเกต (จาก 665 ค่าสังเกต หักออก 95 ค่าสังเกต เหลือ 570 ค่าสังเกต)

1.2 ต่อจากนั้นพิจารณาข้อมูลของตัวแปรผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทในประเทศไทยที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน โดยพิจารณาจากการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินทั้ง 4 ด้าน ได้แก่ อัตราส่วนสภาพคล่องทางการเงิน อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการทำงาน และอัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน ซึ่งพบว่าข้อมูลบางค่า

สังเกตมีค่าผิดปกติ จะทำให้การวิเคราะห์ข้อมูลมีความเอนเอียง โดยได้พิจารณาจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) ซึ่งข้อมูลทั้งหมดที่มีค่าเกิน $\pm 3SD$ ให้ถือเป็นค่าผิดปกติ เพื่อให้มีการกระจายเป็นแบบปกติ ดังนั้นผู้วิจัยจึงทำการตัดข้อมูลในส่วนที่เกิดค่าผิดปกติออกไปจำนวน 186 ค่าสังเกต ทำให้สุดท้ายแล้วเหลือค่าสังเกตทั้งหมด 479 ค่าสังเกต เพื่อใช้สำหรับการวิเคราะห์ผลในการตอบคำถามงานวิจัยต่อไป (จาก 570 ค่าสังเกต หักออก 186 ค่าสังเกต เหลือ 479 ค่าสังเกต)

3.2.5 การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้เพื่อตอบคำถามงานวิจัยข้อที่ 2 เกี่ยวกับการศึกษาผลการดำเนินงานก่อนและหลังการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ผู้วิจัยได้แบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้

3.2.5.1 สถิติเชิงพรรณนา

สถิติเชิงพรรณนาเป็นการวิเคราะห์โดยใช้ตารางควบคู่กับการใช้ค่าทางสถิติอย่างง่าย เช่นเดียวกับคำถามงานวิจัยข้อที่ 1 เพื่อให้ทราบถึงลักษณะต่างๆ ไปของตัวแปรแต่ละตัวที่จะนำไปใช้ในการวิเคราะห์ขั้นต่อไปทางด้านการเงินของกลุ่มตัวอย่างที่เข้าสู่สาธารณชน

3.2.5.2 การวิเคราะห์เชิงปริมาณ

การวิเคราะห์เชิงปริมาณในการศึกษาครั้งนี้เป็นการพิจารณาผลการดำเนินการด้วยวิธีการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินทั้ง 4 ด้าน ได้แก่ อัตราส่วนสภาพคล่องทางการเงิน อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการทำงาน และอัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน ทั้งนี้ผู้วิจัยทำการศึกษาผลการดำเนินงานทางด้านการเงินของการเข้าสู่สาธารณชน คือ ก่อนเข้าสู่สาธารณชน 3 ปี และหลังเข้าสู่สาธารณชน 3 ปี โดยที่ผู้วิจัยใช้วิธีการวิเคราะห์ความแตกต่าง ซึ่งเป็นการศึกษาความแตกต่างทางด้านผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจในช่วงก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชน สำหรับก่อนการวิเคราะห์ข้อมูลผู้วิจัยได้ทำการตรวจสอบความแปรปรวนของข้อมูลทั้ง 2 กลุ่ม เพื่อให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ทางสถิติ และนำไปใช้ในขั้นตอนวิเคราะห์ต่อไป ในการคำนวณจะใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ เพื่อตอบคำถามงานวิจัยในข้อที่ 2 ทั้งนี้การวิเคราะห์ด้วยเครื่องมือทางสถิติในการทดสอบสมมติฐานผู้วิจัยได้กำหนดให้ระดับนัยสำคัญที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 หรือระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 99, 95 และ 90 เป็นระดับที่ยอมรับสมมติฐานในการวิจัยครั้งนี้

3.3 คำถามงานวิจัยข้อที่ 3 หลังจากเข้าสู่สาธารณชนบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีพฤติกรรมทางการเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนแตกต่างกันหรือไม่

3.3.1 แบบจำลองในการวิจัย

ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยได้สร้างแบบจำลองการลงทุนจากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องของนักวิชาการต่างประเทศ (Fazzari et al., 1988; Kadapakkam et al., 1998; Hoshi et al., 1991; Shin & Park, 1999; Kato et al., 2002 และ George et al., 2011) เพื่อพัฒนาแบบจำลองสำหรับตอบคำถามงานวิจัยข้อที่ 3 ดังนี้

สำหรับแบบจำลองที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นแบบจำลองสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Model) ซึ่งเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระหรือตัวแปรต้นที่ทำหน้าที่พยากรณ์ตั้งแต่ 2 ตัวขึ้นไป กับตัวแปรตาม 1 ตัว ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด โดยตามสมมติฐานของกำลังสองน้อยที่สุดต้องทำการทดสอบเพื่อให้เป็นไปตามสมมติฐานตามหลัก Classical Model หรือเงื่อนไขการวิเคราะห์ถดถอยเบื้องต้น (Underlying Assumptions) มีข้อกำหนดในการวิเคราะห์ไว้ดังนี้ (Studenmund, 2001)

1. ข้อมูลต้องมีการกระจายแบบปกติ (Normality)
2. ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรในสมการอยู่ในรูปเส้นตรง (Linearity)
3. ค่าความคลาดเคลื่อน (error term: e) มีค่าเฉลี่ยประชากรเป็นศูนย์ เนื่องจากการประมาณค่าด้วยสมการถดถอยจะอยู่ในรูปแบบของสมการเชิงเส้นตรง
4. ค่าความคลาดเคลื่อน มีค่าความแปรปรวนคงที่ (Homoscedasticity) ซึ่งถ้าหากค่าความคลาดเคลื่อนมีความแปรปรวนไม่คงที่ จะเรียกว่า เกิดปัญหา Heteroscedasticity โดยต้องทำการทดสอบเงื่อนไขนี้ ซึ่งหากค่าความน่าจะเป็นที่ได้มากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 แสดงว่าไม่มีปัญหา Heteroscedasticity
5. ไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างตัวคลาดเคลื่อน ในแต่ละช่วงเวลา (No Autocorrelation) ซึ่งถ้าหากค่าความคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์ระหว่างตัวคลาดเคลื่อนด้วยกัน จะเรียกว่า เกิดปัญหา Autocorrelation โดยต้องทำการทดสอบเงื่อนไขนี้ ซึ่งหากค่าความน่าจะเป็นที่ได้มากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 แสดงว่าไม่มีปัญหา Autocorrelation
6. ตัวแปรอิสระจะต้องไม่สัมพันธ์กับตัวค่าความคลาดเคลื่อน
7. ตัวแปรอิสระจะต้องไม่มีความสัมพันธ์กันเองเชิงเส้นตรงโดยสมบูรณ์ (No Perfect Multicollinearity) หากทดสอบ Correlation เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระทั้งหมด และพบว่ามีความต่ำกว่า 0.8 แสดงว่าไม่มีปัญหา Multicollinearity
8. ค่าความคลาดเคลื่อน มีการกระจายตัวแบบปกติ (Normal distribution)

ทั้งนี้ก่อนการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยพหุคูณ ผู้วิจัยจึงต้องทำการทดสอบสมมติฐานให้เป็นไปตามหลัก Classical Model หรือเงื่อนไขการวิเคราะห์ถดถอยเบื้องต้น โดยเฉพาะข้อที่ 4, 5 และ 7 จึงจะสามารถนำข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้ไปทำการวิเคราะห์ด้วยโปรแกรมทางสถิติต่อไป ซึ่งในการวิเคราะห์แบบจำลองแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนที่ 1 การลงทุนรวม 3 ปี วิเคราะห์ด้วยข้อมูลที่เป็น panel data และส่วนที่ 2 การลงทุนเป็นรายปี ได้แก่ ปีที่ 1 ปีที่ 2 และปีที่ 3 วิเคราะห์ด้วยข้อมูลเป็นภาคตัดขวาง (Cross-Sectional data)

โดยที่แบบจำลองในการวิจัยพฤติกรรมกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนเป็นดังนี้

$$\frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{Cash\ flow_{i,t}}{K_{i,t-1}} + \alpha_2 Q_{i,t-1} + \alpha_3 \frac{Sales_{i,t-1}}{K_{i,t-1}} + \alpha_4 Business\ Group_{i,t} + \alpha_5 (Business\ group * Cash\ flow)_{i,t} + \alpha_6 Industry_{i,t} + \alpha_7 Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

โดยที่

$I_{i,t}$	= การลงทุนของบริษัท (ล้านบาท)
$K_{i,t-1}$	= สินทรัพย์ถาวรในปีที่ผ่านมา (ล้านบาท)
$Cash\ flow_{i,t}$	= กระแสเงินสดของบริษัท (ล้านบาท)
$Q_{i,t-1}$	= โอกาสในการลงทุน (Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา) (เท่า)
$Sales_{i,t-1}$	= ยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา (ล้านบาท)
$Business\ Group_{i,t}$	= กลุ่มธุรกิจ (ตัวแปรหุ่น)
$(Business\ Group * Cash\ flow)_{i,t}$	= Interaction ตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจและกระแสเงินสด
$Industry_{i,t}$	= กลุ่มอุตสาหกรรม (ตัวแปรหุ่น)
$Year_{i,t}$	= ปีปฏิทิน (ตัวแปรหุ่น)
α	= ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรจากสมการ
ε	= ค่าความคลาดเคลื่อน
i	= เป็นบริษัทที่ i
t	= เป็นเวลาที่ t ในช่วงปี 2544-2551

3.3.1.1 วิธีการวัดตัวแปรแบบจำลองการลงทุน

แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาเพื่อตอบคำถามงานวิจัยข้อที่ 3 ในส่วนของพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน มีรายละเอียดของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามดังแสดงในตารางที่ 3.5

ตัวแปรอิสระ ได้แก่

1. กระแสเงินสดของบริษัท

วัดจากผลรวมของกำไรสุทธิก่อนหักภาษีและค่าเสื่อมราคา (หน่วยเป็นล้านบาท)

(Kadapakkam et al., 1998; Carpenter & Guariglia, 2008; George et al., 2011)

2. โอกาสในการลงทุน

วัดโดยใช้ Tobin's Q ratio ในปีที่ผ่านมา ที่มาจากอัตราส่วนมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม (The ratio of market value of total assets to book value of total assets) (หน่วยเป็นจำนวนเท่า) (Kadapakkam et al., 1998; Carpenter & Guariglia, 2008; George et al., 2011)

3. ยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา

วัดโดยใช้อัตราขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา (หน่วยเป็นล้านบาท) (Kadapakkam et al., 1998; George et al., 2011)

4. กลุ่มธุรกิจ

เป็นตัวแปรหุ่น โดยที่

1 = บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกของประเทศไทย

0 = บริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกของประเทศไทย

(Hoshi et al., 1991; Kato et al., 2002; George et al., 2011)

5. กลุ่มอุตสาหกรรม

เป็นตัวแปรหุ่น โดยกลุ่มอุตสาหกรรม แบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบไปด้วย 7 อุตสาหกรรม ดังนี้

Industry1 โดยที่ 1 = เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และ 0 = อื่นๆ

Industry2 โดยที่ 1 = สินค้าอุปโภคบริโภค และ 0 = อื่นๆ

Industry3 โดยที่ 1 = วัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม และ 0 = อื่นๆ

Industry4 โดยที่ 1 = ทรัพยากร และ 0 = อื่นๆ

Industry5 โดยที่ 1 = บริการ และ 0 = อื่นๆ

Industry6 โดยที่ 1 = เทคโนโลยี และ 0 = อื่นๆ

ส่วนอุตสาหกรรมที่ 7 เป็นอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้างให้เป็น
อุตสาหกรรมฐาน (George et al., 2011)

6. ปีปฏิทิน

เป็นตัวแปรหุ่น โดยปีปฏิทิน ประกอบไปด้วย 8 ปี ดังนี้

Year1 โดยที่ 1 = ปี 2544 และ 0 = อื่นๆ

Year2 โดยที่ 1 = ปี 2545 และ 0 = อื่นๆ

Year3 โดยที่ 1 = ปี 2546 และ 0 = อื่นๆ

Year4 โดยที่ 1 = ปี 2547 และ 0 = อื่นๆ

Year5 โดยที่ 1 = ปี 2548 และ 0 = อื่นๆ

Year6 โดยที่ 1 = ปี 2549 และ 0 = อื่นๆ

Year7 โดยที่ 1 = ปี 2550 และ 0 = อื่นๆ

ส่วนปีที่ 8 เป็นปี 2551 ใช้เป็นปีฐานสำหรับการศึกษา (George et al., 2011)

ตัวแปรตาม ได้แก่

- การลงทุนของบริษัท (*I*)

วัดจากค่าใช้จ่ายในการลงทุนของบริษัท (หน่วยเป็นล้านบาท) (Kadapakkam et al., 1998; Carpenter & Guariglia, 2008; George et al., 2011)

ทั้งนี้ตัวแปรต้น ได้แก่ กระแสเงินสด และยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา และตัวแปรตาม ได้แก่ การลงทุนของบริษัท มีการปรับด้วย K ซึ่งเป็นผลรวมของทุนที่อยู่ในรูปของสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets) ในปีที่ผ่านมา (หน่วยเป็นล้านบาท)

ตารางที่ 3.5 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาสำหรับคำถามงานวิจัยข้อที่ 3

ตัวแปร	สัญลักษณ์	คำอธิบายตัวแปร	ภาคหวังเครื่องหมาย
การลงทุนของบริษัท	I	วัดจากค่าใช้จ่ายในการลงทุนของบริษัท (หน่วยเป็นล้านบาท)	
กระแสเงินสดของบริษัท	$Cash\ flow$	วัดจากผลรวมของกำไรสุทธิก่อนหักภาษีและค่าเสื่อมราคา (หน่วยเป็นล้านบาท)	+
โอกาสในการลงทุนหลังเข้าสู่สาธารณชน หรือ Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา	Q	วัดจากอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม (หน่วยเป็นจำนวนเท่า)	+
ยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา	$Sales$	วัดจากยอดขายสุทธิของบริษัทในปีที่ผ่านมา (หน่วยเป็นล้านบาท)	+
กลุ่มธุรกิจ	$Business\ Group$	ตัวแปรหุ่น 1 = บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่มากกว่า 150 อันดับแรกของประเทศไทย 0 = บริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกของประเทศไทย	-

3.3.2 สมมติฐานการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาในบทที่ 2 ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานสำหรับการวิจัย ซึ่งมีความสอดคล้องกับคำถามและวัตถุประสงค์ของการวิจัยในบทที่ 1 เพื่อใช้ในการตอบคำถาม งานวิจัยข้อที่ 3 โดยมีรายละเอียดดังนี้

สมมติฐานที่ 9 : กระแสเงินสดของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท

สมมติฐานที่ 10 : Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท

สมมติฐานที่ 11 : ยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท

สมมติฐานที่ 12 : บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดของบริษัทน้อยกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

3.3.3 การกำหนดประชากรและตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาสำหรับคำถามงานวิจัยข้อที่ 3 คือ บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน ทั้งหมดในช่วงปี 2543-2548 รวมจำนวน 6 ปี จำนวน 171 บริษัท โดยมีขั้นตอนในการคัดเลือก ประชากรเป็นไปตามคำถามงานวิจัยข้อที่ 2 เนื่องจากเป็นบริษัทที่มีการเข้าสู่สาธารณชนแล้ว ดังนั้น ประชากรที่ใช้ในการศึกษาสำหรับคำถามงานวิจัยข้อที่ 3 นี้มีจำนวน 95 บริษัท

3.3.4 วิธีการรวบรวมข้อมูล

ในหัวข้อนี้ผู้วิจัยอธิบายให้ทราบถึงวิธีการรวบรวมข้อมูลเพื่อใช้ในการวิจัย ซึ่งงานวิจัย ครั้งนี้ผู้วิจัยใช้วิธีเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจากแหล่งต่างๆ เช่นเดียวกับคำถามงานวิจัยข้อที่ 2 ทั้งนี้ ผู้วิจัยมีขั้นตอนในการเก็บข้อมูลของตัวแปรในแบบจำลองสำหรับงานวิจัยข้อที่ 3 เป็นดังนี้

1. การเก็บข้อมูลในส่วนบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังเข้าสู่สาธารณชนแล้ว 3 ปี โดยประชากรที่เข้าสู่สาธารณชนในช่วงปี 2543-2548 และอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีทั้งหมด 95 บริษัท ดังนั้นจึงมีค่าสังเกต ทั้งหมด 285 ค่าสังเกต
2. ต่อจากนั้นพิจารณาข้อมูลของตัวแปรเกี่ยวกับทางด้านการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากเข้าสู่สาธารณชน ได้แก่ การลงทุนของบริษัท กระแสเงินสดของบริษัท โอกาสในการลงทุน และยอดขายของบริษัท ซึ่งพบว่าข้อมูล บางค่าสังเกตมีค่าผิดปกติ จะทำให้การวิเคราะห์ข้อมูลมีความเอนเอียง โดยได้พิจารณาจากค่า เบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) ซึ่งข้อมูลทั้งหมดที่มีค่าเกิน $\pm 3SD$ ให้ถือเป็นค่าผิดปกติ เพื่อให้มีการกระจายเป็นแบบปกติ ดังนั้นผู้วิจัยจึงทำการตัดข้อมูลในส่วนที่เกิดค่าผิดปกติออกไป

จำนวน 41 คำสังเกต ทำให้สุดท้ายแล้วเหลือคำสังเกตทั้งหมด 244 คำสังเกต เพื่อใช้สำหรับการวิเคราะห์ผลในการตอบคำถามงานวิจัยต่อไป (จาก 285 คำสังเกต หักออก 41 คำสังเกต เหลือ 244 คำสังเกต)

3.3.5 การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้เพื่อตอบคำถามงานวิจัยข้อที่ 3 เกี่ยวกับการศึกษาพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ผู้วิจัยได้แบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้

3.3.5.1 สถิติเชิงพรรณนา

สถิติเชิงพรรณนาเป็นการวิเคราะห์โดยใช้ตารางควบคู่กับการใช้ค่าทางสถิติอย่างง่าย เช่นเดียวกับคำถามงานวิจัยข้อที่ 1 และ 2 เพื่อให้ทราบถึงลักษณะของตัวแปรแต่ละตัวที่จะนำไปใช้ในการวิเคราะห์ทางด้านการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนแล้ว

3.3.5.2 การวิเคราะห์เชิงปริมาณ

การวิเคราะห์เชิงปริมาณในส่วนของวิเคราะห์พฤติกรรมการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนแล้ว 3 ปี แบ่งเป็นการวิเคราะห์การลงทุนรวมทั้ง 3 ปี ซึ่งเป็นแบบ pooled data และรายปี คือ ปีที่ 1 ปีที่ 2 และปีที่ 3 ซึ่งมีการควบคุมผลกระทบจากอุตสาหกรรมและปี โดยที่ผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ซึ่งตามสมมติฐานของกำลังสองน้อยที่สุดต้องทำการทดสอบเพื่อให้เป็นไปตามสมมติฐานตามหลัก Classical Model ก่อน เพื่อให้มีความถูกต้องตามหลักการทดสอบและในการคำนวณจะใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ เพื่อตอบคำถามงานวิจัยในข้อที่ 3 ทั้งนี้การวิเคราะห์ด้วยเครื่องมือทางสถิติในการทดสอบสมมติฐานผู้วิจัยได้กำหนดให้ระดับนัยสำคัญที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 หรือระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 99, 95 และ 90 เป็นระดับที่ยอมรับสมมติฐานในการวิจัยครั้งนี้

3.4 สรุป

บทที่ 3 นี้กล่าวถึงระเบียบวิธีวิจัย ที่พัฒนามาจากการทบทวนวรรณกรรมในบทที่ 2 โดยในบทนี้จะเกี่ยวข้องกับแบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย สมมติฐานการวิจัย ประชากรและตัวอย่างวิธีการรวบรวมข้อมูล และการวิเคราะห์ข้อมูล เพื่อนำไปสู่บทที่ 4 ต่อไป

การวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้เสนอแบบจำลองที่มีความสอดคล้องกับคำถามและวัตถุประสงค์ของการวิจัยที่ได้กล่าวไว้ในบทที่ 1 โดยแบบจำลองสำหรับคำถามงานวิจัยข้อที่ 1 เป็นการวิเคราะห์

ด้วยแบบจำลองโพธิท สำหรับคำถามงานวิจัยข้อที่ 2 เป็นการวิเคราะห์ด้วย Difference in Difference และคำถามงานวิจัยข้อที่ 3 เป็นการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยพหุคูณ

สำหรับประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับกระทรวงพาณิชย์ ตั้งแต่เริ่มต้นจนถึงปี 2548 ที่มีจำนวนทั้งสิ้น 298,563 บริษัท และคัดเลือกเหลือตัวอย่างเพียง 1,210 บริษัทสำหรับคำถามงานวิจัยข้อที่ 1 และบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนทั้งหมดในช่วงปี 2543-2548 รวมจำนวน 6 ปี จำนวน 171 บริษัท ส่วนคำถามงานวิจัยข้อที่ 2 และข้อที่ 3 ประชากรมีทั้งหมด 95 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งประชากรของคำถามงานวิจัยในแต่ละข้อนั้นมีเกณฑ์ในการคัดเลือกประชากรที่แตกต่างกันตามวัตถุประสงค์ของการวิจัย

ส่วนการเก็บรวบรวมข้อมูลในการวิจัยครั้งนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ เพื่อสนับสนุนการศึกษาให้มีความสมบูรณ์ ซึ่งเป็นการเก็บรวบรวมข้อมูลตั้งแต่ปี 2540-2551 จากกระทรวงพาณิชย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หนังสือชี้ชวนของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน และหนังสือ Thai Business Groups 2001: A Unique Guide to Who Owns What โดยผู้วิจัยได้มีการตรวจสอบความถูกต้องและความครบถ้วนของข้อมูล หากข้อมูลปีใดไม่ครบถ้วนตามแบบจำลองหรือไม่เป็นไปตามเกณฑ์ที่ได้กำหนดไว้ และไม่สามารถนำมาทำการทดสอบได้ ผู้วิจัยจะทำการตัดข้อมูลนั้นออกเพื่อจัดการกับข้อผิดพลาด

ในส่วนของการวิเคราะห์ข้อมูลของการวิจัยครั้งนี้ คือการวิเคราะห์ด้วยเครื่องมือทางสถิติในการทดสอบสมมติฐาน ซึ่งผู้วิจัยได้กำหนดให้ระดับนัยสำคัญที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 หรือระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 99, 95 และ 90 เป็นระดับที่ยอมรับสมมติฐานในการวิจัยครั้งนี้

สำหรับในบทที่ 4 ผู้วิจัยจะได้นำเสนอผลการศึกษาที่พบจากการวิจัยครั้งนี้ ตามคำถามงานวิจัยทั้ง 3 ข้อ โดยแบ่งผลการศึกษากออกเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนที่ 1 สถิติเชิงพรรณนา เป็นลักษณะของข้อมูลต่างๆ ไป ที่ใช้ตารางแสดงค่าทางสถิติ ได้แก่ ความถี่และร้อยละ ค่าต่ำสุดและค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ยเลขคณิต ค่ามัธยฐาน และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน และส่วนที่ 2 การวิเคราะห์เชิงปริมาณ เป็นการใช้วิธีการทางสถิติในการทดสอบสมมติฐาน โดยในคำถามงานวิจัยข้อที่ 1 ใช้วิธีการวิเคราะห์แบบจำลองโพธิท เพื่อหาปัจจัยด้านกลุ่มธุรกิจและปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัท ในคำถามงานวิจัยข้อที่ 2 ใช้วิธีการวิเคราะห์โดย Difference in Difference เพื่อศึกษาความแตกต่างของผลการดำเนินงานก่อนและหลังจากการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และในคำถามงานวิจัยข้อที่ 3 ใช้วิธีการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยพหุคูณ เพื่อศึกษาพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน

บทที่ 4

ผลการศึกษา

การศึกษาเรื่องกลุ่มธุรกิจ และการเข้าสู่สาธารณชน กรณีศึกษาบริษัทในประเทศไทย มีวัตถุประสงค์ 3 ข้อ คือ (1) เพื่อศึกษาปัจจัยด้านกลุ่มธุรกิจและปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย (2) เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานก่อนและหลังจากการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และ (3) เพื่อศึกษาพฤติกรรมกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน ซึ่งในบทนี้เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ เพื่อให้การนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลมีความสะดวก และเข้าใจเกี่ยวกับผลการวิเคราะห์ข้อมูลมากขึ้น ผู้วิจัยจึงกำหนดสัญลักษณ์ที่ใช้แทนค่าสถิติและตัวแปรต่างๆ ในการนำเสนอข้อมูลดังนี้

สัญลักษณ์ที่ใช้แทนค่าสถิติ

Mean	หมายถึง	ค่าเฉลี่ย
Median	หมายถึง	ค่ามัธยฐาน
Std. Dev.	หมายถึง	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)
Min	หมายถึง	ค่าต่ำสุด (Minimum)
Max	หมายถึง	ค่าสูงสุด (Maximum)
R	หมายถึง	สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พหุคูณ (Regression coefficient)
R ²	หมายถึง	สัมประสิทธิ์การทำนาย (Coefficient of determination)
P-value	หมายถึง	ระดับนัยสำคัญทางสถิติ

สัญลักษณ์ที่ใช้แทนตัวแปร

<i>IPO</i>	หมายถึง	การเข้าสู่สาธารณชน (ตัวแปรหุ่น)
<i>Business Group</i>	หมายถึง	กลุ่มธุรกิจ
<i>Size</i>	หมายถึง	ขนาดของบริษัท
<i>Age</i>	หมายถึง	อายุของบริษัท

<i>Growth</i>	หมายถึง	การเติบโตโดยยอดขายของบริษัท
<i>Profitability</i>	หมายถึง	ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท
<i>Leverage</i>	หมายถึง	สัดส่วนหนี้สินของบริษัท
<i>Cash flow</i>	หมายถึง	กระแสเงินสดของบริษัท
$\frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}}$	หมายถึง	การลงทุนของปีนั้นหารด้วยสินทรัพย์ถาวร ณ เวลาเริ่มต้นของปี
$\frac{Cash\ flow_{i,t}}{K_{i,t-1}}$	หมายถึง	กระแสเงินสดของบริษัท ณ ปีนั้น หารด้วยสินทรัพย์ถาวร ณ เวลาเริ่มต้นของปี
$Q_{i,t-1}$	หมายถึง	อัตราส่วนของมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ ณ เวลาเริ่มต้นของปี
$\frac{Sales_{i,t-1}}{K_{i,t-1}}$	หมายถึง	ยอดขายของบริษัท ณ เวลาเริ่มต้นของปี หารด้วยสินทรัพย์ถาวร ณ เวลาเริ่มต้นของปี
<i>Industry</i>	หมายถึง	กลุ่มอุตสาหกรรม โดยที่ <i>Industry1</i> = เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร <i>Industry2</i> = สินค้าอุปโภคบริโภค <i>Industry3</i> = วัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม <i>Industry4</i> = ทรัพยากร <i>Industry5</i> = บริการ <i>Industry6</i> = เทคโนโลยี
<i>Year</i>	หมายถึง	ปีปฏิทิน โดยที่ <i>Year1</i> = ปี 2543 <i>Year2</i> = ปี 2544 <i>Year3</i> = ปี 2545 <i>Year4</i> = ปี 2546 <i>Year5</i> = ปี 2548 <i>Year6</i> = ปี 2549 <i>Year7</i> = ปี 2550

การนำเสนอผลการวิเคราะห์ทางสถิติจะเริ่มจากสถิติเชิงพรรณนา และการวิเคราะห์เชิงปริมาณ ตามคำถามงานวิจัยทั้ง 3 ข้อ ดังนี้

4.1 คำถามงานวิจัยข้อที่ 1 ปัจจัยด้านกลุ่มธุรกิจและปัจจัยอื่นๆ มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยหรือไม่

4.1.1 สถิติเชิงพรรณนา

การวิเคราะห์โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา เป็นการอธิบายลักษณะเบื้องต้นของตัวอย่าง และคุณลักษณะตัวแปรแต่ละตัวที่จะนำไปใช้ในการวิเคราะห์ในส่วนที่ 4.1.2 ต่อไป โดยสถิติที่ใช้คือ ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ซึ่งเป็นภาพรวมของคุณลักษณะของตัวแปรแต่ละตัวที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ ดังนี้

ตารางที่ 4.1 แสดงจำนวนตัวอย่างที่ทำการศึกษาในครั้งนี้สำหรับการตอบคำถามงานวิจัยข้อที่ 1 มีทั้งหมด 1,210 บริษัท แบ่งออกเป็นบริษัทในประเทศไทยที่ไม่เข้าสู่สาธารณชนจำนวน 1,115 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 92.15 และบริษัทในประเทศไทยที่เข้าสู่สาธารณชนจำนวน 95 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 7.85 สำหรับการศึกษที่ผ่านมาในประเทศอื่นๆ มีบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนใกล้เคียงกับงานวิจัยนี้ โดย Pagano et al. (1998) ศึกษาตัวอย่างในประเทศอิตาลีที่เข้าสู่สาธารณชนเพียง 62 บริษัท จากตัวอย่างทั้งหมด 2,181 บริษัทในช่วงปี 1982-1992 ส่วนการศึกษาของ Pannemaus (2002) ศึกษาตัวอย่างในประเทศเบลเยียมที่เข้าสู่สาธารณชน 65 บริษัท จากตัวอย่างทั้งหมด 465 บริษัท ช่วงปี 1996-2000

ตารางที่ 4.1 จำนวนตัวอย่างที่ทำการศึกษา

บริษัท	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
บริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน	1,115	92.15
- บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ	682	61.17
- บริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ	433	38.83
บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน	95	7.85
- บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ	16	16.84
- บริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ	79	83.16
รวม	1,210	100.00

ตารางที่ 4.2 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ทำการศึกษาในคำถามงานวิจัยข้อที่ 1 แบ่งออกเป็น 4 ส่วน ได้แก่ ส่วนที่ 1 คุณลักษณะของบริษัทในตัวอย่าง พบว่าตัวอย่างมียอดขายของบริษัทเฉลี่ย 2,806.10 ล้านบาท สำหรับทางด้านอายุของบริษัทเฉลี่ย 15.25 ปี ซึ่งตัวอย่างมีอายุมากที่สุด 76 ปี ส่วนการเติบโตโดยยอดขายของบริษัทเฉลี่ยร้อยละ 19.61 โดยตัวอย่างมีการเติบโตมากที่สุดถึงร้อยละ 362.64 สำหรับสินทรัพย์รวมของบริษัทเฉลี่ย 2,564.47 ล้านบาท ซึ่งความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (วัดโดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์: ROA) เฉลี่ยร้อยละ 15.27 ทั้งนี้ตัวอย่างมีความสามารถในการทำกำไรมากที่สุดร้อยละ 176.28 และต่ำสุดร้อยละ -31.17 สำหรับตัวอย่างมีสัดส่วนหนี้สินของบริษัทเฉลี่ย 0.44 เท่า โดยมีสัดส่วนหนี้สินมากที่สุด 8 เท่า และกระแสเงินสดของบริษัทเฉลี่ย 3,620.25 ล้านบาท โดยตัวอย่างมีกระแสเงินสดมากที่สุด 85,521.29 ล้านบาท และต่ำสุด -8,036.35 ล้านบาท

ส่วนที่ 2 คุณลักษณะของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนและไม่เข้าสู่สาธารณชน พบว่าบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนมีอายุเฉลี่ย 8.91 ปี ส่วนบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชนมีอายุเฉลี่ย 15.23 ปี ส่วนการเติบโตโดยยอดขายของบริษัท พบว่าบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนมีการเติบโตโดยยอดขายเฉลี่ยร้อยละ 19.53 และบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชนมีการเติบโตโดยยอดขายเฉลี่ยร้อยละ 20.44 สำหรับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท และสัดส่วนหนี้สินของบริษัท พบว่าบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 10.58 และ 0.49 เท่า ตามลำดับ ส่วนบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 15.34 และ 0.45 เท่า ตามลำดับ ในขณะที่กระแสเงินสดของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนและบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชนเฉลี่ย 108.41 และ 250.02 ล้านบาท ตามลำดับ นอกจากนี้สินทรัพย์รวมของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนและบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชนเฉลี่ย 1,694.07 และ 2,684.42 ล้านบาท ตามลำดับ ส่วนยอดขายเฉลี่ยของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนและบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชนเท่ากับ 5,310.05 และ 3,380.71 ล้านบาท ตามลำดับ ส่วนหนี้สินรวมของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนและบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน พบว่าบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนมีหนี้สินรวมเฉลี่ย 1,317.34 ล้านบาท ในขณะที่บริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชนมีหนี้สินรวมเฉลี่ย 9,134.64 ล้านบาท นอกจากนี้กำไรสุทธิเฉลี่ยของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนและบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชนอยู่ที่ 1,251.42 และ 332.79 ล้านบาท ตามลำดับ

ส่วนที่ 3 คุณลักษณะของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ พบว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีอายุเฉลี่ย คือ 15 ปี ส่วนการเติบโตโดยยอดขายของบริษัท พบว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีการเติบโตโดยยอดขายเฉลี่ยร้อยละ 21.10 และบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจเฉลี่ยร้อยละ 17.43 สำหรับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท และสัดส่วนหนี้สินของบริษัท พบว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและ

บริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ คือ ความสามารถในการทำกำไรเฉลี่ยร้อยละ 15.42 และ 15.22 ตามลำดับ และสัดส่วนหนี้สินของบริษัทเฉลี่ย 0.45 เท่า ส่วนกระแสเงินสดเฉลี่ยของบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ 257.58 และ 197.99 ล้านบาท ตามลำดับ นอกจากนี้ยังมีสินทรัพย์รวมของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ พบว่าสินทรัพย์รวมเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ 4,427.82 ล้านบาท และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจเฉลี่ยอยู่ที่ 2,592.95 ล้านบาท ส่วนยอดขายเฉลี่ยบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ คือ 3,362.09 และ 3,551.23 ล้านบาท ตามลำดับ ส่วนหนี้สินรวมของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ พบว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีหนี้สินรวมเฉลี่ย 1,992.52 ล้านบาท ในขณะที่บริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีหนี้สินรวมเฉลี่ย 1,166.78 ล้านบาท สำหรับกำไรสุทธิเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ 682.77 และ 394.65 ล้านบาท ตามลำดับ

ส่วนที่ 4 ความแตกต่างของคุณลักษณะระหว่างบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนและบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน พบว่าค่าเฉลี่ยอายุของบริษัท ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ยอดขายของบริษัท สินทรัพย์รวมของบริษัท หนี้สินรวมของบริษัท และกำไรสุทธิของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนมีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ในขณะที่ค่าเฉลี่ยสัดส่วนหนี้สินของบริษัท การเติบโตโดยยอดขายของบริษัท และกระแสเงินสดของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนไม่มีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน สำหรับความแตกต่างของคุณลักษณะระหว่างบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ พบว่าค่าเฉลี่ยของการเติบโตโดยยอดขายของบริษัท สินทรัพย์รวมของบริษัท หนี้สินรวมของบริษัท และกำไรสุทธิของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ส่วนกระแสเงินสดของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ส่วนค่าเฉลี่ยอายุของบริษัท ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ยอดขายของบริษัท และสัดส่วนหนี้สินของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่มีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

จากภาพรวมจะเห็นได้ว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัท และสัดส่วนหนี้สินของบริษัทในการศึกษาครั้งนี้ใกล้เคียงกับการศึกษาในประเทศอื่นๆ โดย Shin and Wei (2007) พบว่าบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนและบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชนในประเทศไต้หวันมีความสามารถในการทำกำไรเฉลี่ยร้อยละ 13.72 และ 8.59 ตามลำดับ ส่วนประเทศไทยเฉลี่ยร้อยละ 10.58 และ 15.34 ตามลำดับ ส่วนสัดส่วนหนี้สินของบริษัทในการศึกษาครั้งนี้ใกล้เคียงกับการศึกษาของ Shin

and Wei (2007) เช่นกัน พบว่าบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนและบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชนในประเทศ
ไต้หวัน มีสัดส่วนหนี้สินของบริษัทเฉลี่ย 0.47 และ 0.50 เท่าตามลำดับ และประเทศไทยเฉลี่ย 0.49
และ 0.45 เท่าตามลำดับ ส่วนทางด้านอายุของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนและบริษัทที่ไม่เข้าสู่
สาธารณชน พบว่าในประเทศอิตาลีมีอายุเฉลี่ย 33.43 และ 23.05 ปีตามลำดับ (Pagano et al., 1998)
ส่วนของประเทศอินเดียมีอายุเฉลี่ย 14.76 และ 25.57 ปีตามลำดับ (Mayur & Kumar, 2006) ในขณะที่
ประเทศไทยมีอายุเฉลี่ย 8.91 และ 15.23 ปีตามลำดับ

ตารางที่ 4.2 สถิติเชิงพรรณนาตัวแปรเดี่ยว
ส่วนที่ 1 บริษัททั้งหมดในตัวอย่าง

ตัวแปร (Variables)	หน่วย	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่ามัธยฐาน (Median)	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (Std. Dev.)	ค่าต่ำสุด (Min)	ค่าสูงสุด (Max)
Age	ปี	15.25	12.00	10.48	1.00	76.00
Growth	ร้อยละ	19.61	13.95	32.22	-93.43	362.64
Profitability	ร้อยละ	15.27	12.47	11.85	-31.17	176.28
Leverage	เท่า	0.44	0.41	0.33	0.00	8.00
Cash flow	ล้านบาท	3,620.25	1,157.92	8,832.72	-8,036.35	85,521.29
Business Group		0.18	0.00	0.38	0.00	1.00

ตารางที่ 4.2 (ต่อ)

ส่วนที่ 2 บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนและไม่เข้าสู่สาธารณชน

ตัวแปร (Variables)	ค่าเฉลี่ย (Mean)		ค่ามัธยฐาน (Median)		ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Dev.)		ค่าต่ำสุด (Min)		ค่าสูงสุด (Max)		
	Non-IPO	IPO	Non-IPO	IPO	Non-IPO	IPO	Non-IPO	IPO	Non-IPO	IPO	
Variables											
Age	ปี	15.23	8.91	12.00	9.00	10.00	3.21	1.00	1.00	76.00	12.00
Growth	ร้อยละ	20.44	19.53	14.68	10.72	32.94	36.97	-93.43	-38.25	362.64	198.00
Profitability	ร้อยละ	15.34	10.58	12.48	9.77	12.97	11.28	-31.17	-42.05	176.28	39.59
Leverage	เท่า	0.45	0.49	0.41	0.48	0.34	0.47	0.00	0.07	8.00	4.32
Cash flow	ล้านบาท	250.02	108.41	62.46	74.36	1,816.00	1,039.56	-8,036.35	-5,717.31	85,521.29	3,053.74
Other Variables											
Total Assets	ล้านบาท	2,684.42	1,694.07	1,049.70	9,150.54	10,390.31	20,274.98	3.65	611.83	129,214.90	90,123.40
Sales	ล้านบาท	3,380.71	5,310.05	1,143.76	3,500.94	19,000.38	25,872.45	-40.05	286.51	97,765.20	58,213.20
Total Debt	ล้านบาท	9,134.64	1,317.34	409.63	2,875.82	5,727.84	12,483.08	0.00	84.47	68,398.10	50,390.40
Net Profit	ล้านบาท	332.79	1,251.42	105.44	563.29	1,776.75	2,371.00	-24.04	-1.36	43,024.06	18,753.11

ตารางที่ 4.2 (ต่อ)

ส่วนที่ 3 บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

ตัวแปร (Variables)	ค่าเฉลี่ย (Mean)			ค่ามัธยฐาน (Median)			ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Dev.)			ค่าต่ำสุด (Min)			ค่าสูงสุด (Max)		
	หน่วย	Non Business Group	Non Business Group	Non Business Group	Non Business Group	Non Business Group	Non Business Group	Non Business Group	Non Business Group	Non Business Group	Non Business Group	Non Business Group	Non Business Group	Non Business Group	
Variables															
Age	ปี	15.11	15.14	12.00	12.00	10.61	10.09	10.09	1.00	1.00	1.00	1.00	76.00	67.00	
Growth	ร้อยละ	21.10	17.43	15.23	12.28	33.77	29.25	29.25	-93.43	-69.81	-69.81	-69.81	362.64	267.92	
Profitability	ร้อยละ	15.22	15.42	12.45	12.36	12.71	14.05	14.05	-31.17	-42.05	-42.05	-42.05	131.44	176.28	
Leverage	เท่า	0.45	0.45	0.41	0.42	0.35	0.29	0.29	0.00	0.00	0.00	0.00	8.00	4.02	
Cash flow	ล้านบาท	257.58	197.99	63.76	59.01	1,943.47	970.43	970.43	-8,036.35	-4,728.26	-4,728.26	-4,728.26	85,521.29	24,506.79	
Other Variables															
Total Assets	ล้านบาท	2,592.95	4,427.82	2,000.66	3,586.93	11,042.84	9,475.27	9,475.27	3.65	57.17	57.17	57.17	110,677.38	129,214.90	
Sales	ล้านบาท	3,551.23	3,362.09	2,103.70	2,541.86	20,811.51	9,159.55	9,159.55	-40.05	1.01	1.01	1.01	97,765.20	77,935.70	
Total Debt	ล้านบาท	1,166.78	1,992.52	410.27	621.54	6,054.13	5,659.54	5,659.54	0.00	0.30	0.30	0.30	48,320.90	68,398.10	
Net Profit	ล้านบาท	394.65	682.77	100.69	196.17	1,924.47	1,006.09	1,006.09	-1.14	-24.04	-24.04	-24.04	21,258.35	43,024.06	

ตารางที่ 4.2 (ต่อ)

ส่วนที่ 4 ความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Mean Difference) ระหว่างบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนและไม่เข้าสู่สาธารณชน และระหว่างบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

ตัวแปร (Variables)	หน่วย	ค่าเฉลี่ย		
		Non-IPO	IPO	Non Business Group and Business Group
Age	ปี	15.23	8.91***	15.11
Growth	ร้อยละ	20.44	19.53	21.10
Profitability	ร้อยละ	15.34	10.58**	15.22
Leverage	เท่า	0.45	0.49	0.45
Cash flow	ล้านบาท	250.02	108.41	257.58
Total Assets	ล้านบาท	2,684.42	1,694.07***	2,592.95
Sales	ล้านบาท	3,380.71	5,310.05***	3,551.23
Total Debt	ล้านบาท	9,134.64	1,317.34***	1,166.78
Net Profit	ล้านบาท	332.79	1,251.42***	394.65

จากตารางที่ 4.2 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ศึกษา โดยกลุ่มประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นบริษัทที่สามารถเข้าสู่สาธารณชนได้ในช่วงปี 2543-2548 รวมจำนวน 6 ปี มีจำนวน 1,210 บริษัท ค่าสังเกตทั้งหมด 5,227 ค่าสังเกต เพื่อใช้สำหรับการวิเคราะห์ผลในการตอบคำถามงานวิจัยข้อที่ 1 ประกอบด้วยส่วนที่ 1 ภาพรวมของตัวอย่างทั้งหมด ส่วนที่ 2 ภาพรวมของบริษัทในประเทศไทยที่เข้าสู่สาธารณชนและบริษัทในประเทศไทยที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน ส่วนที่ 3 ภาพรวมของบริษัทในประเทศไทยที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทในประเทศไทยที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และส่วนที่ 4 ทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยในแต่ละกลุ่ม ซึ่ง Age คือ อายุของบริษัท Growth คือ การเติบโตโดยยอดขายของบริษัท Profitability คือ ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท วัดโดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Assets: ROA) Leverage คือ สัดส่วนหนี้สินของบริษัท Cash flow คือ กระแสเงินสดของบริษัท Business Group คือ ตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจ ซึ่งถ้าเป็น 1 เท่ากับ บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกของประเทศไทย และ 0 เท่ากับ อื่นๆ Total Assets คือ สินทรัพย์รวมของบริษัท Sales คือ ยอดขายของบริษัท Total Debt คือ หนี้สินรวมของบริษัท Net Profit คือ กำไรสุทธิของบริษัท ***, ** และ * คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

4.1.2 การวิเคราะห์เชิงปริมาณ

การวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยในครั้งนี้ เพื่อตอบคำถามงานวิจัยข้อที่ 1 ซึ่งผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์แบบจำลองโพรบิต โดยสมการที่ใช้ในการศึกษาเป็นดังนี้

$$\begin{aligned} Pr(IPO_{i,t} = 1) = F(\alpha_1 Business\ Group_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Age_{i,t} + \alpha_4 Growth_{i,t} \\ + \alpha_5 Profitability_{i,t} + \alpha_6 Leverage_{i,t} + \alpha_7 Cash\ flow_{i,t} \\ + \alpha_8 Industry_{i,t} + \alpha_9 Year_{i,t}) \end{aligned}$$

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการกำหนดตัวแปรที่ใช้และสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาปัจจัยที่กำหนดการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ดังแสดงในตารางที่ 4.3 และตารางที่ 4.4

ตารางที่ 4.5 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบ Pearson ของตัวแปรที่ใช้ในคำถามงานวิจัยข้อที่ 1 ตัวแปรส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์กันที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ โดยกลุ่มธุรกิจ และขนาดของบริษัท มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ทางบวกกับการเข้าสู่สาธารณชน และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ส่วนอายุของบริษัท และความสามารถในการทำกำไรของบริษัทมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ทางลบกับการเข้าสู่สาธารณชน และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 สำหรับการเติบโตโดยยอดขายของบริษัท และสัดส่วนหนี้สินของบริษัทมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

ทางลบกับการเข้าสู่สาธารณชน แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนกระแสเงินสดของบริษัทมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ทางบวกกับการเข้าสู่สาธารณชน แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ทั้งนี้จากการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรพบว่า ผลของความสัมพันธ์แต่ละตัวนั้นมีความสัมพันธ์กับสมมติฐานที่ตั้งไว้ในงานวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ กลุ่มธุรกิจและขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการเข้าสู่สาธารณชนและมีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องกับสมมติฐานที่ 1 และ 2 ตามลำดับ ส่วนอายุของบริษัทมีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องกับสมมติฐานที่ 3 และความสามารถในการทำกำไรของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางลบกับการเข้าสู่สาธารณชน และมีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องกับสมมติฐานที่ 5 ตามลำดับ ในขณะที่กระแสเงินสดของบริษัทการเติบโตโดยอศขายของบริษัท และสัดส่วนหนี้สินของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับการเข้าสู่สาธารณชน

ตารางที่ 4.3 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยเพื่อศึกษาปัจจัยด้านกลุ่มธุรกิจและปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย

ตัวแปร	ตัวแทน	วิธีวัด
กลุ่มธุรกิจ	การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากตลาดเงินทุนภายใน	ตัวแปรหุ่น 1 = บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกของประเทศไทย 0 = บริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกของประเทศไทย
ขนาดของบริษัท	ชื่อเสียงของบริษัท	วัดจาก Natural Logarithm ยอดขายของบริษัท
อายุของบริษัท	ชื่อเสียงของบริษัท	วัดจากอายุของบริษัทตั้งแต่ก่อตั้งจนถึงปีที่เข้าสู่สาธารณชน
การเติบโตของยอดขายของบริษัท	โอกาสในการลงทุนก่อนเข้าสู่สาธารณชน	วัดจากอัตราการเติบโตจากยอดขายของบริษัท
ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท	คุณสมบัติของการเข้าสู่สาธารณชน	วัดโดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)
สัดส่วนหนี้สินของบริษัท	การเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอก	วัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม
กระแสเงินสดของบริษัท	ความเสี่ยงพของเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน	วัดจากผลรวมของกำไรสุทธิก่อนหักภาษีและค่าเสื่อมราคาหารด้วยสินทรัพย์ถาวร

ตารางที่ 4.4 สรุปสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาปัจจัยด้านกลุ่มธุรกิจและปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย

สมมติฐานที่	รายละเอียดของสมมติฐานการวิจัย	เครื่องหมาย
1	การเป็นสมาชิกของกลุ่มธุรกิจ มีความสัมพันธ์ทางบวกกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย	+
2	ขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางบวกกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย	+
3	อายุของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางลบกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย	-
4	การเติบโตโดยยอดขายของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางบวกกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย	+
5	ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางลบกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย	-
6	สัดส่วนหนี้สินของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางลบกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย	-
7	กระแสเงินสดของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางลบกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย	-

ตารางที่ 4.5 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบ Pearson ของตัวแปรที่ใช้ในคำถามงานวิจัยข้อที่ 1

Variables	IPO	Size	Age	Growth	Profitability	Leverage	Cash flow	Business Group
IPO	1.000							
Size	0.128*** (0.000)	1.000						
Age	-0.187*** (0.000)	0.157*** (0.000)	1.000					
Growth	-0.008 (0.586)	0.137* (0.000)	-0.126*** (0.000)	1.000				
Profitability	-0.146*** (0.002)	-0.165*** (0.000)	-0.118*** (0.000)	0.145*** (0.000)	1.000			
Leverage	0.012 (0.384)	-0.111** (0.000)	-0.024 (0.084)	0.131*** (0.000)	-0.147*** (0.000)	1.000		
Cash flow	0.023 (0.104)	0.181*** (0.000)	0.009 (0.523)	0.010 (0.494)	0.003 (0.839)	0.000 (0.985)	1.000	
Business Group	0.154*** (0.000)	0.275*** (0.000)	0.007 (0.600)	-0.244*** (0.000)	0.011 (0.435)	0.003 (0.855)	0.001 (0.948)	1.000

ตารางนี้แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในคำถามงานวิจัยข้อที่ 1 ตัวแปรตาม IPO เป็นความน่าจะเป็นในการเลือกเข้าสู่สาธารณชน ซึ่งเป็นตัวแปรหุ่น โดยที่ 1 เท่ากับบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน ณ เวลา t และ 0 เท่ากับบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน ณ เวลา t Size คือ ขนาดของบริษัท Age คือ อายุของบริษัท Growth คือ การเติบโตของยอดขายของบริษัท Profitability คือ ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท Leverage คือ สัดส่วนหนี้สินของบริษัท Cash flow คือ กระแสเงินสดของบริษัท Business Group คือ ตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจ ซึ่งถ้าเป็น 1 เท่ากับบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกของประเทศไทย และ 0 เท่ากับ อื่นๆ ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า p-value ***, ** และ * คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

ส่วนตารางที่ 4.6 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูล โดยใช้แบบจำลองโพรบิท พบว่าปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ได้แก่ (1) กลุ่มธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยเป็นไปตามสมมติฐานที่ 1 โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 หมายความว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความน่าจะเป็นที่บริษัทเลือกตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนมากกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (2) อายุของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางลบกับการตัดสินใจเลือกเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย เป็นไปตามสมมติฐานที่ 3 โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 หมายความว่าบริษัทที่มีอายุน้อยมีความน่าจะเป็นที่บริษัทตัดสินใจเลือกเข้าสู่สาธารณชน (3) ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยเป็นไปตามสมมติฐานที่ 2 โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 หมายความว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ มีความน่าจะเป็นที่บริษัทตัดสินใจเลือกเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย และ (4) ความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์ทางลบกับการตัดสินใจเลือกเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยเป็นไปตามสมมติฐานที่ 5 โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 หมายความว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัทอยู่ในระดับต่ำ มีความน่าจะเป็นที่บริษัทตัดสินใจเลือกเข้าสู่สาธารณชน

สำหรับตัวแปรอื่นๆ ได้แก่ การเติบโตของยอดขายของบริษัท ผลการศึกษาไม่เป็นไปตามสมมติฐานและไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนสัดส่วนหนี้สินของบริษัท และกระแสเงินสดของบริษัท พบว่าเป็นไปตามสมมติฐาน แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า การเติบโตของยอดขายของบริษัท สัดส่วนหนี้สินของบริษัท และกระแสเงินสดของบริษัท ไม่มีผลต่อการตัดสินใจเลือกเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ในขณะที่ตัวแปรอุตสาหกรรมและปีปฏิทินไม่มีผลต่อการตัดสินใจเลือกเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยด้วยเช่นกัน

ตารางที่ 4.6 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ โดยแบบจำลองพหุคูณ

ตัวแปร (Variables)	ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient)
Business Group	0.8423*** (0.0000)
Size	0.3752*** (0.0000)
Age	-0.0884*** (0.0000)
Growth	-0.0014 (0.4225)
Profitability	-0.0146** (0.0166)
Leverage	-0.0887 (0.6257)
Cash flow	-0.0002 (0.7961)
Industry dummy	Yes
Year dummy	Yes
McFadden R-squared	0.349930
Mean dependent var	0.016908
S.E. of regression	0.115238

ตารางนี้แสดงการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ ผู้วิจัยใช้แบบจำลองพหุคูณ ประชากรที่ใช้ในการศึกษาเป็นบริษัทที่สามารถเข้าสู่สาธารณชนในช่วงปี 2543-2548 รวม 6 ปี จำนวน 1,210 บริษัท ค่าสังเกตทั้งหมด 5,227 ค่าสังเกต ตัวแปรตามเป็นความน่าจะเป็นในการเลือกเข้าสู่สาธารณชน ซึ่งเป็นตัวแปรหุ่น โดยที่ 1 เท่ากับบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน ณ เวลา t และ 0 เท่ากับบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน ณ เวลา t หรืออื่นๆ Business Group คือ ตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจ ซึ่งถ้าเป็น 1 เท่ากับบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกของประเทศไทย และ 0

เท่ากับอื่นๆ Size คือ ขนาดของบริษัท Age คือ อายุของบริษัท Growth คือ การเติบโตโดยยอดขายของบริษัท Profitability คือ ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท Leverage คือ สัดส่วนหนี้สินของบริษัท Cash flow คือ กระแสเงินสดของบริษัท Industry คือ ตัวแปรหุ่นของกลุ่มอุตสาหกรรม และ Year คือ ตัวแปรหุ่นของปีปฏิทิน ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า p-value ***, ** และ * คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

4.2 คำถามงานวิจัยข้อที่ 2 ก่อนและหลังการเข้าสู่สาธารณชนบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีผลการดำเนินงานแตกต่างกันหรือไม่

4.2.1 สถิติเชิงพรรณนา

การวิเคราะห์โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา เป็นการอธิบายคุณลักษณะตัวแปรแต่ละตัวที่จะนำไปใช้ในการวิเคราะห์ในส่วนที่ 2 ต่อไป โดยสถิติที่ใช้ คือ ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เช่นเดียวกันกับคำถามงานวิจัยในส่วนที่ 1

ตารางที่ 4.7 พิจารณากลุ่มตัวอย่างแบ่งเป็น 3 ส่วนเพื่อเปรียบเทียบกัน โดยส่วนที่ 1 พิจารณาเปรียบเทียบก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชน ส่วนที่ 2 พิจารณาเปรียบเทียบบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังเข้าสู่สาธารณชน และส่วนที่ 3 พิจารณาความแตกต่างของค่าเฉลี่ยทั้งสองกลุ่ม ซึ่งในส่วนที่ 1 พบว่าด้านสภาพคล่องทางการเงิน อัตราส่วนสภาพคล่องก่อนเข้าสู่สาธารณชนของตัวอย่างเฉลี่ย 1.60 เท่า เปรียบเทียบกับหลังเข้าสู่สาธารณชนเฉลี่ย 1.99 เท่า สำหรับอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็วของตัวอย่างเฉลี่ยก่อนเข้าสู่สาธารณชนและหลังเข้าสู่สาธารณชนอยู่ที่ 0.94 และ 0.97 เท่า ตามลำดับ ส่วนอัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้าก่อนเข้าสู่สาธารณชนเฉลี่ย 12.33 ครั้ง และหลังเข้าสู่สาธารณชนเฉลี่ย 14.82 ครั้ง ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย พบว่าหลังจากเข้าสู่สาธารณชนเฉลี่ย 53.49 วัน เปรียบเทียบกับก่อนเข้าสู่สาธารณชนเฉลี่ย 50.91 วัน สำหรับอัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือของกลุ่มตัวอย่างก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชนเฉลี่ย 19.04 และ 9.91 เท่า ตามลำดับ ส่วนระยะเวลาขายสินค้าเฉลี่ยก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชนอยู่ที่ 46.90 และ 80.59 วัน ตามลำดับ

เมื่อพิจารณาทางด้านความสามารถในการทำกำไร พบว่า อัตรากำไรขั้นต้นของตัวอย่างก่อนเข้าสู่สาธารณชนเฉลี่ยร้อยละ 23.61 เปรียบเทียบกับหลังเข้าสู่สาธารณชนเฉลี่ยร้อยละ 20.53 ส่วนอัตรากำไรสุทธิของตัวอย่างก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชนเฉลี่ยร้อยละ 9.53 และ 3.16 ตามลำดับ และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นของตัวอย่างก่อนเข้าสู่สาธารณชนเฉลี่ย 25.75 เท่า และหลังเข้าสู่สาธารณชนเฉลี่ย 10.18 เท่า

ส่วนทางด้านอัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการทำงาน พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของตัวอย่างก่อนเข้าสู่สาธารณชนเฉลี่ยร้อยละ 13.39 เทียบกับหลังเข้าสู่สาธารณชนเฉลี่ยร้อยละ 8.68 ส่วนอัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์ถาวรก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชนเฉลี่ย 5.90 และ 7.66 ครั้ง ตามลำดับ สำหรับอัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมก่อนเข้าสู่สาธารณชนเฉลี่ย 1.77 เท่า และหลังเข้าสู่สาธารณชนเฉลี่ย 1.37 เท่า

ทางด้านอัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนก่อนเข้าสู่สาธารณชนเฉลี่ย 2.30 เท่า เทียบกับหลังเข้าสู่สาธารณชนเฉลี่ย 1.18 เท่า ส่วนอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยหลังเข้าสู่สาธารณชนเฉลี่ย 11.37 เท่า และก่อนเข้าสู่สาธารณชนเฉลี่ย 9.67 เท่า

สำหรับส่วนที่ 2 พิจารณาเปรียบเทียบบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังเข้าสู่สาธารณชนแล้ว พบว่า อัตราส่วนสภาพคล่องเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ 2.13 เท่า และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ 1.62 เท่า ส่วนอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็วเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ 1.00 และ 0.87 เท่า ตามลำดับ สำหรับอัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้าเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ 15.33 ครั้ง และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ 13.43 ครั้ง ทั้งนี้ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ 54.45 และ 50.79 วัน ตามลำดับ สำหรับอัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ และระยะเวลาขายสินค้าเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ 8.95 เท่า และ 84.56 วัน ตามลำดับ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ 12.52 เท่า และ 69.72 วัน ตามลำดับ

ส่วนทางด้านความสามารถในการทำกำไร พบว่า อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ร้อยละ 22.67 และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ร้อยละ 14.63 ในขณะที่อัตรากำไรสุทธิ และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ร้อยละ 3.98 และ 11.37 ตามลำดับ ส่วนบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ร้อยละ 2.87 และ 9.75 ตามลำดับ

ทางด้านอัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการทำงาน พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมเฉลี่ยของบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ร้อยละ 9.17 และ 1.59 เท่า ตามลำดับ ส่วนบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ร้อยละ 8.50 และ 1.25 เท่า ตามลำดับ นอกจากนี้อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์ถาวรเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจที่ 8.24 เท่า เมื่อเทียบกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจที่ 6.08 เท่า

สำหรับทางด้านอัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเฉลี่ยของบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ 1.50 เท่า เทียบกับบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ 1.07 เท่า ส่วนอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยเฉลี่ยใกล้เคียงกันโดยบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ 11.45 เท่า และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ 11.15 เท่า

ส่วนที่ 3 พิจารณาความแตกต่างของค่าเฉลี่ยทั้งสองกลุ่มก่อนเข้าสู่สาธารณชนและหลังเข้าสู่สาธารณชน พบว่าค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ ระยะเวลาขายสินค้าเฉลี่ย อัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน หลังเข้าสู่สาธารณชนมีความแตกต่างกับก่อนเข้าสู่สาธารณชน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ส่วนค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็วหลังเข้าสู่สาธารณชนมีความแตกต่างกับก่อนเข้าสู่สาธารณชน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย อัตรากำไรขั้นต้น อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์ถาวร และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยในการจ่ายดอกเบี้ยของหลังเข้าสู่สาธารณชนไม่มีความแตกต่างกับก่อนเข้าสู่สาธารณชน

สำหรับความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ พบว่าค่าเฉลี่ยอัตราส่วนสภาพคล่อง และอัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ส่วนค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็วของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ ระยะเวลาขายสินค้าเฉลี่ย อัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์ถาวร อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่มีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

ตารางที่ 4.7 สถิติเชิงพรรณนาตัวแปรเดียว

ส่วนที่ 1 ผลการดำเนินงานของบริษัทก่อนและหลังการเข้าสู่สาธารณชน

ตัวแปร (Variables)	หน่วย	จำนวน ตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย (Mean)		ค่ามัธยฐาน (Median)		ค่าต่ำสุด (Min)		ค่าสูงสุด (Max)		ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (Std. Dev.)	
			Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post
สภาพคล่องทางการเงิน												
อัตราส่วนสภาพคล่อง	เท่า	95	1.60	1.99	1.16	1.51	0.08	0.35	8.58	8.88	1.36	1.52
อัตราส่วนเงินทุน หมุนเวียนเร็ว	เท่า	95	0.94	0.97	0.62	0.73	0.01	0.00	9.40	10.67	1.15	1.16
อัตราส่วนหมุนเวียน ลูกหนี้การค้า	ครั้ง	95	12.33	14.82	6.58	7.65	2.00	0.60	68.65	120.00	13.77	19.46
ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย	วัน	95	50.91	53.49	46.61	47.04	1.53	0.39	180.00	263.72	33.73	41.43
อัตราส่วนหมุนเวียน สินค้าคงเหลือ	เท่า	95	19.04	9.91	11.42	6.33	0.22	0.17	94.71	90.58	22.20	12.53
ระยะเวลาขายสินค้า เฉลี่ย	วัน	95	46.90	80.59	29.00	57.05	0.58	2.39	223.00	346.84	45.52	66.98

ตารางที่ 4.7 (ต่อ)

ตัวแปร (Variables)	หน่วย	จำนวน ตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย (Mean)		ค่ามัธยฐาน (Median)		ค่าต่ำสุด (Min)		ค่าสูงสุด (Max)		ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (Std. Dev.)	
			Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post
ความสามารถในการทำกำไร												
อัตรากำไรขั้นต้น	ร้อยละ	95	23.61	20.53	18.40	17.54	0.10	-14.09	84.05	71.01	1.52	14.38
อัตรากำไรสุทธิ	ร้อยละ	95	9.53	3.16	6.26	4.77	-30.60	93.64	36.22	2.87	15.58	
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	ร้อยละ	95	25.75	10.18	20.24	12.98	-120.83	203.61	51.92	37.34	17.40	
อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการ ทำงาน												
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์	ร้อยละ	95	13.39	8.68	7.45	9.55	-32.99	101.05	40.72	18.60	9.84	
อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์ ถาวร	ครั้ง	95	5.90	7.66	3.13	3.16	0.12	48.15	79.78	7.05	11.95	
อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม	เท่า	95	1.77	1.34	1.42	1.01	0.01	7.54	6.21	1.44	1.09	
อัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน												
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน	เท่า	95	2.30	1.18	1.53	0.95	-2.27	0.04	14.62	7.82	2.77	1.02
อัตราส่วนความสามารถในการ จ่ายดอกเบี้ย	เท่า	95	9.67	11.37	7.42	7.09	-69.71	83.47	68.50	21.97	16.39	

ตารางที่ 4.7 (ต่อ)

ส่วนที่ 2 ผลการดำเนินงานของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

ตัวแปร (Variables)	หน่วย	จำนวน ตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย (Mean)		ค่ามัธยฐาน (Median)		ค่าต่ำสุด (Min)		ค่าสูงสุด (Max)		ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (Std. Dev.)	
			NBG	BG	NBG	BG	NBG	BG	NBG	BG	NBG	BG
สภาพคล่องทางการเงิน												
อัตราส่วนสภาพคล่อง	เท่า	95	1.62	2.13	1.51	1.52	0.45	0.35	6.49	0.88	1.03	1.65
อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว	เท่า	95	0.87	1.00	0.66	0.75	0.00	0.02	6.21	10.67	0.83	1.26
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า	ครั้ง	95	13.43	15.33	8.18	7.61	2.77	0.60	80.20	120.00	17.47	20.16
ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย	วัน	95	50.79	54.48	44.61	47.73	0.39	0.78	131.86	263.72	29.74	44.97
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้า	เท่า	95	12.52	8.95	7.59	5.92	0.17	0.17	70.15	90.58	15.41	11.19
คงเหลือ												
ระยะเวลาขายสินค้าเฉลี่ย	วัน	95	69.72	84.56	48.11	58.35	5.20	2.39	303.77	346.84	63.55	67.94
ความสามารถในการทำกำไร												
อัตรากำไรขั้นต้น	ร้อยละ	95	14.63	22.67	12.04	19.50	-3.81	-14.09	61.74	71.01	11.30	14.81
อัตรากำไรสุทธิ	ร้อยละ	95	3.98	2.87	3.57	5.06	-45.74	-82.04	36.22	28.98	10.75	17.02
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	ร้อยละ	95	11.37	9.75	12.98	13.00	-70.15	-74.61	51.92	42.18	18.64	16.96

ตารางที่ 4.7 (ต่อ)

ตัวแปร (Variables)	หน่วย	จำนวน ตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่ามัธยฐาน (Median)	ค่าต่ำสุด (Min)	ค่าสูงสุด (Max)	ส่วนเบี่ยงเบน				
							ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	(Std. Dev.)			
			NBG	BG	NBG	BG	NBG	BG			
อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในกา ทำงาน											
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์	ร้อยละ	95	9.17	8.50	8.68	9.69	-22.81	40.72	38.32	9.87	9.85
อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์ถาวร	ครั้ง	95	6.08	8.24	2.05	3.48	0.17	67.01	79.78	10.47	12.42
อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม	เท่า	95	1.59	1.25	1.02	1.01	0.11	6.21	5.44	1.34	0.97
อัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทาง การเงิน											
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน	เท่า	95	1.50	1.07	1.34	0.91	0.10	5.13	7.82	1.19	0.93
อัตราส่วนความสามารถในการจ่าย ดอกเบี้ย	เท่า	95	11.15	11.45	6.55	7.56	-29.42	68.50	63.02	17.02	16.20

ตารางที่ 4.7 (ต่อ)

ส่วนที่ 3 ความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Mean Difference) ทางด้านผลการดำเนินงานทั้ง 4 ด้าน

	หน่วย	ค่าเฉลี่ย (Mean)		ค่าเฉลี่ย (Mean)	
		Pre and Post		NBS and BS	
		Pre-IPO	Post-IPO	NBS	BS
สภาพคล่องทางการเงิน					
อัตราส่วนสภาพคล่อง	เท่า	1.60	1.99***	2.13	1.62***
อัตราส่วนเงินหมุนเวียนเร็ว	เท่า	0.94	0.97**	1.00	0.87**
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า	ครั้ง	12.33	14.82	15.33	13.43
ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย	วัน	50.91	53.49	54.48	50.79
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ	เท่า	19.04	9.91***	8.95	12.52
ระยะเวลาขายสินค้าเฉลี่ย	วัน	46.90	80.59***	84.56	69.72
ความสามารถในการทำกำไร					
อัตรากำไรขั้นต้น	ร้อยละ	23.61	20.53	22.67	14.63***
อัตรากำไรสุทธิ	ร้อยละ	9.53	3.16***	2.87	3.98
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	ร้อยละ	25.75	10.18***	9.75	11.37
อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการทำงาน					
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์	ร้อยละ	13.39	8.68**	8.50	9.17
อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์ถาวร	ครั้ง	5.90	7.66	8.24	6.08
อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม	เท่า	1.77	1.34***	1.25	1.59
อัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน					
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน	เท่า	2.30	1.18***	1.07	1.50
อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย	เท่า	9.67	11.37	11.45	11.15

ตารางนี้แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ศึกษา โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นบริษัทที่สามารถเข้าสู่สาธารณชนได้ในช่วงปี 2543-2548 รวม 95 บริษัท โดยมี 3 ส่วน คือ ส่วนที่ 1 ผลการดำเนินงานของบริษัทก่อนและหลังการเข้าสู่สาธารณชน ส่วนที่ 2 ผลการดำเนินงานของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และส่วนที่ 3 การทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Mean Difference) ในแต่ละกลุ่ม ซึ่งอัตราส่วนทางการเงินแบ่งออกเป็น 4 ด้าน (1) ทางด้านสภาพคล่องทางการเงิน ประกอบด้วยอัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ และระยะเวลาขายสินค้าเฉลี่ย (2) ทางด้านความสามารถในการทำกำไร ประกอบด้วยอัตรากำไรขั้นต้น อัตรากำไรสุทธิ และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (3) ทางด้านอัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการทำงาน ประกอบด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์ถาวร และอัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (4) ทางด้านอัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน ประกอบด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย Pre คือ ก่อนเข้าสู่สาธารณชน Post คือ หลังเข้าสู่สาธารณชน NBG คือ บริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ BG คือ บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ***, ** และ * คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

4.2.2 การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis)

การวิเคราะห์เชิงปริมาณในคำถามงานวิจัยข้อที่ 2 มีจำนวนตัวอย่าง 2 กลุ่ม คือ บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ จำนวน 16 บริษัท และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ จำนวน 79 บริษัท ซึ่งในขั้นตอนแรกได้มีการทดสอบข้อมูลก่อน เพื่อให้ข้อมูลมีความถูกต้องในทางสถิติ และไม่มี ความโอนเอียงในการวิเคราะห์ข้อมูล ดังนั้นผู้วิจัยจึงต้องทำการทดสอบความแปรปรวนของข้อมูล ทั้ง 2 กลุ่ม ด้วยวิธีการของ Levene's Test of Equality of Variance ซึ่งกำหนดสมมติฐานที่ต้องการทดสอบ (Null hypothesis : H_0) และสมมติฐานทางเลือก (Alternative hypothesis : H_1) เป็นดังนี้

H_0 : ความแปรปรวนของกลุ่มเท่ากัน

H_1 : ความแปรปรวนของกลุ่มไม่เท่ากัน

ทั้งนี้การยอมรับสมมติฐานหลัก (H_0) คือความแปรปรวนของกลุ่มเท่ากัน หรือข้อมูลของทั้งสองกลุ่มไม่มีความแตกต่างกัน ในทางตรงกันข้าม ถ้าปฏิเสธสมมติฐานหลัก คือความแปรปรวนของกลุ่มไม่เท่ากัน หรือข้อมูลของทั้งสองกลุ่มมีความแตกต่างกัน ซึ่งในการทดสอบครั้งนี้ได้กำหนดระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ดังนั้นจะยอมรับสมมติฐานหลัก เมื่อ p-value ที่คำนวณได้ > 0.05

ตารางที่ 4.8 ผลจากการทดสอบแสดงให้เห็นว่า p-value ที่คำนวณได้ส่วนใหญ่มีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด ($\alpha=0.05$) ทำให้ยอมรับสมมติฐานหลัก แสดงว่าความแปรปรวนของกลุ่มเท่ากัน หรือข้อมูลของทั้งสองกลุ่มไม่มีความแตกต่างกัน ยกเว้นอัตราส่วนสภาพคล่อง พบว่า p-value ที่คำนวณได้ เท่ากับ 0.000 มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด ($\alpha=0.05$) ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานหลัก แสดงว่าความแปรปรวนของกลุ่มไม่เท่ากันหรือข้อมูลของทั้งสองกลุ่มมีความแตกต่างกัน

จะเห็นได้ว่าข้อมูลทางด้านผลการดำเนินงานในด้านต่างๆ ของทั้ง 2 กลุ่ม คือ บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ส่วนใหญ่ไม่มีความแตกต่างกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และสามารถนำไปใช้ในการวิเคราะห์ในส่วนถัดไป

ตารางที่ 4.8 การทดสอบความแปรปรวนของข้อมูลผลการดำเนินงานในด้านต่างๆ ระหว่างบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

ผลการดำเนินงาน	Levene's Test of Equality of Variance (p-value)	สรุปสมมติฐาน
สภาพคล่องทางการเงิน		
อัตราส่วนสภาพคล่อง	0.000	ปฏิเสธสมมติฐาน
อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว	0.051	ยอมรับสมมติฐาน
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า	0.469	ยอมรับสมมติฐาน
ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย	0.367	ยอมรับสมมติฐาน
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ	0.744	ยอมรับสมมติฐาน
ระยะเวลาขายสินค้าเฉลี่ย	0.171	ยอมรับสมมติฐาน
ความสามารถในการทำกำไร		
อัตรากำไรขั้นต้น	0.108	ยอมรับสมมติฐาน
อัตรากำไรสุทธิ	0.849	ยอมรับสมมติฐาน
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	0.574	ยอมรับสมมติฐาน

ตารางที่ 4.8 (ต่อ)

ผลการดำเนินงาน	Levene's Test of Equality of Variance (p-value)	สรุปสมมติฐาน
อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการทำงาน		
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์	0.249	ยอมรับสมมติฐาน
อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์ถาวร	0.891	ยอมรับสมมติฐาน
อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม	0.225	ยอมรับสมมติฐาน
อัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน		
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน	0.096	ยอมรับสมมติฐาน
อัตราส่วนความสามารถในการจ่าย ดอกเบี้ย	0.786	ยอมรับสมมติฐาน

หลังจากที่ได้ทำการทดสอบข้อมูลที่จะใช้ในการวิเคราะห์แล้ว ในส่วนต่อไปเป็นการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานก่อนและหลังจากการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ เพื่อตอบคำถามงานวิจัยข้อที่ 2 โดยใช้วิธีการวิเคราะห์ความแตกต่าง (Difference in Difference) เป็นการศึกษาความแตกต่างด้านผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ซึ่งสมการที่ใช้ในการศึกษาเป็นดังนี้

$$\text{DID estimator} = [E(y|BG_{i,t} = 1, \text{Period}_{i,t} = 1) - E(y|BG_{i,t} = 0, \text{Period}_{i,t} = 1)] - [E(y|BG_{i,t} = 1, \text{Period}_{i,t} = 0) - E(y|BG_{i,t} = 0, \text{Period}_{i,t} = 0)]$$

ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ทำการกำหนดสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาผลการดำเนินงานก่อนและหลังจากการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ดังแสดงในตารางที่ 4.9

ตารางที่ 4.9 สรุปสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาผลการดำเนินงานหลังจากการเข้าสู่สาธารณชนของ บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

สมมติฐานที่	รายละเอียดของสมมติฐานการวิจัย
8	ก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชนผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

ตารางที่ 4.10 แสดงถึงการวิเคราะห์ความแตกต่าง โดยแบ่งการพิจารณาผลการดำเนินงานทางการเงินทั้ง 4 มิติ ดังนี้

(1) บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีผลการดำเนินงานทางการเงินก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชนแตกต่างกันหรือไม่

(2) บริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีผลการดำเนินงานทางการเงินก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชนแตกต่างกันหรือไม่

(3) ก่อนเข้าสู่สาธารณชนผลการดำเนินงานทางการเงินระหว่างบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจแตกต่างกันหรือไม่ และ

(4) หลังเข้าสู่สาธารณชนผลการดำเนินงานทางการเงินระหว่างบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจแตกต่างกันหรือไม่

รวมทั้งยังได้ทำการวิเคราะห์ความแตกต่างในผลการดำเนินงานทางการเงินก่อนและหลังจากการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจด้วย

สำหรับผลการดำเนินงานทางการเงิน ทั้ง 4 ด้าน ได้ผลการวิเคราะห์ดังนี้

1. ด้านสภาพคล่องทางการเงิน ประกอบด้วย 6 อัตราส่วน ได้แก่ อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ และระยะเวลาขายสินค้าเฉลี่ย ผลการวิเคราะห์เป็นดังนี้

1.1 อัตราส่วนสภาพคล่อง พบว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างทางด้านอัตราส่วนสภาพคล่องระหว่างก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 หมายความว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังเข้าสู่สาธารณชนมีอัตราส่วนสภาพคล่องดีขึ้นกว่าก่อนเข้าสู่สาธารณชน ส่วนบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างทางด้านอัตราส่วนสภาพคล่องระหว่างก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 หมายความว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังเข้าสู่สาธารณชนมีอัตราส่วนสภาพคล่องต่ำลง

สาธารณชน ในขณะที่บริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างของอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยระหว่างก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 หมายความว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังเข้าสู่สาธารณชนมีอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยลดลงก่อนเข้าสู่สาธารณชน สำหรับก่อนเข้าสู่สาธารณชนอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่มีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ เช่นเดียวกับหลังเข้าสู่สาธารณชนบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่มีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ทั้งนี้จากการวิเคราะห์ความแตกต่างพบว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจทั้งก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

จากการวิเคราะห์ความแตกต่างของผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจก่อนและหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน พบว่ามีความแตกต่างกันเพียง 3 ส่วนเท่านั้น ได้แก่ ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย อัตรากำไรขั้นต้น และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย ดังนั้นสรุปได้ว่าผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจก่อนและหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ 8

ตารางที่ 4.10 การวิเคราะห์ความแตกต่าง (DID)

ส่วนที่ 1 สภาพคล่องทางการเงิน

	Business Group (BG)	Non-business group (NBG)	Difference (BG-NBG)
อัตราส่วนสภาพคล่อง			
Pre-IPO (1)	-0.3550	0.5040	-0.8590 (0.089)*
Post-IPO (2)	0.4752	-0.3622	0.8374 (0.111)
Difference (1) – (2)	-0.8303 (0.010)**	0.8662 (0.001)***	-1.6964 (0.988)

ตารางที่ 4.10 (ต่อ)

ส่วนที่ 1 สภาพคล่องทางการเงิน

	Business Group (BG)	Non-business group (NBG)	Difference (BG-NBG)
อัตราส่วนเงินทุน			
หมุนเวียนเร็ว			
Pre-IPO (1)	-0.1917	0.3048	-0.4965 (0.307)
Post-IPO (2)	0.2724	-0.3727	0.6451 (0.081)*
Difference (1) – (2)	-0.4641 (0.084)*	0.6775 (0.020)**	-1.1416 (0.691)
อัตราส่วนหมุนเวียน			
ลูกหนี้การค้า			
Pre-IPO (1)	4.9662	2.8805	2.0858 (0.096)*
Post-IPO (2)	-5.5176	0.3251	5.8427 (0.9076)
Difference (1) – (2)	10.4838 (0.093)*	2.5554 (0.053)*	-7.9285 (0.984)
ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย			
Pre-IPO (1)	0.5359	4.7218	-4.1859 (0.932)
Post-IPO (2)	-3.2350	-13.8276	10.5926 (0.013)**
Difference (1) – (2)	3.7709 (0.471)	18.5494 (0.122)	-14.7785 (0.071)*

ตารางที่ 4.10 (ต่อ)
ส่วนที่ 1 สภาพคล่องทางการเงิน

	Business Group (BG)	Non-business group (NBG)	Difference (BG-NBG)
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้า			
กองเหลือ			
Pre-IPO (1)	2.5357	-8.9423	11.4780 (0.582)
Post-IPO (2)	-10.3576	1.7664	-12.1240 (0.315)
Difference (1) – (2)	12.8933 (0.000)***	-10.7087 (0.000)***	23.6020 (0.326)
ระยะเวลาขายสินค้าเฉลี่ย			
Pre-IPO (1)	-31.3255	31.5728	-62.8983 (0.003)***
Post-IPO (2)	29.7052	-4.0064	33.7116 (0.742)
Difference (1) – (2)	-61.0307 (0.000)***	35.5792 (0.000)***	-96.6099 (0.295)

ตารางที่ 4.10 (ต่อ)
ส่วนที่ 2 ความสามารถในการทำกำไร

	Business Group (BG)	Non-business group (NBG)	Difference (BG-NBG)
อัตรากำไรขั้นต้น			
Pre-IPO (1)	-1.6509	0.3626	-2.0135 (0.584)
Post-IPO (2)	-3.3123	-5.5359	2.2236 (0.036)**
Difference (1) – (2)	1.6614 (0.083)*	5.8985 (0.797)	-4.2371 (0.001)***
อัตรากำไรสุทธิ			
Pre-IPO (1)	-0.0171	-4.1831	4.1660 (0.995)
Post-IPO (2)	-1.6713	3.9607	-5.6320 (0.134)
Difference (1) – (2)	1.6542 (0.544)	-8.1438 (0.016)**	9.7980 (0.464)
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น			
Pre-IPO (1)	-3.4963	-18.2175	14.7212 (0.581)
Post-IPO (2)	-3.0871	3.5286	-6.6697 (0.284)
Difference (1) – (2)	-0.4092 (0.518)	-21.8001 (0.000)***	21.3909 (0.276)

ตารางที่ 4.10 (ต่อ)

ส่วนที่ 3 ประสิทธิภาพในการทำงาน

	Business Group (BG)	Non-business group (NBG)	Difference (BG-NBG)
อัตราผลตอบแทนจาก			
สินทรัพย์			
Pre-IPO (1)	-3.2858	-2.1683	-1.1175 (0.319)
Post-IPO (2)	-0.6564	0.8394	-1.4958 (0.595)
Difference (1) – (2)	-2.6294 (0.736)	-3.0077 (0.169)	0.3783 (0.601)
อัตราส่วนหมุนเวียน			
สินทรัพย์ถาวร			
Pre-IPO (1)	-4.4877	-1.6231	2.8646 (0.821)
Post-IPO (2)	-3.3301	0.7855	-4.1156 (0.651)
Difference (1) – (2)	-1.1576 (0.577)	-2.4086 (0.535)	1.2510 (0.992)
อัตราส่วนหมุนเวียน			
สินทรัพย์รวม			
Pre-IPO (1)	0.3486	-0.2875	0.6361 (0.153)
Post-IPO (2)	-0.4286	0.1727	-0.6013 (0.260)
Difference (1) – (2)	0.7772 (0.015)**	-0.4602 (0.001)***	-1.2374 (0.273)

ตารางที่ 4.10 (ต่อ)
ส่วนที่ 4 นโยบายทางการเงิน

	Business Group (BG)	Non-business group (NBG)	Difference (BG-NBG)
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน			
Pre-IPO (1)	-0.4087	-1.1348	0.7261 (0.418)
Post-IPO (2)	-0.3322	0.3353	-0.6675 (0.032)**
Difference (1) – (2)	-0.0765 (0.223)	-1.4701 (0.000)***	1.3936 (0.916)
อัตราส่วนความสามารถ ในการจ่ายดอกเบี้ย			
Pre-IPO (1)	2.1336	4.0992	-1.9656 (0.601)
Post-IPO (2)	1.3228	0.2338	1.0890 (0.930)
Difference (1) – (2)	0.8108 (0.723)	3.8654 (0.073)*	-3.0546 (0.070)*

ตารางนี้แสดงการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ โดยใช้วิธีการวิเคราะห์ความแตกต่าง (Difference in Difference) ซึ่งเป็นการศึกษาความแตกต่างทางด้านผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ประกอบด้วย 4 ส่วน คือ ส่วนที่ 1 สภาพคล่องทางการเงิน ส่วนที่ 2 ความสามารถในการทำกำไร ส่วนที่ 3 ประสิทธิภาพในการทำงาน และส่วนที่ 4 นโยบายทางการเงิน ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า p-value ***, ** และ * คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

4.3 คำถามงานวิจัยข้อที่ 3 หลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนแตกต่างกันหรือไม่

ผลการศึกษาในคำถามงานวิจัยนี้ แบ่งออกเป็น 2 ส่วนด้วยกัน ได้แก่

4.3.1 สถิติเชิงพรรณนา

การวิเคราะห์โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา เป็นการอธิบายคุณลักษณะตัวแปรแต่ละตัวที่จะนำไปใช้ในการวิเคราะห์ในส่วนของบริษัทภายหลังจากที่มีการเข้าสู่สาธารณชนแล้วในส่วนที่เป็นทางการลงทุน เป็นดังนี้

ตารางที่ 4.11 แสดงจำนวนตัวอย่างที่ทำการศึกษาในครั้งนี้สำหรับการตอบคำถามงานวิจัยข้อที่ 3 มีทั้งหมด 95 บริษัท หลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนแล้ว แบ่งออกเป็นบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ จำนวน 16 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 16.84 และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ จำนวน 79 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 83.16

ตารางที่ 4.11 ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาสำหรับคำถามงานวิจัยข้อที่ 3

บริษัท	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ	16	16.84
บริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ	79	83.16
รวม	95	100.00

ตารางนี้แสดงจำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา โดยเป็นบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนในช่วงปี 2543-2548 รวม 6 ปี จำนวน 95 บริษัท จำแนกตามการเป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

ตารางที่ 4.12 แสดงคุณลักษณะทั่วไปและความแตกต่างค่าเฉลี่ยของแต่ละกลุ่ม จะเห็นได้ว่า การลงทุนต่อสินทรัพย์ถาวรของตัวอย่างมีค่าเฉลี่ย 1.83 โดยบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ มีการลงทุนต่อสินทรัพย์ถาวรเฉลี่ย 1.77 และ 1.99 ตามลำดับ ส่วนกระแสเงินสดของบริษัทต่อสินทรัพย์ถาวรของตัวอย่างมีค่าเฉลี่ย 2.71 ซึ่งบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีค่าเฉลี่ย 2.87 และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีค่าเฉลี่ย 2.35

อัตราส่วนของมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ในปีที่ผ่านมาของตัวอย่างมีค่าเฉลี่ย 1.19 โดยบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจเฉลี่ย 1.25 และ 1.07 ตามลำดับ ส่วนยอดขายของบริษัทต่อสินทรัพย์ถาวรในปีที่ผ่านมาของตัวอย่าง

มีค่าเฉลี่ย 21.82 ซึ่งบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีค่าเฉลี่ย 22.30 และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีค่าเฉลี่ย 20.71

สำหรับสินทรัพย์รวมของตัวอย่างเฉลี่ย 4,321.61 ล้านบาท โดยบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีสินทรัพย์รวมเฉลี่ย 5,740.19 ล้านบาท ส่วนบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจเฉลี่ย 3,758.67 ล้านบาท เมื่อพิจารณาสินทรัพย์ถาวรทั้งหมดพบว่าตัวอย่างมีสินทรัพย์ถาวรเฉลี่ย 1,538.55 ล้านบาท ในขณะที่บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีสินทรัพย์ถาวรเฉลี่ย 2,219.40 และ 1,268.37 ล้านบาท ตามลำดับ

ส่วนทางด้านหนี้สิน พบว่า หนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมตัวอย่างเฉลี่ย 0.12 ซึ่งบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย 0.16 และ 0.10 ตามลำดับ สำหรับหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม นอกจากนี้มูลค่าตลาดของตัวอย่างมีค่าเฉลี่ย 31.25 ล้านบาท โดยบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ มีมูลค่าตลาดเฉลี่ย 37.05 ล้านบาท และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ มีมูลค่าตลาดเฉลี่ย 28.96 ล้านบาท สำหรับกระแสเงินสดของตัวอย่างมีค่าเฉลี่ย 463.61 ล้านบาท โดยบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ มีกระแสเงินสดเฉลี่ย 819.27 ล้านบาท และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ มีกระแสเงินสดเฉลี่ย 322.48 ล้านบาท ทั้งนี้ ยอดขายของบริษัทตัวอย่างมีค่าเฉลี่ย 4,464.44 ล้านบาท โดยบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมียอดขายของบริษัทเฉลี่ย 6,040.79 และ 3,838.91 ล้านบาท ตามลำดับ สำหรับการเติบโตของยอดขายบริษัทตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 16.36 โดยบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีการเติบโตของยอดขายเฉลี่ยร้อยละ 12.93 และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจเฉลี่ยร้อยละ 17.72

เมื่อพิจารณาความแตกต่างของค่าเฉลี่ยทั้งสองกลุ่ม พบว่าค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์ถาวรของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ส่วนค่าเฉลี่ยกระแสเงินสดของบริษัท อัตราส่วนของหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม และยอดขายของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 นอกจากนี้ค่าเฉลี่ย Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม และมูลค่าตลาดรวมของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.10 ในขณะที่ค่าเฉลี่ย อัตราส่วนการลงทุนต่อสินทรัพย์ถาวร ในปีที่ผ่านมา กระแสเงินสดของบริษัทต่อสินทรัพย์ถาวร ในปีที่ผ่านมา ยอดขายของบริษัทต่อสินทรัพย์ถาวร ในปีที่ผ่านมา สินทรัพย์รวม และการเติบโตของยอดขายของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ไม่มีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

ส่วนทางด้านความแตกต่างของค่ามัธยฐานทั้งสองกลุ่ม พบว่าค่ามัธยฐานของกระแสเงินสดของบริษัทต่อสินทรัพย์ถาวรในปีที่ผ่านมา และสินทรัพย์ถาวรรวมของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ส่วนค่ามัธยฐาน Tobin's Q ในปีที่ผ่านมาของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.10 ในขณะที่ค่ามัธยฐานทางด้านอัตราส่วนการลงทุนต่อสินทรัพย์ถาวรในปีที่ผ่านมา ยอดขายของบริษัทต่อสินทรัพย์ถาวรในปีที่ผ่านมา สินทรัพย์รวม อัตราส่วนของหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม มูลค่าตลาดรวม กระแสเงินสด ยอดขาย และการเติบโตโดยยอดขายของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่มีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

ตารางที่ 4.13 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบ Pearson ของตัวแปรที่ใช้ในคำถามงานวิจัยข้อที่ 3 พบว่า ตัวแปรกระแสเงินสดของบริษัท และยอดขายในปีที่ผ่านมาของบริษัทมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ส่วน Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุน แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติสำหรับกระแสเงินสดของบริษัท มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ทางบวกกับ Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ทางบวกกับยอดขายในปีที่ผ่านมา และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ทั้งนี้จากการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปร พบว่าผลของความสัมพันธ์แต่ละตัวนั้นมีความสัมพันธ์กับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ได้แก่ กระแสเงินสดของบริษัท และยอดขายในปีที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท และมีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องกับสมมติฐานที่ 9 และ 11 ตามลำดับ ในขณะที่ Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และสอดคล้องกับสมมติฐานที่ 11 จะเห็นได้ว่าส่วนใหญ่ตัวแปรในการศึกษาครั้งนี้สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

ตารางที่ 4.12 สถิติเชิงพรรณนาสำหรับงานวิจัยข้อที่ 3
ส่วนที่ 1 คุณลักษณะทั่วไป

Variables	All firms	Business Group	Non-Business Group
Investment / K			
Number of firms	95	16	79
Mean	1.83	1.77	1.99
Median	1.40	1.39	1.43
Std. Dev.	1.69	1.58	1.93
Min	0.02	0.02	0.09
Max	8.65	8.51	8.65
Cash flow / K			
Number of firms	95	16	79
Mean	2.71	2.87	2.35
Median	1.94	2.11***	1.28
Std. Dev.	3.02	3.13	2.75
Min	-2.17	-2.17	-1.84
Max	25.91	25.91	12.00
Lagged Tobin's Q			
Number of firms	95	16	79
Mean	1.19	1.25*	1.07
Median	0.89	0.93*	0.69
Std. Dev.	1.12	1.15	1.05
Min	0.00	0.00	0.06
Max	6.20	6.20	4.93
Lagged Sales / K			
Number of firms	95	16	79
Mean	21.82	22.30	20.71
Median	15.17	15.31	15.17
Std. Dev.	19.27	19.26	19.37
Min	0.25	0.45	0.25
Max	84.60	84.60	80.11

ตารางที่ 4.12 (ต่อ)

Variables	All firms	Business Group	Non-Business Group
Total Assets (ล้านบาท)			
Number of firms	95	16	79
Mean	4,321.61	5,740.19	3,758.67
Median	2,251.09	2,494.29	2,175.45
Std. Dev.	5,853.32	8,135.19	4,556.08
Min	573.57	721.93	573.57
Max	39,849.88	39,849.88	27,460.48
Total Fixed Assets (ล้านบาท)			
Number of firms	95	16	79
Mean	1,538.55	2,219.40***	1,268.37
Median	655.25	1,008.58***	541.46
Std. Dev.	2,155.65	2,599.06	1,892.98
Min	12.41	12.41	17.31
Max	9,926.16	9,324.66	9,926.16
Long-term Debt / Total Assets			
Assets			
Number of firms	95	16	79
Mean	0.12	0.16**	0.10
Median	0.06	0.08	0.05
Std. Dev.	0.14	0.18	0.12
Min	0.00	0.00	0.00
Max	0.59	0.59	0.53
Total Debt / Total Assets			
Number of firms	95	16	79
Mean	0.45	0.47*	0.44
Median	0.47	0.51	0.47
Std. Dev.	0.19	0.20	0.19
Min	0.01	0.07	0.01
Max	1.07	0.83	1.07

ตารางที่ 4.12 (ต่อ)

Other Variables	All firms	Business Group	Non-Business Group
Market Capitalization			
(ล้านบาท)			
Number of firms	95	16	79
Mean	31.25	37.05*	28.96
Median	17.43	17.90	17.25
Std. Dev.	38.60	55.50	29.22
Min	1.54	2.99	1.54
Max	329.14	329.14	166.25
Cash flow (ล้านบาท)			
Number of firms	95	16	79
Mean	463.61	819.27**	322.48
Median	190.48	204.44	178.18
Std. Dev.	1,102.95	1,885.25	482.03
Min	-856.65	-424.39	-856.65
Max	8,679.49	8,679.49	2,554.11
Sales (ล้านบาท)			
Number of firms	95	16	79
Mean	4,464.44	6,040.79**	3,838.91
Median	2,291.12	2,390.11	2,248.66
Std. Dev.	7,098.83	8,457.05	6,400.03
Min	93.24	95.65	93.24
Max	56,466.84	35,530.54	56,466.84
Sales Growth (ร้อยละ)			
Number of firms	95	16	79
Mean	16.36	12.93	17.72
Median	11.05	9.50	12.80
Std. Dev.	35.12	32.22	36.19
Min	-68.65	-52.11	-68.65
Max	134.99	119.41	134.99

ตารางนี้แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในคำถามงานวิจัยข้อที่ 3 เป็นคุณลักษณะทั่วไป ความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Mean Difference) และความแตกต่างของค่ามัธยฐาน (Median Difference) ในแต่ละกลุ่ม ซึ่งกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาเป็นบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนแล้วในช่วงปี 2543-2548 รวมทั้งหมด 95 ตัวอย่าง แบ่งเป็นบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ 16 ตัวอย่าง และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ 79 ตัวอย่าง โดยเป็นการเก็บข้อมูลหลังเข้าสู่สาธารณชนแล้ว 3 ปี Investment / K เป็นการลงทุนของปีนั้นหารด้วยสินทรัพย์ถาวร ณ เวลาเริ่มต้นของปี Cash flow / K คือ กระแสเงินสดของบริษัท (ผลรวมของกำไรสุทธิก่อนหักภาษีและค่าเสื่อมราคา) ณ ปีนั้น หารด้วยสินทรัพย์ถาวร ณ เวลาเริ่มต้นของปี Lagged Tobin's Q คือ อัตราส่วนของมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ ณ เวลาเริ่มต้นของปี Lagged Sales / K คือ ยอดขายของบริษัท ณ เวลาเริ่มต้นของปี หารด้วยสินทรัพย์ถาวร ณ เวลาเริ่มต้นของปี Total Assets คือ สินทรัพย์รวม Total Fixed Assets คือ สินทรัพย์ถาวร Long-term Debt / Total Assets คือ หนี้สินระยะยาว หารด้วยสินทรัพย์รวม Total Debt / Total Assets คือ หนี้สินรวม หารด้วยสินทรัพย์รวม Market Capitalization คือ มูลค่าตลาดรวม Cash flow คือ กระแสเงินสด Sales คือ ยอดขาย และ Sales Growth คือ การเติบโตของยอดขาย ***, ** และ * คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.13 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบ Pearson ของตัวแปรที่ใช้ในคำถามงานวิจัยข้อที่ 3

Variables	Investment / Lagged K	Cash flow / Lagged K	Lagged Tobin's Q	Lagged Sales / Lagged K
Investment / Lagged K	1.000			
Cash flow / Lagged K	0.336*** (0.000)	1.000		
Lagged Tobin's Q	0.029 (0.626)	0.015 (0.810)	1.000	
Lagged Sales / Lagged K	0.364*** (0.000)	0.463*** (0.000)	0.140** (0.020)	1.000

ตารางนี้แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในคำถามงานวิจัยข้อที่ 3 ตัวแปรตาม คือ Investment / Lagged K เป็นการลงทุนของปีนั้นหารด้วยสินทรัพย์ถาวร ณ เวลาเริ่มต้นของปี ตัวแปรอิสระ ได้แก่ Cash flow / Lagged K คือ กระแสเงินสดของบริษัท (ผลรวมของกำไร

สุทธีก่อนหักภาษีและค่าเสื่อมราคา) ณ ปีนั้น หारด้วยสินทรัพย์ถาวร ณ เวลาเริ่มต้นของปี Lagged Tobin's Q คือ อัตราส่วนของมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ ณ เวลาเริ่มต้นของปี Lagged Sales / Lagged K คือ ยอดขายของบริษัท ณ เวลาเริ่มต้นของปี หारด้วยสินทรัพย์ถาวร ณ เวลาเริ่มต้นของปี ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า p-value ***, ** และ * คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ที่ 0.01 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

4.3.2 การวิเคราะห์เชิงปริมาณ

ในการวิเคราะห์เชิงปริมาณส่วนนี้ศึกษาการเข้าสู่สาธารณชนที่มีผลกระทบต่อการลงทุนของบริษัท โดยการวิจัยครั้งนี้จะเน้นดูในส่วนของการลงทุนหลังเข้าสู่สาธารณชนแล้ว 3 ปีของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ซึ่งแบบจำลองที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นแบบจำลองสมการถดถอยพหุคูณ ดังนั้นในแต่ละส่วนต้องมีการทดสอบตัวแปรให้ เป็นไปตามสมมติฐานของแบบจำลอง ได้แก่

4.3.2.1 การตรวจสอบเงื่อนไขการวิเคราะห์ถดถอยเบื้องต้น (Underlying Assumptions)

ในส่วนแบบจำลองสมการการลงทุน

ในการศึกษาก่อนการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยพหุคูณ ผู้วิจัยจึงต้องทำการทดสอบสมมติฐานให้ เป็นไปตามหลัก Classical Model หรือเงื่อนไขการวิเคราะห์ถดถอยเบื้องต้น โดยเฉพาะข้อที่ 4-5 และ 7 ตามที่ได้ระบุไว้ในบทที่ 3

1. ค่าความคลาดเคลื่อนมีค่าความแปรปรวนคงที่

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับ Heteroscedasticity โดยกำหนดสมมติฐานที่ต้องการทดสอบ (Null hypothesis : H_0) และสมมติฐานทางเลือก (Alternative hypothesis : H_1) เป็นดังนี้

$$H_0 : \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \alpha_4 = \alpha_5 = 0$$

$$H_1 : \alpha_i \text{ อย่างน้อยหนึ่งค่าต้องมีค่าไม่เท่ากับศูนย์}$$

การยอมรับสมมติฐานหลัก (H_0) แสดงว่าไม่เกิดปัญหา Heteroscedasticity หรือเป็นกรณี Homoscedasticity คือ ความแปรปรวนของตัวแปรบกวนไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระหรือค่าความคลาดเคลื่อนมีค่าความแปรปรวนคงที่ ในทางตรงกันข้าม ถ้าปฏิเสธสมมติฐานหลัก คือเกิดปัญหา Heteroscedasticity ซึ่งในการทดสอบครั้งนี้ได้มีการพิจารณาจากค่าที่ทดสอบทางสถิติ White Heteroscedasticity test 2 ตัว คือ F-statistic และ Obs*R-squared โดยกำหนดระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ดังนั้นจะยอมรับสมมติฐานหลัก เมื่อ

- Probability ของ F-statistic > 0.05
- Probability ของ Obs*R-squared > 0.05

จากการทดสอบค่า Probability ของ F-statistic และ Probability ของ Obs*R-squared สำหรับในการศึกษาครั้งนี้ทั้งหมด พบว่า Probability มีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด ($\alpha=0.05$) ทำให้ยอมรับสมมติฐานหลัก แสดงว่าไม่เกิดปัญหา Heteroscedasticity หรือเป็นกรณี Homoscedasticity ดังแสดงในตารางที่ 4.14 จึงเป็นไปตามเงื่อนไขการวิเคราะห์สมการถดถอย

ตารางที่ 4.14 สรุปการทดสอบปัญหา Heteroscedasticity

ปีที่	แบบจำลอง ที่	Probability ของ F-statistic	Probability ของ Obs*R-squared
รวม 3 ปี	1	0.2551	0.2526
	2	0.1724	0.1734
	3	0.3011	0.2979
1	1	0.1036	0.1002
	2	0.0968	0.0953
	3	0.1082	0.1065
2	1	0.3253	0.3141
	2	0.4426	0.4391
	3	0.4338	0.4287
3	1	0.1358	0.1355
	2	0.1867	0.1841
	3	0.4481	0.4296

2. ไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างตัวคลาดเคลื่อนในแต่ละช่วงเวลา

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับ Autocorrelation โดยกำหนดสมมติฐานที่ต้องการทดสอบ (H_0) และสมมติฐานทางเลือก (H_1) เป็นดังนี้

$$H_0 : \rho = 0$$

$$H_1 : \rho \neq 0$$

โดย ρ เป็นค่าสัมประสิทธิ์ของความสัมพันธ์ (the coefficient of the autocorrelation relationship)

ซึ่งการยอมรับสมมติฐานหลัก (H_0) แสดงว่า ไม่เกิดปัญหา Autocorrelation หรือความคลาดเคลื่อนในแต่ละช่วงเวลาไม่มีความสัมพันธ์กัน ในทางตรงกันข้าม ถ้าปฏิเสธสมมติฐานหลัก คือ เกิดปัญหา Autocorrelation หรือความคลาดเคลื่อนในแต่ละช่วงเวลามีความสัมพันธ์กัน สำหรับการทดสอบครั้งนี้ได้มีการพิจารณาจากค่าที่ทดสอบทางสถิติ Breusch-Godfrey Serial Correlation LM test 2 ตัว คือ F-statistic และ Obs*R-squared โดยกำหนดระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ดังนั้นจะยอมรับสมมติฐานหลัก เมื่อ

- Probability ของ F-statistic > 0.05
- Probability ของ Obs*R-squared > 0.05

จากการทดสอบค่า Probability ของ F-statistic และ Probability ของ Obs*R-squared สำหรับการศึกษาค้างนี้ทั้งหมด พบว่า Probability มีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด ($\alpha=0.05$) ทำให้ยอมรับสมมติฐานหลัก แสดงว่าไม่เกิดปัญหา Autocorrelation ดังแสดงในตารางที่ 4.15 จึงเป็นไปตามเงื่อนไขการวิเคราะห์สมการถดถอย

ตารางที่ 4.15 สรุปการทดสอบปัญหา Autocorrelation

ปีที่	แบบจำลองที่	Probability ของ F-statistic	Probability ของ Obs*R-squared
รวม 3 ปี	1	0.5816	0.5717
	2	0.5655	0.5541
	3	0.6384	0.6268
1	1	0.1502	0.1379
	2	0.1287	0.1150
	3	0.1717	0.1518
2	1	0.6675	0.6508
	2	0.6415	0.6208
	3	0.6084	0.5831
3	1	0.2660	0.2401
	2	0.2525	0.2233
	3	0.6883	0.6593

3. ตัวแปรอิสระจะต้องไม่มีความสัมพันธ์กันเองเชิงเส้นตรงโดยสมบูรณ์

ในการทดสอบตัวแปรอิสระต้องไม่มีความสัมพันธ์กัน เป็นการพิจารณาความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมดที่ใช้ในแบบจำลอง แต่ในการวิจัยครั้งนี้ พบว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กัน แต่ไม่ได้ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity ในสมการ จึงไม่ต้องทำการแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้น และสามารถนำตัวแปรเหล่านั้นเข้าไปในแบบจำลองเช่นเดิม

ทั้งนี้จะเห็นได้ว่าการทดสอบสมมติฐานทั้ง 3 ข้อเป็นไปตามหลัก Classical Model หรือเงื่อนไขการวิเคราะห์ถดถอยเบื้องต้น จึงสามารถนำข้อมูลของตัวแปรไปทำการวิเคราะห์ในแบบจำลองพฤติกรรมการลงทุนต่อไป

4.3.2.2 การวิเคราะห์พฤติกรรมการลงทุนของบริษัท

การวิเคราะห์พฤติกรรมการลงทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน ผู้วิจัยใช้แบบจำลองสมการถดถอยพหุคูณ ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด โดยแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาเป็น ดังนี้

$$\frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{Cash\ flow_{i,t}}{K_{i,t-1}} + \alpha_2 Q_{i,t-1} + \alpha_3 \frac{Sales_{i,t-1}}{K_{i,t-1}} + \alpha_4 Business\ group_{i,t} + \alpha_5 (Business\ group * Cash\ flow)_{i,t} + \alpha_6 Industry_{i,t} + \alpha_7 Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ทำการกำหนดสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาพฤติกรรมการลงทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนดังแสดงในตารางที่ 4.16

ตารางที่ 4.16 สรุปสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน

สมมติฐานที่	รายละเอียดของสมมติฐานการวิจัย	เครื่องหมาย
9	กระแสเงินสดของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท	+
10	Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท	+
11	ยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท	+
12	บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดของบริษัทน้อยกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ	-

ในการวิเคราะห์พฤติกรรมการลงทุนของบริษัทหลังเข้าสู่สาธารณชน ซึ่งเป็นการวิเคราะห์หลังเข้าสู่สาธารณชน แบ่งเป็น 2 ส่วนคือ ส่วนที่ 1 วิเคราะห์รวม 3 ปี ดังแสดงในตารางที่ 4.17 และส่วนที่ 2 วิเคราะห์เป็นรายปี ดังแสดงในตารางที่ 4.18-4.20 โดยแบบจำลองสมการถดถอยพหุคูณด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด และมีการควบคุมผลกระทบของตัวแปรหุ่นของอุตสาหกรรมและปีปฏิทิน ซึ่งมีทั้งหมด 3 แบบจำลอง ได้แก่ แบบจำลองที่ 1 ประกอบด้วยตัวแปรกระแสเงินสดของบริษัท Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา และยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา แบบจำลองที่ 2 เพิ่มตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจ และแบบจำลองที่ 3 เพิ่ม Interaction ระหว่างตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจและกระแสเงินสดของบริษัท สำหรับผลการวิเคราะห์ เป็นดังนี้

ตารางที่ 4.17 เป็นผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุน ของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน รวม 3 ปี ได้ทำการวิเคราะห์โดยใช้แบบจำลองสมการพหุคูณ ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ซึ่งข้อมูลเป็นแบบ pooled data ระหว่างข้อมูลอนุกรมเวลา (Time Series data) และข้อมูล ณ จุดใดจุดหนึ่งของเวลา (Cross-section Data) คือ ข้อมูลของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนจำนวน 95 บริษัท หลังเข้าสู่สาธารณชนแล้ว 3 ปี คือปี 2544-2551 ซึ่งมีการควบคุมผลกระทบของตัวแปรหุ่นของอุตสาหกรรม และตัวแปรหุ่นของปีปฏิทินในการวิจัยครั้งนี้ด้วย ผลการวิเคราะห์ดังแสดงในตารางที่ 4.17 พบว่ากระแสเงินสดของบริษัท และยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท ซึ่ง

เป็นไปตามสมมติฐาน และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ ทั้ง 3 แบบจำลอง ส่วน Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา กลุ่มธุรกิจ และ Interaction ระหว่างตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจและกระแสเงินสดของบริษัท ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนไม่แตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

ทั้งนี้เพื่อเป็นการยืนยันเกี่ยวกับพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ จึงได้ทำการพิจารณาแยกเป็นรายปีตั้งแต่ปีที่ 1 ถึงปีที่ 3 โดยในปีที่ 1 หลังเข้าสู่สาธารณชนได้ผลดังแสดงในตารางที่ 4.18 ดังนี้ กระแสเงินสดของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 เฉพาะในแบบจำลองที่ 3 เท่านั้น หมายความว่ากระแสเงินสดเพิ่มขึ้น การลงทุนเพิ่มขึ้นด้วย และบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนไม่แตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

ส่วนในปีที่ 2 ผลการศึกษาดังแสดงในตารางที่ 4.19 พบว่า ยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทั้ง 3 แบบจำลอง หมายความว่ายอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมาเพิ่มขึ้น ส่งผลให้การลงทุนของบริษัทเพิ่มขึ้นด้วย และพบว่าพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในของบริษัทเพื่อการลงทุนไม่แตกต่างกันระหว่างบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

สำหรับในปีที่ 3 ผลการศึกษาดังแสดงในตารางที่ 4.20 พบว่า กระแสเงินสดของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทั้ง 3 แบบจำลอง และยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 เฉพาะในแบบจำลองที่ 3 เท่านั้น ส่วน Interaction ระหว่างตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจและกระแสเงินสดของบริษัท พบว่ามีความสัมพันธ์ทางลบกับการลงทุนของบริษัท เป็นไปตามสมมติฐานและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 หมายความว่าในปีที่ 3 หลังจากเข้าสู่สาธารณชนบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

จากผลการศึกษาการลงทุนเมื่อแยกเป็นรายปีพบว่า ในปีที่ 1 แบบจำลองที่ 1 และ 2 ตัวแปรทั้งหมดไม่มีผลต่อการลงทุนของบริษัท ส่วนในปีที่ 1 แบบจำลองที่ 3 พบว่ากระแสเงินสดของบริษัทมีผลทางบวกต่อการลงทุนของบริษัท สำหรับในปีที่ 2 ทั้ง 3 แบบจำลอง พบว่ามีเพียงยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา มีผลทางบวกต่อการลงทุนของบริษัทเท่านั้น ส่วนในปีที่ 3 แบบจำลองที่ 1

และ 2 พบว่ากระแสเงินสดของบริษัทมีผลทางบวกต่อการลงทุนของบริษัท ในขณะที่แบบจำลองที่ 3 พบว่ากระแสเงินสดของบริษัท และยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา มีผลทางบวกต่อการลงทุนของบริษัท และยังพบว่าหลังจากเข้าสู่สาธารณชนพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกัน หมายความว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่ได้ใช้กระแสเงินสดภายในบริษัทเพื่อการลงทุน ในขณะที่แสดงให้เห็นได้ว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจใช้กระแสเงินสดภายในบริษัทเพื่อการลงทุน

ดังนั้นจากผลการวิเคราะห์ที่ได้จากสมการการลงทุนหลังเข้าสู่สาธารณชนรวมทั้งหมด 3 ปี และแยกเป็นรายปี พบว่าเมื่อรวมทั้งหมด 3 ปี พฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่มีความแตกต่างกัน เช่นเดียวกับผลการวิเคราะห์แยกเป็นรายปีในปีที่ 1 และ 2 แต่อย่างไรก็ตามผลการวิเคราะห์แยกเป็นรายปี พบว่าในปีที่ 3 พฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกัน

ตารางที่ 4.17 การวิเคราะห์เชิงปริมาณเพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการลงทุนหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนรวม 3 ปี

ตัวแปร (Variables)	แบบจำลองที่ 1	แบบจำลองที่ 2	แบบจำลองที่ 3
Constant	0.9419*** (0.0000)	0.7947** (0.0002)	0.8477** (0.0003)
Cash flow / Lagged K	0.0979** (0.0073)	0.1026** (0.0162)	0.0881** (0.0285)
Lagged Tobin's Q	-0.0049 (0.9572)	0.0109 (0.9205)	0.0146 (0.8745)
Lagged Sales / Lagged K	0.0263*** (0.0000)	0.0258*** (0.0003)	0.0251*** (0.0001)
Business group		0.4225 (0.1150)	0.2556 (0.4163)
Business group * (Cash flow / Lagged K)			0.0637 (0.4109)

ตารางที่ 4.17 (ต่อ)

ตัวแปร (Variables)	แบบจำลองที่ 1	แบบจำลองที่ 2	แบบจำลองที่ 3
Industry dummy	Yes	Yes	Yes
Year dummy	Yes	Yes	Yes
R-squared	0.1736	0.1842	0.1865
Adjusted R-squared	0.1563	0.1635	0.1624
Durbin-Watson stat	1.9843	1.9936	1.9910
Observations	244	244	244

ตารางนี้แสดงการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณแบบ panel data ผู้วิจัยใช้แบบจำลองสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Model) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square: OLS) โดยตัวแปรตาม คือ Investment / Lagged K เป็นการลงทุนของปีนั้นหารด้วยสินทรัพย์ถาวร ณ เวลาเริ่มต้นของปี ตัวแปรอิสระ ได้แก่ Cash flow / Lagged K คือ กระแสเงินสดของบริษัท (ผลรวมของกำไรสุทธิก่อนหักภาษีและค่าเสื่อมราคา) ณ ปีนั้น หารด้วยสินทรัพย์ถาวร ณ เวลาเริ่มต้นของปี Lagged Tobin's Q คือ อัตราส่วนของมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ ณ เวลาเริ่มต้นของปี Lagged Sales / Lagged K คือ ยอดขายของบริษัท ณ เวลาเริ่มต้นของปี หารด้วยสินทรัพย์ถาวร ณ เวลาเริ่มต้นของปี Business Group คือ ตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจ ซึ่งถ้าเป็น 1 เท่ากับ บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกของประเทศไทย และ 0 เท่ากับ อื่นๆ Industry คือ ตัวแปรหุ่นของอุตสาหกรรม Year คือ ตัวแปรหุ่นของปีปฏิทิน ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า p-value ***, ** และ * คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.18 การวิเคราะห์เชิงปริมาณเพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการลงทุนหลังจากที่เข้าสู่
สาธารณชนในปีที่ 1

ตัวแปร (Variables)	แบบจำลองที่ 1	แบบจำลองที่ 2	แบบจำลองที่ 3
Constant	1.5393** (0.0032)	1.6289** (0.0007)	1.5908** (0.0500)
Cash flow / Lagged K	0.0593 (0.1753)	0.0603 (0.1940)	0.0708** (0.0450)
Lagged Tobin's Q	-0.0440 (0.6309)	-0.0495 (0.6175)	-0.0432 (0.8781)
Lagged Sales / Lagged K	0.0123 (0.6517)	0.0119 (0.6575)	0.0097 (0.6016)
Business Group		-0.3607 (0.6994)	-0.1134 (0.9324)
Business Group * (Cash flow / Lagged K)			-0.0217 (0.6616)
Industry dummy	Yes	Yes	Yes
Year dummy	Yes	Yes	Yes
R-squared	0.0853	0.0862	0.0882
Adjusted R-squared	0.0552	0.0456	0.0370
Durbin-Watson stat	1.6541	1.6493	1.6743
Observations	77	77	77

ตารางนี้แสดงการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ ผู้วิจัยใช้แบบจำลองสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Model) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square: OLS) โดยตัวแปรตาม คือ Investment / Lagged K เป็นการลงทุนของปีนั้นหารด้วยสินทรัพย์ถาวร ณ เวลาเริ่มต้นของปี ตัวแปรอิสระ ได้แก่ Cash flow / Lagged K คือ กระแสเงินสดของบริษัท (ผลรวมของกำไรสุทธิก่อนหักภาษีและค่าเสื่อมราคา) ณ ปีนั้น หารด้วยสินทรัพย์ถาวร ณ เวลาเริ่มต้นของปี Lagged Tobin's Q คือ อัตราส่วนของมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ ณ เวลาเริ่มต้นของปี Lagged Sales / Lagged K คือ ยอดขายของบริษัท ณ เวลาเริ่มต้นของปี หารด้วยสินทรัพย์ถาวร ณ เวลาเริ่มต้นของปี Business Group คือ ตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจ ซึ่งถ้าเป็น 1

เท่ากับ บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกของประเทศไทย และ 0 เท่ากับ
อื่นๆ Industry คือ ตัวแปรหุ่นของอุตสาหกรรม Year คือ ตัวแปรหุ่นของปีปฏิทิน ตัวเลขในวงเล็บ
คือ ค่า p-value ***, ** และ * คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.19 การวิเคราะห์เชิงปริมาณเพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการลงทุนหลังจากที่เข้าสู่
สาธารณชนในปีที่ 2

ตัวแปร (Variables)	แบบจำลองที่ 1	แบบจำลองที่ 2	แบบจำลองที่ 3
Constant	0.8298 (0.4800)	1.0509 (0.4142)	1.2646 (0.3496)
Cash flow / Lagged K	-0.0138 (0.8215)	-0.0110 (0.8595)	-0.0452 (0.6109)
Lagged Tobin's Q	0.0358 (0.6953)	0.0359 (0.6958)	0.0349 (0.7044)
Lagged Sales / Lagged K	0.0927*** (0.0068)	0.0905*** (0.0072)	0.0889*** (0.0087)
Business group		-0.8141 (0.6654)	-1.1956 (0.5536)
Business group * (Cash flow / Lagged K)			0.0575 (0.5886)
Industry dummy	Yes	Yes	Yes
Year dummy	Yes	Yes	Yes
R-squared	0.1033	0.1052	0.1081
Adjusted R-squared	0.0738	0.0654	0.0580
Durbin-Watson stat	2.0556	2.0738	2.0864
Observations	79	79	79

ตารางนี้แสดงการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ ผู้วิจัยใช้แบบจำลองสมการถดถอยพหุคูณ
(Multiple Regression Model) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square: OLS) โดยตัว
แปรตาม คือ Investment / Lagged K เป็นการลงทุนของปีนั้นหารด้วยสินทรัพย์ถาวร ณ เวลาเริ่มต้น
ของปี ตัวแปรอิสระ ได้แก่ Cash flow / Lagged K คือ กระแสเงินสดของบริษัท (ผลรวมของกำไร

สุทธิก่อนหักภาษีและค่าเสื่อมราคา) ณ ปีนั้น หาดด้วยสินทรัพย์ถาวร ณ เวลาเริ่มต้นของปี Lagged Tobin's Q คือ อัตราส่วนของมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ ณ เวลาเริ่มต้นของปี Lagged Sales / Lagged K คือ ยอดขายของบริษัท ณ เวลาเริ่มต้นของปี หาดด้วยสินทรัพย์ถาวร ณ เวลาเริ่มต้นของปี Business Group คือ ตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจ ซึ่งถ้าเป็น 1 เท่ากับ บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกของประเทศไทย และ 0 เท่ากับ อื่นๆ Industry คือ ตัวแปรหุ่นของอุตสาหกรรม Year คือ ตัวแปรหุ่นของปีปฏิทิน ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า p-value ***, ** และ * คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.20 การวิเคราะห์เชิงปริมาณเพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการลงทุนหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนในปีที่ 3

ตัวแปร (Variables)	แบบจำลองที่ 1	แบบจำลองที่ 2	แบบจำลองที่ 3
Constant	0.6305 (0.6648)	1.3184 (0.4011)	0.0611 (0.9677)
Cash flow / Lagged K	0.2390*** (0.0000)	0.2414*** (0.0000)	0.2908*** (0.0000)
Lagged Tobin's Q	-0.0466 (0.5388)	-0.0463 (0.5422)	-0.0379 (0.5950)
Lagged Sales / Lagged K	0.0638 (0.1472)	0.0594 (0.1780)	0.0898** (0.0358)
Business group		-2.1397 (0.2867)	-0.0201 (0.9919)
Business group * (Cash flow / Lagged K)			-0.2979** (0.0206)
Industry dummy	Yes	Yes	Yes
Year dummy	Yes	Yes	Yes
R-squared	0.4322	0.4395	0.5114
Adjusted R-squared	0.4067	0.4076	0.4777
Durbin-Watson stat	2.0541	2.0436	2.0284
Observations	88	88	88

ตารางนี้แสดงการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ ผู้วิจัยใช้แบบจำลองสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Model) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square: OLS) โดยตัวแปรตาม คือ Investment / Lagged K เป็นการลงทุนของปีนั้นหารด้วยสินทรัพย์ถาวร ณ เวลาเริ่มต้นของปี ตัวแปรอิสระ ได้แก่ Cash flow / Lagged K คือ กระแสเงินสดของบริษัท (ผลรวมของกำไรสุทธิก่อนหักภาษีและค่าเสื่อมราคา) ณ ปีนั้น หารด้วยสินทรัพย์ถาวร ณ เวลาเริ่มต้นของปี Lagged Tobin's Q คือ อัตราส่วนของมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ ณ เวลาเริ่มต้นของปี Lagged Sales / Lagged K คือ ยอดขายของบริษัท ณ เวลาเริ่มต้นของปี หารด้วยสินทรัพย์ถาวร ณ เวลาเริ่มต้นของปี Business Group คือ ตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจ ซึ่งถ้าเป็น 1 เท่ากับ บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกในประเทศไทย และ 0 เท่ากับ อื่นๆ Industry คือ ตัวแปรหุ่นของอุตสาหกรรม Year คือ ตัวแปรหุ่นของปีปฏิทิน ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า p-value ***, ** และ * คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

4.4 สรุป

การศึกษาของกลุ่มธุรกิจ และการเข้าสู่สาธารณชน กรณีศึกษาบริษัทในประเทศไทย ผู้วิจัยมีวัตถุประสงค์ 3 ข้อ คือ (1) เพื่อศึกษาปัจจัยด้านกลุ่มธุรกิจและปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย (2) เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานหลังจากการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และ (3) เพื่อศึกษาพฤติกรรมทางการเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน โดยผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อให้สามารถตอบวัตถุประสงค์มีความสมบูรณ์ครบถ้วน ดังนี้ (1) การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา โดยใช้ความถี่และร้อยละ ค่าต่ำสุดและค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ยเลขคณิต ค่ามัธยฐาน และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน และ (2) การวิเคราะห์เชิงปริมาณ โดยใช้เครื่องมือทางสถิติ ได้แก่ (1) การวิเคราะห์แบบจำลองโพรบิท ด้วยวิธีการประมาณค่าความน่าจะเป็นสูงสุด เพื่อตอบวัตถุประสงค์ข้อที่ 1 (2) วิธีการประมาณการกำลังสองน้อยที่สุด ในการวิเคราะห์ความแตกต่าง เพื่อตอบวัตถุประสงค์ข้อที่ 2 และ (3) การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด เพื่อตอบวัตถุประสงค์ข้อที่ 3

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา แบ่งตามวัตถุประสงค์ ได้แก่

วัตถุประสงค์ข้อที่ 1 พบว่าภาพรวมของตัวอย่างมีอายุของบริษัทเฉลี่ย 15.25 ปี ส่วนการเติบโตโดยยอดขายของบริษัทเฉลี่ยร้อยละ 19.61 และความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (วัดโดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์: ROA) เฉลี่ยร้อยละ 15.27 สำหรับกลุ่มตัวอย่างมีสัดส่วนหนี้สินของบริษัทเฉลี่ย 0.44 เท่า และกระแสเงินสดของบริษัทเฉลี่ย 3,620.25 ล้านบาท ในส่วนภาพรวม

ของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนและบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน เมื่อพิจารณาความแตกต่างค่าเฉลี่ย พบว่าบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนมีอายุเฉลี่ย ความสามารถในการทำกำไรเฉลี่ยของบริษัท ยอดขายเฉลี่ย สินทรัพย์รวมเฉลี่ย และหนี้สินรวมเฉลี่ยต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน อย่างมีนัยสำคัญ ทางสถิติ ส่วนบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนมีกำไรสุทธิเฉลี่ยมากกว่าบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน ในขณะที่สัดส่วนหนี้สินเฉลี่ยของบริษัท และกระแสเงินสดเฉลี่ยของบริษัทไม่มีความแตกต่างกัน ระหว่างบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนและบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน ส่วนภาพรวมของบริษัทในประเทศไทยที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ พบว่าความแตกต่างของค่าเฉลี่ยบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจทางด้านการเติบโตโดยยอดขายเฉลี่ยและกระแสเงินสดเฉลี่ยต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีสินทรัพย์รวมเฉลี่ย หนี้สินรวมเฉลี่ย และกำไรสุทธิเฉลี่ยมากกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีอายุเฉลี่ย ความสามารถในการทำกำไรเฉลี่ย และสัดส่วนหนี้สินเฉลี่ยไม่แตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

วัตถุประสงค์ข้อที่ 2 ส่วนที่ 1 เปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชน พบว่าในส่วนผลการดำเนินงานหลังเข้าสู่สาธารณชนดีกว่าก่อนเข้าสู่สาธารณชน ได้แก่ อัตราส่วนสภาพคล่องเฉลี่ย อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็วเฉลี่ย อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้างเฉลี่ย และอัตราส่วนหนี้ต่อทุนเฉลี่ย ส่วนผลการดำเนินงานหลังเข้าสู่สาธารณชนต่ำกว่าก่อนเข้าสู่สาธารณชน ได้แก่ ระยะเวลาขายสินค้าเฉลี่ย อัตรากำไรสุทธิเฉลี่ย อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นเฉลี่ย อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย และอัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมเฉลี่ย ในขณะที่หลังเข้าสู่สาธารณชนไม่แตกต่างกับก่อนเข้าสู่สาธารณชน ได้แก่ อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้าเฉลี่ย ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ย อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์ถาวรเฉลี่ย และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยเฉลี่ย สำหรับส่วนที่ 2 พิจารณาเปรียบเทียบบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังเข้าสู่สาธารณชนแล้ว พบว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีผลการดำเนินงานดีกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ได้แก่ อัตราส่วนสภาพคล่องเฉลี่ย อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็วเฉลี่ย และอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ย ส่วนบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจผลการดำเนินงานไม่แตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ได้แก่ อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้าเฉลี่ย ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้างเฉลี่ย ระยะเวลาขายสินค้าเฉลี่ย อัตรากำไรสุทธิเฉลี่ย อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นเฉลี่ย อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์ถาวรเฉลี่ย อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมเฉลี่ย อัตราส่วนหนี้ต่อทุนเฉลี่ย และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยเฉลี่ย

วัตถุประสงค์ข้อที่ 3 พบว่ากลุ่มตัวอย่างมีการลงทุนต่อสินทรัพย์ถาวรเฉลี่ย 1.83 กระแสเงินสดของบริษัทต่อสินทรัพย์ถาวรเฉลี่ย 2.71 อัตราส่วนของมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ในปีที่ผ่านมาเฉลี่ย 1.19 ยอดขายของบริษัทต่อสินทรัพย์ถาวรในปีที่ผ่านมาเฉลี่ย 21.82 สินทรัพย์รวมเฉลี่ย 4,321.61 ล้านบาท สินทรัพย์ถาวรเฉลี่ย 1,538.55 ล้านบาท ส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย 0.12 มูลค่าตลาดรวมเฉลี่ย 31.25 ล้านบาท กระแสเงินสดเฉลี่ย 463.61 ล้านบาท ส่วนทางด้านยอดขายเฉลี่ย 4,464.44 ล้านบาท และการเติบโตโดยยอดขายเฉลี่ยร้อยละ 16.36 ทั้งนี้บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนจากการพิจารณาความแตกต่างของค่าเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ พบว่าอัตราส่วนของมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ในปีที่ผ่านมาเฉลี่ย สินทรัพย์ถาวรเฉลี่ย กระแสเงินสดเฉลี่ย ยอดขายเฉลี่ย อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย มูลค่าตลาดรวมเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจสูงกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ สำหรับบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีอัตราส่วนของหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ยต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ในขณะที่อัตราส่วนการลงทุนต่อสินทรัพย์ถาวรในปีที่ผ่านมาเฉลี่ย กระแสเงินสดของบริษัทต่อสินทรัพย์ถาวรในปีที่ผ่านมาเฉลี่ย ยอดขายของบริษัทต่อสินทรัพย์ถาวรในปีที่ผ่านมาเฉลี่ย และการเติบโตโดยยอดขายเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ไม่แตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

ผลการวิเคราะห์เชิงปริมาณ แบ่งตามวัตถุประสงค์ ดังนี้

วัตถุประสงค์ข้อที่ 1 พบว่าปัจจัยที่มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ได้แก่ กลุ่มธุรกิจ อายุของบริษัท และขนาดของบริษัทเป็นไปตามสมมติฐาน และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ส่วนความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเป็นไปตามสมมติฐานและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยกลุ่มธุรกิจและขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย อายุของบริษัทและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางลบกับความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ในขณะที่การเติบโตโดยยอดขายของบริษัท สัดส่วนหนี้สินของบริษัท และกระแสเงินสดของบริษัท ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่าไม่มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

วัตถุประสงค์ข้อที่ 2 พบว่าจากการประมาณการความแตกต่างของผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจก่อนและหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน 3 ปี ทั้ง 4 ด้าน ได้แก่ (1) ด้านสภาพคล่องทางการเงิน (2) ด้านความสามารถในการทำกำไร (3) ด้านอัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการทำงาน และ

(4) ด้านอัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน พบว่าผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจทั้งก่อนและหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนมีความแตกต่างกันเพียง 3 ส่วนเท่านั้น ได้แก่ ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย อัตรากำไรขั้นต้น และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย

วัตถุประสงค์ข้อที่ 3 เมื่อพิจารณารวมทั้ง 3 ปีพบว่าตัวแปรกระแสเงินสดของบริษัทและยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมามีผลทางบวกต่อการลงทุนของบริษัทเป็นไปตามสมมติฐานและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ ในขณะที่ Tobin's Q ในปีที่ผ่านมาและกลุ่มธุรกิจไม่มีผลต่อการลงทุน รวมทั้งยังพบว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนไม่แตกต่างกัน และเมื่อพิจารณาการลงทุนของบริษัทแยกเป็นรายปีในปีที่ 1-3 พบว่าในปีที่ 1 กระแสเงินสดของบริษัทมีผลทางบวกต่อการลงทุนของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ส่วนในปีที่ 2 ยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมามีผลทางบวกต่อการลงทุนของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ส่วนในปีที่ 3 กระแสเงินสดของบริษัทและยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมามีผลทางบวกต่อการลงทุนของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ นอกจากนี้ยังพบว่าในปีที่ 1 และ 2 พฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่มีความแตกต่างกัน ในขณะที่ในปีที่ 3 พบว่าพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกัน

สำหรับในบทที่ 5 ผู้วิจัยจะได้นำเสนอประเด็นต่างๆ ได้แก่ สรุปภาพรวมของผลการวิจัยตามคำถามงานวิจัยทั้ง 3 ข้อ คือ (1) บัญชีด้านกลุ่มธุรกิจ และบัญชีอื่นๆ ใดบ้างที่กำหนดความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย (2) ก่อนและหลังการเข้าสู่สาธารณชนบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีผลการดำเนินงานแตกต่างกันหรือไม่ และ (3) หลังจากเข้าสู่สาธารณชนบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนแตกต่างกันหรือไม่ รวมไปถึงการอภิปรายผลการวิจัย ข้อจำกัดของงานวิจัย ข้อเสนอแนะจากงานวิจัยครั้งนี้ และข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา อภิปรายผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ

5.1 บทนำ

การศึกษากลุ่มธุรกิจและการเข้าสู่สาธารณชน กรณีศึกษาบริษัทในประเทศไทยเป็นการศึกษาเพื่อตอบคำถามงานวิจัย 3 ข้อ ได้แก่ (1) ปัจจัยด้านกลุ่มธุรกิจ และปัจจัยอื่นๆ มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยหรือไม่ (2) ก่อนและหลังการเข้าสู่สาธารณชนบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีผลการดำเนินงานแตกต่างกันหรือไม่ และ (3) หลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนแตกต่างกันหรือไม่

วัตถุประสงค์ในการศึกษาสอดคล้องกับคำถามงานวิจัยทั้ง 3 ข้อ ได้แก่ (1) เพื่อศึกษาปัจจัยด้านกลุ่มธุรกิจและปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย (2) เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานก่อนและหลังจากการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และ (3) เพื่อศึกษาพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน

การศึกษานี้มีการกำหนดขอบเขตของงานวิจัยตามคำถามงานวิจัย ดังนี้ สำหรับคำถามงานวิจัยข้อที่ 1 ประชากร ได้แก่ บริษัทในประเทศไทยที่เข้าจดทะเบียนกับกระทรวงพาณิชย์ ตั้งแต่เริ่มต้นเข้าจดทะเบียนเป็นบริษัทจนถึงปี 2548 จำนวน 298,563 บริษัท โดยประชากรจะต้องผ่านเกณฑ์และมีคุณสมบัติในการเข้าสู่สาธารณชนช่วงปี 2543-2548 ทำให้เหลือตัวอย่างในการศึกษาเพียง 1,210 บริษัท ส่วนคำถามงานวิจัยข้อที่ 2 และ 3 ประชากร ได้แก่ บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนทั้งหมดในช่วงปี 2543-2548 จำนวน 171 บริษัท ซึ่งการศึกษานี้มุ่งพิจารณาเฉพาะบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น และไม่ครอบคลุมบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงินและบริษัทที่มีการควบรวมกิจการ ทำให้เหลือตัวอย่างเพียง 95 บริษัท ส่วนขอบเขตด้านเวลาในการศึกษานี้ใช้ข้อมูลทศวรรษที่ได้มาจากกระทรวงพาณิชย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีช่วงระยะเวลาของข้อมูลระหว่างปี 2540-2551

การวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบคำถามงานวิจัยทั้ง 3 ข้อ แบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนที่ 1 สถิติเชิงพรรณนา และส่วนที่ 2 การวิเคราะห์เชิงปริมาณ เป็นผลทางด้านการใช้วิธีการทางสถิติในการทดสอบสมมติฐาน โดยคำถามงานวิจัยข้อที่ 1 ใช้วิธีการวิเคราะห์แบบจำลองโพรบิท คำถามงานวิจัยข้อที่ 2 ใช้วิธีการวิเคราะห์ Difference in Difference และคำถามงานวิจัยข้อที่ 3 ใช้วิธีการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยพหุคูณ

ดังนั้นในส่วนต่อไปเพื่อให้มีเนื้อหาครบถ้วนและสมบูรณ์ ผู้วิจัยได้แบ่งบทนี้ออกเป็น 5 ส่วนด้วยกัน ได้แก่

ส่วนที่ 1 สรุปผลการศึกษา

ส่วนที่ 2 อภิปรายผลการศึกษา

ส่วนที่ 3 ข้อจำกัดของการศึกษา

ส่วนที่ 4 ข้อเสนอแนะจากการศึกษาครั้งนี้

ส่วนที่ 5 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

5.2 สรุปผลการศึกษา

การศึกษานี้มีคำถามงานวิจัย 3 ข้อ โดยสรุปผลการศึกษาแบ่งตามคำถามงานวิจัยดังนี้

5.2.1 คำถามงานวิจัยข้อที่ 1 ปัจจัยด้านกลุ่มธุรกิจ และปัจจัยอื่นๆ มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยหรือไม่

5.2.1.1 คุณลักษณะทั่วไปของตัวแปรที่ศึกษา

จำนวนตัวอย่างที่ทำการศึกษาแบ่งเป็นบริษัทในประเทศไทยที่ไม่เข้าสู่สาธารณชนจำนวน 1,115 บริษัท (ร้อยละ 92.15) และบริษัทในประเทศไทยที่เข้าสู่สาธารณชนจำนวน 95 บริษัท (ร้อยละ 7.85) พบว่ากลุ่มตัวอย่างมีอายุเฉลี่ยของบริษัทอยู่ที่ 15.25 ปี การเติบโตโดยยอดขายของบริษัทเฉลี่ยร้อยละ 19.61 สินทรัพย์รวมของบริษัทเฉลี่ย 2,564.47 ล้านบาท และความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (วัดโดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์) เฉลี่ยร้อยละ 15.27 สำหรับสัดส่วนหนี้สินของบริษัทเฉลี่ย 0.44 เท่า และกระแสเงินสดของบริษัทเฉลี่ย 3,620.25 ล้านบาท

ทางด้านคุณลักษณะของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนและบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน จากการพิจารณาความแตกต่างของค่าเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ พบว่าอายุเฉลี่ยของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน (8.91 ปี) น้อยกว่าบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน (15.23 ปี) ความสามารถในการทำกำไรเฉลี่ยของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน (ร้อยละ 10.58) น้อยกว่าบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน (ร้อยละ 15.34) ยอดขายเฉลี่ยของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน (ร้อยละ 19.53) ต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เข้าสู่

สาธารณชน (ร้อยละ 20.44) สินทรัพย์รวมเฉลี่ยของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน (1,694.07 ล้านบาท) น้อยกว่าบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน (2,684.42 ล้านบาท) หนี้สินรวมเฉลี่ยของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน (1,317.34 ล้านบาท) ต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน (9,134.64 ล้านบาท) และกำไรสุทธิเฉลี่ยของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน (1,251.42 ล้านบาท) มากกว่าบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน (332.79 ล้านบาท) ในขณะที่สัดส่วนหนี้สินเฉลี่ยของบริษัท การเติบโตโดยยอดขายของบริษัท และกระแสเงินสดเฉลี่ยของบริษัทไม่มีความแตกต่างกันระหว่างบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนและบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน

ส่วนคุณลักษณะของบริษัทในประเทศไทยที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ จากการพิจารณาความแตกต่างของค่าเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ พบว่าการเติบโตโดยยอดขายเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (ร้อยละ 17.43) ต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (ร้อยละ 21.10) กระแสเงินสดเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (197.99 ล้านบาท) ต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (257.58 ล้านบาท) สินทรัพย์รวมเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (4,427.82 ล้านบาท) สูงกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (2,592.95 ล้านบาท) หนี้สินรวมเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (1,992.52 ล้านบาท) มีมากกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีหนี้สิน (1,166.78 ล้านบาท) กำไรสุทธิเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (682.77 ล้านบาท) สูงกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (394.65 ล้านบาท) ในขณะที่อายุเฉลี่ยของบริษัท ความสามารถในการทำกำไรเฉลี่ยของบริษัท ยอดขายของบริษัท และสัดส่วนหนี้สินเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่มีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

5.2.1.2 ผลของปัจจัยด้านกลุ่มธุรกิจและปัจจัยอื่นๆ ที่มีต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้แบบจำลองโพรบิท พบว่าปัจจัยที่มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ดังแสดงในตารางที่ 5.1 ดังนี้

(1) กลุ่มธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางเดียวกันกับความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ 1 หมายความว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความน่าจะเป็นสูงที่ตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนมากกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

(2) ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางเดียวกันกับความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ 2 หมายความว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีความน่าจะเป็นที่ตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน

(3) อายุของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางตรงกันข้ามกับความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ 3 หมายความว่าบริษัทที่มีอายุน้อยมีความน่าจะเป็นสูงที่บริษัทตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน

(4) ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางตรงกันข้ามกับความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ 5 หมายความว่าถ้าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรในระดับต่ำจะส่งผลให้มีความน่าจะเป็นที่บริษัทตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนสูงขึ้น

(5) ตัวแปรอื่นๆ ได้แก่ การเติบโตของยอดขายของบริษัท ผลการศึกษาพบว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานและไม่มีความสัมพันธ์ทางสถิติ ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 4 ส่วนสัดส่วนหนี้สินของบริษัทและกระแสเงินสดของบริษัท ผลการศึกษาพบว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย แต่ไม่มีความสัมพันธ์ทางสถิติ ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 6 และ 7 ตามลำดับ ในขณะที่อุตสาหกรรมและปีปฏิทิน ไม่มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

ตารางที่ 5.1 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาปัจจัยด้านกลุ่มธุรกิจ และปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย

สมมติฐานที่	รายละเอียดของสมมติฐานการวิจัย	ผลการวิจัย
1	การเป็นสมาชิกของกลุ่มธุรกิจ มีความสัมพันธ์ทางบวกกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย	ยอมรับสมมติฐาน
2	ขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางบวกกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย	ยอมรับสมมติฐาน
3	อายุของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางลบกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย	ยอมรับสมมติฐาน
4	การเติบโตของยอดขายของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางบวกกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย	ปฏิเสธสมมติฐาน
5	ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางลบกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย	ยอมรับสมมติฐาน
6	สัดส่วนหนี้สินของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางลบกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย	ปฏิเสธสมมติฐาน
7	กระแสเงินสดของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางลบกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย	ปฏิเสธสมมติฐาน

5.2.2 คำถามงานวิจัยข้อที่ 2 ก่อนและหลังการเข้าสู่สาธารณชนบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีผลการดำเนินงานแตกต่างกันหรือไม่

5.2.2.1 คุณลักษณะทั่วไปของตัวแปรที่ศึกษา

ภาพรวมผลการดำเนินงานทางด้านการเงินก่อนและหลังบริษัทเข้าสู่สาธารณชน ซึ่งจากการพิจารณาความแตกต่างของค่าเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ พบว่าอัตราส่วนสภาพคล่องเฉลี่ย อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็วเฉลี่ย อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือเฉลี่ย และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเฉลี่ยของบริษัทหลังเข้าสู่สาธารณชนดีกว่าก่อนเข้าสู่สาธารณชน ส่วนระยะเวลาขายสินค้าเฉลี่ย อัตรากำไรสุทธิเฉลี่ย อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นเฉลี่ย อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย และอัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมเฉลี่ยของบริษัทหลังเข้าสู่สาธารณชนต่ำกว่าก่อนเข้าสู่สาธารณชน ในขณะที่อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้าเฉลี่ย ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ย อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเฉลี่ย อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์ถาวรเฉลี่ย และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยเฉลี่ยของบริษัทหลังเข้าสู่สาธารณชนไม่แตกต่างกับก่อนเข้าสู่สาธารณชน

ส่วนภาพรวมผลการดำเนินงานของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ซึ่งจากการพิจารณาความแตกต่างของค่าเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ พบว่าอัตราส่วนสภาพคล่องเฉลี่ย อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็วเฉลี่ย และอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจดีกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ในขณะที่อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้าเฉลี่ย ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือเฉลี่ย ระยะเวลาขายสินค้าเฉลี่ย อัตรากำไรสุทธิเฉลี่ย อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นเฉลี่ย อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์ถาวรเฉลี่ย อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมเฉลี่ย อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเฉลี่ย และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่มีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

5.2.2.2 ผลการดำเนินงานก่อนและหลังจากการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจก่อนและหลังจากการเข้าสู่สาธารณชน เป็นการพิจารณาอัตราส่วนทางการเงินแบ่งออกเป็น 4 ด้าน ดังแสดงในตารางที่ 5.2 ได้แก่ (1) ทางด้านสภาพคล่องทางการเงิน ประกอบด้วยอัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ และระยะเวลาขายสินค้าเฉลี่ย (2) ทางด้านความสามารถในการทำกำไร ประกอบด้วยอัตรากำไรขั้นต้น อัตรากำไรสุทธิ และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (3) ทางด้านอัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการทำงาน ประกอบด้วยอัตรา

ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์ถาวร และอัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (4) ทางด้านอัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน ประกอบด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย พบว่าส่วนใหญ่ผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่มีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจก่อนและหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 8

แต่อย่างไรก็ตามจากการศึกษาบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจก่อนและหลังเข้าสู่สาธารณชน พบว่ามีความแตกต่างกันเพียง 3 ส่วนเท่านั้นซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ 8 ได้แก่ ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย อัตรากำไรขั้นต้น และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย โดยพบว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีผลการดำเนินงานทางด้านการเงินระยะเวลาก่อนหนี้เฉลี่ย อัตรากำไรขั้นต้น และอัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ที่อยู่ในระดับต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ทั้งนี้อาจจะเกิดจากการบริหารจัดการของบริษัทหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน ซึ่งบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ยเพิ่มขึ้น เนื่องจากอาจจะมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายในการให้สินเชื่อทางธุรกิจมากขึ้นกับลูกค้า ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอาจจะเนื่องมาจากยอดขายที่ลดลงหรือต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้น สำหรับอัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ อาจจะเกิดจากความสามารถในการทำกำไรลดลงและดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้น

ตารางที่ 5.2 สรุปสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาผลการดำเนินงานหลังจากการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

สมมติฐานที่	รายละเอียดของสมมติฐานการวิจัย	ผลการวิจัย
8	ก่อนและหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทในประเทศไทยที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกับบริษัทในประเทศไทยที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ	ยอมรับสมมติฐาน

5.2.3 คำถามงานวิจัยข้อที่ 3 หลังจากเข้าสู่สาธารณชนบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนแตกต่างกันหรือไม่

ในคำถามงานวิจัยข้อที่ 3 นี้จะแบ่งผลการศึกษออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่

5.2.3.1 คุณลักษณะทั่วไปของตัวแปรที่ศึกษา

จากการศึกษาเกี่ยวกับการลงทุนหลังเข้าสู่สาธารณชน พบว่ากลุ่มตัวอย่างมีการลงทุนต่อสินทรัพย์ถาวรเฉลี่ย 1.83 กระแสเงินสดของบริษัทต่อสินทรัพย์ถาวรเฉลี่ย 2.71 อัตราส่วนของมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ในปีที่ผ่านมาเฉลี่ย 1.19 ยอดขายของบริษัทต่อสินทรัพย์ถาวรในปีที่ผ่านมาเฉลี่ย 21.82 สินทรัพย์รวมเฉลี่ย 4,321.61 ล้านบาท สินทรัพย์ถาวรเฉลี่ย 1,538.55 ล้านบาท ส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย 0.12 มูลค่าตลาดรวมเฉลี่ย 31.25 ล้านบาท กระแสเงินสดเฉลี่ย 463.61 ล้านบาท ส่วนทางด้านยอดขายเฉลี่ย 4,464.44 ล้านบาท และการเติบโตโดยยอดขายเฉลี่ยร้อยละ 16.36

บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนจากการพิจารณาความแตกต่างของค่าเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ พบว่าอัตราส่วนของมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ในปีที่ผ่านมาเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (1.25) สูงกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (1.07) สินทรัพย์ถาวรเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (2,219.40 ล้านบาท) มากกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (1,268.37 ล้านบาท) กระแสเงินสดเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (819.27 ล้านบาท) สูงกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (322.48 ล้านบาท) อัตราส่วนของหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (0.16) ต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (0.10) ยอดขายเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (6,040.79 ล้านบาท) สูงกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (3,838.91 ล้านบาท) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (0.47) สูงกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (0.44) และมูลค่าตลาดรวมเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (37.05 ล้านบาท) สูงกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (28.96 ล้านบาท) ในขณะที่อัตราส่วนการลงทุนต่อสินทรัพย์ถาวรในปีที่ผ่านมาเฉลี่ย กระแสเงินสดของบริษัทต่อสินทรัพย์ถาวรในปีที่ผ่านมาเฉลี่ย ยอดขายของบริษัทต่อสินทรัพย์ถาวรในปีที่ผ่านมาเฉลี่ย และการเติบโตโดยยอดขายเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่แตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

5.2.3 คำถามงานวิจัยข้อที่ 3 หลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนแตกต่างกันหรือไม่

ในคำถามงานวิจัยข้อที่ 3 นี้จะแบ่งผลการศึกษออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่

5.2.3.1 คุณลักษณะทั่วไปของตัวแปรที่ศึกษา

จากการศึกษาเกี่ยวกับการลงทุนหลังเข้าสู่สาธารณชน พบว่ากลุ่มตัวอย่างมีการลงทุนต่อสินทรัพย์ถาวรเฉลี่ย 1.83 กระแสเงินสดของบริษัทต่อสินทรัพย์ถาวรเฉลี่ย 2.71 อัตราส่วนของมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ในปีที่ผ่านมาเฉลี่ย 1.19 ยอดขายของบริษัทต่อสินทรัพย์ถาวรในปีที่ผ่านมาเฉลี่ย 21.82 สินทรัพย์รวมเฉลี่ย 4,321.61 ล้านบาท สินทรัพย์ถาวรเฉลี่ย 1,538.55 ล้านบาท ส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย 0.12 มูลค่าตลาดรวมเฉลี่ย 31.25 ล้านบาท กระแสเงินสดเฉลี่ย 463.61 ล้านบาท ส่วนทางด้านยอดขายเฉลี่ย 4,464.44 ล้านบาท และการเติบโตโดยยอดขายเฉลี่ยร้อยละ 16.36

บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนจากการพิจารณาความแตกต่างของค่าเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ พบว่าอัตราส่วนของมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ในปีที่ผ่านมาเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (1.25) สูงกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (1.07) สินทรัพย์ถาวรเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (2,219.40 ล้านบาท) มากกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (1,268.37 ล้านบาท) กระแสเงินสดเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (819.27 ล้านบาท) สูงกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (322.48 ล้านบาท) อัตราส่วนของหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (0.16) ต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (0.10) ยอดขายเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (6,040.79 ล้านบาท) สูงกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (3,838.91 ล้านบาท) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (0.47) สูงกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (0.44) และมูลค่าตลาดรวมเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (37.05 ล้านบาท) สูงกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (28.96 ล้านบาท) ในขณะที่อัตราส่วนการลงทุนต่อสินทรัพย์ถาวรในปีที่ผ่านมาเฉลี่ย กระแสเงินสดของบริษัทต่อสินทรัพย์ถาวรในปีที่ผ่านมาเฉลี่ย ยอดขายของบริษัทต่อสินทรัพย์ถาวรในปีที่ผ่านมาเฉลี่ย และการเติบโตโดยยอดขายเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่แตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

5.2.3.2 ผลของพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทในประเทศไทยที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน

ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน โดยแบบจำลองสมการถดถอยพหุคูณ แบ่งเป็นรวมทั้ง 3 ปี และแยกรายปีตั้งแต่ปีที่ 1 ปีที่ 2 และปีที่ 3 ดังแสดงในตารางที่ 5.3

ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุนรวมทั้ง 3 ปี พบว่ากระแสเงินสดของบริษัทและยอดขายในปีที่ผ่านมา มีผลทางบวกต่อการลงทุนของบริษัท ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ 9 และ 11 ตามลำดับ และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ นอกจากนี้ยังพบว่า Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา ซึ่งเป็นตัวแทนของโอกาสในการลงทุนของบริษัทไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 10 และ ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 10 ในขณะที่ตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจ และตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจ Interaction กับกระแสเงินสดของบริษัทไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 12 หมายความว่าหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่แตกต่างกัน

ผลการวิเคราะห์ในปีที่ 1 พบว่ากระแสเงินสดของบริษัทมีผลทางบวกต่อการลงทุนของบริษัท ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ 9 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่ Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา ยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา ตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจ ตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจ Interaction กับกระแสเงินสดของบริษัทไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 10-12 หมายความว่าในปีที่ 1 หลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่แตกต่างกัน

ผลการวิเคราะห์ในปีที่ 2 พบว่ายอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา มีผลทางบวกต่อการลงทุนของบริษัท ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ 11 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ในขณะที่กระแสเงินสดของบริษัท Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา ตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจ และตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจ Interaction กับกระแสเงินสดของบริษัทไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 9 10 และ 12 หมายความว่าในปีที่ 2 หลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่แตกต่างกัน

ผลการวิเคราะห์ในปีที่ 3 พบว่ากระแสเงินสดของบริษัทและยอดขายในปีที่ผ่านมา มีผลทางบวกต่อการลงทุนของบริษัท ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ 9 และ 11 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ ในขณะที่ Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา และตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจ

ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 10 และตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจ Interaction กับ กระแสเงินสดของบริษัทมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 12 หมายความว่า ในปีที่ 3 หลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนพฤติกรรมกรรมการพึงพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกัน

ในด้านการพึงพาเงินทุนภายในบริษัทเมื่อพิจารณา รวม 3 ปี แยกเป็นรายปีในปีที่ 1 และ ในปีที่ 2 พบว่าพฤติกรรมกรรมการพึงพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน ไม่มีความแตกต่างกัน ในขณะที่ เมื่อพิจารณาเป็นรายปีในปีที่ 3 หลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนพฤติกรรมกรรมการพึงพาเงินทุนภายในเพื่อ การลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่าง กันเพียงปีเดียวเท่านั้น

ตารางที่ 5.3 สรุปสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาพฤติกรรมกรรมการพึงพาเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของ บริษัทในประเทศไทยที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่ สาธารณชน รวมทั้ง 3 ปี และแยกการลงทุนเป็นรายปีจากปีที่ 1 ถึงปีที่ 3

การลงทุน	สมมติฐานที่	รายละเอียดของสมมติฐานการวิจัย	ผลการวิจัย
รวม 3 ปี	9	กระแสเงินสดของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางบวกกับ การลงทุนของบริษัท	ยอมรับ สมมติฐาน
	10	Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์ทางบวกกับ การลงทุนของบริษัท	ปฏิเสธ สมมติฐาน
	11	ยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์ ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท	ยอมรับ สมมติฐาน
	12	บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความอ่อนไหวของการ ลงทุนและกระแสเงินสดของบริษัทน้อยกว่าบริษัทที่ไม่ เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ	ปฏิเสธ สมมติฐาน
ปีที่ 1	9	กระแสเงินสดของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางบวกกับ การลงทุนของบริษัท	ยอมรับ สมมติฐาน
	10	Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์ทางบวกกับ การลงทุนของบริษัท	• ปฏิเสธ สมมติฐาน
	11	ยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์ ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท	ปฏิเสธ สมมติฐาน

ตารางที่ 5.3 (ต่อ)

การลงทุน	สมมติฐานที่	รายละเอียดของสมมติฐานการวิจัย	ผลการวิจัย
	12	บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดของบริษัทน้อยกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ	ปฏิเสธ สมมติฐาน
ปีที่ 2	9	กระแสเงินสดของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท	ปฏิเสธ สมมติฐาน
	10	Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท	ปฏิเสธ สมมติฐาน
	11	ยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท	ยอมรับ สมมติฐาน
	12	บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดของบริษัทน้อยกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ	ปฏิเสธ สมมติฐาน
ปีที่ 3	9	กระแสเงินสดของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท	ยอมรับ สมมติฐาน
	10	Tobin's Q ในปีที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท	ปฏิเสธ สมมติฐาน
	11	ยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการลงทุนของบริษัท	ยอมรับ สมมติฐาน
	12	บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความอ่อนไหวของการลงทุนและกระแสเงินสดของบริษัทน้อยกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ	ยอมรับ สมมติฐาน

5.3 อภิปรายผลการศึกษา

วิทยานิพนธ์นี้ได้อภิปรายผลการศึกษานี้ในประเด็นต่างๆ ตามคำถามงานวิจัยทั้ง 3 ข้อ ดังต่อไปนี้

5.3.1 อภิปรายผลการศึกษาคำถามงานวิจัยข้อที่ 1

การศึกษาเพื่อตอบคำถามการวิจัยว่าปัจจัยด้านกลุ่มธุรกิจและปัจจัยอื่นๆ มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยหรือไม่ จากผลการศึกษาที่พบสามารถอภิปรายผลดังนี้

(1) กลุ่มธุรกิจมีผลในทางบวกต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 1 คือ บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความน่าจะเป็นที่เลือกเข้าสู่สาธารณชนมากกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ เนื่องจากบริษัทอาจต้องการนำเงินทุนที่ได้มาใช้ภายในบริษัทเพื่อการลงทุน ขยายกิจการ หรือเพื่อชำระคืนเจ้าหนี้ และ/หรือให้ความช่วยเหลือกับสมาชิกในกลุ่มบางบริษัทที่ไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ โดยกลุ่มธุรกิจเปรียบเสมือนเป็นตลาดเงินทุนภายในให้กับสมาชิกภายในกลุ่มธุรกิจด้วยตนเอง เพื่อลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล และปัญหาตลาดทุนที่มีความไม่สมบูรณ์ รวมทั้งการโยกย้ายทรัพยากรอื่นๆ จากบริษัทจดทะเบียนไปยังบริษัทอื่นในกลุ่มธุรกิจซึ่งจะเป็นการเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือผู้ลงทุน จากการศึกษาครั้งนี้สอดคล้องกับ Hoshi et al. (1991), Gopalan et al. (2007) และ Khanna and Yafeh (2005) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับกลุ่มธุรกิจในประเทศต่างๆ รวมทั้งประเทศไทย แต่อย่างไรก็ตามในการศึกษาครั้งนี้เกี่ยวกับกลุ่มธุรกิจและการเข้าสู่สาธารณชนเป็นงานวิจัยที่ยังไม่มีนักวิชาการท่านใดศึกษา

(2) ขนาดของบริษัทมีผลในทางบวกต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 2 หมายความว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีความน่าจะเป็นที่บริษัทตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน ซึ่งผลการศึกษาที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของ Albormoz and Pope (2004), Mayur and Kumar (2006), และ Pagano et al. (1998) แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ในประเทศไทยต้องการเข้าสู่สาธารณชน เนื่องจากต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชนเกี่ยวกับค่าใช้จ่ายทางด้านบริหารทางตรงและค่าธรรมเนียมหรือต้นทุนคงที่ ไม่ได้เพิ่มขึ้นตามสัดส่วนของบริษัท ทำให้บริษัทขนาดเล็กมีค่าใช้จ่ายสูงเมื่อเทียบกับบริษัทขนาดใหญ่ ดังนั้นบริษัทขนาดเล็กจึงไม่เลือกที่จะเข้าสู่สาธารณชน นอกจากนี้ผลการศึกษา ยังสอดคล้องกับของ Chemmanur and Fulghieri (1999) ที่บริษัทขนาดใหญ่มีข้อมูลในการเปิดเผยให้นักลงทุนภายนอกได้ทราบมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก เป็นการลดความไม่สมมาตรของข้อมูล จึงทำให้บริษัทขนาดใหญ่มีความน่าจะเป็นที่เข้าสู่สาธารณชนเพื่อลดปัญหาดังกล่าว

(3) อายุของบริษัทที่มีผลในทางลบต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 3 หมายความว่าบริษัทที่มีอายุน้อยมีความน่าจะเป็นที่บริษัทตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน สอดคล้องกับการศึกษาของ Mayur and Kumar (2006) แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีอายุน้อยต้องการเข้าสู่สาธารณชน เพื่อให้เป็นที่รู้จักกับภายนอก และการมีชื่อเสียงในการดำเนินธุรกิจ เพราะเงินที่ได้รับจากการเข้าสู่สาธารณชนนั้นธุรกิจสามารถนำไปสู่การเติบโตต่อไปในอนาคตสำหรับลงทุนโครงการต่างๆ สำหรับในประเทศไทยบริษัทที่มีอายุน้อยมีความน่าจะเป็นที่จะเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ยากกว่าบริษัทที่มีอายุมาก ดังนั้นบริษัทที่มีอายุน้อยจึงมีความน่าจะเป็นที่จะตัดสินใจเข้าถึงแหล่งเงินทุนโดยการเข้าสู่สาธารณชนแทนการหาแหล่งเงินทุนอื่น และเมื่อบริษัทที่มีอายุน้อยเข้าสู่สาธารณชนแล้ว ส่งผลให้เป็นที่รู้จักมากขึ้น หากต้องการเงินทุนเพิ่มเติมในการขยายธุรกิจภายหลังโดยการกู้ยืมในธนาคารพาณิชย์หรือออกหุ้นกู้ก็สามารถทำได้ง่ายกว่าบริษัทที่มีอายุน้อยแต่ไม่ได้เข้าสู่สาธารณชน

(4) ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่มีผลในทางลบต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 5 หมายความว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัทอยู่ในระดับสูงมีความน่าจะเป็นที่บริษัทตัดสินใจไม่เข้าสู่สาธารณชน สอดคล้องกับการศึกษาของ Alborno and Pope (2004) ซึ่งให้เห็นว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรที่ต้องการแหล่งเงินทุนจากภายนอก เพื่อการเติบโตสำหรับโครงการในอนาคต ในขณะที่บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะใช้แหล่งเงินทุนภายในของตนเองที่มาจากกำไรสะสม ซึ่งสอดคล้องและเป็นไปตามทฤษฎีลำดับขั้นของ Myers (1984) และ Myers and Majluf (1984)

(5) การเติบโตของยอดขายของบริษัทที่มีผลในทางลบต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย พบว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานและไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 4 ผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับ Fischer (2000), Pagano et al. (1998) และ Pannemans (2002) ที่ว่าบริษัทเติบโตขึ้นมีความต้องการทางการเงินมากขึ้น สำหรับการลงทุนของบริษัทในอนาคต ซึ่งบริษัทเลือกเข้าสู่สาธารณชนเพื่อหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกเป็นไปตามทฤษฎีลำดับขั้น แต่อย่างไรก็ตามไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างการเติบโตของบริษัท และการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยสอดคล้องกับ Alborno and Pope (2004), Mayur and Kumar (2006) และ Shen and Wei (2007) และผลการศึกษาไม่ได้เป็นไปตามสมมติฐาน สามารถอธิบายได้ว่าบริษัทมีการเติบโตสูงไม่ต้องการเข้าสู่สาธารณชน เพราะการเติบโตที่สูงสะท้อนถึงการมีกระแสเงินสดที่เพิ่มขึ้น และทำให้มีเงินทุนภายในเพียงพอสำหรับธุรกิจ

โดยเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากภายในที่มีอยู่ก่อน สอดคล้องและเป็นไปตามทฤษฎีลำดับขั้น (Myers, 1984; Myers and Majluf, 1984)

(6) สัดส่วนหนี้สินของบริษัทที่มีผลในทางลบต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 6 ผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับ Albormoz and Pope (2004) และ Mayur and Kumar (2006) ที่ว่าสัดส่วนหนี้สินของบริษัทในระดับสูงมีความน่าจะเป็นที่บริษัทจะไม่เลือกเข้าสู่สาธารณชน เนื่องจากไม่ต้องการให้ราคาประเมินในการเสนอขายหุ้นอยู่ในระดับต่ำ และสัดส่วนของหนี้สินที่อยู่ในระดับสูงสะท้อนให้เห็นถึงความเสี่ยงสูงด้วย ทำให้หุ้นขาดความน่าสนใจจากนักลงทุน แต่อย่างไรก็ตามผลการศึกษาครั้งนี้สอดคล้องกับ Fischer (2000), Pagano et al. (1998) และ Pannemans (2002) ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างสัดส่วนหนี้สินของบริษัท และการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัท ผลการศึกษาสามารถอธิบายได้ว่า สัดส่วนหนี้สินของบริษัทที่อยู่ในระดับสูงไม่มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชน เพราะบริษัทที่มีหนี้สินอยู่ในระดับสูง ทำให้นักลงทุนเห็นว่าบริษัทไม่มีความน่าสนใจ จึงหลีกเลี่ยงที่จะเข้าสู่สาธารณชน ประกอบกับระยะเวลาที่ทำการศึกษาเป็นช่วงหลังเกิดวิกฤตทางการเงินของประเทศไทย อาจจะทำให้บางบริษัทที่ประสบปัญหาทางการเงินยังไม่สามารถแก้ไขปัญหาได้ จึงทำให้มีหนี้สินอยู่ในระดับสูง และไม่เลือกที่จะเข้าสู่สาธารณชน

(7) กระแสเงินสดของบริษัทที่มีผลในทางลบต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 7 ผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับ Shen and Wei (2007) ที่ว่ากระแสเงินสดในระดับสูง มีความเป็นไปได้ที่บริษัทจะไม่เข้าสู่สาธารณชน สามารถอธิบายได้ว่ากระแสเงินสดของบริษัทที่มีอยู่ในระดับต่ำส่งผลให้บริษัทเลือกเข้าสู่สาธารณชน เนื่องจากบริษัทพิจารณาว่าแหล่งเงินทุนภายนอกเป็นสิ่งที่สามารถทดแทนต่อจากแหล่งเงินทุนภายในได้ ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีลำดับขั้น

5.3.2 อภิปรายผลการศึกษาคำถามงานวิจัยข้อที่ 2

การศึกษาเพื่อตอบคำถามการวิจัยว่าก่อนและหลังการเข้าสู่สาธารณชนบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีผลการดำเนินงานทางการเงินแตกต่างกันหรือไม่ จากผลการศึกษาที่พบสามารถอภิปรายผล ดังนี้

การศึกษานี้เป็นการพิจารณาอัตราส่วนทางการเงิน 4 ด้าน ได้แก่ (1) ทางด้านสภาพคล่องทางการเงิน (2) ทางด้านความสามารถในการทำกำไร (3) ทางด้านอัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการทำงาน และ (4) ทางด้านอัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน จากการศึกษา

พบว่าผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่มีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจก่อนและหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชน ซึ่งส่วนใหญ่ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 8 โดยผลการศึกษาที่ได้สอดคล้องกับ Polsiri and Wiwattanakantang (2004) พบว่าโครงสร้างทางการเงินระหว่างกลุ่มธุรกิจ และไม่ใช้กลุ่มธุรกิจไม่มีความแตกต่างกัน แต่อย่างไรก็ตามจากการศึกษาพบว่ามีเพียง 3 ส่วนเท่านั้น ได้แก่ ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย อัตรากำไรขั้นต้น และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจเป็นไปตามสมมติฐานที่ 8 โดยที่ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจเพิ่มขึ้นกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ อาจะมาจากการบริหารจัดการที่ดีขึ้นของบริษัทหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนแล้ว ทำให้มีกระแสเงินสดที่เพิ่มขึ้น ส่วนทางด้านอัตรากำไรขั้นต้นพบว่าหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีอัตรากำไรขั้นต้นลดลงกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ทั้งนี้อาจจะเป็นเพราะต้นทุนในการขายสินค้าของบริษัทที่เพิ่มขึ้น และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ เนื่องจากขายสินค้าได้ต่ำลง จึงทำให้ความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยของบริษัทลดลง

5.3.3 อภิปรายผลการศึกษาคำถามงานวิจัยข้อที่ 3

การศึกษาเพื่อตอบคำถามการวิจัยว่าหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีพฤติกรรมทางการเงินภายในเพื่อการลงทุนแตกต่างกันหรือไม่ แบ่งการวิเคราะห์เป็น 2 ส่วน คือ แบบรวม 3 ปีหลังเข้าสู่สาธารณชน และแบบรายปี คือ ในปีที่ 1 ในปีที่ 2 และในปีที่ 3 หลังเข้าสู่สาธารณชน จากผลการศึกษาที่พบสามารถอภิปรายได้ดังนี้

นอกจากนี้จากการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุน 3 ปี หลังเข้าสู่สาธารณชน พบว่าตัวแปรที่ส่งผลในแบบจำลองการลงทุนได้แก่

(1) กระแสเงินสดของบริษัทมีผลทางบวกต่อการลงทุนของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 9 หมายความว่ากระแสเงินสดเป็นปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจลงทุนของบริษัท ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนลำดับแรกตามทฤษฎีลำดับขั้นของ Myers (1984) และ Myers and Majluf (1984) โดยเริ่มจากแหล่งเงินทุนภายในที่ได้จากเงินสด รองลงมาเป็นการสร้างหนี้สิน และการออกหุ้นที่มาจากแหล่งเงินทุนภายนอก ตามลำดับ สอดคล้องกับการศึกษาของ Carpenter and Guariglia (2008), Fazzari et al. (1988), George et al. (2011) Hoshi et al. (1991), Kadapakkam et al. (1998), Kaplan and Zingales (1997), Kato et al. (2002) และ Shin and Park

(1999) ที่เห็นว่าการลงทุนถูกขับเคลื่อนด้วยเงินทุนภายในที่มีอยู่จากกระแสเงินสด ซึ่งจากการศึกษาที่ผ่านมาและการศึกษาครั้งนี้ให้ผลสอดคล้องกัน

(2) ยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมามีผลทางบวกต่อการลงทุนของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 11 หมายความว่ายอดขายของบริษัทเป็นสิ่งที่สามารถสะท้อนถึงความต้องการสินค้าที่มีมากขึ้น ทำให้บริษัทมีการลงทุนเพิ่มขึ้นเช่นกัน สอดคล้องกับการศึกษาของ Kadapakkam et al. (1998) และ Fazzari et al. (1988) ที่ศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา และการศึกษาของ Hoshi et al. (1991) ที่ศึกษาในประเทศญี่ปุ่น แสดงให้เห็นได้ว่าในการศึกษาครั้งนี้ยอดขายในปีที่ผ่านมาสามารถสะท้อนถึงความต้องการลงทุนที่เพิ่มขึ้นของบริษัทหลังเข้าสู่สาธารณชน

(3) Tobin's Q ในปีที่ผ่านมามีผลทางลบต่อการลงทุนของบริษัทพบว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานและไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 10 ผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับ Carpenter (2008), George et al. (2011), Hoshi et al. (1991), Kadapakkam et al. (1998) และ Kaplan and Zingales (1997) เห็นว่า Tobin's Q ที่เพิ่มขึ้นสะท้อนโอกาสในการลงทุนของบริษัทที่สูงขึ้นและส่งผลต่อการลงทุนของบริษัทให้เพิ่มขึ้นด้วย แต่อย่างไรก็ตามผลการศึกษาครั้งนี้สอดคล้องกับ Kato et al. (2002) และ Shin and Park (1999) พบว่าบางสมการที่ได้ทำการศึกษาด้านการลงทุนไม่ได้ขึ้นอยู่กับ Tobin's Q

(4) กลุ่มธุรกิจเป็นตัวแปรหุ่นแทนด้วยบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีผลทางบวกต่อการลงทุนของบริษัท แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการศึกษาสอดคล้องกับ Kato et al. (2002) พบว่ากลุ่มธุรกิจ Keiretsu และกลุ่ม Non-Keiretsu ไม่มีความแตกต่างกันในด้านการลงทุนของบริษัท เนื่องจากไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ผลการศึกษาครั้งนี้พบว่าไม่สอดคล้องกับ Shin and Park (1999) ที่เห็นว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีผลต่อการลงทุนของบริษัทมากกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและมีนัยสำคัญทางสถิติ

เมื่อ Interaction ระหว่างตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจกับกระแสเงินสดของบริษัทพบว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติและไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 12 ผลการศึกษาสอดคล้องกับ George et al. (2011) ในการวิเคราะห์กลุ่มธุรกิจประเทศอินเดีย ในขณะที่ผลการศึกษา Kato et al. (2002) พบ Interaction ตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจกับกระแสเงินสดของบริษัทในทิศทางลบและมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่ากลุ่ม Keiretsu เผชิญกับข้อจำกัดทางด้านสภาพคล่องทางการเงินที่ระดับน้อยกว่ากลุ่ม Non-Keiretsu ในการตัดสินใจทางด้านการลงทุน

และเพื่อเป็นการยืนยันเกี่ยวกับพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนของบริษัท จึงได้มีการศึกษาวิจัยที่มีผลต่อการลงทุนแยกเป็นรายปีในปีที่ 1 ถึงปีที่ 3 พบว่าตัวแปรที่ส่งผลในแบบจำลองการ

ลงทุนในปีที่ 1 ได้แก่ กระแสเงินสดของบริษัทมีผลทางบวกต่อการลงทุนของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 9 หมายความว่ากระแสเงินสดของบริษัทเป็นปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจลงทุนของบริษัท หากบริษัทมีกระแสเงินสดมากขึ้นจะทำให้การลงทุนของบริษัทมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นด้วย

ส่วนในปีที่ 2 พบว่ายอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมามีผลทางบวกต่อการลงทุนของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 11 หมายความว่ายอดขายของบริษัทที่เพิ่มขึ้น ทำให้บริษัทมีการลงทุนเพิ่มขึ้นด้วย แสดงให้เห็นได้ว่า ยอดขายในปีที่ผ่านมาสะท้อนให้เห็นว่าความต้องการของสินค้าที่มีเพิ่มขึ้น ดังนั้นมีแนวโน้มที่บริษัทต้องการลงทุนเพิ่มขึ้น เพื่อสนองตอบความต้องการของลูกค้า

สำหรับในปีที่ 3 พบว่ากระแสเงินสดของบริษัทและยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมา มีผลทางบวกต่อการลงทุนของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 9 และ 11 ตามลำดับ หมายความว่าในปีที่ 3 กระแสเงินสดของบริษัทและยอดขายของบริษัทในปีที่ผ่านมาเพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้บริษัทมีความต้องการลงทุนเพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ในปีที่ 1 และในปีที่ 2 พบว่าหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนพฤติกรรมทางการเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่แตกต่างกัน ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 12 แต่อย่างไรก็ตามในปีที่ 3 พบว่าหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนพฤติกรรมทางการเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกัน เป็นไปตามสมมติฐานที่ 12 ซึ่งแสดงให้เห็นได้ว่าในปีที่ 3 บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีการพึ่งพาเงินทุนภายในน้อยกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ อาจเนื่องมาจากบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจใช้เงินทุนสำหรับการลงทุนจากบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจด้วยตนเอง ซึ่งเป็นผลจากแหล่งเงินทุนภายในกลุ่ม

ทั้งนี้จากผลการศึกษารวม 3 ปีของ Interaction ระหว่างตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจกับกระแสเงินสดของบริษัท พบว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจหลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนมีพฤติกรรมทางการเงินทุนภายในเพื่อการลงทุนของบริษัทที่ไม่แตกต่างกัน สอดคล้องกับการศึกษาของ Espenlaub et al. (2012) พบว่าทั้งก่อนและหลังวิกฤตทางการเงินในประเทศไทยกลุ่มธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กับธนาคารไม่มีการใช้แหล่งเงินทุนภายในจากกลุ่มเพื่อการลงทุน ดังนั้นจะเห็นได้ว่าจากการศึกษาทางด้านการลงทุนรวม 3 ปีของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่มีความแตกต่างกันในการพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายใน ทั้งนี้อาจเป็นเพราะหลังจากที่บริษัทเข้าสู่สาธารณชนแล้ว ส่งผลให้บริษัทเป็นที่รู้จักมากขึ้นและมีความน่าเชื่อถือมากขึ้นด้วย ทำให้มีการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกจากธนาคาร

พาณิชย์ได้ง่ายขึ้นเช่นกัน อาจเนื่องมาจากบริษัทต้องจัดหางบการเงินที่เปิดเผยสู่สาธารณชนอย่างละเอียดอย่างต่อเนื่อง เพื่อให้นักลงทุนได้ใช้ในการตัดสินใจลงทุน จึงทำให้ธนาคารสามารถพิจารณาการให้กู้ยืมแก่บริษัทได้อย่างรวดเร็วมากยิ่งขึ้น

5.4 ข้อจำกัดของการศึกษา

ข้อจำกัดของการศึกษาเรื่องกลุ่มธุรกิจและการเข้าสู่สาธารณชน กรณีศึกษาบริษัทในประเทศไทย มีดังนี้

(1) ตัวแปรที่คาดว่าจะมีผลต่อการศึกษา แต่ไม่ได้นำมารวมในแบบจำลอง เนื่องจากต้องสัมภาษณ์เชิงลึก

การศึกษาเรื่องกลุ่มธุรกิจและการเข้าสู่สาธารณชน งานวิจัยนี้ใช้แนวความคิดในการเลือกตัวแปรต่างๆ ที่พิจารณาจากงานวิจัยในที่ผ่านมา แต่อย่างไรก็ตามอาจจะมีตัวแปรอื่นๆ ที่น่าจะส่งผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ซึ่งผู้วิจัยไม่ได้นำมาเข้ามารวมไว้ในการศึกษาครั้งนี้ เช่น ปัจจัยด้านเศรษฐกิจมหภาค ปัจจัยที่เป็นข้อมูลเชิงคุณภาพ และอัตราดอกเบี้ยในการกู้ยืมหรือต้นทุนในการกู้ยืม เนื่องจากไม่มีข้อมูลที่เผยแพร่ ซึ่งต้องใช้วิธีการสัมภาษณ์เชิงลึกในแต่ละบริษัท โดยอาจจะเกิดความไม่แน่นอนในการได้รับข้อมูลอย่างครบถ้วนและถูกต้องจากบริษัทที่จะเข้าสัมภาษณ์

(2) ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

ในการศึกษาครั้งนี้พิจารณากลุ่มธุรกิจและการเข้าสู่สาธารณชนในช่วงปี 2543-2548 ซึ่งเป็นช่วงหลังเกิดวิกฤตทางการเงินของประเทศไทย ทำให้ข้อมูลบางบริษัทที่นำมาศึกษาครั้งนี้อาจจะเริ่มฟื้นตัวจากการเกิดวิกฤต โดยอาจจะมีความคลาดเคลื่อนในบางตัวแปร ซึ่งอาจจะมีค่าต่ำกว่าหรือสูงกว่าความเป็นจริงเมื่อเปรียบเทียบกับภาวะเศรษฐกิจที่เป็นปกติ เช่น ภาระหนี้สิน เป็นต้น

(3) วิธีการวิเคราะห์ในคำถามงานวิจัยข้อที่ 3 ใช้วิธีเฉพาะวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) เท่านั้น แต่ยังมีวิธีกำลังสองน้อยที่สุด 2 ขั้นตอน (2SLS) ไม่ได้ทำการศึกษาในครั้งนี้

ในการศึกษาครั้งนี้เพื่อตอบวัตถุประสงค์ในงานวิจัยข้อที่ 3 ผู้วิจัยใช้วิธีการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด เท่านั้นตามงานวิจัยส่วนใหญ่ที่ผ่านมา แต่อย่างไรก็ตามจากการทบทวนวรรณกรรมพบว่ายังมีวิธีการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด 2 ขั้นตอน เนื่องจากตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน ใน 2 ทาง หรือระบบสมการมีความต่อเนื่องกัน จะก่อให้เกิดปัญหาที่ว่า ค่าความคลาดเคลื่อนจะไม่เป็นอิสระกัน จึงไม่สามารถใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุดตามปกติได้ ดังนั้นจะใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด 2 ขั้นตอนในการวิเคราะห์ข้อมูล

ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้พิจารณาเฉพาะวิธีกำลังสองน้อยที่สุดเท่านั้น เนื่องจากต้องการพิจารณาเฉพาะสมการเดียว

5.5 ข้อเสนอแนะจากการศึกษาครั้งนี้

การศึกษาเรื่องกลุ่มธุรกิจและการเข้าสู่สาธารณชน กรณีศึกษาบริษัทในประเทศไทย มีข้อเสนอแนะ ดังนี้

(1) ประโยชน์ทางด้านตลาดทุน

การศึกษาครั้งนี้มีข้อเสนอแนะสำหรับตลาดทุนดังนี้ ประการแรกคือ การที่บริษัทในกลุ่มธุรกิจมีความเป็นไปได้ในการเข้าสู่สาธารณชนสูงเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาตลาดทุน เนื่องจากในประเทศไทยกลุ่มธุรกิจเริ่มเข้ามามีบทบาทสำคัญมากขึ้นเช่นเดียวกับตลาดเกิดใหม่ประเทศอื่นๆ เช่น อินเดีย ญี่ปุ่น และเกาหลี แต่อย่างไรก็ตามตลาดทุนควรมีกลไกในการป้องกันปัญหาที่อาจเกิดขึ้นจากการที่บริษัทเอาเปรียบผู้ลงทุนรายย่อยในการถ่ายโอนทรัพย์สินของบริษัทจากบริษัทจดทะเบียนไปยังบริษัทอื่นในกลุ่มธุรกิจ

ประการที่สองตลาดทุนควรส่งเสริมให้บริษัทที่มีอายุมากเข้าสู่สาธารณชนมากขึ้น เนื่องจากบริษัทที่ก่อตั้งมานานมักมีชื่อเสียงและความน่าเชื่อถือสูง อาจจะทำให้เป็นที่สนใจของนักลงทุนในตลาดทุนมากขึ้น รวมทั้งบริษัทที่มีอายุมากส่วนใหญ่มีขนาดใหญ่จึงมีความได้เปรียบเกี่ยวกับค่าใช้จ่ายในการเข้าสู่สาธารณชน จึงทำให้มีโอกาสที่บริษัทขนาดใหญ่เข้าสู่สาธารณชนได้ง่ายกว่าบริษัทขนาดเล็ก

ประการที่สาม สถาบันการเงินที่เกี่ยวข้องควรเปิดโอกาสในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกสำหรับบริษัทที่มีอายุน้อยให้มากขึ้น เพื่อสนับสนุนการเติบโตของบริษัท ซึ่งจะส่งผลดีต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศต่อไป และจากการศึกษาครั้งนี้พบว่าบริษัทที่มีอายุน้อยมีโอกาสในการที่จะแปลงสภาพในการเข้าสู่สาธารณชนมากกว่าบริษัทที่มีอายุมาก โดยยังมีบริษัทในประเทศไทยอยู่เป็นจำนวนมากที่สามารถมีศักยภาพในการเข้าสู่สาธารณชน ซึ่งทางตลาดทุนควรเน้นให้การสนับสนุนบริษัทที่มีอายุน้อยและยังไม่ได้เข้าสู่สาธารณชน เนื่องจากบริษัทที่มีอายุน้อยอาจต้องการเงินทุนในการพัฒนาธุรกิจให้มีความเติบโตยิ่งขึ้น และเป็นที่รู้จักของภายนอกให้มากขึ้นด้วยจะส่งผลดีต่อการติดต่อสื่อสารในการดำเนินธุรกิจสำหรับการได้รับเครดิตที่ดีขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการต่อรองทางด้านการสั่งซื้อวัตถุดิบหรือในการเจรจาซื้อขายสินค้าภายในประเทศและต่างประเทศ

ประการที่สี่ บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนมีผลการดำเนินงานลดลงเมื่อเทียบกับก่อนเข้าสู่สาธารณชน ดังนั้นตลาดทุนควรให้การสนับสนุนดูแลอย่างใกล้ชิดในเรื่องการบริหารจัดการ

ทางด้านผลการดำเนินงานของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนแล้วให้มีประสิทธิภาพเทียบเท่ากับก่อนเข้าสู่สาธารณชน เพื่อรักษาผลประโยชน์ของส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย

(2) ประโยชน์ในการเพิ่มหลักฐานเชิงวิชาการ

การศึกษาครั้งนี้ค้นพบหลักฐานเพิ่มเติมเกี่ยวกับการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ดังนี้ ประการแรกกลุ่มธุรกิจมีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน ดังนั้นทำให้ทราบว่ากลุ่มธุรกิจมีบทบาทสำคัญต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน ซึ่งในประเทศไทยยังไม่เคยมีการศึกษาเกี่ยวกับทางด้านนี้ มีเพียงการศึกษาทางด้านกลุ่มธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นและความเป็นเจ้าของ (Polsiri & Wiwattanakantang, 2004) รวมทั้งในต่างประเทศยังไม่พบว่ามีผู้วิจัยใดที่ทำการศึกษาในประเทศไทยเกี่ยวกับเรื่องนี้เช่นกัน

ประการที่สอง เพิ่มหลักฐานทางด้านการศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานหลังเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจซึ่งการศึกษานี้เน้นทางด้านอัตราส่วนทางการเงินแตกต่างกับการศึกษาที่ผ่านมาทั้งในประเทศและต่างประเทศที่พิจารณาผลการดำเนินงานทางด้านอัตราผลตอบแทนระยะสั้นและระยะยาว จากผลการศึกษา พบว่าอัตราส่วนทางการเงินมีความแตกต่างกันเพียง 3 ส่วนเท่านั้น ได้แก่ ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย อัตรากำไรขั้นต้น และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย โดยบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีผลการดำเนินงานอยู่ในระดับต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ เป็นหลักฐานที่ยืนยันความแตกต่างกับการศึกษาที่ผ่านมาในช่วงเวลาที่แตกต่างกันของ Polsiri and Wiwattanakantang (2004) ศึกษาโครงสร้างทางการเงินระหว่างกลุ่มธุรกิจ และไม่ใช้กลุ่มธุรกิจไม่มีความแตกต่างกัน โดยเป็นการศึกษาในช่วงเวลา 2538-2543

ประการสุดท้าย หลักฐานเพิ่มเติมทางด้านการศึกษาการพึ่งพาทางการเงินเป็นการยืนยันได้ว่าในปีที่ 1- 3 หลังจากเข้าสู่สาธารณชนแล้วบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจนั้น พบว่าพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในไม่มีความแตกต่างกัน แต่อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาเป็นรายปี พบว่าในปีที่ 3 บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีพฤติกรรมการพึ่งพาเงินทุนภายในที่แตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และการศึกษาครั้งนี้อยู่ในช่วงเวลาปี 2543-2548 ต่อเนื่องกับงานวิจัยของ Espenlaub et al. (2012) ที่ทำการศึกษาในช่วงเวลาปี 2538-2543 โดยระยะเวลามีความแตกต่างกัน แต่ผลการศึกษาที่ได้มีความสอดคล้องกัน

5.6 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

ผลการศึกษากลุ่มธุรกิจและการเข้าสู่สาธารณชน กรณีศึกษาบริษัทในประเทศไทย มีข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต ดังนี้

(1) จากการศึกษากลุ่มธุรกิจและความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชน พบว่ากลุ่มธุรกิจมีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชน ในขณะที่อาจมีตัวแปรอื่น ได้แก่ ความใกล้ชิดกับธนาคารพาณิชย์ที่คาดว่าจะมีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนด้วยเช่นกัน เนื่องจากบริษัทที่มีความใกล้ชิดกับธนาคารพาณิชย์อาจจะทำให้บริษัทเลือกที่จะกู้ยืมเงินจากธนาคารมากกว่าการเข้าสู่สาธารณชน ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตจะเป็นประโยชน์เพื่อหาข้อสรุปว่าความใกล้ชิดกับธนาคารพาณิชย์มีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนหรือไม่ ประกอบกับการศึกษาในอนาคตเป็นการต่อยอดของงานวิจัย Espenlaub et al. (2012) ที่ทำการศึกษาในช่วงเวลาปี 2538-2543 เป็นช่วงก่อนและหลังวิกฤตทางการเงินในประเทศไทย และได้พิจารณาทางด้านความสัมพันธ์ของธนาคารพาณิชย์ที่มีผลต่อการลงทุน ซึ่งงานวิจัยในอนาคตจะมีส่วนที่เกี่ยวกับงานวิจัยชิ้นนี้ด้วย

(2) จากการศึกษา พบว่าการเข้าสู่สาธารณชนไม่ได้รวมปัจจัยทางด้านมหภาคในแบบจำลอง เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจที่เติบโตอย่างต่อเนื่องมีโอกาสที่บริษัทจะตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนได้มากขึ้นกว่าเศรษฐกิจที่ถดถอย เพราะบริษัทมีโอกาสที่ได้รับราคาหุ้นที่สูงตามภาวะเศรษฐกิจ ทำให้บริษัทน่าจะนำบริษัทเข้าสู่สาธารณชนเพิ่มขึ้น ดังนั้นประเด็นที่น่าสนใจศึกษาต่อไปคือ นำปัจจัยทางมหภาค เช่น ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) เข้ามาพิจารณาร่วมในแบบจำลอง โดยงานวิจัยในอนาคตจะเป็นประโยชน์เพื่อหาข้อสรุปว่าปัจจัยทางมหภาคมีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนหรือไม่

(3) จากการศึกษา พบว่ายังมีตัวแปรทางการเงินนอกเหนือจากความสามารถในการทำกำไรที่คาดว่าจะมีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัท ได้แก่ ต้นทุนในการกู้ยืมเงิน หรืออัตราดอกเบี้ยในการกู้ยืมที่น่าจะมีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน เนื่องจากหากต้นทุนของการกู้ยืมเงินอยู่ในระดับสูงเมื่อเปรียบเทียบกับต้นทุนในการเข้าสู่สาธารณชน บริษัทอาจเลือกที่จะเข้าสู่สาธารณชนแทน ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตจะเป็นประโยชน์เพื่อหาข้อสรุปว่าปัจจัยทางด้านต้นทุนในการกู้ยืมเงินหรืออัตราดอกเบี้ยในการกู้ยืมมีผลต่อความน่าจะเป็นในการเข้าสู่สาธารณชนหรือไม่

(4) จากการศึกษาเรื่องผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ พบว่ามีความแตกต่างกันเพียง 3 ส่วนเท่านั้น ซึ่งอาจจะมีด้านการเงินอื่นๆ ที่ผู้วิจัยไม่นำมาพิจารณาในการศึกษาครั้งนี้ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจาก

ราคาหุ้นของกลุ่มธุรกิจ ดังนั้นประเด็นที่น่าสนใจศึกษาต่อไปในอนาคต คือ อัตราผลตอบแทนจากราคาหุ้นของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจและบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกันหรือไม่

(5) จากการศึกษาเกี่ยวกับการลงทุนของบริษัทที่มีการนำตัวแปรทางด้านกลุ่มธุรกิจเข้ามารวมอยู่ในแบบจำลองแล้ว พบว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีพฤติกรรมทางการเงินทุนภายในที่ไม่แตกต่างกัน ผู้วิจัยเห็นว่าควรทำการทดสอบเพิ่มเติม นอกเหนือจากใช้วิธีวิเคราะห์ด้วยกำลังสองน้อยที่สุด เช่น วิธีกำลังสองน้อยที่สุด 2 ขั้นตอน ตามการศึกษาที่ผ่านมาของ George et al. (2011) ซึ่งอาจจะให้ผลการศึกษาที่คล้ายคลึงกันและ/หรือแตกต่างกันกับวิธีกำลังสองน้อยที่สุดกับการศึกษาครั้งนี้

D
P
U

บรรณานุกรม

บรรณานุกรม

ภาษาไทย

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2551). *ข้อมูลการเข้าจดทะเบียน*. ค้นเมื่อ 21 พฤศจิกายน 2551, จาก http://www.set.or.th/th/products/listing/info_p1.html
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2552). *แผนพัฒนาตลาดทุนไทย*. ค้นเมื่อ 15 ธันวาคม 2552, จาก http://www.sec.or.th/sec/ppt_CMP_Master.pdf
- รวี ลงกานี. (2550). *การลงทุน แนวคิดและทฤษฎี*. McGraw-Hill Education.
- เริงรัก จำปาเงิน. (2544). *การจัดการทางการเงิน* (พิมพ์ครั้งที่ 2). กรุงเทพฯ: บั๊คเน็ต.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2551). *การออกและเสนอขายหลักทรัพย์*. ค้นเมื่อ 15 กุมภาพันธ์ 2551, จาก http://www.sec.or.th/securities_issuance/Content_0000000007.jsp?categoryID=CAT0000066&lang=th
- สุมาลี อุณหะนันท์. (2550). *การบริหารการเงิน* (พิมพ์ครั้งที่ 6). กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ภาษาต่างประเทศ

- Aggarwal, R., & Rivoli, P. (1990). Fads in the initial public offering market. *Financial Management*, (Winter), 45-57.
- Akerlof, G. (1970). The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 89: 488-500.
- Albornoz, B. G., & Pope, P.F. (2004). *The determinants of the going public decision: evidence from the U.K. Working paper*.
- Allen, D.E., Morkel-Kingsbury, N.J., & Piboonthanakiat, W. (1999). The long-run performance of initial public offerings in Thailand. *Applied Financial Economics*, 9, 215-232.
- Ang, J. S., and Brau, J.C. (2002). Firm transparency and the costs of going public. *Journal of Financial Research*, XXV (1), 1-17.

- Aslan, H. & Kumar, P. (2007). Going Public and Going Private: What Determines the Choice of Ownership Structure?, *Working paper*.
- Bancel, F., & Mittoo, U.R. (2008). Why European firms go public?. *Working paper*.
- Belenzon, S., & Berkovitz, T. (2008). Business Group Affiliation, Financial Development and Market Structure: Evidence from Europe. *Working paper*.
- Bhattacharyam, S., & Ritter, J.R. (1983). Innovation and Communication: Signaling with Partial Disclosure. *Review of Economic Studies*, 50, 331-346.
- Boechmer, E., & Ljungqvist, A. (2004). On the decision to go public: Evidence from Privately-Held Firms. *Working paper*.
- Brau, J. C., & Fawcett, S.E. (2006). Initial public offerings: An analysis of theory and practice. *Journal of Finance*, LXI (1), 399-436.
- Brau, J., Lambson, V.E., & McQueen, G. (2005). Lockups Revisited. *Journal of financial and Quantitative Analysis*, 40(3), 519-530.
- Brau, J., Francis, B., & Kohers, N. (2003). The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence. *Journal of Business*, 76, 583-612.
- Campbell, T. (1979). Optimal investment financing decisions and the value of confidentiality. *Journal of Financial and Qualitative Analysis*, 14, 913-924.
- Carpenter, R.E., & Guariglia, A. (2008). Cash flow, investment, and investment opportunities: new tests using UK panel data. *Journal of Banking and Finance*, 32, 1894-1906.
- Chang, S., & Hong, J., 2000. Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intra-group resource sharing and internal business transactions. *Academy of Management Journal*, 43(3): 429-448.
- Chaopricha, P., & Chan, P. (2007). Relationship between advertising buget and initial return on IPO. *International Journal of Business research*, VII (1), 64-68.
- Chemmanur, T. J., He, S., & Nandy, D. (2005). The going-public decision and the product market, *Working paper*, Boston College.
- Chemmanur, T., & Fulghieri, P. (1999). A theory of the going-public decision. *Review of Financial Studies*, 12(2), 249-279.
- Claessens, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H.P. (2002). The Benefits and Costs of Group Affiliation: Evidence from East Asia. *Working paper*.

- Cleary, S. (1999). The relationship between firm investment and financial status. *Journal of Finance*, 54, 673–692.
- Deloof, M. (1998). Internal capital markets, bank borrowing, and financing constraints: Evidence from Belgian Firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, 25 (7/8), September/October, 945-968.
- Diamond, D. (1991). Monitoring and reputation: The choice between bank loans and privately placed debt. *Journal of Political Economy*, 99, 689-721.
- Espenlaub, S., Khurshed, A., & Sithipongpanich, T. (2012). Bank connections, corporate investment and crisis. *Journal of Banking and Finance*, 36, 1336-1353.
- Fazzari, S., Hubbard, R.G., & Peterson, B.C., (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Paper on Economic Activity* 1, 141-195.
- Ferris, S. P., Kim, K. A., & Kitsabunnarat, P. (2003). The costs (and benefits?) of diversified business groups: The case of Korean chaebols. *Journal of Banking & Finance*, 27, 251-273.
- Field, L. C. (1998). The IPO as the first stage in the sale of the firm. *Working paper*.
- Fischer, C. (2000). Why Do Companies Go Public? Empirical Evidence from Germany's Neuer Markt. *Working paper*.
- George, R., & Kabir, R. (2008). Business groups and profit redistribution: A boon or bane for firms?. *Journal of Business Research*, 61, 1004-1014.
- George, R., Kabir, R., & Qian, J. (2011). Investment-cash flow sensitivity and financing constraints: New evidence from Indian business group firm. *Journal of Multinational Financial Management*, 69-88.
- Ghemawat, P., & Khanna, T. (1998). The nature of diversified business groups: A research design and two case studies. *Journal of Industrial Economics*, 46 (March), 35-61.
- Gilchrist, S., & Himmelberg, C.P. (1995). Evidence on the role of cash flow in reduced-form investment equations. *Journal of Monetary Economics*, 36, 541-572.
- Gleason, K., Payne B., & Wiggernhorn J. (2007). An Empirical investigation of going private decisions of U.S. Firms. *Journal of Economics and Finance*, 31, 207-218.
- Gompers, P. (1995). Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. *Journal of Finance*, 50, 1461-1489.

- Gopalan, R., Nanda, V., & Seru, A. (2007). Affiliated firms and financial support: Evidence from Indian business groups. *Journal of Financial Economics*, 86, 759-795.
- Hanley, K. W., & Wilhelm, W. J. (1995). Evidence on the strategic allocation of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 37, 239-257.
- Holmstrom, B., & Tirole, J. (1993). Market Liquidity and Performance Monitoring. *Journal of Political Economy*, 101, 678-709.
- Hoshi, T., Kashyap, A., & Scharfstein, D. (1991). Corporate structure, liquidity, and investment: evidence from Japanese industrial groups. *Quarterly Journal of Economics*, 106, 33-60.
- Huyghebaert, N., & C.V. Hulle. (2005). Structuring the IPO: Empirical evidence on the portions of primary and secondary shares. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 296-320.
- Ibbotson, R. (1975). Price Performance of Common Stock New Issues. *Journal of Financial Economics*, 2, 235-272.
- Ibbotson, R., Sindelar, J. R., & Ritter, J. R. (1988). Initial public offerings. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1, 37-45.
- Jain, B. A., & Kini, O. (1994). The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms. *Journal of Finance*, 49, 1699-1726.
- Jain, B. A., & Kini, O. (1999). The Life Cycle of Initial Public Offering Firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, 26(9-10), 1281-1307.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kadapakkam, P., Kumar, P., & Riddick, L. (1998). The Impact of Cash Flows and Firm Size on Investment: The International Evidence. *Journal of Banking and Finance*, 22, 293-320.
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169-215.
- Kato, H. K., Loewenstein, U., & Tsay, W. (2002). Dividend policy, cash flow, and investment in Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 10, 443-473.

- Khanna, T., & Palepu, K. (2000). Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups. *Journal of Finance*, LV (2), 867-891
- Khanna, T., & Ruvkin, J. W. (2001). Estimating the performance effects of business groups in emerging markets. *Strategic Management Journal*, 22, 45-47.
- Khanna, T., & Yafeh, Y. (2005). Business Groups and Risk Sharing Around the World. *Journal of Business*, 78(1), 301-340.
- Khanna, T., & Yafeh, Y. (2007). Business groups in emerging market: paragons or parasites?. *Journal of Economic Literature*, 45, 331-372.
- Kim, J.-B., & Yi, C. H. (2005). Ownership Structure, Business Group Affiliation, Listing Status, and Earnings Management: Evidence from Korea. *Working paper*.
- Kim, K. A., P. Kitsabunnarat, P., & Nofsinger, J.R. (2004). Ownership and Operating Performance in an Emerging Market: Evidence from Thai IPO Firms. *Journal of Corporate Finance*, 10, 355-381.
- Kim, W., & Weisbach, M. S. (2005). Do firms go public to raise capital?. *NBER Working paper*, February.
- Leland, H., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation. *Journal of Finance*, 32, 371-387.
- Levis, M. (1993). The Long-run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988. *Financial Management*, 22, 28-41.
- Limpaphayom, P., & Ngamwutikul, A. (2004). Ownership structure and post-issue operating performance of firms conducting seasoned equity offerings in Thailand. *Journal of Economics and Finance*, 28(3), 307-332.
- Longkani, R., & Firth, M. (2005). The accuracy of IPO earnings forecasts in Thailand and their relationships with stock market valuation. *Accounting and Business Research*, 35(3), 269-286.
- Loughran, T., & Ritter, J. (1995). The new issues puzzle. *Journal of Finance*, 50, 23-51.
- Loughran, T., Ritter, J., & Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: International insights. *Pacific Basin Journal*, 2(2-3), 165-199.

- Maksimovic, V., & Pichler, P. (2001). Technological innovation and initial public offerings. *Review of Financial Studies*, 14, 459-494.
- Mayur, M., & Kumar, M. (2006). An Empirical Investigation of Going Public Decision of Indian Companies. *Working paper*.
- Mello, A., & Parsons, J. (1998). Going public and the ownership structure of the firm. *Journal of Financial Economics*, 49(1), 79-109.
- Merton, R. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *Journal of Financial*, 42, 483-510.
- Meyer, J., & Kuh, E. (1957). *The Investment Decision*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Mikkelson, W.H., Partch, M. M., & Shah, K. (1997). Ownership and operating performance of companies that go public. *Journal of Financial Economics*, 44, 281-307.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, 261-297.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39, 575-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Nelson, T. (2003). The persistence of founder influence Management, ownership, and performance effect at initial public offering. *Strategic Management Journal*, 24(8), 707-24.
- Pagano, M., & Röell, A. (1998). The choice of stock ownership structure agency costs, monitoring, and the decision to go public. *Quarterly Journal of Economics*, 187-225.
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 53 (1), 27-64.
- Pannemans, S. (2002). Going Public: Opportunism or Necessity? Empirical Evidence from Belgian IPOs. *Working paper*.
- Pindyck, R.S. & Rubinfeld, D. L. (1991). *Econometric Models and Economic Forecasts*. (3rd ed.). New York: McGraw-Hill International Book Company.

- Polsiri, P., & Wiwattanakantang, Y. (2004). Business Groups in Thailand: Before and after the East Asian Financial Crisis. Center for Economic Institutions. *Working paper series*, 13, 1-43.
- Rajan R. G. (1992). Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt. *Journal of Finance*, 47, 1367-1400.
- Rajan, R., & Zingales, L. (1998). Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*, 88, 559-586.
- Rajan, R., & Zingales, L. (1998). Power in a Theory of the Firm. *Quarterly Journal of Economics*, CXIII, 387-432.
- Ritter, J. R. (1987). The Costs of Going Public. *Journal of Financial Economics*, 19 (2), 269-281.
- Ritter, J. R. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, 46, 3-27.
- Ritter, J. R., & Welch, L. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *Journal of Finance*, 57 (4), 1795-1828.
- Ritter, J.R. (1998). Initial public offerings. *Contemporary Finance Digest*, 2(1), 3-30.
- Ritter, J.R. (2003). Difference between European and American IPO markets. *European Financial Management*, 9, 421-434.
- Rock, K. (1986). Why New Issues Are Underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15, 187-212.
- Rosen, R.J., Smart, S. B., & Zutter, C.J. (2005). Why Do Firms Go Public? Evidence from the Banking Industry. *Working paper*.
- Rydqvist, K., & Högholm, K. (1995). Going public in 1980s: Evidence from Sweden. *European Financial Management*, 1(3), 287-315.
- Shin, H., & Park, Y.S. (1999). Financing constraints and internal capital markets: evidence from Korean chaebols. *Journal of Corporate Finance*, 5, 169-191.
- Studenmund, A.H. (2001). *Using Econometrics: A practical Guide* (4th ed.). Addison Wesley Longman.
- Thai Business Groups 2001: A Unique Guide to Who owns What
- Tinic, S. (1988). Anatomy of the IPOs of Common Stock. *Journal of Finance*, 43, 789-822.

- Venkatesh, S., & Neupane, S. (2006). Does ownership structure effect IPO underpricing: evidence from Thai IPOs. *Corporate Ownership & Control*, 3 (2), 106-115.
- Vithessonthi, C. (2008). Stock price performance of initial public offerings: The Thai experience. *Journal of International Finance and Economics*, 8 (2), 30-43.
- Vithessonthi, C. (2008). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: New evidence from Thailand. *The Business Review*, 10 (1), 315-324.
- Vithessonthi, C. (2008). The Short-Run Performance of Initial Public Offerings: An Empirical Study for Thailand. *The Business Review*, Cambridge, 9 (2), 48-54.
- Welch, I. (1989). Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Finance*, 44, 421-449.
- World Federation of Exchanges. (2011). *WFE Annual report and statistics*. Retrieved May 8, 2011, from <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/WFE09%20final.pdf>
- Yang-Pin Shen, & Wei. P. (2007). Why do companies choose to go IPOs? New results using data from Taiwan. *Journal of Economics and Finance*, 31 (3), 359-367.
- Yosha, O. (1995). Information disclosure costs and the choice of financing source. *Journal of Financial Intermediation*, 4, 3-20.
- Zingales, L. (1995). Insider Ownership and the Decision to Go Public. *Review of Economic Studies*, 62 (3), 425-448.

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ-นามสกุล	นัทธ์หทัย อีอนอก
ประวัติการศึกษา	วิทยาศาสตรบัณฑิต (ศึกษาศาสตร์เกษตร) มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ พ.ศ. 2540 วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต (เศรษฐศาสตร์เกษตร) มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ พ.ศ. 2543
ตำแหน่งและสถานที่ทำงาน	รองผู้อำนวยการ ฝ่ายที่ปรึกษาการลงทุน บริษัทหลักทรัพย์ เกียรตินาคิน จำกัด
ประสบการณ์	ผู้ช่วยนักวิจัย ศูนย์วิจัยเศรษฐศาสตร์ประยุกต์ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ พ.ศ. 2543-2544 เจ้าหน้าที่วิจัย สำนักวิจัยและวางแผน ธนาคาร ไทยธนาคาร จำกัด (มหาชน) ปัจจุบันเปลี่ยนชื่อเป็น ธนาคาร ซีไอเอ็มบี ไทย จำกัด (มหาชน) พ.ศ. 2544-2547 นักวิเคราะห์ ส่วนกลยุทธ์และเศรษฐกิจ ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ เกียรตินาคิน จำกัด พ.ศ. 2547-2553 หัวหน้าทีมที่ปรึกษาการลงทุน บริษัทหลักทรัพย์ เกียรตินาคิน จำกัด พ.ศ. 2553-ปัจจุบัน