

ปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย

The determinants of the going public decision:
Evidence from Thailand

นัทธทัย อูนอก*

Nuthatai Ounok*

ฐิติมา สิทธิพงษ์พานิช**

Thitima Sitthipongpanich**

ปิรุณา พลศิริ**

Piruna Polsiri**

*นักศึกษาระดับปริญญาเอก หลักสูตรบริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

*DBA candidate, Dhurakij Pundit University

** ***ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษามีจำนวน 1,210 บริษัท โดยใช้ข้อมูลระหว่างปี 2543-2548 การวิเคราะห์ข้อมูลใช้แบบจำลองโพรบิท ซึ่งได้นำตัวแปรกลุ่มธุรกิจเข้าไปรวมไว้ในแบบจำลองครั้งนี้ด้วย เนื่องจากกลุ่มธุรกิจมีความสำคัญในประเทศกำลังพัฒนา โดยเป็นเสมือนตลาดทุนภายในให้กับสมาชิกของกลุ่มธุรกิจในการโยกย้ายเงินทุนภายในกลุ่มให้กับสมาชิกที่ไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้เพื่อลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลและความไม่สมบูรณ์ของตลาดทุน แต่อย่างไรก็ตาม กลุ่มธุรกิจอาจก่อให้เกิดความไม่มีประสิทธิภาพในการโยกย้ายทรัพยากรระหว่างสมาชิกในกลุ่ม และการลงทุนที่ไม่เหมาะสมในกลุ่มธุรกิจ รวมทั้งปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจ ผลการวิจัยพบว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจจะเลือกเข้าสู่สาธารณชนมากกว่าบริษัทที่ไม่ได้เป็นสมาชิกของกลุ่มธุรกิจ ซึ่งอาจแสดงให้เห็นว่าบริษัทจะได้ประโยชน์จากการนำเงินที่ได้จากผู้ถือหุ้นรายอื่นมาจัดสรรให้กับสมาชิกภายในกลุ่ม นอกจากนี้ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลน้อยกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก จึงทำให้มีความเป็นไปได้ที่จะเข้าสู่สาธารณชนมากกว่า อย่างไรก็ตามผู้วิจัยพบว่าปัจจัยด้านอายุ และความสามารถในการทำกำไรของบริษัท มีผลทำให้ความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนน้อยลง กล่าวคือบริษัทที่มีอายุน้อยมีปัญหา Adverse selection ทำให้มีข้อจำกัดในการเข้าสู่แหล่งเงินทุนภายนอกอื่นๆ สำหรับบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงมีความเป็นไปได้ที่จะไม่เข้าสู่สาธารณชน สอดคล้องกับทฤษฎีลำดับขั้น เพราะบริษัทมีแหล่งเงินทุนภายในที่มาจากกำไรสะสมสูง การศึกษาครั้งนี้มีข้อเสนอแนะดังนี้ ประการแรกการที่บริษัทในกลุ่มธุรกิจมีความเป็นไปได้ในการเข้าสู่สาธารณชนสูง เป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาตลาดทุน แต่อย่างไรก็ตาม ตลาดทุนควรมีกลไกในการป้องกันปัญหาที่อาจเกิดขึ้นจากการที่บริษัทเอาเปรียบผู้ลงทุนรายย่อยในการถ่ายโอนทรัพยากรจากบริษัทจดทะเบียนไปยังบริษัทอื่นในกลุ่มธุรกิจ ประการที่สองตลาดทุนควรส่งเสริมให้บริษัทที่มีอายุมากเข้าสู่สาธารณชนมากขึ้น เนื่องจากบริษัทที่ก่อตั้งมานานมักมีชื่อเสียงและความน่าเชื่อถือสูง อาจจะทำให้เป็นที่สนใจของนักลงทุนในตลาดทุนมากขึ้น ประการสุดท้าย สถาบันการเงินที่เกี่ยวข้องควรเปิดโอกาสในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกสำหรับบริษัทอายุน้อยให้มากขึ้นเพื่อสนับสนุนการเติบโตของบริษัท ซึ่งจะส่งผลดีต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศต่อไป

คำสำคัญ : การเข้าสู่สาธารณชน กลุ่มธุรกิจ ประเทศไทย

ABSTRACT

The objective of this research is to investigate the determinants of the going public decision of companies in Thailand, using 1,210 companies operating during the period 2000 - 2005. Our probit model includes a business group variable. To mitigate asymmetric information problems and imperfect capital markets, business groups are important in emerging economies. They are considered as an internal capital market for member firms, which have difficulty in accessing to external finance. However, business groups may cause an inefficient resource allocation among member firms, unproductive investments, and agency problems between major shareholders and minority shareholders of listed companies in the group. Our results show that group firms are more likely to go public than non-group firms so that they could allocate external funds obtained from other shareholders to member firms. In addition, larger companies are more likely to go public because they have lower asymmetric information problems, compared to smaller firms. Nevertheless, firm age and profitability are negatively related to the probability of an IPO. Younger firms tend to have adverse selection problems, resulting in a limited access to other external finance. Consistent with the pecking order theory, firms with higher profitability are less likely to go public because they have sufficient internal fund from retained earnings. Our findings provide several implications. First, although the high probability to go public of group firms is beneficial for the capital market development, relevant authorities should strengthen mechanisms in prohibiting potential expropriation of minority shareholders. Second, the capital market should promote long-established firms to list in the stock market because these firms have better reputation and creditability, thus attracting more investors. Last, in order to support the growth of young companies, financial institutions should provide them an easier access to external sources of funds. This, in turn, helps improve the country's economic development.

Keywords : Going Public, Initial Public Offerings (IPO), Business Groups, Thailand

บทนำ

ตลาดทุน (Capital Market) เป็นตลาดที่มีความสำคัญในการขับเคลื่อนระบบเศรษฐกิจและสังคมของประเทศ เนื่องจากเป็นแหล่งระดมเงินทุนให้กับทั้งภาครัฐและภาคเอกชน ลดการพึ่งพิงเงินทุนจากภาคธนาคาร และเป็นช่องทางการออมของประชาชน แต่การพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทยยังมีความล่าช้า และมีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับประเทศภูมิภาคเอเชีย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552) จะเห็นได้จากในปี 2553 มูลค่าตลาด (Market Capitalization) ของตลาดหลักทรัพย์ไทยต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Product: GDP) อยู่ที่ระดับร้อยละ 88.8 เมื่อเทียบกับประเทศภูมิภาคเอเชียที่มากกว่าร้อยละ 100 (World Federation of Exchanges, 2011) ถึงแม้ว่าในช่วงที่ผ่านมาตลาดทุนในประเทศไทยได้รับการส่งเสริมให้มีการเข้าระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น จากการให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีแก่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) 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) ของบริษัทในประเทศไทยเพียง 2,040.8 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2553 เมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชียที่ส่วนใหญ่มีมูลค่ามากกว่า 10,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยเฉพาะบริษัทส่วนใหญ่ของประเทศไทยนั้นไม่ได้ให้ความสำคัญกับการระดมทุนผ่านตลาดทุนมากนัก ประกอบกับกระบวนการในการเข้าสู่สาธารณชนที่มีความยืดหยุ่นน้อยและมีขั้นตอนที่เป็นอุปสรรคกว่าประเทศเพื่อนบ้าน ทำให้เกิดความล่าช้าไม่สามารถระดมทุนให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจได้อย่างเหมาะสม ซึ่งเป็นปัญหาที่สำคัญประการหนึ่งของตลาดทุนไทย ดังนั้นทางรัฐบาลจึงได้มีการพัฒนาและส่งเสริมตลาดทุนไทยอย่างต่อเนื่อง โดยมีการทำแผนพัฒนาตลาดทุนปี 2553-2557 เพื่อให้การพัฒนาของตลาดทุนเทียบกับมูลค่ารวมทางเศรษฐกิจของประเทศ ในปี 2556 ไปถึงเป้าหมายร้อยละ 130 จากร้อยละ 86 ในปี 2551 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552)

จะเห็นได้ว่าในส่วนของการตลาดทุนให้มีความสำคัญกับการเข้าสู่สาธารณชนเช่นเดียวกับการมองทางการเงินที่พบว่าการเข้าสู่สาธารณชน (Going Public) หรือการเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) เป็นส่วนหนึ่งที่เกิดขึ้นเฉพาะในวงจรชีวิตธุรกิจ (Chemmanur, He, and Nandy, 2005; Fischer, 2000; Kim and Weisbach, 2005) ซึ่งที่ผ่านมาการจัดหาเงินทุนของธุรกิจเกิดขึ้นในทุกภูมิภาคของโลก ได้แก่ สหรัฐอเมริกา ยุโรป และเอเชีย และมีจำนวนเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง (Kim and Weisbach, 2005) โดยบริษัทที่มีการเข้าสู่สาธารณชนได้รับประโยชน์หลายด้านด้วยกัน คือ ได้รับการเติบโต (Ritter and Welch, 2002)

เพื่อการปรับสภาพคล่อง ได้รับเครดิตที่ดีจากทางธนาคารพาณิชย์หรือผู้ให้สินเชื่อ ความโปร่งใสที่เพิ่มขึ้น การมีชื่อเสียงและเป็นที่รู้จักของสาธารณะ (Bancel and Mittoo, 2008; Brau, Lambson, and McQuen, 2005) รวมทั้งเพื่อประโยชน์ที่เกิดขึ้นภายในการเสนอขายหุ้นครั้งที่สอง หลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนแล้ว หรือต้องการออกพันธบัตรหุ้นกู้เมื่อธุรกิจมีความต้องการเงินทุนเพิ่มขึ้น (สุมาลี อุณหะนันท์, 2550) นอกจากนี้ยังพบว่า การเข้าสู่สาธารณชนมีต้นทุนเกิดขึ้น ซึ่งเป็นต้นทุนทางตรง ได้แก่ ค่าใช้จ่ายทางตรงที่ค่อนข้างอยู่ในระดับสูง (Bhattacharya and Ritter, 1983; Brau and Fawcett, 2006; Gleason, Payne, and Winggenhorn, 2007; Ritter, 1987) ค่าใช้จ่ายในการบริหารและค่าธรรมเนียมต่าง ๆ ส่วนต้นทุนทางอ้อม ได้แก่ การสูญเสียทางด้านความลับ (Loss of confidentiality) ในการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทให้กับภายนอกอาจจะทำให้บริษัทเสียเปรียบคู่แข่งได้ (Campbell, 1979; Maksimovic and Pichler, 2001; Yosha, 1995) ดังนั้นจึงทำให้บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนมีการพิจารณาทางด้านประโยชน์และต้นทุนที่จะเกิดขึ้นประกอบการตัดสินใจ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Mayur and Kumar (2006), Pagano, Panetta, and Zingales (1998), Shen and Wei (2007) และในการศึกษาค้นคว้าวิจัยมีการพัฒนาตัวแปรและสมมติฐานจากประโยชน์และต้นทุนในการเข้าสู่สาธารณชน เพื่อนำไปสู่ตัวแปรสำหรับในงานวิจัยต่อไป

ในช่วงที่ผ่านมาได้มีการกล่าวถึงกลุ่มธุรกิจกันอย่างต่อเนื่อง และกลุ่มธุรกิจมีบทบาทสำคัญในตลาดเกิดใหม่ (Emerging market) เช่น ประเทศอินเดีย ปากีสถาน บราซิล ชิลี อินโดนีเซีย ไทย เกาหลี และกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วบางประเทศ

เช่น อิตาลี สวีเดน เป็นต้น (Khanna and Yafeh, 2005; Kim and Yi, 2005) ประโยชน์ที่เด่นชัดของกลุ่มธุรกิจคือการเป็นตลาดทุนภายในให้กับสมาชิกในกลุ่มที่ไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ กล่าวคือบริษัทภายในกลุ่มที่มีข้อจำกัดทางการเงินหรือขาดแคลนเงินทุนจะได้รับการสนับสนุนทางการเงินจากบริษัทสมาชิกที่ไม่มีข้อจำกัดในการเข้าสู่แหล่งเงินทุนภายนอก นอกจากนี้ การเป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอาจทำให้บริษัทเป็นที่รู้จักและมีความน่าเชื่อถือมากขึ้น ส่งผลให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ดีกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ รวมทั้งกลุ่มธุรกิจมีการกระจายทรัพยากรให้กับสมาชิกของกลุ่มผ่านการจ่ายเงินปันผลพิเศษ การออกหุ้นใหม่ และการขายสินทรัพย์ต่าง ๆ เป็นต้น (Belenzon and Berkovitz, 2008; Claessens, Fan, and Lang, 2002; Khanna and Yafeh, 2005; Kim and Yi, 2005) ส่วนทางด้านลบของการเป็นกลุ่มธุรกิจพบความไม่มีประสิทธิภาพเกี่ยวกับการโยกย้ายทรัพยากรระหว่างสมาชิกในกลุ่ม และการลงทุนที่ไม่เหมาะสมในกลุ่มธุรกิจ รวมทั้งปัญหาตัวแทนระหว่างกลุ่มธุรกิจที่ส่วนใหญ่มีผู้ถือหุ้นเป็นของครอบครัวและส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Khanna and Palepu, 2000; Kim and Yi, 2005) ซึ่งในการศึกษาค้นคว้าวิจัยเห็นว่าประเทศไทยสามารถใช้เป็นตัวแทนของตลาดเกิดใหม่ และคาดว่าจะการเป็นสมาชิกของกลุ่มธุรกิจส่งผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ประกอบกับตัวแปรกลุ่มธุรกิจยังไม่มีการศึกษาในงานวิจัยที่ผ่านมา จึงทำให้เป็นช่องว่างสำหรับในการศึกษาค้นคว้าด้วย

ดังนั้นจากเหตุผลดังกล่าวข้างต้นในการศึกษาค้นคว้าวิจัยจึงทำการศึกษาในเรื่องปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทใน

ประเทศไทย โดยผู้วิจัยคาดว่าผลที่ได้จากงานวิจัยฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ทั้งในแง่ของวิชาการ และตลาดทุนสำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อนำไปประกอบในการวางแผนทางพัฒนาตลาดทุนไทยให้มีการเติบโตมากขึ้น

วัตถุประสงค์

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยด้านกลุ่มธุรกิจและปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย

แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในการศึกษาที่ผ่านมาเกี่ยวกับการเข้าสู่สาธารณชนเริ่มต้นมาจากการศึกษาของ Pagano et al. (1998) ที่มีการพิจารณาทางด้านประโยชน์และต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชน ซึ่งได้นำมาสร้างเป็นกรอบแนวคิด และนำไปสู่การสร้างตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาในงานวิจัยที่ผ่านมา รวมถึงงานวิจัยนี้ (Albornoz and Pope, 2004; Fischer, 2000; Mayur and Kumar, 2006; Pannemans, 2002) ผู้วิจัยได้นำมาพัฒนาเป็นสมมติฐาน ดังนี้

1. กลุ่มธุรกิจ

กลุ่มธุรกิจเป็นตัวแปรที่ยังไม่เคยมีนักวิชาการนำไปศึกษาเชื่อมโยงพิจารณาร่วมกับแบบจำลองในการเข้าสู่สาธารณชน โดยผู้วิจัยคาดว่าตัวแปรกลุ่มธุรกิจจะมีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของประเทศไทย เนื่องจากกลุ่มธุรกิจมีความสำคัญอย่างต่อเนื่องในประเทศที่พัฒนาแล้วและกำลังพัฒนา โดยกลุ่มธุรกิจเป็นเสมือนตลาดทุนภายในให้กับบริษัทที่เป็นสมาชิกภายในกลุ่ม ในการโยกย้ายเงินทุนภายในกลุ่มให้กับสมาชิกที่ไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ เพื่อลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล และ

ความไม่สมบูรณ์ของตลาดทุน โดยการซื้อขายผ่านภายในกลุ่มด้วยตนเอง หรือการโยกย้ายเงินทุนจากสมาชิกภายในกลุ่มที่มีกระแสเงินสดอยู่ในระดับสูง แต่มีโอกาสในการลงทุนที่ต่ำไปยังสมาชิกในกลุ่มที่มีกระแสเงินสดอยู่ในระดับต่ำ ในขณะที่โอกาสในการลงทุนดีกว่า นอกจากนี้กลุ่มธุรกิจยังได้มีการจัดสรรทรัพยากรให้กับบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่ม เพราะกลุ่มธุรกิจมีสมาชิกที่ดำเนินธุรกิจหลายประเภท จึงทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทที่เป็นสมาชิกเพิ่มขึ้นจากการประหยัดต่อขนาด (Economies of scale) และการประหยัดต่อขอบเขต (Economies of scope) รวมทั้งผลประโยชน์ที่จะได้รับจากการเป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ คือ การกระจายทรัพยากรให้กับสมาชิกของกลุ่มธุรกิจโดยการจ่ายเงินปันผลพิเศษ การออกหุ้นใหม่ และการขายสินทรัพย์ต่าง ๆ เพื่อให้สมาชิกของกลุ่มธุรกิจได้รับเงินที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ดีกว่า ทำให้หลังจากบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีการเข้าสู่สาธารณชนแล้วอาจจะมีการนำเงินที่ได้มาจัดสรรให้กับสมาชิกภายในกลุ่มด้วยตนเอง (Belenzon and Berkovitz, 2008; Claessens et al., 2002; George and Kabir, 2008; Khanna and Yafeh, 2005; Kim and Yi, 2005) สอดคล้องกับการศึกษาที่ผ่านมาพบว่า การเป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกของกลุ่มธุรกิจ (Khanna and Palepu, 2000) นอกจากนี้กลุ่มธุรกิจยังมีการแบ่งปันความเสี่ยงที่เกิดขึ้นในกลุ่มด้วยตนเอง โดยมีการเคลื่อนย้ายทรัพยากรของสมาชิกในกลุ่มที่มีผลการดำเนินงานดีไปให้กับสมาชิกในกลุ่มที่มีผลการดำเนินงานไม่ดีเพื่อให้ความช่วยเหลือสมาชิกภายในกลุ่ม (Khanna and Yafeh, 2005; Kim and Yi, 2005) สอดคล้อง

กับการศึกษาของ Gopalan, Nanda, and Seru (2007) ที่แสดงให้เห็นว่าสิ่งสำคัญในการโยกย้ายเงินทุนระหว่างกลุ่มพันธมิตรมาจากสมาชิกภายในที่เป็นผู้ให้กู้ยืมเงิน เพื่อให้การสนับสนุนสมาชิกของกลุ่มธุรกิจที่มีความอ่อนแอทางการเงิน และสอดคล้องกับการศึกษาของ Khanna and Palepu (2000) นอกจากนี้การศึกษาของ Claessens et al. (2002) พบว่า กลุ่มธุรกิจให้ประโยชน์กับบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจเนื่องจากสมาชิกกลุ่มธุรกิจที่มีอายุน้อย และมีการเติบโตอย่างรวดเร็วไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ ซึ่งเป็นผลมาจากปัญหาตัวแทน จึงทำให้สมาชิกกลุ่มธุรกิจที่มีอายุน้อยได้รับประโยชน์จากแหล่งเงินทุนภายในของกลุ่มที่มีการจัดสรรเงินทุนจากสมาชิกภายในด้วยตนเอง และยิ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Belenzon and Berkovitz (2008) และ Rajan and Zingales (1998) พบว่าธุรกิจที่มีขนาดเล็กมีระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลมากกว่าธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ ทำให้มีการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ยากกว่าธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ ดังนั้นจึงต้องอาศัยแหล่งเงินทุนภายในที่ได้มาจากสมาชิกกลุ่มธุรกิจ

แต่อย่างไรก็ตามการเป็นกลุ่มธุรกิจมีผลทางด้านลบเช่นกัน คือ อาจก่อให้เกิดความไม่มีประสิทธิภาพในการโยกย้ายทรัพยากรระหว่างสมาชิกในกลุ่ม และการลงทุนที่ไม่เหมาะสมในกลุ่มธุรกิจ รวมทั้งปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อยบริษัทสมาชิกในกลุ่มธุรกิจ ซึ่งจากการศึกษาของ Kim and Yi (2005) พบว่ากลุ่มธุรกิจส่วนใหญ่ยังมีการควบคุมโดยเจ้าของเดิมทำให้เกิดปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่ซึ่งเป็นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งมาจากการปกปิดข้อมูลเกี่ยวกับผลประโยชน์การ รวมทั้งการศึกษาของ Khanna and

Palepu (2000) พบว่าหลังเข้าสู่สาธารณชนผลการดำเนินงานของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ซึ่งอาจจะสะท้อนให้เห็นได้ว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความต้องการเข้าสู่สาธารณชน เพื่อนำเงินทุนที่ได้จากการระดมทุนมาจัดสรรให้กับสมาชิกภายในกลุ่ม ซึ่งเป็นการเอาเปรียบกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อย นอกจากนี้ ยังมีผลเสียที่อาจเกิดขึ้น เช่น การลงทุนที่มากเกินไปของกลุ่มธุรกิจในอุตสาหกรรมที่มีการเติบโตอยู่ในระดับต่ำ และให้การสนับสนุนสมาชิกในกลุ่มธุรกิจที่ไม่มีกำไร (Ferris, Kim, and Kitsabunnarat, 2003).

โดยสรุป การเป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ ทำให้บริษัทอาจไม่สนใจเข้าสู่สาธารณชน เนื่องจากมีแหล่งเงินทุนภายในกลุ่มที่เพียงพอเพื่อสนับสนุนบริษัทที่ขาดแคลนเงินทุน แต่อย่างไรก็ตามบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอาจต้องการเข้าสู่สาธารณชน เพื่อนำเงินที่ได้รับจากผู้ถือหุ้นรายอื่นมาจัดสรรให้กับบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน ดังนั้นผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐาน ดังนี้

สมมติฐานที่ 1.1 ($H_{1.1}$) : การเป็นสมาชิกของกลุ่มธุรกิจ มีความสัมพันธ์ทางบวกกับความเป็นไปได้ที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

สมมติฐานที่ 1.2 ($H_{1.2}$): การเป็นสมาชิกของกลุ่มธุรกิจ มีความสัมพันธ์ทางลบกับความเป็นไปได้ที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

2. ขนาดของบริษัท

ต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชนมีความเกี่ยวข้องกับขนาดของบริษัท กล่าวคือ ค่าใช้จ่ายทางด้านบริหารทางตรงและค่าธรรมเนียมหรือต้นทุนคงที่ ไม่ได้เพิ่มขึ้นตามขนาดของบริษัท (Ritter, 1987) ซึ่งแสดงเป็นนัยว่าบริษัทที่มีขนาด

ใหญ่มีความเป็นไปได้ในการเลือกเข้าสู่สาธารณชนมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดเล็กจะมีต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชนอยู่ในระดับที่สูงเมื่อเทียบกับบริษัทที่มีขนาดใหญ่ นอกจากนี้ การศึกษาของ 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 และได้หวั่น ตามลำดับ จึงกล่าวได้ว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน งานวิจัยที่สนับสนุน ได้แก่ Alborno and Pope (2004), Chemmanur et al. (2005), Mayur and Kumar (2006)

แต่อย่างไรก็ตาม ตามทฤษฎีลำดับขั้นบริษัทขนาดเล็กต้องการเงินทุนเพื่อสนับสนุนการเติบโตของบริษัทในอนาคต แต่ด้วยเงินทุนที่มีอยู่อย่างจำกัดและไม่เพียงพอ จึงทำให้บริษัทต้องหาแหล่งเงินจากภายนอก ทางเลือกหนึ่งในการหาเงินทุนคือการเสนอขายหุ้นให้กับสาธารณชน เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดเล็กยังไม่มีชื่อเสียง และไม่เป็นที่รู้จักเท่ากับบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ดังนั้นประโยชน์ที่จะเกิดขึ้นตามมาหลังจากเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทที่มีขนาดเล็ก คือ การเป็นที่รู้จักของนักลงทุน และผู้ให้สินเชื่อ (Bancel and Mittoo, 2008; Brau et al., 2005) ซึ่งสามารถตีความได้

ว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน งานวิจัยที่สนับสนุน ได้แก่ Pannemans (2002)

ดังนั้นในการวิจัยครั้งนี้คาดว่าขนาดของบริษัทจะเป็นปัจจัยในการกำหนดการเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานดังนี้

สมมติฐานที่ 2.1 ($H_{2.1}$) : ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับความเป็นไปได้ที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

สมมติฐานที่ 2.2 ($H_{2.2}$) : ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางลบกับความเป็นไปได้ที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

3. อายุของบริษัท

บริษัทที่มีอายุมากก่อตั้งมานานเป็นที่รู้จักของภายนอกและมีชื่อเสียง รวมทั้งข้อมูลที่นำมาเปิดเผยเพื่อการตัดสินใจสำหรับนักลงทุนมีความน่าเชื่อถือมากกว่า ทำให้การเสนอขายหุ้นของบริษัทมีความน่าสนใจของนักลงทุนได้มากกว่าบริษัทที่มีอายุน้อย (Welch, 1989) ส่งผลให้บริษัทที่มีอายุมากมีโอกาสที่จะเข้าสู่สาธารณชนสูงกว่าบริษัทที่มีอายุน้อย

อย่างไรก็ตาม ในการศึกษาของ Chemmanur and Fulghieri (1999) พบว่าปัญหา Adverse Selection เป็นปัญหาที่มักเกิดขึ้นกับบริษัทที่มีอายุน้อย และบริษัทที่มีอายุน้อยมีความไม่แน่นอนทางด้านความสามารถในการทำกำไรในอนาคต ทำให้มีข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกอื่น ๆ อีกทั้งบริษัทที่มีอายุน้อยจะได้รับประโยชน์หลังจากที่เข้าสู่สาธารณชนแล้ว ได้แก่ การมีชื่อเสียง การเป็นที่รู้จักของนักลงทุน และการได้รับจากการเข้าสู่สาธารณชนเพื่อนำไปใช้ลงทุนในโครงการต่างๆ ต่อไป (Bancel

and Mittoo, 2008; Brau et al., 2005) ดังนั้นบริษัทที่มีอายุน้อยมีความเป็นไปได้ที่จะเข้าสู่สาธารณชนมากกว่าบริษัทที่มีอายุมาก งานวิจัยที่พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างอายุของบริษัทและความเป็นไปได้ที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชน ได้แก่ Mayur and Kumar (2006) ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานดังนี้

สมมติฐานที่ 3.1 ($H_{3.1}$) : อายุของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับความเป็นไปได้ที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

สมมติฐานที่ 3.2 ($H_{3.2}$) : อายุของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางลบกับความเป็นไปได้ที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

4. การเติบโตโดยอดขายของบริษัท

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

สมมติฐานที่ 4 (H_4) : การเติบโตโดยอดขายของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางบวกกับความเป็นไปได้ที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

5. ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

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

ส่วนทฤษฎีของลำดับขั้นได้อธิบายว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรในระดับสูงมีความเป็นไปได้น้อยที่ต้องการเข้าสู่สาธารณชนเนื่องจากมีเงินทุนในการลงทุนหรือขยายกิจการที่มาจากกำไรสะสมในบริษัท งานวิจัยที่พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างความสามารถในการทำกำไรของบริษัทและความเป็นไปได้ที่บริษัทเข้าสู่สาธารณชน ได้แก่ Alborno and Pope (2004) ในการศึกษาครั้งนี้จึงมีสมมติฐาน ดังต่อไปนี้

สมมติฐานที่ 5.1 ($H_{5.1}$) : ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางบวกกับความเป็นไปได้ที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

สมมติฐานที่ 5.2 ($H_{5.2}$) : ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางลบกับความเป็นไปได้ที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

6. สัดส่วนหนี้สินของบริษัท

การก่อหนี้เป็นแหล่งเงินทุนภายนอกของเมื่อแหล่งเงินทุนภายในมีไม่เพียงพอ ถ้าสัดส่วนหนี้สินของบริษัทอยู่ในระดับสูง ทำให้เกิดข้อจำกัดในการก่อหนี้ขึ้น เนื่องจากผู้ให้สินเชื่อรับรู้ว่ามีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นต่อการให้สินเชื่อทางการเงิน ดังนั้นบริษัทจึงจำเป็นต้องหาแหล่งเงินทุนภายนอกอื่นโดยการเข้าสู่สาธารณชนซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนภายนอกที่เกิดขึ้นระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์และนักลงทุนโดยตรง ทำให้บริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินสูงได้รับโอกาสทางด้านเงินทุนที่ใช้ในการลงทุนต่อไปในอนาคตหรือใช้ในการปรับสมดุลทางการเงินของบริษัท (Myers, 1984; Myers and Majluf, 1984) ดังนั้นหากบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินสูง มีความเป็นไปได้ที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชน

อย่างไรก็ตาม สัดส่วนหนี้สินที่อยู่ในระดับสูงอาจเป็นอุปสรรคในการเข้าสู่สาธารณชนสำหรับบริษัท เนื่องจากในการประเมินราคาเสนอขายหุ้นของบริษัทอาจอยู่ระดับต่ำ เป็นเพราะสัดส่วนหนี้สินของบริษัทที่เกิดขึ้น เมื่อบริษัทนั้นมีความเสี่ยงที่สูงขึ้น ทำให้ความน่าสนใจของนักลงทุนที่มีต่อหุ้นที่เสนอขายลดลง งานวิจัยที่สนับสนุนว่าสัดส่วนหนี้สินของบริษัทในระดับสูงมีความเป็นไปได้ที่บริษัทจะไม่เลือกเข้าสู่สาธารณชน ได้แก่ Alborno and Pope (2004) และ Mayur and Kumar (2006) ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานดังนี้

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

สมมติฐานที่ 6.2 ($H_{6.2}$) : สัดส่วนหนี้สินของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางลบกับความเป็นไปได้ที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

7. กระแสเงินสดของบริษัท

กระแสเงินสดเป็นแหล่งเงินทุนภายในของบริษัทที่มีต้นทุนถูกกว่าแหล่งเงินทุนที่ได้มาจากภายนอก ซึ่งถ้ากระแสเงินสดของบริษัทมีอยู่ในระดับสูง บริษัทจะเลือกใช้เงินทุนที่อยู่ภายในหรือกระแสเงินสดนั้นก่อน ทำให้มีความเป็นไปได้ที่บริษัทจะเลือกเข้าสู่สาธารณชน ในขณะเดียวกันหากกระแสเงินสดของบริษัทมีอยู่ไม่เพียงพอ ดังนั้นสิ่งที่เกิดขึ้นต่อไปคือบริษัทจำเป็นต้องหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก ซึ่งมีความเป็นไปได้ที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชน (Myers and Majluf, 1984) ในงานวิจัยที่ผ่านมามีจำนวนน้อยมากในการนำตัวแปรกระแสเงินสดเข้าไปในแบบจำลองการเข้าสู่สาธารณชน โดยมีงานวิจัยที่สนับสนุนว่ากระแสเงินสดในระดับสูงมีความเป็นไปได้ที่บริษัทจะไม่เลือกเข้าสู่สาธารณชน ได้แก่ Shen and Wei (2007) สำหรับการศึกษาครั้งนี้ได้ตั้งสมมติฐานดังนี้

สมมติฐานที่ 7 (H_7) : กระแสเงินสดของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางลบกับความเป็นไปได้ที่บริษัทจะเข้าสู่สาธารณชนในประเทศไทย

8. อุตสาหกรรม

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

9. ปีปฏิทิน

การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของประเทศอิตาลีเป็นงานวิจัยของ Pagano et al. (1998) มีการนำตัวแปรปีปฏิทินเป็นตัวแปรหุ่นในแบบจำลองโพรบิท

ทั้งนี้ผู้วิจัยคาดว่าตัวแปรอุตสาหกรรมและตัวแปรปีปฏิทินไม่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย

3. ระเบียบวิธีวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ผู้วิจัยพิจารณาหลักเกณฑ์ในการคัดเลือกประชากรของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับกระทรวงพาณิชย์ทั้งหมดจำนวน 298,563 บริษัท และคัดเลือกประชากรตามหลักเกณฑ์ของการเข้าสู่สาธารณชน ระหว่างปี 2543-2548 จนเหลือขนาดตัวอย่างจำนวน 1,210 บริษัท ซึ่งไม่นับรวมกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนในตลาด MAI

วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยใช้วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ตั้งแต่ปี 2540-2548 โดยขั้นตอนในการเก็บข้อมูลเป็นดังนี้ (1) ตัวอย่างที่

สามารถเข้าสู่สาธารณชนได้ในช่วงปี 2543-2548 รวม 6 ปี มีจำนวน 1,210 บริษัท ดังนั้นจึงมีค่าสังเกต (Observations) ทั้งหมด 7,260 ค่าสังเกต ซึ่งได้จากฐานข้อมูลของกระทรวงพาณิชย์ (2) พิจารณาข้อมูลของตัวแปรต่าง ๆ ที่อยู่ในแบบจำลองโพรบิท ส่วนใหญ่เป็นคุณลักษณะทางด้านการเงินและลักษณะของกลุ่มธุรกิจที่คาดว่าจะมีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน ซึ่งได้จากฐานข้อมูลของกระทรวงพาณิชย์ และฐานข้อมูล SET SMART ในขณะที่ตัวแปรกลุ่มธุรกิจนั้นเก็บข้อมูลจากหนังสือ Thai Business Groups 2001: A Unique Guide to Who owns What เป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกของประเทศไทยใช้เกณฑ์การพิจารณาจากสัดส่วนของผู้ถือหุ้นใหญ่สุดในธุรกิจที่มีการควบคุมของครอบครัวเช่นเดียวกับการศึกษาของ Claessens et al. (2002) และ (3) พิจารณาข้อมูลบางค่าสังเกตที่มีค่าผิดปกติ (Outlier) เพราะจะทำให้การวิเคราะห์ข้อมูลมีความเอนเอียง จึงตัดข้อมูลในส่วนที่เกิดค่าผิดปกติออกไปจำนวน 2,033 ค่าสังเกต สุดท้ายเหลือค่าสังเกตทั้งหมด 5,227 ค่าสังเกต เพื่อใช้สำหรับการวิเคราะห์ผลต่อไป

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

แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

ในการวิจัยนี้ผู้วิจัยใช้แบบจำลองโพรบิทเป็นดังนี้

โดยตัวแปรตาม IPO_{it} คือ ความน่าจะเป็นในการเลือกเข้าสู่สาธารณชน ถ้าเท่ากับ 1 บริษัทเข้าสู่สาธารณชน ณ เวลา t และถ้าเท่ากับ 0 ยังคงสถานะเป็นบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน

ณ เวลา t ส่วน $F(\cdot)$ คือ ฟังก์ชันการกระจายสะสมปกติของตัวแปรอิสระ ตัวแปรอิสระประกอบด้วย $Business\ Group_{it}$ คือ กลุ่มธุรกิจเป็นตัวแปรหุ่น ถ้าเท่ากับ 1 บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และถ้าเท่ากับ 0 อื่น ๆ $Size_{it}$ คือ ขนาดของบริษัท วัดจาก Natural Logarithm ยอดขายของบริษัท Age_{it} คือ อายุของบริษัท (ปี)

วัดจากอายุของบริษัทตั้งแต่ก่อตั้งจนถึงปีที่เข้าสู่
สาธารณชน *Growth_{it}* คือ การเติบโตยอดขาย
ของบริษัท (ร้อยละ) วัดจากอัตราการเติบโตจาก
ยอดขายของบริษัท *Profitability_{it}* คือ ความ
สามารถในการทำกำไรของบริษัท (ร้อยละ) วัด
โดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on
Assets: ROA) *Leverage_{it}* คือ สัดส่วนหนี้สิน
ของบริษัท (เท่า) วัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อ
สินทรัพย์รวม *Cash flow_{it}* คือ กระแสเงินสด
ของบริษัท (เท่า) วัดจากผลรวมของกำไรสุทธิก่อน
หักภาษีและค่าเสื่อมราคา หาดด้วยสินทรัพย์ถาวร
Industry_{it} คือ กลุ่มอุตสาหกรรม เป็นตัวแปรหุ่น
Year_{it} คือ ปีปฏิทิน เป็นตัวแปรหุ่น α คือ ค่า
สัมประสิทธิ์ (Coefficient) ของตัวแปรจากสมการ
 i คือ บริษัทที่ i และ t คือ ณ เวลาที่ t

วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

ในการวิเคราะห์ข้อมูลแบ่งออกเป็น
2 ส่วนด้วยกัน คือ ส่วนที่ 1 สถิติเชิงพรรณนา
(Descriptive Statistics) และส่วนที่ 2 การ
วิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) ผู้
วิจัยใช้การวิเคราะห์แบบจำลองโพรบิตสอดคล้อง
กับงานวิจัยที่ผ่านมา (Pagano et al, 1998; Shen
and Wei, 2007) โดยข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์
เป็นแบบ panel data

4. ผลการศึกษา

คุณลักษณะทั่วไปของตัวอย่าง

ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้มีจำนวน
1,210 บริษัท แบ่งเป็นบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน
95 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 7.85 และบริษัทที่ไม่เข้า
สู่สาธารณชน 1,115 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 92.15
ทั้งนี้บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนและเป็นสมาชิกกลุ่ม
ธุรกิจ มีจำนวน 16 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 16.84

ส่วนบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนและไม่เป็นสมาชิก
กลุ่มธุรกิจ มีจำนวน 79 บริษัท คิดเป็นร้อยละ
83.16

จากการวิเคราะห์ข้อมูลในตารางที่ 1 พบ
ว่าภาพรวมของตัวอย่างแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม คือ
กลุ่มที่ 1 บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน และกลุ่มที่ 2
บริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน พบว่าบริษัทที่เข้าสู่
สาธารณชนอายุเฉลี่ย 8.91 ปี น้อยกว่าบริษัทที่
ไม่เข้าสู่สาธารณชนที่มีอายุเฉลี่ย 15.23 ปี อย่าง
มีนัยสำคัญทางสถิติ การเติบโตโดยยอดขายเฉลี่ยของ
บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนร้อยละ 19.53 ไม่แตก
ต่างกับบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชนร้อยละ 20.44
ความสามารถในการทำกำไรเฉลี่ยของบริษัทที่เข้า
สู่สาธารณชนร้อยละ 10.58 ต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เข้า
สู่สาธารณชนร้อยละ 15.34 อย่างมีนัยสำคัญทาง
สถิติ และสัดส่วนหนี้สินเฉลี่ยของบริษัทที่เข้าสู่
สาธารณชนเท่ากับ 0.49 เท่าไม่แตกต่างกับบริษัท
ที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน 0.45 เท่า ในขณะที่กระแส
เงินสดเฉลี่ยของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนไม่แตก
ต่างกับบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชนที่ 108.41
และ 250.02 ล้านบาท ตามลำดับ สินทรัพย์รวม
เฉลี่ยของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชน 1,694.07
ล้านบาท น้อยกว่าบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน
2,684.42 ล้านบาท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ
ยอดขายเฉลี่ยของบริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนเท่ากับ
5,310.05 ล้านบาท มากกว่าบริษัทที่ไม่เข้าสู่
สาธารณชน 3,380.71 ล้านบาท อย่างมีนัยสำคัญ
ทางสถิติ ส่วนหนี้สินรวมเฉลี่ยของบริษัทที่เข้าสู่
สาธารณชน 1,317.34 ล้านบาท ต่ำกว่าบริษัทที่
ไม่เข้าสู่สาธารณชน 9,134.64 ล้านบาท อย่างมี
นัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้กำไรสุทธิเฉลี่ยของ
บริษัทที่เข้าสู่สาธารณชนอยู่ที่ 1,251.42 ล้านบาท
มากกว่าบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธารณชน 332.79 ล้าน
บาท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับภาพรวมของตัวอย่างจำแนกการเป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจดังนี้ กลุ่มที่ 1 บริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และกลุ่มที่ 2 บริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ พบว่าอายุเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่แตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ คือ 15 ปี ส่วนค่าเฉลี่ยของการเติบโตโดยยอดขายของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีค่าเท่ากับร้อยละ 17.43 ต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจที่มีค่าเท่ากับร้อยละ 21.10 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท และสัดส่วนหนี้สินของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่มีความแตกต่างกับบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ คือ ความสามารถในการทำกำไรเฉลี่ยร้อยละ 15.42 และ 15.22 ตามลำดับ และสัดส่วนหนี้สินของบริษัทเฉลี่ย 0.45 เท่า ส่วนกระแสเงินสดเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจเท่ากับ 197.99 ล้านบาท น้อยกว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ 257.58 ล้านบาท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้สินทรัพย์รวมเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ 4,427.82 ล้านบาท มีค่ามากกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ 2,592.95 ล้านบาท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนยอดขายเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจไม่แตกต่างกัน คือ 3,362.09 และ 3,551.23 ล้านบาท ตามลำดับ ส่วนหนี้สินรวมเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจเท่ากับ 1,992.52 ล้านบาท สูงกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจที่ 1,166.78 ล้านบาท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ กำไรสุทธิเฉลี่ยของบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ 682.77 ล้านบาท มากกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ 394.65 ล้านบาท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 1 ค่าสถิติเชิงพรรณนา

ตารางนี้แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ศึกษา โดยประชากรที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้เป็นบริษัทที่สามารถเข้าสู่สารานคนได้ในช่วงปี 2543-2548 รวม 6 ปี มีจำนวน 1,210 บริษัท ค่าสังเกตทั้งหมด 5,227 ค่าสังเกต เพื่อใช้สำหรับการวิเคราะห์ผลในการตอบคำถามงานวิจัย ซึ่ง Age คือ อายุของบริษัท Growth คือ การเติบโตยอดขายของบริษัท Profitability คือ ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท วัดโดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Assets: ROA) Leverage คือ สัดส่วนหนี้สินของบริษัท Cash flow คือ กระแสเงินสดของบริษัท 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

Variables	หน่วย	Mean		Mean	
		Non-IPO	IPO	Non Business Group	Business Group
Age	ปี	15.23	8.91***	15.11	15.14
Growth	ร้อยละ	20.44	19.53	21.10	17.43***
Profitability	ร้อยละ	15.34	10.58**	15.22	15.42
Leverage	เท่า	0.45	0.49	0.45	0.45
Cash flow	ล้านบาท	250.02	108.41	257.58	197.99**
Total Assets	ล้านบาท	2,684.42	1,694.07***	2,592.95	4,427.82***
Sales	ล้านบาท	3,380.71	5,310.05***	3,551.23	3,362.09
Total Debt	ล้านบาท	9,134.64	1,317.34***	1,166.78	1,992.52***
Net Profit	ล้านบาท	332.79	1,251.42***	394.65	682.77***

การวิเคราะห์เชิงปริมาณ

จากตารางที่ 2 เป็นการวิเคราะห์ข้อมูล โดยใช้แบบจำลองโพรบิท ผลการวิเคราะห์พบว่า ปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ได้แก่ (1) กลุ่มธุรกิจ มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน เป็นไปตามสมมติฐานที่ 1.1 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 หมายความว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความน่าจะเป็นที่บริษัทเลือกตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนมากกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ (2) ขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน เป็นไปตามสมมติฐานที่ 2.1 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 หมายความว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ มีความน่าจะเป็นที่บริษัทตัดสินใจเลือกเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย (3) อายุของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางลบกับการตัดสินใจเลือกเข้าสู่สาธารณชน เป็นไปตามสมมติฐานที่ 3.2 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 หมายความว่าบริษัทที่มีอายุน้อยมีความน่าจะเป็นที่บริษัทตัดสินใจเลือกเข้าสู่สาธารณชน และ (4) ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางลบกับการตัดสินใจเลือกเข้าสู่สาธารณชน เป็นไปตามสมมติฐานที่ 5.2 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 หมายความว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรอยู่ในระดับต่ำ มีความน่าจะเป็นที่จะตัดสินใจเลือกเข้าสู่สาธารณชน

สำหรับตัวแปรการเติบโตโดยยอดขายของบริษัทนั้นไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 4 และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จึงปฏิเสธสมมติฐาน ส่วนสัดส่วนหนี้สินของบริษัท และกระแสเงินสดของบริษัท พบว่าเป็นไปตามสมมติฐานที่ 6.1 6.2 และ 7 แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จึงปฏิเสธสมมติฐาน หมายความว่า การเติบโตโดยยอดขายของบริษัท

สัดส่วนหนี้สินของบริษัท และกระแสเงินสดของบริษัทไม่มีผลต่อการตัดสินใจเลือกเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ โดยแบบจำลองพหุคูณ

ตารางนี้แสดงการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ โดยผู้วิจัยใช้แบบจำลองพหุคูณ ประชากรที่ใช้ในการศึกษาเป็นบริษัทที่สามารถเข้าสู่สาธาณชนในช่วงปี 2543-2548 รวม 6 ปี จำนวน 1,210 บริษัท ค่าสังเกตทั้งหมด 5,227 ค่าสังเกต ตัวแปรตามเป็นความน่าจะเป็นในการเลือกเข้าสู่สาธาณชนเป็นตัวแปรหุ่น โดยที่ 1 เท่ากับบริษัทที่เข้าสู่สาธาณชน ณ เวลา t และ 0 เท่ากับบริษัทที่ไม่เข้าสู่สาธาณชน ณ เวลา t Business Group คือ ตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจ ซึ่งถ้าเป็น 1 เท่ากับบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 150 อันดับแรกของประเทศไทย และ 0 เท่ากับอื่น ๆ 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 ตัวเลขในวงเล็บคือ p-value ***, ** และ * คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

Variable	Coefficient	P-value
<i>Business Group</i>	0.842294***	(0.0000)
<i>Size</i>	0.375219***	(0.0000)
<i>Age</i>	-0.088432***	(0.0000)
<i>Growth</i>	-0.001397	(0.4225)
<i>Profitability</i>	-	(0.0166)
	0.014557**	
<i>Leverage</i>	-0.088722	(0.6257)
<i>Cash flow</i>	-0.000194	(0.7961)
<i>Industry</i>	Yes	
<i>Year</i>	Yes	
McFadden R-squared	0.349930	
Mean dependent var	0.016908	
S.E. of regression	0.115238	

5. สรุปและอภิปรายผล

สรุป

การวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย ตัวอย่างในการศึกษามีจำนวน 1,210 บริษัท โดยใช้ข้อมูลระหว่างปี 2543-2548 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูลใช้แบบจำลองโพรบิท พบว่าตัวแปรหุ่นของกลุ่มธุรกิจ และขนาดของบริษัท มีผลทางบวกต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน ส่วนอายุของบริษัท และความสามารถในการทำกำไรของบริษัท มีผลทางลบต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน ซึ่งผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาที่ผ่านมาของนักวิชาการหลายท่านไม่ว่าจะเป็นการศึกษาในทวีปสหรัฐอเมริกา ยุโรป และเอเชีย สำหรับปัจจัยอื่นๆ ได้แก่ การเติบโตยอดขายของบริษัท สัดส่วนหนี้สินของบริษัท และกระแสเงินสดของบริษัท รวมทั้งตัวแปรอุตสาหกรรม และปีปฏิทิน ไม่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน

อภิปรายผล

การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทย พบว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจมีความเป็นไปได้ในการเข้าสู่สาธารณชนมากกว่าบริษัทที่ไม่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจ เป็นสิ่งที่ค้นพบใหม่สำหรับหลักฐานในประเทศไทย แสดงเป็นนัยว่าบริษัทที่เป็นสมาชิกกลุ่มธุรกิจต้องการนำเงินทุนที่ได้มาจัดสรรหรือให้ความช่วยเหลือแก่สมาชิกในกลุ่มที่ไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกหรือขาดแคลนเงินทุนได้ ซึ่งอาจสะท้อนถึงการถ่ายทอดทรัพยากรจากบริษัทจดทะเบียนไปยังบริษัทอื่นในกลุ่มธุรกิจอันเป็นการเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อยสำหรับบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีความน่าจะเป็นที่บริษัทตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชน สอดคล้องกับการ

ศึกษาของ Albornoz and Pope (2004), Mayur and Kumar (2006), Pagano et al. (1998) ซึ่งสามารถตีความได้ว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ในประเทศไทยต้องการเข้าสู่สาธารณชน เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลน้อยกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก สอดคล้องกับ Chemmanur and Fulghieri (1999) ประกอบกับต้นทุนของการเข้าสู่สาธารณชนเกี่ยวกับค่าใช้จ่ายทางด้านบริหารทางตรงและค่าธรรมเนียมหรือต้นทุนคงที่ที่ไม่ได้เพิ่มขึ้นตามสัดส่วนหรือขนาดของบริษัท ทำให้บริษัทขนาดเล็กมีค่าใช้จ่ายสูงเมื่อเทียบกับบริษัทขนาดใหญ่

สำหรับบริษัทที่มีอายุน้อยมีความน่าจะเป็นที่บริษัทตัดสินใจเลือกเข้าสู่สาธารณชน เพื่อให้เป็นที่รู้จักกับภายนอกและต้องการมีชื่อเสียงในธุรกิจหรืออุตสาหกรรมเดียวกัน นอกจากนี้บริษัทที่มีอายุน้อยอาจจะเกิดปัญหา Adverse Selection เนื่องจากมีระยะเวลาในการเก็บข้อมูลที่สั้นกว่าบริษัทที่อายุมาก ทำให้มีข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกอื่น ๆ สอดคล้องกับการศึกษาของ Mayer and Kumar (2006) ส่วนบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรในระดับสูงมีความน่าจะเป็นไม่เลือกเข้าสู่สาธารณชน เพราะบริษัทมีแหล่งเงินทุนภายในที่มาจากกำไรสะสมสูง สอดคล้องกับทฤษฎีลำดับขั้นของ Myers (1984) และ Myers and Majluf (1984)

6. ข้อเสนอแนะและงานวิจัยในอนาคต

ข้อเสนอแนะ

การศึกษานี้มีข้อเสนอแนะดังนี้ ประการแรกการที่บริษัทในกลุ่มธุรกิจมีความเป็นไปได้ในการเข้าสู่สาธารณชนสูงเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาตลาดทุน เนื่องจากในประเทศไทยกลุ่มธุรกิจมีบทบาทสำคัญมากเช่นเดียวกับตลาดเกิด

ใหม่ประเทศอื่น ๆ เช่น อินเดีย ญี่ปุ่น และเกาหลี แต่อย่างไรก็ตามตลาดทุนควรมีกลไกในการป้องกันปัญหาที่อาจเกิดขึ้นจากการที่บริษัทเอาเปรียบผู้ลงทุนรายย่อยในการถ่ายโอนทรัพยากรจากบริษัทจดทะเบียนไปยังบริษัทอื่นในกลุ่มธุรกิจ ประการที่สองตลาดทุนควรส่งเสริมให้บริษัทที่มีอายุมากเข้าสู่สาธารณชนมากขึ้น เนื่องจากบริษัทที่ก่อตั้งมานานมักมีชื่อเสียงและความน่าเชื่อถือสูง อาจจะทำให้เป็นที่สนใจของนักลงทุนในตลาดทุนมากขึ้น ประการสุดท้ายสถาบันการเงินที่เกี่ยวข้องควรเปิดโอกาสในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกสำหรับบริษัทอายุน้อยให้มากขึ้นเพื่อสนับสนุนการเติบโตของบริษัท ซึ่งจะส่งผลดีต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศต่อไป

งานวิจัยในอนาคต

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยศึกษาตัวแปรในแบบจำลองที่ประกอบด้วยกลุ่มธุรกิจ ขนาดของบริษัท อายุของบริษัท การเติบโตยอดขายของบริษัท ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท สัดส่วนหนี้สินของบริษัท กระแสเงินสดของบริษัท อุตสาหกรรม และปีปฏิทิน อย่างไรก็ตามยังมีปัจจัยอื่นๆ ที่อาจมีผลต่อการตัดสินใจเข้าสู่สาธารณชนของบริษัทในประเทศไทยซึ่งยังไม่ได้นำมาเป็นตัวแปรในการศึกษาครั้งนี้ ได้แก่ ตัวเลขอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) ความใกล้ชิดกับธนาคารพาณิชย์ ต้นทุนในการกู้ยืมเงินหรืออัตราดอกเบี้ยในการกู้ยืม และค่าใช้จ่ายสำหรับการลงทุน เป็นต้น ซึ่งสามารถนำมาศึกษาต่อในอนาคตได้

เอกสารอ้างอิง

หนังสือ

สุมาลี อุณหะนันท์. (2550). *การบริหารการเงิน*. พิมพ์ครั้งที่ 6. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทความในวารสาร

- Albornoz, B. G. and Pope, P. F. (2004). The determinants of the going public decision: evidence from the U.K. Working paper.
- Aslan, Hadiye, and Praveen Kumar. (2007). Going Public and Going Private: What Determines the Choice of Ownership Structure?, Working paper.
- Bancel, F., and U. R. Mittoo. (2008). Why European firms go public?. Working paper.
- Belenzon, S., and Berkovitz, T. (2008). Business Group Affiliation, Financial Development and Market Structure: Evidence from Europe. Working paper.
- Bhattacharyam, S., and Ritter, J.R. (1983). Innovation and Communication: Signaling with Partial Disclosure. *Review of Economic Studies*, 50, 331-346.
- Brau, James, Bill Francis, and Ninon Kohers. (2003). The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence. *Journal of Business*, 76, 583-612.
- Brau, J., Lambson, V.E., and McQueen, G. (2005). Lockups Revisited. *Journal of financial and quantitative analysis*, 2005, 40 (3), 519-530.
- Brau, J. C., and Fawcett, S.E. (2006). Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *Journal of Finance*, LXI (1), 399-436.
- Campbell, Tim. (1979). Optimal Investment Financing Decisions and the Value of Confidentiality. *Journal of Financial and Qualitative Analysis*, 14, 913-924.
- Chemmanur, Thomas, and Paolo Fulghieri. (1999). A Theory of the Going-Public Decision. *Review of Financial Studies*, 12 (2), 249-279.
- Chemmanur, T. J., S. He and D. Nandy. (2005). The going-public decision and the product market, Working paper, Boston College.
- Claessens, S., Fan, J. P. H., and Lang, L. H.P. (2002). The Benefits and

- Costs of Group Affiliation: Evidence from East Asia. Working paper.
- Ferris, S. P., Kim, K. A., and Kitsabunnarat, P. (2003). The costs (and benefits?) of diversified business groups: The case of Korean chaebols. *Journal of Banking & Finance*, 27, 251-273.
- Fischer, C. (2000). Why Do Companies Go Public? Empirical Evidence from Germany's Neuer Markt. Working paper.
- George, R., and Kabir, R. (2008). Business groups and profit redistribution: A boon or bane for firms?. *Journal of Business Research*, 61, 1004-1014.
- Gleason, K., Payne B., and Wiggenhorn J. (2007). An Empirical investigation of going private decisions of U.S. Firms. *Journal of Economics and Finance*, 31, 207-218.
- Gopalan, R., Nanda, V., and Seru, A. (2007). Affiliated firms and financial support: Evidence from Indian business groups. *Journal of Financial Economics*, 86, 759-795.
- Huyghebaert, N. and 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.
- Khanna, T. and 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, Tarun, and Yishay Yafeh. (2005). Business Groups and Risk Sharing Around the World. *Journal of Business*, 78, no. 1, 301-340.
- Kim, W., and M. S. Weisbach. (2005). Do firms go public to raise capital?. NBER Working paper, February.
- Kim, Jeong-Bon., and Yi, Cheong H. (2005). Ownership Structure, Business Group Affiliation, Listing Status, and Earnings Management: Evidence from Korea. Working paper.
- Maksimovic, V. and P. Pichler. (2001). Technological innovation and initial public offerings. *Review of Financial Studies*, 14, 459-494.
- Mayur, M., and Kumar, M. (2006). An Empirical Investigation of Going Public Decision of Indian Companies. Working paper.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39, 575-592.

- Myers, S. C., and N. S. Majluf. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Pagano, M., F. Panetta, and L. Zingales. (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.
- Polsiri, P., and Wiwattanakantang, Y., (2004). Business Groups in Thailand: Before and after the East Asian Financial Crisis. Center for Economic Institutions. Working paper series, vol. 13, 1-43.
- Rajan, R., and L. Zingales. (1998). Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*, 88, 559-586.
- 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., and I. Welch. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *Journal of Finance*, 57 (4), 1795-1828.
- Rosen, R.J., Smart, S. B., and Zutter, C.J. (2005). Why Do Firms Go Public? Evidence from the Banking Industry. Working paper.
- Welch, Ivo. (1989). Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Finance*, 44, 421-449.
- Shen, Yang-Pin, and 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, Oved. (1995). Information disclosure costs and the choice of financing source. *Journal of Financial Intermediation*, 4, 3-20.

ข้อมูลจากเว็บไซต์

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2552). *แผนพัฒนาตลาดทุนไทย*. ค้นเมื่อ 15 ธันวาคม 2552, จาก http://www.sec.or.th/sec/ppt_CMP_Master.pdf

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2551). *ข้อมูลการเข้าจดทะเบียน*.

ค้นเมื่อ 21 พฤศจิกายน 2551, จาก http://www.set.or.th/th/products/listing/info_p1.html
http://www.set.or.th/th/products/listing/info_p1.html

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2551). *การออกและเสนอขายหลักทรัพย์*. ค้นเมื่อ 15 กุมภาพันธ์ 2551, จาก http://www.sec.or.th/securities_issuance/Content_0000000007.jsp?categoryID=CAT0000066&lang=th

World Federation of Exchanges. (2011). WFE Annual report and statistics. Retrieved May 8, 2012, from <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/WFE11%20final.pdf>