



วิธีดำเนินการวิจัย

3.1 แหล่งข้อมูล

แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยนี้ คือ บริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2543 ถึงปี พ.ศ. 2547 ทั้งที่เสนอขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ใหม่ (MAI) สาเหตุที่เลือกศึกษาในช่วงนี้เป็นผลมาจากความจำกัดของข้อมูลหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในปีเก่าๆ ที่ไม่สามารถหาหนังสือชี้ชวนของบริษัทได้ โดยตัวอย่างที่ใช้ต้องเป็นบริษัทที่มีข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครบถ้วน ซึ่งในช่วงเวลาที่ทำการศึกษามีบริษัททำการเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกจำนวน 115 บริษัท แต่สามารถนำมาใช้ในการวิจัยจำนวน 102 บริษัท โดยนำตัวอย่างมาเรียงตามปีที่เสนอขายหุ้นสามัญ

ส่วนข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยได้มาจาก 3 แหล่งใหญ่ๆ ประกอบด้วย แหล่งที่หนึ่งข้อมูลจากหนังสือชี้ชวน ได้แก่ ข้อมูลคุณภาพของผู้บริหาร และข้อมูลของลักษณะต่างๆ ของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก เช่น ราคาที่เสนอขาย ปริมาณที่เสนอขาย ตัวแทนจำหน่าย ค่าใช้จ่ายในการเสนอขาย เป็นต้น แหล่งที่สองข้อมูลจากแบบรายงานผลการขายหลักทรัพย์ ได้แก่ ผลการขายหุ้นสามัญแก่นักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างประเทศ และแหล่งที่สาม ได้แก่ ข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าตลาดของราคาหุ้นซึ่งได้จากฐานข้อมูล SETSMART

3.2 วิธีดำเนินการวิจัย

ขั้นตอนการวิจัยแบ่งออกเป็น 3 ส่วนใหญ่ๆ คือ ส่วนที่ 1 การวัดคุณภาพของผู้บริหาร ส่วนที่ 2 ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพของผู้บริหารกับลักษณะด้านต่างๆ ด้วยวิธีสมการถดถอยหลายตัวแปร (Multivariate test) และส่วนที่ 3 การทดสอบด้วยวิธีการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Different in mean test)

3.2.1 การวัดคุณภาพของผู้บริหาร

ระดับคุณภาพผู้บริหารโดยรวมของแต่ละบริษัทจะขึ้นอยู่กับลักษณะด้านต่างๆ ของกลุ่มผู้บริหารในบริษัทนั้นๆ ซึ่งลักษณะต่างๆ ที่งานวิจัยนี้ใช้ในการวัดคุณภาพผู้บริหารส่วนใหญ่มาจากแนวคิดของ Chemmanur and Paeglis (2005) แต่ไม่ได้นำมาใช้ในงานวิจัยนี้ทั้งหมดเนื่องจากข้อมูล

คุณภาพผู้บริหารบางอย่างไม่สามารถหาได้ในประเทศไทย เช่น การวัดระดับความมีอำนาจในการบริหารของกรรมการผู้จัดการซึ่งจำเป็นต้องใช้ข้อมูลเงินเดือนของผู้บริหารแต่ละคน และการวัดความมีชื่อเสียงของผู้บริหารซึ่งต้องใช้ข้อมูลการเป็นผู้บริหารในองค์กรที่ไม่หวังกำไรต่างๆ ของผู้บริหารแต่ละคน แต่งานวิจัยนี้ได้เพิ่มลักษณะการวัดคุณภาพผู้บริหารที่เหมาะสมกับประเทศไทยเข้าไป ได้แก่ ประสบการณ์การทำงานราชการของผู้บริหารและความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารกับนักการเมือง โดยลักษณะต่างๆ ทั้งหมดที่งานวิจัยนี้ใช้ในการวัดคุณภาพผู้บริหารประกอบด้วย

- จำนวนผู้บริหารของบริษัท (TSIZE) ซึ่งสามารถวัดจากจำนวนผู้บริหารระดับสูงของบริษัท อันประกอบด้วยผู้บริหารที่ดำรงตำแหน่งตั้งแต่รองกรรมการผู้จัดการหรือผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการขึ้นไปที่อยู่ในกลุ่มผู้บริหารของบริษัทซึ่งแสดงไว้ในหนังสือชี้ชวน แต่เนื่องจากจำนวนของผู้บริหารระดับสูงของแต่ละบริษัทอาจจะขึ้นอยู่กับขนาดของบริษัทนั้นๆ ดังนั้นเพื่อวัดความสัมพันธ์ดังกล่าว จึงต้องทำการหาความสัมพันธ์ระหว่างจำนวนผู้บริหารระดับสูงกับขนาดของบริษัท แล้วนำค่าความคลาดเคลื่อน (XTSIZE) มาเป็นตัวแทนของจำนวนผู้บริหารระดับสูงที่วัดความสัมพันธ์กับขนาดของบริษัทออกแล้ว ดังสมการ

$$TSIZE_i = \beta_0 + \beta_1 LNBVA_i + \beta_2 BVA_i + \beta_3 BVA_i^2 + \varepsilon_i$$

โดยที่	$TSIZE_i$	คือ	จำนวนผู้บริหารระดับสูง
	$LNBVA_i$	คือ	ลอการิทึมมูลค่าสินทรัพย์ของบริษัท i
	BVA_i	คือ	มูลค่าสินทรัพย์ของบริษัท i
	BVA_i^2	คือ	กำลังสองของมูลค่าสินทรัพย์ของบริษัท i
	ε_i	คือ	XTSIZE ของบริษัท i โดยมีการแจกแจงแบบปกติที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับศูนย์และความแปรปรวนคือ σ^2

เนื่องจากความสัมพันธ์ระหว่างจำนวนผู้บริหารระดับสูงกับขนาดของบริษัทอาจมีความสัมพันธ์กันไม่เชิงเส้นตรง (Nonlinear) จึงใช้ตัวแปรขนาดของบริษัทสามตัวแปรในการหาความสัมพันธ์ระหว่างจำนวนผู้บริหารกับขนาดของบริษัท ได้แก่ มูลค่าสินทรัพย์ของบริษัท กำลังสองของมูลค่าสินทรัพย์ของบริษัท และลอการิทึมของมูลค่า

สินทรัพย์ของบริษัทในการวัดความสัมพันธ์ระหว่างจำนวนผู้บริหารระดับสูงกับขนาดของบริษัท

- การศึกษาด้านบริหารธุรกิจของผู้บริหาร (PMBA) แสดงถึงความรู้ด้านการบริหารของผู้บริหารแต่ละคนในบริษัทนั้น ซึ่งสามารถวัดจากสัดส่วนของผู้บริหารที่จบการศึกษาด้านบริหารธุรกิจในระดับมหาบัณฑิตต่อจำนวนผู้บริหารทั้งหมดที่แสดงเอาไว้ในหนังสือชี้ชวนของบริษัท
- ประสิทธิภาพในการทำงานของผู้บริหาร ซึ่งสามารถแบ่งเป็น 3 ด้าน
 - ประสิทธิภาพการทำงานด้านบริหาร (PFTEAM) แสดงถึงความสามารถและประสิทธิภาพในด้านการบริหารของผู้บริหาร ซึ่งประสิทธิภาพการทำงานด้านบริหารของแต่ละบริษัทงานวิจัยนี้ทำการวัดจากสัดส่วนผู้บริหารที่เคยทำงานในตำแหน่งผู้จัดการหรือสูงกว่าก่อนที่จะเข้ามาเป็นผู้บริหารของบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกต่อจำนวนผู้บริหารทั้งหมดของบริษัท
 - ประสิทธิภาพงานด้านอื่นๆ ที่เป็นประโยชน์แก่บริษัทได้แก่ ด้านกฎหมายและด้านบัญชี (PLAWACC) แสดงถึงความสามารถด้านกฎหมายและบัญชีของผู้บริหาร โดยความสามารถในสองด้านนี้เป็นประโยชน์ในการบริหารบริษัท ซึ่งสามารถวัดจากสัดส่วนของผู้บริหารที่มีประสบการณ์ทำงานในบริษัทบัญชีหรือบริษัทกฎหมายก่อนเข้ามาเป็นผู้บริหารของบริษัทต่อจำนวนผู้บริหารทั้งหมดของบริษัท
 - ประสิทธิภาพการทำงานราชการ (PGOVN) แสดงถึงความสามารถในการติดต่อกับทางราชการ เนื่องจากผู้บริหารที่เคยทำงานเป็นข้าราชการมาก่อนจะสามารถติดต่อกับทางราชการได้สะดวกเนื่องจากรู้จักกับบุคคลที่ทำงานราชการมาก่อน ซึ่งประสิทธิภาพการทำงานราชการนั้นสามารถวัดจากสัดส่วนของผู้บริหารที่มีประสบการณ์การทำงานในระบบราชการก่อนมาเป็นผู้บริหารของบริษัทต่อจำนวนผู้บริหารทั้งหมดของบริษัท
- ความสัมพันธ์กับนักการเมืองของผู้บริหาร (POL) แสดงถึงเส้นสายในการทำงานของผู้บริหาร เนื่องจากผู้บริหารที่มีความสัมพันธ์กับนักการเมืองอาจมีข้อได้เปรียบบริษัทอื่นๆ ในการบริหารบริษัทให้ประสบความสำเร็จ ซึ่งในงานวิจัยนี้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารกับนักการเมืองโดยพิจารณาจากนามสกุลของผู้บริหารบริษัทว่ามี

ผู้บริหารของบริษัทคนใดที่มีนามสกุลเดียวกันกับสมาชิกสภาผู้แทนราษฎร (ส.ส.) ทั้งฝ่ายรัฐบาลและฝ่ายค้านที่ดำรงตำแหน่งในช่วงเวลานั้นหรือไม่ ถ้ามีผู้บริหารคนใดคนหนึ่ง ในบริษัทมีนามสกุลเดียวกันกับนักการเมืองก็ถือว่าผู้บริหารของบริษัทนั้นมีความสัมพันธ์กับนักการเมือง และทำการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารกับนักการเมืองด้วยตัวแปรหุ่น

โดยที่ $POL = 1$ เมื่อผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับนักการเมือง
 $POL = 0$ เมื่อผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับนักการเมือง

- ระยะเวลาการทำงานร่วมกันของผู้บริหาร (TENURE) แสดงถึงประสบการณ์ในการทำงานร่วมกันของผู้บริหาร ซึ่งถ้าผู้บริหารมีประสบการณ์การทำงานร่วมกันเป็นเวลานาน จะสามารถตัดสินใจสิ่งต่างๆ ได้อย่างรวดเร็ว ทำให้ประสิทธิภาพในการบริหารงานดีขึ้น ซึ่งระยะเวลาการทำงานร่วมกันของผู้บริหารสามารถวัดได้จากอายุการทำงานเฉลี่ยของผู้บริหารทั้งหมดในแต่ละบริษัท แต่เนื่องจากระยะเวลาการทำงานร่วมกันของผู้บริหารอาจมีความสัมพันธ์กับอายุของบริษัท ดังนั้นเพื่อทำการขจัดความสัมพันธ์ดังกล่าว จึงต้องทำการหาความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาการทำงานเฉลี่ยของผู้บริหารกับอายุของบริษัท แล้วนำค่าความคลาดเคลื่อน (XTENURE) มาเป็นตัวแทนของอายุการทำงานร่วมกันของผู้บริหารที่ขจัดความสัมพันธ์กับขนาดของบริษัทออกแล้ว ดังสมการ

$$TENURE_i = \beta_0 + \beta_1 LAGE_i + \varepsilon_i$$

โดยที่ $TENURE_i$ คือ อายุการทำงานเฉลี่ยของผู้บริหารบริษัท i
 $LNAGE_i$ คือ ลอการิทึมของอายุบริษัท i
 ε_i คือ XTENURE ของบริษัท i โดยมีการแจกแจงแบบปกติที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับศูนย์และความแปรปรวนคือ σ^2

หลังจากที่เราได้ทำการวัดคุณภาพผู้บริหารของบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกแต่ละบริษัทแล้วจึงนำตัวแปรคุณภาพผู้บริหารที่ได้มาทดสอบความสัมพันธ์กับลักษณะต่างๆ ที่เราต้องการศึกษาด้วยวิธีการดังต่อไปนี้

3.2.2 การทดสอบด้วยวิธีสมการถดถอยหลายตัวแปร (Multivariate Test)

ในส่วนนี้จะอธิบายการทดสอบความสัมพันธ์ด้วยวิธีสมการถดถอยหลายตัวแปร โดยการทดสอบนั้นจะนำลักษณะด้านต่างๆ ที่ต้องการศึกษาของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกแต่ละตัวมาเป็นตัวแปรตาม (Dependent variable) ของสมการทางด้านซ้ายมือ และนำตัวแปรคุณภาพผู้บริหารแต่ละตัวที่วัดได้ในส่วนที่แล้วเป็นตัวแปรต้น (Independent variable) ของสมการทางด้านขวามือ โดยมีตัวแปรควบคุม (Control variable) อยู่ทางด้านขวามือเช่นเดียวกัน โดยตัวแปรควบคุมจะมีความแตกต่างกันไปในแต่ละสมการตามลักษณะที่ต้องการศึกษาของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก โดยสมการที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมดมีลักษณะดังนี้

$$\text{ลักษณะต่างๆ ที่ต้องการศึกษา} = f(\text{คุณภาพผู้บริหาร, ตัวแปรควบคุม})$$

แบบจำลองที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ประกอบด้วยสมการทั้งหมด 6 แบบ ได้แก่

ความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญทำการทดสอบโดยใช้แบบจำลองต่อไปนี้

$$\begin{aligned} \text{SREP}_i = & \beta_0 + \beta_1 \text{XTSIZE}_i + \beta_2 \text{XTENURE}_i + \beta_3 \text{PLAWACC}_i + \\ & \beta_4 \text{PMBA}_i + \beta_5 \text{PFTEAM}_i + \beta_6 \text{PGOVN}_i + \beta_7 \text{POL}_i + \\ & \beta_8 \text{LNBVA}_i + \beta_9 \text{BVA}_i + \beta_{10} \text{BVA}_i^2 + \beta_{11} \text{FAGE}_i + \\ & \beta_{12} \text{FCF}_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (1)$$

โดยที่ SREP_i คือ ระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท i

LNBVA_i คือ ลอการลิทึมของมูลค่าสินทรัพย์บริษัท i

BVA_i คือ มูลค่าของสินทรัพย์บริษัท i

BVA₂_i คือ กำลังสองของมูลค่าสินทรัพย์บริษัท i

FAGE_i คือ ลอการลิทึมของ 1+ อายุของบริษัท i

FCF_i คือ กระแสเงินสดของบริษัท i ก่อนเสนอขายหุ้น

ส่วนตัวแปรวัดคุณภาพผู้บริหารทั้งหมดได้อธิบายไว้ก่อนหน้านี้แล้ว

โดยตัวแปรตามที่ต้องการศึกษาในแบบจำลองนี้ ได้แก่ ระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ (SREP) ซึ่งในงานวิจัยนี้วัดโดยใช้วิธีส่วนแบ่งตลาดของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ (Market share as measured by market capitalization) ตามวิธีการของ Megginson and Weiss (1991) โดยส่วนแบ่งตลาดนี้จะทำการคำนวณโดยใช้ข้อมูลของบริษัทตัวอย่างที่นำมาทำการศึกษารวม 102 บริษัทเท่านั้น ซึ่งส่วนแบ่งตลาดของแต่ละตัวแทนจำหน่ายคำนวณจากมูลค่าทั้งหมดของหุ้นสามัญที่เสนอขายโดยตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญนั้นหารด้วยมูลค่าของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนของตัวอย่างทั้งหมดที่ทำการศึกษา ถ้าบริษัทที่เสนอขายหุ้นบริษัทใดที่มีตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญหลักมากกว่าหนึ่งบริษัทก็ใช้ค่าเฉลี่ยของส่วนแบ่งตลาดของตัวแทนจำหน่ายหุ้นที่เสนอขายหุ้นเป็นตัวแทนระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่าย โดยมีสมมติฐานว่าระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นจะไม่เปลี่ยนแปลงในช่วงที่ทำการศึกษา ที่เลือกใช้วิธีส่วนแบ่งตลาดของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญในการวัดระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญเนื่องจากวิธีการนี้เป็นวิธีที่ใช้ข้อมูลที่มีความเหมาะสมกับข้อมูลที่มีในประเทศไทย

ส่วนตัวแปรต้นที่ทำการศึกษา ได้แก่ ตัวแปรคุณภาพผู้บริหารทั้ง 7 ตัวที่ได้กล่าวไว้ก่อนหน้านี้ โดยตั้งข้อสมมติฐานในการศึกษาว่าคุณภาพของผู้บริหารจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ เนื่องจากตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญที่มีชื่อเสียงจะทำการเลือกบริษัทที่มีคุณภาพดีในการเป็นตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญให้ ซึ่งคุณภาพของผู้บริหารก็เป็นปัจจัยหนึ่งที่ตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญใช้ในการพิจารณาคุณภาพของบริษัท เพราะฉะนั้นบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารสูงย่อมจะได้รับการพิจารณาจากตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญที่มีชื่อเสียงในการเป็นตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญให้ ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพของผู้บริหารและความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญไปในทิศทางเดียวกัน ดังนั้นค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรคุณภาพผู้บริหารแต่ละตัวควรมีค่ามากกว่า 0 ($\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7 > 0$)

ในขณะที่ตัวแปรควบคุมอื่นๆ ในสมการมีดังต่อไปนี้

- ตัวแปรขนาดของบริษัท

ตัวแปรขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับคุณภาพของบริษัทเนื่องจากขนาดของบริษัทสามารถแสดงถึงคุณภาพของบริษัทได้ บริษัทที่มีขนาดใหญ่แสดงถึงว่าบริษัทมีความมั่นคง แต่เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะต่างๆ ของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกกับขนาดของบริษัทอาจมีความสัมพันธ์กันในลักษณะที่ไม่เป็นเส้นตรงดังที่เคย

กล่าวมาแล้ว ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงใช้ตัวแปรขนาดบริษัท 3 ตัวในการควบคุมความสัมพันธ์ของขนาดบริษัทกับคุณภาพของบริษัท ได้แก่ มูลค่าสินทรัพย์ของบริษัท (BVA) ลอการิทึมมูลค่าสินทรัพย์ของบริษัท (LNBVA) และกำลังสองของมูลค่าสินทรัพย์บริษัท (BVA²) โดยมูลค่าสินทรัพย์ของบริษัทนั้นใช้ข้อมูลจากงบการเงินล่าสุดที่สามารถหาข้อมูลได้โดยมีหน่วยเป็นพันบาท และคาดว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรขนาดของบริษัทกับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญจะไปในทิศทางเดียวกัน

- อายุของบริษัท

ตัวแปรอายุของบริษัทเป็นอีกตัวแปรหนึ่งที่สามารถแสดงถึงคุณภาพของบริษัทได้ เนื่องจากบริษัทที่มีอายุการดำเนินงานที่ยาวนานย่อมแสดงถึงประสบการณ์ในการทำธุรกิจของบริษัทที่มีมาก ซึ่งประสบการณ์ในการทำธุรกิจของบริษัทที่มากย่อมทำให้คุณภาพของบริษัทที่ดีด้วย นักลงทุนสามารถคาดการณ์ระดับความเสี่ยงในการลงทุนได้โดยดูจากอายุบริษัท บริษัทที่มีอายุมากย่อมมีความเสี่ยงน้อยกว่าบริษัทที่มีอายุน้อยกว่า

ในงานวิจัยนี้คาดว่าความสัมพันธ์ระหว่างความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญกับอายุของบริษัทจะไปในทิศทางเดียวกัน โดยในแบบจำลองนี้ใช้ค่าลอการิทึมของ 1 บวกกับอายุบริษัทเป็นตัวแปรของอายุบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก โดยอายุบริษัทพิจารณาจากระยะเวลาระหว่างปีที่บริษัททำการก่อตั้งกับปีที่ทำการเสนอขายหุ้นสามัญ

- กระแสเงินสดของบริษัท (Free Cash Flow)

ตัวแปรกระแสเงินสดของบริษัทสามารถแสดงถึงสถานะทางการเงินของบริษัทก่อนที่จะเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนได้ ซึ่งสถานะทางการเงินของบริษัทเป็นตัวแปรหนึ่งที่ตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญใช้ในการพิจารณาเลือกบริษัท บริษัทใดที่กระแสเงินสดมากก็จะแสดงถึงสถานะทางการเงินที่ดีของบริษัทและย่อมหมายถึงว่าบริษัทมีคุณภาพที่ดี ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดของบริษัทกับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญจึงควรมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน

ในแบบจำลองนี้ใช้สัดส่วนของกระแสเงินสดของบริษัทต่อขนาดของบริษัทซึ่งได้แก่ มูลค่าสินทรัพย์ของบริษัท (Book value of asset) เป็นตัวแทนที่ใช้วัดสถานะทางการเงินของบริษัท ซึ่งกระแสเงินสดของแต่ละบริษัทสามารถคำนวณได้จาก

$$\text{กระแสเงินสดของบริษัท} = \text{กำไรจากการดำเนินงาน} + \text{ค่าเสื่อมราคา} - \text{ภาษี} - \text{ดอกเบี้ยจ่าย} - \text{เงินปันผลจ่าย}$$

ค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้น

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพของผู้บริหารกับความมีชื่อเสียงของตัวแทน
จำหน่ายหุ้นสามัญทำการทดสอบโดยใช้แบบจำลองต่อไปนี้

$$\begin{aligned} \text{EXPR}_i = & \beta_0 + \beta_1 \text{XTSIZE}_i + \beta_2 \text{XTENURE}_i + \beta_3 \text{PLAWACC}_i + \\ & \beta_4 \text{PMBA}_i + \beta_5 \text{PFTEAM}_i + \beta_6 \text{PGOVN}_i + \beta_7 \text{POL}_i + \\ & \beta_8 \text{LNBVA}_i + \beta_9 \text{BVA}_i + \beta_{10} \text{BVA}_i^2 + \beta_{11} \text{FAGE}_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (2)$$

โดยที่ EXPR_i คือ สัดส่วนของค่าใช้จ่ายทั้งหมดในการจำหน่ายหุ้นสามัญต่อ
มูลค่าหุ้น

โดยตัวแปรอื่นๆ ได้อธิบายไปแล้วในสมการก่อนหน้านี้

ตัวแปรตามที่ต้องการศึกษาในแบบจำลองนี้ ได้แก่ ค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นสามัญ
(EXPR) ซึ่งคำนวณจากสัดส่วนของค่าใช้จ่ายทั้งหมดที่ใช้ในการเสนอขายหุ้นที่แสดงไว้ในหนังสือชี้ชวน
ต่อมูลค่าทั้งหมดของหุ้นสามัญที่เสนอขาย

คุณภาพของผู้บริหารมีส่วนเกี่ยวข้องกับค่าใช้จ่ายที่ตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญเรียกเก็บ
เนื่องจากคุณภาพของผู้บริหารแสดงถึงความสามารถในการถ่ายทอดข้อมูลและความน่าเชื่อถือของ
ข้อมูลที่แสดงแก่ตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ ถ้าผู้บริหารมีความสามารถก็จะทำให้ค่าใช้จ่ายในการ
เข้าถึงข้อมูลของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญลดลง ทำให้ค่าใช้จ่ายที่บริษัทต้องเสียให้กับตัวแทน
จำหน่ายหุ้นสามัญลดลงตามไปด้วย ดังนั้นความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพของผู้บริหารกับค่าใช้จ่ายใน
การเสนอขายหุ้นสามัญจึงมีทิศทางตรงข้ามกัน เป็นผลให้สัมประสิทธิ์ของตัวแปรคุณภาพผู้บริหารแต่
ละตัวในแบบจำลองนี้ควรมีค่าน้อยกว่า 0 ($\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7 < 0$)

ส่วนตัวแปรควบคุมอื่นๆ ที่แสดงถึงคุณภาพของบริษัทคาดการณ์ว่ามีความสัมพันธ์ไปใน
ทิศทางตรงกันข้ามเช่นกัน

สัดส่วนหุ้นสามัญที่เสนอขาย

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับสัดส่วนหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่
ประชาชนศึกษาโดยใช้แบบจำลองลักษณะเดียวกันกับการศึกษาก่อนหน้านี้ คือ

$$\begin{aligned} \text{OFFS}_i = & \beta_0 + \beta_1 \text{XTSIZE}_i + \beta_2 \text{XTENURE}_i + \beta_3 \text{PLAWACC}_i + \\ & \beta_4 \text{PMBA}_i + \beta_5 \text{PFTEAM}_i + \beta_6 \text{PGOVN}_i + \beta_7 \text{POL}_i + \\ & \beta_8 \text{LNBVA}_i + \beta_9 \text{BVA}_i + \beta_{10} \text{BVA}_i^2 + \beta_{11} \text{FAGE}_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (3)$$

โดยที่ OFFS_i คือ สัดส่วนหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนต่อจำนวนหุ้นทั้งหมด

ส่วนตัวแปรอื่นๆ ได้อธิบายไว้ในแบบจำลองก่อนๆ แล้ว

สัดส่วนหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชน (OFFS_i) สามารถคำนวณจากจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่เสนอขายแก่ประชาชนหารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท

โดยในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับสัดส่วนหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนนั้นศึกษาโดยตั้งสมมติฐานว่าสัดส่วนหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับคุณภาพของผู้บริหาร เนื่องจากเมื่อคุณภาพของผู้บริหารสูงย่อมแสดงถึงความสามารถของผู้บริหารในการบริหารและพิจารณาการลงทุนในอนาคต ดังนั้นบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารสูงย่อมคาดว่าจะสามารถขยายการลงทุนได้สูงจึงทำการเพิ่มทุนในสัดส่วนที่มากกว่าเมื่อเทียบกับสัดส่วนการเสนอขายหุ้นสามัญของบริษัทที่คุณภาพผู้บริหารต่ำกว่า เป็นผลให้สัมประสิทธิ์ของตัวแปรคุณภาพผู้บริหารแต่ละตัวในแบบจำลองนี้ควรมีค่ามากกว่า 0 ($\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7 > 0$)

ในขณะที่ตัวแปรควบคุมอื่นๆ ที่แสดงถึงคุณภาพของบริษัทและไม่เกี่ยวข้องกับคุณภาพของผู้บริหารคาดว่าจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับสัดส่วนหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชน เช่นเดียวกับตัวแปรคุณภาพผู้บริหาร

ระดับของการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Underpricing)

ในส่วนนี้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Underpricing) โดยใช้แบบจำลอง

$$\begin{aligned} \text{UNDERP}_i = & \beta_0 + \beta_1 \text{XTSIZE}_i + \beta_2 \text{XTENURE}_i + \beta_3 \text{PLAWACC}_i + \\ & \beta_4 \text{PMBA}_i + \beta_5 \text{PFTEAM}_i + \beta_6 \text{PGOVN}_i + \beta_7 \text{POL}_i + \\ & \beta_8 \text{LNBVA}_i + \beta_9 \text{BVA}_i + \beta_{10} \text{BVA}_i^2 + \beta_{11} \text{FAGE}_i + \\ & \beta_{12} \text{XSREP}_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (4)$$

โดยที่ UNDERP_i คือ ระดับของการเสนอขายหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม
 XSREP_i คือ ระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ
 ส่วนตัวแปรอื่นๆ อธิบายไว้ในแบบจำลองก่อนหน้านี้แล้ว

เป็นที่ทราบกันดีว่าหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกส่วนมากจะทำการตั้งราคาเสนอขายไว้ต่ำกว่าความเป็นจริง ทำให้นักลงทุนที่ซื้อหุ้น ณ ระดับราคาเสนอขายหุ้นสามัญสามารถทำกำไรจากการขายหุ้นในวันแรกของการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ได้ ซึ่งปรากฏการณ์นี้เรียกว่าการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม โดยระดับของการเสนอขายหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (UNDERP_i) สามารถคำนวณจาก

$$\text{UNDERP}_i = \frac{P_{1,i} - P_{0,i}}{P_{0,i}}$$

โดยที่ $P_{1,i}$ คือ ราคาเปิดของหุ้นในการซื้อขายวันแรก
 $P_{0,i}$ คือ ราคาเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชน

โดยในแบบจำลองนี้จะมีระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ (XSREP_i) เป็นตัวแปรควบคุมอีกตัวหนึ่งที่เพิ่มเข้ามา เนื่องจากในการกำหนดราคาหุ้นซึ่งส่งผลต่อระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมนั้นบริษัทที่เสนอขายหุ้นอาจจะไม่ได้เป็นคนตัดสินใจแต่เพียงผู้เดียว แต่การกำหนดราคาอาจจะขึ้นอยู่กับตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญด้วย ดังนั้นเพื่อขจัดความสัมพันธ์ดังกล่าวเพื่อที่จะศึกษาความสัมพันธ์ของคุณภาพผู้บริหารเพียงอย่างเดียวจึงต้องใส่ตัวแปรระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญเข้าไปในสมการ โดยระดับความมีชื่อเสียงที่ใช้ต้องขจัดความสัมพันธ์กับคุณภาพของบริษัทออกแล้ว ดังนั้นจึงใช้ค่าความแปรปรวนของสมการที่ 1 เป็นตัวแทนของระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ

ซึ่งคุณภาพของผู้บริหารเป็นส่วนหนึ่งที่นักลงทุนใช้ในการพิจารณาลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขาย ข้อมูลที่เสนอโดยผู้บริหารที่มีคุณภาพสูงย่อมมีความน่าเชื่อถือในสายตาของนักลงทุนมากกว่า ข้อมูลที่เสนอโดยผู้บริหารที่มีคุณภาพต่ำกว่า ดังนั้นการที่ข้อมูลของบริษัทถูกเสนอโดยผู้บริหารที่มีคุณภาพสูงจะสามารถลดระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ได้ เป็นผลให้ต้นทุนในการหาข้อมูลของนักลงทุนลดลง รวมทั้งการที่ตัวผู้บริหารเองมีคุณภาพสูงก็เป็นการดึงดูดนักลงทุนให้เข้ามาลงทุน เพราะฉะนั้นบริษัทจึงไม่จำเป็นต้องเสนอขายหุ้นในราคาต่ำเพื่อดึงดูดและชดเชยค่าใช้จ่ายในการหาข้อมูลของนักลงทุน ทำให้ระดับการเสนอขายหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Underpricing) ลดลง ดังนั้นความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับระดับการเสนอขายหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมจึงเป็นไปในลักษณะตรงกันข้าม (สัมประสิทธิ์ของตัวแปรคุณภาพผู้บริหารแต่ละตัวในแบบจำลองนี้ควรมีค่ามากกว่า 0 ($\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7 < 0$))

ส่วนตัวแปรควบคุมตัวอื่นคาดว่าจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงข้ามกันเช่นเดียวกัน

การลงทุนของนักลงทุนสถาบัน

ในส่วนนี้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน โดยใช้แบบจำลอง

$$\begin{aligned} \text{INSTP}_i = & \beta_0 + \beta_1 \text{XTSIZE}_i + \beta_2 \text{XTENURE}_i + \beta_3 \text{PLAWACC}_i + \\ & \beta_4 \text{PMBA}_i + \beta_5 \text{PFTEAM}_i + \beta_6 \text{PGOVN} + \beta_7 \text{POL}_i + \\ & \beta_8 \text{LNBVA}_i + \beta_9 \text{BVA}_i + \beta_{10} \text{BVA}_i^2 + \beta_{11} \text{FAGE}_i + \\ & \beta_{12} \text{XSREP}_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (5)$$

โดยที่ INSTP_i คือ สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน ส่วนตัวแปรอื่นได้อธิบายไว้ในแบบจำลองก่อนหน้านี้แล้ว

สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน (INSTP_i) คำนวณจากปริมาณหุ้นที่นักลงทุนสถาบันลงทุนต่อจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่เสนอขายแก่ประชาชน

การที่ระดับของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลลดลงอันเป็นผลมาจากบริษัทที่มีผู้บริหารคุณภาพสูง ส่งผลให้ต้นทุนในการหาข้อมูลของนักลงทุนลดลง การลดลงของต้นทุนนี้ไม่ได้ส่งผลต่อนัก

ลงทุนรายย่อยเพียงอย่างเดียว แต่ยังคงผลทำให้ต้นทุนในการหาข้อมูลของนักลงทุนสถาบันลดลงด้วยเช่นกัน ดังนั้นการที่ต้นทุนการหาข้อมูลของบริษัทลดลงรวมถึงการมีคุณภาพผู้บริหารที่ดีของย่อมดึงดูดนักลงทุนสถาบันให้เข้ามาลงทุนในบริษัทมากขึ้น เพราะฉะนั้นความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพของผู้บริหารกับสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันในหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก ควรจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน ดังนั้นค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรคุณภาพผู้บริหารแต่ละตัวควรมีค่ามากกว่า 0 ($\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7 > 0$)

ส่วนตัวแปรควบคุมที่แสดงถึงคุณภาพของบริษัทตัวอื่นๆ คาดว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันเช่นกัน

การลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ

ในส่วนนี้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ โดยใช้แบบจำลอง

$$\begin{aligned} \text{FORE}_i = & \beta_0 + \beta_1 \text{XTSIZE}_i + \beta_2 \text{XTENURE}_i + \beta_3 \text{PLAWACC}_i + \\ & \beta_4 \text{PMBA}_i + \beta_5 \text{PFTEAM}_i + \beta_6 \text{PGOVN} + \beta_7 \text{POL}_i + \\ & \beta_8 \text{LNBVA}_i + \beta_9 \text{BVA}_i + \beta_{10} \text{BVA}_i^2 + \beta_{11} \text{FAGE}_i + \\ & \beta_{12} \text{XSREP}_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (6)$$

โดยที่ FORE_i คือ สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ
ตัวแปรอื่นได้อธิบายไว้ก่อนหน้านี้อแล้ว

สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ (FORE_i) สามารถคำนวณจากปริมาณหุ้นที่นักลงทุนต่างประเทศลงทุนต่อจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่เสนอขายแก่ประชาชน

เช่นเดียวกับการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน คุณภาพของผู้บริหารส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในลักษณะเดียวกัน ดังนั้นสมมติฐานในการศึกษานี้คือคุณภาพของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศและตัวแปรควบคุมอื่นๆ ดังนั้นค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรคุณภาพผู้บริหารแต่ละตัวควรมีค่ามากกว่า 0 ($\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7 > 0$)

หลังจากทำการศึกษาด้วยวิธีสมการถดถอยหลายตัวแปร (Multivariate test) แล้ว งานวิจัยนี้ ยังได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับลักษณะต่างๆ ของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกด้วยวิธีทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Different in mean test) ดังที่จะอธิบายต่อไปนี้

3.2.3 ทดสอบด้วยวิธีทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Different in mean test)

ในส่วนนี้ทำการทดสอบความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยของลักษณะต่างๆ ที่ต้องการศึกษาระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารสูงกับบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารต่ำด้วยวิธีทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Different in mean test) โดยมีขั้นตอนในการทำการทดสอบดังต่อไปนี้ ขั้นตอน ที่ 1 ทำการรวมตัวแปรคุณภาพผู้บริหารทั้งหมดให้เหลือเป็นปัจจัยที่น้อยที่สุดด้วยวิธีการวิเคราะห์ปัจจัย (Factor Analysis) โดยใช้โปรแกรมทางสถิติ SPSS ซึ่งแสดงวิธีการไว้ในภาคผนวก ขั้นตอน ที่ 2 นำค่าคะแนนปัจจัยที่ได้ของแต่ละปัจจัยมาทำการแบ่งผู้บริหารเป็น 2 กลุ่มด้วยค่ามัธยฐาน (Median) ของคะแนนปัจจัยที่ได้จากการวิเคราะห์ปัจจัย และขั้นตอนที่ 3 ทำการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยลักษณะต่างๆ ของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกระหว่างทั้งสองกลุ่มว่ามีความแตกต่างกันหรือไม่

ขั้นตอนที่ 1 การวิเคราะห์ปัจจัย

เนื่องจากตัวแปรคุณภาพผู้บริหารแต่ละตัวที่อธิบายไว้ข้างต้นสามารถทำการวัดเฉพาะคุณภาพผู้บริหารในรูปแบบเฉพาะของตนเองไม่สามารถทำการสื่อถึงคุณภาพผู้บริหารโดยรวมของบริษัทได้ ดังนั้นในงานวิจัยนี้จึงนำการวิเคราะห์ปัจจัยมาใช้เพื่อสร้างตัวแปรใหม่ที่สามารถทำการอธิบายคุณภาพผู้บริหารโดยรวมในแต่ละมิติของการวัดคุณภาพผู้บริหาร ซึ่งตัวแปรใหม่ที่ได้นี้จะสามารถเป็นตัวแทนของคุณภาพผู้บริหารโดยรวมของตัวแปรเดิมที่นำมาวิเคราะห์ปัจจัยร่วมกัน

การวิเคราะห์ปัจจัยเป็นวิธีการทางสถิติในการลดตัวแปรเดิมที่มีอยู่ให้ลดลงโดยอาศัยความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในการเปลี่ยนลักษณะตัวแปรหลายๆ ตัวให้มารวมกันเป็นปัจจัยเพียงไม่กี่ปัจจัย โดยแต่ละปัจจัยจะประกอบด้วยตัวแปรหลายตัวที่มีความสัมพันธ์กันสูง ซึ่งช่วยให้สามารถใช้ปัจจัยไม่กี่ปัจจัยมาอธิบายตัวแปรทั้งหมดได้ ส่งผลให้ผู้วิจัยสามารถทำการวิจัยได้อย่างสะดวกกว่าเดิมที่ตัวแปรมีมาก และยังช่วยแก้ปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity problem) เนื่องจากปัจจัยแต่ละปัจจัยที่วิเคราะห์ได้จะไม่มีความสัมพันธ์กัน

ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงเลือกนำการวิเคราะห์ปัจจัยมาช่วยในการลดจำนวนตัวแปรคุณภาพ ผู้บริหารทั้งหมดให้เหลือน้อยที่สุดเพื่อขจัดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และสามารถหาค่าปัจจัยใหม่ที่สามารถอธิบายคุณภาพผู้บริหารบริษัทโดยรวมเพื่อเป็นตัวแทนของคุณภาพผู้บริหารของบริษัทได้

โดยนำตัวแปรที่ใช้วัดคุณภาพผู้บริหารทั้ง 7 ตัวมาทำการวิเคราะห์ปัจจัยเพื่อให้เหลือเป็นปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับคุณภาพผู้บริหารที่น้อยที่สุด แต่เนื่องจากตัวแปรที่วัดคุณภาพผู้บริหารบางตัวแปรมีความสัมพันธ์กับขนาดของบริษัท ดังนั้นเพื่อให้แน่ใจว่าตัวแปรแต่ละตัวแสดงถึงคุณภาพผู้บริหารเพียงอย่างเดียวจึงต้องขจัดความสัมพันธ์ดังกล่าวโดยเราทำการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรคุณภาพผู้บริหารแต่ละตัวกับตัวแปรขนาดของบริษัท ได้แก่ มูลค่าทรัพย์สินของบริษัท (BVA) มูลค่าทรัพย์สินของบริษัทยกกำลังสอง (BVA^2) และลอการิทึมของมูลค่าทรัพย์สินของบริษัท (LNBVA) แล้วนำค่าความคลาดเคลื่อนมาเป็นตัวแทนของตัวแปรคุณภาพผู้บริหารแต่ละตัว หลังจากนั้นจึงนำตัวแปรคุณภาพผู้บริหารที่ขจัดความสัมพันธ์กับขนาดของบริษัทออกแล้วไปทำการวิเคราะห์ปัจจัย

ขั้นตอนที่ 2 การแบ่งกลุ่มบริษัท

เมื่อเราวิเคราะห์ปัจจัยจนได้ปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับคุณภาพผู้บริหารทั้งหมดแล้ว จึงทำการหาค่าคะแนนปัจจัย (Factor score) ของคุณภาพผู้บริหารแต่ละบริษัทในแต่ละปัจจัย ซึ่งค่าคะแนนปัจจัยนี้จะแสดงถึงระดับของคุณภาพของผู้บริหารในแต่ละปัจจัยที่เกี่ยวข้อง โดยจะนำค่าคะแนนปัจจัยที่ได้ไปใช้เป็นเกณฑ์ในการแบ่งกลุ่มบริษัทตามระดับคุณภาพของผู้บริหาร เพื่อที่จะเปรียบเทียบลักษณะต่างๆ ของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกระหว่างผู้บริหารแต่ละกลุ่มว่ามีความแตกต่างกันหรือไม่ด้วยการนำค่าคะแนนปัจจัยที่ได้มาทำการแบ่งบริษัทเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มบริษัทที่มีผู้บริหารคุณภาพสูงกับกลุ่มบริษัทที่มีผู้บริหารคุณภาพต่ำโดยใช้ค่าคะแนนปัจจัยของคุณภาพผู้บริหารที่วัดได้ในแต่ละปัจจัย โดยเกณฑ์ที่ใช้ในการแบ่งกลุ่มบริษัทคือค่ามัธยฐาน (Median) บริษัทที่มีค่าคะแนนปัจจัยมากกว่าค่ามัธยฐานจะถูกจัดให้อยู่ในกลุ่มบริษัทที่มีผู้บริหารคุณภาพสูง ส่วนบริษัทที่มีค่าคะแนนปัจจัยต่ำกว่าค่ามัธยฐานจะอยู่ในกลุ่มบริษัทที่มีผู้บริหารคุณภาพต่ำ โดยการแบ่งกลุ่มนี้จะแบ่งแยกกันในแต่ละปัจจัยที่วิเคราะห์ได้

ขั้นตอนที่ 3 การทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Different in mean test)

เมื่อแบ่งกลุ่มผู้บริหารเป็น 2 กลุ่มตามคุณภาพผู้บริหารแล้วจึงทำการเปรียบเทียบลักษณะด้านต่างๆที่เราต้องการศึกษาว่ามีความแตกต่างกันหรือไม่ระหว่างกลุ่มคุณภาพผู้บริหารทั้งสองกลุ่ม โดยใช้

การเปรียบเทียบค่าเฉลี่ย (Mean) ของแต่ละลักษณะที่ต้องการศึกษาในแต่ละกลุ่มระดับผู้บริหารว่ามีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ด้วยวิธีทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Different in mean test) โดยมีสมมติฐานในการวิจัยดังต่อไปนี้

- ค่าเฉลี่ยของระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัทที่มีผู้บริหารคุณภาพสูงมากกว่าค่าเฉลี่ยของระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารต่ำกว่าอย่างมีนัยสำคัญ ($\mu_n > \mu_i$)
- ค่าเฉลี่ยของค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นสามัญของบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารสูงน้อยกว่าค่าเฉลี่ยของค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นสามัญของบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารต่ำกว่าอย่างมีนัยสำคัญ ($\mu_n < \mu_i$)
- ค่าเฉลี่ยของสัดส่วนหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนของบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารสูงมีค่ามากกว่าค่าเฉลี่ยของสัดส่วนหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนของบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารต่ำกว่าอย่างมีนัยสำคัญ ($\mu_n > \mu_i$)
- ค่าเฉลี่ยของระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมของบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารสูงมีค่าน้อยกว่าค่าเฉลี่ยของระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมของบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารต่ำกว่าอย่างมีนัยสำคัญ ($\mu_n < \mu_i$)
- ค่าเฉลี่ยของสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันในหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกของบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารสูงมากกว่าค่าเฉลี่ยสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันในบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารต่ำกว่าอย่างมีนัยสำคัญ ($\mu_n > \mu_i$)
- ค่าเฉลี่ยของสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกของบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารสูงมากกว่าค่าเฉลี่ยสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในบริษัทที่มีคุณภาพผู้บริหารต่ำกว่าอย่างมีนัยสำคัญ ($\mu_n > \mu_i$)

ซึ่งผลการศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพผู้บริหารกับลักษณะต่างๆ ของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกด้วยวิธีการศึกษาที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้นได้แสดงไว้ในบทที่ 4 ต่อไป