

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย
กับความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าขององค์กร
ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ศิริพร เอี่ยมโอภาส

การศึกษาค้นคว้าอิสระเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต
บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย
ปีการศึกษา 2562
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

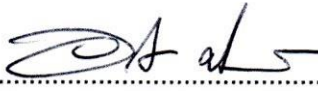
ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย
กับความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าขององค์กร
ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ศิริพร เอี่ยมโอภาส

การศึกษาค้นคว้าอิสระเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต
บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย
ปีการศึกษา 2562
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

หัวข้อการศึกษาค้นคว้าอิสระ	ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย กับความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าขององค์กรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้ศึกษา	นางสาวศิริพร เอี่ยมโอภาส
ปริญญา	บัญชีมหาบัณฑิต
อาจารย์ที่ปรึกษา	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วศินี ธรรมศิริ
ปีการศึกษา	2562

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยหอการค้าไทยอนุมัติให้นับการศึกษาค้นคว้าอิสระเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต


.....ผู้อำนวยการหลักสูตร
(รองศาสตราจารย์อรุณี ศรีธราพิพัฒน์)

คณะกรรมการสอบการศึกษาค้นคว้าอิสระ


.....ประธานกรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันเพชร)


.....กรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สุกัญญา รักพานิชเมณี)


.....อาจารย์ที่ปรึกษา
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วศินี ธรรมศิริ)

หัวข้อการศึกษาค้นคว้าอิสระ	ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย กับความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าขององค์กรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้ศึกษา	นางสาวศิริพร เอี่ยมโอภาส
ปริญญา	บัญชีมหาบัณฑิต
อาจารย์ที่ปรึกษา	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วศินี ธรรมศิริ
ปีการศึกษา	2562

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) กับความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าขององค์กรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้คือบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 447 บริษัท และบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ 134 บริษัท รวมทั้งหมดสิ้น 581 บริษัท โดยวัดความสามารถในการทำกำไรด้วยผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA) ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) และมูลค่าขององค์กรวัดด้วย Tobin's Q ผลการศึกษาความสัมพันธ์ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรพบว่า Free Float มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA) และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) และหากพิจารณาผลจากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) พบว่าการกระจายตัวของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทซึ่งวัดจากผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA) แต่ไม่พบผลดังกล่าว เมื่อวัดความสามารถในการทำกำไรด้วยผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) แต่เมื่อแยกกลุ่มตัวอย่างเป็นสองกลุ่ม คือ บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการกระจายตัวของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ส่วนบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว อีกทั้งยังไม่พบความสัมพันธ์ของร้อยละของการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย หรือ Free Float กับมูลค่าของ

องค์กรที่วัดโดย Tobin's Q ของทั้งสองกลุ่มตัวอย่าง อาจชี้ให้เห็นว่าโครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่มีผลกระทบกับมูลค่าขององค์กร

คำสำคัญ: การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นรายย่อย ความสามารถในการทำกำไร

Abstract

This study investigates the relationship between the free float and firm profitability and firm Value for listed companies in Thailand. The sample consists of 447 listed firms on the Stock Exchange of Thailand (SET) and 134 listed firms on the Market for Alternative Investment (MAI). Total sample size is 581 firms. Proxies for firm profitability are Return on Asset (ROA) and Return on Equity (ROE) and firm value is measured by Tobin's Q. The result from Correlation Analysis show negative relationships between free float and Return on Asset (ROA), Return on Equity (ROE). The results from multiple regressions show negative relationships between free float and firm profitability, using ROA as a proxy. However, when using ROE as a proxy for firm profitability, there is no evidence of such relationship. Further analysis in the subsamples of SET and MAI companies shows that the results are driven by samples from MAI. Free float has a negative relationship with firm profitability. The results do not show such relationship for SET samples. In addition, there is no relationship between the free float and firm value is measured by Tobin's Q of both sample groups. May point out the structure of shareholders doesn't affect to firm Value.

Keywords: Free Float, minority shareholders, firm profitability

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาค้นคว้าอิสระเรื่องนี้สำเร็จได้ด้วยความกรุณาจาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วศินี ธรรมศิริ อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ ที่ได้กรุณาให้คำแนะนำ และชี้แนะแนวทาง ตรวจสอบและแก้ไข ตลอดจนให้กำลังใจในการทำการศึกษาค้นคว้าอิสระ ผู้เขียนขอขอบพระคุณ ท่านเป็นอย่างยิ่ง นอกจากนี้ผู้เขียนขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.ศิลาพร ศรีจันทเพชร ที่ให้ความกรุณาในการรับเป็นประธานในการสอบ และ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สุกัญญา รักพานิชมณี ที่ให้ความกรุณาเป็นกรรมการในการสอบ ซึ่งท่านได้ให้คำแนะนำอันเป็นประโยชน์ ซึ่งมีส่วนทำให้ งานค้นคว้าอิสระในครั้งนี้ให้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

สุดท้ายนี้ขอกราบขอบพระคุณบิดา มารดา และขอขอบคุณทุกคนในครอบครัว ที่เป็น กำลังใจ และคอยให้ความช่วยเหลือ ที่สำคัญอย่างยิ่ง ซึ่งประโยชน์ของงานวิจัยฉบับนี้ผู้เขียนขอ มอบแต่ผู้มีพระคุณทุกท่าน และหากงานวิจัยฉบับนี้มีความคลาดเคลื่อน ทางผู้เขียนขออภัยไว้ด้วยความเคารพ

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อ	ง
กิตติกรรมประกาศ	ช
สารบัญ	ซ
สารบัญตาราง	ญ
บทที่	
1 บทนำ	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์ของการศึกษา	4
ขอบเขตการศึกษา	5
คำนิยามศัพท์	5
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	5
2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6
แนวคิดและทฤษฎี	6
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	8
3 ระเบียบวิธีการศึกษา	19
ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	19
กรอบแนวคิด	19
ตัวแปรในการศึกษา	20
เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา	22
การวิเคราะห์ข้อมูล	22

สารบัญ (ต่อ)

บทที่		หน้า
4	ผลการศึกษา	23
	ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	24
	ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)	25
	ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)	26
5	สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ	30
	สรุปผลการศึกษา	30
	อภิปรายผล	30
	ข้อเสนอแนะ	31
	บรรณานุกรม	32
	ประวัติผู้ศึกษา	36

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1 อัตราร้อยละของกลุ่มตัวอย่าง	24
2 ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	24
3 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)	25
4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสมการถดถอยเชิงพหุคูณโดยวัดมูลค่าขององค์กรด้วย (Tobin's Q)	26
5 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสมการถดถอยเชิงพหุคูณโดยวัดผลการดำเนินงาน ด้วยผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets)	27
6 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสมการถดถอยเชิงพหุคูณโดยวัดผลการดำเนินงาน ด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity)	28

บทที่ 1

บทนำ

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

สภาวะเศรษฐกิจของประเทศไทยในปัจจุบัน ซึ่งเป็นประเทศที่กำลังพัฒนา และยังเป็นตลาดหุ้นที่มีขนาดเล็ก จึงมีความต้องการระดมเงินทุนเป็นจำนวนมากจากนักลงทุน โดยในปี 2562 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งเป้าหมายในการเพิ่มสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันร้อยละ 50 ภายในปี พ.ศ. 2562 (นริสา เยาวลักษณ์ และ ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2558) และส่งเสริมให้นักลงทุนรายย่อยเข้ามาลงทุน โดยเริ่มใช้ในเดือน มกราคม 2561 ภายใต้นโยบายไทยแลนด์ 4.0 (สำนักงานเศรษฐกิจอุตสาหกรรม, 2561 อ้างอิงใน ปิยะฉัตร ฤกษ์พุดม และคนอื่นๆ, 2561, หน้า 422)

อย่างไรก็ดี ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้สนับสนุนให้มีการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย Free float ซึ่งเป็นมาตรการหนึ่งในการพัฒนาตลาดตราสารทุน ตามแผนพัฒนาตลาดทุนไทยฉบับที่ 3 เนื่องจากช่วยในการเพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาดหลักทรัพย์ โดยการเพิ่มจำนวนหุ้นในตลาด กระจ่ายการถือหุ้นโดยให้นักลงทุนรายย่อยสามารถเข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นรายย่อย Free Float ได้ ซึ่งจะส่งผลให้สามารถระดมเงินทุนผ่านตลาดหุ้นได้มากขึ้น อีกทั้งยังช่วยลดปัญหาเรื่องอำนาจในการควบคุมบริษัทจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หรืออาจกล่าวได้ว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นถือเป็นกลไกหนึ่งในการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งจะเห็นได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการกำหนดเกณฑ์ในการกระจายการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยให้เป็นหนึ่งในคุณสมบัติประการหนึ่งในการรับหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยกำหนดเกณฑ์ให้บริษัทที่จดทะเบียนต้องมีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่น้อยกว่า 150 รายและถือหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 15 ของทุนชำระแล้ว (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562) ซึ่งพิจารณาจากรายงาน Free Float ที่จัดทำขึ้นจากรายชื่อผู้ถือหุ้นที่ปรากฏ ณ วันที่กำหนดรายชื่อผู้ถือหุ้น (Record Date : RD) หรือวันปิดสมุดทะเบียนเพื่อสิทธิเข้าร่วมประชุมผู้ถือหุ้น (Book Closing Date : BC) เพื่อสิทธิในการเข้าประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปีของบริษัท รวมถึงมีการกำหนดแนวทางในการปฏิบัติ ในการดำเนินการกับบริษัทจดทะเบียนที่มี Free float ไม่ตรงตามเกณฑ์ที่กำหนด โดยคิดค่าธรรมเนียมรายปีส่วนเพิ่ม เมื่อบริษัทจดทะเบียนมี Free Float ไม่ครบถ้วนในปีที่ 2 ขึ้นไปจนกว่าบริษัทจดทะเบียนจะแก้ไขเหตุดังกล่าวโดยค่าธรรมเนียมส่วนเพิ่มจะขึ้นอยู่กับระยะเวลาและจำนวนการกระจายหุ้นรายย่อยที่บริษัทจดทะเบียนยังไม่สามารถปฏิบัติได้ตามเกณฑ์

ผู้ถือหุ้นรายย่อยตาม คำจำกัดความโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมายถึง ผู้ถือหุ้นที่มีได้เป็นผู้มีส่วนร่วมในการบริหารงาน (Strategic Shareholders) และผู้มีส่วนร่วมในการบริหารงานได้แก่

1. กรรมการ ผู้จัดการ หรือผู้ดำรงตำแหน่งระดับบริหาร 4 รายแรก โดยให้นับรวมหุ้นที่ถือโดยผู้เกี่ยวข้องและบุคคลที่มีความสัมพันธ์กับบุคคลดังกล่าว

2. ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 5 ของทุนชำระแล้ว โดยนับรวมการถือหุ้นของผู้ที่เกี่ยวข้อง ยกเว้นบริษัทหลักทรัพย์ หรือบริษัทประกันชีวิต บริษัทประกันภัย กองทุนรวม กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนประกันสังคม กองทุนบำเหน็จบำนาญ หรือโครงการลงทุนที่ได้รับอนุมัติตามกฎหมาย (แต่ถ้ามีการส่งตัวแทนเข้ามาบริหารงานในบริษัทจดทะเบียนจะไม่สามารถนับเป็น Free Float ได้)

3. ผู้มีอำนาจควบคุม หมายถึงผู้ที่มีพฤติการณ์มีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบายการจัดการหรือการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ไม่ว่าจะอิทธิพลดังกล่าวจะสืบเนื่องจากการเป็นผู้ถือหุ้น หรือได้รับมอบอำนาจตามสัญญา หรือการอื่นใดก็ตาม โดยเฉพาะอย่างยิ่งคือบุคคลที่เข้าลักษณะข้อใดข้อหนึ่งดังนี้

- บุคคลที่มีสิทธิออกเสียงไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อมเกินกว่าร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของบริษัท

- บุคคลที่ตามพฤติการณ์สามารถควบคุมการแต่งตั้งหรือถอดถอนกรรมการของบริษัทนั้นได้

- บุคคลที่ตามพฤติการณ์สามารถควบคุมผู้ซึ่งรับผิดชอบในการกำหนดนโยบายการจัดการหรือการดำเนินงานของบริษัทให้ปฏิบัติตามคำสั่งของตนในการกำหนดนโยบายการจัดการหรือการดำเนินงานของบริษัท

- บุคคลที่ตามพฤติการณ์มีการดำเนินงานในบริษัท หรือมีความรับผิดชอบในการดำเนินงานของบริษัทเยี่ยงกรรมการหรือผู้บริหาร รวมทั้งบุคคลที่มีตำแหน่งซึ่งมีอำนาจหน้าที่เช่นเดียวกับบุคคลดังกล่าวของบริษัทนั้น

- บุคคลที่มีความสัมพันธ์ หมายถึง บุคคลที่มีความสัมพันธ์ทางสายโลหิต หรือโดยการจดทะเบียนตามกฎหมายได้แก่

1. คู่สมรส

2. บิดา มารดา

3. บุตร

ผู้ที่เกี่ยวข้องหมายถึง บุคคลหรือห้างหุ้นส่วนตามมาตรา 258 (1)-(7) ของ พรบ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้แก่

1. คู่สมรส

2. บุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะ

3. ห้างหุ้นส่วนสามัญที่บุคคลดังกล่าว รวมถึง (1) หรือ (2) เป็นหุ้นส่วน
4. ห้างหุ้นส่วนจำกัดที่บุคคลดังกล่าว รวมถึง (1) หรือ (2) เป็นหุ้นส่วนไม่จำกัดความรับผิด หรือจำกัดความรับผิดรวมกันเกินกว่า 30%
5. บริษัทจำกัด หรือบริษัทมหาชนจำกัดที่บุคคลดังกล่าว รวมถึง (1) หรือ (2) หรือ (3) หรือ (4) ถือหุ้นรวมกันเกินกว่า 30%
6. บริษัทจำกัด หรือบริษัทมหาชนที่บุคคลดังกล่าว รวมถึง (1) หรือ (2) หรือ (3) หรือ (4) หรือ (5) ถือหุ้นรวมกันเกินกว่า 30%
7. นิติบุคคลตามมาตรา 246 และ 247 (ตามพรบ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์) ที่มีอำนาจจัดการในฐานะเป็นผู้แทนของนิติบุคคล

อนึ่งการสนับสนุนให้มีการเพิ่มจำนวน Free float ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้น ซึ่งถือเป็นมาตรการที่สำคัญต่อการพัฒนาตลาดหุ้นไทย ศูนย์วิจัยกสิกรไทย (2549) ที่จะช่วยเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันของตลาดหุ้นไทย ซึ่งในแผนพัฒนาตลาดทุนฉบับที่ 2 ได้กล่าวถึงการสนับสนุนการออกหุ้นเพิ่ม หรือการขายหุ้นในส่วนของนักลงทุนรายใหญ่ให้กับนักลงทุนรายย่อย การสนับสนุนให้บริษัทที่มี Market Cap และบริษัทที่มีราคาหุ้นสูง เพิ่ม Free float โดยการเพิ่มแรงจูงใจให้บริษัทเหล่านั้นโดยลดค่าธรรมเนียม รวมถึงการกระจายหุ้นในส่วนที่รัฐถือครอง

อัญญา ชันชวิทย์, ศิลปพร ศรีจันเพชร และเดือนเพ็ญ จันทร์ศิริศรี (2552) ได้อธิบายไว้ว่า การครอบงำกิจการโดยปรักษ์จะช่วยสร้างมูลค่าของกิจการได้ ต้องอาศัยกลไกดังเช่นจะต้องมีตลาดการเงินซึ่งมีสภาพคล่องสูง เพื่อการซื้อขายสิทธิในการเข้าถึงครองหุ้น อีกทั้งหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ควรกระจายไปอยู่ในมือผู้ถือหุ้นที่มีรายย่อย ไม่ใช่แบบกระจุกตัวในมือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ประกอบกับบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยส่วนใหญ่บริหารงานโดยผู้บริหารที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ในขณะที่บริษัทอาจมีผู้บริหารที่ด้อยความสามารถหรือมีพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมบริษัทนั้นจะมีมูลค่าของบริษัทต่ำลงกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็นได้ ดังนั้นการเปลี่ยนผู้บริหารระดับสูงจึงเป็นอำนาจของเจ้าของบริษัท หากจะต้องทำการเปลี่ยนผู้บริหารผู้ทำการต้องเข้าครอบงำกิจการก่อนโดยการซื้อส่วนของทุนของบริษัทแล้วใช้สิทธิการเป็นเจ้าของปลดผู้บริหารให้พ้นจากตำแหน่งและมอบอำนาจให้ผู้บริหารชุดใหม่ที่มีความรู้ความสามารถ และมีพฤติกรรมอันไม่พึงประสงค์ลดลง มูลค่าของบริษัทก็สามารถกลับมาเพิ่มสูงขึ้นได้ ซึ่งอาจกล่าวได้ว่าหาก Free Float สูง แต่ผู้บริหารที่เป็นตัวแทนผู้ถือหุ้นด้อยความสามารถหรือมีพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสม จะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร และมูลค่าขององค์กรลดลงได้ ในอีกแง่มุมหนึ่งหากผู้บริหารที่ถูกคัดเลือกเข้ามาดำรงตำแหน่งเป็นตัวแทนผู้ถือหุ้น เป็นผู้มีความรู้ความสามารถในการบริหารงานของบริษัท ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าขององค์กรเพิ่มสูงขึ้น

ในทางกลับกันเมื่อ Free float ต่ำ นั้นเป็นการบ่งบอกถึงการรวมกลุ่มของโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ซึ่งปัญหาตัวแทนจะเกิดขึ้นได้เมื่อผู้บริหารเข้าไปถือหุ้นรายใหญ่และผู้บริหารมุ่งเน้นสร้างความมั่งคั่งให้กับตนเองมากกว่าผลกำไร ดังสมมติฐานการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่น (Entrenchment Hypothesis) ซึ่งจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานลดลง และหากลักษณะการบริหารเป็นแบบครอบครัว การใช้สิทธิเลือกผู้บริหารระดับสูงที่ขาดความเชี่ยวชาญ จะทำให้เกิดต้นทุนการเสียโอกาส ไม่สามารถแข่งขันกับคู่แข่งได้ (ปิยะฉัตร ฤกษ์พุดม และคนอื่นๆ, 2561) ในอีกแง่มุมหนึ่ง ของปัญหาตัวแทนจะเกิดขึ้นได้เมื่อผู้บริหารเข้าไปถือหุ้นรายใหญ่และมีอำนาจในการควบคุมบริษัท สามารถจะติดตามผลการดำเนินงานให้เกิดความมีประสิทธิภาพ ส่งผลต่อคุณภาพของข้อมูลทางการบัญชี กระแสเงินสดที่เพิ่มขึ้น อาจทำให้ผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้น ดังสมมติฐานการปรับผลประโยชน์เข้าหากันระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมและผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจควบคุม (ปิยะฉัตร ฤกษ์พุดม และคนอื่นๆ, 2561) ซึ่งสอดคล้องกับ ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่ได้พัฒนาแนวคิดนี้มาจาก Jensen & Meckling สร้างสรรค์ เห็นสว่าง (2560) เสนอว่าการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายในจะมีความขัดแย้งในผลประโยชน์ต่ำหรือต้นทุนตัวแทนต่ำ ซึ่งส่งผลต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มของบริษัท

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ดำเนินการพัฒนาระบบ รณรงค์และส่งเสริมด้านบรรษัทภิบาล (Corporate Governance) หรือการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้กับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประการหนึ่งก็เพื่อปกป้องสิทธิของผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมดของบริษัทอย่างเข้มงวด ซึ่งนักลงทุนยังคงใช้หลักเกณฑ์นี้เป็นส่วนหนึ่งในการพิจารณาการลงทุน La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (1999 อ้างถึงใน นิพัทธ์ โพธิ์วิจิตร, 2555, หน้า 22) ระบุว่ากิจการในประเทศที่มีการปกป้องสิทธิของนักลงทุนสูงจะแสดงผลดำเนินงานดีกว่าประเทศที่ปกป้องสิทธิของนักลงทุนต่ำ

ผู้ศึกษาจึงหวังว่าผลลัพธ์จากการศึกษาในครั้งนี้จะเป็นส่วนหนึ่งที่สามารถเติมเต็มความรู้จากการทดสอบเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยกับความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าขององค์กรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ขอบเขตการศึกษา

การศึกษาในครั้งนี้จะทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยกับความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าขององค์กรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอในปี พ.ศ. 2561 โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจะเก็บรวบรวมจาก <http://www.set.or.th>

คำนิยามศัพท์

ผู้ถือหุ้นรายย่อย หมายถึง ผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้เป็นผู้มีส่วนร่วมในการบริหารงาน (Strategic Shareholders)

ผู้มีส่วนร่วมในการบริหารงาน (Strategic Shareholders) ได้แก่ กรรมการ ผู้จัดการ หรือผู้ดำรงตำแหน่งระดับบริหาร 4 รายแรกนับต่อจากผู้จัดการลงมา ผู้ที่ถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 5 ของทุนชำระแล้ว โดยรวมการถือหุ้นของผู้ที่เกี่ยวข้องด้วย ผู้มีอำนาจควบคุม (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562)

“สภาพคล่อง” หมายถึง สภาพคล่องของหุ้นที่หมุนเวียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมาจากหุ้นทั้งหมดของบริษัทหักหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้บริหารระดับสูง คงเหลือหุ้นที่จะมีการซื้อขายแลกเปลี่ยนกันในตลาดหุ้น ดังตามคำนิยามของตลาดหลักทรัพย์ที่เรียกว่า ผู้ถือหุ้นรายย่อย หรือ Free Float ซึ่งเป็นสภาพคล่องของจำนวนหุ้นที่มีการซื้อขายในตลาดหุ้น ดังนั้น ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อสภาพคล่องของหุ้นก็คือ Free Float เพราะผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นกลุ่มที่พร้อมจะขายหุ้นได้ตลอดเวลาไม่ใช่เพียงหุ้นที่มี Free Float น้อยจะซื้อขายน้อย แต่หุ้นที่มี Free Float มาก อาจมีสภาพคล่องที่น้อยได้เช่นกัน (วิน อุดมรัชตวนิชย์, 2559)

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เพื่อเป็นข้อมูลสำหรับผู้บริหารนำไปวิเคราะห์ โครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย
2. เพื่อเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจสำหรับนักวิเคราะห์และนักลงทุนในการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานและสถานะทางการเงิน

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดและทฤษฎี

Bostanci and Kiliç (1997, p. 2) นักวิจัยนิยามที่จะศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของและผลการดำเนินงานขององค์กร แต่การศึกษาโครงสร้างความเป็นเจ้าของนั้นยังขึ้นอยู่กับบริบทของแต่ละบริษัท ซึ่งส่วนใหญ่การศึกษาโครงสร้างความเป็นเจ้าของมุ่งเน้นไปที่ผลการดำเนินงานของบริษัท เช่นกำไรทางบัญชีหรือตัวแปรอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับงบการเงินของบริษัท ในทางกลับกันการศึกษาอัตราส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย ให้ความสนใจกับผลการดำเนินงานของหุ้นในตลาดเป็นหลักเช่นผลตอบแทนจากสินทรัพย์หรือสภาพคล่องและอัตราส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย ยังเป็นแหล่งข้อมูลที่รวดเร็วที่ช่วยบอกเกี่ยวกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของของบริษัท อัตราส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยต่ำยังบ่งบอกถึงการรวมกลุ่มของโครงสร้างความเป็นเจ้าของของบริษัทนั้นๆ ดังนั้นจึงสามารถแบ่งผลกระทบของอัตราส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยที่เป็นไปได้มีสองประเภทดังนี้คือ ประการแรกคือ หากโครงสร้างการถือหุ้นเป็นแบบกระจุกตัว (Ownership Concentration) หรืออัตราส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยต่ำ นักลงทุนจะหลีกเลี่ยงจากหุ้นนั้นเพราะความเป็นไปได้ในการถูกเวนคืนภายใต้โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ไม่เข้มแข็ง ประการที่สองอัตราส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ลดลงหมายถึงปริมาณของหุ้นรายย่อยในตลาดที่น้อย ซึ่งอาจนำไปสู่การขาดสภาพคล่องในตลาดหุ้น นักลงทุนก็ไม่ชอบการขาดสภาพคล่องเช่นกัน เป็นผลให้อัตราส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยมีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลง ส่งผลกระทบให้หุ้นไม่เพียงพอต่อความต้องการของนักลงทุน ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างความเป็นเจ้าของในตลาดทุนที่พัฒนาน้อยในประเทศตํารุก็ ตลาดทุนตํารุก็มีลักษณะโครงสร้างความเป็นเจ้าของเป็นแบบกระจุกตัว ซึ่งส่วนใหญ่เป็นบริษัท ครอบครัวหรือกลุ่มธุรกิจและการคุ้มครองนักลงทุนในระดับค่อนข้างต่ำ เจ้าของเริ่มแรกของบริษัทต่างลังเลที่จะเสนอขายหุ้นเพิ่มเติมแก่สาธารณชนเพื่อไม่ให้สูญเสียการควบคุม สิ่งนี้จะลดปริมาณ หุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยในตลาด อัตราส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทจดทะเบียนค่อนข้างต่ำเช่นเดียวกับประเทศที่ใช้กฎหมายแพ่งในการปกครอง และอัตราส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยต่ำอาจเป็นไปได้ว่าจะเกิดการคุ้มครองผู้ลงทุนอย่างไม่เข้มงวด

แนวคิดเกี่ยวกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งได้ถูกพัฒนาแนวคิดโดย Jensen & Meckling (1976) ปัญหาที่เกิดจาก ปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ที่เกิดจากพฤติกรรม

ของผู้บริหารหรือผู้มีส่วนได้เสีย ที่เรียกว่าตัวแทน และตัวการ สามารถอธิบายได้ 2 รูปแบบคือ การรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่น (Entrenchment Hypothesis) เกิดจากการที่ผู้บริหารเข้าไปถือหุ้นรายใหญ่อาจทำให้ผลการดำเนินงานลดลง อาจเนื่องมาจากมองเห็นผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าการทำให้บริษัท และในส่วนของสมมติฐานการปรับผลประโยชน์เข้าหากันระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจรายใหญ่ที่มีอำนาจควบคุม กับผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ไม่มีอำนาจควบคุม ซึ่งผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีสามารถในการติดตามการดำเนินงานให้มีประสิทธิภาพและส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น

ประภาพร ณ นรงค์ (2549) จากทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นซึ่งบอกปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ ซึ่งเป็นผู้มีส่วนร่วมในการบริหารงาน (Strategic Shareholders) กับผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) ดังเช่นหากการถือหุ้นเป็นแบบกระจายตัว (Dispersed Ownership) ที่มีโครงสร้างที่ประกอบไปด้วยผู้ถือหุ้นจำนวนมากแต่ละรายมีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนน้อยจึงไม่มีผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิ์ออกเสียงมากพอที่จะเข้าควบคุมกิจการได้ ดังที่เห็นได้จากในประเทศอเมริกาและอังกฤษ ปัญหาเรื่องการขัดแย้งทางผลประโยชน์มีไม่มากนัก แต่หากโครงสร้างการถือหุ้นเป็นแบบกระจุกตัว ปัญหาที่อาจพบได้คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการจะคำนึงถึงประโยชน์ของตนและกลุ่ม ไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ของบริษัท โอนถ่ายผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยมาเป็นประโยชน์ของตน หรือแม้แต่การขัดขวางการได้มาซึ่งผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อย เช่นการจ่ายเงินพิเศษ จ่ายหุ้นปันผลหรือเงินปันผลให้กับตนเอง หรือใช้อำนาจตัดสินใจบริหารงานให้บริษัทที่ตนมีอำนาจควบคุมเสียผลประโยชน์ให้กับอีกบริษัทหนึ่งที่ตนเป็นผู้บริหาร

โครงสร้างการถือหุ้นในประเทศไทยส่วนใหญ่ เป็นแบบกระจุกตัว (Ownership Concentration) ซึ่งจะกล่าวได้ว่าองค์กรธุรกิจขนาดใหญ่ เป็นการดำเนินธุรกิจที่มีโครงสร้างเป็นธุรกิจแบบครอบครัว ซึ่งอาจจะมีความเสี่ยงจากการบริหารงาน การจัดการปัญหาต่างๆ แต่หากมีการจ้างผู้บริหารภายนอกที่เป็นมืออาชีพเข้ามาบริหารงาน อาจทำให้ไม่มีผลกับความสามารถในการทำอะไร และหากสัดส่วนการถือหุ้นกระจายไปให้บุคคลในครอบครัวมักมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงานจะส่งผลให้ความสามารถในการทำอะไรของบริษัทก็จะลดลง (ภัทรา เตชะธนเศรษฐ์, 2561; Chivasuthipong, 2010; Barle & Means, 1932; La Porta et al., 1999; Tanopajai, 2002)

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวกับผลประโยชน์ของบริษัท จะมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก ซึ่งจะขึ้นอยู่กับการจัดการผลประโยชน์ของตัวแทน ในทางตรงกันข้ามความสัมพันธ์เชิงลบจะขึ้นอยู่กับการควบคุมปัญหาตัวแทนและผลกระทบด้านลบต่อกลไกการกำกับดูแลของกิจการ บริษัทสามารถเพิ่มประสิทธิภาพได้โดย การถือหุ้นแบบกระจุกตัวนั้นทำให้นักลงทุนรายใหญ่ ที่ถือหุ้นรายใหญ่ต้องการเพิ่มมูลค่าของบริษัท โดยการช่วยควบคุมค่าใช้จ่ายหรือกิจกรรมที่ไม่มีประสิทธิภาพ ช่วยลดต้นทุนการตรวจสอบหรือเพิ่มผลผลิต (Shleifer

and Vishny, 1997; Kun and Greg, 2015, pp. 3) ในขณะที่การถือหุ้นแบบกระจายการถือหุ้นไปยังรายบุคคลจะมีแรงจูงใจหรืออำนาจเพียงเล็กน้อยในการตรวจสอบผู้บริหาร (Grossman and Hart, 1980; Kun and Greg, 2015, pp. 3) ในตลาดเกิดใหม่ที่กฎหมายยังไม่เข้มงวดการถือหุ้นแบบกระจุกตัว มีผู้ถือหุ้นทำหน้าที่เป็นกรรมการหรือที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจ สามารถปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นได้ดี (La Porta et al., 1998; Denis and McConnell, 2003; Perotti and von Thadden, 2006; Kun and Greg, 2015, pp. 3) อีกทั้งการถือหุ้นแบบกระจุกตัวยังช่วยลดการเวนคืนโดยภาครัฐและบุคคลภายในองค์กร (Stulz, 2005; Kun and Greg, 2015, pp. 3) สมมติฐานยังชี้ให้เห็นว่า การถือหุ้นแบบกระจุกตัวอาจก่อให้เกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับผู้ถือหุ้นรายย่อย และไม่อาจรับรองได้ว่าผู้ถือหุ้นส่วนน้อยจะไม่ถูกเวนคืน (La Porta et al., 1998; Hansmann and Kraakman, 2004; Kun and Greg, 2015, pp. 4) นอกจากนี้ อาจมีผลต่อความสามารถในการระดมเงินทุนของบริษัท ซึ่งบ่งบอกถึงประสิทธิภาพที่ต่ำลงเนื่องจากต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น รวมถึงการจัดการความเสี่ยงของบริษัทสำหรับผลกระทบเชิงลบต่อกลไกการกำกับดูแลกิจการภายใต้การถือหุ้นแบบกระจุกตัว เกิดจากการที่ผู้ถือหุ้นมักจะยึดมั่นตัวเองหรือสมาชิกในครอบครัวหรือตัวแทนในตำแหน่งการจัดการมากกว่าการจ้างบุคคลภายนอก (Schulze et al., 2001; Fan et al., 2007; Kun and Greg, 2015, pp. 4) การยึดมั่นนี้อาจส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการตรวจสอบของคณะกรรมการ (Holmström and Tirole, 1993; Kun and Greg, 2015, pp. 4)

มนวิกา ผดุงสิทธิ์ (2548) Tobin's Q เป็นแนวคิดของ Professor James T. Tobin ได้กล่าวไว้ว่า Tobin's Q เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากการผสมผสานข้อมูลทางการเงินและมูลค่าทางการตลาด ซึ่งคำนวณโดยการหารราคาตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์ขององค์กรด้วยราคาเปลี่ยนแทน (Replacement Cost) ของสินทรัพย์นั้น ซึ่งราคาตลาดของสินทรัพย์จะวัดจากมูลค่าทางการตลาดหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้นและหนี้สิน Professor Tobin เชื่อว่า Tobin's Q เป็นตัววัดที่ดีที่สุดที่สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าขององค์กร เพราะอัตราส่วนนี้สามารถใช้ในการคาดการณ์การตัดสินใจจ่ายลงทุนในอนาคต

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ทบทวนวรรณกรรม

พัชชา สิตสุวรรณ (2543) ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วัตถุประสงค์ คือ เพื่อทำการศึกษาผลกระทบของการถือหุ้นของผู้บริหาร ต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งวัดผลการดำเนินงานในรูปแบบทางบัญชี และผลตอบแทน

จากหลักทรัพย์ รวมถึงการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของผลการดำเนินงานกับการถือหุ้นของผู้บริหาร วิธีการศึกษา ใช้ข้อมูลเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร กับผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นของบริษัท ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2536 – 2541 ยกเว้นธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์และประกันชีวิต และตัดข้อมูลบริษัทที่อยู่ในกลุ่มฟืนฟูออก โดยใช้การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่ความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น แต่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ และจากปัญหาเรื่องความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างเจ้าของและผู้บริหารที่เป็นตัวแทนในการบริหารงาน ทำให้ผู้ถือหุ้นต้องการเข้ามาบริหารงานและควบคุมกิจการ และวิธีหนึ่งก็คือการสร้างแรงจูงใจในการทำงานให้คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ซึ่งสะท้อนให้เห็นความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ทั้งหมด แต่ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารมีความแตกต่างกันในแต่ละระดับ อาจเป็นไปได้ว่าเกิดจากสิทธิในการออกเสียงตัดสินใจในบริษัทที่ต้องอาศัยเสียงของหุ้นอย่างน้อย 25% ในการเข้าประชุม ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ในขณะที่เดียวกันก็คือในเรื่องของการมีสิทธิในการลงมติพิเศษ ต้องอาศัยเสียงข้างมากอย่างน้อย 75% ซึ่งเหตุผลนี้ทำให้การถือหุ้นหรือการออกเสียงไม่กระจาย ซึ่งมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน โดยพบว่าในระดับที่มีการถือหุ้นน้อยกว่า 25% แม้จะเพิ่มแรงจูงใจแต่ก็ไม่สามารถทำให้ผู้บริหารมีสิทธิในการตัดสินใจในการทำงานได้มาก แต่กลับทำให้ผู้บริหารมีความต้องการครอบครองมากขึ้น จนทำให้มีผลต่อประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ในทางที่ไม่ดี แต่เมื่อระดับการถือหุ้นของผู้บริหารอยู่ระหว่าง 25%-75% ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นบริหารสินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น รวมถึงการถือหุ้นของผู้บริหารมีส่วนทำให้อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขายเพิ่มสูงขึ้น

ประภาพร ณ นรงค์ (2549) ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี วัตถุประสงค์เพื่อ เพื่อศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 15 อันดับแรก โดยโครงสร้างผู้ถือหุ้นสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนในไทย นักลงทุนต่างชาติ ผู้บริหารไทย และผู้บริหารต่างชาติ กับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วิธีการศึกษา โดยการเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงิน รายงานทางการเงินอื่น แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี หรือแบบ 56-1 และข้อมูลผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในส่วนของการวิเคราะห์ข้อมูลใช้การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นเพื่อนำเสนอในภาพรวมของข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้ด้วยสถิติเชิงพรรณนา และการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมานเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี และตัวแปรตามและตัวแปรควบคุมใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุในการวิเคราะห์ ผลการศึกษาพบว่าส่วนใหญ่โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทในประเทศไทยมีพื้นฐานมาจากครอบครัว โดยที่การถือหุ้นและอำนาจการบริหารในบริษัทจะกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มครอบครัวที่เป็นผู้ก่อตั้งบริษัท หรือผู้บริหาร

ระดับสูงที่ดำรงตำแหน่งสำคัญในบริษัท เพราะเหตุที่ว่ากลุ่มครอบครัวหรือเครือญาติจะรักษาอำนาจการควบคุมในบริษัทผ่านทาง การถือหุ้นในสัดส่วนที่สูง หรือการมีส่วนร่วมในการบริหารงาน และพบว่า การกระจุกตัวการถือหุ้นมาจากนักลงทุนไทยส่วนใหญ่ มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น นักลงทุนเหล่านี้จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เพราะมีการรักษาอำนาจในการควบคุมภายในบริษัทผ่านทาง การถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงจนทำให้ผลประโยชน์ที่จะได้รับเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับผู้ถือหุ้นรายอื่นของบริษัท ในส่วนของสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ จากทฤษฎีกลุ่มการลงทุน ซึ่งอธิบายได้ว่า ผู้ถือหุ้นจะกระจายเงินลงทุนไปในบริษัทต่างๆ เพื่อลดความเสี่ยงจากการดำเนินงานของบริษัทเพียงบริษัทเดียว และการเข้าไปถือหุ้นในหลาย บริษัททำให้ผู้ถือหุ้นไม่สามารถเข้าไปบริหารงานในทุกกิจการที่ตนเข้าไปลงทุนได้ จึงส่งผลให้การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติไม่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ในส่วนของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากผู้บริหารได้รับเงินปันผลและยังได้รับผลตอบแทนในรูปแบบอื่น อีกเช่น โบนัส เงินเดือน ทำให้ผู้บริหารไม่มีแรงจูงใจที่จะพยายามทำให้ได้รับผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผล และพบว่าเมื่อวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาจะแสดงให้เห็นว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยโดยเฉลี่ยมีร้อยละ 15 ซึ่งถือว่ามีระดับการถือหุ้นที่น้อยจนไม่มีอำนาจในการควบคุมในการตัดสินใจในการทำงาน จึงทำให้ไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ในส่วนของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งจะกล่าวได้ว่าผู้บริหารต่างชาติช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นรายอื่น เนื่องจากผลประโยชน์จะเป็นไปในทิศทางเดียวกัน และผู้บริหารต่างชาติยังช่วยเรื่องการโอนถ่ายเทคโนโลยีจากต่างประเทศ อีกทั้งยังช่วยขยายฐานลูกค้า ในส่วนของขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งจะกล่าวได้ว่าบริษัทขนาดใหญ่จะมีอำนาจในการต่อรองทางธุรกิจ กำลังทุนที่มากกว่า และมีช่องทางการจำหน่ายสินค้าและบริการมากกว่า บริษัทขนาดใหญ่จึงใช้กำลังการผลิตขนาดประหยัดได้ ช่วยลดต้นทุนในการผลิตมากกว่า ในส่วนของความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งจะกล่าวได้ว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงทางการเงินที่สูงจะมีภาระเกี่ยวกับดอกเบี้ยสูง และดอกเบี้ยจ่ายจะทำให้ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทลดลง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ในส่วนของ การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งจะกล่าวได้ว่า กิจการที่มีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงในช่วงแรก ที่สูงมาก ประกอบกับกิจการยังไม่สามารถทำการผลิตหรือใช้ขีดความสามารถที่มีอยู่ได้อย่างเต็มที่ อาจส่งผลกับผลการดำเนินงานได้ ในส่วนของประเภทอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์

กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งจะกล่าวได้ว่าประเภทอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันย่อมมีลักษณะของธุรกิจ นโยบายทางการบัญชี ซึ่งมีส่วนให้ผลการดำเนินงานแตกต่างกัน

รติ วงศกิตติรักษ์ (2554) ศึกษาเรื่อง ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อมูลค่ากิจการของบริษัทในประเทศไทย วัตถุประสงค์เพื่อ ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อมูลค่ากิจการของบริษัทในประเทศไทย โดยแบ่งสิทธิความเป็นเจ้าของของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ออกเป็น 2 ส่วน คือสิทธิในกระแสเงินสด (cash-flow rights) และสิทธิในการออกเสียง (voting rights) วิธีการศึกษา โดยการเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 348 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2547 – 2553 ซึ่งจะได้กลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 2,436 บริษัท โดยได้ตัดบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟู และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนออก โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 5 กลุ่ม คือ กลุ่มบริษัทครอบครัว บริษัทรัฐบาล บริษัทต่างชาติ บริษัทที่มีโครงสร้างแบบพีระมิด และบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นไขว้ และนำข้อมูลมาวิเคราะห์โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา และใช้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงถดถอยเพื่อดูความสัมพันธ์ของปัจจัยที่สนใจที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ผลการศึกษาพบว่า สิทธิในความเป็นเจ้าของของผู้ถือหุ้นใหญ่ที่วัดค่าด้วยผลตอบแทนที่ได้รับจากกระแสเงินสด (cash-flow rights) มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่ากิจการ บริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีรูปแบบเป็นครอบครัวจะมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ อาจกล่าวได้ว่ากิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีรูปแบบเป็นกลุ่มครอบครัว (Family firms) มีแรงจูงใจในการสร้างมูลค่าเพิ่มแก่กิจการ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่จะส่งต่อกิจการไปยังรุ่นลูก รุ่นหลาน ถึงแม้ว่าจะเกิดส่วนต่างของสิทธิในผลตอบแทนที่ได้รับจากกระแสเงินสดจะน้อยกว่าสิทธิในการออกเสียงก็ตาม แต่หากผลตอบแทนที่ได้รับจากกระแสเงินสด (cash-flow rights) น้อยกว่าสิทธิในความเป็นเจ้าของ (สิทธิในการออกเสียง voting rights) ผู้ถือหุ้นใหญ่จึงมีแนวโน้มที่จะแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าการสร้างมูลค่าให้แก่กิจการ และยังแสดงให้เห็นว่าในทุกโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่มีการถือสิทธิในความเป็นเจ้าของของผู้ถือหุ้นใหญ่ที่วัดค่าด้วยผลตอบแทนที่ได้รับจากกระแสเงินสด Cash-flow rights ที่มีสัดส่วนสูงจะส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูงตามไปด้วย 2.แต่ในทางตรงกันข้ามหากบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นรัฐบาลหรือต่างชาติ กลับมีความสัมพันธ์ในทางลบต่อมูลค่ากิจการ และเมื่อเกิดส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนที่ได้รับจากกระแสเงินสด (cash-flow rights) กับสิทธิในความเป็นเจ้าของ (สิทธิในการออกเสียง voting rights) โครงสร้างผู้ถือหุ้นกลุ่ม บริษัทรัฐบาล และต่างชาติ มีแนวโน้มที่กิจการจะมีมูลค่าที่ลดต่ำลง นอกจากนี้การถือหุ้นในโครงสร้างแบบพีระมิด หรือแบบไขว้ เป็นกลุ่มเครือข่ายบริษัท จะช่วยเพิ่มโอกาสในการหาแหล่งเงินลงทุนได้ง่ายกว่า สามารถโยกย้ายกระแสเงินสดผ่านบริษัทใดบริษัทหนึ่งหรือกลุ่มบริษัทในเครือ และอาจส่งผลดีต่อมูลค่ากิจการ ในทางตรงกันข้ามบริษัทต่างชาติมุ่งเน้นที่จะแสวงหาผลกำไรในการดำเนินธุรกิจจากการลงทุนเท่านั้น ดังนั้นเมื่อผลตอบแทนที่ได้ต่ำกว่าสิทธิในการออกเสียง จึงมีแนวโน้มว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นชาวต่างชาติ หรือบริษัท

ข้ามชาติ จะนำกระแสเงินสดกลับสู่บริษัทแม่ในต่างประเทศ หรือทำไปลงทุนในแหล่งอื่นที่ได้รับผลตอบแทนมากกว่า

นิพนธ์ โพธิ์วิจิตร (2555) ศึกษาเรื่อง ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ไม่ใช่กลุ่มธุรกิจการเงินและกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ วัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น รวมถึงการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ นักลงทุนสถาบันกลุ่ม แองโกล-อเมริกันและนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือและการมีนักลงทุนสถาบันในกลุ่ม แองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นเกินกว่า ร้อยละ 25 ที่มีต่อการบริหารกำไรกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วิธีการศึกษา โดยการเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล SETMART ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี หรือแบบ 56-1 ของบริษัทจดทะเบียน ฐานข้อมูลเกี่ยวกับการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นในกิจการจากฐานข้อมูลของกระทรวงพาณิชย์ หนังสือ Thai Business Groups ฐานข้อมูลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ รายงานประจำปี และเว็บไซต์ที่เกี่ยวข้อง ข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่ใช่กลุ่มธุรกิจการเงินและกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ในปี พ.ศ. 2551 ซึ่งตัวแปรอิสระใช้ข้อมูลปี พ.ศ. 2551 ตัวแปรตามและตัวแปรควบคุมใช้ข้อมูลปี 2550 – 2551 ส่วนการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นการวัดแนวโน้มเข้าสู่ส่วนกลาง (Central Tendency Analysis) และการวัดการกระจายของข้อมูล (Variation Analysis) และการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) โดยการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ผลการศึกษาพบว่า บริษัทส่วนใหญ่จะมีโครงสร้างการถือหุ้นเป็นแบบกระจุกตัว การถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นที่มีส่วนร่วมในการบริหารงาน (Strategic Shareholders) ที่มีอิทธิพลและอำนาจในการควบคุมกิจการ ส่วนใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นในกลุ่มครอบครัวที่เป็นตระกูลเดียวเป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกัน และแสดงให้เห็นว่าสัดส่วนของนักลงทุนสถาบันต่างประเทศกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในสัดส่วนที่ค่อนข้างต่ำ คือถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 25 ค่อนข้างน้อย และมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับ Chung, Firth, and Kim (2002), Mitra and Cready (2005) และ Teshima and Shuto (2008) และสอดคล้องกับ Efficiency Augmentation Hypothesis ซึ่งระบุว่า นักลงทุนสถาบันมีบทบาทในการตรวจสอบฝ่ายบริหารและสร้างมูลค่าในระยะยาวให้กับกิจการ และยังพบอีกว่านักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือมีผลกระทบในทางลบต่อการบริหารกำไร เนื่องจากนักลงทุนสถาบันมีบทบาทเชิงรุกในการตรวจสอบฝ่ายบริหาร นอกจากนี้สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับ Warfield, Wild, and Wild (1995) Ding, Zhang, and Zhang (2007) และ Teshima and Shuto (2008) จะเห็นได้ว่าเมื่อผู้ถือหุ้นมีสัดส่วน

การถือหุ้นอยู่ในระดับสูงพบว่าความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ซึ่งสอดคล้องกับ Monitoring/Incentives Alignment Hypothesis สาเหตุเพราะผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีส่วนได้เสียในกระแสเงินสดและยังมีแรงจูงใจในการตรวจสอบการบริหารงานเพื่อสร้างความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นและสร้างมูลค่าให้กิจการ นอกจากนี้พบว่าส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลที่เกี่ยวข้องกันและตระกูลเดียว ภาครัฐ และนักลงทุนต่างชาติ มีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร มากกว่ากิจการที่ไม่มีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม ซึ่งสรุปได้ว่าการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีผลกระทบในทางลบต่อการบริหารกำไร

บงกช ตั้งจิระศิลป์ (2556) ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไร วัดดูประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วิธีการศึกษา โดยการเก็บรวบรวมข้อมูลทุกัญญัติ ประเภทหนังสือ บทความ แบบ 56-1 และงบการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2554 ยกเว้นในส่วนของบริษัทการเงินลงทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิตและประกันภัย กองทุนและบริษัทที่อยู่ในระหว่างการฟื้นฟูผลการดำเนินงาน รวมจำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 343 บริษัท โดยสถิติเชิงพรรณนา สถิติเชิงอนุมาน และสถิติความถดถอยเชิงพหุในการอธิบายผลการวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไร ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยวัดจากสัดส่วนการถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับ ถือหุ้นเฉลี่ยร้อยละ 65 ผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นบุคคลธรรมดาและกลุ่มครอบครัว ถือหุ้นเป็นร้อยละ 53.64 และสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหารโดยเฉลี่ยร้อยละ 16.13 และนักลงทุนไทยถือหุ้นเฉลี่ยร้อยละ 84.04 พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นของประเทศไทยโดยส่วนใหญ่เป็นโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวของการถือหุ้น 5 อันดับแรกและความสามารถในการทำกำไร ที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น และผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และ Tobin's Q ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Welch E. (2003) ซึ่งไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานที่วัดค่าจาก Tobin's Q แต่พบที่ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ McConnell and Servaes (1990), Kapopoulos P. and Lazaretou S. (2007) ที่พบความสัมพันธ์ในทางบวก ซึ่งอาจเกิดจากโครงสร้างการถือหุ้นในต่างประเทศเป็นแบบกระจายตัวอำนาจในการควบคุมบริษัทถูกกระจายออกไป และความสามารถในการทำกำไร ที่วัดจากอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และ Tobin's Q แสดงค่าไปในทิศทางเดียวกันคือ ยิ่งค่าที่ได้มีค่าสูงจะส่งผลให้บริษัทมีความสามารถในการทำกำไรสูง และไม่พบความสัมพันธ์ของโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรก การถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร การถือหุ้นของนักลงทุนไทย กับความสามารถในการทำกำไร ที่วัดจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) และ

Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัย ของ Welch E. (2003) ซึ่งไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดค่าด้วย Tobin's Q แต่ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Morck, Shleifer and Vishny (1988) และ McConnell and Servaes (1990) พบว่าความสัมพันธ์ของผู้บริหารที่ถือหุ้นร้อยละ 5-25 มีความสัมพันธ์ทางลบส่งผลทำให้มูลค่าของกิจการลดลง และไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Cho (1998) พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารที่ต่ำกว่าร้อยละ 7 มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ แต่หากการถือหุ้นมีสัดส่วนอยู่ที่ร้อยละ 7-38 กลับมีความสัมพันธ์เป็นลบกับ Tobin's Q อาจเนื่องมาจาก การเลือกประชากรที่แตกต่างกัน ระยะเวลาการศึกษาที่ห่างกันและแนวความคิดในการบริหาร ถูกเปลี่ยนแปลง ส่วนการศึกษาขนาดของกิจการที่วัดจากค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม และความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) อย่างมีนัยสำคัญ และพบว่าประเภทอุตสาหกรรมมีสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) และ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ

ศศิวิมล เกิดมัน (2557) ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วัตถุประสงค์เพื่อ ศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่ออธิบายการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ วิธีการศึกษา โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูล ทุติยภูมิ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด แต่ไม่รวมบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงานและกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ รวมทั้งสิ้น 395 บริษัท 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ในช่วงปี พ.ศ. 2555 รวม 1 ปี ส่วนการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่ออธิบายผลเบื้องต้นโดยใช้สถิติเชิงพรรณนาในการแสดงค่าเฉลี่ย ร้อยละ ค่าเฉลี่ยเลขคณิต ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และสถิติเชิงอนุมานนำเทคนิคการวิเคราะห์ข้อมูล โดยการใช้สมการถดถอยเชิงพหุคูณในการทดสอบสมมติฐาน และการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เพื่อหาทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม ผลการศึกษาพบว่า ความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการด้านผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารของบริษัทกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมีความสามารถในการทำกำไร ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนมากขึ้น ส่วนความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการด้านขนาดของคณะกรรมการของบริษัทกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่วัดด้วยกำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าขนาดของคณะกรรมการเป็นกลไกหนึ่งในการวัดการกำกับดูแลกิจการที่ดี ส่วนความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการด้านความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทาง

เดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีผู้ถือหุ้นเป็นผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และการกำกับดูแลกิจการในส่วนของค่าตอบแทนของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับมูลค่ากิจการที่วัดค่าด้วย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าค่าตอบแทนส่งผลให้เกิดแรงจูงใจให้ผู้บริหารในการเพิ่มมูลค่าให้กิจการ

สุรางค์ เห็นสว่าง (2560) ศึกษาเรื่อง ผลกระทบจากระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ และโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อ ผลตอบแทนส่วนเกินและผลประกอบการเชิงการเงิน : การศึกษาเชิงประจักษ์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการและโครงสร้างผู้ถือหุ้น ต่อผลตอบแทนส่วนเกินและผลประกอบการเชิงการเงิน วิธีการศึกษา โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากระบบเผยแพร่ข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th, www.setsmart.com) สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (www.sec.or.th) บริษัทภิบาลแห่งชาติ (www.cgthailand.org) สถาบันกรรมการไทย (www.thai-iod.com) และ ธนาคารแห่งประเทศไทย (www.bot.or.th) ซึ่งการกำกับดูแลกิจการวัดจากระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ได้รับการประกาศคะแนนการกำกับดูแลกิจการจากสถาบันกรรมการบริษัทไทย ที่ประกาศผลตามจำนวนตราสัญลักษณ์ของคณะกรรมการบริษัท-ภิบาลแห่งชาติ ในช่วงปี พ.ศ. 2556-2558 รวม 3 ปี ในส่วนของโครงสร้างผู้ถือหุ้นวัดจากการกระจายการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย การถือครองหุ้นของคณะกรรมการและผู้บริหาร และ นักลงทุนสถาบัน ส่วนผลตอบแทนส่วนเกินคำนวณจากอัตราที่นักลงทุนได้รับส่วนที่สูงกว่าอัตราขั้นต่ำที่ต้องการตามทฤษฎี แบบจำลองกำหนดราคาสินทรัพย์ทุน ผลประกอบการเชิงการเงินวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ส่วนการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS ผลการศึกษาพบว่า ผลของระดับคะแนนการกำกับดูแลและโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับในรูปผลตอบแทนส่วนเกิน และผลประกอบการในรูปของกำไรเงินวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งได้ทำการศึกษาจากกลุ่มที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ดี ดีมาก และดีเลิศ ในช่วงปี พ.ศ. 2556 – 2558 ซึ่งพบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ กับผลประกอบการเชิงการเงิน ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดทฤษฎีตัวแทนของ Jensen and Meckng (1976) ที่กล่าวว่ากลไกการตรวจสอบกำกับดูแลกิจการ จะช่วยลดต้นทุนตัวแทน และเพิ่มมูลค่าธุรกิจได้ ดังผลของงานวิจัยที่ยืนยันความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งจะช่วยให้ผลการดำเนินงานเชิงการเงินได้ แต่ไม่พบผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกิน ซึ่งกล่าวได้ว่าการกำกับดูแลกิจการส่งผลให้เกิดความเป็นธรรมต่อผู้มีส่วนได้เสีย อีกทั้งยังไม่พบผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นทุกประเภท ทั้งการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย ผู้บริหารและกรรมการบริหาร และนักลงทุนสถาบัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กับผลตอบแทนส่วนเกินที่นักลงทุนได้รับจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ใน

กลุ่มระดับคะแนน การกำกับดูแลกิจการระดับที่ดีขึ้นไป สาเหตุที่ไม่พบผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นทุกประเภทต่อผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นนั้นอาจเป็นไปได้ว่าจะเกิดจากหุ้นสามัญที่มีการซื้อขาย เปลี่ยนมือสูง เป็นเหตุให้ผู้ถือหุ้นไม่มีบทบาท ประกอบกับนโยบายการลงทุนของนักลงทุนสถาบันที่ไม่เหมือนกัน

อุบลวรรณ ขุนทอง และ โสวัตรธนา ธารา (2560) ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัว กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ วัตถุประสงค์เพื่อ ศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัวกับผลการดำเนินงานทางด้านบัญชีและผลการดำเนินงานทางด้านตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2555 – 2559 จำนวนทั้งสิ้น 68 บริษัท รวมเป็นงบการเงินทั้งสิ้น 340 งบการเงิน วิธีการศึกษา จากการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนามาอธิบายสถิติพื้นฐาน และใช้สถิติเชิงอนุมาน เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทตามตัวชี้วัดทางบัญชีและตัวชี้วัดทางการตลาดกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัว โดยการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ ผลการศึกษาพบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว ซึ่งทำการวัดการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นโดยใช้สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก กลุ่มครอบครัวเฉลี่ยร้อยละ 26.30 ตัวชี้วัดทางบัญชีเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยใช้ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางการตลาดคือ Tobin's Q ที่เป็นตัววัดผลการดำเนินงานที่เกิดจากการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาด โดยเป็นอัตราส่วนที่มีความสัมพันธ์ของอัตราส่วนระหว่างมูลค่าสินทรัพย์ของบริษัท กับต้นทุนทดแทนของสินทรัพย์ของบริษัท และเมื่อ Tobin's Q มีค่ามากกว่าหนึ่ง แสดงให้เห็นว่าบริษัทจะสามารถทำกำไรได้จากการขายหุ้นเพิ่มทุน ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัวไม่มีอิทธิพลผลการดำเนินงานที่วัดทางด้านบัญชี และผลการดำเนินงานที่วัดทางการตลาด และพบว่าตัวชี้วัดทางบัญชีและตัวชี้วัดทางการตลาดมีค่าเป็นบวก ทั้งสองตัวชี้วัดไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในการอธิบายโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัว สอดคล้องกับผลการวิจัยในอดีตของ Welch E. (2003), Wiwattanakantang (2001), Zeitun & Tain (2007) และศิริพร พวงน้อย (2551) พบว่าโครงสร้างแบบกระจุกตัวไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ แต่ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ McConnell & Seraes (1990), Kapopoulos P. & Lazaretou S. (2007) ที่พบว่าโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มีการกระจุกตัวหรือมาจากกลุ่มครอบครัวช่วยสร้างมูลค่ากิจการให้เพิ่มขึ้น เนื่องจากสามารถเข้าควบคุมและบริหารงานรวมถึงมีบทบาทในการกำหนดนโยบายของบริษัท แต่มีงานวิจัยที่พบว่าหากโครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจุกตัวมากเกินไปจนทำให้เกิดการถ่ายโอนผลประโยชน์มาเป็นของตนและกลุ่มครอบครัว โดยไม่คำนึงถึงผลกระทบที่เกิดกับผู้ถือหุ้นรายย่อย (จารุตม์ คุณานภักดูลม, 2554; Garcia Meca & Danchez –

Balleata, 2011) จากผลงานวิจัยข้างต้นทำให้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จัดให้มีการส่งเสริมให้บริษัทที่จดทะเบียนมีการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการที่ดี ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นกระจายความสนใจในการติดตามการบริหารงานของหลายบริษัท ทำให้การกระจุกตัวของการถือหุ้นไม่ส่งผลกับความสามารถในการทำกำไรของกิจการ และยังพบอีกว่าหากลดระดับความเป็นเจ้าของให้น้อยลงจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกิจการ สอดคล้องกับงานวิจัยของจารุตรี คุณานภดล (2554) พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการ แต่การศึกษาพบว่า ตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญเนื่องจากบริษัทมีความเสี่ยงเกี่ยวกับดอกเบี้ยจ่าย ทำให้บริษัทมีความสามารถในการทำกำไรลดลงจึงทำให้มูลค่าของกิจการลดลงด้วย สอดคล้องกับงานวิจัยของ Oi et al. (2000) แต่ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Connelly et al. (2012) มูลค่าสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น และยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Oi et al. (2002) และประภาพร ณ นครค์ (2549) พบว่าเมื่อกิจการมีขนาดใหญ่มีอำนาจผูกขาด มีเงินลงทุน และช่องทางการจำหน่ายสินค้าและบริการ มีกำลังการผลิตขนาดใหญ่กว่า ทำให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรมากกว่ากิจการขนาดเล็ก จึงแสดงให้เห็นว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน แต่ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kevin Campbell. (2002) ไม่พบความสัมพันธ์ของขนาดของกิจการกับผลการดำเนินงาน อาจเนื่องมาจากโครงสร้างของแต่ละบริษัทมีความแตกต่างกัน แต่พบว่าการเปลี่ยนแปลงอัตรากำไรสุทธิ และอัตรากาไรสุทธิของยอดขายมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น และ Tobin's Q เนื่องจากกำลังการผลิตขนาดใหญ่และยอดขายที่โตอย่างต่อเนื่องส่งผลให้กำไรสุทธิเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนระหว่างมูลค่าตลาดของกิจการต่อมูลค่าทางบัญชี เพิ่มสูงขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Beiner et al. (2004) จะกล่าวได้ว่าตัวชี้วัดทางบัญชีคืออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์กับอายุของกิจการ อัตรากาไรสุทธิโตของยอดขาย ความเสี่ยงทางการเงิน และกำไรสุทธิ อย่างมีนัยสำคัญ และยังพบอีกว่า ผลการดำเนินงานที่ใช้ตัวชี้วัดทางการตลาดคือ Tobin's Q มีความสัมพันธ์กับขนาดกิจการที่วัดจากมูลค่าของสินทรัพย์รวม

ภัทรา เตชะธนเศรษฐ์, อรวรรณ เชื้อเมืองพาน, และพรชัย เตชะธนเศรษฐ์ (2561) ศึกษาเรื่อง โครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ผลการประเมินความยั่งยืนที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วัตถุประสงค์คือ เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการกำกับดูแลกิจการ และความยั่งยืนที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วิธีการศึกษา โดยการใช้แบบบันทึกข้อมูล รวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ จากฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์ แบบแสดงข้อมูลประจำปี และงบการเงิน และผลการกำกับดูแล

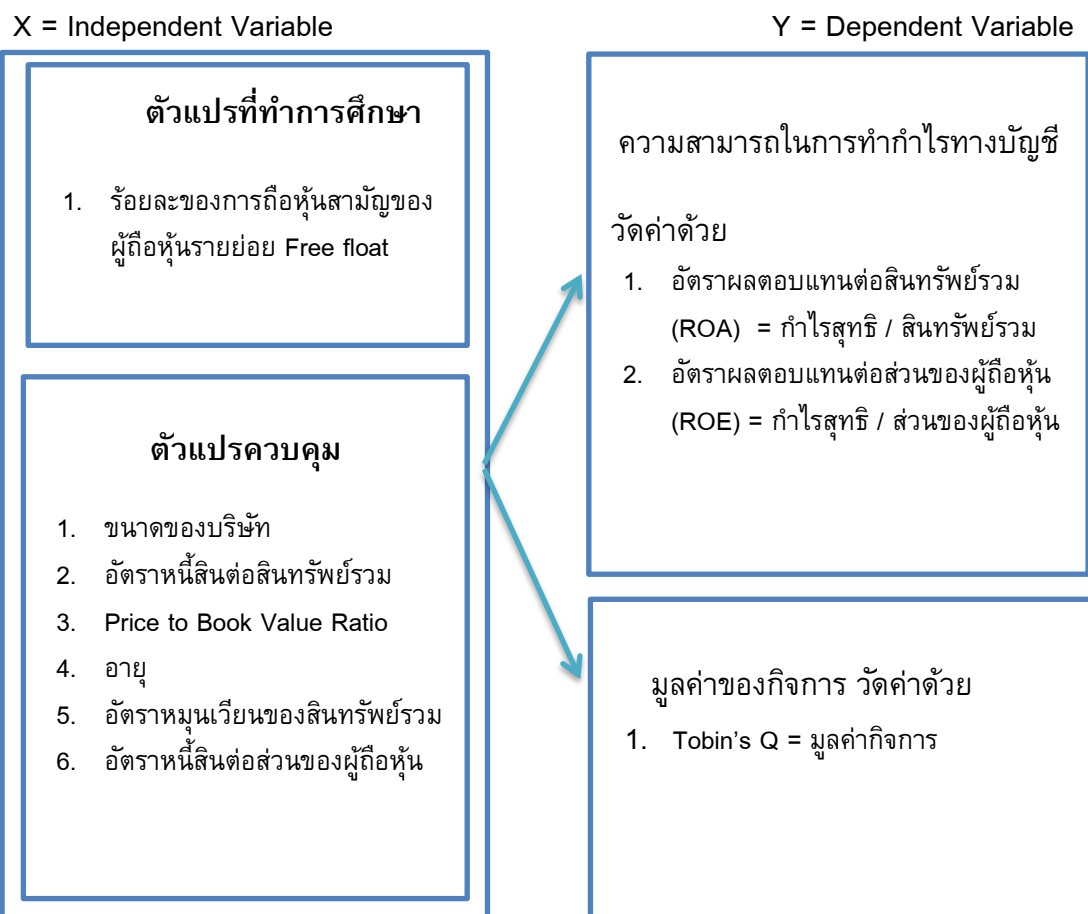
กิจการที่สำรวจโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย และผลการประเมินความยั่งยืนของศูนย์พัฒนาความรับผิดชอบต่อสังคม ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปี พ.ศ. 2556-2558 จำนวน 388 บริษัท ไม่รวมบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟู ธุรกิจการเงิน กองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ บริษัทที่จะทะเบียนเข้าใหม่ และนำข้อมูลมาวิเคราะห์โดยใช้วิธีวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple regression) ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้น ในการศึกษาครั้งนี้ใช้กรอบแนวคิดตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 28 (ปรับปรุง 2558) เรื่องเงินลงทุนในบริษัทร่วมและการร่วมค้า หากกิจการใดมีอำนาจในการออกเสียงทั้งทางตรงและทางอ้อมในผู้ได้รับการลงทุนอย่างน้อยร้อยละ 20 ให้สันนิษฐานว่ากิจการมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อผู้ได้รับการลงทุน (Federation of Accounting Professions, 2015) ซึ่งจะกล่าวได้ว่าโครงสร้างแบบกระจุกตัว ที่มีผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นกลุ่มครอบครัว จะไม่มีอิทธิพลกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) หากสัดส่วนการถือหุ้นกระจุกตัวอยู่ที่กลุ่มครอบครัวมากเท่าใด ผลการดำเนินงานก็จะลดลงมากเท่านั้น การที่โครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นแบบกระจุกตัวที่มีภาครัฐเป็นผู้ถือหุ้นเป็นส่วนใหญ่ จะส่งผลกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แต่ไม่มีอิทธิพลกับอัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) เนื่องจากการกำกับดูแลที่อยู่ภายใต้ภาครัฐบาลมีนักลงทุนสนใจมาก ซึ่งส่งผลให้ผลตอบแทนแก่ผู้ลงทุนสูงกว่าบริษัทอื่น การที่โครงสร้างผู้ถือหุ้นกระจุกตัวที่มีผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนต่างชาติ จะส่งผลกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) ยิ่งระดับการกระจุกตัวมีสัดส่วนมากเท่าใด จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของกิจการดีมากขึ้น เนื่องจากเกิดการถ่ายทอดทักษะการบริหาร และความรู้แก่กัน การที่ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับดี จะมีอิทธิพลกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แต่ไม่มีอิทธิพลต่ออัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) เนื่องจากการใช้นโยบายการบัญชีที่แตกต่างกัน และการประเมินผ่านเกณฑ์ความยั่งยืน จะไม่ส่งผลกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) อีกทั้งยังพบว่าขนาดของกิจการมีอิทธิพลกับอัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) เนื่องจากมีความน่าเชื่อถือสูง ทำให้ระดมเงินทุนได้ง่าย

บทที่ 3 ระเบียบวิธีการศึกษา

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ข้อมูลประชากรที่ใช้ในการวิจัยคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ หักธุรกิจที่ถูกเพิกถอน ซึ่งมีจำนวน 713 บริษัท คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยหักธุรกิจการเงิน กองทุนรวม 132 บริษัท เพราะมีการปฏิบัติทางการบัญชีที่แตกต่างกับอุตสาหกรรมอื่น จึงได้กลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษาทั้งหมด 581 บริษัท ที่ดำเนินการอยู่ในปี 2561

กรอบแนวคิด



ตัวแปรในการศึกษา

แบบจำลอง 1.

สมการที่ใช้ในการคำนวณ

$$Y = B0 + B1 \text{ Free Float} + B2 \text{ Size} + B3 \text{ Debt to Asset ratio} + B4 \text{ Age} + B5 \text{ Total Asset Turnover} + \text{eit}$$

ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

$$Y = \text{Tobin's Q (มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด + หนี้สินรวม) / สินทรัพย์รวม}$$

ตัวแปรอิสระ หรือตัวแปรต้น (Independent Variable)

Free float = ร้อยละของการถือหุ้นสามัญของผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งได้จากการเปิดเผยแก่สาธารณะ

ตัวแปรควบคุม

Size = ขนาดของกิจการวัดค่าจากสินทรัพย์รวมโดยมีการใส่ค่า log

Debt to Asset Ratio = อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์

Age = อายุของกิจการนับตั้งแต่วันที่จดทะเบียนกับกต.ถึงสิ้นปี 2561

Total Asset Turnover = อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม ซึ่งคำนวณจากรายได้หารด้วยสินทรัพย์รวม

แบบจำลอง 2.

สมการที่ใช้ในการคำนวณ

$$Y = B0 + B1 \text{ Free Float} + B2 \text{ Size} + B3 \text{ Debt to Asset ratio} + B4 \text{ P/BV} + B5 \text{ Age} + B6 \text{ Total Asset Turnover} + \text{eit}$$

ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

$$Y = \text{ความสามารถในการทำกำไรวัดมูลค่าจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)}$$

ตัวแปรอิสระ หรือตัวแปรต้น (Independent Variable)

Free float = ร้อยละของการถือหุ้นสามัญของผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งได้จากการเปิดเผยแก่สาธารณะของบริษัทจดทะเบียน

ตัวแปรควบคุม

Size = ขนาดของกิจการวัดค่าจากสินทรัพย์รวมโดยมีการใส่ค่า log

Debt to Asset Ratio = อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์

P/BV = อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าบัญชีของส่วนทุน (Price to Book Value)

Age = อายุของกิจการนับตั้งแต่วันที่จดทะเบียนกับ กสท. ถึงสิ้นปี 2561

Total Asset Turnover = อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม ซึ่งคำนวณจากรายได้หารด้วยสินทรัพย์รวม

แบบจำลอง 3.

สมการที่ใช้ในการคำนวณ

$$Y = B0 + B1 \text{ Free Float} + B2 \text{ Size} + B3 \text{ Debt to Asset ratio} + B4 \text{ P/BV} + B5 \text{ Age} + B6 \text{ Total Asset Turnover} + \text{eit}$$

ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

Y = ความสามารถในการทำกำไรวัดมูลค่าจากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

ตัวแปรอิสระ หรือตัวแปรต้น (Independent Variable)

Free float = ร้อยละของการถือหุ้นสามัญของผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งได้จากการเปิดเผยแก่สาธารณะของบริษัทจดทะเบียน

ตัวแปรควบคุม

Size = ขนาดของกิจการวัดค่าจากสินทรัพย์รวมโดยมีการใส่ค่า log

Debt to Asset Ratio = อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์

P/BV = อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าบัญชีของส่วนทุน (Price to Book Value)

Age = อายุของกิจการนับตั้งแต่วันที่จดทะเบียนกับ กสท. ถึงสิ้นปี 2561

Total Asset Turnover = อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม ซึ่งคำนวณจากรายได้หารด้วยสินทรัพย์รวม

จากงานวิจัย ฌฐนันท์ สุรวัดนา (2556) พบว่า ขนาดของกิจการ (Size) และอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt to Asset Ratio) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ Oi et al. (2002, อ้างถึงใน อุบลวรรณ 2560, PP.249-255) อายุของกิจการ(Age) ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวชี้วัด Tobin's Q ประภาพร ณ นรงค์ (2549) พบว่าขนาดของกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท, Oi et al. (2002, อ้างถึงใน อุบลวรรณ, 2560, PP.249-255)

อายุของกิจการ (Age) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) โสภณ บุญถนอมวงศ์ (2558) Total Asset Turnover มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไร อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าบัญชีของส่วนทุน (Price to Book Value) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) พุทธิมน เพชรคง (2559) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับ อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA)

เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษาในครั้งนี้ ได้เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ปี 2561 รวมระยะเวลา 1 ปี โดยรวบรวมข้อมูลจากเว็บไซต์ที่เป็นฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย <http://set.or.th> และ www.setsmart.com

การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาครั้งนี้ใช้สถิติเชิงพรรณนา อธิบายลักษณะทั่วไปของข้อมูล ได้แก่ ร้อยละ ค่าเฉลี่ยเลขคณิต ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบสมมุติฐานและอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย กับความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าขององค์กรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ หลังจากนั้นทำการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Regression coefficients) และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of correlation หรือ R) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรหนึ่งกับตัวแปรอื่น

บทที่ 4

ผลการศึกษา

ใบบทนี้จะนำเสนอผลการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย กับความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าขององค์กรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จากการรวบรวมเก็บข้อมูลจากงบการเงิน และโครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ช่วงปี พ.ศ. 2561 โดยได้ตัดชุดข้อมูลที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูผลการดำเนินงานเพราะเป็นช่วงเวลาที่มีการบริหารที่มีความแตกต่างจากปกติ ธุรกิจการเงิน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เพราะมีการปฏิบัติทางการบัญชีที่แตกต่างกับอุตสาหกรรมอื่นดังนั้นจึงเหลือกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษาเป็นบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) 447 บริษัท และบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) 134 บริษัท รวมทั้งหมด 581 บริษัทโดยแบ่งผลการศึกษาออกเป็น 3 ส่วน คือ

1. โครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย กับมูลค่าขององค์กรซึ่งวัดจาก Tobin's Q โดยศึกษากลุ่มตัวอย่างดังนี้

1.1 ทำการศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

1.2 ทำการศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

1.3 ทำการศึกษาบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

2. โครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย กับความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ โดยศึกษากลุ่มตัวอย่างดังนี้

2.1 ทำการศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

2.2 ทำการศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

2.3 ทำการศึกษาบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

3. โครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย กับความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น โดยศึกษากลุ่มตัวอย่างดังนี้

3.1 ทำการศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

3.2 ทำการศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

3.3 ทำการศึกษาบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

ในการศึกษาผลการวิเคราะห์ข้อมูลผู้ศึกษาจะนำเสนอผลการวิเคราะห์โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตารางที่ 1 อัตราร้อยละของกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่าง	จำนวนกลุ่มตัวอย่าง	%
บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)	447	76.94%
บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)	134	23.06%
<u>รวม</u>	<u>581</u>	<u>100.00%</u>

จากตารางที่ 1 จะเห็นได้ว่าสัดส่วนของจำนวนตัวอย่างบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มากกว่า บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) 3.34 เท่า

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

Variables	Mean	Minimum	Maximum	SD
Tobin's Q	1.44	0.39	11.32	1.07
ROA	5.42	-68.19	59.97	9.67
ROE	3.97	-293.59	64.78	25.16
Free Float	42.00	2.13	91.94	17.51
Price to Book Value	1.95	0.12	36.03	2.40
Debt to Assets Ratio	0.42	0.02	0.95	0.21
Total Asset Turnover	0.85	0.02	5.16	0.65
Size	6.66	5.16	9.37	0.69
Age	16.09	0.25	43.67	11.01

จากตารางที่ 2 แสดงข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา พบว่าความสามารถในการทำกำไรที่วัดด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น และมูลค่าขององค์กรที่วัดด้วย Tobin's Q มีค่าเฉลี่ย 5.42, 3.97 และ 1.44 ตามลำดับ ค่าเฉลี่ยร้อยละของผู้ถือหุ้นรายย่อย free float คือ ร้อยละ 42 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มตัวอย่าง มีค่าเฉลี่ยมูลค่าทางตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี หรือ Price to Book Ratio ที่ 1.95 มีสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย 0.42 มีอัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมเฉลี่ย 0.85 และมีอายุเฉลี่ย 16.09 ปี

ตารางที่ 3 ผลจากการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

(บนขนา Pearson ล่างซ้าย Spearman's rho)

Variables	Tobin's Q	ROA	ROE	Free Float	Debt to Assets Ratio	Total Asset Turnover	Size	Age	Price to book Value
Tobin's Q	1			-0.098*	-0.106*	0.100*	-0.069	-0.189**	
ROA		1		-0.138**	-0.224**	0.091*	0.165**	-0.062	0.232**
ROE			1	-0.085*	-0.256**	0.084*	0.148**	-0.013	0.045
Free Float	-0.159**	-0.094*	-0.061	1	0.176**	-0.114**	0.116**	0.097*	-0.048
Debt to Assets Ratio	0.004	-0.243**	-0.126**	0.179**	1	0.060	0.349**	-0.046	0.089*
Total Asset Turnover	0.169**	0.179**	0.184**	-0.141**	-0.005	1	-0.158**	-0.059	0.077
Size	-0.071	0.143**	0.198**	0.115**	0.359**	-0.257**	1	0.215**	-0.009
Age	-0.273**	-0.076	-0.083*	0.106*	-0.024	-0.055	0.221**	1	-0.145**
Price to book Value		0.456**	0.474**	-0.167**	0.069	0.136**	-0.019	-0.259**	1

หมายเหตุ: ** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed)

จากตารางที่ 3 เป็นการทดสอบว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเองหรือไม่หากผลที่ได้พบว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์เกิน 0.65 (Burns & Grove, 1993) ก็จะทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ดังนั้นจากการทดสอบแสดงให้เห็นว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษามีความสัมพันธ์ไม่เกิน 0.65 จึงไม่ทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ได้ผลดังนี้

สมการที่ใช้ในการคำนวณ

$$\text{Tobin's Q} = B_0 + B_1 \text{ Free Float} + B_2 \text{ Size} + B_3 \text{ Debt to Asset ratio} + B_4 \text{ Age} + B_5 \text{ Total Asset Turnover} + \text{eit}$$

กลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) = 447 ตัวอย่าง และบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) = 134 ตัวอย่าง รวมทั้งสิ้น 581 ตัวอย่าง

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสมการถดถอยเชิงพหุคูณโดยวัดมูลค่าขององค์กรด้วย (Tobin's Q)

Variables	All Sample			SET			MAI		
	Coeff	SD	P-Value	Coeff	SD	P-Value	Coeff	SD	P-Value
(Constant)	1.627	0.450	0.000	1.256	0.518	0.016	6.484	1.929	0.001
Free Float	-0.003	0.003	0.226	-0.004	0.003	0.089	0.006	0.007	0.436
Debt to Assets Ratio	-0.639	0.229	0.005	-0.621	0.249	0.013	-0.494	0.559	0.379
Total Asset Turnover	0.157	0.068	0.021	0.203	0.072	0.005	-0.118	0.182	0.517
Size	0.056	0.070	0.418	0.112	0.077	0.149	-0.755	0.319	0.020
Age	-0.019	0.004	0.000	-0.018	0.004	0.000	-0.034	0.018	0.062
R-square	6.20%			7.40%			8.50%		

ผลจากสมการถดถอยเชิงพหุเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยกับมูลค่าขององค์กรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ Tobin's Q เป็นตัววัดมูลค่าขององค์กรพบว่า ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของ Tobin's Q ได้ 6.20%

ตัวแปรอิสระที่ศึกษาในครั้งนี้ คือร้อยละของการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย หรือ Free Float ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์โดยใช้กลุ่มตัวอย่างทั้งจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) พบว่า การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่พบความสัมพันธ์กับมูลค่าขององค์กรของบริษัทจดทะเบียน เมื่อใช้ Tobin's Q

ในส่วนของตัวแปรควบคุม ทุกตัวแปรมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กับ Tobin's Q ยกเว้น Size ซึ่งไม่พบว่ามีสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับ Tobin's Q โดย Total Assets Turnover มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ Tobin's Q ในขณะที่ Debt to Asset Ratio และอายุของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับ Tobin's Q

สมการที่ใช้ในการคำนวณ

$$ROA = B_0 + B_1 \text{ Free Float} + B_2 \text{ Size} + B_3 \text{ Debt to Asset ratio} + B_4 \text{ P/BV} + B_5 \text{ Age} + B_6 \text{ Total Asset Turnover} + \text{eit}$$

กลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) = 447 ตัวอย่าง และบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) = 134 ตัวอย่าง รวมทั้งสิ้น 581 ตัวอย่าง

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสมการถดถอยเชิงพหุคูณโดยวัดความสามารถในการทำกำไรด้วยผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets)

Variables	All Sample			SET			MAI		
	Coeff	SD	P-Value	Coeff	SD	P-Value	Coeff	SD	P-Value
(Constant)	-20.078	3.730	0.000	-11.977	3.491	0.001	-76.263	18.622	0.000
Free Float	-0.042	0.021	0.044	0.014	0.018	0.435	-0.220	0.068	0.001
Price to Book Value	0.961	0.151	0.000	2.125	0.182	0.000	0.503	0.266	0.061
Debt to Assets Ratio	-17.056	1.895	0.000	-15.143	1.677	0.000	-21.396	5.360	0.000
Total Asset Turnover	2.005	0.564	0.000	0.934	0.490	0.057	4.654	1.728	0.008
Size	4.841	0.575	0.000	2.886	0.525	0.000	15.730	3.067	0.000
Age	-0.091	0.034	0.007	-0.033	0.030	0.265	-0.468	0.169	0.006
R-square	22.40%			35.50%			33.70%		

ผลจากสมการถดถอยเชิงพหุเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัววัดความสามารถในการทำกำไรของกิจการพบว่า ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมได้ 22.40%

ตัวแปรอิสระที่ศึกษาในครั้งนี้ คือร้อยละของการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย หรือ Free Float ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์โดยใช้กลุ่มตัวอย่างทั้งจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) พบว่า การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนเมื่อใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) เป็นตัวชี้วัดความสามารถในการทำกำไร โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอยู่ที่ -0.042 และความสัมพันธ์เชิงลบดังกล่าว มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

เมื่อแยกกลุ่มตัวอย่างเป็นกลุ่มย่อย คือแยกระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) พบว่าการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร -0.220 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยตัวแปรทั้งหมด อธิบายการเปลี่ยนแปลงของ ROA ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่อยู่ในกลุ่มตัวอย่าง ได้ 33.70% แต่ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวในกลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ผลดังกล่าว อาจตีความได้ว่า กลไกโครงสร้างการถือหุ้น มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งวัดจาก ROA แต่ความสัมพันธ์ดังกล่าว แตกต่างกันตามลักษณะของบริษัท บริษัทในตลาด เอ็ม เอ ไอ

เป็นบริษัทขนาดเล็ก เพิ่งเริ่มจัดตั้งไม่นาน ระดับบรรษัทภิบาลอาจมีความแตกต่างกับบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ SET

ในส่วนของตัวแปรควบคุม ทุกตัวแปรมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม โดย Price to book Ratio, Total Assets Turnover และขนาดของกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ในขณะที่ Debt to Asset Ratio และอายุของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม สมการที่ใช้ในการคำนวณ

$$ROE = B0 + B1 \text{ Free Float} + B2 \text{ Size} + B3 \text{ Debt to Asset ratio} + B4 \text{ P/BV} + B5 \text{ Age} + B6 \text{ Total Asset Turnover} + \text{eit}$$

กลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) = 447 ตัวอย่าง และบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) = 134 ตัวอย่าง รวมทั้งสิ้น 581 ตัวอย่าง

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสมการถดถอยเชิงพหุคูณโดยวัดความสามารถในการทำกำไรด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity)

Variables	All Sample			SET			MAI		
	Coeff	SD	P-Value	Coeff	SD	P-Value	Coeff	SD	P-Value
(Constant)	-56.678	10.075	0.000	-45.361	11.627	0.000	-150.1	38.796	0.000
Free Float	-0.04	0.057	0.481	0.053	0.059	0.370	-0.319	0.141	0.025
Price to Book Value	0.608	0.407	0.136	3.106	0.607	0.000	-0.558	0.554	0.316
Debt to Assets Ratio	-46.381	5.118	0.000	-39.784	5.586	0.000	-65.09	11.166	0.000
Total Asset Turnover	5.645	1.523	0.000	4.192	1.632	0.011	7.606	3.6	0.037
SIZE	11.8	1.552	0.000	8.339	1.749	0.000	31.128	6.389	0.000
AGE	-0.184	0.091	0.044	-0.054	0.099	0.584	-0.715	0.352	0.044
R-square	16.40%			17.00%			35.80%		

ผลจากสมการถดถอยเชิงพหุเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัววัดความสามารถในการทำกำไรของกิจการพบว่า ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นได้ 16.40%

ร้อยละของการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย หรือ Free Float ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างทั้งจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ไม่พบว่ามีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรของ

บริษัทจดทะเบียน เมื่อใช้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นตัวชี้วัดความสามารถในการทำกำไร แต่เมื่อแยกกลุ่มตัวอย่างเป็นกลุ่มย่อย คือแยกระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) พบว่าการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรคือ -0.319 ตัวแปรทั้งหมดอธิบายการเปลี่ยนแปลงของ ROE ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้ 35.80% ทั้งนี้ ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวในกลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

ผลของสมการที่ใช้ ROE เป็นตัวแปรตาม แตกต่างจากผลในตารางที่ 2 ซึ่งใช้ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัท โดยจะพบว่า ผลที่เกิดขึ้นกับกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด ซึ่งรวมทั้งบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีความแตกต่างระหว่างสมการที่ใช้ ROA กับสมการที่ใช้ ROE เป็นตัวชี้วัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัท แต่ผลที่เหมือนกันคือ กลุ่มตัวอย่างที่มาจากตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยกับความสามารถในการทำกำไร กลุ่มตัวอย่างสองกลุ่มอาจมีความแตกต่างกัน และความแตกต่างกันดังกล่าว ส่งผลให้กลไกผลกระทบของโครงสร้างการถือหุ้น กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทแตกต่างกัน

ในส่วนของตัวแปรควบคุม ผลเป็นเช่นเดียวกับในตารางที่ 2 ทุกตัวแปรยกเว้น Price to book Ration ซึ่งไม่พบว่ามีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดย Total Assets Turnover และขนาดของกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในขณะที่ Debt to Asset Ratio และอายุของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

สรุปและอภิปรายผลการศึกษา

ผลการศึกษาพบว่า ความสัมพันธ์ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร Free Float, Debt to Assets Ratio, ขนาดของกิจการ (Size) และอายุกิจการ (Age) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ Tobin's Q , ซึ่งแสดงให้เห็นว่า เมื่อค่าของตัวแปรอิสระสูงขึ้นส่งผลให้ตัวแปรตามคือ Tobin's Q ลดลง ในขณะที่ Total Asset Turnover มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ Tobin's Q ในส่วนของตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับ ROA และ ROE ในทิศทางเดียวกัน คือ Total Asset Turnover, ขนาดของกิจการ (Size) ตรงกันข้ามกับ Free Float, Debt to Assets Ratio มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ ROA และ ROE อีกทั้งยังไม่พบความสัมพันธ์ของ Price to book Value กับ ROE และอายุกิจการกับ ROA และ ROE

เมื่อศึกษาผลจากสมการถดถอยเชิงพหุพบว่า ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของ Tobin's Q, อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นได้ 6.20%, 22.40% และ 16.40% ตามลำดับ เมื่อทดสอบกลับกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด แต่เมื่อวิเคราะห์กลุ่มตัวอย่างแยกเป็นตลาด SET และ MAI พบว่า ร้อยละของการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย หรือ Free Float มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งวัดจากทั้ง ROA และ ROE แต่ไม่พบผลดังกล่าวในกลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ SET โดยผลดังกล่าวอาจตีความได้ว่า กลไกโครงสร้างการถือหุ้น มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียน แต่ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับลักษณะของบริษัทด้วย โดย Free Float ที่เพิ่มขึ้นมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรที่ต่ำลง ผลดังกล่าว อาจชี้ให้เห็นว่า บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งบริษัทขนาดเล็กเพิ่งเริ่มจัดตั้งไม่นาน ระบบบรรษัทภิบาลอาจยังไม่แข็งแกร่งเท่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การมี Free Float ที่เพิ่มขึ้น หมายถึงมีการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นรายย่อยเพิ่มมากขึ้น อาจส่งผลให้ขาดกลไกการกำกับดูแลกิจการซึ่งมาจากกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เช่น ขาดกลุ่มนักลงทุนที่จะตรวจสอบบริษัท ซึ่งการตรวจสอบกำกับดูแลบริษัท มักจะเกิดจากกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ซึ่งมีอำนาจกำกับดูแลผ่านสิทธิการลงคะแนนเลือกและถอดถอนกรรมการ ทั้งนี้ เมื่อเปรียบเทียบผลจากงานวิจัยนี้กับงานวิจัยที่ผ่าน ๆ มา ซึ่งเป็นงานวิจัยเรื่องการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น พบว่า งานวิจัยนี้ให้ผลสอดคล้องกับงานวิจัยของ ประภาพร ณ นครค์ (2549) ซึ่งพบว่า การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นชาวไทย

ส่งผลทางบวกแก่ความสามารถในการทำกำไรของกิจการ อีกทั้งยังไม่พบความสัมพันธ์ของร้อยละของการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย หรือ Free Float กับมูลค่าขององค์กรที่วัดโดย Tobin's Q ของทั้งสองกลุ่มตัวอย่าง อาจชี้ให้เห็นว่าโครงสร้างการถือหุ้นไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าขององค์กร ดังนั้นข้อสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าโครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของกิจการ และพบว่าผลจากการศึกษาในครั้งนี้ ตัวแปรตามที่วัดค่าโดย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ให้ผลในทิศทางเดียวกันกับสมมติฐานที่ผู้ศึกษาได้คาดไว้

และข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาในครั้งนี้ผู้ทำการศึกษาไม่ได้ทำการศึกษาแยกเป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรม สำหรับการศึกษานในอนาคตอาจแยกตัวแปรเป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรม นอกจากนี้การศึกษานในอนาคต อาจใช้การเปรียบเทียบข้อมูลหลายๆ ปี เพื่อให้เห็นแนวโน้มในอนาคต

บรรณานุกรม

ภาษาไทย

ณัฐนันท์ สุรวัฒนา. (2556). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (วิทยานิพนธ์). บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาบริหารธุรกิจ วิทยาลัยพาณิชยศาสตร์ มหาวิทยาลัยบูรพา.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2016). Distribution of Minority Shareholdings (การกระจายการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย) [ออนไลน์]. ค้นเมื่อ 5 มกราคม 2563, จาก

https://www.set.or.th/th/regulations/simplified_regulations/files/20191225_Free_FloatT.pdf

นิพัทธ์ โพธิ์วิจิตร, พิรุณา ไบโลวัส, และจิตติมา สิทธิพงษ์พานิช. (2555). ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ไม่ใช่กลุ่มธุรกิจการเงิน. วารสารวิชาชีพบัญชี, 2555(21), 20-40.

นริสา เยาวลักษณ์ และ ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2558). การถือหุ้นของบุคคลภายในและนักลงทุนสถาบันต่อผลการดำเนินงาน และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์. วารสารวิชาการบริหารธุรกิจสมาคมสถาบันอุดมศึกษาเอกชนแห่งประเทศไทย (สสอท.), 4(2), 18-31.

บงกช ตั้งจิระศิลป์. (2556). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (วิทยานิพนธ์ปริญญาโท). ค้นเมื่อ 26 กุมภาพันธ์ 2563, จาก

https://tdc.thailis.or.th/tdc/dccheck.php?Int_code=91&Recl=63641&obj_id=367101&showmenu=no&userid=0

ปิยะณัฐ ฤนพุทธม และคนอื่นๆ. (2561). ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. รายงานสืบเนื่องจากการประชุมวิชาการระดับชาติ 8 มิถุนายน 2561 ณ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย (หน้า 420-434) กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.

ประภาพร ณ นรงค์. (2549). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี (วิทยานิพนธ์ปริญญาโท). ค้นเมื่อ 25 ธันวาคม 2562, จาก

<http://cuir.car.chula.ac.th/handle/123456789/13391>

บรรณานุกรม (ต่อ)

- พัชชา สีตสุวรรณ. (2543). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น และ ผลตอบแทนของ
หลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (วิทยานิพนธ์
ปริญญาโท). ค้นเมื่อ 25 ธันวาคม 2562, จาก
<http://cuir.car.chula.ac.th/handle/123456789/9026>
- พุทธิมน เพชรคง. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนของกิจการต่อมูลค่ากิจการ
และความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
(การศึกษาอิสระ). ค้นเมื่อ 1 มิถุนายน 2563, จาก
http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2016/TU_2016_5802112713_5741_4384.pdf
- ภัทรา เตชะชนเศรษฐ์, อรวรรณ เชื้อเมืองพาน, และพรชัย เตชะชนเศรษฐ์. (2561).
โครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ผลการประเมินความยั่งยืน
ที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทย. วารสารมหาวิทยาลัยศิลปากร, 38(5), 99-118.
- มนวิกา ผดุงสิทธิ์. (2548). การประเมินผลการปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin-Tobin's Q.
วารสารมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 28(106), 13-22.
- รติ วงศกิตติรักษ์. (2554). ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อมูลค่ากิจการของบริษัทใน
ประเทศไทย(การศึกษาอิสระ). ค้นเมื่อ 26 กุมภาพันธ์ 2563, จาก
http://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:121400
- วิน อุดมรัชตวนิชย์. (12 กันยายน 2559). สภาพคล่องของหุ้นกับการตัดสินใจลงทุน.
กรุงเทพธุรกิจ, ค้นเมื่อ 5 มกราคม 2563, จาก
<https://www.bangkokbiznews.com/blog/detail/638911>
- ศูนย์วิจัยกสิกรไทย. (11 ตุลาคม 2549). การเพิ่ม Free Float ในตลาดหุ้น อีกมาตรการสำคัญ
ในการเพิ่มสภาพคล่อง. กระแสทรรศน์, 2549(1906), ค้นเมื่อ 25 ธันวาคม 2562,
จาก <https://kasikornresearch.com/th/analysis/k-econ/financial/Pages/7395.aspx>
- ศศิวิมล เกิดมัน. (2557). ความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์
และมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
(วิทยานิพนธ์ปริญญาโท). ค้นเมื่อ 26 กุมภาพันธ์ 2563, จาก
<https://dric.nrct.go.th/index.php?/Search/SearchDetail/283046>
- สุรางค์ เห็นสว่าง. (2560). ผลกระทบจากระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการและโครงสร้าง
ผู้ถือหุ้นต่อผลตอบแทนส่วนเกินและผลประกอบการเชิงการเงิน : การศึกษาเชิง
ประจักษ์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิชาการสถาบันเทคโนโลยีแห่ง
สุวรรณภูมิ, 3(2), 35-51.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- โสภณ บุญถนอมวงศ์. (2558). *ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไร และ ประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ (การศึกษาอิสระ)*. ค้นเมื่อ 24 พฤษภาคม 2563, จาก http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2015/TU_2015_5702010207_2964_2054.pdf
- อัญญา ชันชวิทย์, ศิลปพร ศรีจันทเพชร และเดือนเพ็ญ จันทร์ศิริศรี. (2552). *การกำกับดูแลเพื่อสร้างมูลค่ากิจการ (พิมพ์ครั้งที่1)*. กรุงเทพมหานคร: บริษัท อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่งจำกัด (มหาชน).
- อุบลวรรณ ขุนทอง และ โสวัตรธนา ธารา. (2560). *ความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัว กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. รายงานสืบเนื่องจากการประชุมวิชาการระดับชาติ 13 ธันวาคม 2560 ณ คณะเศรษฐศาสตร์มหาวิทยาลัยรามคำแหง (หน้า 240-253)* กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- ภาษาต่างประเทศ**
- Setsmart. (2016). *Finance statement and Financial Ratio (งบการเงินและอัตราส่วนทางการเงิน)* [Online]. Retrieved February 28, 2016 from <http://www.setsmart.com>
- _____. (2016). *listed companies (รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์)* [Online]. Retrieved March 2, 2016 from <http://www.setsmart.com>
- Bostanci, F., and Kiliç S. (1997). *The effects of free float ratios on market performance: an empirical Study on the Istanbul stock exchange*. Retrieve 2020, January 3, from <https://www.researchgate.net/publication/320760706>
- Chivasuthipong, N. (2010). *Owners structure and firm performance* [Online]. Retrieved October 10, 2016 from <http://digi.library.tu.ac.th/thesis/ac/0989/title-references.pdf>
- Denis, D.K. and McConnell, J.J. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38: 1-35.
- Fan, J.P.H., Wong, T. and Zhang, T. (2007). Politically connected CEOs, corporate governance, and post IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics*, 84: 330-357.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Grossman, S.J. and Hart, O.D. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics*, 11: 42-64.
- Hansmann, H. and Kraakman, R. (2004). Agency problems and legal strategies. In Kraakman, R., Davies, P. Hansmann, H. Hertig, G. Hopt, K. Kanda H. and Rock E. (eds.). *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* (pp. 21-31). Oxford University Press.
- Holmström, B. and Tirole, J. (1993). Market liquidity and performance monitoring. *Journal of Political Economy*, 101: 678-709.
- Kun, W., and Greg, S. (2015). Ownership Concentration And Firm Performance In Emerging Markets. *School of Accounting and Business Information Systems, Australian National University, Australia*. doi:10.1111/joes.12048.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106: 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54. p.471–517.
- Perotti, E.C. and von Thadden, E.L. (2006). The political economy of corporate control and labor rents. *Journal of Political Economy*, 114: 145-175.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., Dino, R.N. and Buchholtz, A.K. (2001). Agency relationships in family firms: theory and evidence. *Organization Science*, 12: 99-116.
- Shleifer, A. and Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94: 461-488.
- Shleifer, A. and Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52: 737-783.
- Stulz, R.M. (2005). The limits of financial globalization. *Journal of Finance*, 60: 1595-1638.

ประวัติผู้ศึกษา

ศิริพร เอี่ยมโอภาส เกิด 14 กุมภาพันธ์ 2519 ณ กรุงเทพมหานคร สำเร็จการศึกษาปริญญาตรี คณะบัญชี สาขาบัญชีต้นทุน จากมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย ในปีการศึกษา 2541 และเข้าศึกษาต่อในระดับปริญญาโท หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย