



ผลกระทบของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น
และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



โดย

พรพรรณ เอ็มอ่อน

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตาม

หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต

คณะบัญชี

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยรังสิต

ปีการศึกษา 2564



**THE EFFECTS OF CORPORATE GOVERNANCE QUALITY ON
RELATIONSHIPS BETWEEN OWNERSHIP STRUCTURES
AND FIRM VALUE OF LISTED COMPANIES IN
THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND**

BY

PORNPAN EMON

**A THESIS SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT
OF THE REQUIREMENTS FOR
THE DEGREE OF MASTER OF ACCOUNTANCY
FACULTY OF ACCOUNTANCY**

GRADUATE SCHOOL, RANGSIT UNIVERSITY

ACADEMIC YEAR 2021

วิทยานิพนธ์เรื่อง

ผลกระทบของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น
และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

พรพรรณ เอ็มอ่อน

ได้รับการพิจารณาให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต

มหาวิทยาลัยรังสิต

ปีการศึกษา 2564

ผศ. ดร. วิชระ บุญเนตร

ประธานกรรมการสอบ

ดร. ภัทรณัชชา โชติคุณากิตติ

กรรมการ

ผศ. ดร. นิ่มนวล วิเศษสรรพ

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษา

บัณฑิตวิทยาลัยรับรองแล้ว

(ผศ. ร.ต. หญิง ดร. วรณี สุขสาตร)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

30 กรกฎาคม 2564

Thesis entitled

**THE EFFECTS OF CORPORATE GOVERNANCE QUALITY ON RELATIONSHIPS
BETWEEN OWNERSHIP STRUCTURES AND FIRM VALUE OF LISTED
COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND**

by

PORNPAN EMON

was submitted in partial fulfillment of the requirements
for the degree of Master of Accountancy

Rangsit University

Academic Year 2021

Asst. Prof. Wachira Boonyanet, Ph.D.

Phatnatcha Chotkunakitti, D.B.A.

Examination Committee Chairperson

Member

Asst. Prof. Nimmual Visedsun, Ph.D.

Member and Advisor

Approved by Graduate School

(Asst.Prof.Plт.Off. Vannee Sooksatra, D.Eng.)

Dean of Graduate School

July 30, 2021

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ประสบความสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี ด้วยได้รับความกรุณาและความช่วยเหลืออย่างดียิ่งจาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.นิมนวล วิเศษสรรพ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ในการให้คำปรึกษาและแนะนำ รวมทั้งการตรวจทาน แก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ ทั้งในภาพรวมและรายละเอียดของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ นอกจากนี้ยังได้รับคำแนะนำเพิ่มเติมจาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วชิระ บุญยเนตร ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ดร.ภัทรณัชชา โชติคุณากิตติ กรรมการสอบวิทยานิพนธ์และหัวหน้าหลักสูตร ซึ่งเป็นประโยชน์อย่างมากส่งผลให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น ผู้วิจัยขอขอบพระคุณท่านอาจารย์ทุกท่านเป็นอย่างสูงมา ณ โอกาสนี้

ท้ายนี้ ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าการวิจัยครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ไม่มากนักน้อยต่อผู้ที่ต้องการศึกษาผลกระทบของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และผู้ที่สนใจศึกษาค้นคว้าต่อไป

พรพรรณ เอมอ่อน

ผู้วิจัย

มหาวิทยาลัยรังสิต Rangsit University

6104457 : พรพรรณ เอมอ่อน
 ชื่อวิทยานิพนธ์ : ผลกระทบของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่าง
 โครงสร้างผู้ถือหุ้นและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาด
 หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
 หลักสูตร : บัญชีมหาดบัณฑิต
 อาจารย์ที่ปรึกษา : ผศ. ดร. นิ่มนวล วิเศษสรรพ

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์และผลกระทบของโครงสร้างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีคุณภาพการกำกับดูแลกิจการของบริษัทเป็นตัวแปรกำกับ ทำการศึกษาจากข้อมูลทางการเงินและโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด 415 บริษัท จากรายงาน 56-1 ครอบคลุมช่วงระยะเวลา 3 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ.2560 - พ.ศ.2562 และใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบเชิงชั้นในการศึกษาที่ช่วงความเชื่อมั่น 95%

ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์และผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ โดยมีคุณภาพการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวแปรกำกับที่ทำให้ความสัมพันธ์และผลกระทบของสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ต่อมูลค่ากิจการเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ หากมีการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่แล้วคุณภาพการกำกับดูแลกิจการลดลง สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่โดยบุคคลในครอบครัวจะส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการลดลงทันที ในทางตรงกันข้ามบริษัทที่สัดส่วนการถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล คุณภาพการกำกับดูแลกิจการและสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการในทิศทางเดียวกัน แต่ในกรณีของบริษัทที่สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน คุณภาพการกำกับดูแลกิจการและสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่จะไม่มีความสัมพันธ์หรือผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

(วิทยานิพนธ์มีจำนวนทั้งสิ้น 94 หน้า)

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างผู้ถือหุ้น มูลค่ากิจการ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

6104457 : Pornpan Emon
 Thesis title : The Effects of Corporate Governance Quality on Relationships between
 Ownership Structures and Firm Value of Listed Companies in The
 Stock Exchange of Thailand
 Program : Master of Accountancy
 Thesis Advisor : Asst. Prof. Nimmual Visedsun, Ph.D.

Abstract

The objective of this research was to examine the relationship and effects of the majority shareholding structure on the firm value of listed companies in the Stock Exchange of Thailand with the quality of corporate governance of the company as a moderated variable. The study was conducted using the financial data and shareholder structure of all 415 listed companies from the 56-1 report covering a three-year period from 2017 to 2019. Hierarchical multiple regression was employed in this study at confidence interval of 95%.

The research results show that majority of common shareholding has correlation and impact on firm value, with corporate governance quality as a moderated variable that makes that relationship and impact change. That is, if there is an increase in the majority of common shareholding and quality of corporate governance decreases, majority of common shareholding by family members will have immediately reduced the firm value. On the other hand, a company with a majority shareholding is owned by a government agency; the quality of corporate governance and the majority of common shareholding affects the firm value in the same direction. But in the case of companies where the majority of common shareholding is institutional investors, the quality of corporate governance and the majority of common shareholding will have no relationship or impact on corporate value.

(Total 94 pages)

Keywords: Corporate Governance, Ownership Structures, Firm Value, The Stock Exchange of
 Thailand

Student's Signature Thesis Advisor's Signature

สารบัญ

| | หน้า |
|--|-----------|
| กิตติกรรมประกาศ | ก |
| บทคัดย่อภาษาไทย | ข |
| บทคัดย่อภาษาอังกฤษ | ค |
| สารบัญ | ง |
| สารบัญตาราง | ฉ |
| สารบัญรูป | ณ |
| บทที่ 1 | |
| บทนำ | 1 |
| 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา | 1 |
| 1.2 คำถามการวิจัย | 4 |
| 1.3 วัตถุประสงค์การวิจัย | 4 |
| 1.4 ขอบเขตของงานวิจัย | 5 |
| 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ | 5 |
| 1.6 นิยามศัพท์ | 6 |
| บทที่ 2 | |
| แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง | 8 |
| 2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง | 8 |
| 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง | 20 |
| 2.3 กรอบแนวคิดการวิจัย | 27 |
| 2.4 สมมติฐานการวิจัย | 29 |
| บทที่ 3 | |
| ระเบียบวิธีการวิจัย | 33 |
| 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง | 33 |
| 3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล | 34 |
| 3.3 แบบจำลองความสัมพันธ์และตัวแปร | 34 |
| 3.4 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล | 42 |

สารบัญ (ต่อ)

| | หน้า |
|--|-----------|
| บทที่ 4 | |
| การวิเคราะห์ข้อมูลและผลการวิจัย | 43 |
| 4.1 การวิเคราะห์คุณลักษณะทั่วไปของบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง | 43 |
| 4.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร | 49 |
| 4.3 การวิเคราะห์ผลกระทบของสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ต่อ ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญโดยมี คุณภาพการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวแปรกำกับ | 57 |
| บทที่ 5 | |
| สรุปผลการวิจัย การอภิปรายผล และข้อเสนอแนะ | 78 |
| 5.1 สรุปผลการวิจัย | 78 |
| 5.2 การอภิปรายผลการวิจัย | 82 |
| 5.3 ข้อเสนอแนะ | 86 |
| บรรณานุกรม | 87 |
| ประวัติผู้วิจัย | 94 |

สารบัญตาราง

| ตารางที่ | หน้า |
|--|------|
| 2.1 ช่วงคะแนนการประเมินผลการกำกับดูแลกิจการของ IOD | 18 |
| 3.1 แสดงจำนวนรายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย | 33 |
| 3.2 แสดงการวัดค่าตัวแปรประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม | 38 |
| 3.3 แสดงการวัดค่าตัวแปรคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ | 39 |
| 3.4 สรุปรายละเอียดการวัดค่าตัวแปร | 40 |
| 4.1 แสดงค่าจำนวนนับและอัตราร้อยละของกลุ่มตัวอย่างจำแนกตามตัวแปร เชิงกลุ่ม | 45 |
| 4.2 แสดงค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปร ที่ใช้ในการศึกษาจำแนกตามประเภทของผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้น สามัญส่วนใหญ่สูงสุด | 47 |
| 4.3 แสดงการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร | 49 |
| 4.4 แสดงการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร-กลุ่มที่มีสัดส่วนการ ถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ใน ครอบครัว | 51 |
| 4.5 แสดงการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร-กลุ่มที่มีสัดส่วนการ ถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน | 53 |
| 4.6 แสดงการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร-กลุ่มที่มีสัดส่วนการ ถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล | 55 |
| 4.7 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในภาพรวมของแบบจำลองความสัมพันธ์ ที่ (1) | 58 |
| 4.8 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม - แบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (1) | 59 |
| 4.9 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในภาพรวมของแบบจำลองความสัมพันธ์ ที่ (1) | 60 |

สารบัญตาราง (ต่อ)

| ตารางที่ | หน้า |
|--|------|
| 4.10 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม - แบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (2) | 61 |
| 4.11 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในภาพรวมของแบบจำลองความสัมพันธ์ ที่ (3) | 62 |
| 4.12 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม - แบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (3) | 63 |
| 4.13 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในภาพรวมของแบบจำลองความสัมพันธ์ ที่ (4) | 65 |
| 4.14 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม - แบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (4) | 66 |
| 4.15 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในภาพรวมของแบบจำลองความสัมพันธ์ ที่ (5) | 67 |
| 4.16 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม - แบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (5) | 68 |
| 4.17 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในภาพรวมของแบบจำลองความสัมพันธ์ ที่ (6) | 69 |
| 4.18 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม - แบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (6) | 70 |
| 4.19 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในภาพรวมของแบบจำลองความสัมพันธ์ ที่ (7) | 72 |
| 4.20 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม - แบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (7) | 73 |
| 4.21 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในภาพรวมของแบบจำลองความสัมพันธ์ ที่ (8) | 74 |
| 4.22 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม - แบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (8) | 75 |

สารบัญตาราง (ต่อ)

| ตารางที่ | | หน้า |
|----------|--|------|
| 4.23 | ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในภาพรวมของแบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (9) | 76 |
| 4.24 | ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม - แบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (9) | 77 |



สารบัญรูป

รูปที่

หน้า

2.1 กรอบแนวคิดการวิจัย

28



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

จากเหตุการณ์ความเสียหายของกิจการระดับโลกอย่าง Enron, WorldCom และวิกฤตทางการเงินของประเทศไทยในปี พ.ศ.2540 ทำให้เกิดความเสียหายของผู้ลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียหลายราย ทำให้เศรษฐกิจเกิดการหยุดชะงัก ซึ่งสาเหตุสำคัญเกิดจากกลไกและการบริหารงานที่ผิดพลาด ปราศจากการควบคุมภายในที่ดี ความน่าเชื่อถือ และความโปร่งใสในการบริหารงาน รวมถึงการเปิดเผยข้อมูลที่ไม่ครบถ้วน จึงส่งผลให้ไม่มีประสิทธิภาพในการบริหารงาน ทำให้ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นไม่สามารถดำเนินการประเมินความเสี่ยงที่มีอยู่ได้อย่างถูกต้อง (ศิลาพร ศรีจันทเพชร, 2551) โดยหลังจากเหตุการณ์ความเสียหายได้ผ่านพ้นไปเศรษฐกิจเริ่มกลับเข้าสู่ในสภาวะปกติ โดยมีการขยายตัวมากขึ้นตามลำดับทั้งทางด้านการใช้จ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภค การลงทุน การผลิต และการส่งออกสินค้าต่างๆ ทำให้บริษัทต้องบริหารงานให้มีผลการดำเนินงานดีตามที่กิจการได้ตั้งวัตถุประสงค์ไว้คือ สร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการรวมถึงผู้ถือหุ้น และต้องสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ โดยใช้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องทางด้านการเงิน รวมถึงข้อมูลทางด้านอื่นๆ เพื่อนำมาช่วยในการสร้างความเชื่อมั่นและสนับสนุนการตัดสินใจทั้งของนักลงทุนและผู้บริหาร ดังคุณให้นักลงทุนสนใจเข้ามาลงทุนในธุรกิจ และยังช่วยให้ผู้บริหารนำข้อมูลเหล่านี้ไปใช้ประกอบในการตัดสินใจและบริหารงานกิจการให้มีผลการดำเนินงานที่ดีก่อให้เกิดมูลค่าแก่กิจการเพิ่มขึ้น

ในการบริหารงานนั้นบริษัทต้องการผู้บริหารที่มีความรู้ความชำนาญเฉพาะด้านที่ใช้ในการบริหารงาน เพื่อที่จะสามารถบริหารงานให้บรรลุวัตถุประสงค์ของบริษัทและสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับตนเอง ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย โดยทั้งผู้บริหารและผู้ถือหุ้นถือเป็นส่วนหนึ่งของโครงสร้างผู้ถือหุ้นและเป็นองค์ประกอบสำคัญที่ใช้ในการบริหารจัดการเพื่อให้กิจการดำเนินต่อไปได้ ซึ่งหากกิจการมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ดีและมีประสิทธิภาพก็จะสามารถเพิ่มมูลค่าให้กิจการได้

โดยโครงสร้างผู้ถือหุ้นประกอบไปด้วยโครงสร้างของผู้ถือหุ้นและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้น ซึ่งอาจจำแนกโครงสร้างผู้ถือหุ้น ได้สองลักษณะใหญ่ๆ คือ แบบกระจุกตัวและแบบกระจายตัว แบบกระจุกตัวคือการที่มีผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ในจำนวนน้อยที่ถือหุ้นในสัดส่วนที่สูง และมีสิทธิเข้าไปร่วมบริหารกิจการ ส่วนแบบกระจายตัวคือการมีผู้ถือหุ้นในจำนวนมากโดยถือหุ้นเพียงเล็กน้อยเท่านั้น ซึ่งผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (Large Shareholder) ในบริษัทอาจจะถือหุ้นเพียง 5% เท่านั้น ซึ่งบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบนี้จะมีการแบ่งแยกระหว่างอำนาจในการควบคุมและความเป็นเจ้าของ โดยผู้บริหารจะได้รับการแต่งตั้งจากกรรมการบริษัทในการบริหารงาน ซึ่งโครงสร้างการถือหุ้นแบบนี้จะพบได้ในประเทศสหรัฐอเมริกา อังกฤษ และญี่ปุ่น (นัฐธราภรณ์ ลิ้มสกุล, 2558) ในส่วนของประเทศไทยนั้นลักษณะของโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีรูปแบบที่หลากหลาย ไม่ว่าจะเป็นการถือหุ้นแบบกระจายตัว หรือการถือหุ้นแบบกระจุกตัว ทั้งในแบบกลุ่มครอบครัว สถาบัน รวมถึงหน่วยงานของภาครัฐ โดยที่ผู้ถือหุ้นเหล่านี้ในบางรายก็อาจเข้าไปมีส่วนร่วมในการบริหารงานของกิจการด้วย ซึ่งส่งผลให้กิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นในลักษณะต่างๆ มีผลการดำเนินงานแตกต่างกันไป (ณัฐนันท์ สุรวัฒนา, 2556)

จะเห็นได้ว่า ทุกโครงสร้างการถือหุ้นล้วนมีความสำคัญต่อการบริหารงาน ทั้งยังส่งผลถึงผลการดำเนินงานของกิจการอีกด้วย ซึ่งงานวิจัยของ รติ วงศกิตติรักษ์ (2554) พบว่า บริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นแบบครอบครัวจะส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น ซึ่งอาจเกิดจากบริษัทที่เป็นแบบครอบครัวนั้น เป็นกิจการที่จะต้องมีการส่งต่อกันภายในตระกูล จึงทำให้มีแรงจูงใจในการสร้างมูลค่ากิจการ เพื่อให้กิจการยังคงดำเนินต่อไปถึงลูกหลานในอนาคต ในขณะที่ Haniffa and Hudaib (2006), ณัฐนันท์ จันทระเขตต์ (2554) และ ณัฐนันท์ สุรวัฒนา (2556) พบว่า การถือหุ้นแบบกระจุกตัวจะทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น ซึ่งอาจเป็นเพราะการถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีแนวโน้มที่จะนึกถึงผลประโยชน์และความอยู่รอดของกิจการในระยะยาว ทำให้การบริหารงานราบรื่น ในขณะที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่นั้นจะมีความผูกพันกับกิจการ งานวิจัยของ ปิยะณัฐ ฤนพุททคม, ธารินี พงศ์สุพัฒน์, ศิลปพร ศรีจันทเพชร, วิฑิตาภรณ์ สนิจรูญศักดิ์, มนตรี ช่วยชู, และสุริย์ โภษกรณ์ภู (2561) ได้ให้เหตุผลสนับสนุนว่า การมีผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวจะมีบทบาทสำคัญในการเพิ่มผลดำเนินงาน ซึ่งจะส่งผลต่อการตัดสินใจของกิจการเอง โดยสามารถบริหารจัดการกิจการได้โดยไม่เกิดการเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อย และจะพยายามรักษาผลประโยชน์ของตนเองในการเข้าไปควบคุมการออกเสียง เพื่อสร้างแรงกดดันในการบริหารให้มีผลการดำเนินงานที่ดี นอกจากนี้ Henry (2010) และ Qi, Wu, and Zhang (2000) พบว่า บริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบันจะทำให้มีแรงจูงใจที่จะตรวจสอบการดำเนินการของฝ่ายบริหาร เพื่อให้ผู้ถือหุ้นในบริษัทได้รับผลประโยชน์เช่นกัน

ในขณะที่ จิภัสสร บุญรอด (2558) พบว่า การมีนักลงทุนสถาบันเข้ามาลงทุนในสัดส่วนที่มากขึ้นจะส่งผลกระทบต่อพนักงานให้กิจการมีมูลค่ากิจการที่เพิ่มมากขึ้น ซึ่งนักลงทุนสถาบันสามารถควบคุมดูแลผู้บริหารของบริษัท เพื่อไม่ให้ผู้บริหารมีผลประโยชน์ส่วนตัวมากเกินไปหรือเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งเมื่อการถือหุ้นของผู้ลงทุนสถาบันมีสัดส่วนที่สูงจะส่งผลให้มูลค่ากิจการสูงขึ้น เพื่อให้ผลตอบแทนจากการลงทุนของตนมีมูลค่ามากขึ้นตามไปด้วย

จากการมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นในลักษณะต่างๆ ข้างต้นอาจพบว่า การมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นเหล่านี้ อาจเกิดปัญหาการเป็นตัวแทนที่อาจเกิดจากความขัดแย้งของเจ้าของกิจการที่เป็นผู้ถือหุ้นกับตัวแทนที่เป็นผู้บริหาร หรืออาจเป็นความขัดแย้งของผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิในการควบคุมกิจการกับผู้ถือหุ้นรายย่อยในเรื่องของผลประโยชน์ที่แตกต่างกัน (ฉันทน์ทิพย์ สุรวัฒนา, 2556) ซึ่งการเกิดปัญหาความขัดแย้งดังกล่าวภายในองค์กรจึงเกิดหลักการกำกับดูแลกิจการขึ้น เพื่อลดปัญหาของตัวแทนอันเกิดจากผลประโยชน์ทับซ้อนหรือความขัดแย้งกันในผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นๆ นอกจากนี้ทางสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้กระตุ้นฝ่ายบริหารแต่ละบริษัทพัฒนาศักยภาพการกำกับดูแลกิจการ โดยการดำเนินโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการ (CGR) ซึ่งกิจการสามารถนำผลสำรวจที่ได้ไปใช้เป็นแนวทางกำหนดนโยบาย หรือปรับปรุงมาตรการเพื่อให้บริษัทพัฒนาการกำกับดูแลกิจการของตนให้ดียิ่งขึ้น เพื่อสร้างความเจริญเติบโตของบริษัทและเพิ่มมูลค่าหรือผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นได้ในระยะยาว (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555) ซึ่งงานวิจัยของ Henry (2010), ศิริวรรณ เจริญสมอ (2551), ฉวีวรรณ ชูสนุก และอัมพล ชูสนุก (2554), อรพรรณ เลิศรุจิวิช (2559) และ ภัทรา เตชะชนเศรษฐ์, อรวรรณ เชื้อเมืองพาน, และพรชัย เตชะชนเศรษฐ์ (2561) พบว่า หากในบริษัทสามารถบริหารจัดการให้ผู้บริหาร คณะกรรมการ และผู้ถือหุ้น รวมถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มอื่นๆ มีความสัมพันธ์อันดีต่อกัน โดยบริหารงานอยู่บนหลักการของการกำกับดูแลกิจการจะเป็นการช่วยสร้างความน่าเชื่อถือให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ทั้งยังสร้างภาพลักษณ์ที่ดี ช่วยเพิ่มมูลค่าให้กิจการรวมถึงผู้ถือหุ้นได้ในระยะยาว นอกจากนี้บริษัทที่ได้รับรางวัลคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ในระดับที่ดีจะเป็นการส่งเสริมภาพพจน์ของกิจการให้เป็นที่น่าสนใจยิ่งขึ้น

ดังนั้น การมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะเป็นการแสดงให้เห็นถึงระบบการบริหารงานที่ดีมีประสิทธิภาพ โปร่งใส สามารถตรวจสอบได้ ถือเป็นตัวช่วยในการสร้างความมั่นใจและเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุน ผู้ถือหุ้น ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย รวมถึงผู้เกี่ยวข้องทุกฝ่าย และยังเป็นกลไกหนึ่งที่จะลดปัญหาเชิงตัวแทนหรือต้นทุนตัวแทนอันเกิดจากผลประโยชน์ทับซ้อนหรือความขัดแย้งกันใน

ผลประโยชน์ของผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียกับผู้บริหารกิจการ (สุรางค์ เห็นสว่าง, 2559) เพราะฉะนั้น การกำกับดูแลกิจการจึงถือเป็นอีกปัจจัยที่ใช้ในการวัดประสิทธิภาพของการดำเนินงานในกิจการ หรือเป็นเครื่องมือในการเพิ่มมูลค่าและส่งเสริมการเจริญเติบโตในระยะยาวของบริษัทจดทะเบียน ไทยได้ ซึ่งกล่าวคือ การที่กิจการได้รับการกำกับดูแลกิจการ ในระดับที่ดีขึ้นไปย่อมมีแนวโน้มที่จะ ได้รับการยอมรับจากนักลงทุน ทำให้กิจการบรรลุวัตถุประสงค์ของการดำเนินงานและมีมูลค่า กิจการเพิ่มมากขึ้น

จากที่มาในข้างต้น การศึกษาครั้งนี้จึงมีจุดมุ่งหมายศึกษาถึงผลกระทบของคุณภาพการ กำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากการบริหารธุรกิจของผู้บริหารและการลงทุน ของผู้ลงทุนนั้นต้องอาศัยข้อมูลของบริษัทประกอบการตัดสินใจ ซึ่งไม่ได้จำกัดอยู่เพียงแค่ข้อมูลที่ เกี่ยวข้องกับการเงินหรือข้อมูลใดข้อมูลหนึ่ง แต่จะต้องให้ความสนใจทั้งข้อมูลในด้านอื่นๆ ให้มากขึ้นทั้งประเด็นทางด้าน โครงสร้างของผู้ถือหุ้น ด้านการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งเป็นประเด็นที่มี ผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการ ทั้งยังส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุน เพื่อให้ได้ ผลตอบแทนทางการเงินที่ดี ลดการเผชิญปัญหาทางการเงินและความล้มเหลวทางธุรกิจที่อาจ เกิดขึ้นได้ในอนาคต

1.2 คำถามการวิจัย

1.2.1 โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์อย่างไรกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.2.2 คุณภาพการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือ หุ้นและมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่และ อย่างไรในฐานะตัวแปรกำกับ

1.3 วัตถุประสงค์การวิจัย

1.3.1 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3.2 เพื่อศึกษาผลกระทบของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.4 ขอบเขตของงานวิจัย

การศึกษความสัมพันธ์และอธิบายถึงผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวแปรกำกับ มีขอบเขตที่จะศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและเป็นบริษัทที่ได้รับคะแนนผลสำรวจโครงการการกำกับดูแลกิจการในระดับดี ระดับดีมาก และระดับดีเลิศ เสนอไว้ใน Corporate Governance Rating (CGR) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ซึ่งใช้ข้อมูลรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ.2560 ถึง พ.ศ.2562 รวมทั้งสิ้น 3 ปี

แหล่งข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาได้จากงบการเงิน และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ข้อมูลจากเว็บไซต์ SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) รวมถึงผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยใน Corporate Governance Rating (CGR) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การศึกษานี้ มีจุดมุ่งหมายในการศึกษาเพื่อที่จะได้รับประโยชน์ในด้านต่างๆ ดังต่อไปนี้

1.5.1 เพื่อเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน ผู้ถือหุ้น และผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย สามารถนำผลการศึกษาที่ได้ไปใช้ประกอบการพิจารณาในการลงทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนสูงสุด

1.5.2 เพื่อใช้ผลกระทบของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อมูลค่ากิจการมาใช้ในการพัฒนาศักยภาพในการบริหารจัดการกิจการควบคู่ไปกับการส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยพิจารณาจากความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นระหว่างกัน

1.5.3 เพื่อให้ นักวิชาการ นักวิจัย และผู้ที่สนใจสามารถใช้เป็นแหล่งข้อมูลในการศึกษาวิจัยในอนาคตต่อไป

1.6 นิยามศัพท์

การกำกับดูแลกิจการ หมายถึง ระบบของโครงสร้างและความสัมพันธ์ในกิจการของฝ่ายบริหารจัดการ คณะกรรมการ รวมถึงผู้ถือหุ้น โดยจะคำนึงถึงผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น เพื่อให้กิจการได้เปรียบทางด้านการแข่งขันนำไปสู่ความเจริญเติบโต ทั้งยังเป็นการเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการและผู้ถือหุ้นในอนาคตต่อไป (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555)

คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ หมายถึง ผลคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of directors) ของบริษัทจดทะเบียน โดยจะทำการประกาศชื่อของบริษัทที่มีผลคะแนนในการประเมินในระดับดี ระดับดีมาก และระดับดีเลิศ ตามช่วงคะแนนที่ IOD กำหนด โดยใช้ตราสัญลักษณ์ของคณะกรรมการบริษัทสากลแห่งชาติแสดงจำนวนตามระดับคะแนนในแต่ละช่วงที่กำหนด (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2562)

โครงสร้างผู้ถือหุ้น หมายถึง ผู้ถือหุ้นสามัญในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบ่งตามประเภทของผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่สูงสุด แบ่งเป็น 3 ประเภท คือ กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันในครอบครัว กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน และกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล

สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันในครอบครัว หมายถึง สัดส่วนการถือหุ้นสามัญมากที่สุดเป็นอันดับหนึ่งในรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท ซึ่งกลุ่มตระกูลหรือบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันในครอบครัวเป็นผู้ถือ

สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน หมายถึง สัดส่วนการถือหุ้นสามัญมากที่สุดเป็นอันดับหนึ่งในรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท ซึ่งกลุ่มกิจการหรือบริษัทโฮลดิ้งจำกัดเป็นผู้ถือ

สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล หมายถึง สัดส่วนการถือหุ้นสามัญมากที่สุดเป็นอันดับหนึ่งในรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท ซึ่งหน่วยงานภาครัฐหรือรัฐบาลเป็นผู้ถือ

มูลค่ากิจการ หมายถึง มูลค่าที่สะท้อนให้ผู้ลงทุนเห็นถึงความน่าสนใจในการเข้ามาลงทุน โดยใช้มูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ ซึ่งคำนวณจากการนำราคาปิดของหุ้นสามัญจดทะเบียนคูณกับจำนวนหุ้นสามัญจดทะเบียน ณ วันสิ้นรอบบัญชี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2564)



บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยนี้จัดทำขึ้นเพื่อศึกษาและอธิบายถึงผลกระทบของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและมูลค่ากิจการ ซึ่งมีข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย 3 ปี ระหว่างปี พ.ศ.2560 - พ.ศ.2562 โดยบทนี้จะเป็นการเสนอถึง แนวคิด ทฤษฎี รวมถึงงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง กรอบแนวคิด และสมมติฐานในการวิจัย ดังนี้

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 โครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Structure)

จากการทบทวนผลงานวิจัยที่ผ่านมาสามารถแบ่งโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Structure) ตามประเภทของผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่สูงสุด แบ่งเป็น 3 ประเภท ได้ดังนี้ การถือหุ้น โดยครอบครัว (Family Ownership) การถือหุ้น โดยนักลงทุนสถาบัน (Institutional Ownership) และการถือหุ้น โดยหน่วยงานรัฐบาล (Government ownership) ซึ่งสามารถอธิบายรายละเอียดได้ดังต่อไปนี้

2.1.1.1 การถือหุ้นโดยครอบครัว (Family Ownership) คือ บริษัทที่สิทธิส่วนใหญ่ในการออกเสียงอยู่ในมือของบุคคลในครอบครัวหรือกลุ่มตระกูลที่มีอำนาจควบคุม รวมถึงผู้ก่อตั้งบริษัทที่ตั้งใจที่จะส่งต่อกิจการให้แก่ลูกหลาน หรือ ธุรกิจครอบครัว หมายถึง บริษัทหรือกลุ่มบริษัทที่มีลักษณะการเป็นสมาชิกในครอบครัวของเจ้าของโดยควบคุมบริษัทด้วยวิธีการต่างๆ การเป็นสมาชิกในครอบครัวของเจ้าของซึ่งมีอิทธิพลต่อผู้บริหาร และได้รับให้สิทธิออกเสียงต่อไป Suehiro and Waitersak (2004) and Anderson and Reeb (2003) ให้ความหมาย “ธุรกิจครอบครัว” สอดคล้องกัน สรุปได้ว่า หากบริษัทมีการถือหุ้นโดยสมาชิกในครอบครัวหรือดำเนินงานเป็นกรรมการในบริษัทให้ถือว่าเป็นบริษัทครอบครัว ซึ่งสามารถตัดสินใจและควบคุมกิจการ

2.1.1.2 การถือหุ้น โดยนักลงทุนสถาบัน (Institutional Ownership) คือ ผู้ที่ทำหน้าที่ในการรวบรวมเงินทุนจากบุคคลภายนอกกิจการ เพื่อนำเงินทุนมาใช้ลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งประกาศจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดบทนิยามคำว่า ผู้ลงทุนสถาบัน ซึ่งได้ให้คำจำกัดความไว้ดังต่อไปนี้ (ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฉบับที่ กจ. 9/2555)

- (1) ธนาคารแห่งประเทศไทย
- (2) ธนาคารพาณิชย์
- (3) ธนาคารที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น
- (4) บริษัทเงินทุน
- (5) บริษัทเครดิตฟองซิเอร์
- (6) บริษัทหลักทรัพย์
- (7) บริษัทประกันวินาศภัย
- (8) บริษัทประกันชีวิต
- (9) กองทุนรวม
- (10) กองทุนส่วนบุคคลซึ่งบริษัทหลักทรัพย์บริหารจัดการเงินทุนของผู้ลงทุนตาม (1) ถึง (9) หรือ (11) ถึง (26) หรือของผู้ลงทุนรายใหญ่
- (11) กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ
- (12) กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ
- (13) กองทุนประกันสังคม
- (14) กองทุนการออมแห่งชาติ
- (15) กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาาระบบสถาบันการเงิน
- (16) ผู้ประกอบธุรกิจสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตามกฎหมายว่าด้วยสัญญาซื้อขายล่วงหน้า
- (17) ผู้ประกอบธุรกิจการซื้อขายล่วงหน้าตามกฎหมายว่าด้วยการซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า
- (18) สถาบันการเงินระหว่างประเทศ
- (19) สถาบันคุ้มครองเงินฝาก
- (20) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- (21) นิติบุคคลประเภทบริษัท

(22) นิติบุคคลซึ่งมีบุคคลตาม (1) ถึง (21) ถือหุ้นรวมกันเกินกว่าร้อยละ เจ็ดสิบห้าของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมด

(23) ผู้ลงทุนต่างประเทศซึ่งมีลักษณะเดียวกับผู้ลงทุนตาม (1) ถึง (22)

(24) ผู้จัดการกองทุนที่มีชื่อในทะเบียนผู้มีคุณสมบัติเป็นผู้จัดการกองทุน ตามประกาศของ ก.ล.ต. ตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการแต่งตั้งและการปฏิบัติหน้าที่ของ ผู้จัดการกองทุน

(25) ผู้จัดการลงทุนที่มีชื่อในทะเบียนผู้มีคุณสมบัติเป็นผู้จัดการลงทุน ตามประกาศของ ก.ล.ต. ตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการแต่งตั้งและการปฏิบัติหน้าที่ของ ผู้จัดการลงทุนในสัญญาซื้อขายล่วงหน้า

(26) ผู้ลงทุนอื่นตามที่ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด

ดังนั้น โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่ถือหุ้นส่วนใหญ่ คือ นัก ลงทุนสถาบันในสัดส่วนที่ทำให้นักลงทุนสถาบันเข้าไปมีอำนาจควบคุม จึงถือว่าเป็นบริษัทจดทะเบียนที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบนักลงทุนสถาบัน

2.1.1.3 การถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล (Government ownership)

พระราชบัญญัติคุณสมบัติมาตรฐานสำหรับกรรมการและพนักงานรัฐวิสาหกิจ พ.ศ.2518 ซึ่งได้แก้ไขไว้ในฉบับที่ 5 เมื่อปี พ.ศ.2550 มาตรา 4 “รัฐวิสาหกิจ” หมายถึง (1) องค์กร ของรัฐบาล หรือหน่วยงานทางธุรกิจของภาครัฐ หรือกิจการของรัฐบาลที่ไม่รวมองค์กรหรือกิจการ ที่มีจุดมุ่งหมายอื่นในการประกอบกิจการที่ไม่ได้เป็นการทำธุรกิจ (2) บริษัทจำกัดและห้างหุ้นส่วน นิติบุคคลที่เป็นราชการ (กระทรวง ทบวง กรม) หรือเป็นรัฐวิสาหกิจใน (1) ที่มีทุนจดทะเบียนรวม ด้วยมากกว่าร้อยละ 50 และ (3) บริษัทจำกัดและห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่เป็นราชการ หรือเป็น รัฐวิสาหกิจใน (1) และหรือ (2) ที่มีทุนจดทะเบียนรวมถึง 2 ใน 3 (สำนักงานคณะกรรมการนโยบาย รัฐวิสาหกิจ, 2563)

พระราชบัญญัติแรงงานรัฐวิสาหกิจสัมพันธ์ พ.ศ.2543 ในมาตรา 6 “รัฐวิสาหกิจ” หมายถึง (1) องค์กรของทางรัฐบาล หรือหน่วยงานทางธุรกิจของภาครัฐ (2) บริษัทจำกัดและห้าง หุ้นส่วนนิติบุคคลที่เป็นราชการ (กระทรวง ทบวง กรม) หรือกิจการที่เป็นรัฐวิสาหกิจใน (1) มีทุน จดทะเบียนรวมมากกว่าร้อยละ 50 (สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ, 2563)

พระราชบัญญัติการบริหารหนี้สาธารณะ พ.ศ.2548 “รัฐวิสาหกิจ” หมายถึง (1) องค์กรของทางรัฐบาล หรือหน่วยงานทางธุรกิจของภาครัฐ (2) บริษัท หรือบริษัทมหาชนจำกัดที่เป็นของภาครัฐ หรือกิจการที่เป็นรัฐวิสาหกิจใน (1) ที่มีทุนจดทะเบียนรวมมากกว่าร้อยละ 50 และ (3) บริษัท หรือบริษัทมหาชนจำกัดที่เป็นของภาครัฐ หรือกิจการที่เป็นรัฐวิสาหกิจใน (1) และ (2) ที่มีทุนรวมอยู่ด้วยมากกว่าร้อยละ 50 ให้คำนวณทุนที่จดทะเบียนในส่วนที่เป็นของรัฐบาลเท่านั้น (สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ, 2563)

พระราชบัญญัติวิธีการงบประมาณ พ.ศ.2561 “รัฐวิสาหกิจ” หมายถึง (1) องค์กรของทางรัฐบาล หรือหน่วยงานทางธุรกิจของภาครัฐ (2) บริษัทจำกัด บริษัทมหาชนจำกัดที่เป็นของราชการ หรือรัฐวิสาหกิจใน (1) ที่มีทุนจดทะเบียนมากกว่าร้อยละ 50 และ (3) รัฐวิสาหกิจใน (1) และหรือ (2) หรือรัฐวิสาหกิจใน (2) ที่มีทุนจดทะเบียนรวมมากกว่าร้อยละ 50 (สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ, 2563)

พระราชบัญญัติสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ พ.ศ.2561 “รัฐวิสาหกิจ” หมายถึง (1) องค์กรของทางรัฐบาล หรือหน่วยงานทางธุรกิจของภาครัฐ (2) บริษัทจำกัด หรือมหาชนจำกัดที่กระทรวงการคลัง หรือกิจการรัฐวิสาหกิจใน (1) ที่มีทุนจดทะเบียนมากกว่าร้อยละ 50 ซึ่งใน (1) และ (2) นี้จะไม่รวมกิจการที่เป็นการประกอบกิจการที่เกี่ยวกับประกันภัย หรือ สถาบันการเงิน

พระราชบัญญัติการพัฒนาการกำกับดูแลและบริหารรัฐวิสาหกิจ พ.ศ.2562 ได้ให้ความหมาย “รัฐวิสาหกิจ” ว่าหมายถึง (1) องค์กรทางรัฐบาล หรือหน่วยงานทางธุรกิจของภาครัฐ (2) บริษัทจำกัด หรือมหาชนจำกัดที่กระทรวงการคลังมีทุนจดทะเบียนรวมมากกว่าร้อยละ 50 (สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ, 2563)

จะเห็นได้ว่าในพระราชบัญญัติแต่ละฉบับได้ให้นิยามของ “รัฐวิสาหกิจ” ที่คล้ายคลึงกัน จึงสามารถสรุปได้ว่า รัฐวิสาหกิจ คือ องค์กร หรือบริษัท หรือหน่วยงานทางภาครัฐ หรือหน่วยงานที่รัฐบาลเข้าไปเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ดำเนินกิจการเพื่อแสวงหาผลกำไรเช่นเดียวกับธุรกิจของเอกชน ซึ่งรัฐวิสาหกิจบางแห่งอาจเป็นธุรกิจผูกขาดคือ รัฐบาลสามารถดำเนินการได้แต่เพียงผู้เดียว ห้ามเอกชนดำเนินการ เช่น สลากกินแบ่ง เป็นต้น โดยจุดประสงค์ในการจัดตั้งรัฐวิสาหกิจนอกจากการหาผลกำไรแล้ว รัฐวิสาหกิจบางแห่งได้ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อเป็นประโยชน์ทาง

สาธารณูปโภคให้กับประชาชน เพื่อความมั่นคงด้านพลังงาน หรืออาจเป็นเพราะองค์กรของเอกชน ไม่มีความสามารถที่จะดำเนินกิจการประเภทนั้นๆ

2.1.2 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

Smith (1776) กล่าวถึงปัญหาที่อาจเกิดขึ้นจากการแยกอำนาจ ในการบริหารงานระหว่าง เจ้าของบริษัทและผู้บริหาร โดยที่ Berle and Mean (1932) ได้สนับสนุนแนวคิดนี้ในด้านการบริหาร สมัยใหม่ทำให้ Jensen and Meckling (1976) ได้พัฒนาแนวคิดเกี่ยวกับปัญหาตัวแทน เพื่อทำนาย และหาแนวทางแก้ไขพฤติกรรมของผู้บริหารหรือผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัท ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 ฝ่าย ฝ่ายหนึ่งเรียกว่า ตัวการ (Principle) และอีกฝ่ายหนึ่งเรียกว่า ตัวแทน (Agent) โดยความสัมพันธ์ระหว่างตัวการ (Principle) หรือผู้ว่าจ้างที่เป็นนักลงทุนหรือเจ้าหนี้ ซึ่งตัวการจะนำ ทรัพยากรของตนเองที่มีอยู่มาลงทุน เช่น การซื้อหุ้น หรือการให้กู้ยืมเงิน โดยการจ้างตัวแทน (Agent) หรือผู้ถูกว่าจ้างให้ดำเนินการบริหารจัดการแทนตนเอง โดยตัวแทนนั้นจะต้องบริหารงาน ให้เกิดกำไรสูงสุด ในขณะที่เดียวกันจะต้องควบคุมตัวแทนไม่ให้กระทำการที่ไม่เหมาะสม ดังนั้น ตัวการจะต้องมีหน้าที่ให้ผลตอบแทนในจำนวนที่จะจูงใจตัวแทนได้ ไม่เช่นนั้นอาจเกิดปัญหา ระหว่างกันในเรื่องของผลประโยชน์ได้ ซึ่งปัญหาที่เกิดขึ้นจากทั้ง 2 ฝ่ายนี้ เรียกว่า ปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ปัญหาตัวแทนส่วนใหญ่จะอธิบายด้วยสมมติฐานหลัก 2 ประการ คือ สมมติฐาน การรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่น (Entrenchment Hypothesis) และสมมติฐานการปรับ ผลประโยชน์เข้าหากัน (Alignment Hypothesis) ซึ่ง 2 สมมติฐานนี้จะอธิบายในทิศทางที่แตกต่าง กัน สมมติฐานการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่น จะเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารเข้าไปถือหุ้นรายใหญ่ อาจทำให้ผลการดำเนินงานลดลง เนื่องจากผู้บริหารมองเห็นประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าผู้มีส่วนได้ ส่วนเสียอื่นๆ มุ่งเน้นสร้างความเจริญเติบโตให้กับตนเองมากกว่าผลกำไร เช่น การออกเสียงให้ ตนเองดำรงตำแหน่งต่อไป การเพิ่มเงินเดือนให้กับตัวเอง (Morck et al., 1988) ส่วนสมมติฐานการ ปรับผลประโยชน์เข้าหากันระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจและผู้ถือหุ้นอื่นที่เป็นรายย่อย เป็นการ อธิบายว่าผู้บริหารเข้าไปถือหุ้นรายใหญ่และในการบริหารงานนั้นมีอำนาจที่จะควบคุมมากกว่า อาจ ทำให้บริษัทมีผลประกอบการเพิ่มมากขึ้น เนื่องจากผู้บริหารอาจมองว่าการถือหุ้นรายใหญ่มีอำนาจ ในการออกเสียงมากขึ้น สามารถที่จะติดตามการดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลต่อข้อมูล ทางการบัญชีที่มีคุณภาพ กระแสเงินสดที่เพิ่มขึ้น และมูลค่าบริษัทเพิ่มขึ้น (Fan & Wong, 2002) สอดคล้องกับความต้องการของผู้ถือหุ้นรายย่อย

นอกจากนี้ McColgan (2001) ได้อภิปรายเพิ่มเติมว่า ปัญหาความขัดแย้งของตัวแทนนั้น อาจเกิดขึ้นจาก 4 เรื่องด้วยกัน คือ 1) ปัญหาด้านศีลธรรมของผู้บริหาร 2) ปัญหาเรื่องขนาดของกิจการ 3) ปัญหาจากระยะเวลาในการลงทุน และ 4) เป็นปัญหาจากการกระทำในการหลบหนีจากความเสียหาย การกระทำดังกล่าวทำให้ตัวการเสียผลประโยชน์เหล่านี้ เรียกว่า ต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) อย่างไรก็ตาม Fama and Jensen (1983) กล่าวเพิ่มเติมว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการ โดยเฉพาะโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันและโครงสร้างผู้ถือกระแจะตัวก็เป็นส่วนหนึ่งในการทำให้ ต้นทุนตัวแทนลดลง

2.1.3 แนวคิดเรื่องการกำกับดูแลกิจการ

องค์กรเพื่อความร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจ (OECD) ได้ให้คำนิยามของ “การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance)” คือ เป็นระบบของกิจการที่มีการกำกับควบคุมดูแลกิจการ โดยทำการแบ่งหน้าที่และสิทธิของผู้ถือหุ้นที่เกี่ยวข้อง ไม่ว่าจะเป็นคณะกรรมการ ผู้ถือหุ้น ผู้บริหาร หรือผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งกำหนดหลักเกณฑ์และการปฏิบัติเพื่อนำไปปรับใช้ในเหตุการณ์ต่างๆ ที่เกิดขึ้นในกิจการ โดยคำนึงถึงวัตถุประสงค์กิจการเป็นหลัก (อ้างถึงใน นัฐตราภรณ์ ลิมสกุล, 2558)

ในขณะที่ทางตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ให้ความหมายของ “การกำกับดูแลกิจการ” คือ ระบบของโครงสร้างและกระบวนการด้านความสัมพันธ์ของบุคคลที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับกิจการ ไม่ว่าจะเป็นผู้บริหาร คณะกรรมการ หรือผู้ถือหุ้น เพื่อที่จะสร้างความสามารถทางด้านการแข่งขันและเพื่อเป็นการเพิ่มมูลค่าของผู้ถือหุ้นได้อย่างต่อเนื่องในระยะยาว (อ้างอิงใน ณัฐนันท์ สุรวัดนา, 2556)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังคงพัฒนาอย่างต่อเนื่องในด้านของการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนฯ ตามหลักของการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยมีลำดับเหตุการณ์ดังต่อไปนี้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555)

- 1) พ.ศ.2538 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้สนใจศึกษาเรื่องบทบาทคณะกรรมการตรวจสอบ
- 2) พ.ศ.2541 จึงได้มีการออกข้อบังคับจัดตั้งคณะกรรมการตรวจสอบของบริษัทจดทะเบียนฯ ขึ้น

3) พ.ศ.2542 มีการจัดทำข้อพึงปฏิบัติที่ดีสำหรับกรรมการของบริษัทจดทะเบียน (Code of Best Practice for Directors of Listed Companies) เพื่อให้สามารถนำไปปรับใช้ในการทำงานของคณะกรรมการในบริษัท

4) พ.ศ.2544 ผู้แทนจากองค์กรวิชาชีพต่างๆ จากทางคณะกรรมการเพื่อพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance Committee) ได้ประกาศเกี่ยวกับรายงานของการกำกับดูแลกิจการเพื่อให้บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ฯ นำไปใช้เป็นแนวทางในการปฏิบัติ เพื่อแสดงถึงความโปร่งใส และควมมีประสิทธิภาพของบริษัท และยังเป็น การช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนและผู้เกี่ยวข้อง

5) พ.ศ.2545 รัฐบาลได้จัดให้รณรงค์ในเรื่องของการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยได้มีการจัดตั้งคณะกรรมการด้านบรรษัทภิบาลแห่งชาติ ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกาศหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ที่จะนำไปปรับใช้ในการปฏิบัติเริ่มแรกและทุกบริษัทจดทะเบียนฯ ต้องเปิดเผยการปฏิบัติตามหลักการนี้ ตั้งแต่รอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุด 31 ธันวาคม พ.ศ.2545 เป็นต้นไป เพื่อให้ดำเนินการตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้อย่างเป็นรูปธรรม ในขณะเดียวกันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการตั้งศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนฯ (Corporate Governance Center) ในการให้คำแนะนำและแลกเปลี่ยนความคิดเห็นของการกำกับดูแลกิจการให้กับคณะกรรมการและผู้บริหารบริษัทในตลาดทุน และบริษัทที่กำลังดำเนินการเข้าจดทะเบียน

6) พ.ศ.2549 ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนฯ ได้ทำการปรับปรุงหลักการ 15 ข้อ โดยเปรียบเทียบกับ OECD Principles of Corporate Governance (ปี ค.ศ. 2004) ของ The Organization for Economic Co-Operation and Development รวมถึงข้อเสนอแนะของธนาคารโลกจากการไปร่วมโครงการของ Corporate Governance - Reports on the Observance of Standards and Codes (CG-ROSC)

ในปี พ.ศ.2555 ทางตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ปรับหลักการดังกล่าวในส่วนของเนื้อหาที่เกี่ยวกับแนวทางการปฏิบัติที่ดี 5 หมวด ให้คล้ายคลึงกับแนวทางที่กำหนดเพื่อใช้ปฏิบัติตามของ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ASEAN CG Scorecard) ที่ใช้ในการวัดระดับของการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนของประเทศต่างๆ ใน ASEAN โดยมีหลักเกณฑ์และแนวทางการปฏิบัติ ซึ่งไม่รวมในเรื่องที่กฎหมายได้กำหนดให้ปฏิบัติไว้ชัดเจน โดยเนื้อหาแบ่งออกเป็น 5 หมวด (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555) ได้แก่

หมวดที่ 1 สิทธิของผู้ถือหุ้น ควรนำเสนอคำตอบแทนของกรรมการทุกประเภทให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นพิจารณาอนุมัติ เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่จะนำเสนอเฉพาะคำตอบแทนที่เป็นตัวแทนเท่านั้น ยังไม่ได้เปิดเผยข้อมูลคำตอบแทนที่ไม่ใช่ตัวแทน ดังนั้น หากไม่มีคำตอบแทนที่ไม่ใช่ตัวแทนควรระบุให้ชัดเจนว่า “ไม่มี” ด้วย และได้มีผู้ตรวจสอบการนับคะแนนเสียงในที่ประชุมของผู้ถือหุ้น ซึ่งควรเป็นบุคคลที่มีความเป็นอิสระจากบริษัท เช่น ผู้สอบบัญชี ผู้ถือหุ้นรายย่อย ที่ปรึกษากฎหมาย

หมวดที่ 2 การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้น โดยเท่าเทียมกัน วาระการเลือกตั้งกรรมการในหนังสือเชิญประชุมควรเปิดเผย วันที่ชัดเจนที่ได้แต่งตั้งให้เป็นกรรมการรวมถึงจำนวนของบริษัทที่เข้ารับกรรมการ โดยแยกหัวข้อเป็นบริษัททั่วไปและบริษัทจดทะเบียนไว้อย่างชัดเจน กรณีเป็นการต่อวาระกรรมการ หรือเป็นกรรมการเดิม หากไม่มีข้อมูลวันที่ชัดเจนที่ได้แต่งตั้งให้เป็นกรรมการอย่างครบถ้วน ควรเปิดเผยเดือนปีที่ได้แต่งตั้งครั้งแรก ระบุครั้งในการต่อวาระ และวันที่แต่งตั้งล่าสุด

หมวดที่ 3 บทบาทของผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสีย ควรเปิดเผยข้อมูลตามที่นโยบายกำหนดของบริษัทจดทะเบียนที่ได้ปฏิบัติไว้ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มต่างๆ ทั้งลูกค้า เจ้าหนี้ คู่ค้า สังคม และสิ่งแวดล้อม ควรเปิดเผยข้อมูลสิ่งที่ได้ปฏิบัติและข้อมูลเชิงสถิติที่เป็นตัวเลขเกี่ยวกับอาชีวอนามัย สวัสดิการ และสภาพแวดล้อมในการทำงานที่ปราศจากภัยคุกคามของพนักงาน รวมถึงการจذبอบรมและพัฒนาในส่วนของพนักงาน ต้องมีกระบวนการจัดการเกี่ยวกับเรื่องร้องเรียนของพนักงานที่อาจเป็นการกระทำในทางที่ผิด และควรกำหนดนโยบายหรือแนวทางที่จะปกป้องพนักงานที่เป็นผู้แจ้งการกระทำผิดต่างๆ

หมวดที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความ โปร่งใส ควรเปิดเผยข้อมูลการถือหุ้นทั้งทางตรงและทางอ้อม และการเปลี่ยนแปลงในการถือหุ้นของผู้บริหารระดับสูงและกรรมการ โดยระบุหุ้นที่ถือครองในช่วงต้นปี ปลายปี และที่ได้ซื้อขายในระหว่างปีไว้ในรายงานของประจำปี ควรเปิดเผยเกี่ยวกับวันที่ที่ชัดเจนที่แต่งตั้งเป็นกรรมการ บริษัทว่ามีกี่แห่งที่รับตำแหน่งเป็นกรรมการ โดยแยกหัวข้อเป็นบริษัทที่จดทะเบียนและบริษัทอื่น และข้อมูลในการเข้าอบรมและพัฒนาของคณะกรรมการแต่ละรายในปีที่แล้วในรายงานประจำปี และควรเปิดเผยวัตถุประสงค์ของบริษัท และการวัดผลการดำเนินงานที่มีใช้ตัวเงินของบริษัท เช่น ส่วนแบ่งการตลาด ความพึงพอใจในลูกค้า

หมวดที่ 5 ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ ควรเปิดเผยถึงกระบวนการหรือแนวทางในการส่งเสริมให้เกิดการปฏิบัติที่จะทำให้มั่นใจว่าบริษัทมีการปฏิบัติตามจรรยาบรรณธุรกิจ ควรนำเสนอแนวทางทบทวนและติดตามการปฏิบัติตามกลยุทธ์ของบริษัท ควรนำเสนอเรื่องของ

อำนาจในการอนุมัติของคณะกรรมการ โดยเขียนสรุปเป็นหลักการ ควรกำหนดและเปิดเผยถึงบทบาทและหน้าที่ของประธานกรรมการ ควรกำหนดและเปิดเผยความหลากหลายของกรรมการ ควรกำหนดนโยบายวาระของกรรมการอิสระ ซึ่งจะต้องดำรงตำแหน่งไม่เกิน 9 ปี กำหนดในการจำกัดบริษัทจดทะเบียนที่คณะกรรมการแต่ละรายสามารถรับตำแหน่งได้ไม่เกิน 5 บริษัท และควรจัดให้มีการวัดผลของการทำงานของคณะกรรมการเป็นบุคคล คณะ และคณะกรรมการที่เป็นชุดย่อย รวมถึงการเปิดเผยกระบวนการและหลักเกณฑ์ที่นำมาใช้ดำเนินการประเมิน

ในปีล่าสุด พ.ศ.2560 ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ออก Corporate Governance Code (CG Code) เพื่อใช้เป็นแนวทางปฏิบัติให้กรรมการของกิจการที่เป็นผู้รับผิดชอบที่สูงที่สุดสามารถนำไปใช้เพื่อให้กิจการมีผลประกอบการที่ดีในระยะยาว เป็นการช่วยสร้างความน่าเชื่อถือให้กับผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการ เพื่อเป็นประโยชน์ในการช่วยสร้างมูลค่าให้กิจการได้ในระยะยาว ตามวัตถุประสงค์ทั้งทางธุรกิจ นักลงทุน รวมถึงตลาดทุนและสังคมโดยรวม ซึ่ง CG Code นี้ได้วางหลักปฏิบัติ 8 ข้อหลัก (หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน, 2560) ดังนี้

- 1) เข้าใจถึงหน้าที่และความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำ และการบริหารกิจการเพื่อสร้างคุณค่าอย่างยั่งยืน
- 2) กำหนดจุดประสงค์และจุดมุ่งหมายของกิจการที่เป็นไปอย่างยั่งยืน
- 3) เสริมสร้างคณะกรรมการที่ทำงานได้บรรลุผล
- 4) สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและโครงสร้างการบริหารบุคลากร
- 5) ส่งเสริมนวัตกรรมและการดำเนินธุรกิจอย่างรับผิดชอบต่อ
- 6) ดูแลให้มีระบบควบคุมภายในและการบริหารความเสี่ยงที่เหมาะสม
- 7) รักษาความน่าไว้วางใจทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล
- 8) สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น

2.1.4 หลักเกณฑ์การสำรวจและประเมินผลการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors : IOD) เป็นองค์กรที่มีหน้าที่สำคัญในการพัฒนากรรมการของบริษัทให้มีความเป็นมืออาชีพ และส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีของประเทศไทย โดยที่ IOD ได้เริ่มจัดตั้งในปี พ.ศ.2542 ซึ่งมีบทบาทในการวัดผลหรือประเมินผลของการกำกับดูแลกิจการ โดยมุ่งหวังให้การวัดผลการกำกับดูแล

กิจการบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเทียบกับมาตรฐานสากล ทั้งยังสามารถวิเคราะห์จุดแข็งจุดอ่อนในภาพรวมเพื่อให้องค์กรที่เกี่ยวข้องนำไปใช้เป็นแนวทางเพื่อพัฒนาระบบ CG ของบริษัทในไทย ในขณะที่บริษัทที่ได้รับการประเมินผลสามารถนำไปใช้ในการพัฒนาแก้ไขขั้นตอนการดำเนินงานของกิจการให้ดีขึ้นต่อไป

การสำรวจหรือประเมินผลการกำกับดูแลกิจการ ได้เริ่มขึ้นในปี พ.ศ.2544 โดยได้ทำงานร่วมกับบริษัทที่ปรึกษา McKinsey & Company เพื่อพัฒนาหลักเกณฑ์ในการประเมินผล รวมถึงได้รับความร่วมมือในด้านการเงินในการดำเนินโครงการจากธนาคาร โลก (World Bank) และโครงการดังกล่าวได้ดำเนินการอย่างต่อเนื่องมาจนถึงปัจจุบัน เพื่อเป็นเครื่องมือในการติดตามพัฒนาการของบริษัทไทย อีกทั้งได้รับการสนับสนุนทางด้านการเงินจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและ ก.ล.ต. ภายหลังจากได้รับความช่วยเหลือทางการเงินจากธนาคารโลก ในปี พ.ศ. 2545 การวัดผลดังกล่าวได้ประกาศ Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ซึ่งได้รับการเห็นชอบจากกรรมการบริษัทมหาชนแห่งชาติว่าเป็นเครื่องมือที่ช่วยในการกระตุ้นให้มีการพัฒนาขึ้นในบริษัทของไทย จึงได้มีข้อตกลงที่เห็นด้วยว่าให้สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ทำการวัดผลการกำกับควบคุมดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนฯ อย่างต่อเนื่อง ซึ่งหลักเกณฑ์ในการประเมินเพื่อวัดการกำกับดูแลกิจการได้รับการพัฒนามาจากหลักเกณฑ์ที่กำหนดโดย OECD Principles ซึ่งเป็นหลักเกณฑ์ที่ได้รับการยอมรับและได้ถูกนำไปเป็นแนวทางในการใช้เพื่อพัฒนาในหลักของการกำกับดูแลกิจการของประเทศต่างๆ รวมถึงในประเทศไทยด้วย โดยเกณฑ์ที่ใช้เพื่อการสำรวจและประเมินผลการกำกับดูแลกิจการของ IOD ได้แบ่งออกเป็น 5 หมวด ได้แก่






- 1) สิทธิของผู้ถือหุ้น (Rights of Shareholders)
- 2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน (Equitable Treatment of Shareholders)
- 3) การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย (Roles of Stakeholders)
- 4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (Disclosure and Transparency)
- 5) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (Board Responsibilities)

ในการประเมินผลการกำกับดูแลกิจการ IOD ได้ใช้ข้อมูลในการประกอบการประเมิน 8 ข้อมูลด้วยกัน ประกอบด้วย

- 1) แบบแสดงข้อมูลของปีที่ทำการประเมิน
- 2) รายงานประจำปีของปีที่ก่อน
- 3) แบบ 56-1 ประจำปีของปีก่อน
- 4) หนังสือเชิญเข้าร่วมการประชุม/รายงานการประชุมของผู้ถือหุ้นประจำปีทำการประเมิน
- 5) ข้อบังคับของบริษัท
- 6) นโยบายการกำกับดูแลกิจการ (ถ้ามี)
- 7) จรรยาบรรณ/จริยธรรมธุรกิจ (ถ้ามี) และ
- 8) รายงานการพัฒนาที่ยั่งยืน (ถ้ามี)

การแสดงผลการประเมิน คณะกรรมการของโครงการฯ ได้ทำการแบ่งกลุ่มบริษัทที่ใช้ในการสำรวจเป็น 6 กลุ่มตามช่วงคะแนนที่กำหนด และใช้สัญลักษณ์ของคณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติแสดงตามจำนวนของผลคะแนนในแต่ละช่วง ดังแสดงในตาราง

ตารางที่ 2.1 ช่วงคะแนนการประเมินผลการกำกับดูแลกิจการของ IOD

| ช่วงคะแนน | สัญลักษณ์ | คำอธิบาย |
|------------------|---|----------|
| 90 คะแนนขึ้นไป |  | ดีเลิศ |
| 80-89 คะแนน |  | ดีมาก |
| 70-79 คะแนน |  | ดี |
| 60-69 คะแนน |  | ดีพอใช้ |
| 50-59 คะแนน |  | ผ่าน |
| ต่ำกว่า 50 คะแนน | - | N/A |

ที่มา : สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2562

2.1.5 มูลค่ากิจการ

มูลค่ากิจการ (Firm Value) สามารถให้คำนิยามได้ทั้งในมุมมองของกิจการ และในมุมมองการลงทุน โดยที่ในมุมมองของกิจการ สามารถให้ความหมายของมูลค่ากิจการได้ว่าเป็นการที่กิจการยังคงดำเนินต่อไปได้อย่างต่อเนื่องและยังอยู่รอดได้ โดยที่กิจการควรมีรายได้รับจากการดำเนินงานอย่างต่อเนื่อง มีการใช้สินทรัพย์ บุคลากร แนวคิด นวัตกรรม และทรัพย์สินทางปัญญาอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อให้รายได้รับจากการดำเนินงานเกิดขึ้นและเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง หากเป็นในมุมมองของการลงทุน มูลค่าของกิจการต้องขยายการพิจารณาออกไป โดยต้องคำนึงถึงโอกาสในการเพิ่มผลตอบแทนของธุรกิจเพื่อสร้างกระแสเงินสดในการดำเนินงานในระยะยาว ในการบริหารกิจการเพื่อสร้างมูลค่าให้แก่กิจการควรที่จะรับฟังความคิดเห็นและมุมมองจากผู้มีส่วนได้ส่วนเสียต่างๆ ทั้งที่เป็นภายในและภายนอกที่จะส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของกิจการ เพื่อให้การดำเนินการของกิจการในทุกขั้นตอนสามารถเพิ่มมูลค่ากิจการได้ (จิรพร สุเมธิประสิทธิ์, 2564)

Damodaran (2011) ได้ทำการศึกษาวิธีการวัดมูลค่ากิจการด้วยวิธีต่างๆ ทั้งการพิจารณาจากมูลค่าตลาด (Market Value) หรือวัดด้วยมูลค่าบัญชี (Book Value) หรือพิจารณาจากกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flows) โดยการเลือกใช้วิธีการวัดนั้นขึ้นอยู่กับความเหมาะสมของกิจการและความต้องการของผู้ใช้ข้อมูล ซึ่งงานวิจัยฉบับนี้ต้องการศึกษาผลกระทบของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ของโครงสร้างของผู้ถือหุ้นและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพิจารณาทั้งในส่วนของโครงสร้างผู้ถือหุ้นและการกำกับดูแลกิจการ จึงต้องการใช้การวัดมูลค่ากิจการที่จะสะท้อนให้เห็นถึงการเลือกที่จะลงทุนของผู้ลงทุนจึงใช้การวัดมูลค่ากิจการด้วยมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ ที่เป็นมูลค่าที่สะท้อนให้นักลงทุนเห็นถึงขนาดและความน่าสนใจในการลงทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในมุมมองของสภาพคล่องปริมาณและประเภทสินค้าที่เลือกในการลงทุน โดยนำราคาปิดของหุ้นจดทะเบียนคูณกับจำนวนหุ้นจดทะเบียนปัจจุบัน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2564) โดยสามารถคำนวณ ได้ดังนี้

$$\text{มูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ} = \text{ราคาปิดของหุ้นสามัญ} \times \text{ปริมาณหุ้นสามัญจดทะเบียน}$$

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันในครอบครัวต่อมูลค่ากิจการ

งานวิจัยของ รติ วงศกิตติรักษ์ (2554) พบว่า สิทธิในการออกเสียงกับสิทธิในกระแสเงินสดของบริษัทครอบครัวและโครงสร้างพีระมิดมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งอาจเกิดจากบริษัทแบบครอบครัวเป็นกิจการที่จะต้องส่งต่อกันไปยังรุ่นสู่รุ่นภายในครอบครัว จึงทำให้บริษัทในกลุ่มนี้มีแรงจูงใจในการที่จะเพิ่มมูลค่าของกิจการให้สูงมากยิ่งขึ้น เพื่อให้กิจการยังคงดำรงอยู่ไปได้ในอนาคต ถึงแม้ว่าจะมีสิทธิในกระแสเงินสดที่น้อยกว่าสิทธิในการออกเสียงก็ตาม สอดคล้องกับ นิชนันท์ จันทระเขตต์ (2554) และ ธนาภิญญา อุตตฤทธิ (2561) พบว่า โครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มีการกระจุกตัวหรือมาจากกลุ่มครอบครัวช่วยในการสร้างมูลค่ากิจการให้เพิ่มขึ้น เนื่องจากผู้ที่ก่อตั้งนั้นเริ่มมาจากบุคคลในครอบครัว เป็นการดำเนินงานแบบครอบครัวมาตั้งแต่เริ่มต้น ซึ่งผู้ที่เริ่มสร้างนั้นคือสมาชิกในครอบครัวและทำงานอยู่ในฝ่ายบริหารและยังถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงที่สุดบริษัท ในการตัดสินใจที่จะลงทุนของผู้ลงทุนภายนอกมักมาจากความเชื่อใจและความมั่นใจในกลุ่มของผู้ถือหุ้นที่เป็นรายใหญ่ของบริษัท ซึ่งการถือหุ้นแบบนี้จะทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น อาจเป็นเพราะการถือหุ้นกระจุกตัวทำให้มีความคล่องตัวในการบริหารจัดการและผู้ถือหุ้นที่เป็นรายใหญ่ของบริษัทจะมีความผูกพันในตัวของบริษัท รวมถึงมีโอกาสที่จะมองเห็นถึงผลประโยชน์และความอยู่รอดของบริษัทในระยะยาว

อย่างไรก็ตาม กาญจนา ตังภากรณ์ (2542) กลับพบว่า การที่คณะกรรมการมาจากครอบครัวเดียวกันหรือมีเป็นญาติพี่น้องกันมีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับ กิตติชัย สติมันวิวัฒน์ (2548) ที่กล่าวว่า การที่กรรมการในบริษัทเป็นแบบเครือญาติกันจะเป็นการผูกขาดอำนาจในการบริหารควบคุมการดำเนินงานของฝ่ายบริหาร ซึ่งอาจทำให้ไม่เกิดความโปร่งใสในการทำงานของคณะกรรมการบริษัท ส่งผลลบต่อผลการดำเนินงานได้ ในขณะที่งานวิจัยของ ภัทรา เตชะธนเศรษฐ์ และคณะ (2561) พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ที่เป็นครอบครัวไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) โดยโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวอาจมีความเสี่ยง ความล้มเหลว และอาจเป็นปัญหาในเรื่องของการจัดการต่างๆ ขาดการกำหนดวิธีการจัดสรรความเป็นเจ้าของ ขาดกลไกการระงับข้อพิพาทของสมาชิกในครอบครัว ขาดการแยกแยะสินทรัพย์หนี้สินและอื่นๆ ระหว่างธุรกิจและครอบครัวที่

ชัดเจน ซึ่งธุรกิจครอบครัวแบบสมัยใหม่อาจมีการว่าจ้างผู้บริหารมืออาชีพมาบริหารงาน ทำให้โครงสร้างการถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีผลต่อการจัดการกำไร ยิ่งสัดส่วนการถือครองหุ้นถูกกระจายไปให้บุคคลในครอบครัวมากเพียงใด ผลการดำเนินงานของกิจการก็จะลดลงมากเท่านั้น

2.2.2 สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันต่อมูลค่ากิจการ

งานวิจัยของ Qi et al. (2000) ได้ศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนฯ ของ Shanghai พบว่า ผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันในประเทศในเชิงบวก เนื่องด้วยการที่บริษัทมีผู้เข้ามาถือหุ้นเป็นนักลงทุนสถาบันในประเทศนั้น จะทำให้มีแรงจูงใจในการตรวจสอบระบบการบริหารจัดการของฝ่ายบริหาร เพื่อที่จะทำให้ผู้ถือหุ้นอื่นๆ สามารถที่จะได้รับผลประโยชน์เช่นกัน สอดคล้องกับ Henry (2010) ศึกษาถึงการกำกับดูแลกิจการที่เกี่ยวกับผลประโยชน์ในการดำเนินกิจการ ปัญหาจากตัวแทน และโครงสร้างผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย (ASX) ตั้งแต่ ค.ศ. 1992 ถึง ค.ศ. 2002 พบความสัมพันธ์ของสัดส่วนในการถือครองหุ้นของนักลงทุนสถาบันกับผลของการดำเนินงานบริษัท ซึ่งวัดค่าโดยอัตราส่วน Tobin's Q โดยในขณะที่ ณัฐนันท์ สุรวัฒนา (2556) ได้อธิบายว่า นักลงทุนสถาบันเป็นผู้ควบคุมดูแลพวกผู้บริหารของบริษัท เพื่อไม่ให้ผู้บริหารมีผลประโยชน์ส่วนตัวมากเกินไปหรือเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อย เมื่อสัดส่วนในการถือครองหุ้นของนักลงทุนที่เป็นสถาบันมีค่าสูงจึงส่งผลทำให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้นด้วย นอกจากนี้ จิภัสสร บุญรอด (2558) ยังกล่าวอีกว่า การมีนักลงทุนสถาบันเข้ามาลงทุนในสัดส่วนที่มากขึ้นจะส่งผลตอบแทนให้กิจการดังกล่าวมีมูลค่ากิจการเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วย ซึ่งอาจเป็นเพราะความรับผิดชอบของนักลงทุนสถาบันที่เป็นตัวกลางในการรวบรวมเงินทุนจากบุคคลภายนอกมาลงทุน จึงต้องพยายามใช้ความเชี่ยวชาญ ทรัพยากร และสิทธิความเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ที่ตนเองมีในการส่งเสริมให้กิจการดำเนินการไปในทางที่จะส่งผลให้มูลค่าของกิจการดีมากขึ้น เพื่อให้ผลตอบแทนจากการลงทุนของตนมีมูลค่ามากขึ้นตามไปด้วย

ในทางตรงกันข้าม ปิยะณัฐ อุณหุทธม และคณะ (2561) ทำการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อผลการดำเนินงานในบริษัทจดทะเบียนไทย พบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานที่วัดผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในทางลบ ในขณะที่ บงกช ตั้งจิระศิลป์ (2556) กลับไม่พบความสัมพันธ์ของโครงสร้างการถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุน

ในไทยกับความสามารถการทำกำไรที่วัดจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ และ Tobin's Q

2.2.3 สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาลต่อมูลค่ากิจการ

งานวิจัยของ Ang and Ding (2006) พบว่า กิจการที่มีหน่วยงานรัฐบาลเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมจะมีการตรวจติดตามและกำกับดูแลอย่างเข้มงวด เพื่อให้รัฐบาลจะสามารถมั่นใจได้ว่าบริษัทเหล่านี้ประสบผลสำเร็จในระยะยาวและบรรลุวัตถุประสงค์ในการเปลี่ยนจากรัฐวิสาหกิจมาสู่การเป็นบริษัทเอกชน ซึ่ง Brammer and Pavelin (2006) ได้กล่าวอีกว่า เพราะกิจการของรัฐบาลมักจะถูกคาดหวังจากประชาชนถึงเป้าหมายที่อาจไม่ใช่ผลกำไรที่สูงที่สุด แต่มองถึงผลประโยชน์ที่สูงที่สุดที่ประชาชนในชาติจะได้รับ สอดคล้องกับงานวิจัยของ ภัทรา เตชะชนเศรษฐ์ และคณะ (2561) พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ที่เป็นหน่วยงานของรัฐมีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แต่ไม่พบอิทธิพลใดต่ออัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) เนื่องจากโครงการอุตสาหกรรมที่มีกระบวนการผลิตหลายส่วน รัฐต้องเข้ามามีบทบาทในการดำเนินโครงการซึ่งไม่ได้มีเป้าหมายการแสวงหากำไรสูงสุด แต่เป็นเพียงความจำเป็นที่รัฐต้องพัฒนาโครงการเศรษฐกิจ เช่น โครงการสาธารณูปโภคต่างๆ โครงการขนส่งมวลชน เป็นต้น บริษัทที่อยู่ในการควบคุมดูแลของรัฐจึงมีนักลงทุนทั่วไปสนใจลงทุนซึ่งจะให้ผลตอบแทนแก่ผู้ลงทุนสูงกว่าบริษัทเอกชนทั่วไป

ในทางตรงกันข้าม Eng and Mak (2003) พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโครงสร้างการเป็นเจ้าของจากภาครัฐต่อผลของการดำเนินงานทางด้านการเงิน เนื่องจากบริษัทที่จัดตั้งโดยภาคเอกชนต้องทำตามกฎระเบียบที่มากกว่าบริษัทที่จัดตั้งโดยภาครัฐ ซึ่งสอดคล้องกับ รติ วงศ์กิตติรักษ์ (2554) พบว่า การถือหุ้นส่วนใหญ่โดยรัฐบาลมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่ากิจการ

2.2.4 การกำกับดูแลกิจการต่อมูลค่ากิจการ

การประเมินการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวใช้ในการกระตุ้นให้บริษัทจดทะเบียนฯ สนใจพัฒนาระบบของการกำกับดูแลกิจการที่ดีในองค์กรอย่างจริงจังและเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และนักลงทุนยังสามารถนำผลคะแนนจากการประเมินมาเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพสนับสนุนการตัดสินใจลงทุนต่อไป มีหลายงานวิจัยที่ผลการวิจัยส่วนใหญ่พบความสัมพันธ์เป็นไปในเชิงบวกและสามารถ

บอกได้ว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะเป็นตัวช่วยในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการได้ ยกตัวอย่างงานวิจัยสนับสนุน เช่น งานวิจัยของ ศิริวรรณ เจริงเสมอ (2551) ทำการศึกษาผลกระทบการประเมินการกำกับดูแลกิจการต่อมูลค่ากิจการ กล่าวว่า กิจการที่สามารถสร้างความน่าเชื่อถือจนได้รับคะแนนของการกำกับดูแลกิจการทั้งในระดับที่สูงและต่ำนั้นเป็นข้อบ่งชี้ได้ว่า การได้รับผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการจะส่งผลกับมูลค่าของกิจการและยังเป็นการส่งเสริมภาพพจน์ของกิจการให้เป็นที่น่าสนใจยิ่งขึ้น สอดคล้องกับ Henry (2010), ฉวีวรรณ ชูสนุก และอัมพล ชูสนุก (2554) พบว่า ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งหากในกิจการมีความสัมพันธ์ที่ดีต่อกันระหว่าง ผู้บริหาร คณะกรรมการ และผู้ถือหุ้น รวมถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มอื่นๆ โดยการดำเนินธุรกิจอยู่บนหลักการที่สำคัญในการกำกับดูแลกิจการที่ดีอันได้แก่ การทำธุรกิจด้วยความโปร่งใส ถือเป็นหลักการสำคัญในการช่วยสร้างความเชื่อมั่นและความไว้วางใจระหว่างกิจการกับผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสีย การประกอบธุรกิจด้วยความซื่อสัตย์และตรงไปตรงมาภายใต้จริยธรรมที่ดี มีการเปิดเผยข้อมูลและสารสนเทศที่ถูกต้องครบถ้วน คณะกรรมการและฝ่ายบริหารมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติงานตามหน้าที่ของตน ส่งเสริมให้บริษัทมีความสามารถในการแข่งขันและนำไปสู่ต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับตัวแทนที่ลดลง ต้นทุนของเงินลงทุนจากเจ้าของ รวมถึงต้นทุนในการจัดหาเงินที่ลดลง ซึ่งส่งผลทางบวกต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าของบริษัท สอดคล้องกับ จิภัสสร บุญรอด (2558) พบว่า บริษัทหรือกิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะสามารถทำให้นักลงทุนสถาบันตัดสินใจลงทุนในกิจการมากขึ้นได้ และการมีผู้ลงทุนเป็นสถาบันเข้ามาลงทุนในสัดส่วนที่สูงขึ้นจะส่งผลให้กิจการมีมูลค่าเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วย ซึ่ง อรพรรณ เลิศรุจิวิช (2559) กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะเป็นการเสริมสร้างภาพลักษณ์ที่ดีต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ทั้งยังช่วยดึงดูดนักลงทุนและทำให้มูลค่าของกิจการและผู้ถือหุ้นได้เพิ่มขึ้นในระยะยาว นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับ สัตยา ตันจัน ทร พงศ์ (2558), Dow, and McGuire, (2016) และ Al-ahdal, Alsamhi, Tabash, and Farhan (2020) พบว่า การกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลในทิศทางบวกกับผลการดำเนินงาน และ สุรางค์ เห็นสว่าง (2560), ภัทรา เตชะธนเศรษฐ์ และคณะ (2561) พบว่า ผลการสำรวจของการกำกับดูแลกิจการที่ได้คะแนนในระดับดี ดีมาก และดีเลิศ ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ รินทัต โกศลวิตร และเคียงขวัญ อักษรวงศ์ (2562) พบว่า ระดับคะแนนของการประเมินการกำกับดูแลกิจการส่งผลกระทบต่อมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนฯ แสดงให้เห็นว่า การกำกับดูแลกิจการยังคงส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในมุมมองทางตลาด ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนฯ จึงควรให้ความสนใจและต้องพัฒนาในประเด็นของการกำกับดูแลกิจการให้ดีขึ้นไป เพื่อให้มีมูลค่าที่เพิ่มมากขึ้น นอกจากนี้ เพ็ญจันทร์ แสงอาวุธ, พัทธนันท์ เพชรเชิดชู, และศิริเดช คำสุพรหม (2563)

พบว่า การกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน และส่งผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาด หมายความว่า คุณภาพของกลไกการกำกับดูแลกิจการจะส่งผลต่อผลประกอบการและมีความสำคัญที่จะผลักดันมูลค่าทางการตลาดสู่ความมั่งคั่งสูงสุด

ในขณะที่ สุขลธา บุพการะกุล (2551) กลับพบว่า ในหลักการกำกับดูแลกิจการมีเพียงหัวข้อของขนาดของคณะกรรมการของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในทางลบ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า กิจการที่มีขนาดของคณะกรรมการที่ใหญ่จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานนั้นแย่ลง ในขณะที่ ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร (2559) กลับไม่พบความสัมพันธ์ใดระหว่างผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าธุรกิจในด้านของผลการดำเนินงานที่วัดจากรายได้รวม อัตรากำไรต่อหุ้น และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น และในด้านมูลค่ากิจการที่วัดจากค่า Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ

2.2.5 ปัจจัยอื่นที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการ

นอกจากปัจจัยข้างต้นแล้ว จากการศึกษางานวิจัยในอดีตที่ผ่านมาพบว่า มีผู้วิจัยหลายท่านได้นิยามใส่ตัวแปรต่างๆ เพิ่มเติมเข้าไปในงานวิจัย เพื่อหาความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ ดังนี้

2.2.5.1 อัตรากำไรต่อหุ้น

งานวิจัยของ Rehman (2016) ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนและนโยบายการจ่ายเงินปันผลต่อมูลค่าบริษัทในปากีสถาน พบว่า อัตรากำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์กันในทางบวกกับ Tobin's Q สอดคล้องกับ มนวิภา ผดุงสิทธิ์ (2549) ที่ศึกษาถึง ROI และผลตอบแทนเชิงเศรษฐศาสตร์ พบว่า อัตรากำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์กับมูลค่าที่แท้จริงทางเศรษฐศาสตร์ของกิจการซึ่งวัดค่าโดยแบบจำลองของ Tobin's Q และสอดคล้องกับการศึกษาของ ปทุมวดี โปงูเหลือม (2560) ศึกษาความสัมพันธ์ของความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชนในตลาดไทย พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตรากำไรต่อหุ้นกับมูลค่ากิจการ

2.2.5.2 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

การศึกษาของ บงกช ตั้งจิระศิลป์ (2556) พบความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงทางการเงินกับความสามารถในการทำกำไร สอดคล้องกับ สัตยา ตันจันทรพงศ์ (2558) พบว่า ความเสี่ยงทางการเงินมีอิทธิพลบวกกับผลการดำเนินงาน สอดคล้องกับ ชนิตา มณีรัตน์รุ่งโรจน์ (2559),

พุทธิมน เพชรคง (2559), และ อรพรรณ เลิศรุจิวิช (2559) พบว่า การก่อกำเนิดนี้จะทำให้กิจการได้รับประโยชน์ทางภาษีที่ลดลง (Tax shield) ทำให้ภาระทางการเงินลดลง ส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น ซึ่งในทางตรงกันข้าม Qi et al. (2000) กลับพบว่า ผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนในทางลบ ซึ่งสอดคล้องกับ Campbell (2002), ประภาพร ณรงค์ (2549), นฤมล ล้อพงศ์ไพบูลย์ (2554), ณัฐนันท์ สุรวัฒนา (2556), และ อุบลวรรณ ชุนทอง และ โสวัตรธนา ธารา (2560) ได้อธิบายว่า การที่บริษัทมีความเสี่ยงอันเกิดจากทางการเงินที่สูงจะมีภาระเกี่ยวกับดอกเบี้ยสูงและดอกเบี้ยจ่ายจะทำให้ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทลดลงส่งผลต่อผลการดำเนินงานที่ลดลง ในขณะที่เดียวกัน ชินทัต โกศลวิตร และ เคียงขวัญ อักษรวงษ์ (2562) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลง ซึ่งหากกิจการมีหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงจะส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลง ซึ่งหมายถึงการที่บริษัทมีความเสี่ยงในด้านการเงินที่เพิ่มขึ้นจากการสร้างหนี้ที่สูงขึ้น จะส่งผลทำให้นักลงทุนที่ต้องการหลบหนีจากความเสี่ยงนั้นทำการประเมินมูลค่าของกิจการลดลง

2.2.5.3 อัตราการเติบโตของยอดขาย

De-la-Hoz and Pombo (2015) กล่าวว่า กิจการที่มีอัตราการเติบโตของยอดขายสูงย่อมส่งผลต่อความคาดหวังของตลาดที่สูงขึ้น โดยนักลงทุนมักมองว่าอัตราการเติบโตของยอดขายที่สูง จะสื่อถึงการที่กิจการมีโอกาสเติบโตมากกว่าและรวดเร็วกว่า (Better Growth Opportunities) นักลงทุนทั่วไปรวมถึงนักลงทุนสถาบันจึงเลือกที่จะลงทุนในกิจการที่มีอัตราการเติบโตของยอดขายสูงกว่าและมีแนวโน้มที่จะนำไปสู่มูลค่ากิจการที่สูงขึ้น ในที่สุด สอดคล้องกับ อุบลวรรณ ชุนทอง และ โสวัตรธนา ธารา (2560) ที่กล่าวว่า เมื่อบริษัทมียอดขายที่เติบโตอย่างต่อเนื่องในทุกๆ ปี ประกอบกันกับการใช้กำลังการผลิตขนาดประหยัด จึงมีส่วนประหยัดต้นทุนในการผลิตส่งผลให้บริษัทมีผลประกอบการที่เป็นกำไรสุทธิที่สูงขึ้น ซึ่งมีผลทำให้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนของมูลค่าตลาดของกิจการต่อมูลค่าทางบัญชี (Tobin's Q) มีมากขึ้น และส่งผลให้กิจการมีผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้นด้วย ในขณะที่ พุทธิมน เพชรคง (2559) กลับไม่พบความสัมพันธ์ของอัตราการเติบโตของยอดขายกับมูลค่าของกิจการ อันเนื่องมาจากกิจการมีการเติบโตที่ค่อนข้างต่ำ แต่การเติบโตของยอดขายนั้นทำให้อัตราผลตอบแทนเพิ่มขึ้นมากกว่าการเพิ่มขึ้นของต้นทุนทางการเงินและภาระค่าใช้จ่ายต่างๆ

2.2.5.4 ขนาดของบริษัท

งานวิจัยของ กาญจนา ตั้งภากรณ์ (2542) พบว่า ขนาดบริษัทมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในทางบวก สอดคล้องกับงานวิจัยของ Qi et al. (2000), Campbell (2002), กิตติชัย สถิตมันน์วิวัฒน์ (2548), ประภาพร ณ นรงค์ (2549), ฉันทนันท์ สุรวัดนา (2556), บงกช ตั้งจิระศิลป์ (2556), สัตยา ตันจันทร์พงศ์ (2558), อรพรรณ เลิศรุจิวิช (2559), อุบลวรรณ ขุนทอง และโสวัตรธนา ธารา (2560) ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า บริษัทขนาดใหญ่มีอำนาจในการผูกขาดทางธุรกิจที่มีกำลังทุนมากกว่าและมีช่องทางการกระจายสินค้าและบริการมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก บริษัทขนาดใหญ่จึงใช้กำลังการผลิตขนาดประหยัดได้ซึ่งจะทำให้ช่วยประหยัดต้นทุนในการผลิตมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ซึ่งสอดคล้องกับ สุขลดา บุญพระกุล (2551) และ ภัทรา เตชะธนเศรษฐ์ และคณะ (2561) ได้อธิบายเพิ่มเติมว่า บริษัทขนาดใหญ่จะมีความน่าเชื่อถือสูงทำให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่าย มีการบริหารงานได้อย่างมีประสิทธิภาพมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก โดยบริษัทยังมีขนาดที่ใหญ่ขึ้นเท่าใดยิ่งทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น ชินทัต โกศลวิตร และเคียงขวัญ อักษรวงศ์ (2562) พบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของกิจการในทางบวก ในทางตรงกันข้าม รติ วงศกิตติรักษ์ (2554) กลับพบว่า มูลค่าของสินทรัพย์ซึ่งใช้เป็นตัวแทนของขนาดกิจการมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับมูลค่ากิจการในทุกรูปแบบ โครงสร้างผู้ถือหุ้น โดยอาจเกิดจากการที่บริษัทขนาดใหญ่จะมีการลงทุนที่หลากหลายเพื่อเป็นการช่วยกระจายความเสี่ยงทำให้มีอัตราลด (Discount rate) ที่สูง เนื่องจากเป็นกิจการที่มีขนาดใหญ่แล้วนักลงทุนจึงอาจมองว่ามีโอกาสในการเติบโตต่ำมูลค่ากิจการจึงลดลง ซึ่งต่างจากในบริษัทเล็กที่นักลงทุนมองว่ามีโอกาสในการเติบโตที่สูงกว่า นอกจากนี้ De-la-Hoz and Pombo (2015) และ พุทธิมน เพชรคง (2559) ยังกล่าวว่า กิจการขนาดใหญ่มีโอกาสที่ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการต่ำลง เพราะกิจการขนาดใหญ่มักเป็นกิจการที่ดำเนินงานมาเป็นระยะเวลานานและมีแบบแผนในการปฏิบัติงานที่ค่อนข้างเก่า ทำให้ไม่บรรลุศักยภาพในการทำงานได้เต็มที่นัก ยิ่งกิจการมีขนาดใหญ่ ต้นทุนในการควบคุมการดำเนินงานในส่วนต่างๆ ก็ยิ่งสูงขึ้นตามไปอีกด้วย

2.2.5.5 ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม

งานวิจัยของ ประภาพร ณ นรงค์ (2549) ศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างของผู้ถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับความสามารถในการทำกำไรทางด้านบัญชี พบว่า ประเภทอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นในเชิงบวก หมายความว่า ในประเภทอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันย่อมมีลักษณะของธุรกิจ สภาพแวดล้อม นโยบายทางการบัญชี และแนวทางการปฏิบัติงานที่แตกต่างกัน

ซึ่งอาจจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานแตกต่างกันไปด้วย สอดคล้องกับงานวิจัยของ บงกช ตั้งจิระศิลป์ (2556) ศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ประเภทอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์และ Tobin's Q

2.3 กรอบแนวคิดการวิจัย

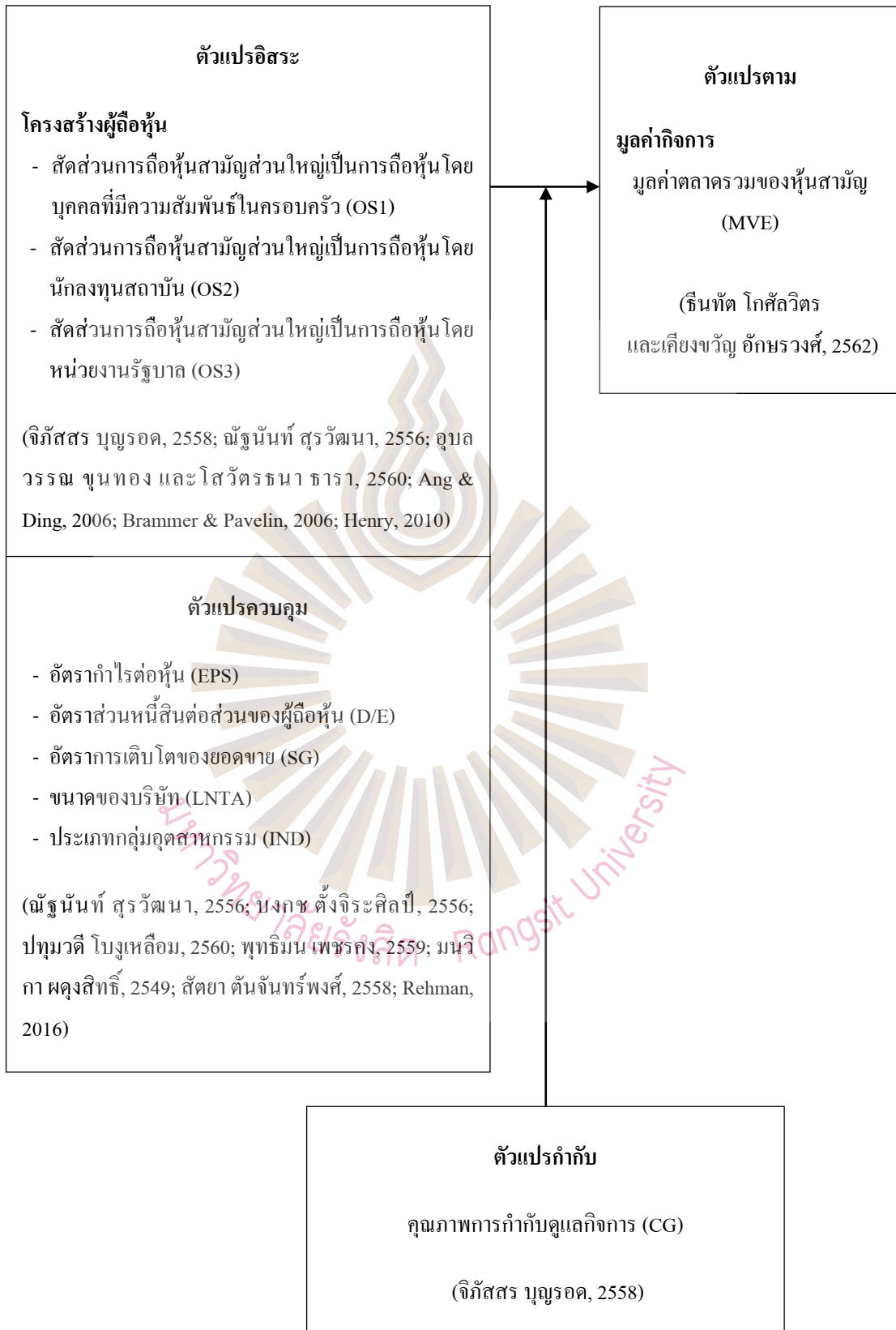
จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับแนวคิดและทฤษฎี รวมถึงงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยจึงสามารถนำมาสรุปเป็นกรอบแนวคิดของงานวิจัยเพื่อใช้เป็นแนวทางในการดำเนินงาน โดยสามารถแบ่งออกเป็น 3 ส่วน ได้แก่

2.3.1 ตัวแปรตาม คือ มูลค่ากิจการ โดยใช้มูลค่าตลาดรวมของผู้ถือหุ้นสามัญ

2.3.2 ตัวแปรอิสระ คือ ตัวแปรที่ใช้วัดโครงสร้างผู้ถือหุ้น ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันในครอบครัว สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล

2.3.3 ตัวแปรกำกับ คือ คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ จากผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ซึ่งเป็นตัวแปรที่อาจมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับมูลค่ากิจการ

นอกจากนี้ยังใช้ อัตรากำไรต่อหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราการเติบโตของยอดขาย ขนาดของบริษัท และประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมเป็นตัวแปรควบคุม ซึ่งสามารถแสดงเป็นภาพกรอบแนวคิดงานวิจัยได้ดังนี้



รูปที่ 2.1 กรอบแนวคิดการวิจัย

2.4 สมมติฐานการวิจัย

จากทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาและกรอบแนวคิดของงานวิจัย สามารถนำมากำหนดสมมติฐานในงานวิจัยได้ดังต่อไปนี้

2.3.1 สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันในครอบครัวต่อมูลค่ากิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวมีผลทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทนั้นสูงขึ้น เนื่องจากมีผู้ก่อตั้งเป็นแบบครอบครัวมาตั้งแต่เริ่มต้น โดยมีผู้ก่อตั้งเป็นสมาชิกในครอบครัวและมีอำนาจบริหาร โดยการเข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นสูงสุดของบริษัท โดยที่การตัดสินใจในการเข้ามาลงทุนในบริษัทของนักลงทุนที่เป็นผู้ถือหุ้นข้างนอกนั้นมักมาจากความเชื่อมั่นในส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นรายใหญ่ เพราะการถือหุ้นกระจุกตัวจะมีความคล่องตัวในการจัดการบริหารงานและในส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นรายใหญ่นั้นจะมีความผูกพันกับกิจการของตนและแนวโน้มที่จะคำนึงถึงผลประโยชน์และความอยู่รอดของกิจการได้ในระยะยาว (นิชนันท์ จันทรเขตต์, 2554; ธนาภิญญา อิตตฤทธิ, 2561) และเนื่องจากการบริษัทที่ประเภทแบบครอบครัวเป็นกิจการที่จะต้องส่งต่อไปยังรุ่นสู่รุ่น จึงทำให้มีแรงจูงใจในการเพิ่มมูลค่ากิจการมากยิ่งขึ้น เพื่อให้กิจการยังคงดำเนินการต่อไปและยังคงอยู่ได้ยืนถึงรุ่นลูกๆ หลานๆ สืบต่อไป ถึงแม้ว่าจะมีสิทธิกระแสเงินสดในจำนวนที่ต่ำกว่าสิทธิการออกเสียงก็ตาม (รติ วงศกิตติรักษ์, 2554) จากข้างต้นนำไปสู่การตั้งสมมติฐานการวิจัยดังนี้

H1 : สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันในครอบครัวมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.3.2 สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันต่อมูลค่ากิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรม แสดงให้เห็นว่า ผลของการดำเนินงานส่งผลทางบวกกับสัดส่วนของหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (Henry, 2010) เนื่องจากการที่บริษัทมีผู้ถือหุ้นเป็นนักลงทุนสถาบันจะทำให้มีแรงจูงใจในการตรวจสอบการดำเนินงานของฝ่ายบริหาร เพื่อให้ผู้ถือหุ้นรายอื่นๆ ได้รับผลประโยชน์เช่นกัน (Qi et al., 2000) รวมทั้งยังมีอำนาจควบคุมดูแลพวกผู้บริหารของกิจการ เพื่อไม่ให้ผู้บริหารมีผลประโยชน์ส่วนตัวมากเกินไปหรือเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อย เมื่อนักลงทุนสถาบันมีการถือหุ้นจำนวนที่สูงจะส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มสูงมากขึ้น (ฉันทน์ สุรวัฒนา, 2556) และนอกจากนี้นักลงทุนสถาบันยังเป็นตัวกลางในการรวบรวมเงินทุนจากบุคคลภายนอกมาลงทุน จึงต้องพยายามใช้ความเชี่ยวชาญ ทรัพยากร และสิทธิความเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ที่ตนเองมีในการส่งเสริมให้กิจการดำเนินงานไปในแนวทางที่จะทำให้มีมูลค่ากิจการที่ดีขึ้น เพื่อให้ผลตอบแทนจากการลงทุนของตนมีมูลค่ามากขึ้นตามไปด้วย (จิภัสสร บุญรอด, 2558) จากข้างต้นนำไปสู่การตั้งสมมติฐานการวิจัยดังนี้

H2 : สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.3.3 สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาลต่อมูลค่ากิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า กิจการที่มีหน่วยงานรัฐบาลเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในการบริหารควบคุมมักจะมีการตรวจติดตามและกำกับดูแลอย่างเข้มงวด เพื่อที่รัฐบาลจะสามารถมั่นใจได้ว่าบริษัทเหล่านี้ประสบความสำเร็จในระยะยาวและบรรลุวัตถุประสงค์ในการเปลี่ยนจากรัฐวิสาหกิจมาสู่การเป็นบริษัทเอกชน (Ang & Ding, 2006) หากในบริษัทมีโครงการอุตสาหกรรมที่มีกระบวนการผลิตหลายส่วน รัฐบาลจะต้องเข้ามามีบทบาทในการดำเนินโครงการที่ต้องพัฒนาโครงการเศรษฐกิจ เช่น โครงการสาธารณูปโภคต่างๆ โครงการขนส่งมวลชน เป็นต้น บริษัทที่อยู่ในการควบคุมดูแลของรัฐจึงมีผู้ลงทุนทั่วไปสนใจลงทุนซึ่งจะให้ผลตอบแทนแก่ผู้ลงทุนสูงกว่าบริษัทเอกชนทั่วไป (ภัทรา เตชะชนเศรษฐ์ และคณะ, 2561) นอกจากนี้กิจการภาครัฐยังถูกคาดหวัง

จากผู้ที่เกี่ยวข้องถึงเป้าหมายที่ไม่ได้มองเพียงกำไรสูงสุด แต่มองถึงประโยชน์สูงสุดที่คนในชาติจะได้รับด้วย (Brammer & Pavelin, 2006) จากข้างต้นนำไปสู่การตั้งสมมติฐานการวิจัยดังนี้

H3 : สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาลมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.3.4 อิทธิพลของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันในครอบครัวต่อมูลค่ากิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า การกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลในเชิงบวกกับผลดำเนินงาน กล่าวได้ว่า อาจเพราะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่มีลักษณะการถือหุ้นแบบกระจุกตัวและส่วนมากเป็นบริษัทแบบครอบครัว ซึ่งจะมีอำนาจการบริหารควบคุมและมีส่วนได้ส่วนเสียสูง กิจการจึงต้องตระหนักถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการเพื่อต้องการที่จะรักษาชื่อเสียงของวงศ์ตระกูลและเพื่อต้องการที่จะส่งต่อกิจการให้แก่ลูกๆ หลานๆ ต่อไป (สัตยา ตันจันทร์พงศ์, 2558; รัตติ วงศกิตติรักษ์, 2554) จากข้างต้นนำไปสู่การตั้งสมมติฐานการวิจัยดังนี้

H4 : คุณภาพการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันในครอบครัวต่อมูลค่ากิจการ

2.3.5 อิทธิพลของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันต่อมูลค่ากิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า กิจการที่ได้รับการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะสามารถดึงดูดให้นักลงทุนสถาบันตัดสินใจลงทุนในกิจการมากขึ้นได้อย่างมีนัยสำคัญ และการมีนักลงทุนสถาบันเข้ามาลงทุนในสัดส่วนที่มากจะส่งให้กิจการดังกล่าวมีมูลค่ากิจการเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วย เนื่องจากนักลงทุนสถาบันเป็นตัวกลางในการรวบรวมเงินทุนจากบุคคลภายนอกมาลงทุนจึงต้องพยายามใช้ความเชี่ยวชาญ ทรัพยากร และสิทธิความเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ที่ตนเองมีในการส่งเสริมให้กิจการดำเนินงานไปในแนวทางที่จะทำให้มีมูลค่ากิจการที่ดีขึ้น เพื่อให้ผลตอบแทนจากการลงทุน

ของตมามีมูลค่ามากขึ้นตามไปด้วย (จิภัสสร บุญรอด, 2558) จากข้างต้นนำไปสู่การตั้งสมมติฐานการวิจัยดังนี้

H5 : คุณภาพการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่าง
 สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันต่อมูลค่ากิจการ

2.3.6 อิทธิพลของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาลต่อมูลค่ากิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่าบริษัท ซึ่งหากในบริษัทมีมิตรภาพที่ดีต่อกันระหว่าง ผู้บริหาร คณะกรรมการ ผู้ถือหุ้น รวมถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มอื่นๆ โดยดำเนินธุรกิจอยู่บนหลักการของการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะเป็นการส่งเสริมให้บริษัทมีประสิทธิภาพในการแข่งขันและนำไปสู่ต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับตัวแทนที่ลดลง (ฉวีวรรณ ชูสนุก และอัมพล ชูสนุก, 2554; Henry, 2010) และหากกิจการที่มีหน่วยงานรัฐบาลเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม จะมีการตรวจติดตามและกำกับดูแลอย่างเข้มงวด เพื่อให้รัฐบาลจะสามารถมั่นใจได้ว่าบริษัทเหล่านี้ประสบความสำเร็จในระยะยาวและบรรลุวัตถุประสงค์จากการเปลี่ยนจากรัฐวิสาหกิจสู่การเป็นบริษัทเอกชน (Ang & Ding, 2006) ทำให้บริษัทที่ดำเนินงานในการกำกับดูแลของรัฐบาลมีนักลงทุนทั่วไปสนใจลงทุนซึ่งให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าบริษัทเอกชนทั่วไป (ภัทรา เตชะธนเศรษฐ์ และคณะ, 2561) นอกจากนี้กิจการภาครัฐยังถูกคาดหวังจากผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องถึงเป้าหมายที่ไม่ได้มองเพียงกำไรสูงสุด แต่มองถึงประโยชน์สูงสุดที่คนในชาติจะได้รับด้วย (Brammer & Pavelin, 2006) จากข้างต้นนำไปสู่การตั้งสมมติฐานการวิจัยดังนี้

H6 : คุณภาพการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่าง
 สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาลต่อมูลค่ากิจการ

บทที่ 3

ระเบียบวิธีการวิจัย

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลรายปีระหว่าง ปี พ.ศ.2560 ถึง พ.ศ.2562 รวม 3 ปี จำนวน 415 บริษัท ซึ่งจะต้องเป็นบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลรายปีครบทั้ง 3 ปีที่ทำการศึกษา และมีรอบระยะเวลาการรายงานสิ้นสุด 31 ธันวาคม โดยแบ่งกลุ่มอุตสาหกรรม 7 กลุ่มตามตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยยกเว้นกลุ่มบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมดังต่อไปนี้

3.1.1 บริษัทในอุตสาหกรรมกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในหมวดธุรกิจกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และกลุ่มธุรกิจการเงิน ได้แก่ ธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากกลุ่มธุรกิจเหล่านี้มีกฎหมายที่กำกับดูแลแตกต่างออกไป และลักษณะของการดำเนินธุรกิจที่แตกต่างจากธุรกิจอื่นๆ ซึ่งจะมีผลต่ออัตราส่วนทางการเงินและตัวเลขที่ใช้ในการวิเคราะห์

3.1.2 บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีผลการดำเนินงานที่อาจทำให้เกิดการเบี่ยงเบนของข้อมูลได้

ตารางที่ 3.1 แสดงจำนวนรายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

| ลำดับ | กลุ่มอุตสาหกรรม | จำนวนบริษัท |
|-------|----------------------------|-------------|
| 1 | เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร | 44 |
| 2 | ทรัพยากร | 48 |
| 3 | เทคโนโลยี | 34 |
| 4 | บริการ | 96 |
| 5 | สินค้าอุตสาหกรรม | 70 |
| 6 | สินค้าอุปโภคบริโภค | 35 |
| 7 | อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง | 88 |
| | รวม | 415 |

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยฉบับนี้ทำการศึกษาโดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลประเภททุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งเก็บข้อมูลที่จะศึกษาเป็นรายปีระหว่าง ปี พ.ศ.2560 ถึง พ.ศ.2562 รวม 3 ปี โดยรวบรวมข้อมูลของตัวแปรคุณภาพการกำกับดูแลกิจการจากผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน ไทย Corporate Governance Rating (CGR) จากเว็บไซต์ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ตัวแปรโครงสร้างผู้ถือหุ้น ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันในครอบครัว สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล และตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตรากำไรต่อหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราการเติบโตของยอดขาย ขนาดของบริษัท และประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม โดยทำการรวบรวมข้อมูลรายงานทางการเงิน รายงานประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) จากเว็บไซต์ SETSMART : SET Market Analysis and Reporting Tool (www.setsmart.or.th)

3.3 แบบจำลองความสัมพันธ์และตัวแปร

การศึกษานี้ใช้การวิเคราะห์ความถดถอยแบบพหุ (Multiple Linear Regression Analysis) ในการทดสอบความสัมพันธ์ สามารถอธิบายได้ดังสมการต่อไปนี้

$$\text{LNMVE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{OS1}_{it} + \beta_2 \text{EPS}_{it} + \beta_3 \text{D/E}_{it} + \beta_4 \text{SG}_{it} + \beta_5 \text{LNTA}_{it} + \beta_6 \text{IND}_{it} + \varepsilon_{it} \dots (1)$$

$$\text{LNMVE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{OS1}_{it} + \beta_2 \text{EPS}_{it} + \beta_3 \text{D/E}_{it} + \beta_4 \text{SG}_{it} + \beta_5 \text{LNTA}_{it} + \beta_6 \text{IND}_{it} + \beta_7 \text{CG}_{it} + \varepsilon_{it} \dots (2)$$

$$\text{LNMVE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{OS1}_{it} + \beta_2 \text{EPS}_{it} + \beta_3 \text{D/E}_{it} + \beta_4 \text{SG}_{it} + \beta_5 \text{LNTA}_{it} + \beta_6 \text{IND}_{it} + \beta_7 \text{CG}_{it} + \beta_8 \text{OS1} * \text{CG}_{it} + \varepsilon_{it} \dots (3)$$

$$\text{LNMVE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{OS2}_{it} + \beta_2 \text{EPS}_{it} + \beta_3 \text{D/E}_{it} + \beta_4 \text{SG}_{it} + \beta_5 \text{LNTA}_{it} + \beta_6 \text{IND}_{it} + \varepsilon_{it} \dots (4)$$

$$\text{LNMVE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{OS2}_{it} + \beta_2 \text{EPS}_{it} + \beta_3 \text{D/E}_{it} + \beta_4 \text{SG}_{it} + \beta_5 \text{LNTA}_{it} + \beta_6 \text{IND}_{it} + \beta_7 \text{CG}_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (5)$$

$$\text{LNMVE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{OS2}_{it} + \beta_2 \text{EPS}_{it} + \beta_3 \text{D/E}_{it} + \beta_4 \text{SG}_{it} + \beta_5 \text{LNTA}_{it} + \beta_6 \text{IND}_{it} + \beta_7 \text{CG}_{it} + \beta_8 \text{OS2} * \text{CG}_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (6)$$

$$\text{LNMVE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{OS3}_{it} + \beta_2 \text{EPS}_{it} + \beta_3 \text{D/E}_{it} + \beta_4 \text{SG}_{it} + \beta_5 \text{LNTA}_{it} + \beta_6 \text{IND}_{it} + \varepsilon_{it} \dots (7)$$

$$\text{LNMVE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{OS3}_{it} + \beta_2 \text{EPS}_{it} + \beta_3 \text{D/E}_{it} + \beta_4 \text{SG}_{it} + \beta_5 \text{LNTA}_{it} + \beta_6 \text{IND}_{it} + \beta_7 \text{CG}_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (8)$$

$$\text{LNMVE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{OS3}_{it} + \beta_2 \text{EPS}_{it} + \beta_3 \text{D/E}_{it} + \beta_4 \text{SG}_{it} + \beta_5 \text{LNTA}_{it} + \beta_6 \text{IND}_{it} + \beta_7 \text{CG}_{it} + \beta_8 \text{OS3} * \text{CG}_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (9)$$

โดยที่

| | | |
|-----------|---|--|
| LNMVE | = | ลอการิทมัธยมศึกษาของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ |
| CG | = | คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ |
| OS1 | = | สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มี ความสัมพันธ์กันในครอบครัว |
| OS2 | = | สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน |
| OS3 | = | สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล |
| ERS | = | อัตรากำไรต่อหุ้น |
| D/E | = | อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น |
| SG | = | อัตราการเติบโตของยอดขาย |
| LNTA | = | ลอการิทมัธยมศึกษาของสินทรัพย์รวม |
| IND | = | ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม |
| it | = | บริษัท i ณ ปีที่ t |
| β_0 | = | ค่าคงที่ |
| β_j | = | สัมประสิทธิ์ความถดถอย โดย j มีค่าตั้งแต่ 1 ถึง 8 |

3.3.1 ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

3.3.1.1 สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันในครอบครัว (OS1) แสดงถึงสัดส่วนการถือหุ้นสามัญที่ถือโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันในครอบครัว ซึ่งวัดค่าโดยนำจำนวนหุ้นของบริษัทที่ถือโดยกลุ่มตระกูลหรือบุคคลในครอบครัวหารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท โดยในงานวิจัยใช้สัดส่วนการถือหุ้นสามัญสูงสุดเป็นอันดับแรกในรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่

$$OS1 = \frac{\text{จำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ถือโดยครอบครัว}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท}}$$

3.3.1.2 สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน (OS2) แสดงถึงสัดส่วนการถือหุ้นสามัญที่เป็นนักลงทุนสถาบัน โดยวัดค่าจากจำนวนหุ้นของบริษัทที่ถือโดยกลุ่มกิจการ หรือบริษัทโฮลดิ้งจำกัดหารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท โดยในงานวิจัยใช้สัดส่วนการถือหุ้นสามัญสูงสุดเป็นอันดับแรกในรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่

$$OS2 = \frac{\text{จำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท}}$$

3.3.1.3 สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล (OS3) แสดงถึงสัดส่วนการถือหุ้นสามัญที่เป็นหน่วยงานรัฐบาล โดยวัดค่าจากจำนวนหุ้นของบริษัทที่ถือโดยรัฐบาล หรือหน่วยงานภาครัฐหารด้วยหุ้นทั้งหมดของบริษัท โดยในงานวิจัยใช้สัดส่วนการถือหุ้นสามัญสูงสุดเป็นอันดับแรกในรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่

$$OS3 = \frac{\text{จำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ถือโดยหน่วยงานรัฐบาล}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท}}$$

3.3.2 ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

3.3.2.1 อัตรากำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share : EPS) วัดค่าโดยกำไรสุทธิหรือขาดทุนสุทธิ (กำไรหรือขาดทุนหลังหักต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้) สำหรับงวดบัญชีหนึ่งๆ เฉพาะส่วนของหุ้นสามัญหารจำนวนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของหุ้นสามัญที่ชำระแล้ว

$$EPS = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{จำนวนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของหุ้นสามัญที่ชำระแล้ว}}$$

3.3.2.2 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity ratio : D/E) แสดงถึงโครงสร้างเงินทุนของกิจการในสัดส่วนของหนี้สินรวมของบริษัทเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น ถ้าอัตราส่วนนี้สูงแสดงถึงความเสี่ยงของกิจการที่จะต้องชำระดอกเบี้ยที่เป็นภาระผูกพันและต้องชำระไม่ว่ากิจการนั้นจะกำไรหรือขาดทุน ซึ่งวัดค่าโดยใช้หนี้สินรวมหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น

$$D/E = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

3.3.2.3 อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth : SG) แสดงถึงอัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัท ซึ่งสามารถช่วยให้ผู้บริหารนำไปใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลและวางแผนการขายต่อไปได้ ซึ่งวัดค่าโดยนำรายได้ของปีปัจจุบันหักด้วยรายได้ของปีที่ผ่านมา แล้วนำมาหารด้วยรายได้ของปีที่ผ่านมา

$$SG = \frac{(\text{รายได้รวมปีปัจจุบัน} - \text{รายได้รวมปีก่อน})}{\text{รายได้รวมปีก่อน}}$$

3.3.2.4 ขนาดของบริษัท (Natural logarithm of Total Asset : LNTA) โดยใช้สินทรัพย์รวม ณ วันที่ในงบแสดงฐานะการเงิน เพื่อจัดความแตกต่างของมูลค่าสินทรัพย์ในแต่ละอุตสาหกรรมลงจึงต้องทำการแปลงค่าเป็นลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม เพื่อให้สินทรัพย์รวมมีความใกล้เคียงกัน

LNTA = ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม ณ 31 ธันวาคม ของทุกปี

3.3.2.5 ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม (IND) แบ่งเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆ ทั้งหมด 7 กลุ่มอุตสาหกรรมตามการจัดกลุ่มอุตสาหกรรมโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกำหนดค่าตัวแปรเป็น 1-7 ดังนี้

ตารางที่ 3.2 แสดงการวัดค่าตัวแปรประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม

| กลุ่มอุตสาหกรรม | ค่าตัวแปร |
|----------------------------|-----------|
| เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร | 1 |
| ทรัพยากร | 2 |
| เทคโนโลยี | 3 |
| บริการ | 4 |
| สินค้าอุตสาหกรรม | 5 |
| สินค้าอุปโภคบริโภค | 6 |
| อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง | 7 |

3.3.3 ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

มูลค่ากิจการ วัดค่าโดยมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ ซึ่งเป็นมูลค่าที่จะแสดงให้ผู้ลงทุนได้เห็นถึงขนาดการลงทุนและความน่าสนใจในการเข้ามาลงทุน โดยทำการคำนวณจากราคาปิดของหุ้นสามัญจดทะเบียนคูณกับจำนวนหุ้นสามัญจดทะเบียนปัจจุบัน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2564) ซึ่งมีหน่วยวัดค่าเป็นล้านบาท จึงมีความแตกต่างจากค่าตัวแปรอิสระในแบบจำลองความสัมพันธ์ ดังนั้นเพื่อขจัดความแตกต่างของหน่วยวัดค่าและค่าวัดที่ได้ รวมทั้งลดความแปรปรวนของข้อมูลในการประมวลผล จึงต้องทำการแปลงค่าเป็นลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ เพื่อให้มูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญมีความใกล้เคียงกัน

LN MVE = ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ

3.3.4 ตัวแปรกำกับ (Moderator Variable)

คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance: CG) เก็บข้อมูลจากการสำรวจและประเมินผลการกำกับดูแลกิจการ โดยหากบริษัทที่มีรายชื่อได้รับผลการสำรวจดังกล่าวจะกำหนดให้ค่าตัวแปรเท่ากับ 1 ส่วนบริษัทที่ไม่มีรายชื่อได้รับผลการสำรวจดังกล่าวจะกำหนดให้ค่าตัวแปรเท่ากับ 0

ตารางที่ 3.3 แสดงการวัดค่าตัวแปรคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ

| ช่วงคะแนน | ค่าตัวแปร |
|--|-----------|
| บริษัทที่ได้รับคะแนนสูงกว่า 90 (ดีเลิศ) | 1 |
| บริษัทที่ได้รับคะแนน 80-89 (ดีมาก) | |
| บริษัทที่ได้รับคะแนน 70-79 (ดี) | |
| บริษัทที่ได้รับคะแนนต่ำกว่า 69 คะแนน (พอใช้) | 0 |

ตารางที่ 3.4 สรุปรายละเอียดการวัดค่าตัวแปร

| ตัวแปร | สัญลักษณ์ | การวัดค่า | สัญลักษณ์ที่คาดหวัง |
|--|-----------|--|----------------------|
| ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) : | | | |
| สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วน ใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่ มีความสัมพันธ์กันในครอบครัว | OS1 | $\frac{\text{จำนวนหุ้นที่ถือโดยครอบครัว}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท}}$ | ทิส ทางบวก (+) |
| สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วน ใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนัก ลงทุนสถาบัน | OS2 | $\frac{\text{จำนวนหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท}}$ | ทิส ทางบวก (+) |
| สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วน ใหญ่เป็นการถือหุ้นโดย หน่วยงานรัฐบาล | OS3 | $\frac{\text{จำนวนหุ้นที่ถือโดยหน่วยงานรัฐบาล}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท}}$ | ทิส ทางบวก (+) |
| ตัวแปรควบคุม (Control Variables) : | | | |
| อัตรากำไรต่อหุ้น | EPS | $\frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{จำนวนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของหุ้นสามัญที่ชำระแล้ว}}$ | ทิส ทางบวก (+) |
| อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น | D/E | $\frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$ | ทิส ทางบวก (+) |
| อัตรากำไรสุทธิ | SG | $\frac{\text{รายได้รวมปีปัจจุบัน - รายได้รวมปีก่อน}}{\text{รายได้รวมปีก่อน}}$ | ทิส ทางบวก (+) |

ตารางที่ 3.4 สรุปรายละเอียดการวัดค่าตัวแปร (ต่อ)

| ตัวแปร | สัญลักษณ์ | การวัดค่า | สัญลักษณ์ที่คาดหวัง |
|------------------------------------|-----------|---|---------------------|
| ขนาดของบริษัท | LNTA | วัดค่าโดยใช้ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม ณ วันที่ 31 ธันวาคมของทุกปี | ทิศทางบวก (+) |
| ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม | IND | แบ่งประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมตามตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยกำหนดให้ 1 = เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 2 = ทรัพยากร 3 = เทคโนโลยี 4 = บริการ 5 = สินค้าอุตสาหกรรม 6 = สินค้าอุปโภคบริโภค 7 = อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง | ทิศทางบวก (+) |
| ตัวแปรกำกับ (Moderator Variable) : | | | |
| คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ | CG | บริษัทที่มีรายชื่อได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการให้ค่าตัวแปรเท่ากับ 1 ส่วนบริษัทที่ไม่มีรายชื่อซึ่งได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการทำให้ค่าตัวแปรเท่ากับ 0 | ทิศทางบวก (+) |

3.4 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

ในการศึกษาครั้งนี้ใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS (Statistical Package for the Social Science) ช่วยในการอธิบายและวิเคราะห์ข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้ และใช้สถิติในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ สถิติเชิงพรรณนา และสถิติเชิงอนุมาน ดังนี้

3.4.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ใช้วิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นเชิงบรรยายเกี่ยวกับตัวแปรต่างๆ เพื่ออธิบายข้อมูลเกี่ยวกับตัวแปรที่ทำการศึกษาทั้งหมดและนำเสนอข้อมูลอยู่ในรูปแบบของตารางแจกแจงความถี่ (Frequency) ด้วยค่าเฉลี่ย (Mean) ร้อยละ (Percentage) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

3.4.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

ใช้วิธีการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย โดยพิจารณาจากค่าสถิติ R-Squared (R^2) ค่าสถิติ F (F-Test) และค่าสถิติ T (T-Test) ที่ใช้ในการทดสอบสัมประสิทธิ์ความถดถอยของตัวแปรอิสระในแบบจำลองความสัมพันธ์ โดยกำหนดช่วงความเชื่อมั่นที่ 95%

บทที่ 4

การวิเคราะห์ข้อมูลและผลการวิจัย

ในบทนี้จะกล่าวถึงการวิเคราะห์ข้อมูลและผลลัพธ์ตามวัตถุประสงค์ของการศึกษา ผลกระทบของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งใช้ข้อมูลทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด 415 บริษัท ครอบคลุมช่วงระยะเวลา 3 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ.2560 ถึง พ.ศ. 2562 จำนวนข้อมูลทั้งหมดเท่ากับ 1,245 รายปีรายบริษัท ดังต่อไปนี้

4.1 การวิเคราะห์คุณลักษณะทั่วไปของบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง

ใช้สถิติเชิงพรรณนาในการวิเคราะห์คุณลักษณะทั่วไปของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างด้วยตัวแปรที่นำมาศึกษา โดยแบ่งออกเป็น 2 ส่วนตามมาตรวัดที่ใช้ในการวัดค่าตัวแปร ดังนี้

ส่วนที่ 1 แสดงค่าจำนวนนับและอัตราร้อยละของกลุ่มตัวอย่างจำแนกตามตัวแปรเชิงกลุ่มทั้งหมด ได้แก่ 1) โครงสร้างผู้ถือหุ้นซึ่งใช้ประเภทของผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่สูงสุด แบ่งเป็น 3 ประเภท คือ กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันในครอบครัว กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน และกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล 2) คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ แบ่งเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ บริษัทที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการตั้งแต่ดีขึ้นไป และบริษัทที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการต่ำกว่าลดลงมา และ 3) กลุ่มอุตสาหกรรม แบ่งเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆ ทั้งหมด 7 กลุ่ม ตามการจัดกลุ่มอุตสาหกรรมโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ทรัพยากร เทคโนโลยี บริการ สินค้าอุตสาหกรรม สินค้าอุปโภคบริโภค และอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ดังแสดงผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.1

ส่วนที่ 2 แสดงค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรที่เป็นข้อมูลทางการเงินทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วน

ผู้ถือหุ้น (D/E) อัตราเติบโตของยอดขาย (SG) สินทรัพย์รวม ณ วันที่ในงบแสดงฐานะการเงิน (TA) ลอการิทึมธรรมชาติสินทรัพย์รวม (LN TA) มูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ ณ วันที่ในงบแสดงฐานะการเงิน (MVE) และลอการิทึมธรรมชาติมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ (LN MVE) ดังแสดงผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.2

ในตารางที่ 4.1 จะเห็นว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มตัวอย่าง เมื่อแบ่งกลุ่มตามประเภทผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่สูงสุด พบว่า กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันในครอบครัว มีจำนวนมากที่สุด 677 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 54.40 รองลงไปเป็นกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน มีจำนวน 528 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 42.40 และสุดท้ายกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาลมีจำนวน 40 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 3.20 ตามลำดับ

บริษัทเหล่านี้จำแนกได้ตามกลุ่มอุตสาหกรรมซึ่งแบ่งออกเป็น 7 กลุ่ม โดยกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีบริษัทจดทะเบียนจำนวนมากที่สุด คือ กลุ่มบริการมีจำนวน 289 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 23.20 และในลำดับรองลงไป ได้แก่ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง จำนวน 281 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 22.60 กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม จำนวน 204 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 16.40 กลุ่มทรัพยากร จำนวน 144 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 11.60 กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารจำนวน 126 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 10.10 กลุ่มเทคโนโลยีจำนวน 102 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 8.20 และกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค จำนวน 99 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 8.00 ตามลำดับ

สำหรับการจัดกลุ่มบริษัทตามคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ บริษัทที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับดีถึงดีเลิศ และบริษัทที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับต่ำกว่าดี พบว่า บริษัทที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับดีถึงดีเลิศมีจำนวน 1,013 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 81.40 และบริษัทที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับต่ำกว่าดีมีจำนวน 232 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 18.60 ตามลำดับ และเมื่อแบ่งคุณภาพการกำกับดูแลกิจการตามประเภทผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่สูงสุด โดยกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันในครอบครัว พบว่า บริษัทที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับต่ำกว่าดีมีจำนวน 146 บริษัท และบริษัทที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับดีถึงดีเลิศมีจำนวน 531 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 21.60 และ 78.40 ตามลำดับ ในขณะที่กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน พบว่า บริษัทที่ได้รับผลการประเมินการ

ตารางที่ 4.1 แสดงค่าจำนวนนับและอัตราร้อยละของกลุ่มตัวอย่างจำแนกตามตัวแปรเชิงกลุ่ม

| ค่าสถิติ | ประเภทของผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ | | | กลุ่มอุตสาหกรรม | | | | | | | คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ | |
|--|--|-------------|-----------------|-------------------------|----------|-----------|--------|------------------|--------------------|----------------------------|--------------------------|-----------|
| | ครอบครัว | สถาบัน | รัฐบาล | เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร | ทรัพยากร | เทคโนโลยี | บริการ | สินค้าอุตสาหกรรม | สินค้าอุปโภคบริโภค | อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง | ดีถึงดีเลิศ | ต่ำกว่าดี |
| จำนวนบริษัท | 677 | 528 | 40 | 126 | 144 | 102 | 289 | 204 | 99 | 281 | 1013 | 232 |
| อัตราร้อยละ (%) | 54.40 | 42.40 | 3.20 | 10.10 | 11.60 | 8.20 | 23.20 | 16.40 | 8.00 | 22.60 | 81.40 | 18.60 |
| ประเภทของผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ | | | | | | | | | | | | |
| | | | | ครอบครัว | | สถาบัน | | รัฐบาล | | รวม | | |
| คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ | | ต่ำกว่าดี | จำนวนบริษัท | 146 | 85 | 1 | 232 | | | | | |
| | | | อัตราร้อยละ (%) | 21.60 | 16.10 | 2.50 | 18.60 | | | | | |
| | | ดีถึงดีเลิศ | จำนวนบริษัท | 531 | 443 | 39 | 1013 | | | | | |
| | | | อัตราร้อยละ (%) | 78.40 | 83.90 | 97.50 | 81.40 | | | | | |
| รวม | | | จำนวนบริษัท | 677 | 528 | 40 | 1245 | | | | | |
| | | | อัตราร้อยละ (%) | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 | | | | | |

กำกับดูแลกิจการในระดับต่ำกว่าดีมีจำนวน 85 บริษัท และบริษัทที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับดีถึงดีเลิศมีจำนวน 443 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 16.10 และ 83.90 ตามลำดับ และกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล พบว่า บริษัทที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับต่ำกว่าดีมีจำนวน 1 บริษัท และบริษัทที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับดีถึงดีเลิศมีจำนวน 39 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 2.50 และ 97.50 ตามลำดับ

ในตารางที่ 4.2 กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันในครอบครัวมีทั้งหมด 677 บริษัท พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ (OS1) มีความแตกต่างกันมากโดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 4.55% ค่าสูงสุดเท่ากับ 84.22% ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 34.73% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 19.05% อัตรากำไรต่อหุ้น มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -24.09 บาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 19.71 บาท ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.42 บาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.74 บาท อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.02 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 20.01 เท่า ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.48 เท่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 2.25 เท่า สำหรับอัตรากำไรสุทธิของยอดขาย มีค่าต่ำสุด -88.44% แสดงถึงการลดลงของยอดขายจากปีก่อน มีความแตกต่างจากค่าสูงสุดเท่ากับ 3,152.57% ซึ่งแสดงให้เห็นถึงการเพิ่มขึ้นของยอดขายอย่างมากจากปีก่อน จึงทำให้มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 11.87% และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 126.80% ทั้งนี้เนื่องจากมีบริษัทในกลุ่มนี้จำนวนหนึ่งที่มีการเพิ่มยอดขายจากหลักร้อยล้านมาเป็นหลักหมื่นกว่าล้านในปีต่อมา จึงส่งผลทำให้อัตรากำไรสุทธิของยอดขายแตกต่างกันสูงมาก นอกจากนี้สินทรัพย์รวม ณ วันที่ในงบแสดงฐานะการเงิน พบว่ามีความแตกต่างกันสูงเช่นกัน โดยมีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 198.08 ล้านบาท 274,317.40 ล้านบาท 13,279.83 ล้านบาท และ 27,985.89 ล้านบาท ตามลำดับ มูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ ซึ่งเป็นตัวชี้วัดมูลค่ากิจการพบว่า มีความแตกต่างกันสูงมากเช่นกัน โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 33.18 ล้านบาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 388,590.11 ล้านบาท และค่าเฉลี่ยเท่ากับ 10,977.51 ล้านบาท โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 33,554.55 ล้านบาท จึงสรุปได้ว่า คุณลักษณะต่างๆ ของบริษัทมีความแตกต่างกันภายในกลุ่มสูงมาก

ส่วนกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันมีทั้งหมด 528 บริษัท พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ (OS2) มีความแตกต่างกันมากเช่นกัน โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 2.29% ค่าสูงสุดเท่ากับ 98.48% ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 39.66% และมีส่วนเบี่ยงเบน

ตารางที่ 4.2 แสดงค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาจำแนกตามประเภทของผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้น
 สามัญส่วนใหญ่สูงสุด

| ตัวแปร | ประเภทผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่สูงสุด | | | | | | | | | | | |
|---------------|---|------------|-----------|------------------------------|-----------------------------|------------|-----------|------------------------------|-------------------------|--------------|------------|------------------------------|
| | ครอบครัว (677 บริษัท) | | | | นักลงทุนสถาบัน (528 บริษัท) | | | | หน่วยงานรัฐ (40 บริษัท) | | | |
| | ค่าต่ำสุด | ค่าสูงสุด | ค่าเฉลี่ย | ส่วน เบี่ยงเบน มาตรฐาน | ค่าต่ำสุด | ค่าสูงสุด | ค่าเฉลี่ย | ส่วน เบี่ยงเบน มาตรฐาน | ค่าต่ำสุด | ค่าสูงสุด | ค่าเฉลี่ย | ส่วน เบี่ยงเบน มาตรฐาน |
| OS1 (%) | 4.55 | 84.22 | 34.73 | 19.05 | | | | | | | | |
| OS2 (%) | | | | | 2.29 | 98.48 | 39.66 | 20.28 | | | | |
| OS3 (%) | | | | | | | | | 14.41 | 65.80 | 41.62 | 16.02 |
| EPS (บาท) | -24.09 | 19.71 | 0.42 | 1.74 | -24.57 | 158.02 | 2.01 | 9.18 | -5.52 | 46.74 | 6.51 | 12.47 |
| D/E (เท่า) | 0.02 | 20.01 | 1.48 | 2.25 | 0.02 | 11.14 | 0.99 | 1.03 | 0.23 | 21.00 | 1.96 | 3.73 |
| SG (%) | -88.44 | 3,152.57 | 11.87 | 126.80 | -91.36 | 2,545.74 | 12.86 | 119.75 | -20.15 | 165.05 | 11.39 | 29.64 |
| TA (ล้านบาท) | 198.08 | 274,317.40 | 13,279.83 | 27,985.89 | 449.60 | 634,733.23 | 34,100.75 | 87,323.17 | 1,639.96 | 2,484,438.68 | 362,490.81 | 607,534.49 |
| LNTA | 5.29 | 12.52 | 8.50 | 1.31 | 6.11 | 13.36 | 9.03 | 1.58 | 7.40 | 14.73 | 11.52 | 1.93 |
| MVE (ล้านบาท) | 33.18 | 388,590.11 | 10,977.51 | 33,554.55 | 138.30 | 790,512.92 | 30,799.47 | 85,564.87 | 835.07 | 1,576,677.39 | 204,184.01 | 351,958.43 |
| LN MVE | 3.50 | 12.87 | 7.97 | 1.49 | 4.93 | 13.58 | 8.62 | 1.75 | 6.73 | 14.27 | 10.86 | 1.95 |

มาตรฐานเท่ากับ 20.28% อัตรากำไรต่อหุ้น มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -24.57 บาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 158.02 บาท ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.01 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 9.18 บาท อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.02 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 11.14 เท่า ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.99 เท่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.03 เท่า สำหรับอัตรากำไรสุทธิของยอดขาย มีค่าต่ำสุด -91.36% แสดงถึงการลดลงอย่างมากของยอดขายจากปีก่อน มีความแตกต่างจากค่าสูงสุดเท่ากับ 2,545.74% ซึ่งแสดงให้เห็นถึงการเพิ่มขึ้นของยอดขายอย่างมากจากปีก่อน จึงทำให้มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 12.86% และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 119.75% เนื่องจากมีบริษัทในกลุ่มนี้จำนวนหนึ่งที่มีการเพิ่มยอดขายจากหลักล้านมาเป็นหลักร้อยล้านในปีต่อมา จึงส่งผลทำให้อัตรากำไรสุทธิของยอดขายแตกต่างกันสูงมาก เช่นเดียวกับกับสินทรัพย์รวม ณ วันที่ในงบแสดงฐานะการเงิน พบว่า มีความแตกต่างกันสูงเช่นกัน โดยมีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 449.60 ล้านบาท 634,733.23 ล้านบาท 34,100.75 ล้านบาท และ 87,323.17 ล้านบาทตามลำดับ นอกจากนี้มูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ พบว่า มีความแตกต่างกันสูงมากโดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 138.30 ล้านบาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 790,512.92 ล้านบาท ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 30,799.47 ล้านบาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 85,564.87 ล้านบาท จึงสรุปได้ว่า บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันมีคุณลักษณะที่แตกต่างกันภายในกลุ่มสูงมาก

ในขณะที่กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาลมีทั้งหมด 40 บริษัท พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ (OS3) มีความแตกต่างกันมากโดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 14.41% ค่าสูงสุดเท่ากับ 65.80% ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 41.62% และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 16.02% อัตรากำไรต่อหุ้น มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -5.52 บาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 46.74 บาท ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 6.51 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 12.47 บาท อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.23 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 21.00 เท่า ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.96 เท่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 3.73 เท่า อัตรากำไรสุทธิของยอดขาย มีค่าต่ำสุด -20.15% ค่าสูงสุด 165.05% ค่าเฉลี่ย 11.39% และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 29.64% นอกจากนี้สินทรัพย์รวม ณ วันที่ในงบแสดงฐานะการเงินพบว่า มีความแตกต่างกันสูงโดยมีค่าต่ำสุด 1,639.96 ล้านบาท ค่าสูงสุด 2,484,438.68 ล้านบาท ค่าเฉลี่ย 362,490.81 ล้านบาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 607,534.49 ล้านบาท ส่วนมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ พบว่า มีความแตกต่างกันสูงมากเช่นกัน โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 835.07 ล้านบาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 1,576,677.39 ล้านบาท และค่าเฉลี่ยเท่ากับ 204,184.01 ล้านบาท โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 351,958.43 ล้านบาท ซึ่งแสดงให้เห็นว่าคุณลักษณะต่างๆ ของบริษัทในกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาลมีความแตกต่างภายในกลุ่มเช่นกัน

สำหรับค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม และลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ เป็นการแปลงข้อมูลเดิมให้อยู่ในรูปของค่าลอการิทึมธรรมชาติ เพื่อลดความแตกต่างของฐานตัวเลข ซึ่งจะทำให้ความคลาดเคลื่อนในการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธีการทางสถิติลดลง

4.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ศึกษามีเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยแบ่งได้ดังนี้ ตัวแปรตาม คือ ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ และตัวแปรอิสระ คือ โครงสร้างผู้ถือหุ้น (OT) แบ่งได้ 3 กลุ่ม ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว โดยนักลงทุนสถาบัน และโดยหน่วยงานรัฐบาล ตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตรากำไรต่อหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราการเติบโตของยอดขาย ขนาดของบริษัทวัดจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม สำหรับตัวแปรกำกับ คือ คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ ในการวิเคราะห์จะแสดงให้เห็นถึงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ดังที่ปรากฏในตารางที่ 4.3 ถึงตารางที่ 4.6 สามารถอธิบายได้ดังนี้

ตารางที่ 4.3 แสดงการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

| | LN MVE | OT | EPS | D/E | SG | LNTA | IND | CG |
|--------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|--------|----|
| LN MVE | 1 | | | | | | | |
| OT | .293** | 1 | | | | | | |
| EPS | .229** | .173** | 1 | | | | | |
| D/E | -0.013 | -.077** | -.084** | 1 | | | | |
| SG | .061* | 0.003 | 0.004 | 0.002 | 1 | | | |
| LNTA | .824** | .302** | .161** | .185** | 0.021 | 1 | | |
| IND | -.179** | -.105** | -0.024 | .057* | -0.014 | -.100** | 1 | |
| CG | .232** | .097** | -0.037 | -.065* | -0.054 | .259** | -0.033 | 1 |

N = 1245

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

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

จากตารางที่ 4.3 จะเห็นว่าในภาพรวม โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เป็นบวกเท่ากับ .293 กล่าวคือ กลุ่มบริษัทที่มีลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล จะมีลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยครอบครัว

สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่า อัตรากำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) เท่ากับ .229 และ .173 ตามลำดับ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่า ไม่มีความสัมพันธ์กับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ แต่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นและอัตรากำไรต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -.077 และ -.084 ตามลำดับ อัตราการเติบโตของยอดขาย พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ .061 แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างผู้ถือหุ้น อัตรากำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ โครงสร้างผู้ถือหุ้น อัตรากำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ .824 .302 .161 และ .185 ตามลำดับ แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของยอดขาย ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ .057 และมีความสัมพันธ์เชิงลบกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ โครงสร้างผู้ถือหุ้น และลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -.0179 -.105 และ -.100 ตามลำดับ แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตรากำไรต่อหุ้น และอัตราการเติบโตของยอดขาย

ในขณะที่ตัวแปรกำกับ คือ คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ โครงสร้างผู้ถือหุ้น และลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ซึ่งค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ .232 .097 และ .259 ตามลำดับ และมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ -.065 แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตรากำไรต่อหุ้น อัตราการเติบโตของยอดขาย และประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม

ตารางต่อไปนี้เป็น การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่นำมาศึกษา โดยจำแนกการวิเคราะห์ในแต่ละกลุ่มบริษัทที่แบ่งตามโครงสร้างผู้ถือหุ้น ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.4 แสดงการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร-กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญ ส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้น โดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว

| | LN MVE | OS1 | EPS | D/E | SG | LNTA | IND | CG |
|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|----|
| LN MVE | 1 | | | | | | | |
| OS1 | .116** | 1 | | | | | | |
| EPS | .220** | 0.011 | 1 | | | | | |
| D/E | -.099* | .125** | -.083* | 1 | | | | |
| SG | .114** | -0.039 | 0.031 | 0.017 | 1 | | | |
| LNTA | .728** | 0.021 | .108** | .140** | 0.058 | 1 | | |
| IND | -.131** | -0.023 | 0.010 | .117** | 0.010 | 0.000 | 1 | |
| CG | .322** | 0.024 | 0.068 | -.097* | -.081* | .304** | 0.000 | 1 |

N = 677

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

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

จากตารางที่ 4.4 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้น โดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ .116

นอกจากนี้ตัวแปรควบคุมพบว่า อัตรากำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ .220 แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้น โดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้น โดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัวอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ .125 และมีความสัมพันธ์เชิงลบกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ และอัตรากำไรต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ -.099

กับ -.083 ตามลำดับ อัตราการเติบโตของยอดขาย พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ .114 แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้น โดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว อัตรากำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ อัตรากำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ .728 .108 และ .140 ตามลำดับ แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้น โดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัวและอัตราการเติบโตของยอดขาย ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -.131 และมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ .117 แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้น โดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว อัตรากำไรต่อหุ้น อัตราการเติบโตของยอดขาย และลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม

ในขณะที่ตัวแปรกำกับพบว่า คุณภาพการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกทั้งกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญและลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ .322 กับ .304 ตามลำดับ และมีความสัมพันธ์เชิงลบทั้งกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราการเติบโตของยอดขายอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -.097 กับ -.081 ตามลำดับ แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ อัตรากำไรต่อหุ้น และประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม

ตารางที่ 4.5 แสดงการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร-กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน

| | LNMVE | OS2 | EPS | D/E | SG | LNTA | IND | CG |
|-------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|----|
| LNMVE | 1 | | | | | | | |
| OS2 | 0.028 | 1 | | | | | | |
| EPS | .175** | 0.014 | 1 | | | | | |
| D/E | .262** | -.123** | -.123** | 1 | | | | |
| SG | 0.009 | -0.039 | -0.005 | -0.036 | 1 | | | |
| LNTA | .859** | -0.058 | .088* | .439** | -0.018 | 1 | | |
| IND | -.157** | -0.032 | -0.005 | -.090* | -0.046 | -.105* | 1 | |
| CG | 0.082 | -.127** | -.123** | 0.019 | -0.013 | .180** | -0.047 | 1 |

N = 528

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

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

จากตารางที่ 4.5 แสดงการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน จากการทดสอบพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันไม่มีความสัมพันธ์กับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ

นอกจากนี้ตัวแปรควบคุมพบว่า อัตรากำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ .175 แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ .262 และมีความสัมพันธ์เชิงลบกับสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันและอัตรากำไรต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -.123 อัตราการเติบโตของยอดขาย พบว่า ไม่มีความสัมพันธ์ทั้งกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน อัตรากำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ

ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญและอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ .859 กับ .439 ตามลำดับ และมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตรากำไรต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ .088 แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้น โดยนักลงทุนสถาบันและอัตราการเติบโตของยอดขาย ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -.157 และมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -.090 และ -.105 ตามลำดับ แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้น โดยนักลงทุนสถาบัน อัตรากำไรต่อหุ้น และอัตราการเติบโตของยอดขาย

สำหรับตัวแปรกำกับพบว่า คุณภาพการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราการเติบโตของยอดขาย และประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม แต่มีความสัมพันธ์เชิงลบทั้งกับสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้น โดยนักลงทุนสถาบันและอัตรากำไรต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -.127 กับ -.123 ตามลำดับ และมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ .180

ตารางที่ 4.6 แสดงการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร-กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล

| | LN MVE | OS3 | EPS | D/E | SG | LNTA | IND | CG |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----|
| LN MVE | 1 | | | | | | | |
| OS3 | .410** | 1 | | | | | | |
| EPS | .532** | -0.123 | 1 | | | | | |
| D/E | -0.198 | 0.103 | -0.231 | 1 | | | | |
| SG | 0.084 | -0.230 | 0.123 | -0.079 | 1 | | | |
| LNTA | .910** | .391* | .419** | 0.126 | 0.081 | 1 | | |
| IND | -0.120 | 0.097 | 0.094 | 0.233 | -0.111 | -0.065 | 1 | |
| CG | .344* | 0.249 | 0.080 | -0.018 | -0.042 | 0.232 | -0.030 | 1 |

N = 40

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

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

จากตารางที่ 4.6 จะเห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ .410

สำหรับตัวแปรควบคุมพบว่า อัตรากำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ .532 แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญและอัตรากำไรต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ .910 กับ .419 ตามลำดับ และมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ .391 แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราการเติบโตของยอดขาย ส่วนอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราการเติบโตของยอดขาย และประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับทุกตัวแปร

ในขณะที่ตัวแปรกำกับ พบว่า คุณภาพการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญเพียงตัวแปรเดียวอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ ระดับ .05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ .344

จากผลการวิเคราะห์ที่แสดงในตารางที่ 4.3 ถึงตารางที่ 4.6 สรุปได้ว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้น ในกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้น โดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ใน ครอบครัว และ กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้น โดยหน่วยงานรัฐบาล พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 หมายความว่า หากบริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นในอัตราร้อยละที่สูงขึ้น ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญของกิจการนั้น จะมีค่าสูงขึ้นด้วย ซึ่งแตกต่างกับกลุ่มสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้น โดยนักลงทุนสถาบัน พบว่าไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ

สำหรับตัวแปรควบคุมและตัวแปรกำกับในกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้น โดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว พบว่า ตัวแปรควบคุมทุกตัวและตัวแปรกำกับมีความสัมพันธ์กับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนในกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้น โดยนักลงทุนสถาบัน พบว่า ตัวแปรควบคุมทุกตัว ยกเว้นอัตรากำไรสุทธิของยอดขายกับตัวแปรกำกับคือคุณภาพการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ ในขณะที่ในกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้น โดยหน่วยงานรัฐบาล พบว่า ตัวแปรควบคุมทุกตัว ยกเว้นอัตรากำไรสุทธิของยอดขาย อัตรากำไรสุทธิของยอดขาย และ ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม ไม่มีความสัมพันธ์กับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ

4.3 การวิเคราะห์ผลกระทบของสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญโดยมีคุณภาพการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวแปรกำกับ

การวิเคราะห์ผลกระทบของสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญโดยมีคุณภาพการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวแปรกำกับมีแนวทางการวิเคราะห์โดยแยกกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่างตามประเภทโครงสร้างผู้ถือหุ้นซึ่งแบ่งเป็นกลุ่มที่ 1 กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว กลุ่มที่ 2 กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน และกลุ่มที่ 3 กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล โดยสัดส่วนการถือหุ้นส่วนใหญ่จะวัดจากอัตราร้อยละการถือหุ้นสามัญที่มากที่สุดเป็นอันดับ 1 จากข้อมูลผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก ซึ่งปรากฏในรายงาน 56-1 ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่าง จะอธิบายผลการวิเคราะห์ของแต่ละกลุ่มในหัวข้อย่อยต่างๆ ซึ่งผลการวิเคราะห์ทั้งหมดจะแสดงในตารางที่ 4.7 ถึงตารางที่ 4.24 ดังต่อไปนี้

4.3.1 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์และผลกระทบของสัดส่วนการถือหุ้นส่วนใหญ่ต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ-กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว

ในการวิเคราะห์ใช้แบบจำลองความสัมพันธ์ ซึ่งเขียนในรูปแบบสมการเส้นตรง ทั้งหมด 3 สมการด้วยกัน เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบอิทธิพลของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นส่วนใหญ่และลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ ดังนี้

$$\text{LNMVE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{OS1}_{it} + \beta_2 \text{EPS}_{it} + \beta_3 \text{D/E}_{it} + \beta_4 \text{SG}_{it} + \beta_5 \text{LNTA}_{it} + \beta_6 \text{IND}_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots(1)$$

$$\text{LNMVE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{OS1}_{it} + \beta_2 \text{EPS}_{it} + \beta_3 \text{D/E}_{it} + \beta_4 \text{SG}_{it} + \beta_5 \text{LNTA}_{it} + \beta_6 \text{IND}_{it} + \beta_7 \text{CG}_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(2)$$

$$\text{LNMVE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{OS1}_{it} + \beta_2 \text{EPS}_{it} + \beta_3 \text{D/E}_{it} + \beta_4 \text{SG}_{it} + \beta_5 \text{LNTA}_{it} + \beta_6 \text{IND}_{it} + \beta_7 \text{CG}_{it} + \beta_8 \text{OS1} * \text{CG}_{it} + \epsilon_{it} \dots\dots\dots (3)$$

ตารางที่ 4.7 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในภาพรวมของแบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (1)

| Model | R | R Square (R ²) | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin- Watson | F | Sig |
|-------|-------------------|-------------------------------|----------------------|-------------------------------|-------------------|--------|------|
| 1 | .786 ^a | .618 | .615 | .92680 | 1.677 | 180.87 | .000 |

a. Predictors: (Constant), OS1, EPS, D/E, SG, LNTA, IND

b. Dependent Variable: LNMVE

จากตารางที่ 4.7 พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่และตัวแปรควบคุมในแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงที่ (1) มีความสัมพันธ์กับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยมีสัมประสิทธิ์แห่งการตัดสินใจ (R²) = .618 หมายความว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญและตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญได้มากถึง 61.8% ส่วนอีก 38.2% เกิดจากอิทธิพลของตัวแปรอื่นที่ไม่ได้นำมาพิจารณา นอกจากนี้ค่า Durbin-Watson ซึ่งเท่ากับ 1.677 มีค่ามากกว่า 1.5 จึงกล่าวได้ว่า ค่าความคาดเคลื่อนของแบบจำลองความสัมพันธ์จะเป็นอิสระต่อกัน

การทดสอบผลกระทบของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมที่มีต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญจะพิจารณาจากผลการทดสอบค่าสถิติ t ของตัวแปรตามและตัวแปรควบคุม ซึ่งขนาดและทิศทางของผลกระทบจะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Unstandardized Coefficients) ดังที่ปรากฏในตารางที่ 4.8

ตารางที่ 4.8 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม - แบบจำลอง
ความสัมพันธ์ที่ (1)

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. | 95.0% Confidence Interval for B | | Collinearity Statistics | |
|--------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|---------------------------------|-------------|-------------------------|-------|
| | B | Std. Error | Beta | | | Lower Bound | Upper Bound | Tolerance | VIF |
| | | | | | | | | | |
| 1 (Constant) | 1.037 | .257 | | 4.032 | .000 | .532 | 1.543 | | |
| OSI | .010 | .002 | .125 | 5.189 | .000 | .006 | .014 | .981 | 1.020 |
| EPS | .105 | .021 | .122 | 5.049 | .000 | .064 | .145 | .977 | 1.024 |
| D/E | -.130 | .016 | -.196 | -7.955 | .000 | -.162 | -.098 | .941 | 1.063 |
| SG | .001 | .000 | .077 | 3.207 | .001 | .000 | .001 | .994 | 1.006 |
| LNTA | .836 | .028 | .735 | 30.214 | .000 | .781 | .890 | .963 | 1.038 |
| IND | -.082 | .018 | -.107 | -4.458 | .000 | -.118 | -.046 | .984 | 1.016 |

a. Dependent Variable: LNMVE

จากตารางที่ 4.8 ในกลุ่มบริษัทดังกล่าว พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่มีผลกระทบทางบวกต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 กล่าวคือ บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัวในอัตราร้อยละที่มากขึ้น ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญของบริษัทจะเพิ่มขึ้นไปด้วย

สำหรับตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตรากำไรต่อหุ้น อัตราการเติบโตของยอดขาย และลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมมีผลกระทบทางบวกต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ยกเว้นอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นกับประเภทอุตสาหกรรม ซึ่งส่งผลกระทบทางลบต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ หมายความว่า บริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงกว่าจะมีลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญน้อยกว่า ในทำนองเดียวกันกับประเภทอุตสาหกรรมที่ส่งผลกระทบทางลบต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ หมายความว่า บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมท้ายๆ เช่น สินค้าอุปโภคบริโภค อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง จะมี

ลอการิทีมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญน้อยกว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม
ต้นๆ เช่น เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ทรัพยากร เป็นต้น

ในขณะที่การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ในที่นี้จะพิจารณาที่ค่า
Tolerance และค่า VIF ซึ่งมีค่าอยู่ระหว่าง 1.0 - 2.0 แสดงว่า แม้ว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม
จะมีความสัมพันธ์ระหว่างกัน แต่อยู่ในระดับที่ไม่ทำให้เกิดปัญหาในการใช้วิธีวิเคราะห์ความ
ถดถอย

การวิเคราะห์ผลกระทบของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อลอการิทีมธรรมชาติของ
มูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญโดยใช้แบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงในสมการที่ (2) ผล
การวิเคราะห์สามารถอธิบายได้ดังนี้

ตารางที่ 4.9 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในภาพรวมของแบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (2)

| Model | R | R Square (R ²) | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin- Watson | F | Sig |
|-------|-------------------|-------------------------------|----------------------|-------------------------------|-------------------|--------|------|
| 1 | .790 ^a | .625 | .621 | .91980 | 1.629 | 159.01 | .000 |

a. Predictors: (Constant), OS1, EPS, D/E, SG, LNTA, IND, CG

b. Dependent Variable: LNMVE

จากตารางที่ 4.9 แบบจำลองความสัมพันธ์ที่ได้เพิ่มตัวแปรอิสระที่สนใจศึกษาเข้าไป คือ
คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ ในฐานะตัวแปรกำกับ เพื่อที่จะทดสอบผลกระทบที่มีต่อคุณภาพการ
กำกับดูแลกิจการ ซึ่งพบว่า มีผลทำให้สัมประสิทธิ์แห่งการตัดสินใจ (R²) เพิ่มขึ้นจากเดิม (.618)
เป็น .625 โดยตัวแปรอิสระและตัวกำกับในแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงที่ (2) มี
ความสัมพันธ์กับลอการิทีมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่
ระดับ .01 จึงกล่าวได้ว่า สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในลอการิทีมธรรมชาติของมูลค่าตลาด
รวมของหุ้นสามัญของบริษัทได้มากถึง 62.5% นอกจากนี้ค่า Durbin-Watson ซึ่งเท่ากับ 1.629 มีค่า
มากกว่า 1.5 จึงกล่าวได้ว่า ค่าความคาดเคลื่อนของแบบจำลองความสัมพันธ์จะเป็นอิสระต่อกัน

ในการทดสอบผลกระทบของตัวแปรที่มีต่อลอการิทีมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของ
หุ้นสามัญจะพิจารณาจากผลการทดสอบค่าสถิติ t ซึ่งขนาดและทิศทางของผลกระทบจะพิจารณา
จากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Unstandardized Coefficients) ดังที่ปรากฏในตารางที่ 4.10

ตารางที่ 4.10 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม - แบบจำลอง
ความสัมพันธ์ที่ (2)

| Model | Unstandardized | | Standardized | | t | Sig. | 95.0% Confidence Interval for B | | Collinearity Statistics | |
|--------------|----------------|---------------|--------------|--|--------|------|---------------------------------------|----------------|----------------------------|-------|
| | Coefficients | | Coefficients | | | | Lower Bound | Upper Bound | Tolerance | VIF |
| | B | Std. Error | Beta | | | | | | | |
| 1 (Constant) | 1.064 | .255 | | | 4.165 | .000 | .562 | 1.566 | | |
| OS1 | .010 | .002 | .122 | | 5.114 | .000 | .006 | .013 | .980 | 1.021 |
| EPS | .103 | .021 | .120 | | 5.005 | .000 | .063 | .143 | .976 | 1.024 |
| D/E | -.122 | .016 | -.183 | | -7.426 | .000 | -.154 | -.090 | .920 | 1.087 |
| SG | .001 | .000 | .085 | | 3.561 | .000 | .000 | .002 | .983 | 1.017 |
| LNTA | .804 | .029 | .707 | | 27.712 | .000 | .747 | .861 | .862 | 1.160 |
| IND | -.083 | .018 | -.109 | | -4.556 | .000 | -.119 | -.047 | .984 | 1.016 |
| CG | .308 | .092 | .085 | | 3.352 | .001 | .127 | .488 | .876 | 1.141 |

a. Dependent Variable: LNMVE

จากตารางที่ 4.10 จะเห็นได้ว่า เมื่อเพิ่มตัวแปรอิสระ คือ คุณภาพการกำกับดูแลกิจการในฐานะตัวแปรกำกับ พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ในกลุ่มที่ 1 ซึ่งเป็นกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว และตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตรากำไรต่อหุ้น อัตราการเติบโตของยอดขาย และลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม มีผลกระทบทางบวกต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ส่วนอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นกับประเภทอุตสาหกรรมยังคงส่งผลกระทบทางลบต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 เช่นเดียวกันกับที่กล่าวไว้ข้างต้น

สำหรับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ พบว่า มีผลกระทบทางบวกต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 หมายความว่า บริษัทในกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว และได้รับการกำกับดูแลกิจการในระดับที่ดีขึ้นไป ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญของบริษัทจะเพิ่มขึ้นไปด้วย

ในขณะที่การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ในที่นี้จะพิจารณาที่ค่า Tolerance และค่า VIF ซึ่งมีค่าอยู่ระหว่าง 1.0 - 2.0 แสดงว่า แม้ว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม จะมีความสัมพันธ์ระหว่างกัน แต่อยู่ในระดับที่ไม่ทำให้เกิดปัญหาในการใช้วิธีวิเคราะห์ความถดถอย

การตรวจสอบอิทธิพลของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของผู้ถือหุ้นสามัญ ในที่นี้ใช้แบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงที่ (3) ซึ่งอิทธิพลดังกล่าวจะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัวกับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (OSI*CG) ในแบบจำลองความสัมพันธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ผลการวิเคราะห์อธิบายได้ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.11 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในภาพรวมของแบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (3)

| Model | R | R Square (R ²) | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson | F | Sig |
|-------|-------------------|----------------------------|-------------------|----------------------------|---------------|--------|------|
| 1 | .793 ^a | .629 | .624 | .91528 | 1.672 | 141.46 | .000 |

a. Predictors: (Constant), OSI, EPS, D/E, SG, LNTA, IND, CG, OSI*CG

b. Dependent Variable: LNMVE

จากตารางที่ 4.11 แสดงให้เห็นว่า เมื่อเพิ่มตัวแปรกำกับ คือ ปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัวกับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ พบว่า มีผลทำให้สัมประสิทธิ์แห่งการตัดสินใจ (R²) เพิ่มขึ้นจากเดิม (.625) เป็น .629 โดยตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุม และตัวแปรกำกับในแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงที่ (3) มีความสัมพันธ์กับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของผู้ถือหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 จึงกล่าวได้ว่า สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของผู้ถือหุ้นสามัญของบริษัทได้มากถึง 62.9% นอกจากนี้ค่า Durbin-Watson ซึ่งเท่ากับ 1.672 มีค่ามากกว่า 1.5 จึงกล่าวได้ว่า ค่าความคาดเคลื่อนของแบบจำลองความสัมพันธ์จะเป็นอิสระต่อกัน

การทดสอบอิทธิพลของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัวกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญจะพิจารณาจากผลการทดสอบค่าสถิติ t ซึ่งขนาดและทิศทางของผลกระทบจะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Unstandardized Coefficients) ดังที่ปรากฏในตารางที่ 4.12

ตารางที่ 4.12 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม - แบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (3)

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. | 95.0% Confidence Interval for B | | Collinearity Statistics | |
|--------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|---------------------------------|-------------|-------------------------|-------|
| | B | Std. Error | Beta | | | Lower Bound | Upper Bound | Tolerance | VIF |
| | | | | | | | | | |
| 1 (Constant) | .765 | .276 | | 2.769 | .006 | .222 | 1.308 | | |
| OS1 | .019 | .004 | .248 | 4.834 | .000 | .012 | .027 | .211 | 4.729 |
| EPS | .100 | .020 | .117 | 4.884 | .000 | .060 | .140 | .974 | 1.027 |
| D/E | -.124 | .016 | -.187 | -7.595 | .000 | -.156 | -.092 | .918 | 1.090 |
| SG | .001 | .000 | .088 | 3.684 | .000 | .000 | .002 | .982 | 1.018 |
| LNTA | .802 | .029 | .705 | 27.766 | .000 | .745 | .859 | .861 | 1.161 |
| IND | -.086 | .018 | -.113 | -4.736 | .000 | -.122 | -.050 | .980 | 1.020 |
| CG | .736 | .180 | .203 | 4.090 | .000 | .383 | 1.089 | .226 | 4.425 |
| OS1*CG | -.012 | .005 | -.185 | -2.763 | .006 | -.021 | -.004 | .123 | 8.100 |

a. Dependent Variable: LNMVE

จากตารางที่ 4.12 จะเห็นได้ว่า เมื่อเพิ่มตัวแปรกำกับ คือ ปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัวกับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่และตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตรากำไรต่อหุ้น อัตราการเติบโตของยอดขาย และลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม ส่งผลกระทบบวกต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กับประเภทยุทธศาสตร์ยังคงส่งผลกระทบบวกต่อ

ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 เช่นเดียวกันกับที่กล่าวไว้ข้างต้น ในขณะที่คุณภาพการกำกับดูแลกิจการยังคงส่งผลกระทบต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 แต่เมื่อเพิ่มปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ จะเห็นว่าค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ มีค่าเพิ่มขึ้นอย่างมากจากเดิม .308 เป็น .736 โดยปฏิสัมพันธ์ร่วมดังกล่าวกลับส่งผลกระทบต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ด้วยค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยเท่ากับ -.012 จึงกล่าวได้ว่า คุณภาพการกำกับดูแลกิจการจะเป็นตัวแปรกำกับที่ทำให้ผลกระทบของสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ที่มีต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญลดลง โดยที่คุณภาพการกำกับดูแลจะมีผลกระทบต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญมากขึ้น

นอกจากนี้การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ซึ่งพิจารณาจากค่า VIF พบว่า ค่า VIF ของตัวแปรที่ทำการศึกษา มีค่าตั้งแต่ 1.018 - 8.100 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 10 แสดงว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระอยู่ในระดับที่ไม่ทำให้เกิดปัญหาในการใช้วิธีวิเคราะห์ความถดถอย

4.3.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์และผลกระทบของสัดส่วนการถือหุ้นส่วนใหญ่ต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ-กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน

ในการวิเคราะห์ใช้แบบจำลองความสัมพันธ์ ซึ่งเขียนในรูปสมการเส้นตรง ทั้งหมด 3 สมการด้วยกัน เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบอิทธิพลของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นส่วนใหญ่และลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ ดังนี้

$$\text{LNMVE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{OS2}_{it} + \beta_2 \text{EPS}_{it} + \beta_3 \text{D/E}_{it} + \beta_4 \text{SG}_{it} + \beta_5 \text{LNTA}_{it} + \beta_6 \text{IND}_{it} + \varepsilon_{it} \dots (4)$$

$$\text{LNMVE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{OS2}_{it} + \beta_2 \text{EPS}_{it} + \beta_3 \text{D/E}_{it} + \beta_4 \text{SG}_{it} + \beta_5 \text{LNTA}_{it} + \beta_6 \text{IND}_{it} + \beta_7 \text{CG}_{it} + \varepsilon_{it} \dots (5)$$

$$\text{LNMVE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{OS2}_{it} + \beta_2 \text{EPS}_{it} + \beta_3 \text{D/E}_{it} + \beta_4 \text{SG}_{it} + \beta_5 \text{LNTA}_{it} + \beta_6 \text{IND}_{it} + \beta_7 \text{CG}_{it} + \beta_8 \text{OS2} * \text{CG}_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (6)$$

ตารางที่ 4.13 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในภาพรวมของแบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (4)

| Model | R | R Square (R ²) | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson | F | Sig |
|-------|-------------------|-------------------------------|----------------------|-------------------------------|---------------|--------|------|
| 1 | .878 ^a | .771 | .768 | .84465 | 1.975 | 291.55 | .000 |

a. Predictors: (Constant), OS2, EPS, D/E, SG, LNTA, IND

b. Dependent Variable: LNMVE

จากตารางที่ 4.13 พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่และตัวแปรควบคุมในแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงที่ (4) มีความสัมพันธ์กับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยมีสัมประสิทธิ์แห่งการตัดสินใจ (R²) = .771 หมายความว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญและตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญได้มากถึง 77.1% ส่วนอีก 22.9% เกิดจากอิทธิพลของตัวแปรอื่นที่ไม่ได้นำมาพิจารณา นอกจากนี้ค่า Durbin-Watson ซึ่งเท่ากับ 1.975 มีค่ามากกว่า 1.5 จึงกล่าวได้ว่า ค่าความคาดเคลื่อนของแบบจำลองความสัมพันธ์จะเป็นอิสระต่อกัน

การทดสอบผลกระทบของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมที่มีต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญจะพิจารณาจากผลการทดสอบค่าสถิติ t ของตัวแปรตามและตัวแปรควบคุม ซึ่งขนาดและทิศทางของผลกระทบจะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Unstandardized Coefficients) ดังที่ปรากฏในตารางที่ 4.14

ตารางที่ 4.14 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม - แบบจำลอง
ความสัมพันธ์ที่ (4)

| Model | Unstandardized | | Standardized | | 95.0% Confidence Interval for B | | Collinearity Statistics | | |
|--------------|----------------|------------|--------------|--------|---------------------------------|-------------|-------------------------|------|-------|
| | Coefficients | | Coefficients | | Lower Bound | Upper Bound | Tolerance | VIF | |
| | B | Std. Error | Beta | t | | | | | Sig. |
| 1 (Constant) | -.194 | .260 | | -.746 | .456 | -.704 | .317 | | |
| OS2 | .005 | .002 | .063 | 2.955 | .003 | .002 | .009 | .981 | 1.019 |
| EPS | .015 | .004 | .080 | 3.756 | .000 | .007 | .023 | .960 | 1.042 |
| D/E | -.206 | .041 | -.121 | -5.071 | .000 | -.286 | -.126 | .769 | 1.301 |
| SG | .000 | .000 | .020 | .951 | .342 | .000 | .001 | .994 | 1.006 |
| LNTA | 1.001 | .026 | .902 | 38.042 | .000 | .949 | 1.053 | .783 | 1.277 |
| IND | -.063 | .019 | -.070 | -3.292 | .001 | -.100 | -.025 | .982 | 1.018 |

a. Dependent Variable: LNMVE

จากตารางที่ 4.14 จะเห็นว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ในกลุ่มที่ 2 ซึ่งเป็นกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันมีผลกระทบทางบวกต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 กล่าวคือ บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันในอัตราร้อยละที่มากขึ้น ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญของบริษัทจะเพิ่มขึ้นไปด้วย

สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่า อัตรากำไรต่อหุ้นกับลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมมีผลกระทบทางบวกต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ส่วนอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและประเภทอุตสาหกรรมมีผลกระทบทางลบต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 หมายความว่า บริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงกว่าจะมีลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญของบริษัทน้อยกว่า ในทำนองเดียวกัน บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆ เช่น สินค้าอุปโภคบริโภค อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง จะมีลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญของบริษัทน้อยกว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม

ต้นๆ เช่น เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ทรัพยากร เป็นต้น ยกเว้นอัตราการเติบโตของยอดขายที่ไม่ส่งผลกระทบต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ

ในขณะที่การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ในที่นี้จะพิจารณาที่ค่า Tolerance และค่า VIF ซึ่งมีค่าอยู่ระหว่าง 1.0 - 2.0 แสดงว่า แม้ว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมจะมีความสัมพันธ์ระหว่างกัน แต่อยู่ในระดับที่ไม่ทำให้เกิดปัญหาในการใช้วิธีวิเคราะห์ความถดถอย

การวิเคราะห์ผลกระทบของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ โดยใช้แบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงในสมการที่ (5) ผลการวิเคราะห์สามารถอธิบายได้ดังนี้

ตารางที่ 4.15 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในภาพรวมของแบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (5)

| Model | R | R Square (R ²) | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin- Watson | F | Sig |
|-------|-------------------|-------------------------------|----------------------|-------------------------------|-------------------|--------|------|
| 1 | .880 ^a | .775 | .772 | .83741 | 1.990 | 255.68 | .000 |

a. Predictors: (Constant), OS2, EPS, D/E, SG, LNTA, IND, CG

b. Dependent Variable: LNMVE

จากตารางที่ 4.15 เมื่อเพิ่มตัวแปรอิสระลงไปแบบจำลองความสัมพันธ์ คือ คุณภาพการกำกับดูแลกิจการในฐานะตัวแปรกำกับ พบว่า มีผลทำให้สัมประสิทธิ์แห่งการตัดสินใจ (R²) เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากเดิม (.771) เป็น .775 โดยตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมในแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงที่ (5) มีความสัมพันธ์กับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 จึงกล่าวได้ว่า สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญของบริษัทได้มากถึง 77.5% นอกจากนี้ค่า Durbin-Watson ซึ่งเท่ากับ 1.990 มีค่ามากกว่า 1.5 จึงกล่าวได้ว่า ค่าความคาดเคลื่อนของแบบจำลองความสัมพันธ์จะเป็นอิสระต่อกัน

ในการทดสอบผลกระทบของตัวแปรที่มีต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญจะพิจารณาจากผลการทดสอบค่าสถิติ t ซึ่งขนาดและทิศทางของผลกระทบจะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Unstandardized Coefficients) ดังที่ปรากฏในตารางที่ 4.16

ตารางที่ 4.16 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม - แบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (5)

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. | 95.0% Confidence Interval for B | | Collinearity Statistics | |
|--------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|---------------------------------|-------------|-------------------------|-------|
| | B | Std. Error | Beta | | | Lower Bound | Upper Bound | Tolerance | VIF |
| | | | | | | | | | |
| 1 (Constant) | -.022 | .263 | | -.084 | .933 | -.539 | .495 | | |
| OS2 | .005 | .002 | .054 | 2.538 | .011 | .001 | .008 | .964 | 1.037 |
| EPS | .013 | .004 | .070 | 3.239 | .001 | .005 | .021 | .936 | 1.069 |
| D/E | -.220 | .041 | -.130 | -5.438 | .000 | -.300 | -.141 | .759 | 1.317 |
| SG | .000 | .000 | .019 | .890 | .374 | .000 | .001 | .994 | 1.006 |
| LNTA | 1.019 | .027 | .918 | 38.169 | .000 | .967 | 1.072 | .748 | 1.337 |
| IND | -.065 | .019 | -.072 | -3.445 | .001 | -.102 | -.028 | .980 | 1.020 |
| CG | -.327 | .103 | -.069 | -3.170 | .002 | -.530 | -.124 | .922 | 1.084 |

a. Dependent Variable: LNMVE

จากตารางที่ 4.16 จะเห็นได้ว่าการเพิ่มตัวแปรอิสระที่สนใจ คือ คุณภาพการกำกับดูแลกิจการในฐานะตัวแปรกำกับ พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่และตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตรากำไรต่อหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม และประเภทอุตสาหกรรม ยังคงมีผลกระทบต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ยกเว้นอัตราการเติบโตของยอดขายที่ไม่ส่งผลกระทบต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ ซึ่งเป็นไปในลักษณะเช่นเดียวกันกับที่กล่าวไว้ข้างต้น

สำหรับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ พบว่า มีผลกระทบทางลบต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยค่าสัมประสิทธิ์ความ

ถดถอยเท่ากับ $-.327$ จะเห็นได้ว่ามีความแตกต่างไปจากกลุ่มแรก กล่าวคือ เมื่อบริษัทได้รับการประเมินคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในระดับที่มากกว่าดีขึ้นไป จะส่งผลให้ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญของบริษัทลดลง

นอกจากนี้การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ในที่นี้จะพิจารณาที่ค่า Tolerance และค่า VIF ซึ่งมีค่าอยู่ระหว่าง $1.0-2.0$ แสดงว่า แม้ว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม จะมีความสัมพันธ์ระหว่างกัน แต่อยู่ในระดับที่ไม่ทำให้เกิดปัญหาในการใช้วิธีวิเคราะห์ความถดถอย

การตรวจสอบอิทธิพลของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ ในที่นี้ใช้แบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงที่ (6) ซึ่งอิทธิพลดังกล่าวจะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันกับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ ($OS2*CG$) ในแบบจำลองความสัมพันธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ผลการวิเคราะห์หืออธิบายได้ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.17 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในภาพรวมของแบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (6)

| Model | R | R Square (R ²) | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin- Watson | F | Sig |
|-------|-------------------|-------------------------------|----------------------|-------------------------------|-------------------|--------|------|
| 1 | .881 ^a | .775 | .772 | .83720 | 1.979 | 223.99 | .000 |

a. Predictors: (Constant), OS2, EPS, D/E, SG, LNTA, IND, CG, OS2*CG

b. Dependent Variable: LNMVE

จากตารางที่ 4.17 เมื่อเพิ่มตัวแปรกำกับ คือ ปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันกับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ พบว่า มีผลทำให้สัมประสิทธิ์แห่งการตัดสินใจ (R^2) ยังคงเท่าเดิม คือ $.775$ โดยที่ตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุม และตัวแปรกำกับในแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงที่ (6) มีความสัมพันธ์กับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ $.01$ จึงกล่าวได้ว่าสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญของบริษัทได้มากถึง 77.5% นอกจากนี้ค่า Durbin-Watson ซึ่งเท่ากับ 1.979 มีค่ามากกว่า 1.5 จึงกล่าวได้ว่า ค่าความคาดเคลื่อนของแบบจำลองความสัมพันธ์จะเป็นอิสระต่อกัน

ในการทดสอบอิทธิพลของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญจะพิจารณาจากผลการทดสอบค่าสถิติ t ซึ่งขนาดและทิศทางของผลกระทบจะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Unstandardized Coefficients) ดังที่ปรากฏในตารางที่ 4.18

ตารางที่ 4.18 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม - แบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (6)

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. | 95.0% Confidence Interval for B | | Collinearity Statistics | |
|--------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|---------------------------------|-------------|-------------------------|-------|
| | B | Std. Error | Beta | | | Lower Bound | Upper Bound | Tolerance | VIF |
| | | | | | | | | | |
| 1 (Constant) | -.201 | .308 | | -.654 | .514 | -.806 | .404 | | |
| OS2 | .008 | .004 | .098 | 2.187 | .029 | .001 | .016 | .215 | 4.644 |
| EPS | .013 | .004 | .069 | 3.207 | .001 | .005 | .021 | .935 | 1.069 |
| D/E | -.222 | .041 | -.131 | -5.485 | .000 | -.302 | -.143 | .758 | 1.320 |
| SG | .000 | .000 | .018 | .867 | .386 | .000 | .001 | .993 | 1.007 |
| LNTA | 1.020 | .027 | .919 | 38.190 | .000 | .967 | 1.072 | .748 | 1.338 |
| IND | -.064 | .019 | -.071 | -3.396 | .001 | -.101 | -.027 | .979 | 1.022 |
| CG | -.112 | .219 | -.023 | -.510 | .610 | -.541 | .318 | .206 | 4.861 |
| OS2*CG | -.005 | .004 | -.064 | -1.120 | .263 | -.014 | .004 | .134 | 7.482 |

a. Dependent Variable: LNMVE

จากตารางที่ 4.18 จะเห็นได้ว่า เมื่อเพิ่มปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่และตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตรากำไรต่อหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม และประเภทอุตสาหกรรม ยังคงมีผลกระทบต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ยกเว้นอัตราการเติบโตของยอดขายที่ไม่ส่งผลกระทบต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญเช่นเดียวกันกับที่กล่าวไว้

ข้างต้น แต่สำหรับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ กลับพบว่าไม่มีผลกระทบต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ เช่นเดียวกันกับปฏิสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ จึงอาจกล่าวได้ว่า นักลงทุนที่นิยมลงทุนในบริษัทกลุ่มนี้ ไม่ให้ความสำคัญต่อคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ โดยให้ความสำคัญต่อสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ ซึ่งส่งผลกระทบต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ

นอกจากนี้การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ซึ่งพิจารณาจากค่า VIF พบว่า ค่า VIF ของตัวแปรที่ทำการศึกษา มีค่าตั้งแต่ 1.007 - 7.482 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 10 แสดงว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระอยู่ในระดับที่ไม่ทำให้เกิดปัญหาในการใช้วิธีวิเคราะห์ความถดถอย

4.3.3 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์และผลกระทบของสัดส่วนการถือหุ้นส่วนใหญ่ต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ-กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล

ในการวิเคราะห์ใช้แบบจำลองความสัมพันธ์ ซึ่งเขียนในรูปสมการเส้นตรงทั้งหมด 3 สมการด้วยกัน เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบอิทธิพลของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นและลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ ดังนี้

$$\text{LNMVE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{OS3}_{it} + \beta_2 \text{EPS}_{it} + \beta_3 \text{D/E}_{it} + \beta_4 \text{SG}_{it} + \beta_5 \text{LNTA}_{it} + \beta_6 \text{IND}_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots(7)$$

$$\text{LNMVE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{OS3}_{it} + \beta_2 \text{EPS}_{it} + \beta_3 \text{D/E}_{it} + \beta_4 \text{SG}_{it} + \beta_5 \text{LNTA}_{it} + \beta_6 \text{IND}_{it} + \beta_7 \text{CG}_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(8)$$

$$\text{LNMVE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{OS3}_{it} + \beta_2 \text{EPS}_{it} + \beta_3 \text{D/E}_{it} + \beta_4 \text{SG}_{it} + \beta_5 \text{LNTA}_{it} + \beta_6 \text{IND}_{it} + \beta_7 \text{CG}_{it} + \beta_8 \text{OS3} * \text{CG}_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(9)$$

ตารางที่ 4.19 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในภาพรวมของแบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (7)

| Model | R | R Square (R ²) | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson | F | Sig |
|-------|-------------------|-------------------------------|----------------------|-------------------------------|---------------|-------|------|
| 1 | .972 ^a | .945 | .935 | .49797 | 1.286 | 93.94 | .000 |

a. Predictors: (Constant), OS3, EPS, D/E, SG, LNTA, IND

b. Dependent Variable: LNMVE

จากตารางที่ 4.19 พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญและตัวแปรควบคุมในแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงที่ (7) มีความสัมพันธ์กับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยมีสัมประสิทธิ์แห่งการตัดสินใจ (R²) เท่ากับ .945 หมายความว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญและตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญได้มากถึง 94.5% ส่วนอีก 5.5% เกิดจากอิทธิพลของตัวแปรอื่นที่ไม่ได้นำมาพิจารณา นอกจากนี้ค่า Durbin-Watson ซึ่งเท่ากับ 1.286 มีค่าน้อยกว่า 1.5 จึงกล่าวได้ว่า ค่าความคาดเคลื่อนของแบบจำลองมีความสัมพันธ์ภายในตัวเอง

การทดสอบผลกระทบของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมที่มีต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ จะพิจารณาจากผลการทดสอบค่าสถิติ t ของตัวแปรตามและตัวแปรควบคุม ซึ่งขนาดและทิศทางของผลกระทบจะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Unstandardized Coefficients) ดังที่ปรากฏในตารางที่ 4.20

ในตารางที่ 4.20 จะเห็นว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ในกลุ่มที่ 3 ซึ่งเป็นกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล พบว่า มีผลกระทบทางบวกต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 กล่าวคือ บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยหน่วยงานรัฐบาลในอัตราร้อยละที่มากขึ้น ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญของบริษัทจะเพิ่มขึ้นไปด้วย

สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่า อัตรากำไรต่อหุ้น และลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม มีผลกระทบทางบวกต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ส่วนอัตรากำไรต่อหุ้นส่วนนี้ สันต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีผลกระทบทางลบต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 หมายความว่า บริษัทที่มีอัตรากำไรต่อหุ้นส่วนนี้ สันต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงกว่า ค่าลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวม

ของหุ้นสามัญของบริษัทจะน้อยกว่า ส่วนอัตราการเติบโตของยอดขาย และประเภทอุตสาหกรรม ไม่ส่งผลกระทบต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ

ในขณะที่การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ในที่นี้จะพิจารณาที่ค่า Tolerance และค่า VIF ซึ่งมีค่าอยู่ระหว่าง 1.0 - 2.0 แสดงว่า แม้ว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม จะมีความสัมพันธ์ระหว่างกัน แต่อยู่ในระดับที่ไม่ทำให้เกิดปัญหาในการใช้วิธีวิเคราะห์ความ ถดถอย

ตารางที่ 4.20 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม - แบบจำลอง ความสัมพันธ์ที่ (7)

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | | t | Sig. | 95.0% Confidence Interval for B | | Collinearity Statistics | |
|--------------|-----------------------------|------------|---------------------------|------|--------|------|---------------------------------|-------------|-------------------------|-------|
| | B | Std. Error | Beta | Beta | | | Lower Bound | Upper Bound | Tolerance | VIF |
| | | | | | | | | | | |
| 1 (Constant) | .727 | .597 | | | 1.219 | .231 | -.487 | 1.941 | | |
| OS3 | .016 | .006 | .133 | | 2.641 | .013 | .004 | .029 | .662 | 1.510 |
| EPS | .021 | .008 | .136 | | 2.570 | .015 | .004 | .038 | .600 | 1.668 |
| D/E | -.146 | .024 | -.279 | | -6.061 | .000 | -.195 | -.097 | .789 | 1.267 |
| SG | .000 | .003 | .005 | | .117 | .908 | -.005 | .006 | .905 | 1.106 |
| LNTA | .843 | .057 | .834 | | 14.816 | .000 | .727 | .959 | .529 | 1.891 |
| IND | -.041 | .071 | -.026 | | -.577 | .568 | -.185 | .103 | .842 | 1.187 |

a. Dependent Variable: LNMVE

การวิเคราะห์ผลกระทบของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ โดยใช้แบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงในสมการที่ (8) ผลการวิเคราะห์สามารถอธิบายได้ดังนี้

ตารางที่ 4.21 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในภาพรวมของแบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (8)

| Model | R | R Square (R ²) | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin- Watson | F | Sig |
|-------|-------------------|-------------------------------|----------------------|-------------------------------|-------------------|-------|------|
| 1 | .978 ^a | .956 | .946 | .45227 | 1.454 | 98.76 | .000 |

a. Predictors: (Constant), OS3, EPS, D/E, SG, LNTA, IND, CG

b. Dependent Variable: LNMVE

จากตารางที่ 4.21 แสดงให้เห็นว่า เมื่อเพิ่มตัวแปรอิสระ คือ คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ ในฐานะตัวแปรกำกับ พบว่า มีผลทำให้สัมประสิทธิ์แห่งการตัดสินใจ (R²) เพิ่มขึ้นจากเดิม (.945) เป็น .956 โดยตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมในแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงที่ (8) มีความสัมพันธ์กับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 จึงกล่าวได้ว่า สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญของบริษัทได้มากถึง 95.6% นอกจากนี้ค่า Durbin-Watson ซึ่งเท่ากับ 1.454 มีค่าน้อยกว่า 1.5 จึงกล่าวได้ว่า ค่าความคาดเคลื่อนของแบบจำลองมีความสัมพันธ์ภายในตัวเอง นอกจากนี้อาจเป็นเพราะจำนวนบริษัทในกลุ่มมีจำนวนเพียง 40 บริษัท

ในการทดสอบผลกระทบของตัวแปรที่มีต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ จะพิจารณาจากผลการทดสอบค่าสถิติ t ซึ่งขนาดและทิศทางของผลกระทบจะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Unstandardized Coefficients) ดังที่ปรากฏในตารางที่ 4.22

ในตารางที่ 4.22 จะเห็นได้ว่า เมื่อเพิ่มตัวแปรอิสระ คือ คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ ในฐานะตัวแปรกำกับ พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่และตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตรากำไรต่อหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม ยังคงมีผลกระทบต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ยกเว้นอัตราการเติบโตของยอดขาย และประเภทอุตสาหกรรม ที่ไม่ส่งผลกระทบต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญเช่นเดียวกันกับที่กล่าวไว้ข้างต้น

สำหรับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ พบว่า มีผลกระทบทางบวกต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 โดยค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยสูงเท่ากับ 1.358 จะเห็นได้ว่า หากบริษัทได้รับการประเมินคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในระดับที่มากกว่าดีขึ้น ไปจะส่งผลให้ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญของบริษัทเพิ่มขึ้นด้วย

ตารางที่ 4.22 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม - แบบจำลอง
ความสัมพันธ์ที่ (8)

| Model | Unstandardized | | Standardized | | t | Sig. | 95.0% Confidence Interval for B | | Collinearity Statistics | |
|--------------|----------------|---------------|--------------|--|--------|------|---------------------------------------|----------------|----------------------------|-------|
| | Coefficients | | Coefficients | | | | Lower Bound | Upper Bound | Tolerance | VIF |
| | B | Std. Error | Beta | | | | | | | |
| 1 (Constant) | -.325 | .657 | | | -.494 | .625 | -1.664 | 1.014 | | |
| OS3 | .013 | .006 | .110 | | 2.380 | .023 | .002 | .025 | .643 | 1.555 |
| EPS | .020 | .008 | .131 | | 2.726 | .010 | .005 | .036 | .599 | 1.670 |
| D/E | -.144 | .022 | -.275 | | -6.567 | .000 | -.188 | -.099 | .788 | 1.268 |
| SG | .000 | .003 | .007 | | .183 | .856 | -.005 | .006 | .904 | 1.106 |
| LNTA | .828 | .052 | .819 | | 15.927 | .000 | .722 | .934 | .523 | 1.912 |
| IND | -.034 | .064 | -.022 | | -.533 | .598 | -.165 | .097 | .841 | 1.189 |
| CG | 1.358 | .480 | .110 | | 2.830 | .008 | .380 | 2.335 | .911 | 1.098 |

a. Dependent Variable: LNMVE

นอกจากนี้การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ในที่นี้จะพิจารณาที่ค่า Tolerance และค่า VIF ซึ่งมีค่าอยู่ระหว่าง 1.0-2.0 แสดงว่า แม้ว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม จะมีความสัมพันธ์ระหว่างกัน แต่อยู่ในระดับที่ไม่ทำให้เกิดปัญหาในการใช้วิธีวิเคราะห์ความถดถอย

การตรวจสอบอิทธิพลของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ ในที่นี้ใช้แบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงที่ (9) ซึ่งอิทธิพลดังกล่าวจะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาลกับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (OS3*CG) ในแบบจำลองความสัมพันธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ผลการวิเคราะห์อธิบายได้ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.23 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในภาพรวมของแบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (9)

| Model | R | R Square (R ²) | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin- Watson | F | Sig |
|-------|-------------------|-------------------------------|----------------------|-------------------------------|-------------------|-------|------|
| 1 | .978 ^a | .956 | .946 | .45227 | 1.454 | 98.76 | .000 |

a. Predictors: (Constant), OS3, EPS, D/E, SG, LNTA, IND, CG, OS3*CG

b. Dependent Variable: LNMVE

จากตารางที่ 4.23 แบบจำลองความสัมพันธ์ได้เพิ่มปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาลกับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ พบว่า มีผลทำให้สัมประสิทธิ์แห่งการตัดสินใจ (R²) ยังคงเท่าเดิมกับตารางที่ 4.21 คือ .956 โดยที่ตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุม และตัวแปรกำกับในแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงที่ (9) ยังคงมีความสัมพันธ์กับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 นอกจากนี้ค่า Durbin-Watson ซึ่งเท่ากับ 1.454 มีค่าน้อยกว่า 1.5 จึงกล่าวได้ว่า ค่าความคลาดเคลื่อนของแบบจำลองมีความสัมพันธ์ภายในตัวเองเช่นกันกับที่กล่าวไว้ข้างต้น

ในการทดสอบอิทธิพลของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาลกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ จะพิจารณาจากผลการทดสอบค่าสถิติ t ซึ่งขนาดและทิศทางของผลกระทบจะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Unstandardized Coefficients) ดังที่ปรากฏในตารางที่ 4.24

ในตารางที่ 4.24 จะเห็นได้ว่า เมื่อเพิ่มปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ไม่แสดงผลการวิเคราะห์ในตารางเนื่องจากบริษัทในกลุ่มนี้มีเพียง 40 บริษัท โดยมีคุณภาพการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับที่ดีขึ้นไปทั้งหมด (ซึ่งมีค่าเท่ากับ 1) ดังนั้นปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการจึงมีค่าเท่ากับสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ในการประมวลข้อมูลจึงให้ผลการวิเคราะห์เฉพาะค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการซึ่งเท่ากับ .013 จะเห็นว่า มีค่าน้อยกว่าผลกระทบของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการซึ่งมีค่าเท่ากับ 1.130 จึงกล่าวได้ว่า คุณภาพการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวแปรกำกับที่ทำให้สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ของบริษัทกลุ่มนี้ส่งผลกระทบทางบวกต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญของบริษัทมากขึ้น

โดยคุณภาพการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ สำหรับสัมประสิทธิ์ความถดถอยของตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตรากำไรต่อหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราการเติบโตของยอดขาย ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม และประเภทอุตสาหกรรม ยังคงส่งผลกระทบต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญในทิศทางเช่นเดียวกันกับตารางที่ 4.22

ตารางที่ 4.24 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม - แบบจำลองความสัมพันธ์ที่ (9)

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. | 95.0% Confidence Interval for B | | Collinearity Statistics | |
|--------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|---------------------------------|-------------|-------------------------|-------|
| | B | Std. Error | Beta | | | Lower Bound | Upper Bound | Tolerance | VIF |
| | | | | | | | | | |
| 1 (Constant) | -.097 | .686 | | -.141 | .889 | -1.494 | 1.301 | | |
| EPS | .020 | .008 | .131 | 2.726 | .010 | .005 | .036 | .599 | 1.670 |
| D/E | -.144 | .022 | -.275 | -6.567 | .000 | -.188 | -.099 | .788 | 1.268 |
| SG | .000 | .003 | .007 | .183 | .856 | -.005 | .006 | .904 | 1.106 |
| LNTA | .828 | .052 | .819 | 15.927 | .000 | .722 | .934 | .523 | 1.912 |
| IND | -.034 | .064 | -.022 | -.533 | .598 | -.165 | .097 | .841 | 1.189 |
| CG | 1.130 | .505 | .092 | 2.236 | .032 | .101 | 2.159 | .822 | 1.217 |
| OS3*CG | .013 | .006 | .116 | 2.380 | .023 | .002 | .025 | .578 | 1.729 |

a. Dependent Variable: LNMVE

นอกจากนี้การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ในที่นี้จะพิจารณาที่ค่า Tolerance และค่า VIF ซึ่งมีค่าระหว่าง 1.0 - 2.0 แสดงว่า แม้ว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมจะมีความสัมพันธ์ระหว่างกัน แต่อยู่ในระดับที่ไม่ทำให้เกิดปัญหาในการใช้วิธีวิเคราะห์ความถดถอย

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย การอภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

ในบทนี้ จะกล่าวถึงการสรุปผลการวิจัย การอภิปรายผล และข้อเสนอแนะการนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์ รวมทั้งประเด็นการวิจัยในอนาคตที่เกี่ยวข้องกับผลการวิจัยนี้ ในการสรุปผลการวิจัยจะสรุปความจากผลการวิเคราะห์ข้อมูลซึ่งได้กล่าวไว้ในบทที่ 4 ทั้งหมด ตามประเด็นการศึกษาที่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์การวิจัย ดังต่อไปนี้

5.1 สรุปผลการวิจัย

5.1.1 ลักษณะทั่วไปของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ใช้ในการวิจัยนี้มีจำนวน 415 บริษัท โดยศึกษาจากข้อมูลของบริษัทต่างๆ ย้อนหลัง 3 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ.2560 ถึงปี พ.ศ.2562 จึงมีข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ทั้งสิ้น 1,245 รายปีรายบริษัท กระจายอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆ ทั้ง 7 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มบริการ ร้อยละ 23.20 (289 บริษัท) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ร้อยละ 22.60 (281 บริษัท) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม ร้อยละ 16.40 (204 บริษัท) กลุ่มทรัพยากร ร้อยละ 11.60 (144 บริษัท) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ร้อยละ 10.10 (126 บริษัท) กลุ่มเทคโนโลยี ร้อยละ 8.20 (102 บริษัท) และกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค ร้อยละ 8.00 (99 บริษัท)

ลักษณะทั่วไปของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา ประการแรก โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทที่แบ่งตามประเภทของผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่สูงสุด พบว่า กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้น โดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัวเป็นกลุ่มที่มีบริษัทเป็นจำนวนมากที่สุดคิดเป็นร้อยละ 54.40 (677 บริษัท) รองลงไปเป็นกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้น โดยนักลงทุนสถาบัน ร้อยละ 42.40 (528 บริษัท) และสุดท้ายเป็นกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้น โดยหน่วยงานรัฐบาลร้อยละ 3.20 (40 บริษัท) ประการที่สอง คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งในที่นี้จัดกลุ่มบริษัททั้งหมดออกเป็น กลุ่ม

บริษัทที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับดีถึงดีเลิศเป็นกลุ่ม 1 และกลุ่มบริษัทที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับต่ำกว่าดีเป็นกลุ่ม 0 พบว่า ในกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันในครอบครัว บริษัทที่จัดอยู่ในกลุ่ม 1 มีร้อยละ 78.40 (531 บริษัท) กลุ่ม 0 มีร้อยละ 21.60 (146 บริษัท) ส่วนกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน มีบริษัทที่จัดอยู่ในกลุ่ม 1 มีร้อยละ 83.90 (443 บริษัท) กลุ่ม 0 มีร้อยละ 16.10 (85 บริษัท) และกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล มีบริษัทที่จัดอยู่ในกลุ่ม 1 มีร้อยละ 97.50 (39 บริษัท) กลุ่ม 0 มีร้อยละ 2.50 (1 บริษัท) ประการที่สาม มูลค่ากิจการ ซึ่งวัดจากมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญโดยจำแนกกลุ่มของโครงสร้างผู้ถือหุ้นตามประเภทผู้ถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่สูงสุด พบว่า ในกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันในครอบครัว มีค่าเฉลี่ยของมูลค่ากิจการเท่ากับ 10,977.51 ล้านบาท กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน มีค่าเฉลี่ยของมูลค่ากิจการเท่ากับ 30,799.47 ล้านบาท และกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล มีค่าเฉลี่ยของมูลค่ากิจการเท่ากับ 204,184.01 ล้านบาท โดยมีความแตกต่างภายในกลุ่มสูงมากทั้งสามกลุ่ม

นอกจากนี้ลักษณะทั่วไปของกลุ่มตัวอย่างที่อธิบายด้วยตัวแปรควบคุม สรุปได้ว่า ในกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันในครอบครัว มีค่าเฉลี่ยอัตรากำไรต่อหุ้น เท่ากับ 0.42 บาท ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เท่ากับ 1.48 เท่า ค่าเฉลี่ยอัตราการเติบโตของยอดขาย เท่ากับ ร้อยละ 11.87 ค่าเฉลี่ยสินทรัพย์รวม เท่ากับ 13,279.83 ล้านบาท และค่าเฉลี่ยลอการิทึมของสินทรัพย์รวม เท่ากับ 8.50 ส่วนกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน มีค่าเฉลี่ยของอัตรากำไรต่อหุ้น เท่ากับ 2.01 บาท ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เท่ากับ 0.99 เท่า ค่าเฉลี่ยอัตราการเติบโตของยอดขาย เท่ากับ ร้อยละ 12.86 ค่าเฉลี่ยสินทรัพย์รวม เท่ากับ 34,100.75 ล้านบาท และค่าเฉลี่ยลอการิทึมของสินทรัพย์รวม เท่ากับ 9.03 และกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล มีค่าเฉลี่ยของอัตรากำไรต่อหุ้น เท่ากับ 6.51 บาท ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เท่ากับ 1.96 เท่า ค่าเฉลี่ยอัตราการเติบโตของยอดขาย เท่ากับ ร้อยละ 11.39 ค่าเฉลี่ยสินทรัพย์รวม เท่ากับ 362,490.81 ล้านบาท และค่าเฉลี่ยลอการิทึมของสินทรัพย์รวม เท่ากับ 11.52

5.1.2 ความสัมพันธ์และผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น และสัดส่วนการถือหุ้นสามัญ ส่วนใหญ่ที่มีต่อมูลค่ากิจการ

จากผลการวิเคราะห์และการทดสอบสมมติฐาน กล่าวได้ว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นซึ่งแบ่งเป็น 3 ลักษณะ ได้แก่ โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันในครอบครัว เป็นนักลงทุนสถาบัน และเป็นหน่วยงานรัฐบาล มีความสัมพันธ์และผลกระทบเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ แสดงว่า กลุ่มบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานรัฐบาล จะมีมูลค่ากิจการสูงกว่ากลุ่มบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นครอบครัว หรือเป็นนักลงทุนสถาบัน

เมื่อพิจารณาแยกเป็นกลุ่มๆ พบว่า กลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว สัดส่วนการถือหุ้นสามัญสูงสุดในรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทที่เป็นบุคคลในครอบครัว จะมีความสัมพันธ์และผลกระทบเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ แสดงว่า การที่บุคคลในครอบครัวมีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญของบริษัทมากกว่า มูลค่ากิจการของบริษัทนั้นจะมีมูลค่าสูงกว่า การที่สัดส่วนการถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการของบริษัทย่อมทำให้หุ้นสามัญของบริษัทเป็นที่น่าสนใจของนักลงทุน เนื่องจากบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว เมื่อเข้าไปมีบทบาทในการเป็นผู้บริหารระดับสูงของกิจการ จะพยายามสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุน โดยการสร้างผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นให้สูงขึ้น เป็นแรงจูงใจในการเพิ่มมูลค่ากิจการ ซึ่งจะส่งผลต่อโอกาสในการระดมทุนจากนักลงทุนเมื่อบริษัทต้องการขยายกิจการ

ในกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญที่มีค่าสูงสุดในรายชื่อผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ของบริษัท ไม่มีความสัมพันธ์และผลกระทบกับมูลค่ากิจการ แสดงว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่สูงสุดไม่มีผลใดๆ กับมูลค่ากิจการ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง มูลค่ากิจการอาจขึ้นกับปัจจัยอื่น เช่น ตัวแปรควบคุมที่น่ามาศึกษา เช่น อัตรากำไรต่อหุ้น ขนาดของบริษัท เป็นต้น รวมทั้งคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการ

ในกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล ซึ่งมีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญที่มีค่าสูงสุดในรายชื่อผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ของบริษัท มีความสัมพันธ์และผลกระทบเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ แสดงว่า การที่หน่วยงานภาครัฐเข้ามาถือหุ้นสามัญในสัดส่วนสูงขึ้น มูลค่ากิจการของบริษัทนั้นจะมีมูลค่าสูงขึ้นเช่นเดียวกับกลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้น

สามัญชนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว ทั้งนี้อาจเกิดจากการที่รัฐบาลได้เข้าไปมีส่วนร่วมในการบริหารบริษัทโดยการถือหุ้นสามัญชนใหญ่ จะทำให้บริษัทมีฐานะเป็นรัฐวิสาหกิจ ซึ่งรัฐบาลจะมีนโยบายในเรื่องของการเพิ่มมูลค่ากิจการ เพื่อดึงดูดให้ประชาชนมีความมั่นใจในการลงทุนในบริษัทเหล่านี้

5.1.3 ผลกระทบของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อมูลค่ากิจการ และต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญชนใหญ่และมูลค่ากิจการ

ผลการวิเคราะห์และทดสอบสมมติฐานของผลกระทบของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อมูลค่ากิจการ และในฐานะตัวแปรกำกับที่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญชนใหญ่ที่มีต่อมูลค่ากิจการ พบว่า ผลกระทบของตัวแปรกำกับมีทิศทางที่แตกต่างกันในกลุ่มบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแตกต่างกัน สรุปได้ดังนี้

กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญชนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว คุณภาพการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบทางบวกต่อมูลค่ากิจการ และมีขนาดของผลกระทบที่มากกว่าผลกระทบของสัดส่วนการถือหุ้นสามัญชนใหญ่ที่มีต่อมูลค่ากิจการ เมื่อเพิ่มปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญชนใหญ่กับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ พบว่า ปฏิสัมพันธ์ร่วมดังกล่าวส่งผลกระทบต่อลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ ซึ่งใช้เป็นค่าวัดมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 แสดงว่า คุณภาพการกำกับดูแลกิจการจะเป็นตัวแปรกำกับที่ทำให้ผลกระทบของสัดส่วนการถือหุ้นสามัญชนใหญ่ที่มีต่อมูลค่ากิจการลดลง ดังนั้นหากบริษัทมีคุณภาพการกำกับดูแลกิจการลดลง การเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นสามัญชนใหญ่ของบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัวอาจจะส่งผลกระทบให้มูลค่ากิจการลดลงได้

กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญชนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน เมื่อพิจารณาผลกระทบของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อมูลค่ากิจการหลังจากที่เพิ่มคุณภาพการกำกับดูแลเข้าไปในแบบจำลองสัมพันธ์ พบว่า มีผลกระทบทางลบต่อมูลค่ากิจการ โดยที่สัดส่วนการถือหุ้นสามัญชนใหญ่ยังคงมีผลกระทบทางบวกต่อมูลค่ากิจการ แต่ความสามารถในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงมูลค่ากิจการของแบบจำลองความสัมพันธ์ไม่เปลี่ยนแปลงแต่อย่างใด เพราะค่า R^2 เท่าเดิม แสดงให้เห็นว่า คุณภาพการกำกับดูแลกิจการไม่ทำให้การอธิบายการ

เปลี่ยนแปลงในมูลค่ากิจการของสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ลดลงหรือเพิ่มขึ้นแต่อย่างใด ดังนั้นเมื่อเพิ่มปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการจึงพบว่า คุณภาพการกำกับดูแลกิจการและปฏิสัมพันธ์ร่วมดังกล่าวไม่ส่งกระทบใดต่อมูลค่ากิจการ จึงกล่าวได้ว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการที่สำคัญที่สุดที่จะทำให้มูลค่ากิจการเปลี่ยนแปลง และมีความสำคัญมากกว่าคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ ทั้งนี้อาจเกิดจากมูลค่ากิจการซึ่งวัดจากราคาตลาดของหุ้นสามัญเกี่ยวข้องการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนสถาบันที่ลงทุนในบริษัทกลุ่มนี้ด้วยการให้ความสำคัญกับตัวแปรอื่น เช่น อัตรากำไรต่อหุ้น ขนาดของบริษัท เป็นต้น ซึ่งเกี่ยวข้องกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของนักลงทุนสถาบัน จึงส่งผลกระทบต่อคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในฐานะตัวแปรกำกับ ไม่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับมูลค่ากิจการ

กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล คุณภาพการกำกับดูแลกิจการจะมีผลกระทบทางบวกต่อมูลค่ากิจการมากกว่าสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ และเมื่อเพิ่มปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ พบว่า ปฏิสัมพันธ์ร่วมดังกล่าวส่งกระทบทางบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 แสดงว่า คุณภาพการกำกับดูแลกิจการจะเป็นตัวแปรกำกับที่ทำให้ผลกระทบของสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ที่มีต่อมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น ในกรณีที่คุณภาพการกำกับดูแลกิจการมากขึ้น ผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่จะมีเพิ่มขึ้นเช่นกัน

5.2 การอภิปรายผลการวิจัย

คุณภาพการกำกับดูแลกิจการเป็นเงื่อนไขของการส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ของบริษัทในฐานะตัวแปรกำกับ และอิทธิพลดังกล่าวมีความแตกต่างกันไปในแต่ละกลุ่มบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแตกต่างกันตามที่ปรากฏในสรุปผลการวิจัย อัตราร้อยละของบริษัทที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับดีถึงดีเลิศในกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาล จะมีอยู่ประมาณร้อยละ 97.50 และเมื่อพิจารณาสัดส่วนการถือหุ้นสามัญสูงสุดที่มีต่อมูลค่ากิจการ พบว่า ผลกระทบของสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ต่อมูลค่ากิจการจะเพิ่มขึ้นตามเงื่อนไขของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ทั้งนี้บริษัทเหล่านี้เป็นบริษัทในรูปแบบของรัฐวิสาหกิจ ซึ่งเป็นสินค้าหรือบริการที่จำเป็นในการดำเนินชีวิตสำหรับประชาชน การที่หน่วยงานรัฐบาลได้เข้าไปร่วม

บริหารงานโดยเข้าไปอยู่ในคณะกรรมการบริหารบริษัท ย่อมที่จะต้องบริหารงานให้เกิดความโปร่งใสและมีคุณภาพ เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับประชาชนและเพื่อให้เห็นว่าการดำเนินงานเป็นไปเพื่อประโยชน์ของประชาชน การควบคุมปริมาณและราคาของสินค้าหรือบริการนั้น เพื่อไม่ให้มีผลกระทบต่อประชาชนที่ใช้สินค้าหรือบริการนั้นมากนัก นอกจากนี้คุณภาพการกำกับดูแลกิจการจึงเป็นสิ่งสำคัญอย่างมากต่อการแสดงความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนที่มีความสนใจจะลงทุนในกิจการประเภทนี้

กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้น โดยนักลงทุนสถาบันที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มที่มีคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในระดับที่ดีถึงดีเลิศ มีอยู่ประมาณร้อยละ 83.90 สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญเช่นเดียวกับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ แต่ผลกระทบร่วมของสัดส่วนการถือหุ้นสามัญใหญ่กับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการกลับไม่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ เป็นข้อสังเกตที่ขัดต่อความเป็นจริงที่นักลงทุนสถาบันจะต้องให้การติดตามและตัดสินใจเพื่อการลงทุนในบริษัทที่มีคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่ดี อย่างไรก็ตาม ผลการวิจัยนี้อาจเกิดจากนักลงทุนสถาบันให้ความสำคัญต่อข้อมูลผลการดำเนินงานทางการเงินที่ในงานวิจัยนำมาใช้เป็นตัวแปรควบคุม เช่น อัตรากำไรต่อหุ้น อัตราการเติบโตของยอดขาย ขนาดของบริษัท เป็นต้น เพราะนักลงทุนสถาบันไม่ได้เข้าไปมีส่วนในการบริหารหรือเข้าไปในคณะกรรมการบริหารบริษัท ดังนั้นสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่จึงเป็นข้อมูลที่สำคัญในการตัดสินใจลงทุนมากกว่าคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ เนื่องจากพอร์ตการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันในที่นี้เป็นกองทุนเปิดเหล่านี้ จะเป็นบริษัทที่มีคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้นไปอยู่แล้ว จึงไม่สะท้อนออกมาในการผลการทดสอบ

กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้น โดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันในครอบครัว จัดอยู่ในกลุ่มที่มีคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้นไป มีอยู่ร้อยละ 78.40 และเมื่อพิจารณาอิทธิพลของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อผลกระทบของสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ต่อมูลค่ากิจการ พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่จะส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการลดลงตามเงื่อนไขของการกำกับดูแลกิจการ กล่าวคือ หากบริษัทมีคุณภาพการกำกับดูแลกิจการเท่าเดิมแต่บริษัทมีการเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นสามัญใหญ่ของบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว ความเชื่อมั่นในการลงทุนในบริษัทของนักลงทุนจะลดลง เนื่องจากเห็นว่ามีความเป็นบริษัทครอบครัวมากขึ้นจะส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการลดลง ซึ่งบุคคลในครอบครัวได้มีส่วนเข้าไปในคณะกรรมการบริหารบริษัทมากขึ้น ซึ่งตามทฤษฎีตัวแทนได้อธิบายลักษณะนี้เป็นปัจจัยเหตุที่ทำให้

เกิดต้นทุนตัวแทน หรือเกิดสถานการณ์ที่เรียกว่าความขัดแย้งผลประโยชน์ ทำให้ความสนใจของนักลงทุนซึ่งเป็นบุคคลภายนอกในการลงทุนในบริษัทลดลง มูลค่ากิจการจะลดลง

จากผลการศึกษาข้างต้นจะเห็นได้ว่า การที่บริษัทได้เข้ามาอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ว่าจะมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทเป็นประเภทใดก็ตาม การกำกับดูแลกิจการยังคงมีความสำคัญในการนำไปใช้เพื่อช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่ผู้ถือหุ้นหรือผู้ลงทุนใช้ในการพิจารณาเลือกลงทุน และการกำกับดูแลกิจการยังทำให้เกิดความเสถียรภาพในการบริหารงานต่างๆ ของกิจการ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงควรให้ความสำคัญและความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการในการพัฒนาศักยภาพการบริหารกิจการและส่งเสริมให้กิจการมีการกำกับดูแลกิจการในระดับที่ดีมากยิ่งขึ้น เพื่อเป็นการเพิ่มมูลค่าแก่กิจการ สอดคล้องกับ ศิริวรรณ เจริงเสมอ (2551), อรพรรณ เดิสรุจิวิช (2559), ธินทัต โกศลวิตร และเคียงขวัญ อักษรวงษ์ (2562), เพ็ญจันทร์ แสงอาวุธ, พัทธนันท์ เพชรเชิดชู, และศิริเดช คำสุพรหม (2563) พบว่า การกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน จะต้องให้ความสำคัญและมุ่งพัฒนาให้ดียิ่งขึ้น ซึ่งการกำกับดูแลกิจการจะมีผลต่อผลดำเนินงานและมูลค่ากิจการ ซึ่งหากบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยสร้างความมั่นใจและส่งเสริมภาพพจน์ที่ดีของกิจการ รวมถึงสามารถเพิ่มมูลค่าให้กิจการและผู้ถือหุ้นในกิจการได้ในระยะยาว

นอกจากนี้โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นตัวแปรอิสระที่นำมาศึกษา โดยแบ่งตามประเภทผู้ถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่สูงสุด ผลการศึกษาพบว่า กลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว และโดยหน่วยงานรัฐบาล มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ กล่าวได้ว่า การที่บริษัทมีบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว หรือหน่วยงานรัฐบาล เข้าไปถือหุ้นสามัญในบริษัทเป็นจำนวนมากและมีสัดส่วนที่สูง การบริหารงานจึงต้องให้ความสำคัญกับผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย โดยมุ่งสร้างอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นเพื่อให้เกิดดึงดูดการลงทุนให้มาลงทุนในกิจการ ซึ่งเป็นการสร้างความเชื่อมั่นให้กับทุกฝ่ายว่าเป้าหมายการดำเนินงานอยู่ที่ผู้ถือหุ้นทุกคนมิใช่ประโยชน์ของครอบครัวหรือหน่วยงานรัฐบาล เนื่องจากบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัวหรือบุคลากรภาครัฐ มักจะมีส่วนในการเข้าไปบริหารงานของกิจการ และมีการสืบทอดกิจการอย่างต่อเนื่อง จากรุ่นหนึ่งสู่รุ่นหนึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ รติ วงศ์กิตติรักษ์ (2554), นิพนันท์ จันทร์เขตต์ (2554), และ ธนาภิญญา อัดตฤทธิ (2561) ที่พบว่า บริษัทในกลุ่มครอบครัวเป็นกิจการที่ต้องการบริหารจัดการให้กิจการยังคงดำเนินต่อไปได้ จึงทำให้มีแรงจูงใจที่จะเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการของตนมากยิ่งขึ้น เพื่อให้กิจการสามารถดำเนินต่อไปได้ถึงรุ่นลูกๆ

หลายๆ เนื่องจากมีผู้ก่อตั้งเป็นสมาชิกในครอบครัวมาตั้งแต่ต้น โดยผู้ก่อตั้งเป็นสมาชิกในครอบครัวและมีอำนาจในการบริหารจัดการ โดยการเข้าไปเป็นผู้ถือหุ้นที่เป็นรายใหญ่ของบริษัท ซึ่งในการตัดสินใจที่จะเข้าลงทุนของบุคคลภายนอกนั้นมาจากความเชื่อใจของกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จึงส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น ในขณะที่บริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นประเภทหน่วยงานรัฐบาล โดยรัฐบาลเข้าไปมีส่วนร่วมในการบริหารงานมักจะเป็นกิจการที่เกี่ยวข้องกับสินค้าหรือบริการที่มีความจำเป็นในการดำรงชีวิตของประชาชน ซึ่งหน่วยงานรัฐบาลยังมีนโยบายในการเพิ่มมูลค่าไม่ใช่เฉพาะกับกิจการแต่รวมถึงประชาชนทั่วประเทศ จึงเป็นการดึงดูดให้นักลงทุนหรือประชาชนมีความมั่นใจในการลงทุนในบริษัทเหล่านี้ จึงส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มสูงขึ้นไปด้วย สอดคล้องกับงานวิจัยของ Ang and Ding (2006), Brammer and Pavelin (2006), ภัทรา เตชะธนเศรษฐ์ และคณะ (2561) พบว่า กิจการที่มีหน่วยงานรัฐบาลเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมมักจะมีการตรวจติดตามและกำกับดูแลอย่างเข้มงวด เพื่อที่รัฐบาลจะสามารถมั่นใจได้ว่าบริษัทเหล่านี้ประสบความสำเร็จในระยะยาว เพราะกิจการของทางภาครัฐถูกคาดหวังจากผู้มีส่วนได้เสียถึงเป้าหมายที่ไม่ได้มองเพียงกำไรสูงสุด แต่มองถึงประโยชน์สูงสุดที่คนในชาติได้รับ ดังนั้นบริษัทที่ดำเนินการอยู่ในการกำกับดูแลของรัฐจึงมีนักลงทุนทั่วไปสนใจลงทุนซึ่งจะให้ผลตอบแทนแก่ผู้ลงทุนสูงกว่าบริษัทเอกชนทั่วไป ในขณะที่เดียวกันกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันกลับไม่พบความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการ กล่าวได้ว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบนักลงทุนสถาบันไม่มีผลทำให้มูลค่ากิจการแตกต่างกัน อาจเกิดจากผู้ถือหุ้นที่เป็นกองทุนต่างๆ ซึ่งอาจไม่ได้มีส่วนร่วมในการบริหารงานของบริษัท หรือไม่มีตัวแทนที่เข้าไปเป็นกรรมการบริษัทหรือผู้บริหารระดับสูง จึงทำให้ไม่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ สอดคล้องกับ บงกช ตั้งจิระศิลป์ (2556) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นด้านสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยกับความสามารถในการทำกำไร

อย่างไรก็ตามผู้วิจัยเห็นว่าผลการวิจัยข้างต้น ไม่สามารถตอบคำถามได้ว่ากลุ่มบริษัทที่จัดประเภทตามโครงสร้างผู้ถือหุ้นกลุ่มใด ที่คุณภาพการกำกับดูแลกิจการจะมีอิทธิพลต่อผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่มากกว่า ทั้งนี้เป็นเพราะการใช้แบบจำลองความสัมพันธ์ที่จำแนกตามกลุ่มบริษัท จึงทำให้ไม่สามารถตอบคำถามดังกล่าวได้ในภาพรวม ซึ่งหากจะศึกษาเชิงเปรียบเทียบจำเป็นต้องได้ผลลัพธ์จากการทดสอบแบบจำลองความสัมพันธ์แบบเต็มรูป ข้อสังเกตอีกประการหนึ่งคือ ค่า VIF ที่สูงขึ้นของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการกับปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญสูงสุดกับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการนั้นอาจเป็นเพราะค่าวัดของสัดส่วนการถือหุ้นกับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กันสูง ดังนั้นใน

การวิจัยต่อไปต้องคำนึงถึงมาตรวัดที่ใช้กับตัวแปรต่างๆ ในแบบจำลองความสัมพันธ์ ซึ่งจะกล่าวต่อไปในข้อเสนอแนะ

5.3 ข้อเสนอแนะ

5.3.1 ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนควรให้ความสำคัญทั้งต่อการกำกับดูแลกิจการและลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว และแบบหน่วยงานรัฐบาล เพราะคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ เป็นตัวชี้วัดคุณภาพการบริหารบริษัทที่สะท้อนถึงความสามารถในการเพิ่มมูลค่ากิจการ สามารถสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนได้ว่าเป้าหมายการดำเนินงานนั้นคือประโยชน์เชิงเศรษฐกิจ ความมั่งคั่งที่ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนจะได้รับในอนาคต และทำให้เกิดความเสถียรภาพในการบริหารจัดการซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนส่วนใหญ่ใช้ในการพิจารณาเลือกลงทุน

5.3.2 ผู้บริหารทุกระดับควรให้ความสำคัญต่อการบริหารกิจการในทุกส่วนควบคู่ไปกับการพัฒนาส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการให้ดียิ่งขึ้น เพื่อเพิ่มมูลค่ากิจการให้สูงขึ้น และเพื่อประโยชน์ต่อการระดมทุนจากประชาชนในอนาคต

5.3.3 ในการศึกษาครั้งต่อไปอาจเปลี่ยนแปลงวิธีการวัดมูลค่ากิจการ เช่น วัดค่าด้วยอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม การวัดผลการดำเนินงานของกิจการด้วยแบบจำลอง Tobin's Q และเพื่อให้สามารถตอบประเด็นการศึกษาในเชิงเปรียบเทียบระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นที่แตกต่างกัน สามารถพัฒนาแบบจำลองความสัมพันธ์ที่มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยบุคคลในครอบครัว นักลงทุนสถาบัน และหน่วยรัฐบาล และปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นดังกล่าวกับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในฐานะตัวแปรกำกับเพื่อให้เห็นถึงความแตกต่างของอิทธิพลและผลกระทบที่เกิดขึ้นควบคู่กันไป นอกจากนี้การศึกษาในเรื่องเดียวกันกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เป็นประเด็นที่น่าสนใจไปสู่อการศึกษาเปรียบเทียบระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนอย่างมากในการตัดสินใจลงทุน

บรรณานุกรม

- กาญจนา ตั้งภากรณ์. (2542). *ประสิทธิผลของคณะกรรมการที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์* (Master's thesis). สืบค้นจาก โครงการเครือข่ายห้องสมุดในประเทศไทย (ThaiLIS).
- กิตติชัย สถิตย์มั่นวิวัฒน์. (2548). *ความสัมพันธ์ระหว่างกลไกควบคุมตามหลักการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีใช้สถาบันการเงิน* (Master's thesis). สืบค้นจาก โครงการเครือข่ายห้องสมุดในประเทศไทย (ThaiLIS).
- จิภัตสร บุญรอด. (2558). *การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (Unpublished Independent Study). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.
- จิรพร สุเมธีประสิทธิ์. (2564, 14 พฤษภาคม). Risk Management ช่วยสร้างมูลค่ากิจการได้อย่างไร [Web log message]. สืบค้นจาก <https://chirapon.wordpress.com/2012/06/17/risk-management>
- ฉวีวรรณ ชูสนุก, และอัมพล ชูสนุก. (2554). อิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการและมูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจศรีนครินทรวิโรฒ มหาวิทยาลัยกรุงเทพ*, 3(1), 1-17.
- ชนิศา มณีรัตนรุ่งโรจน์. (2559). *โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ* (Doctoral dissertation). สืบค้นจาก โครงการเครือข่ายห้องสมุดในประเทศไทย (ThaiLIS).
- ณัฐนันท์ สุรวัดนา. (2556). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (Master's thesis). สืบค้นจาก โครงการเครือข่ายห้องสมุดในประเทศไทย (ThaiLIS).
- ณัฐนันท์ จันทร์เจตต์. (2554). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100* (Unpublished Independent Study). มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, กรุงเทพฯ.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2555). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน 2555*. สืบค้นจาก <http://www.set.or.th>

บรรณานุกรม (ต่อ)

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2564). *คู่มือ (Manual Guides)*. สืบค้นจาก https://www.set.or.th/th/market/files/SET_Formula_Glossary_Jun2015.pdf
- ชนาภิญญา อุตตฤทธิ. (2561). *ปัจจัยและผลกระทบของคุณสมบัติของคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มีต่อมูลค่าของกิจการ: หลักฐานเชิงประจักษ์ในประเทศไทย* (Doctoral dissertation). สืบค้นจาก โครงการเครือข่ายห้องสมุดในประเทศไทย (ThaiLIS).
- ชินทัต โกศลวิตร และเคียงขวัญ อักษรวงษ์. (2562). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่าตลาดของกิจการ: กรณีศึกษาของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. *วารสารบริหารศาสตร์ มหาวิทยาลัยอุบลราชธานี*, 8(15), 82-99.
- นฤมล ลือพงศ์ไพบูลย์. (2554). *คณะกรรมการ โครงสร้างผู้ถือหุ้น และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ* (Unpublished Independent Study). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.
- นัฐธราภรณ์ ลิ้มสกุล. (2558). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (Master's thesis). สืบค้นจาก โครงการเครือข่ายห้องสมุดในประเทศไทย (ThaiLIS).
- บงกช ตั้งจิระศิลป์. (2556). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (Master's thesis). สืบค้นจาก โครงการเครือข่ายห้องสมุดในประเทศไทย (ThaiLIS).
- ปทุมวดี โปญเหลืออม. (2560). *ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (Master's thesis). สืบค้นจาก โครงการเครือข่ายห้องสมุดในประเทศไทย (ThaiLIS).
- ประภาพร ณ นรงค์. (2549). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับความสามารถในการทำกำไรทาง* (Master's thesis). สืบค้นจาก โครงการเครือข่ายห้องสมุดในประเทศไทย (ThaiLIS).

บรรณานุกรม (ต่อ)

- ปิยะณัฐ ฤณพุทธคม, ธารินี พงศ์สุพัฒน์, ศิลปพร ศรีจันทเพร, จูฑาภรณ์ สตินจัญญศักดิ์, มนตรี ช่วยชู, และสุริย์ โภษกรณัฐ. (2561). ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน *การประชุมวิชาการและนำเสนอผลงานวิชาการระดับชาติ UTCC Academic Day ครั้งที่ 2* (น. 420-434). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.
- พุทธิมน เพชรคง. (2559). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนของกิจการต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ* (Unpublished Independent Study). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.
- เพ็ญจันทร์ แสงอาวูช, พัทธนันท์ เพชรเชิดชู, และศิริเดช คำสุพรหม. (2563). การกำกับดูแลกิจการผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI. *วารสารสุทธิปริทัศน์ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์*, 34(109), 1-16.
- ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร. (2559). ผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียน กลุ่มดัชนี SET 50: บทบาทและความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้นรายใหญ่. *วารสารวิทยาการจัดการสมัยใหม่ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์*, 9(1), 31-45.
- ภัทรา เตชะชนเศรษฐ์, อรวรรณ เชื้อเมืองพาน, และพรชัย เตชะชนเศรษฐ์. (2561). โครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการผลการประเมินความยั่งยืนที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารมหาวิทยาลัยศิลปากร*, 38(5), 99-118.
- มนวิกา ผดุงสิทธิ์. (2549). การประเมินผลการปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin-Tobin's Q. *วารสารบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์*, 28(106), 13-22.
- รติ วงศกิตติรักษ์. (2554). *ผลกระทบต่อโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อมูลค่ากิจการของบริษัทในประเทศไทย* (Unpublished Independent Study). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.
- ราชกิจจานุเบกษา. (2545). *พระราชบัญญัติสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ พ.ศ.2561*. เล่ม 135 ตอนที่ 112 ก หน้า 30-43 ประกาศใช้ 28 ธันวาคม 2561.
- ศิลปพร ศรีจันทเพร. (2551). ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างของผู้ถือหุ้นกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 4(10), 26-39.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- ศิริวรรณ เจริงสมอ. (2551). *ผลกระทบของคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการต่อมูลค่ากิจการ กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (Master's thesis). สืบค้นจาก โครงการเครือข่ายห้องสมุดในประเทศไทย (ThaiLIS).
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2562). *ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน*. สืบค้นจาก <http://www.thai-iod.com/th>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2555). *การกำหนดบทนิยามผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายใหญ่*. สืบค้นจาก <https://capital.sec.or.th/webapp/nrs/data/5856p.doc>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2562). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560*. สืบค้นจาก https://www.sec.or.th/TH/Documents/CompanyHandbooksandGuidelines/CGcode2560_th.pdf
- สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ. (2563ก). *พระราชบัญญัติการพัฒนากำกับดูแลและบริหารรัฐวิสาหกิจ พ.ศ.2562*. สืบค้นจาก <http://www.sepo.go.th/content/311>
- สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ. (2563ข). *พระราชบัญญัติคุณสมบัติมาตรฐานสำหรับกรรมการและพนักงานรัฐวิสาหกิจ พ.ศ.2518*. สืบค้นจาก <http://www.sepo.go.th/content/311>
- สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ. (2563ค). *พระราชบัญญัติแรงงานรัฐวิสาหกิจสัมพันธ์ พ.ศ.2543*. สืบค้นจาก <http://www.sepo.go.th/content/311>
- สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ. (2563ง). *พระราชบัญญัติวิธีการงบประมาณ พ.ศ. 2561*. สืบค้นจาก <http://www.sepo.go.th/content/311>
- สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ. (2563). *พระราชบัญญัติการบริหารหนี้สาธารณะ พ.ศ.2548*. สืบค้นจาก <https://www.pdmo.go.th/th/law/law/act>
- สัตยา ตันจันท์พงศ์. (2558). การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานผ่านการจัดวางแผนภูมิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารสมาคมนักวิจัย*, 20(2), 105-113.
- สุทธชา บุญการะกุล. (2551). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (Master's thesis). สืบค้นจาก โครงการเครือข่ายห้องสมุดในประเทศไทย (ThaiLIS).

บรรณานุกรม (ต่อ)

- สุรางค์ เห็นสว่าง. (2560). ผลกระทบจากระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการและโครงสร้างผู้ถือหุ้น ต่อผลตอบแทนส่วนเกินและผลประกอบการเชิงการเงิน:การศึกษาเชิงประจักษ์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการสถาบันเทคโนโลยีแห่งสุวรรณภูมิ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์*, 3(2), 35-51.
- อรพรรณ เลิศรุจิวิช. (2559). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันกรมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (Unpublished Independent Study). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.
- อุบลวรรณ ขุนทอง, และ โสวัตรธนา ชารา. (2560). ความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัวกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. ใน *รายงานสืบเนื่องจากการประชุมวิชาการระดับชาติ สาขาเศรษฐศาสตร์ ประจำปี 2560 ปีที่ 8 ฉบับที่ 8* (น. 240-253). สืบค้นจาก http://www.ecojournal.ru.ac.th/journals/23_1516972541.pdf
- Al-ahdal Waleed, M., Alsamhi, M. H., Tabash, M. I., & Farhan, N. H. S. (2020). The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation. *Research in International Business and Finance*, 51, 101083.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The journal of finance*, 58(3), 1301-1328.
- Ang, J.S., & Ding, D.K. (2006). Government ownership and the performance of government linked companies: the case of Singapore. *Journal of Multinational Financial Management*, 16(1), 64-68.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property* Macmillan. New York, 2(3), 45-53.
- Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. (2006). Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures. *Financial management*, 35(3), 97-116.
- Campbell, K. (2002). *Ownership structure and the operating performance of hungarian firms* (Working paper No. 9). London: Centre for the study of Economic and Social Change in Europe.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Damodaran, A. (2011). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. New Jersey: Wiley Finance.
- De-la-Hoz, M. C., & Pombo, C. (2016). Institutional investor heterogeneity and firm valuation: Evidence from Latin America. *Emerging Markets Review*, 26, 197-221.
- Dow, S., & McGuire, J. (2016). Family Matters?: A Cross-National Analysis of the Performance Implications of Family Ownership. *Corporate Governance: An International Review*, 24(6), 584-598.
- Eng, L. L., & Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of accounting and public policy*, 22(4), 325-345.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fan, J. P., & Wong, T. J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of accounting and economics*, 33(3), 401-425.
- Haniffa, R., & Hudaib, M. (2006). Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(7-8), 1034-1062.
- Henry, D. (2010). Agency costs, ownership structure and corporate governance compliance: A private contracting perspective. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18(1), 24-46.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- McColgan, P. (2001). Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective. *Department of Accounting and Finance working paper*, 6, 0203.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 20, 293-315.
- Qi, D., Wu, W., & Zhang, H. (2000). Shareholding structure and corporate performance of partially privatized firms: Evidence from listed Chinese companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 8(5), 587-610.
- Rehman, O. U. (2016). Impact of capital structure and dividend policy on firm value. *Journal of Poverty, Investment and Development*, 21(1), 40-57.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Smith, A. (1776). *An Inquiry into The Nature and Causes of The Wealth of Nations* (Jim Manis, Faculty Editor, Electronic Classics Series). US: The Pennsylvania State University.
- Suehiro, A., & Wailerdsak, N. (2004). Family business in Thailand: Its management, governance and future challenges. *ASEAN Economic Bulletin*, 21(1), 81-93.



ประวัติผู้วิจัย

| | |
|------------------|---|
| ชื่อ | พรพรรณ เอมอ่อน |
| วัน เดือน ปีเกิด | 15 มิถุนายน 2537 |
| สถานที่เกิด | กรุงเทพมหานคร ประเทศไทย |
| ประวัติการศึกษา | มหาวิทยาลัยศรีปทุม ปริญญาบัญชีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี, 2559 มหาวิทยาลัยรังสิต ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต, 2564 |
| ที่อยู่ปัจจุบัน | 4/244 แขวงคลองถนน เขตสายไหม กรุงเทพมหานคร |

