



ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจการเงิน

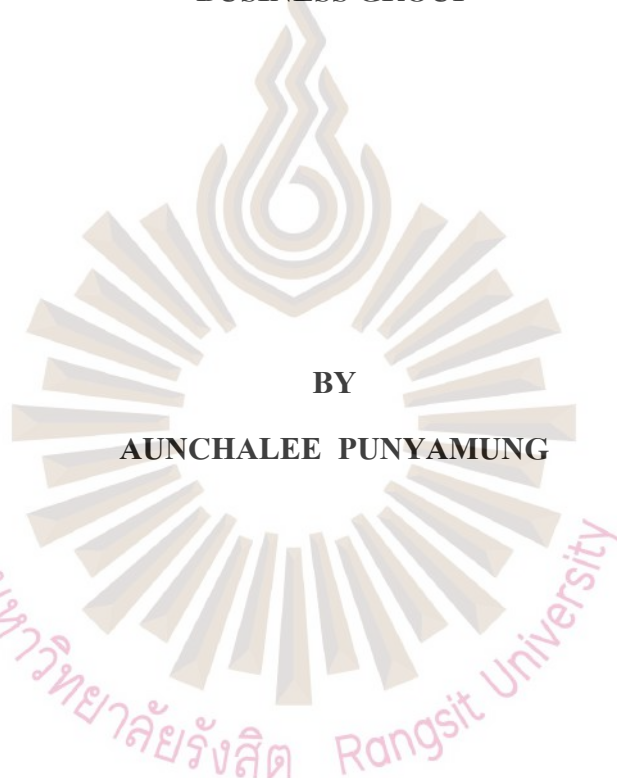


วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตาม
หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต
คณะบัญชี

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยรังสิต
ปีการศึกษา 2567



**THE RELATIONSHIP BETWEEN OWNERSHIP STRUCTURE AND
PROFITABILITY OF LISTED COMPANIES ON THE STOCK
EXCHANGE OF THAILAND, FINANCIAL
BUSINESS GROUP**



**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 2024**

วิทยานิพนธ์เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจการเงิน

โดย

อัญชลี ปัญญา มั่ง

ได้รับการพิจารณาให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต

มหาวิทยาลัยรังสิต

ปีการศึกษา 2567

รศ.ดร.พนารัตน์ ปานมณี
ประธานกรรมการสอบ

ดร.ภัทรณัชชา โชติคุณากิตติ
กรรมการ

ผศ.ดร.นันทวัฒน์ วิเศษสรรพ
กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษา

บัณฑิตวิทยาลัยรับรองแล้ว

(ศ.ดร.สัจจิตต์ เพ็ชรประสาน)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

20 สิงหาคม 2567

Thesis entitled

**THE RELATIONSHIP BETWEEN OWNERSHIP STRUCTURE AND PROFITABILITY
OF LISTED COMPANIES ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND,
FINANCIAL BUSINESS GROUP**

by

AUNCHALEE PUNYAMUNG

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

Rangsit University
Academic Year 2024

Assoc. Prof. Panarat Panmanee, Ph.D.
Examination Committee Chairperson

Phatnatcha Chotkunakitti, D.B.A.
Member

Asst. Prof. Nimmual Visedsun, Ph.D.
Member and Advisor

Approved by Graduate School

(Prof. Suejit Pechprasarn, Ph.D.)

Dean of Graduate School

August 20, 2024

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ประสบความสำเร็จลุล่วงด้วยดี เนื่องด้วยได้รับความเมตตาและความช่วยเหลืออย่างดียิ่ง จากผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.นิมิต วิเศษสรรพ อาจารย์ที่ปรึกษา ในการให้คำปรึกษา คำแนะนำ ซึ่งแนะรวมทั้งการตรวจทาน แก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ ทั้งในภาพรวมและรายละเอียด พร้อมทั้งติดตามความคืบหน้าของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ให้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น อีกทั้งได้รับคำแนะนำเพิ่มเติมจากคณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์และหัวหน้าหลักสูตร ที่ได้ให้คำแนะนำและข้อเสนอแนะเพิ่มเติม ซึ่งเป็นประโยชน์อย่างมากส่งผลให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น ผู้วิจัยขอขอบพระคุณท่านอาจารย์ทุกท่านเป็นอย่างสูงมา ณ โอกาสนี้

ขอขอบคุณคณาจารย์และเจ้าหน้าที่ ในหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต คณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต ที่ได้อบรมสั่งสอน ประสิทธิ์ประสาทความรู้อันเป็นรากฐานที่สำคัญอย่างยิ่งในการประกอบอาชีพในอนาคต ขอขอบคุณครอบครัวที่คอยเป็นกำลังใจและสนับสนุนในการจัดทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ลุล่วงเป็นอย่างดี

สุดท้ายนี้ ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจที่จะศึกษาในหัวข้อวิทยานิพนธ์ที่ใกล้เคียงกัน หากงานวิจัยนี้มีข้อบกพร่องประการใด ผู้วิจัยขอน้อมรับ และขออภัยมา ณ โอกาสนี้

อัญชลี ปัญญา มัง
ผู้วิจัย

6006359 : อัญชลี ปัญญามัง
 ชื่อวิทยานิพนธ์ : ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไร
 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจ
 การเงิน
 หลักสูตร : บัญชีมหาดบัณฑิต
 อาจารย์ที่ปรึกษา : ผศ.ดร.นิมิต วิเศษสรรพ

บทคัดย่อ

วิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของผู้ถือหุ้นกับ
 ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจ
 การเงิน โดยใช้สัดส่วนการถือหุ้นสามัญตาม โครงสร้างผู้ถือหุ้น 10 อันดับแรกของบริษัท งานวิจัยนี้
 ได้นำขนาดของกิจการ และ ความเสี่ยงทางการเงิน เข้ามาในแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงใน
 ฐานะตัวแปรควบคุม ศึกษาข้อมูลทางการเงินจาก Set Smart รายงานประจำปี และแบบแสดง
 รายการ 56-1 ศึกษาข้อมูลย้อนหลัง 10 ปี (พ.ศ. 2556- พ.ศ. 2565) กลุ่มตัวอย่างจำนวน 41 บริษัท
 และใช้กระบวนการวิเคราะห์การถดถอย ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95%

ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นวัดจากสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุน
 ปึงเจกบุคคล สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดย
 นักลงทุนต่างชาติ ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มธุรกิจการเงิน ไม่มีความสัมพันธ์และผลกระทบต่อ
 ความสามารถในการทำกำไร ที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตรา
 ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ในขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนสถาบันมี
 ความสัมพันธ์ และผลกระทบในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนมูลค่าทางการตลาด Tobin's Q
 กล่าวคือ การมีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนสถาบันยิ่งสูงจะส่งผลดีต่อมูลค่าของทาง
 การตลาดของกิจการทำให้มูลค่าทางการตลาดยิ่งสูงขึ้นตามไปด้วย ทั้งนี้ตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อ
 ความสามารถในการทำกำไร คือ ขนาดของกิจการ (SIZE) และความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) มี
 ความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความสามารถในการทำกำไร

(วิทยานิพนธ์มีจำนวนทั้งสิ้น 58 หน้า)

คำสำคัญ : โครงสร้างผู้ถือหุ้น ความสามารถในการทำกำไร ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

6006359 : Aunchalee Punyamung
 Thesis Title : The Relationship Between Ownership Structure and Profitability of Listed
 Companies on the Stock Exchange of Thailand, Financial Business Group
 Program : Master of Accountancy
 Thesis Advisor : Asst.Prof. Nimunal Visedsun, Ph.D.

Abstract

The objective of this research is to study the relationship between shareholder structure and the profitability of companies listed on the Thai Stock Exchange in the financial business group. The proportion of common shareholding is determined by the company's top ten shareholders. This research has considered firm size and financial risks as control variables in the linear relationship model. The research used financial data from the SETSMART and annual report form 56-1, examining data from the last ten years (2013-2022) with a sample of 41 organizations and employed a regression analysis process in the 95% confidence interval.

The results indicate that shareholder structure is defined by the proportion of common shares held by individual investors, institutional investors, and foreign investors in listed companies in the financial business group. Return on equity (ROE) and return on assets (ROA) have no relationship or impact on profitability. However, the proportion of common shares held by institutional investors has a relationship and effect similar to the Tobin's Q market value ratio. Specifically, a larger proportion of common shares held by institutional investors will have a favorable impact on the company's market value, increasing it even further. Profitability is influenced by two variables: firm size (SIZE) and financial risk (LEV), which have a significantly negative relationship with profitability.

(Total 58 pages)

Keywords: Ownership Structures, Profitability, 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	ช
บทที่ 1	
บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย	4
1.3 คำถามการวิจัย	4
1.4 ขอบเขตของงานวิจัย	4
1.5 กรอบแนวคิดการวิจัย	5
1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	7
1.7 นิยามศัพท์	7
บทที่ 2	
แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	8
2.1 ความหมายของธุรกิจการเงิน	8
2.2 แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น	9
2.3 แนวคิดการวัดผลการดำเนินงาน	13
2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	15
บทที่ 3	
ระเบียบวิธีการวิจัย	19
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	19
3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล	20
3.3 สมมติฐานของงานวิจัย	21

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
3.4 แบบจำลองความสัมพันธ์และตัวแปร	22
3.5 ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปรในงานวิจัย	23
3.6 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล	28
บทที่ 4 ผลการวิจัย	31
4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา	31
4.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรเป็นรายคู่	34
4.3 การวิเคราะห์โดยใช้วิธีการถดถอยพหุคูณ	36
บทที่ 5 สรุปผลและข้อเสนอแนะ	44
5.1 สรุปผลการวิจัย	44
5.2 อภิปรายผลการวิจัย	47
5.3 ข้อจำกัดของงานวิจัย	48
5.4 ข้อเสนอแนะ	49
บรรณานุกรม	51
ประวัติผู้วิจัย	58

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.1 แสดงรายชื่อจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจการเงิน	20
3.2 สรุปรายละเอียดการวัดค่าตัวแปร	27
4.1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์	32
4.2 สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม (Correlation Matrix)	34
4.3 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ โครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ROE)	38
4.4 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ โครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)	40
4.5 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ โครงสร้างผู้ถือหุ้นกับอัตราส่วนมูลค่าทางการตลาด (Tobin's Q)	42



สารบัญรูป

รูปที่

หน้า

1.1 กรอบแนวคิดการวิจัย

5



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

จากเหตุการณ์ที่ถือเป็นบทเรียนที่สำคัญที่ทุก ๆ ประเทศต้องเตรียมพร้อมและปรับโครงสร้างการบริหารประเทศหลาย ๆ ด้าน เพื่อรับมือหากเกิดปัญหาวิกฤตทางการเงิน ประเทศไทยประสบกับ วิกฤตทางการเงินที่ ส่งผลกระทบต่ออย่างรุนแรงต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจการเงิน และความเชื่อมั่นของประชาชน ผู้ประกอบการต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นกิจการขนาดใหญ่ ขนาดกลาง หรือขนาดเล็ก ได้รับผลกระทบจากวิกฤตปัญหาที่เกิดขึ้นทำให้เกิดการปิดกิจการกันอย่างทั่วหน้า ปัญหาที่กล่าวมาส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจและการพัฒนาประเทศมากที่สุด ธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็ก ประสบปัญหาการล้มละลาย เพราะขาดดุลและภาวะเงินเฟ้อ จึงปิดกิจการลงเป็นจำนวนมาก ปัญหาที่เห็นได้อย่างชัดเจนในช่วงที่เกิดวิกฤตทางการเงินในปี พ.ศ. 2540 คือ ปัญหาการว่างงาน เกิดจากการถูกปลดออกจากการเป็นพนักงานบริษัท หรือเลิกจ้าง ทำให้ไม่มีตลาดแรงงานรองรับนักเรียน นักศึกษาจบใหม่ เมื่อพิจารณาในระดับมหภาคจะพบว่าวิกฤตการเงิน 2540 ได้ส่งผลกระทบต่อภาวะการณ์การคลังของประเทศไทย คือ การเก็บภาษีได้น้อยลง ซึ่งส่งผลต่อการใช้จ่ายของภาครัฐ เพื่อกระตุ้นให้เศรษฐกิจมีการขยายตัวทางเศรษฐกิจได้น้อยลง (เสาวณี จันทะพงษ์ และนิธิตาร พงศ์ปิยะไพบูลย์, 2560)

ในช่วงที่มีการเปลี่ยนแปลงของระบบเศรษฐกิจเมื่อเข้าสู่การเป็นประชาคมอาเซียน การดำเนินงานของธุรกิจต่าง ๆ จึงมีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะธุรกิจในภาคอุตสาหกรรม มีการเปลี่ยนแปลงและแข่งขันกันอย่างรุนแรง เพื่อการขยายตัวและการเติบโตของธุรกิจ ปัจจัยที่มีความสำคัญต่อการเติบโตธุรกิจ คือ ตลาดเงินทุน โดยผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีบทบาทในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนในประเทศและนอกประเทศ จะเห็นได้ว่าองค์กรต่าง ๆ ทั้งภาครัฐและเอกชน มีการระดมเงินทุนจากภาคประชาชนเพิ่มมากขึ้น องค์กรธุรกิจต่าง ๆ จำเป็นต้องให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจ กับนักลงทุนเพื่อใช้เป็นข้อมูลพื้นฐานในการตัดสินใจ นักลงทุนส่วนใหญ่จะเน้นข้อมูลเชิงคุณภาพและเชิงปริมาณ เป็นองค์ประกอบในการพิจารณาตัดสินใจเพื่อการลงทุน ข้อมูลที่สำคัญเป็นส่วนประกอบในการตัดสินใจลงทุน นั่นคือ

การบริหารงานของธุรกิจ โดยพื้นฐานผู้บริหารและผู้ถือหุ้นเป็นส่วนหนึ่งของโครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างผู้ถือหุ้นบ่งบอกถึงลักษณะของการบริหารงาน ผลประกอบการของกิจการ และการเติบโตของเงินทุนภายในกิจการ ที่นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนโครงสร้างผู้ถือหุ้น ประกอบด้วย โครงสร้างของผู้ถือหุ้น และสัดส่วนของการถือหุ้น ซึ่งได้จำแนกตามลักษณะได้สองลักษณะ คือ โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว และโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว (Dispersed Ownership Structure) มีลักษณะที่สำคัญคือ กิจการมีผู้ถือหุ้นจำนวนมาก รายผู้ถือหุ้นแต่ละรายมีสัดส่วนถือหุ้นจำนวนน้อย ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท อาจจะมีถือหุ้นเพียง 5% เท่านั้น ส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว มีลักษณะสำคัญ คือ กิจการมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่จำนวนน้อยราย และผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนมาก ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ใช้สิทธิเข้าไปควบคุมกิจการและบริหารกิจการได้ ซึ่งผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีแรงผลักดันในการดึงเอาผลประโยชน์จากผู้ถือหุ้นรายย่อยมาเป็นของตนเอง หรือกระทำการภายใต้อำนาจที่มีอยู่เพื่อประโยชน์ส่วนตัว ส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นอย่างมาก (Fama & Jensen, 1983) โครงสร้างผู้ถือหุ้นในประเทศไทยมีลักษณะโครงสร้างการถือหุ้นหลายรูปแบบ ทั้งการถือหุ้นแบบกระจายตัว และแบบกระจุกตัว ในลักษณะของ กลุ่มครอบครัว สถาบัน องค์กรเอกชน กลุ่มนิติบุคคลต่างประเทศ หรือ หน่วยงานของรัฐบาล โครงสร้างการถือหุ้นดังกล่าว อาจมีส่วนเข้ามาเป็นผู้บริหารและควบคุมดูแลกิจการ หรือไม่ได้มีส่วนเข้ามาบริหารกิจการ โครงสร้างผู้ถือหุ้นจึงมีความสำคัญและมีอิทธิพลต่อการบริหารทั้งในด้านกำหนดนโยบาย การบริหารจัดการ และการกำกับดูแล เพื่อสร้างผลกำไรให้แก่กิจการในอนาคต (กรัณท์รัตน์ บุญญวัฒน์, 2554; ฉันทนันท์ สุรวัฒนา, 2556; นฤมล ลือพงศ์ไพบูลย์, 2554)

งานวิจัยที่เกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น กับผลการดำเนินงานของกิจการในต่างประเทศจะมีการศึกษาค่อนข้างมาก Srivastava (2011), Liu (2013) กล่าวว่า ผลของงานวิจัยจะแปรผันไปตามแต่ละประเทศ และช่วงระยะเวลาที่ตกต่างกันออกไป ส่วนใหญ่ทำการศึกษาในประเทศที่มีการพัฒนา สำหรับประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่มีการศึกษาจำนวนน้อย โดยเฉพาะประเทศไทยที่มีผู้ถือหุ้นสถาบันเข้ามามีบทบาทมากขึ้น ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสนับสนุนให้มีการเพิ่มสัดส่วนการลงทุนร้อยละ 50 ภายใน ปี 2562 นริสา เยาวลักษณ์ และศิลาปะพร ศรีจันเพชร (2558) การถือหุ้นสถาบันซึ่งจะส่งผลดีต่อกิจการหรือไม่ ก็ยังเป็นข้อถกเถียงกันในหลายงานวิจัย ส่วนการถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาลด้านหนึ่งมองว่าส่งผลดีต่อการดำเนินงาน เพราะภาครัฐบาลสามารถเข้าถึงเทคโนโลยีและแหล่งเงินทุนได้มากกว่า และมีเครือข่ายที่กว้างขวาง อำนาจต่อตลาดสูง ส่วนอีกด้านมองว่า บริษัทที่มีรัฐบาลเข้ามาถือหุ้นสูง มักจะถูกควบคุมด้วยอำนาจของรัฐบาล โดยอาจใช้อำนาจ

ในการบริหารงานเพื่อประโยชน์ทางการเมือง ส่งผลกระทบต่อผลประโยชน์ของบริษัท เนื่องจากภาครัฐมักมองประโยชน์ทางสังคมมากกว่ากำไรของบริษัทในบางโอกาส (Zeitun & Tian, 2007) สำหรับผู้ถือหุ้นที่เป็นกลุ่มนักลงทุนต่างชาติ ในงานวิจัยต่างประเทศ Singh and Kansil (2017), Djankov and Hoekman (2000) ทำการศึกษาในประเทศอินเดีย และบัลแกเรีย พบว่า การเข้ามาถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ จะก่อให้เกิดการถ่ายทอดองค์ความรู้ใหม่ ๆ และเทคโนโลยีทันสมัยหรือกระบวนการผลิตที่มีประสิทธิภาพ ทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการมีการปรับตัวไปในทิศทางที่ดีขึ้น ส่วนโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว จากการศึกษาของ Haniffa and Hudaib (2006), ฉันทน์ จันทร์เชตต์ (2554) และ ฉันทน์ สุรวัดนา (2556) พบว่าการถือหุ้นแบบกระจุกตัวจะทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น ซึ่งการกระจุกตัวของการถือหุ้นจะมีความคล่องตัวในการบริหารงานและผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีความผูกพันกับบริษัท รวมทั้งจะคำนึงถึงผลประโยชน์และความอยู่รอดของบริษัทในระยะยาว นอกจากนี้ Henry (2010) พบว่า การที่บริษัทมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นเป็นนักลงทุนสถาบันสูงจะทำให้มีการตรวจสอบการบริหารงานของฝ่ายบริหาร เพื่อทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อย ได้รับผลประโยชน์เช่นกัน ในขณะที่ จิภัสสร บุญรอด (2558) พบว่า การมีนักลงทุนสถาบันเข้ามาลงทุนในการบริหารสัดส่วนที่มากขึ้นจะส่งผลตอบแทนทำให้กิจการมีมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น

ทั้งนี้งานวิจัยในด้าน โครงสร้างของผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานในประเทศไทย พบว่า ยังคงมีจำนวนจำกัด อีกทั้งผลของงานวิจัยที่ค้นพบในประเทศไทย เรื่องโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไร ผลการดำเนินงาน หรือมูลค่ากิจการ ยังหาข้อสรุปที่ชัดเจนได้ การวิจัยในส่วนมากจะเป็นการศึกษาเฉพาะบริษัทขนาดใหญ่ หรือภาคธุรกิจอุตสาหกรรม มากกว่าธุรกิจภาคสถาบันการเงิน จึงเป็นเหตุผลให้ผู้วิจัยมีแนวคิดที่จะศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นในกลุ่มธุรกิจการเงินที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากในปัจจุบันบริษัทที่ทำธุรกิจการเงินในประเทศไทยได้มีการพัฒนาและปรับเปลี่ยนโครงสร้างการบริหารงาน และสัดส่วนผู้ถือหุ้น ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้ ผู้ศึกษาต้องการศึกษาโครงสร้างการถือหุ้น กับความสามารถในการทำกำไรของกลุ่มธุรกิจการเงิน โครงสร้างผู้ถือหุ้นจะแบ่งเป็นสัดส่วนการถือหุ้นโดยปัจเจกบุคคล สัดส่วนการถือหุ้นโดยสถาบัน และ สัดส่วนการถือหุ้นต่างประเทศ เพราะสัดส่วนการถือหุ้นเหล่านี้มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทอย่างยิ่ง จึงทำให้เป็นที่น่าสนใจ และผลการศึกษาก็จะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนที่จะนำไปพิจารณา และวางแผนการลงทุนในอนาคต

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1.2.1 เพื่อศึกษาสัมพันธระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นสามัญกับผลกำไรที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น(ROE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจการเงิน

1.2.2 เพื่อศึกษาสัมพันธระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นสามัญกับผลกำไรที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจการเงิน

1.2.3 เพื่อศึกษาสัมพันธระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นสามัญกับผลกำไร ที่วัดจากอัตราส่วนมูลค่ากิจการ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจการเงิน

1.3 คำถามการวิจัย

โครงสร้างผู้ถือหุ้นสามัญมีความสัมพันธ์อย่างไรกับความสามารถในการทำกำไรของกลุ่มธุรกิจการเงิน ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.4 ขอบเขตของงานวิจัย

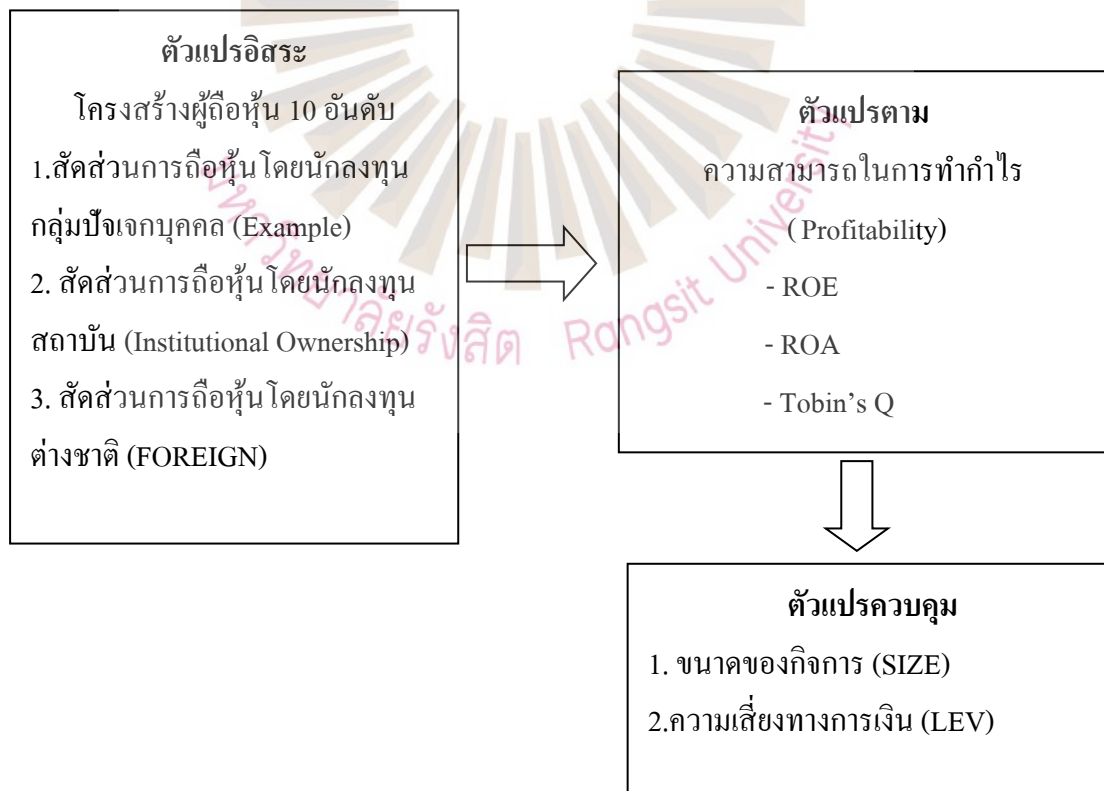
ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความความสามารถในการทำกำไรของกลุ่มธุรกิจการเงิน ประกอบด้วย กลุ่มธนาคารพาณิชย์ กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มประกันภัยประกันชีวิต ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน ซึ่งเก็บข้อมูลจาก Sets Mart รายงานประจำปีและแบบแสดงรายการ 56-1 ที่บริษัทได้เปิดเผยข้อมูลตามข้อกำหนดของสำนักงานคณะกรรมการบริษัทกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ข้อมูล que ศึกษาเป็นแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในรายงานประจำปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556 ถึง 2565 โดยวิเคราะห์สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสามัญ 10 อันดับ ที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

1.5 กรอบแนวคิด

การศึกษานี้เกี่ยวข้องกับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจการเงิน ตัวแปรตาม คือ ความสามารถในการทำกำไร ตัวแปรอิสระ คือ โครงสร้างผู้ถือหุ้น ในการศึกษาครั้งนี้ใช้ สัดส่วนของการถือหุ้นสามัญ 10 อันดับแรก

นอกจากนี้ในการพิจารณาความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไร ยังมีปัจจัยอื่นที่อาจส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร ได้แก่ ขนาดของกิจการ และความเสียหายทางการเงิน



รูปที่ 1.1 กรอบแนวคิดการวิจัย

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.6.1 ผลการศึกษาครั้งนี้ทำให้ทราบสัดส่วนการถือหุ้นกลุ่มธุรกิจการเงิน ที่ใช้พิจารณาเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรของกลุ่มธุรกิจการเงิน ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อเป็นแนวทางให้กับนักลงทุน ประกอบการพิจารณาการตัดสินใจลงทุน

1.6.2 ในส่วนของธนาคารสามารถนำผลการวิจัยไปใช้พิจารณาเบื้องต้นเกี่ยวกับสัดส่วนผู้ถือหุ้นเพื่อเป็นแนวทางในการดำเนินงานของธนาคาร อันจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นและความมั่นใจต่อผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน ผู้มีส่วนได้เสีย และผู้ที่เกี่ยวข้อง อันจะนำมาซึ่งการเติบโตมั่นคงในอนาคตของธนาคาร

1.7 นิยามศัพท์

โครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Structure) หมายถึง หุ้นทั้งหมดของบริษัทที่มีจัดหามาเพื่อใช้การดำเนินงาน โครงสร้างของผู้ถือหุ้นจะจำแนกเป็นสองรูปแบบ คือ โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว ประกอบด้วยผู้ถือหุ้นจำนวนมากรายและแต่ละรายมีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนน้อย และโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว ที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่จำนวนน้อยและผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนมาก

สัดส่วนการถือหุ้น (Shareholding) หมายถึง เบอร์เซ็นต์การถือหุ้นสามัญของกรรมการบริษัทและผู้บริหารที่เปิดเผยในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1)

ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) หมายถึง ผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งพิจารณาจากผลกำไรสุทธิประจำปี วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA) อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (Return On Equity: ROE) และมูลค่าตลาดของกิจการ Tobin's Q

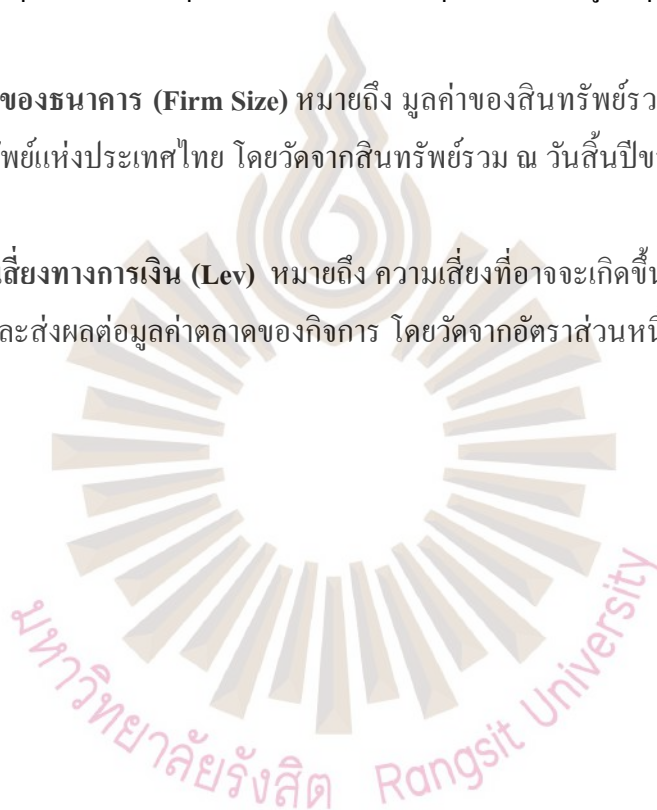
สัดส่วนการถือหุ้นของกลุ่มปัจเจกบุคคล (Example Ownership) หมายถึง ร้อยละของการถือหุ้นสามัญของกลุ่มนักลงทุนทั่วไป เช่น กลุ่มบุคคลในครอบครัว บุคคลทั่วไป ผู้ลงทุนบุคคลธรรมดา หรือนิติบุคคล ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นในบริษัท 10 อันดับแรก

สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (Institutional Ownership) หมายถึง ร้อยละของการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบันซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใน 10 อันดับแรก ซึ่งนักลงทุนสถาบันจะเป็นธนาคารพาณิชย์ บริษัทประกันภัย บริษัทเงินทุน กองทุนต่าง ๆ ซึ่งทำหน้าที่เป็นนักลงทุนพิเศษในนามของผู้อื่น

สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนกลุ่มต่างชาติ (Foreign) หมายถึง ร้อยละของการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนกลุ่มต่างชาติ ทั้งบุคคลธรรมดา และนิติบุคคล ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใน 10 อันดับแรก

ขนาดของธนาคาร (Firm Size) หมายถึง มูลค่าของสินทรัพย์รวมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยวัดจากสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปีของกิจการแต่ละธนาคาร

ความเสี่ยงทางการเงิน (Lev) หมายถึง ความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคต ที่เกิดมาจากการดำเนินงานและส่งผลต่อมูลค่าตลาดของกิจการ โดยวัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการ



บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการศึกษาค้นคว้าเอกสารทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรและผลตอบแทนของกลุ่มธุรกิจการเงิน ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้ศึกษาเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทั้งภายในประเทศและต่างประเทศ เพื่อให้ทราบถึงแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง เพื่อนำมาใช้เป็นแนวทางในการศึกษาตามหัวข้อดังต่อไปนี้

2.1 ความหมายของธุรกิจการเงิน

2.1.1 ธุรกิจการเงินที่ประกอบธุรกิจเป็นสถาบันการเงิน

ธุรกิจสถาบันการเงิน หมายถึง ธุรกิจธนาคารพาณิชย์ ธุรกิจเงินทุน ธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ รวมถึงการประกอบธุรกิจของสถาบันการเงินเฉพาะกิจ ธุรกิจการเงินในประเทศไทยที่ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เข้ามากำกับดูแล แบ่งออกเป็น 5 ประเภท ได้แก่ 1) สถาบันการเงินตามนัยมาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติธุรกิจสถาบันการเงิน พ.ศ. 2551 2) สำนักงานผู้แทน คือ สำนักงานที่ได้รับอนุญาตให้กระทำการแทนสถาบันการเงินต่างประเทศ หรือสถาบันการเงินในประเทศ โดยจะรับฝากเงินจากประชาชนไม่ได้ 3) บริษัทบริหารสินทรัพย์ คือ บริษัทที่จดทะเบียนกับธนาคารแห่งประเทศไทยตามพระราชบัญญัติบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. 2541 ทำหน้าที่บริหารสินทรัพย์ด้วยคุณภาพของสถาบันการเงิน 4) ผู้ประกอบธุรกิจที่มีไม่ใช่สถาบันการเงิน หรือ Non-Bank คือ ธุรกิจการเงินทุกประเภทที่ไม่ใช่ธนาคาร หรือสถาบันการเงิน ธุรกิจการเงินของผู้ประกอบธุรกิจ Non-Bank จะประกอบธุรกิจหลักเดียววัน คือ การให้สินเชื่อ ซึ่งต่อมามีการพัฒนารูปแบบการให้บริการที่หลากหลายเพิ่มขึ้นตามความต้องการของผู้บริโภค ซึ่งแบ่งออกเป็น 10 ประเภท ดังนี้ (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2565)

- 1) สถาบันการเงินเพื่อการพัฒนา
- 2) ธุรกิจเงินทุนและการให้เช่าแบบลีสซิ่ง
- 3) ธุรกิจแฟคตอริ่ง

- 4) ธุรกิจประกันภัยและเงินสำรองเลี้ยงชีพ
- 5) ธุรกิจรับจ้างนอง
- 6) ตลาดตราสารและธุรกิจหลักทรัพย์
- 7) สถาบันการเงินฐานราก
- 8) ธุรกิจรับฝากเงินทางไปรษณีย์
- 9) ธุรกิจแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศและรับซื้อลดตั๋วเงิน
- 10) ธุรกิจเงินร่วมลงทุน

2.1.2 ธุรกิจการเงินที่ประกอบธุรกิจมิใช่สถาบันการเงิน

ธุรกิจการเงินที่ผู้ประกอบการมิใช่สถาบันการเงิน (Non – Bank Financial Institutions NBFID) ซึ่งหมายถึง ธุรกิจการเงินทุกประเภทที่ไม่ใช่ธนาคารและสถาบันการเงิน ซึ่งในประเทศไทย มีสถาบันการเงินที่ทำหน้าที่คล้ายคลึงกับธนาคารแต่ไม่ใช่ธนาคาร ได้แก่ ธุรกิจบริษัทเงินทุน ธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ ซึ่งธุรกิจเหล่านี้ มีกฎเกณฑ์ในการกำกับประกอบธุรกิจ มีการสำรองเงินกองทุน เช่นเดียวกับธนาคาร อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของธนาคารแห่งประเทศไทย

2.2 แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น

2.2.1 ลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership structures)

จากการทบทวนผลงานวิจัยที่ผ่านมา สามารถแบ่งโครงสร้างผู้ถือหุ้นตามประเภทของผู้ถือหุ้นสามัญในประเทศไทยส่วนใหญ่ โดยมีรายละเอียดแต่ละหัวข้อดังต่อไปนี้

2.2.1.1 โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยกลุ่มบุคคลในครอบครัว (Family Ownership) หมายถึง สิทธิส่วนใหญ่ในการออกเสียงอยู่ในการควบคุมดูแลของบุคคลในครอบครัว หรือกลุ่มตระกูลที่มีอำนาจควบคุม รวมถึงผู้ที่ก่อตั้งบริษัทที่จะตั้งใจส่งต่อกิจการให้กับลูกหลาน หรือ ธุรกิจครอบครัว หรือ การเป็นสมาชิกในครอบครัวของเจ้าของซึ่งมีอิทธิพลต่อผู้บริหาร และได้รับให้สิทธิออกกิจการต่อไป ผู้ถือหุ้นบุคคลหรือกลุ่มครอบครัวที่มีอำนาจควบคุมบริษัท Susilawati and Rakhman (2018), Anderson and Reeb (2004), อุบลวรรณ ขุนทอง และ โสวัตรนาธารา (2560) งานวิจัยของ La-Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (1999), Wiwattanakantang (2001)

พบว่า โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวมีแนวโน้มที่จะสร้างผลประโยชน์ให้กับตนเองมากกว่าสร้างผลประโยชน์ให้กับแก่ผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ เนื่องจากการตัดสินใจ อำนาจและการมีส่วนร่วมในการบริหารรวมถึงการจัดนโยบายอยู่ที่ตนเอง ซึ่งก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผลการดำเนินงานบริษัท ขัดแย้งกับงานวิจัยของ Sraer and Thesmar (2007), Anderson and Reeb (2004), จิตติพรณ ปราบ พาล และคณิตศร เทอดเผ่าพงศ์ (2565), จิตอุษา ชันทอง และกัลยกิตต์ กิริติอังกฤษ (2560) พบว่า บริษัทที่มีการถือหุ้นโดยสมาชิกในครอบครัว หรือดำรงตำแหน่งเป็นการรวมการบริษัทให้ถือว่าบริษัท นั้นเป็นบริษัทครอบครัว มีอำนาจในการตัดสินใจและควบคุมกิจการ ทั้งนี้การถือหุ้นแบบครอบครัว สามารถที่จะแสวงหากำไรให้กับกิจการแบบสูงสุดแต่จะพบความขัดแย้งในการจัดสรรผลประโยชน์ ระหว่างกลุ่ม ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นเป็นครอบครัวซึ่งมีหลายกลุ่ม

2.2.1.2 โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยกลุ่มนักลงทุนสถาบัน (Institutional Ownership) หมายถึง ผู้ที่ทำหน้าที่รวบรวมเงินทุนจากบุคคลภายนอกเพื่อนำมาลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งผู้ถือหุ้น สถาบันมักมีแรงจูงใจที่จะตรวจสอบรายงานทางการเงินของกิจการ เนื่องจากรายงานทางการเงินเป็นแหล่งข้อมูลที่สำคัญของกิจการ ซึ่งเป็นไปได้ว่านักลงทุนสถาบันให้ความสำคัญกับ ข้อมูลที่เกี่ยวข้องเพื่อใช้วางแผนและประเมินการลงทุน (Velury & Jenkins, 2006)

ตามประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กำหนดบทนิยามคำว่าผู้ลงทุนสถาบัน ไว้โดยเฉพาะ (ราชกิจจานุเบกษา, 2560) ดังต่อไปนี้

- (1) ธนาคารแห่งประเทศไทย
- (2) ธนาคารพาณิชย์
- (3) ธนาคารที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น
- (4) บริษัทเงินทุน
- (5) บริษัทเครดิตฟองซิเอร์
- (6) บริษัทหลักทรัพย์
- (7) บริษัทประกันวินาศภัย
- (8) บริษัทประกันชีวิต
- (9) กองทุนรวม
- (10) กองทุนส่วนบุคคลซึ่งบริษัทหลักทรัพย์บริหารจัดการเงินทุนของผู้ลงทุน รายใหญ่พิเศษ ผู้ลงทุนรายใหญ่ หรือผู้ลงทุนตาม (1) ถึง (9) หรือ (11) ถึง (25)
- (11) กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ
- (12) กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ
- (13) กองทุนประกันสังคม

- (14) กองทุนการออมแห่งชาติ
- (15) กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาาระบบสถาบันการเงิน
- (16) ผู้ประกอบการธุรกิจสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตามกฎหมายว่าด้วยสัญญาซื้อขายล่วงหน้า
- (17) ผู้ประกอบการธุรกิจซื้อขายล่วงหน้าตามกฎหมายว่าด้วยการซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า)
- (18) สถาบันการเงินระหว่างประเทศ
- (19) สถาบันคุ้มครองเงินฝาก
- (20) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- (21) นิติบุคคลประเภทบริษัท
- (22) นิติบุคคลซึ่งมีผู้ลงทุนตาม (1) ถึง (21) ถือหุ้นรวมกันเกินกว่าร้อยละ 75 ของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมด
- (23) ผู้ลงทุนต่างประเทศซึ่งมีลักษณะทำนองเดียวกับผู้ลงทุนตาม (1) ถึง (22)
- (24) ผู้จัดการกองทุนหรือผู้จัดการลงทุนในสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ตามประกาศคณะกรรมการกำกับว่าด้วยเรียนเกี่ยวกับบุคลากรในธุรกิจตลาดทุน
- (25) ผู้ลงทุนอื่นใดตามที่สำนักงานประกาศกำหนด

จากงานวิจัย Daqing, Woody, and Hua (2000), Agrawal and Mandelker (1990) Sakawa and Watanabel (2020) ได้ศึกษาความสัมพันธ์โครงสร้างผู้ถือหุ้นในสัดส่วนการถือหุ้นประเภทสถาบัน การกระจุกของผู้ถือหุ้นสถาบัน กับผลการดำเนินงาน พบว่า มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานเชิงบวก เพราะการถือหุ้นโดยกลุ่มสถาบันจะทำให้มีการสอบทานการบริหารอย่างเข้มข้น ก่อให้เกิดการรักษาผลประโยชน์ของกลุ่มที่มีส่วนได้ส่วนเสียมากขึ้น

2.2.1.3 โครงสร้างผู้ถือหุ้นภาครัฐบาล (Government) หมายถึง ผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานราชการของภาครัฐ เช่น กระทรวงการคลัง กระทรวงพลังงาน กระทรวงคมนาคม พระราชบัญญัติการพัฒนากำกับดูแลและบริหารรัฐวิสาหกิจ พ.ศ. 2562 ในพระราชบัญญัตินี้ รัฐวิสาหกิจ หมายความว่า “1) องค์การของรัฐบาลตามกฎหมายว่าด้วยการจัดตั้งองค์การของรัฐบาล 2) บริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัด ที่กระทรวงการคลังมีทุนรวมอยู่ด้วยเกินกว่าร้อยละห้าสิบ”

จากการวิจัยในอดีตของการมีผู้ถือหุ้น โดยภาครัฐ ของ Labra and Sacistan (1980) มองว่าส่งผลดีต่อการดำเนินงาน เนื่องจากภาครัฐสามารถเข้าถึงเทคโนโลยีและแหล่งเงินทุนได้มากกว่า ส่วนอีกด้านหนึ่ง มองว่าบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นเป็นหน่วยงานรัฐสูง จะถูกควบคุม

อำนาจด้วยระบบของรัฐบาล โดยอาจจะใช้อำนาจในการบริหารงานเพื่อผลประโยชน์ทางการเมือง บริษัทจึงได้รับผลในทางลบต่อผลการดำเนินงาน ภาครัฐจะมองผลประโยชน์ทางสังคมมากกว่าผลกำไรของบริษัทในบางโอกาส Rami and Gary (2007) จากการศึกษาของ Mao (2015) และ Naminta (2015) พบว่าการถือหุ้นของภาครัฐ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาจเป็นเพราะบริษัทที่ภาครัฐเข้าไปดำเนินการถือหุ้นหรือกำกับดูแลกิจการส่วนใหญ่นั้น มักเป็นบริษัทด้านพลังงานและสาธารณูปโภคขั้นพื้นฐานของประเทศ ซึ่งภาครัฐเป็นผู้ควบคุมดูแลยุทธศาสตร์ทางการค้า ทรัพย์สินทางปัญญา และผลกำไรเป็นผลให้บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของรัฐบาล มีผลการดำเนินงานที่ลดลง เพราะภาครัฐอาจแบกรับความเสี่ยงทางการเงิน ถึงแม้ว่าบริษัทจะมีผลขาดทุนก็ตาม เพื่อลดอัตราว่างงานของประชากร มุ่งเน้นเพิ่มการเก็บภาษี และเพื่อรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ

2.2.1.4 โครงสร้างผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ (Foreign) หมายถึง สัดส่วนการถือหุ้นสามัญที่ถือโดยนักลงทุนต่างชาติ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้สรุปภาพรวม ลักษณะการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมี 2 รูปแบบ ได้แก่ (1) การลงทุนโดยตรงและการลงทุนโดยผ่านสถาบันกองทุน ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกันภัย บริษัทประกันชีวิต กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ (2) กองทุนบำนาญจากต่างประเทศ เป็นต้น นักลงทุนหรือสถาบันจากต่างประเทศเหล่านี้ สามารถนำเงินเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ สามารถนำเงินเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้โดยตรง ทั้งนี้เป็นไปตามขั้นตอนตามที่กฎหมายกำหนดไว้ เช่น ข้อจำกัดในการถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างประเทศการลงทุนโดยผ่านสถาบันกองทุน การจัดเก็บภาษีเงินได้จากนักลงทุนต่างประเทศ เป็นการลงทุนที่นักลงทุนประเภทสถาบันการเงินหรือกองทุนเพื่อการลงทุน (Investment Funds) จัดตั้งขึ้นและระดมเงินทุนในต่างประเทศ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กองทุนต่างประเทศจะมีขนาดเงินทุนจำนวนมาก ทำให้เกิดสภาพคล่องในการลงทุนสูง สามารถจำแนกตามลักษณะของผู้จัดการกองทุนได้ดังต่อไปนี้

(1) กองทุนที่จดทะเบียนนอกประเทศ (Off-Shore Fund) คือ กองทุนที่จัดตั้งเพื่อการลงทุนภายใต้กฎหมายของประเทศนั้น ๆ ทำให้กองทุนไม่มีสัญชาติไทย ดังนั้นการเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยจะต้องอยู่ภายใต้กฎหมายและข้อบังคับที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ เช่น อยู่ภายใต้ข้อจำกัดการถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างประเทศตามพระราชบัญญัติกิจการลงทุนของชาวต่างประเทศ ได้กำหนดให้สามารถถือหุ้นได้ไม่เกินร้อยละ 49 ของหุ้นทั้งหมด นอกจากนี้การกำหนดเป็นกรณีพิเศษการถือหุ้นของบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์และ

ธนาคารพาณิชย์ได้ไม่เกินร้อยละ 25 ของหุ้นทั้งหมด กฎหมายเกี่ยวกับสิทธิส่งเสริมการลงทุน การอนุญาตสัมปทาน เป็นต้น

(2) กองทุนที่จดทะเบียนในประเทศ (On- Shore Fund) คือ กองทุนที่จัดตั้งเพื่อการลงทุน โดยผู้จัดการกองทุนเป็นบริษัทที่มีถิ่นฐานที่อยู่ในราชอาณาจักรไทย ภายใต้กฎหมายของไทย ทำให้กองทุนมีสัญชาติไทยจึงอยู่นอกเหนือข้อกำหนดการถือหุ้นของคนต่างด้าวและออกหน่วยลงทุนไปจำหน่ายในต่างประเทศ ดังนั้นการที่กองทุนที่มีสัญชาติไทยจะได้เปรียบในแง่สิทธิประโยชน์การลงทุนมากกว่านักลงทุนต่างชาติโดยทั่วไป เช่น การเสียภาษีหรือการอยู่นอกเหนือข้อกำหนดการถือครองหุ้น เป็นต้น นอกจากนี้ยังมีการจำแนกตามประเภทของการกำหนดขนาดกองทุน และเวลาที่ไทยถอนกองทุนประกอบด้วย 2 ประเภท ได้แก่ กองทุนปิด (Close Fund) คือ กองทุนเพื่อการลงทุนที่ไม่สามารถเปลี่ยนแปลงขนาดของกองทุนและเวลาไถ่ถอนกองทุนจากที่กำหนดไว้เมื่อตั้งกองทุนได้ และกองทุนเปิด (Open Fund) คือ กองทุนเพื่อการลงทุนที่สามารถเปลี่ยนแปลงขนาดและระยะเวลาของกองทุนจากที่กำหนดไว้เมื่อแรกตั้งกองทุน และผู้ถือหน่วยลงทุนสามารถไถ่ถอนหรือขายคืนหน่วยลงทุนได้ตลอดเวลาภายใต้กฎหมายและเงื่อนไขที่กำหนดไว้

Bekaert and Harvey (2000) และ Henry (2002) จากงานวิจัยสรุปได้ว่า การปรากฏตัวของนักลงทุนต่างชาติคาดว่าจะช่วยเพิ่มผลการดำเนินงานของบริษัทด้วยเหตุผลหลายประการ ประการแรกคือนักลงทุนต่างชาติช่วยเพิ่มความกดดันให้กับผู้บริหารด้วยการตรวจสอบการบริหารงาน ประการที่สอง สามารถจัดหาแหล่งเงินทุนใหม่และมีความเชี่ยวชาญด้านการบริหารจัดการเทคโนโลยี ประการที่สาม ช่วยในการรวมบริษัทในท้องถิ่นสู่ตลาดต่างประเทศทำให้ต้นทุนทางการเงินลดลง นอกจากนี้ Aydin, Sayim, and Yalama (2007) ยังพบว่า ยิ่งระดับความกระจุกของนักลงทุนต่างชาติมีส่วนเพิ่มมากขึ้นเท่าใด ก็จะทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการดีขึ้นมากขึ้น

2.3 แนวคิดการวัดผลการดำเนินงาน

จากการตรวจสอบเอกสารแนวคิด ทฤษฎีเกี่ยวกับการวัดผลการดำเนิน ผู้วิจัยได้ศึกษาถึงแนวคิดการวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และมูลค่ากิจการวัดด้วย Tobin's Q โดยมีรายละเอียดในแต่ละข้อดังต่อไปนี้

2.3.1 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)

เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพของการนำเงินมาลงทุนในสินทรัพย์ว่าก่อให้เกิดกำไรมากน้อยเพียงใด สินทรัพย์รวมดังกล่าว หมายถึง สินทรัพย์ซึ่งกิจการใช้งานอยู่ ไม่รวมสินทรัพย์ที่กิจการไม่ได้ใช้งาน อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนทั้งสิ้น หรือการใช้สินทรัพย์ว่าได้ผลตอบแทนเพียงพอหรือไม่ในงานวิจัยของ Daqing et al. (2000), Hideaki and Naoki (2020), Abdul and Joel (2020), จิตอุษา ชันทอง และกัลยทิติ์ กิรติอังกูร (2560), ของ ปิยานันท์ ญัฐรุจิโรจน์ และศิลาปะพร ศรีจันทเพชร (2561) พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ต่อการดำเนินงานเมื่อวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ขัดแย้งกับงานวิจัยของ บงกช ตั้งจิระศิลป์ (2556), อชิรญา จันทร์กุล, ไพบุลย์ ผจงวงศ์, และธำรงค์ศักดิ์ เสวตเลข (2561) สรุปผลงานวิจัยพบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

2.3.2 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

เป็นตัววัดผลการดำเนินงานที่วัดประสิทธิภาพส่วนของผู้ถือหุ้นว่ามีผลตอบแทนเท่าไร หากค่า ROE สูงแสดงว่ากิจการมีความสามารถในการทำกำไรเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น งานวิจัยของ Abdul and Joel (2020) พบว่า โครงสร้างการกระจุกตัวมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานเมื่อวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในงานวิจัยของบงกช ตั้งจิระศิลป์ (2556) Abdul and Joel (2020) พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน

2.3.3 มูลค่ากิจการวัดด้วย Tobin's Q

Tobin's Q เป็นแนวคิดที่นำเสนอ โดย Professor James T. Tobin ศาสตราจารย์แห่งมหาวิทยาลัย Yale Tobin's Q เป็นตัวผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดการผสมผสานงบการเงินกับมูลค่าทางการตลาด ซึ่งได้รับการยอมรับจากงานวิจัยทั้งทางด้านบัญชีและมูลค่าขององค์กร Tobin's Q เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่คำนึงถึงมูลค่าทางการตลาดของกิจการ ตัวเลขอยู่ในรูปแบบของ Ratio Tobin's Q ในงานวิจัยค่อนข้างมีหลากหลาย เช่น Linderberg and Ross (1981) และของ Chung and Pruitt (1994) เป็นต้น

2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากงานวิจัยที่ได้ศึกษาหลายฉบับ เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไร จากงานวิจัยเชิงประจักษ์ที่ได้ศึกษา พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีหลากหลาย มีผลกระทบต่อกำไรของบริษัท โดยโครงสร้างการถือหุ้นที่พบในประเทศไทย เป็นโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุก ในรูปแบบของการกระจุกตัวสามารถแบ่งโครงสร้างผู้ถือหุ้นได้แก่ โครงสร้างผู้ถือหุ้นกลุ่มบุคคลธรรมดา ครอบครัว การถือหุ้นโดยกลุ่มสถาบัน การถือหุ้นกลุ่มชาวต่างชาติ ถือหุ้นโดยรัฐบาล ถือหุ้นโดยผู้บริหาร แต่ละลักษณะมีผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการ นักวิจัยที่ได้ทดสอบถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยแยกอัตราการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นออกเป็นช่วง ๆ ได้แก่ Santerre and Neum (1993), Aydin et al. (2007) ได้แบ่งการถือครองหุ้นออกเป็น 3 ช่วง คือ 0-10% 10-25% และ 25-100% ผลการศึกษาพบว่า ร้อยละของหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในช่วง 10-25% มีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ระดับการกระจุกตัวที่แตกต่างกันมีระดับนัยสำคัญที่แตกต่างกันต่อผลการดำเนินงานของกิจการ โดยยิ่งระดับความกระจุกตัวเพิ่มมากขึ้นเท่าใด ก็จะทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการดีมากขึ้น Morck, Shleifer, and Vishny (1988) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างส่วนของผู้ถือหุ้นภายในและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยใช้ Tobin's Q ในการทดสอบบริษัทขนาดใหญ่ในสหรัฐอเมริกา พบความสัมพันธ์ที่ผู้บริหารถือหุ้นในช่วงร้อยละ 0 ถึงร้อยละ 5 จะมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าของบริษัท ณ ระดับการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัทต่อการเพิ่มขึ้นมีผลทำให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้นด้วย เนื่องจากคณะกรรมการบริษัทมีการคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมากขึ้น อาจทำให้มีการตัดสินใจลงทุนในโครงการที่ได้รับผลตอบแทนสูงขึ้น อ้างอิงของ Herman (1981 อ้างถึงใน พัดชา สิตสุวรรณ, 2543) ว่า ณ จุดร้อยละ 5 เป็นจุดที่ SEC บังคับให้ทุกบริษัทเปิดเผยเปอร์เซ็นต์ ในการเป็นเจ้าของ จากการ อ้างอิง Weston (1979) พบว่า ร้อยละ 20 ถึงร้อยละ 30 เป็นช่วงการถือหุ้นที่สามารถป้องกันการตัดสินใจที่มีผลกระทบ กับบริษัทในทางที่ไม่ดีได้ กล่าวคือไม่มีบริษัทใดที่ผู้บริหารภายในถือหุ้น มากกว่า ร้อยละ 30 แล้วถูกครอบงำกิจการ (Takeover) แม้ไม่มีกฎหมายในการกำหนดจุดนี้แน่นอน งานวิจัยของ ฉิชนันท์ จันทรเขตต์ (2554) พบว่า โครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มีการกระจุกตัวจากกลุ่มครอบครัวช่วยในการสร้างมูลค่าเพิ่มขึ้นให้กิจการ เนื่องจากผู้ก่อตั้งเป็นแบบครอบครัวจะยังมีอำนาจการบริหาร การตัดสินใจ การลงทุน ซึ่งการถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีความคล่องตัวในการบริหารงาน และผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีความผูกพันกับบริษัทมากทำให้คำนึงถึงผลประโยชน์ของบริษัทและความอยู่รอดเป็นของบริษัทอันดับแรก

Qi, Wu, and Zhang (2000) ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ของ Shanghai ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1991 ถึง ค.ศ. 1996 พบว่า ผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ทางบวกกับสัดส่วนของผู้ถือหุ้น โดยผู้ถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันในประเทศ และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันในประเทศ จะทำให้เกิดการตรวจสอบ และบริบทต่าง ๆ ในการบริหารงานของฝ่ายบริหารเพื่อให้ผู้ถือหุ้นรายอื่นๆ ได้รับผลตอบแทนสูง ส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติสูง ทำให้มีผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นต่ำ เช่นเดียวกับ Campbell (2002) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นเจ้าของและผลการดำเนินงานของกิจการในปี ค.ศ. 1998 และ ค.ศ. 1999 พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนชาวต่างชาติมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานกิจการ เนื่องจากนักลงทุนชาวต่างชาติมีแรงผลักดันในการตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหาร และนักลงทุนต่างชาติมีเงินทุนสนับสนุนอย่างเพียงพอในการดำเนินงาน งานวิจัยของปิยานันท์ ฌรัฐจิโรจน์ และศิลาปะพร ศรีจันเพชร (2561) ยังพบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาคเอกชน กับอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นและอัตราส่วนโดยใช้ Tobin's Q งานวิจัยไม่พบความสัมพันธ์ของสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันที่เป็นหน่วยงานภาครัฐ กับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่ง ฌรัฐนันท์ สุรวัดนา (2556) และจิภัตสร บุญรอด (2558) ได้อธิบายว่า การมีนักลงทุนสถาบันเข้ามาลงทุนในสัดส่วนที่สูงจะส่งผลทำให้กิจการมีมูลค่าเพิ่มขึ้น อาจเป็นเพราะนักลงทุนสถาบันเป็นตัวกลางในการรวบรวมเงินทุนจากบุคคลภายนอกมาลงทุน จึงต้องใช้ความเชี่ยวชาญในความเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ตนเองมีสิทธิในการส่งเสริมให้กิจการดำเนินงานแนวทางที่ทำให้กิจการมีมูลค่าดีขึ้น และให้ผลตอบแทนจากการลงทุนของตนมีมูลค่าสูงขึ้นตามไปด้วย

งานวิจัยที่ได้ศึกษาผลการดำเนินงาน โดยใช้ Tobin's Q ในการวัดมูลค่ากิจการ อาทิ Cho (1998) ทำการศึกษาถึงโครงสร้างผู้ถือหุ้น การลงทุน และมูลค่ากิจการ โดยใช้ Tobin's Q พบว่า ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารที่ต่ำกว่าร้อยละ 7 มีความสัมพันธ์ทางบวกกับ Tobin's Q แต่ ณ ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารที่ต่ำกว่าร้อยละ 7 ถึงร้อยละ 38 มีความสัมพันธ์ทางลบกับ Tobin's Q จากการศึกษาวิธีที่คล้ายกับการศึกษา Maury (2006) ศึกษาถึงความความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งผลการดำเนินงานถูกวัดด้วยค่า Tobin's และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) งานวิจัยนี้ใช้ฐานข้อมูลของบริษัทในแถบยุโรป ตะวันตก โดยใช้กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 1,672 บริษัท ซึ่งไม่ใช่สถาบันการเงิน เมื่อเทียบระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว กับ โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ไม่ใช่ครอบครัว แสดงให้เห็นว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวจะมีความสามารถในการทำกำไรที่สูงกว่า ในแง่ของการทำกำไร

ในระบบการปกครองที่ถูกต้องตามกฎหมายที่แตกต่างกัน โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวจะมีความเกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการที่สูงขึ้น เนื่องจากการที่มีการป้องกันสิทธิการถือหุ้นสูง ถ้าบริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นของครอบครัวน้อยจะทำให้บริษัทมีผลประโยชน์ที่สูงขึ้น ผลการศึกษานี้แสดงให้เห็นว่า บริษัทใดที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว จะเกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ระหว่างเจ้าของ เมื่อบริษัทมีการคุ้มครองสิทธิผู้ถือหุ้นอยู่ในระดับต่ำ และการควบคุมอยู่ในระดับสูง เช่นเดียวกับการวิจัยของ Henry (2010) ที่พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นสถาบันมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดด้วยอัตราส่วน Tobin's Q ซึ่งได้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Daqing et al. (2000) McConnell and Servaes (1990), Loderer and Martin (1997), Himmelberg (1999)

งานวิจัยที่สอดคล้องกับขนาดของกิจการและมีผลการวิจัยเชิงประจักษ์ อาทิ Campbell, (2002), ประภาพร ณ นรงค์ (2549), ณัฐนันท์ สุระวัฒนา (2556), บงกช ตั้งจิระศิลป์ (2556), อุบลวรรณ ขุนทอง และโสวัตร ธนาธรา (2560) พบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน ที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่า บริษัทขนาดใหญ่จะมีอำนาจในการผูกขาดทางธุรกิจ มีกำลังเงินทุนและจัดหาเงินทุนที่มากกว่า บริษัทขนาดเล็ก และบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะได้รับความเชื่อถือสูงกว่าบริษัทขนาดเล็กทำให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่าย การบริหารงานมีประสิทธิภาพ หากบริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้นเท่าใดส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานยิ่งสูงขึ้น ในทางตรงข้าม รติ วงศ์กิตติรักษ์ (2554) กลับพบว่า มูลค่าของสินทรัพย์ที่ใช้เป็นตัวแทนของขนาดกิจการมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับมูลค่ากิจการในทุกโครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลที่ได้มาจากบริษัทใหญ่จะเลือกลงทุนที่หลากหลายเพื่อช่วยกระจายความเสี่ยงทำให้ลดลง เนื่องจากเป็นกิจการที่มีขนาดใหญ่ลงทุนจึงมองเห็นโอกาสในการเติบโตต่ำ มูลค่ากิจการจึงลดลง ซึ่งต่างจากบริษัทเล็กกว่าที่มีโอกาสเติบโตขยายกิจการได้สูงขึ้น จึงสามารถสร้างมูลค่าสูงขึ้นได้ในอนาคต

นอกจากนี้ Beiner, Drobetz, Schmid, and Zimmermann (2004) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่าง ขนาดของกรรมการ กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ Swiss โดย พิจารณาถึง 4 กลไก ได้แก่ 1) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท 2) สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท 3) โครงสร้างการถือหุ้น และ 4) ระดับหนี้สิน โดยใช้อัตราส่วน Tobin's Q เป็นตัววัดมูลค่าของกิจการ และใช้ข้อมูลจาก The Swiss Performance Index ในปีค.ศ. 2002 จากการศึกษา พบว่า โครงสร้างการถือหุ้นที่วัดจากร้อยละของการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าของกิจการ อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มี

ความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ ผลการวิจัยนี้ได้สอดคล้องกับ Abdul and Joel (2020), Chancharat, S. and Chancharat, N. (2019) ที่พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีผลกระทบต่อทางบวกต่อผลการดำเนินงานที่วัดด้วยผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) แต่อย่างไรก็ตาม อธิรญา จันทร์กุล และคณะ (2561) กลับพบว่า การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรก และ สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริหารบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่วัดโดยใช้อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์อัตรากำไรสุทธิ และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องงานวิจัยของ บงกช ตั้งจิระศิลป์ (2556)



บทที่ 3

ระเบียบวิธีการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไร ของธนาคารพาณิชย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีรายละเอียดวิธีการวิจัยดังนี้

- 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง
- 3.2 วิธีเก็บข้อมูล
- 3.3 สมมติฐานของงานวิจัย
- 3.4 แบบจำลองความสัมพันธ์และตัวแปร
- 3.5 ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปรในงานวิจัย
- 3.6 สถิติที่ใช้การวิเคราะห์ข้อมูล

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มประชากรเป้าหมายในการวิจัยนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจการเงิน โดยใช้ข้อมูลรายปี ย้อนหลัง 10 ปี โดยเริ่มตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556 ถึงปี พ.ศ. 2565 ซึ่งจะต้องเป็นบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลรายปีครบ ทั้ง 10 ปีที่ทำการศึกษา และมีระยเวลารายงานสิ้นสุด 31 ธันวาคม เป็นกิจการในกลุ่มธุรกิจการเงิน ได้แก่ กลุ่มธนาคารพาณิชย์ (BANK) กลุ่มธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ (FINNEC) กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต (INSUR) ไม่รวมกองทุนอสังหาริมทรัพย์ และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนอสังหาริมทรัพย์ และเป็นบริษัทที่เปิดเผยข้อมูลตามข้อกำหนดของสำนักงานคณะกรรมการบริษัทกำกับหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในช่วงปีทำการศึกษา พ.ศ. 2565 เป็นช่วงที่มีการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จำนวนมากขึ้น อีกทั้งในการศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาแบบ Panel Data Analysis ซึ่งเป็นการวิเคราะห์โดยใช้ข้อมูลที่ผสมผสานระหว่างข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross Section Data) กับ ข้อมูลอนุกรมเวลา (Time Series Data) โดยข้อมูลภาคตัดขวางที่ต้องการวิเคราะห์นั้น จะต้องเป็นหน่วยเดิมที่ต้องเก็บข้อมูลซ้ำในแต่ละช่วงเวลา และธุรกิจดังกล่าว มีกฎเกณฑ์ข้อบังคับของหน่วยงานกำกับอื่นที่กิจการต้องปฏิบัติตาม

เช่น กิจการที่ถูกเพิกถอน หรือกิจการที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟู และกิจการที่ข้อมูลไม่ครบถ้วน จึงได้
กลุ่มตัวอย่างเพื่อการศึกษาครั้งนี้ จำนวนทั้งสิ้น 41 บริษัท

ตารางที่ 3.1 แสดงจำนวนรายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม
สถาบันการเงิน

กลุ่มสถาบัน	จำนวน
ธนาคารพาณิชย์	11 สถาบัน
บริษัทธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์	18 สถาบัน
บริษัทประกันภัยและประกันชีวิต	12 สถาบัน
รวม	41 สถาบัน

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำ
กำไร ของกลุ่มธุรกิจการเงิน ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เก็บข้อมูลทุติยภูมิ
(Secondary Data) โดยเก็บข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และฐานข้อมูล
ออนไลน์ จาก www.setsmart.com ประกอบด้วย

3.2.1 ข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้น แบ่งเป็น สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนปัจเจก
บุคคล สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนสถาบันและสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุน
ต่างชาติย้อนหลัง 10 ปี โดยเริ่มตั้งแต่ ปี 2556 ถึง ปี พ.ศ. 2565 ที่เข้าเงื่อนไขการเลือกประชากร

3.2.2 ความสามารถในการทำกำไร วัดจากผลการดำเนินงาน ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อ
สินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ มูลค่าทางการตลาดของ
กิจการTobin's Q ของกลุ่มธุรกิจการเงิน จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่เข้า
เงื่อนไขในการคัดเลือกประชากร

ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นสุดรอบระยะเวลา
บัญชี (ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม) และความเล็งทางการเงินวัดจากอัตราส่วนหนี้สิน
ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

3.3 การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยความสัมพันธ์โครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไร กลุ่มธุรกิจการเงิน ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการทบทวนวรรณกรรม ผู้วิจัยจึงนำมาเป็นข้อมูลเหล่านี้มาทดสอบสมมติฐาน โครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไร

จากการศึกษา Qi et al. (2000) ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของ Shanghai พบว่า ผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ทางบวกกับสัดส่วนของหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันในประเทศ และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติอย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวกับการวิจัยของ Fama and Jensen (1983) ที่พบว่า กิจกรรมที่บุคคลในครอบครัวถือหุ้นมาก จะทำให้การดำเนินงานมีทิศทางที่ดีขึ้นรวมทั้งนักวิจัยที่ได้ทดสอบถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยแยกอัตราการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นออกเป็นช่วง ๆ ได้แก่ Santerre and Neum (1993) ได้แบ่งการถือครองหุ้นออกเป็น 3 ช่วง คือ 0-10% 10-25% และ 25-100% พบว่า ร้อยละของหุ้นที่โดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในช่วง 10-25% มีความความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนของกิจการ นอกจากนี้ Aydin et al. (2007) ก็ได้ทดสอบการแบ่งแยกช่วงของการถือหุ้นดังกล่าว เช่นเดียวกันโดยใช้ข้อมูลของประเทศตุรกี ในช่วงปี 2003-2004 โดยแบ่งออกเป็น 3 ช่วง คือ 0-25% 25-50% และ 50-100% พบว่า ระดับการกระจุกตัวที่แตกต่างกันมีระดับนัยสำคัญที่แตกต่างกันต่อผลการดำเนินงานของกิจการ โดยยิ่งระดับความกระจุกตัวเพิ่มมากขึ้นเท่าใด ก็จะทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการดีมากขึ้น

แต่กลุ่มของผู้ศึกษาที่มีความขัดแย้ง เช่น งานวิจัยของ กัณฑ์รัตน์ บุญรัตน์ (2554) ได้ทดลองและทำการทดสอบเช่นเดียวกัน โดยแบ่งการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นออกเป็น 2 ช่วง คือ การกระจุกตัวสูง และการกระจุกตัวต่ำ ผลที่ได้พบว่า ระดับความมีนัยสำคัญต่อระดับการครองหุ้นมีความแตกต่างกัน โดยกิจการที่มีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นสูง จะมีผลการดำเนินงานดีกว่ากิจการที่มีการกระจุกตัวผู้ถือหุ้นต่ำ เช่นเดียวกับการศึกษาของ Lehmann and Weigand (2000) ซึ่งทำการทดสอบในประเทศเยอรมัน ใช้ข้อมูลในช่วงปี 1991-1996 พบว่า การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นนั้นส่งผลต่อการดำเนินงานของกิจการในทางลบ ซึ่งขนาดของผู้ถือหุ้นไม่สามารถบ่งบอกถึงความสามารถในการดำเนินงานได้ ซึ่งสอดคล้องกับ การศึกษาของ พัฒนศักดิ์ สุขศรี (2551) ที่พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นไม่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทเลยจึงเป็นที่มาของการทดสอบสมมติฐาน

H 1: สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนปัจเจกบุคคลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไร

H 2: สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไร

H 3: สัดส่วนการถือหุ้นผู้ถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไร

3.4 แบบจำลองความสัมพันธ์และตัวแปร

การศึกษาผลกระทบของ สัดส่วนผู้ถือหุ้นสามัญที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรของกลุ่มธุรกิจการเงิน ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุ (Multiple Linear Regression Analysis) ทดสอบความสัมพันธ์ว่าเป็นไปในทิศทางใด และมีความสัมพันธ์มากน้อยเพียงใด สามารถอธิบายได้ดังสมการดังต่อไปนี้

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDG_{it} + \beta_2 INSG_{it} + \beta_3 FRG_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots 1$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDG_{it} + \beta_2 INSG_{it} + \beta_3 FRG_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots 2$$

$$Tobin's Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDG_{it} + \beta_2 INSG_{it} + \beta_3 FRG_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots 3$$

โดย

ROE_{it} = อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น ณ วันสิ้นปีของธนาคาร i ปีที่ t

ROA_{it} = อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปีของธนาคาร i ปีที่ t

Tobin's Q_{it} = อัตราส่วนมูลค่าทางการตลาด ณ วันสิ้นปีของธนาคาร i ปีที่ t

$INDG_{it}$ = สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนปัจเจกบุคคล ของธนาคาร i ปีที่ t

$INSG_{it}$ = สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนสถาบัน ของธนาคาร i ปีที่ t

FRG_{it} = สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนต่างชาติ ของธนาคาร i ปีที่ t

$SIZE_{it}$ = ขนาดของกิจการ ของธนาคาร i ปีที่ t

LEV_{it} = ความเสี่ยงทางการเงิน ของธนาคาร i ปีที่ t

$$\begin{aligned} \varepsilon_{it} &= \text{ค่าความคลาดเคลื่อนการประมาณค่าตัวแปรตามของของธนาคาร } i \text{ ปีที่ } t \\ \beta_0 &= \text{ค่าคงที่} \\ \beta_j &= \text{สัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม โดย } j \end{aligned}$$

=1,2,3,4,5

3.5 ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปรในงานวิจัย

3.5.1 ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

3.5.1.1 สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนกลุ่มปัจเจกบุคคล (Example) แสดงถึงสัดส่วนการถือหุ้นสามัญที่ถือโดยกลุ่มบุคคลที่เป็นบุคคลธรรมดา หรือกลุ่มบริษัทที่เป็นนิติบุคคล โดยวัดค่าจากจำนวนหุ้นสามัญของบริษัทที่ถือโดยกลุ่มบุคคลธรรมดา หรือกลุ่มบริษัทที่เป็นนิติบุคคลหารจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดของบริษัท โดยในงานวิจัยนี้ใช้สัดส่วนการถือหุ้นสามัญ 10 อันดับแรกในรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ตามที่เปิดเผยในรายงานประจำปี

$$\text{INDG} = \frac{\text{จำนวนหุ้นสามัญของบริษัทที่ถือโดยนักลงทุนปัจเจกบุคคล}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดของบริษัท}} \quad (3-1)$$

3.5.1.2 สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนสถาบัน (Institutional Ownership) แสดงถึงสัดส่วนการถือหุ้นสามัญที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน ตามประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ฉบับที่ 4/2560 ได้กำหนดคบนิยามผู้ถือหุ้นสถาบัน

$$\text{INSG} = \frac{\text{จำนวนหุ้นสามัญของบริษัทที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดของบริษัท}} \quad (3-2)$$

3.5.1.3 สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนต่างชาติ (Foreign) แสดงถึงสัดส่วนการถือหุ้นสามัญที่ถือโดยนักลงทุนต่างชาติ ธนาคารแห่งประเทศไทย (2559) ได้อธิบายว่า ลักษณะการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมี 2 รูปแบบ ได้แก่ การลงทุนโดยตรงและการลงทุนโดยผ่านสถาบันกองทุน ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกันภัย บริษัทประกันชีวิต กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และกองทุนบำนาญจากต่างประเทศ เป็นต้น ทั้งนี้เป็นไปตามขั้นตอนและเงื่อนไขที่กฎหมายได้กำหนดไว้ เช่น ข้อจำกัดในการถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างประเทศการลงทุนโดยผ่านสถาบันกองทุน

งานวิจัยของ Rashid (2020), Wijaya, Welson, and Murtadi (2020) พบว่าการถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (Foreign) มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน วัดจาก ร้อยละของจำนวนหุ้นที่ถือครองโดยนักลงทุนต่างชาติ คำนวณโดย

$$FRG = \frac{\text{จำนวนหุ้นสามัญของบริษัทที่ถือโดยนักลงทุนต่างชาติ}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดของบริษัท}} \quad (3-3)$$

3.5.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

ตัวแปรตาม คือ ตัวแปรที่เป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงค่าตัวแปรอิสระ โดยการศึกษาจะใช้ผลการดำเนินงานสำหรับปี ตั้งแต่ ปีพ.ศ. 2556 - ปีพ.ศ. 2565 ของกลุ่มสถาบันการเงินที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นตัวแปรตาม ซึ่งได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และมูลค่าทางการตลาด Tobin's Q

3.5.2.1 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เป็น ตัวชี้วัดผลกำไรจากการดำเนินงานทางบัญชี เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพของการนำเงินมาลงทุนในสินทรัพย์ว่าก่อให้เกิดผลกำไรมาก น้อยเพียงใด สินทรัพย์รวมดังกล่าว หมายถึง สินทรัพย์ซึ่งกิจการใช้งานอยู่เท่านั้น ไม่รวมสินทรัพย์ที่ กิจการไม่ได้ใช้งาน หรือสินทรัพย์ถาวรที่อยู่ระหว่างการสร้าง ปิยะณัฐ ถิ่นพุทธคม และคณะ (2561), นฤมล ล้อพงษ์ไพบุลย์ (2554), Abdul and Joet (2020) ได้ศึกษาโครงสร้างผู้ดำเนินงานที่มีต่อผลการดำเนินงาน ผลการดำเนินงาน วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) พบว่า ผู้ถือหุ้นกระจุกตัวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ ผลวิจัยคล้ายกับ บงกช ตั้งจิระศิลป์ (2556), อชิรญา จันทร์กุล และคณะ (2561)

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวม(เฉลี่ย)}} \quad (3-4)$$

3.5.2.2 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นตัวชี้วัดผลกำไรจากการดำเนินงานทางบัญชี เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่วัดประสิทธิภาพส่วนของผู้ถือหุ้นว่าให้ผลตอบแทนเท่าไร ถ้า ROE มีค่าสูง แสดงว่าในการมีความสามารถในการทำกำไรสูงเมื่อเทียบกับ ส่วนของเจ้าของ ในส่วนของงานวิจัย Abdul and Joel (2020) พบว่า การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานเมื่อวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในขณะที่ผลการวิจัยของ นฤมล ล้อพงษ์ไพบุลย์ (2554), บงกช ตั้งจิระศิลป์ (2556), อชิรญา

จันทรกุล และคณะ (2561) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

$$\text{อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นโดยเฉลี่ย}} \quad (3-5)$$

3.5.2.3 มูลค่าทางการตลาด Tobin's Q

เป็นแนวคิดที่นำเสนอ ของ Professor James T. Tobin ศาสตราจารย์แห่งมหาวิทยาลัย Yale การคำนวณ Tobin's Q เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาดซึ่งได้รับการยอมรับจากวิจัยทั้งทางด้านบัญชีและมูลค่าของกิจการ Tobin's Q เป็นตัวแทนในการวัดมูลค่ากิจการที่มีมูลค่าสูงหรือมูลค่าต่ำ โดยค่า Tobin's Q คำนวณจากอัตราส่วนของมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี เนื่องจากเป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นว่าผู้ลงทุนมีความสนใจลงทุนกับกิจการ ราคาตลาดของสินทรัพย์วัดจากมูลค่าทางการตลาดของหุ้นที่อยู่ในมือและหนี้สิน หากกิจการมีค่า Tobin's Q มากกว่า 1 จะจัดเป็นกิจการที่สามารถใช้ทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพ เพราะสามารถสร้างผลตอบแทนของเงินทุนในอัตราสูง ซึ่งส่งผลยังมูลค่าทางการตลาดของกิจการให้มากกว่ามูลค่าสินทรัพย์ที่นำไปใช้ ในทางกลับกัน หากกิจการมีค่า Tobin's Q น้อยกว่า 1 จะแสดงถึงกิจการไม่สามารถใช้ประโยชน์ของสินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพและจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนต่ำ โดยคำนวณได้จาก

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ณ สิ้นปี} + \text{หนี้สินทั้งหมด}}{\text{สินทรัพย์ทั้งหมด}} \quad (3-6)$$

3.5.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

เนื่องจากบริษัทอาจมีปัจจัยอื่นที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของ บริษัท ผู้วิจัยจึงได้กำหนดตัวแปรควบคุม คือ

1) ขนาดของบริษัท (Firm Size)

สำหรับขนาดของบริษัทในงานวิจัยที่ผ่านมา อชิรญา จันทรกุล และคณะ (2561) พบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น และ Lee (2009) พบว่า ขนาดของบริษัทนั้นมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท โดยอย่างยิ่งกิจการขนาดใหญ่มักจะสามารถได้เปรียบด้านการแข่งขันเนื่องจากมีทรัพยากรและต้นทุนที่มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก

Ny (2005) กล่าวว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีการสร้างเงินทุนภายใน และการเข้าถึงแหล่งเงินทุนจากภายนอกได้ง่ายขึ้น อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ส่วน งานวิจัยของ Eisenberg, Sundgren, and Wells (1998) พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างขนาดของบริษัทและผลการดำเนินงาน อาจเป็นเพราะบริษัทที่มีขนาดเล็กส่วนมากเจ้าของจะเป็นผู้บริหารเอง ผลประโยชน์ของเจ้าของกับผู้บริหารจึงมีความสอดคล้องกัน นั่นคือการสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการ ปัญหาตัวแทนจะเกิดขึ้นน้อยลง ซึ่งขนาดของบริษัทในงานวิจัยของ Campbell (2002), Kao, Hodolinson, and Jafar (2019) และפקามาต เอื่องอูดม (2543) นั้น วัดจากค่าลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm)

ขนาดบริษัท (Size) = ค่าลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm) ของสินทรัพย์รวมบริษัท ณ วันสิ้นปี

2) ความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage)

งานวิจัยของ Myers and Majluf (1984) ผู้เสนอทฤษฎีการจัดการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) พบว่า บริษัทที่คาดว่าจะเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง จะไม่เลือก ระดมทุนโดยการออกจำหน่ายหุ้นสามัญใหม่ แต่จะเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินแทน เพราะมี ต้นทุนสูงกว่า แต่อย่างไรก็ตามการหนี้สินส่งผลให้บริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินเพิ่มมากขึ้นและหากบริษัทมีการก่อหนี้มากขึ้นเรื่อย ๆ จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานได้ ซึ่งจะส่งผลทำให้บริษัท ได้รับความน่าเชื่อถือน้อยลง และส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในที่สุด McConnell and Serves (1995), Myers (1977) กล่าวว่าความเสี่ยงทางการเงินใช้วัดความสามารถในการรับมือกับภาวะธุรกิจตกต่ำของบริษัท หากบริษัทที่มีอัตราส่วนความเสี่ยงทางการเงินสูงจะเผชิญกับอันตรายจาก ผลกระทบทางธุรกิจได้ง่ายกว่า เนื่องจากมีความสามารถในการชำระหนี้้น้อยกว่า ความเสี่ยงทางการเงินอาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าบริษัท และจากทิศทางการความสัมพันธ์ที่ยังไม่ชัดเจน จึงมีการ ใ้ส่บัจจยี่เรื่องการก่อหนี้ของบริษัทเพื่อควบคุมผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อผลการดำเนินงานของบริษัทไว้ โดยการศึกษาที่ผ่านมา สุพัตรา ละดาชาย และการุณ สุขสองห้อง (2562) คำนวณได้จาก

$$\text{ความเสี่ยงทางการเงิน} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{สินทรัพย์รวม}} \quad (3-7)$$

ตารางที่ 3.2 สรุปรายละเอียดการวัดค่าตัวแปร

ตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่า	ค่าความ คาดหวัง
ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)			
1. สัดส่วนถือหุ้น สามัญโดยนักลงทุน ปัจเจกบุคคล	INDG	$= \frac{\text{จำนวนหุ้นสามัญของบริษัทที่ถือโดยนักลงทุนปัจเจกบุคคล}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดของบริษัท}}$	ทิศทางบวก (+)
2. สัดส่วนการถือหุ้น สามัญโดยนักลงทุน สถาบัน	INSG	$= \frac{\text{จำนวนหุ้นสามัญของบริษัทที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดของบริษัท}}$	ทิศทางบวก (+)
3. สัดส่วนการถือหุ้น สามัญโดยนักลงทุน ต่างชาติ	FRG	$= \frac{\text{จำนวนหุ้นสามัญของบริษัทที่ถือโดยนักลงทุนต่างชาติ}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดของบริษัท}}$	ทิศทางบวก (+)
ตัวแปรตาม (Control Variables)			
1. อัตราผลตอบแทน ต่อสินทรัพย์	ROA	$\frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย}}$	ทิศทางบวก (+)
2. อัตราผลตอบแทน ต่อส่วนผู้ถือหุ้น	ROE	$\frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นโดยเฉลี่ย}}$	ทิศทางบวก (+)
3. อัตราส่วนมูลค่าทาง การตลาด Tobin's Q	Tobin's Q	$\frac{\text{มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ณ สิ้นปี +หนี้สินทั้งหมด}}{\text{สินทรัพย์ทั้งหมด}}$	ทิศทางบวก (+)
ตัวแปรควบคุม (Control Variables)			
ขนาดของกิจการ	SIZE	ค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม	ทิศทางบวก (+)
ความเสี่ยงทางการเงิน	LEV	$\frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$	ทิศทางบวก (+)

3.6 สถิติที่ใช้การวิเคราะห์ข้อมูล

งานวิจัยนี้เป็นการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยนำเทคนิคทางสถิติมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล โดยข้อมูลที่ใช้มีลักษณะของ Time-Series Data และ Cross-Sectional Data โดยมีลำดับประมวลผลและวิเคราะห์ข้อมูลวิธีทางสถิติดังนี้

3.6.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

เป็นการสรุปลักษณะข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรซึ่งเป็นค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรและประกอบด้วย การหาค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum) ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum) ค่ามัธยฐาน (Median) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Deviation)

3.6.2 การพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation Coefficient)

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ มีวัตถุประสงค์เพื่อวัดระดับความสัมพันธ์ระหว่าง 2 ตัวแปร คือตัวแปรอิสระ และตัวแปรตาม และทดสอบความมีนัยสำคัญของความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งในการที่จะวัดระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรว่ามีมากน้อยเพียงใดนั้น สามารถที่จะวัดได้จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ Correlation Coefficient ที่มีค่าอยู่ระหว่าง -1 ถึง 1 โดยหากสัมประสิทธิ์มีค่าเข้าใกล้เลข -1 แสดงว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรตามมีความสัมพันธ์กันมากในทิศทางตรงกันข้าม แต่หากสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรตามมีความสัมพันธ์กันมากในทิศทางเดียวกัน ส่วนการวิเคราะห์ค่า Variance Inflation Factor (VIF) โดยปกติมีค่าอยู่ระหว่าง 1 ถึง ∞ หากค่ายิ่งมากยิ่งขึ้นบ่งบอกถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่มากขึ้น โดยปกติไม่ควรเกิน 10

3.6.3 การทดสอบการถดถอยแบบพาเนล (Panel Data Regression)

Panel Data Regression เรียกอีกอย่างหนึ่งว่า Longitudinal Data Analysis เป็นการวิเคราะห์โดยใช้ข้อมูลที่ผสมผสานระหว่างข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross Section Data) กับข้อมูลอนุกรมเวลา (Time Series Data) ประกอบด้วยข้อมูลของแต่ละหน่วยของข้อมูลภาคตัดขวางในหลายช่วงเวลา ทั้งนี้ข้อมูลตัดขวางที่ต้องการวิเคราะห์นั้นจะไม่เปลี่ยนแปลงแต่จะเป็นหน่วยเดิมที่ต้องเก็บข้อมูลซ้ำ

ในแต่ละช่วงเวลา วิเคราะห์ Panel Aata ทำได้ 3 วิธี คือ 1) วิธี Pooled OLS Regression Model 2) วิธี Fixed Effect Regression Model 3) วิธี Random Effect Regression Model

1) วิธี Pooled OLS Regression Model

เป็นวิธีวิเคราะห์การถดถอยที่ไม่สนใจว่าหน่วยสำรวจจะได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอกเฉพาะตัวที่ความแตกต่างกันหรือไม่ และบันทึกข้อมูลตามเวลาไว้นานแตกต่างกันเพียงใด วิธีการคำนวณจะทำการรวบรวมข้อมูลทั้งหมดและใช้วิธี Ordinary least Square (OLS) มาวิเคราะห์เสมือนข้อมูลมาจากหน่วยวิเคราะห์เดียวกัน

ในการศึกษาครั้งนี้ ใช้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 41 บริษัท ระยะเวลา 10 ปี คือ ระหว่างปี พ.ศ. 2556-2565 ทำให้การวิเคราะห์ Pooled OLS Regression ไม่เหมาะสมที่ใช้ในการวิเคราะห์ เนื่องจากเป็น วิธีวิเคราะห์การถดถอยที่ไม่สนใจว่าหน่วยสำรวจจะได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอกเฉพาะตัวที่ความแตกต่างกันหรือไม่ และบันทึกตามเวลาไว้นานแตกต่างกันเพียงใด อีกทั้งหน่วยสำรวจที่แตกต่างกันอาจได้รับอิทธิพลจากตัวแปรที่แฝงตัวอยู่นอกสมการถดถอยคนละตัวกัน มนตรี พิระยะกุล (2556) ทำให้ตัวประมาณค่าจากกระบวนการ Pooled OLS มีลักษณะ Biased และ Inconsistent

2) วิธี Fixed Effect Regression Model

เป็นตัวแบบที่คำนึงถึงปัจจัยที่ไม่สามารถสังเกตเห็นได้ (Unobserved Factors) ปัจจัยที่สังเกตไม่ได้ประกอบด้วยปัจจัย 2 ชนิด คือ ส่วนที่ค่าไม่ผันแปรตามเวลาและส่วนที่ค่าเปลี่ยนแปลงตามเวลา

$$Y_{it} = \beta_0 + a_{it} + \varepsilon_{it}$$

โดยที่ตัวแปร a_i แทนปัจจัยที่ไม่สามารถสังเกตเห็นได้ที่มีผลกระทบต่อตัวแปร Y_{it} ซึ่งเป็นค่าที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามเวลา หากแต่เปลี่ยนแปลงตามหน่วยวิเคราะห์ หรือแต่ละหน่วยสำรวจ ภาคตัดขวาง มีอิทธิพลเฉพาะตัวที่ไม่แปรตามเวลา ค่า a_i เรียกว่า Unobserved Effect หรือที่นิยมเรียกว่า Fix Effect

3) วิธี Random Effects Regression Model

มีลักษณะที่คล้ายคลึงกับตัวแบบ Fix Effect โดยมีความแตกต่างที่การเพิ่มสมมติฐานอีกหนึ่งข้อ คือ a_i ต้องไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ

$$\text{Cov}(x_{it}, a_i) = 0, t = 1, 2, \dots, T \text{ และ } i = 1, 2, \dots, K$$

การกำหนดค่า a_i ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระค่า a_i คลาดเคลื่อนด้านตัดขวางจะถูกนำไปรวมอยู่กับความคลาดเคลื่อนด้านอนุกรมเวลา ε_{it} ซึ่งกำหนดให้เป็นอิสระกับตัวแปรอิสระ

ความคลาดเคลื่อนใหม่ที่ได้เรียกว่า Composite Error Term (V_{it})

$$V_{it} = a_i + \varepsilon_{it}$$

ถ้านำความคลาดเคลื่อนใหม่แทนในสมการ จะได้

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 x_{it} + V_{it}$$

เนื่องจาก a_i เป็นส่วนหนึ่งของค่า Composite Error ในแต่ละช่วงเวลาทำให้ V_{it} มีสหสัมพันธ์ระหว่างช่วงเวลา นั่นคือ

$$\text{Corr}(V_{it}, V_{is}) = \frac{\sigma_a^2}{(\sigma_a^2 + \sigma_\mu^2)}, t \neq s$$

กำหนดให้ σ_a^2 คือ ความแปรปรวนของ a_i และ σ_μ^2 คือ ความแปรปรวนของ μ

3.6.3.1 การพิจารณาเลือกใช้การประมาณสมการถดถอย

งานวิจัยเรื่องนี้จะทำการทดสอบ Hausman Test เพื่อทำการตัดสินใจว่าจะเลือกใช้ Fixed Effect Regression หรือ Random Effects Regression การทดสอบ Hausman Test จะทำการทดสอบว่าผลกระทบที่สังเกตได้ (a_i) มีสหสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระในแบบจำลองหรือไม่ หากมีสหสัมพันธ์จะถือว่าแบบจำลอง Fixed Effect มีความเหมาะสมมากกว่า เนื่องจากแบบจำลอง Random Effects จะมีลักษณะ Biased และ Inconsistent ในทางตรงกันข้าม หากผลการทดสอบ Hausman Test ระบุว่าผลกระทบที่สังเกตไม่ได้ไม่มีสหสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระถือว่าแบบจำลอง Random Effects มีความเหมาะสมมากกว่า เนื่องจากมีลักษณะ Unbiased และ Consistent สมมติฐานหลัก (H_0) และสมมติฐานรอง (H_1) ในการทดสอบ Hausman Test มีดังนี้

H_0 : ค่า Unbiased Factors (a_i) ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ (เลือก Random Effects)

H_1 : ค่า Unbiased Factors (a_i) มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ (เลือก Fixed Effects)

บทที่ 4

ผลการวิจัย

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจการเงิน ตามกรอบแนวคิดการวิจัยดังแสดงในบทที่ 3 ศึกษาจากข้อมูลทุติยภูมิจาก Set smart รายงานประจำปี และแบบแสดงรายการ 56-1 ที่บริษัทเป็นผู้เปิดเผยข้อมูล ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) อัตราส่วนมูลค่าตลาดของกิจการ Tobin's Q และสัดส่วนการถือหุ้นสามัญตามโครงสร้างผู้ถือหุ้น 10 อันดับของการถือหุ้นจำแนกเป็นกลุ่มนักลงทุนปัจเจกบุคคล นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนต่างชาติ ของบริษัทจดทะเบียนในหมวดธุรกิจธนาคาร ธุรกิจการเงิน ธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบข้อมูลสถิติด้วยโปรแกรมสำเร็จรูปเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในหมวดธุรกิจสถาบันการเงิน ใช้ข้อมูลย้อนหลัง 10 ปี ตั้งแต่ปี 2565 - 2566 โดยแบ่งเป็น 3 ส่วนได้แก่

ส่วนที่ 1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics Analysis)

ส่วนที่ 2 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

ส่วนที่ 3 การวิเคราะห์โดยใช้วิธีการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย เป็น บริษัทที่ดำเนินธุรกิจในกลุ่มของสถาบันการเงิน ก่อนการวิเคราะห์ได้มีการตรวจสอบข้อมูล และตัดข้อมูลที่ผิดปกติออกไปด้วยการพิจารณาความผิดปกติของความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลตามที่กำหนด ทำให้มีจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์รวม 410 ราย ปี จากจำนวนบริษัทจดทะเบียน 41 บริษัท ระยะเวลา 10 ปี ในส่วนนี้จะแสดงผลการวิเคราะห์ โดยใช้สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา โดยตัวแปรต้น ได้แก่ โครงสร้างผู้ถือหุ้น 10 อันดับแรก แบ่งเป็นสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนปัจเจกบุคคล สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักนักลงทุนสถาบัน และ สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนต่างชาติ ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ (Size) และความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) ตัวแปรตาม ได้แก่ อัตราส่วนผลตอบแทน

ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราส่วนมูลค่าตลาดของกิจการ Tobin's Q

ค่าสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ประกอบด้วย ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) และ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ซึ่งผู้วิจัยสามารถวิเคราะห์ได้ดังแสดงในตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์

Variable	Mean	Std.dev.	Min	Max
ROE	8.89	16.49	-121.52	75.26
ROA	5.07	5.67	-24.10	29.50
Tobin's Q	1.18	0.56	0.52	5.32
INDG	36.48	25.97	0.00	94.77
INSG	18.24	25.19	0.00	99.99
FRG	10.65	16.84	0.00	76.88
SIZE	17.19	2.51	13.47	22.21
LEV	0.67	0.23	0.04	1.20

n = 410

โดยกำหนดให้

ROE	= อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
ROA	= อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์
Tobin's Q	= อัตราส่วนมูลค่าตลาดของกิจการวัดด้วย Tobin's Q
INDG	= สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนปัจเจกบุคคล
INSG	= สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนสถาบัน
FRG	= สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนต่างชาติ
SIZE	= ขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นสุดรอบระยะเวลาบัญชี (ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม)
LEV	= ความเสี่ยงทางการเงินวัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

จากตารางที่ 4.1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ศึกษา มีการกระจายของค่าตัวแปรที่นำมาศึกษา ที่มีความแตกต่างกันค่อนข้างสูง ทั้งนี้เนื่องจากความแตกต่างของหน่วยวัดค่าตัวแปรดังนี้

อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเท่ากับร้อยละ 8.89 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับร้อยละ 16.49 ค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ -121.52 และค่าสูงสุดเท่ากับ 75.26

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเท่ากับร้อยละ 5.07 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับร้อยละ 5.67 ค่าต่ำสุด เท่ากับร้อยละ -24.10 และค่าสูงสุด เท่ากับร้อยละ 29.50

อัตราส่วนมูลค่าตลาดของกิจการวัดด้วย Tobin's Q มีค่าเฉลี่ยของอัตรา เท่ากับร้อยละ 1.18 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับร้อยละ 0.56 ค่าต่ำสุด เท่ากับร้อยละ 0.52 และค่าสูงสุด เท่ากับร้อยละ 5.32

สัดส่วนการถือหุ้น โดยนักลงทุนกลุ่มปัจเจกบุคคล (Example) มีค่าเฉลี่ย เท่ากับร้อยละ 36.48 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 25.97 ค่าต่ำสุด เท่ากับร้อยละ 0.00 แสดงถึงการไม่มีการถือหุ้น โดยนักลงทุนกลุ่มปัจเจกบุคคล และค่าสูงสุด เท่ากับร้อยละ 94.77

สัดส่วนการถือหุ้น โดยนักลงทุนสถาบัน (Institutional Ownership) มีค่าเฉลี่ย เท่ากับร้อยละ 18.24 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับร้อยละ 25.19 ค่าต่ำสุด เท่ากับร้อยละ 0.00 แสดงถึงการไม่มีการถือหุ้น โดยนักลงทุนสถาบัน และค่าสูงสุด เท่ากับร้อยละ 99.99

สัดส่วนการถือหุ้น โดยนักลงทุนต่างชาติ (Foreign) มีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 10.65 มีการกระจายตัวโดยดูจากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับร้อยละ 16.84 ค่าต่ำสุด เท่ากับร้อยละ 0.00 แสดงถึงการไม่มีการถือหุ้น โดยนักลงทุนต่างชาติ และค่าสูงสุด เท่ากับร้อยละ 76.88

จะเห็นได้ว่ากลุ่มธุรกิจการเงินทั้ง 41 แห่งในกลุ่มตัวอย่างจะมีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญ โดยนักลงทุนสถาบันสูงถึงร้อยละ 99.99 ซึ่งเป็นจำนวนสูงที่สุด รองลงมาเป็นสัดส่วนการถือหุ้นโดย

นักลงทุนกลุ่มปัจเจกบุคคล ร้อยละ 94.77 ในอันดับสุดท้ายเป็นส่วนถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติ ในอัตราสูงสุด ร้อยละ 76.88

ขนาดของกิจการ ซึ่งวัดค่าด้วยสินทรัพย์รวม ของธนาคาร ณ วันสิ้นสุดรอบระยะเวลาการรายงาน แสดงจำนวนหน่วยนับเป็นพันล้านซึ่งมีความแตกต่างค่าหน่วยวัดค่าตัวแปรอิสระ และตัวแปรตามซึ่งส่งผลให้ค่ากระจายของข้อมูลมีความแตกต่างกัน ส่งผลต่อการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม ดังนั้นจึงได้แปลงค่าจำนวนนับเป็นค่าลอการิทึมธรรมชาติ (LNTA) เพื่อลดผลกระทบของความแตกต่างดังกล่าวที่จะมีต่อการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ พบว่ามีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 17.19 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับร้อยละ 2.51 มีค่าต่ำสุด เท่ากับร้อยละ 13.47 และค่าสูงสุด เท่ากับ 22.21

ความเสี่ยงทางการเงินวัดจากหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม พบว่า มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 0.67 การกระจายตัวโดยดูจากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับร้อยละ 2.23 มีค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 0.04 มีค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 1.20

4.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรเป็นรายคู่

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้งหมดเป็นรายคู่ในที่นี้ใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน ดังแสดงในตารางที่ 4.2 เพื่อแสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทุกตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) ซึ่งกำหนดค่าไม่เกิน 0.800 (Kumari, 2008) ใช้ระดับนัยสำคัญ* ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95%

ตารางที่ 4.2 สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม (Correlation Matrix)

	ROE	ROA	Tobin's Q	INDG	INSG	FRG	SIZE	LEV
ROE	1							
ROA	0.6829*	1						
	0.0000							
Tobin's Q	0.0465	0.3486*	1					

ตารางที่ 4.2 สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม (Correlation Matrix)
(ต่อ)

	ROE	ROA	Tobin's Q	INDG	INSG	FRG	SIZE	LE V
	0.3473	0.0000						
IND G	- 0.1136*	-0.0287	0.0147					
	0.0214	0.5627	0.7673					
INSG	0.0980*	-0.0212	0.0399	-0.6161*				
	0.0474	0.6682	0.4203					
FRG	0.0103	-0.0888	-0.0211	-0.3326*	-0.2111*			
	0.8355	0.0726	0.6707	0.000	0.0000			
SIZE	0.1660*	- 0.1774*	-0.1618*	-0.4419*				
	0.0007	0.0003	0.0010	0.0000	0.0000	0.0000		
LEV	-0.0311	0.3122*	0.1102*	0.1936*	0.3349*	0.1456*	0.6448	
	0.5296	0.0000	0.0257	0.0001	0.0000	0.0031	0.0000	1

** .correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed). *.correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

จากตารางที่ 4.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation) พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ภายในระหว่างตัวแปร มีค่าระหว่าง 0.010 ถึง 0.6829 โดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน (INSG) ขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นสุดรอบระยะเวลาบัญชี (SIZE) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับสัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนปัจเจกบุคคล (INDG) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนมูลค่าทางการตลาดวัดด้วย Tobin's Q ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับ ขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นสุดรอบระยะเวลาบัญชี (SIZE) และความสัมพันธ์ทาง

การเงิน (LEV) ระดับนัยสำคัญ 0.05 อัตราส่วนมูลค่าทางการตลาด (Tobin's Q) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นสุดรอบระยะเวลาบัญชี (SIZE) และความเล็งทางการเงิน สรุปการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระ (รายชื่อ) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ไม่เกิน 0.8 ดังนั้นตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ไม่มีความสัมพันธ์กันเอง

4.3 การวิเคราะห์โดยใช้วิธีการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression)

การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) มีเพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยความสัมพันธ์และผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โดยพิจารณาจากค่าสถิติที่ได้จากการประมวลผลข้อมูล ได้แก่ สัมประสิทธิ์การถดถอย (Regression Coefficient) ค่าสัมประสิทธิ์แห่งการตัดสินใจ ค่าสถิติทดสอบ F และค่านัยสำคัญตามแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงที่ 1 ถึงที่ 3 ในการประมวลผลความสัมพันธ์ดังกล่าวจะดำเนินการในแบบจำลองที่เป็น Fixed Effect Model และ Random Effect Model ควบคู่ไปกับแบบ Ordinary Least Square เพื่อคัดเลือกแบบจำลองความสัมพันธ์ที่ดีที่สุดในการอธิบายผลการวิเคราะห์ ภายใต้ข้อสมมติแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงของข้อมูลที่เป็นรายปีรายบริษัท โดยพิจารณาค่า p-value ของ Hausman test โดยหากมีค่าน้อยกว่า 0.05 จะเลือกใช้แบบจำลองความสัมพันธ์ ที่เป็น Fixed Effect Model

แบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเส้นตรง

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDG_{it} + \beta_2 INSG_{it} + \beta_3 FRG_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots 1$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDG_{it} + \beta_2 INSG_{it} + \beta_3 FRG_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots 2$$

$$Tobin's Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDG_{it} + \beta_2 INSG_{it} + \beta_3 FRG_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots 3$$

โดย

$$ROE_{it} = \text{อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น ณ วันสิ้นปีของธนาคาร i ปีที่ t}$$

$$ROA_{it} = \text{อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปีของธนาคาร i ปีที่ t}$$

- Tobin's Q_{it} = อัตราส่วนมูลค่าทางการตลาด ณ วันสิ้นปีของธนาคาร i ปีที่ t
- $INDG_{it}$ = สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนปัจเจกบุคคล ของธนาคาร i ปีที่ t
- $INSG_{it}$ = สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนสถาบัน ของธนาคาร i ปีที่ t
- FRG_{it} = สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนต่างชาติ ของธนาคาร i ปีที่ t
- $SIZE_{it}$ = ขนาดของกิจการ ของธนาคาร i ปีที่ t
- LEV_{it} = ความเสี่ยงทางการเงิน ของธนาคาร i ปีที่ t
- ε_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อนการประมาณค่าตัวแปรตามของของธนาคาร i ปีที่ t
- β_0 = ค่าคงที่
- β_j = สัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม โดย $j=1,2,3,4,5$

นอกจากนี้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ใช้ค่าสถิติ VIF ซึ่งจะต้องมีเป็นไปตามเกณฑ์ไม่เกิน 10 ซึ่งมีค่าเป็นไปตามเกณฑ์คือไม่เกิน 2.00-2.50 ผลการวิเคราะห์ดังแสดงในตารางที่ 4.3

บทที่ 5

สรุปผลและข้อเสนอแนะ

ในบทนี้ เป็นการสรุปผลการวิจัย การอภิปรายผล และข้อเสนอแนะการนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์ รวมทั้งประเด็นการวิจัยต่อเนื่อง ซึ่งในการสรุปผลการวิจัย จะสรุปความจากผลการวิเคราะห์ข้อมูลที่ได้กล่าวไว้ในบทที่ 4

5.1 สรุปผลการวิจัย

5.1.1 ลักษณะทั่วไปของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา

ลักษณะทั่วไปของกลุ่มตัวอย่างในงานวิจัยฉบับนี้ อธิบายด้วยโครงสร้างของผู้ถือหุ้นและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจการเงิน โดยโครงสร้างผู้ถือหุ้นใช้สัดส่วนการถือหุ้นสามัญ ค่าโครงสร้างผู้ถือหุ้น 10 อันดับแรกของบริษัท จำแนกเป็นสัดส่วนถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนปัจเจกบุคคล (INDG) สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนสถาบัน (INSG) และสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนต่างชาติ (FRG) ในส่วนของความสามารถในการทำกำไรจะอธิบายด้วย อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และ อัตราส่วนมูลค่าตลาดของกิจการ (TBQ) ซึ่งในงานวิจัยได้นำขนาดของกิจการ (SIZE) และความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) เข้ามาในแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงในฐานะตัวแปรควบคุม ดังนั้นการอธิบายลักษณะทั่วไปของกลุ่มตัวอย่างจึงใช้ค่าเฉลี่ยคณิตศาสตร์ตามลักษณะของค่าตัวแปรที่ศึกษา ที่คำนวณได้จากข้อมูลของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างประกอบด้วย กลุ่มธนาคาร กลุ่มธุรกิจประกันชีวิต และกลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ จำนวน 41บริษัท และทำการศึกษาข้อมูลย้อนหลัง 10 ปี (พ.ศ. 2556- พ.ศ. 2565) สรุปได้ดังนี้

บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่าง มีโครงสร้างผู้ถือหุ้น 10 อันดับแรกเป็นดังนี้ โดยเฉลี่ยมีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนปัจเจกบุคคลร้อยละ 36.48 ซึ่งเป็นจำนวนสูงที่สุด รองลงมา เป็นสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนสถาบันร้อยละ 18.24 ในอันดับสุดท้ายเป็นสัดส่วนถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนต่างชาติ ร้อยละ 10.65 ความสามารถในการทำกำไรใช้อัตราผลตอบแทนต่อ

สินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนมูลค่าตลาดของกิจการ Tobin's Q โดยเฉลี่ยเท่ากับ 8.89 5.07 และ 1.18 ตามลำดับ ขนาดของกิจการซึ่งวัดจากสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นสุดรอบระยะเวลาบัญชี และแปลงเป็นค่าลอการิทึมธรรมชาติ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 17.19 และความเสี่ยงทางการเงิน ซึ่งวัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.67 ความแตกต่างระหว่างบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่างที่มีมากที่สุดจะเป็นอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และโครงสร้างผู้ถือหุ้นสามัญใน 10 อันดับแรก พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยปัจเจกบุคคลนั้นมีความแตกต่างกันมากที่สุด โดยพิจารณาจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

5.1.2 ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญกับความสามารถในการทำกำไร จากผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) ของตัวแปรเป็นรายคู่ แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนปัจเจกบุคคลมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในส่วนของสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยชาวต่างชาติไม่พบความสัมพันธ์ใดกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้สัดส่วนการถือหุ้นสามัญใน 10 อันดับแรกของบริษัท ไม่ว่าจะเป็ นสัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนปัจเจกบุคคล สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน หรือสัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติ ไม่มีความสัมพันธ์ กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม รวมทั้งอัตราส่วนมูลค่าทางการตลาดของกิจการ Tobin's Q อย่างไรก็ตามขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติ แต่มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนมูลค่าทางการตลาด Tobin's Q และสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนปัจเจกบุคคล สำหรับความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนต่างชาติ และขนาดของกิจการ แต่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนมูลค่าตลาดของกิจการ Tobin's Q และสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนปัจเจกบุคคล ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ที่กล่าวมานี้ได้จากการทดสอบนัยสำคัญในช่วงความเชื่อมั่น 95%

5.1.3 ความสัมพันธ์และผลกระทบของสัดส่วนการถือหุ้นสามัญใน โครงสร้างผู้ถือหุ้น 10 อันดับแรกที่มีต่อความสามารถในการทำกำไร โดยมีขนาดของกิจการและความเสี่ยงทางการเงินของ

บริษัทเป็นตัวแปรควบคุม จากผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ได้ให้ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย สรุปได้ว่า

1) โครงสร้างผู้ถือหุ้นวัดจากสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนปัจเจกบุคคล (INDG) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มสถาบันการเงิน ไม่มีความสัมพันธ์ต่อความสามารถในการทำกำไรซึ่งวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (EOE) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราส่วนมูลค่าทางการตลาดของกิจการ Tobin's Q

2) โครงสร้างผู้ถือหุ้นวัดจากสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนสถาบัน (INSG) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มสถาบันการเงิน มีความสัมพันธ์ต่อความสามารถในการทำกำไรซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนมูลค่าทางการตลาดของกิจการ Tobin's Q ทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญ ในส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (EOE) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ที่ใช้วัดความสามารถในการทำกำไรไม่พบความสัมพันธ์ใดๆ ต่อสัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน

3) โครงสร้างผู้ถือหุ้นวัดจากสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนต่างชาติ (FRG) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มสถาบันการเงิน ไม่มีความสัมพันธ์ต่อความสามารถในการทำกำไรซึ่งวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (EOE) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราส่วนมูลค่าทางการตลาดของกิจการ Tobin's Q

สำหรับตัวแปรควบคุมที่ปรากฏในแบบจำลองความสัมพันธ์พบว่า ความสัมพันธ์และผลกระทบของขนาดของกิจการ และความเสี่ยงทางการเงิน ของบริษัทที่มีต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราส่วนมูลค่าทางการตลาด Tobin's Q ผลที่ได้จากการทดสอบสมมติฐานไม่สม่าเสมอ กล่าวคือในแบบจำลองความสัมพันธ์ที่ 1 พบว่าทั้งขนาดกิจการและความเสี่ยงทางการเงิน มีความสัมพันธ์และผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยมีความสัมพันธ์เชิงบวก ในขณะที่ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์และผลกระทบเชิงลบกับอัตราส่วนมูลค่าทางการตลาด Tobin's Q และความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์และผลกระทบทางลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณที่กล่าวมานี้ได้จากการทดสอบนัยสำคัญที่ช่วงความเชื่อมั่น 95%

5.2 อภิปรายผลการวิจัย

ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนมูลค่าทางตลาด Tobin's Q แสดงให้เห็นว่าการที่บริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนสถาบันยิ่งสูงจะส่งผลดีต่อมูลค่าของทางการตลาดของกิจการทำให้มูลค่าทางการตลาดยิ่งสูงขึ้นตามไปด้วย นักลงทุนสถาบันอาจจะเลือกหรือชอบที่จะลงทุนในสถาบันการเงินที่มีผลการดำเนินงานของบริษัทที่ดีในมุมมองทางด้านอัตราส่วนมูลค่าทางตลาด ซึ่งผู้ถือหุ้นสถาบันส่วนใหญ่จะเป็นกลุ่มบุคคลที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญและประสบการณ์สูง อีกทั้งผู้ถือหุ้นในกลุ่มสถาบัน มีส่วนในการกำกับตรวจสอบ ติดตามผลการดำเนินงานของกิจการ เปรียบเสมือนตัวแทนในการสอดส่องกำกับดูแลกิจการเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่สูงขึ้น ผลการวิจัยนี้จึงสอดคล้องกับงานวิจัยของ Qi et al.(2000), Hideaki and Naoki (2020), Abdul and Joel (2020), จิตอุษา ขันทอง และกัลยาภิตต์ กิรติอังกูร (2560), บงกช ตั้งจิระศิลป์ (2556) ที่ได้ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของสัดส่วนการลงทุนโดยนักลงทุนสถาบัน กับอัตราส่วนมูลค่าทางตลาดของกิจการ

ผลการทดสอบระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนปัจเจกบุคคลกับความสามารถในการทำกำไร ด้านอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราส่วนมูลค่าทางการตลาด ไม่พบความสัมพันธ์ใด ๆ ต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ทั้งนี้อาจเกิดจากบริษัทในกลุ่มของธุรกิจการเงินมีสัดส่วนในการบริหารที่มีโครงสร้างงานหลากหลาย ทำให้กลุ่มผู้ลงทุนที่เป็นกลุ่มทั่วไปไม่สามารถเข้าถึงการบริหารภายในบริษัทได้ จึงทำให้มองว่าจะเกิดการเอาเปรียบในส่วนของผลประโยชน์สูง สอดคล้องผลวิจัยของ Welch (2003), Wiwattanakantang (2001), Zeitun and Tain (2007), บงกช ตั้งจิระศิลป์ (2556) ที่พบว่าโครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัวไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการ การบริหารและกำกับดูแลกิจการ

ผลการทดสอบระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนต่างชาติกับความสามารถในการทำกำไร ไม่พบความสัมพันธ์และผลกระทบใด ๆ เมื่อวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราส่วนมูลค่าทางตลาด อาจเป็นเพราะนักลงทุนต่างชาติจะมีการกระจายตัวร่วมลงทุนไปหลาย ๆ บริษัทเพื่อกระจายความเสี่ยง ซึ่งในการเข้าไปถือหุ้นในหลาย ๆ บริษัท ไม่ได้เข้าไปบริหารงานในบริษัทที่ตนเองถือหุ้น จึงส่งผลทำให้การถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติไม่มีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ทั้งนี้งานวิจัยไม่สอดคล้องกับผลการวิจัย

ของ Campbell (2002), Abdul and Joel (2002), Wijaya et al. (2020) พบว่าการถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน

ในส่วนของผลการวิจัยเกี่ยวกับตัวแปรควบคุมได้แก่ ขนาดของกิจการ และความเสี่ยงทางการเงินมีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ ประภาพร ณรงค์ (2549), ฉันทนันท์ สุรวัฒนา (2556) ที่พบว่าขนาดของกิจการจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไร ในขณะที่ความเสี่ยงทางการเงินจะมีความสัมพันธ์เชิงลบ

5.3 ข้อจำกัดของงานวิจัย

5.3.1 งานวิจัยนี้มีข้อจำกัดในเรื่องของการวัดสัดส่วนการถือหุ้นสามัญ โดยใช้สัดส่วนของผู้ถือหุ้นจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) ที่ให้ข้อมูลเกี่ยวกับ สัดส่วนผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่จำนวน 10 อันดับแรก โดยไม่ได้รวบรวมผู้ถือหุ้นรายย่อยและรายอื่น ๆ อาจทำให้ไม่สะท้อนภาพของสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนปัจเจกบุคคล สัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนการถือหุ้นสามัญโดยนักลงทุนต่างชาติได้ทั้งหมดอย่างชัดเจน

5.3.2 งานวิจัยเป็นการศึกษาบริษัทในกลุ่มของสถาบันการเงิน หมวดธุรกิจธนาคาร ธุรกิจการเงิน ธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต ที่เปิดเผยข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บรวบรวมข้อมูลย้อนหลัง 10 ปี ตั้งแต่ปี 2556-2565 ซึ่งในระแวงเวลาดังกล่าวมีข้อมูลของบริษัทบางบริษัทไม่ครบถ้วนตามที่กำหนด หรือบางบริษัทเพิ่งเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ระยะเวลา 6-3 ปี จึงทำให้กลุ่มตัวอย่างมีขนาดเล็กมาก

5.3.3 ลักษณะของบริษัทธุรกิจการเงิน มีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการถือหุ้นค่อนข้างน้อยในช่วงระยะเวลาที่เลือกศึกษา ซึ่งส่งผลต่อผลการวิจัยที่ไม่พบว่าสัดส่วนของการถือหุ้นใน 10 อันดับแรกมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน

จากข้อจำกัดทั้งสามข้อ จึงส่งผลในการนำผลการวิจัยไปใช้อธิบายโดยทั่วไป แม้ว่าจะได้มีการวิเคราะห์วิเคราะห์ที่ลดผลกระทบจากความสัมพันธ์ระหว่างค่าตัวแปรในแต่ละปีซึ่งเป็นผลจากการเก็บข้อมูลตัวเลขทางการเงินที่ลักษณะเป็นแบบรายปีรายบริษัท แล้วก็ตามนอกจากนี้ค่าสัมประสิทธิ์แห่งการตัดสินใจ อยู่ในระดับต่ำมาก แสดงว่ายังคงมีตัวแปรหรือปัจจัยอื่นที่ทำให้มีผล

ต่อความสามารถในการทำกำไรดังกล่าวที่ยังไม่ได้นำมาศึกษา ด้วยเหตุนี้จึงทำให้ไม่สามารถที่จะนำผลการวิจัยไปใช้ในการอธิบายในวงกว้างได้

5.4 ข้อเสนอแนะ

5.4.1 ข้อเสนอแนะจากการวิจัยในครั้งนี้

1) สำหรับนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์รายย่อย ควรใช้ผลการวิจัยนี้อย่างละเอียดในการเลือกใช้ข้อมูลทางการเงิน ในการตัดสินใจลงทุน โดยเฉพาะข้อมูลเกี่ยวกับโครงสร้างการถือหุ้นสามัญรายใหญ่ ซึ่งมีผลต่อการดำเนินงานของกิจการ ผลการวิจัยได้สะท้อนถึงผลกระทบของผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นส่วนใหญ่หรือผู้ถือหุ้นหลัก ที่มีต่อผลกำไรของกิจการ อย่างไรก็ตามในการลงทุนควรใช้ทั้งข้อมูลทางการเงิน (Financial Data) และข้อมูลที่ไม่ใช่ทางการเงิน (Non-Financial Data) และใช้ในลักษณะเปรียบเทียบกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนฯ ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ โดยอาจจะนำข้อมูลเกี่ยวกับ อายุของกิจการ การเติบโตของรายได้ หรือนโยบายการเงินเป็นผลมาพิจารณาประกอบการตัดสินใจในการลงทุน

2) บริษัทจดทะเบียนฯ กลุ่มธุรกิจการเงิน อาจนำผลการวิจัยที่ได้ไปประกอบการพิจารณาวางแผนการดำเนินงาน หรือตัดสินใจในเรื่องสัดส่วนของผู้ถือหุ้นสถาบัน ในการเข้ามามีส่วนร่วมในการบริหารเพื่อให้เกิดผลประโยชน์และมูลค่าของกิจการที่สูงขึ้น และช่วงสร้างผลลัพธ์ที่ดีขึ้นให้กับกิจการ เพราะท้ายสุดผลการดำเนินงานก็จะออกมาในรูปแบบของผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น

3) ผลการศึกษานี้ อันจะเป็นประโยชน์และเป็นข้อมูลเพื่อการศึกษาให้กับสถานศึกษา หรือ หลักสูตรที่จัดการเรียนการสอนทางสาขาการบัญชี ที่จะนำผลการศึกษา ไปเป็นกรณีศึกษาในหัวข้อเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ หรือในบางรายวิชาที่เกี่ยวข้อง เช่น การตรวจสอบภายใน เป็นต้น เพื่อให้ให้นักศึกษาได้ค้นคว้า และมีความเข้าใจในเรื่องของ ทฤษฎี Agency Theory มากขึ้น

5.4.2 ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารั้งต่อไป

ประเด็นการวิจัยที่ควรขยายผลไปในวงกว้าง คือการศึกษาจากข้อมูลของทุกบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้น อันเนื่องมาจากจากการควบรวม

กิจการหรือการซื้อกิจการเพื่อทดสอบผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือหุ้นสามัญที่มีผลต่อมูลค่ากิจการที่จะเกิดขึ้นในปีที่มีการประกาศข่าวและต่อไปโดยเพิ่มตัวแปรอิสระ เช่น อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม เป็นต้น เพื่อเพิ่มค่าสัมประสิทธิ์แห่งการตัดสินใจ ทั้งนี้จะทำให้ข้อค้นพบใหม่เกี่ยวกับความสำคัญของกลยุทธ์การบริหาร โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่จะส่งต่อผลการดำเนินงาน รวมทั้งความเสี่ยงในด้านต่างๆ ที่เกิดขึ้นตามมาโดยเพิ่มเติมกลไกของการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวแปรกำกับ นอกจากนี้การปรับวิธีการวัดค่าตัวแปรที่ใช้อธิบายโครงสร้างผู้ถือหุ้นเพื่อให้สะท้อนความเป็นตัวตนของผู้ถือหุ้นหลักรวมทั้งเพิ่มมาตรวัดค่าตัวแปรผลการดำเนินงาน



บรรณานุกรม

- กรัณทรัตน์ บุญญวัฒน์, และศักดิ์ดา มาณวพัฒน์. (2554). โครงสร้างการถือหุ้นและคุณภาพของรายงานทางการเงิน. *วารสารนักบริหาร*, 31(2), 152-158
- จิภัตสร บุญรอด. (2558). การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Unpublished Independent Study). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.
- จิตอุษา ชันทอง, และกัลยกิตต์ กิระติอังกูร. (2560). การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจศรีนครินทร์* *วิโรฒ*, 8(2), 42-54.
- จิตติพรรณ ปราบพาล, และคณิตศร เทอดเผ่าพงศ์. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารสภามหาวิทยาลัยราชภัฏ*, 4(10), 44-65.
- นิชนันท์ จันทร์เขตต์. (2554). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 (Unpublished Independent Study). มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, กรุงเทพฯ.
- ณัฐนันท์ สุรวัดนา. (2556). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Unpublished Master's thesis). มหาวิทยาลัยบูรพา, ชลบุรี.
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2565). *ธุรกิจการเงินที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำกับดูแล*. สืบค้นจาก <https://www.bot.or.th/th/our-roles/financial-institutions/>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2565). *ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. สืบค้นจาก <http://www.set.or.th>
- นฤมล ลือพงศ์ไพบุลย์. (2554). *คณะกรรมการโครงสร้างผู้ถือหุ้น และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอ ไอ* (Unpublished Independent Study). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.
- นริสา เยาวลักษณ์, และศิลปพร ศรีจันทเพชร. (2558.) การถือหุ้นของบุคคลภายในและนักลงทุน สถาบันต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์. *วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ*, 4(2), 18-31.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- บงกช ตั้งจิระศิลป์. (2556). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Unpublished Master's thesis). มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, กรุงเทพฯ.
- ปิยะณัฐ ถิ่นพุทธคม, ธารินทร์ พงศ์สุพัฒน์, ศิลปพร ศรีจันทเพชร, ฐิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์, มนตรี ช่วยชู, และสุริย์ โปษกรณ์. (2561). ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน การประชุมวิชาการ และนำเสนอผลงานวิชาการระดับชาติ UTCC Academic Day ครั้งที่ 2 (น.420-434). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.
- ประภาพร ณ นรงค์. (2549). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี (Unpublished Master's thesis). จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, กรุงเทพฯ.
- พกามาส เอื้องอุดม. (2543). ผลกระทบของขนาดของคณะกรรมการองค์ประกอบของคณะกรรมการ และการถือหุ้นของคณะกรรมการที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Unpublished Master's thesis). จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, กรุงเทพฯ.
- พัชชา สีตสุวรรณ. (2543). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Unpublished Master's thesis). จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, กรุงเทพฯ.
- รติ วงศกิตติรักษ์. (2554). ผลกระทบโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อมูลค่ากิจการของบริษัทในประเทศไทย (Unpublished Independent Study). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.
- ราชกิจจานุเบกษา. (2565). ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กจ. 39/2564. เล่ม 139 ตอนที่ 48ง หน้า 40 ประกาศใช้ 24 ธันวาคม 2564.
- สุพัตรา ละดาฉาย, และการุณ สุขสองห้อง. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการสรรหา คณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน และโครงสร้างความเป็นเจ้าของธุรกิจแบบครอบครัว กับผลการดำเนินงานของกิจการ. วารสารศิลปศาสตร์และวิทยาการจัดการ, 6(1), 40-42.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- เสาวณี จันทะพงษ์, และนิติสาร พงศ์ปิยะไพบูลย์. (2560, 26 มิถุนายน). 20 ปี วิฤตเศรษฐกิจ 2540: บทเรียนสู่เส้นทางเศรษฐกิจที่สมดุลและยั่งยืน. *Post Today*. สืบค้นจาก <https://www.posttoday.com/business/500282>
- อชิรญา จันทร์ภูด, ไพบูลย์ ผจงวงศ์, และธำรงค์ศักดิ์ เสวตเลข.(2561). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน *การประชุมวิชาการและนำเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ ราชธานีวิชาการ ครั้งที่ 3 “นวัตกรรมที่พลิกโฉม สังคมโลก”* (น.10-19). อุบลราชธานี: มหาวิทยาลัยราชธานี:
- อุบลวรรณ ขุนทอง, และโสวัตรธนา ธารา. (2560). ความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัวกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ. *รายงานสืบเนื่องจากการประชุมวิชาการระดับชาติ สาขาเศรษฐศาสตร์*, 5(5), 240-253.
- อุทัยวรรณ เสมอจิตร, และสุภาวดี สุจีชีพ มอส์. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารรังสิตบัณฑิตศึกษาในกลุ่มธุรกิจและสังคมศาสตร์*, 5(2), 103-114.
- Adamu, A., & Haruna, J. (2020). Ownership structures and firm performance in Nigeria: A canonical correlation analysis. *Journal of Research in Emerging Markets*, 2(4), 21-32.
- Agrawal, A., & Mandelker, G. N. (1990). Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 25(2), 143-161.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2004). Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative science quarterly*, 49(2), 209-237.
- Aydin, N., Sayim, M., & Yalama, A. (2007). Foreign ownership and firm performance: Evidence from Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 11(1), 103-111.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F., & Zimmermann, H. (2004). Is board size an independent corporate governance mechanism. *Kyklos*, 57(3), 327-356.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Bekaert, G., & Harvey, C. R. (2000). Foreign speculators and emerging equity markets. *The journal of finance*, 55(2), 565-613.
- Campbell, K. (2002). *Ownership structure and the operating performance of hungarian firms*. Retrieved from <https://discovery.ucl.ac.uk/id/eprint/17570/1/17570.pdf>
- Chancharat, S., & Chancharat, N. (2019). Board structure, ownership structure, and performance of Thai listed companies. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 13(3), 53-70.
- Chhibber, P. K., & Majumdar, S. K. (1999). Foreign ownership and profitability: Property rights, control, and the performance of firms in Indian industry. *The Journal of Law and Economics*, 42(1), 209-238.
- Cho, M.H. (1998). Ownership structure, investment and the corporate value: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 47, 103-121.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial management*, 23(3), 70-74.
- Djankov, S., & Hoekman, B. (2000). Foreign investment and productivity growth in Czech enterprises. *The World Bank Economic Review*, 14(1), 49-64.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of financial economics*, 48(1), 35-54.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The journal of law and Economics*, 26(2), 327-349.
- 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, 24-46.
- Herman, J. (1981). Inflationary expectations and capital markets. *Review of Financial Economics*, 16(3), 69.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of financial economics*, 53(3), 353-384.
- Kao, M. F., Hodgkinson, L., & Jaafar, A. (2019). Ownership structure, board of directors and firm performance: evidence from Taiwan. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 19(1), 189-216.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Labra, A. (1980). Public enterprise in an underdeveloped and dependent economy. In *Public and Private Enterprise in a Mixed Economy: Proceedings of a Conference held by the International Economic Association in Mexico City* (pp. 36-40). London: Palgrave Macmillan UK.
- Lin, S. L., & Wu, M. F. (2010). Family ownership and risk-taking: Exploring nonlinear effects in financial industry. *African Journal of Business Management*, 4(17), 3738.
- Lindenberg, E. B., & Ross, S. A. (1981). Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of business*, 54(1), 1-32. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2352631>
- Liu, H. (2013). *The relationship between ownership structure and corporate performance: an empirical study based on listed companies of Shenzhen Stock Exchange* (Master's thesis). Retrieved from <https://library2.smu.ca/handle/01/25128>
- Loderer, C., & Martin, K. (1997). Executive stock ownership and performance tracking faint traces. *Journal of Financial economics*, 45(2), 223-255.
- Mao, L. (2015). *State ownership, institutional ownership and relationship with firm performance: Evidence from Chinese public listed firms* (Bachelor's thesis). Retrieved from https://essay.utwente.nl/67339/1/MAO_BA_IBA.pdf
- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of corporate finance*, 12(2), 321-341.
- McConnell, J.J., & Servaes, H. (1995). Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics*, 39(1), 131-157.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Mork, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Ng, C. Y. (2005). An empirical study on the relationship between ownership and performance in a family-based corporate environment. *Journal of accounting, auditing & finance*, 20(2), 121-146.
- Qi, D., Wu, W., & Zhang, H. (2000). Shareholdings structure and corporate performance of partially privatized firms: Evidence from listed Chinese companies. *Pacific Basin Finance Journal*, 8, 587-610.
- Rami, Z., & Gary, G.T. (2007). Does ownership affect a firm's performance and default risk in Jordan?, *The international journal of business in society*, 7(1), 66-82.
- Rashid, A. (2012). Impact of cash holdings and ownership concentration on firm valuation. *Review of Accounting & Finance*, 11(4), 448-467.
- Sakawa, H., & Watanabel, N. (2020). Institutional ownership and firm performance under stakeholder-oriented corporate governance. *Sustainability*, 12(3), 1021.
- Sraer, D., & Thesmar, D. (2007). Performance and behavior of family firms: Evidence from the French stock market. *Journal of the european economic Association*, 5(4), 709-751.
- Srivastava, A. (2011). Ownership structure and corporate performance: Evidence from India. *International Journal of Humanities and Social Science*, 1(1), 23-29.
- Susilawati, D., & Rakhman, F. (2018). The effect of ownership structure and investor protection on firm value: analyst following as moderating variable. *Jurnal Akuntansi dan Investasi*, 19(1), 64-75.
- Welch, E. (2003). The relationship between ownership structure and performance in listed Australian companies. *Australian journal of management*, 28(3), 287-305.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Wijaya, L. I., Welson, W., & Murhadi, W. R. (2020). Ownership Structure, Good Corporate Governance, and Firm Performance in the Indonesian Capital Market. In *The 17 th International Symposium on Management (INSYMA 2020)* (pp. 256-260). Vietnam: Ba Ria Vung Tau University.
- Wiwattanakantang, Y. (2001). Controlling shareholders and corporate value: Evidence from Thailand. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9, 323-362.
- Zeitun, R., & Tian, G. G. (2007). Does ownership affect a firm's performance and default risk in Jordan. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 7(1), 66-82.



ประวัติผู้วิจัย

ชื่อ	อัญชลี ปัญญามัง
วัน เดือน ปีเกิด	20 กรกฎาคม 2520
สถานที่เกิด	จังหวัดลพบุรี ประเทศไทย
ประวัติการศึกษา	สถาบันราชภัฏรำไพพรรณี ปริญญาศิลปศาสตรบัณฑิต สาขาการจัดการทั่วไป, 2546 สถาบันเทคโนโลยีแห่งโอทยา ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาการจัดการ, 2555 มหาวิทยาลัยรังสิต ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต, 2567
ที่อยู่ปัจจุบัน	24/35 หมู่ 6 ตำบลวังน้ำเย็น อำเภอวังน้ำเย็น จังหวัด สระแก้ว 27210
สถานที่ทำงาน	วิทยาลัยเทคนิควังน้ำเย็น
ตำแหน่งปัจจุบัน	ข้าราชการครู