



ใบรับรองวิทยานิพนธ์  
บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

ปริญญา

บริหารธุรกิจ

บริหารธุรกิจ

สาขา

คณะ

เรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship between Ownership Structure and the Ability to Earn Profit of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand

นามผู้วิจัย นางสาวบงกช ตั้งจิระศิลป์

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

( รongศาสตราจารย์ศศิวิมล มีอำพล, D.B.A.. )

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม

( ผู้ช่วยศาสตราจารย์ขวัญสกล เต็งอำนวย, Ph.D. )

ประธานสาขาวิชา

( ผู้ช่วยศาสตราจารย์ทรงพร หาญสันติ, D.B.A. )

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์รับรองแล้ว

( รongศาสตราจารย์กัญญา ธีระกุล, D.Agr. )

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

วันที่ เดือน พ.ศ.

สิงสถิตี มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

วิทยานิพนธ์

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship between Ownership Structure and the Ability to Earn Profit of  
Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand

โดย

นางสาวบงกช ตั้งจิระศิลป์

เสนอ

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์  
เพื่อความสมบูรณ์แห่งปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

พ.ศ. 2556

ลิขสิทธิ์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

บกข ตั้งจีระศิลป์ 2556: ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถ  
ในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาบริหารธุรกิจ คณะบริหารธุรกิจ  
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก: รองศาสตราจารย์ศศิวิมล มีอำพล, D.B.A. 100 หน้า

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับ  
ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดย  
โครงสร้างผู้ถือหุ้นจะแบ่งออกเป็นการกระจุกตัวของการถือหุ้น สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการ  
บริษัทและผู้บริหาร สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย ส่วนความสามารถในการทำกำไร  
วัดโดยใช้ อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) และ  
Tobin's Q ซึ่งคำนวณจากสูตรของ Perfect and Wiles (1994) โดยตัวแปรควบคุมประกอบไปด้วย  
ขนาดกิจการ ความเสี่ยงทางการเงิน การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร และประเภทอุตสาหกรรม โดย  
ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้คือ บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน  
ปี พ.ศ. 2554 ยกเว้นในส่วนของบริษัทการเงินลงทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิตและประกันภัย กองทุน  
และบริษัทที่อยู่ในระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน ทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 343 บริษัท โดยทำการ  
วิเคราะห์ข้อมูลด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

ผลการวิจัยพบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นในประเทศไทยมีการกระจุกตัวกันสูง ผู้ถือหุ้นราย  
ใหญ่ส่วนใหญ่เป็นบุคคลธรรมดาและกลุ่มครอบครัว ความสามารถในการทำกำไรโดยเฉลี่ยบริษัท  
มีอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และ Tobin's Q เป็น  
บวก การกระจุกตัวของการถือหุ้น สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร และ  
สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับความสามารถ  
ในการทำกำไร ซึ่งวัดจาก อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE), อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์  
(ROA) และ Tobin's Q แต่อย่างไรก็ตามผลการวิจัยพบว่าขนาดกิจการที่วัดจากค่าลอการิทึม  
ธรรมชาติของสินทรัพย์รวม และความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำ  
กำไร ซึ่งวัดจาก อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE), อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA)  
และพบว่าประเภทอุตสาหกรรมมีผลต่อความแตกต่างของค่าเฉลี่ย Tobin's Q และ ROA อย่างมี  
นัยสำคัญ

---

ลายมือชื่อนิติสด

---

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

Bongkoch Tungjirasil 2013: The Relationship between Ownership Structure and the Ability to Earn Profit of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand. Master of Business Administration, Major Field: Business Administration, Faculty of Business Administration. Thesis Advisor: Associate Professor Sasivimol Meeampol, D.B.A .  
100 pages.

The objectives of this research were to examine the relationship between ownership structure and the ability to earn profit of companies listed on the Stock Exchange of Thailand, ownership structure including shareholding concentration, shareholding of directors and managers and Thai investors. This research measured the ability to earn profit from Return on Equity (ROE), Return on total Assets (ROA) and Tobin's Q by Perfect and Wiles (1994). In this research, the researcher chose firm size, industry types, debt to equity ratio and Capital intensity as the control variables. The population for this research consists of listed companies from the Stock Exchange of Thailand during 2011, excluding all the firms in financial institution sectors, fund sectors and rehab co sectors. In this research total sample 343 companies. The results are analyzed by multiple regressions analysis.

The result of the research showed that ownership structure in Thailand are highly concentrated. The mostly shareholder is an individual and family group. The ability to earn profit from Return on Equity, Return on total Assets and Tobin's Q is positive. Shareholding concentration, shareholding of directors and managers and Thai investors have no significant relationship with the ability to earn profit both from Return on Equity (ROE), Return on total Assets (ROA) and Tobin's Q. However, The result of the research showed that firm size and debt to equity ratio is associated with Return on Equity (ROE) and Return on total Assets (ROA). In addition, the results found that industry types have an impact on the ability to earn profit from Tobin's Q and Return on total Assets (ROA).

---

Student's signature

---

Thesis Advisor's signature

/ /

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์เล่มนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยความช่วยเหลือของ รศ.ดร.ศศิวิมล มีอำพล ประธานกรรมการที่ปรึกษา ที่ได้กรุณาให้การปรึกษาคำแนะนำตลอดจนให้ความช่วยเหลืออย่างดียิ่ง ในการตรวจสอบและแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆมาโดยตลอด จนวิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ ด้วยดี ขอกราบขอบพระคุณ ผศ.ดร.ขวัญสกุล เต็งอำนวยการ กรรมการที่ปรึกษาร่วม ที่ได้กรุณาให้ ข้อเสนอแนะที่เป็นประโยชน์ต่อการปรับปรุงวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จนมีความสมบูรณ์ และอาจารย์ ทุกๆท่านที่ได้ให้การปรึกษาและคำแนะนำทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

ขอกราบขอบพระคุณบิดา มารดา ที่คอยให้การสนับสนุนในทุกๆด้าน และแสดงความ ห่วงใยและให้กำลังใจแก่ข้าพเจ้าตลอดมา รวมถึงญาติพี่น้องและเพื่อนๆทุกคนที่ให้กำลังใจเสมอ นอกจากนี้ขอกราบขอบพระคุณผู้ที่เกี่ยวข้องที่มีได้กล่าวนามทุกท่าน ซึ่งมีส่วนร่วมในวิทยานิพนธ์ ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงด้วยดี

ท้ายที่สุดนี้ ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณคณาจารย์มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ ผู้ซึ่งประสิทธิ์ ประศาสตร์ถ่ายทอดวิชาความรู้ให้แก่ผู้วิจัย ตลอดจนผู้เขียนตำรา เอกสารบทความต่างๆ ที่ผู้วิจัยได้ ทำการศึกษาค้นคว้าและนำมาอ้างอิงในครั้งนี้

บงกช ตั้งจิระศิลป์  
พฤษภาคม 2556



## สารบัญ

หน้า

สารบัญตาราง (3)

สารบัญภาพ (6)

บทที่ 1 บทนำ 1

ความสำคัญของปัญหา 1

วัตถุประสงค์ของการวิจัย 2

ขอบเขตของการวิจัย 2

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ 3

นิยามศัพท์ 4

บทที่ 2 การตรวจเอกสาร 5

แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น 5

แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงาน 17

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง 21

กรอบแนวคิดในการวิจัย 40

สมมติฐานการวิจัย 49

บทที่ 3 วิธีการวิจัย 50

การเก็บรวบรวมข้อมูล 50

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย 51

วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล 57

บทที่ 4 ผลการวิจัยและข้อวิจารณ์ 62

ผลการวิจัย 62

ข้อวิจารณ์ 79

## สารบัญ (ต่อ)

|                                     | หน้า |
|-------------------------------------|------|
| บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ | 83   |
| สรุปผลการวิจัย                      | 83   |
| ข้อเสนอแนะ                          | 85   |
| เอกสารและสิ่งอ้างอิง                | 87   |
| ภาคผนวก                             | 92   |
| ประวัติการศึกษาและการทำงาน          | 100  |

## สารบัญตาราง

| ตารางที่ |                                                                                        | หน้า |
|----------|----------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 1        | การกระจุกตัวของการถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในประเทศแถบเอเชียตะวันออกเฉียง              | 14   |
| 2        | การควบคุมของบริษัทจดทะเบียนในประเทศแถบเอเชีย                                           | 15   |
| 3        | องค์ประกอบของผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรกของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยช่วงปี 2533-2541 | 16   |
| 4        | สรุปวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับการวิจัย                                                   | 28   |
| 5        | สรุปที่มาของตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัย                                                | 34   |
| 6        | สรุปตัวแปรวัดผลการดำเนินงานของกิจการ                                                   | 35   |
| 7        | สรุปผลการทบทวนวรรณกรรม                                                                 | 36   |
| 8        | สรุปวิธีการวัดขนาดขององค์กร                                                            | 43   |
| 9        | ประเภทอุตสาหกรรม                                                                       | 45   |
| 10       | สรุปรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิด                                                       | 47   |
| 11       | จำนวนบริษัทที่ใช้ในการวิจัย จำแนกตามประเภทอุตสาหกรรม                                   | 51   |
| 12       | สรุปข้อมูลตัวแปรอิสระและการวัดค่าของตัวแปร                                             | 55   |



## สารบัญตาราง (ต่อ)

| ตารางที่ |                                                                                                             | หน้า |
|----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 13       | ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา อัตราร้อยละของการกระจุกตัวของการถือหุ้น (%)                                           | 64   |
| 14       | ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา องค์ประกอบของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ลำดับแรกของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย | 65   |
| 15       | ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา แยกแยะการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นตามระดับการถือหุ้น                                       | 66   |
| 16       | ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา อัตราร้อยละของการถือหุ้นของกรรมการบริษัท และ ผู้บริหาร (%)                            | 67   |
| 17       | ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา อัตราร้อยละของการถือหุ้นของนักลงทุนไทย (%)                                            | 68   |
| 18       | ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา ของตัวแปรควบคุม ขนาดของกิจการ ความเสี่ยงทางการเงิน และการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร         | 68   |
| 19       | ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา ของตัวแปรควบคุม ประเภทอุตสาหกรรม                                                      | 69   |
| 20       | ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา ของความสามารถในการทำกำไรของบริษัท                                                     | 70   |
| 21       | ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นกับตัวแปรอิสระที่ใช้ในตัวแบบ                | 72   |
| 22       | ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น                                            | 73   |

## สารบัญตาราง (ต่อ)

| ตารางที่     |                                                                                           | หน้า |
|--------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 23           | ผลทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม Tobin's Q กับตัวแปรอิสระที่ใช้ในตัวแบบ                | 75   |
| 24           | สรุปผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรในแต่ละตัวแบบ | 76   |
| ตารางผนวกที่ |                                                                                           |      |
| 1            | ค่า Variance Inflation Factor และ Tolerance ของตัวแปรอิสระในแต่ละตัวแบบ                   | 99   |

## สารบัญภาพ

| ภาพที่            |                                                                                      | หน้า |
|-------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 1                 | โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว                                                      | 8    |
| 2                 | โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว                                                      | 9    |
| 3                 | ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและผู้บริหารสอดคล้องกัน                                       | 11   |
| 4                 | ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและผู้บริหารไม่สอดคล้องกัน                                    | 12   |
| <b>ภาพผนวกที่</b> |                                                                                      |      |
| 1                 | Histogram ของค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแบบที่ 1                                        | 95   |
| 2                 | Histogram ของค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแบบที่ 2                                        | 95   |
| 3                 | Histogram ของค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแบบที่ 3                                        | 96   |
| 4                 | Normal Probability Plot ของค่าคลาดเคลื่อนของตัวแบบที่ 1                              | 96   |
| 5                 | Normal Probability Plot ของค่าคลาดเคลื่อนของตัวแบบที่ 2                              | 97   |
| 6                 | Normal Probability Plot ของค่าคลาดเคลื่อนของตัวแบบที่ 3                              | 97   |
| 7                 | Scatter Plot ของค่าประมาณมาตรฐาน $Z_y$ กับค่าคลาดเคลื่อนมาตรฐาน $Z_e$ ของตัวแบบที่ 1 | 98   |
| 8                 | Scatter Plot ของค่าประมาณมาตรฐาน $Z_y$ กับค่าคลาดเคลื่อนมาตรฐาน $Z_e$ ของตัวแบบที่ 2 | 98   |

## สารบัญภาพ (ต่อ)

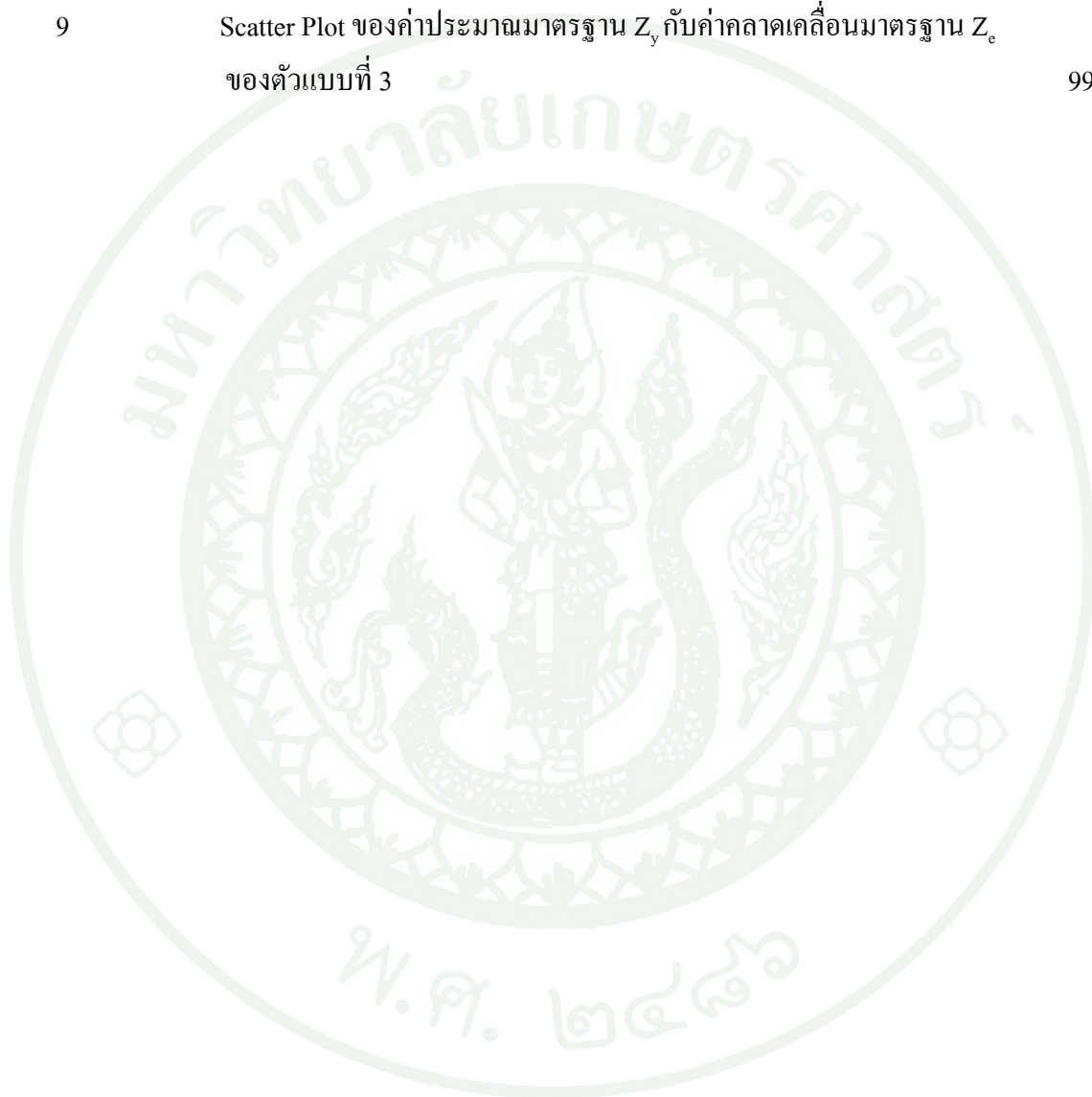
ภาพผนวกที่

หน้า

9

Scatter Plot ของค่าประมาณมาตรฐาน  $Z_y$  กับค่าคลาดเคลื่อนมาตรฐาน  $Z_e$   
ของตัวแบบที่ 3

99



## บทที่ 1

### บทนำ

#### ความสำคัญของปัญหา

จากสภาวะการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ ส่งผลให้แนวทางการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศเปลี่ยนไป โดยมีการเปิดเสรีทางเศรษฐกิจไทยต่อการค้าระหว่างประเทศ และการลงทุนต่างชาติ ทำให้มีการแข่งขันมากยิ่งขึ้น ประกอบกับความเจริญก้าวหน้าทางด้านเทคโนโลยีการขนส่งและเทคโนโลยีการสื่อสาร ทำให้เกิดโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจที่เชื่อมโยงเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ ทั่วโลกเข้าด้วยกันมากขึ้น ในส่วนของภาครัฐได้มีนโยบายที่สำคัญอีกประการหนึ่งต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศเช่น นโยบายด้านการส่งเสริมการลงทุน เป็นต้น เพื่อดึงดูดนักลงทุนจากต่างประเทศ โดยมีการระดมเงินทุนทั้งจากภายในและภายนอกประเทศผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นองค์กรที่มีบทบาททำให้ภาคธุรกิจได้เข้าถึงแหล่งเงินทุนและมีโอกาสเติบโตได้ ในระยะยาวอันจะเป็นผลดีต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจภายในประเทศ

นักลงทุนที่เข้ามาลงทุนในประเทศไทยไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนไทย หรือนักลงทุนต่างชาติถือเป็นส่วนประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เปรียบเสมือนเป็นเจ้าของกิจการ โดยสามารถแบ่งออกเป็นส่วนของเจ้าของที่มีส่วนในการบริหาร และส่วนของเจ้าของที่ไม่มีส่วนในการบริหาร โดยเฉพาะประเทศไทยเป็นประเทศหนึ่งที่โครงสร้าง การถือหุ้นของบริษัทมีการกระจุกตัวสูงโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรกเมื่อรวมกันแล้วจะถือหุ้นเกินกว่าครึ่งหนึ่งของหุ้นทั้งหมด ดังนั้นอำนาจในการควบคุมอาจตกอยู่ในมือของกลุ่มบุคคลใดบุคคลหนึ่งได้ โครงสร้างเหล่านี้สามารถบ่งบอกถึงลักษณะของการเป็นปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) ว่าอาจมีความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของบริษัท หรือเป็นความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกับผู้ถือหุ้นรายย่อย ในเรื่องของผลประโยชน์ที่แตกต่างกัน เช่น เมื่อผู้ถือหุ้นที่มีส่วนในการบริหารมีอำนาจในการบริหารงาน และมีอำนาจควบคุมอาจทำการตัดสินใจใด ๆ ที่คำนึงถึงเฉพาะผลประโยชน์ของตนเองเท่านั้น โดยที่การตัดสินใจดังกล่าวมาขัดขวางในการสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนในการบริหาร ซึ่งรูปแบบที่ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในการบริหาร และควบคุมมักนำมาใช้เพื่อโอนถ่ายผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนในการบริหารมาเป็นของตนเอง อย่างไรก็ตามผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนในการบริหารพยายามที่ใช้เครื่องมือในการควบคุมการทำงาน

ในด้านต่าง ๆ ในส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนในการบริหารยังเลือกทำในสิ่งที่ให้ผลประโยชน์แก่ตนเองเป็นหลักคู่กับความอยู่รอดของบริษัท ซึ่งไม่สามารถผลักดันให้ผู้ถือหุ้นที่มีส่วนในการบริหารดำเนินงานเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นได้ ทำให้ในความเป็นจริงแต่ละบริษัทยังเผชิญปัญหาในเรื่องของความขัดแย้งภายในองค์กร (Agency Problem) และปัญหานี้ส่งผลให้เกิดต้นเหตุที่เกิดจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ของตัวแทนและเจ้าของ (Agency Costs) ซึ่งเป็นต้นทุนที่มาจากความแตกต่างระหว่างมูลค่าของบริษัทที่เกิดขึ้นจริง และมูลค่าบริษัทที่มีสมมติฐาน ให้ส่วนของการบริหารและส่วนของผู้ถือหุ้นมีผลประโยชน์สอดคล้องกัน และจากการที่เกิดปัญหาความขัดแย้งนี้เอง ทำให้งานจะเป็นปัจจัยหนึ่งในการกำหนดผลการดำเนินงานของบริษัท

จากความสำคัญของปัญหาดังกล่าว ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไร เนื่องจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นทั้งในด้านการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทผู้บริหาร และการลงทุนของนักลงทุน อาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร ซึ่งเป็นตัวสะท้อนผลการดำเนินงานของบริษัท โดยผู้วิจัยได้นำองค์ความรู้ กรอบแนวคิด และ ทฤษฎีต่างๆ ที่ได้ศึกษามาใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล และวิเคราะห์เพื่อให้ได้มาซึ่งข้อค้นพบที่สำคัญจากการวิจัย

### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของกิจการบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษาจะใช้ข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีรอบระยะเวลาบัญชีตามปีปฏิทิน ทั้งนี้ไม่รวมบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจการเงินเนื่องจากมีลักษณะ



ของรายการค้าที่แตกต่างกันไปจากบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น และต้องจัดทำและนำเสนองบการเงินตามประกาศของธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งข้อมูลของรายงานทางการเงินและข้อมูลต่างๆ ที่เกี่ยวข้องที่ใช้ในการศึกษา เปิดเผยอยู่ในฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการศึกษาใช้ข้อมูลในปี พ.ศ. 2554 เนื่องจากจะทำให้ผลการศึกษาใกล้เคียง หรือสอดคล้องกับสภาวะปัจจุบัน

ข้อมูลเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่สนใจศึกษาจะเน้นเกี่ยวกับการกระจุกตัวของการถือหุ้น ซึ่งมีขอบเขตเพียงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกตามที่ปรากฏในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ในด้านสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร การถือหุ้นของนักลงทุนไทย จะใช้ข้อมูลการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหารตามที่เปิดเผยในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) หรือในรายงานประจำปีเท่านั้น

### ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การทำการวิจัยเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไร มีจุดมุ่งหมายเพื่อที่จะได้รับประโยชน์ในด้านต่างๆ ดังต่อไปนี้

1. ผู้ใช้ข้อมูลทางการเงินสามารถนำปัจจัยเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นตลอดจนปัจจัยอื่นๆ ที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ไปใช้ประกอบการพิจารณาเบื้องต้นเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทได้
2. เป็นข้อมูลเบื้องต้นแก่หน่วยงานกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการพิจารณาและออกกฎระเบียบเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นเพื่อเป็นแนวทางให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีและกระตุ้นให้เห็นความสำคัญของการออกมาตรการในการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อย
3. เป็นแนวทางสำหรับนักลงทุน เพื่อใช้ในการประเมินบริษัทที่สนใจลงทุน
4. สามารถใช้เป็นเอกสารในการค้นคว้าและเป็นแหล่งข้อมูลอ้างอิงสำหรับการศึกษาวิจัยในอนาคตต่อไป

## นิยามศัพท์

1. การกระจุยตัวของการถือหุ้น หมายถึง เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูงสุด 5 อันดับแรกรวมกันตามที่เปิดเผยในรูปแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1)

2. สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร หมายถึง เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหารตามที่เปิดเผยในรูปแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) หรือในรายงานประจำปี ซึ่งผู้บริหารตามการกำหนดของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กล่าวคือ กรรมการ กรรมการบริหาร ผู้จัดการ พนักงานระดับผู้จัดการฝ่ายขึ้นไป หรือผู้ซึ่งดำรงตำแหน่งเทียบเท่าที่เรียกชื่ออย่างอื่นที่มีอำนาจในการจัดการบริษัทและรวมถึงบุคคลซึ่งบริษัททำสัญญาให้อำนาจทั้งหมด หรือบางส่วนในการบริหารงานของบริษัท แต่จะไม่รวมผู้บริหารที่ถือหุ้นในนามของบริษัทอื่น

3. สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย หมายถึง เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของนักลงทุนที่ประกอบไปด้วยบุคคลธรรมดาและนิติบุคคลมีสัญชาติไทยเข้าไปถือหุ้นของบริษัท

## บทที่ 2

### การตรวจเอกสาร

จากการศึกษาค้นคว้าเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับการศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไร ซึ่งนำมาใช้วัดผลการดำเนินงานของบริษัท ทำให้สามารถจำแนกและประมวลความรู้ที่ได้จากการทบทวนวรรณกรรมออกเป็น 5 ส่วนหลัก ๆ ดังนี้

1. แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น
2. แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงาน
3. วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง
4. กรอบแนวคิดในการศึกษา
5. สมมติฐานในการศึกษา

### แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น

จากการตรวจสอบเอกสารเกี่ยวกับแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นนั้น ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาในเรื่องทฤษฎีตัวแทน แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น และแนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นในประเทศไทย โดยมีรายละเอียดในแต่ละหัวข้อดังต่อไปนี้

#### ทฤษฎีตัวแทน

การที่กิจการแบ่งแยกความเป็นเจ้าของออกจากการควบคุมบริษัท โดยเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นจ้างผู้บริหารมืออาชีพมาเป็นตัวแทนในการบริหารงานเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น โดยต้องการให้ฝ่ายบริหาร ทำงานและตัดสินใจในเรื่องต่างๆ เพื่อผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น แต่ฝ่ายบริหารอาจทำการตัดสินใจต่างๆ เพื่อผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าที่จะคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ซึ่งก่อให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) นั่นเอง

แนวคิดของทฤษฎีตัวแทนมาจากปรัชญาเบื้องต้นที่สันนิษฐานว่ามนุษย์มักจะกระทำการเพื่อผลประโยชน์ของตนเอง ดังนั้นเมื่อกิจการแบ่งแยกความเป็นเจ้าของออกจากความควบคุมบริษัทโดยเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นที่เป็นตัวการ (Principal) มักว่าจ้างผู้บริหารมืออาชีพมาเป็นตัวแทน (Agent) ในการบริหารงานเพื่อผลประโยชน์ของตัวการ แต่อาจเกิดข้อขัดแย้งของผลประโยชน์ (conflict of interest) ระหว่างตัวการกับตัวแทนหากตัวการกับตัวแทนมีผลประโยชน์ที่แตกต่างกันจะก่อให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทนตามมา (Agency Problem) เช่น ผู้ถือหุ้นต้องการให้ฝ่ายจัดการทำงานและตัดสินใจในเรื่องต่างๆ เพื่อผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นแต่ฝ่ายจัดการอาจมีความต้องการที่แตกต่างจากผู้ถือหุ้นโดยทำการตัดสินใจต่างๆ เพื่อผลประโยชน์ของตนเอง มากกว่าที่จะคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2543) จึงสรุปว่าแท้จริงแล้วกิจการไม่ใช่หน่วยงานอิสระ หากแต่เป็นเครือข่ายของสัญญา (ทั้งในส่วนที่เป็นลายลักษณ์อักษรและที่ไม่เป็นลายลักษณ์อักษร) ว่าด้วยความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ หน่วยราชการ โดยที่แต่ละฝ่ายย่อมมีแรงจูงใจที่จะก่อให้เกิดผลประโยชน์ส่วนตัวด้วยกันทั้งสิ้นความขัดแย้งทางผลประโยชน์จึงเกิดขึ้นเมื่อแต่ละฝ่ายดำเนินการเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ให้แก่ตนเอง ดังนั้นตามทฤษฎีตัวแทนเพื่อลดปัญหาความขัดแย้งของผลประโยชน์จึงต้องมีกลไกในการกำกับดูแลและติดตาม (Monitoring Devices) การดำเนินงานของตัวแทน แต่อย่างไรก็ตามการใช้กลไกการกำกับดูแลเช่นนี้ก็ทำให้เกิดค่าใช้จ่ายด้วยที่เรียกกันว่าต้นทุนการมีตัวแทน (Agency Cost)

แม้ว่าการรายงานผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารที่นำเสนอต่อผู้ถือหุ้นนั้น จะเป็นแนวทางหนึ่งในการสร้างความเชื่อมั่นและให้ข้อมูลแก่ผู้ถือหุ้น แต่นโยบายบัญชีที่นำมาใช้ในการวัดผลการดำเนินงานนั้นมักจะอยู่ภายใต้อำนาจการตัดสินใจของผู้บริหาร ซึ่งตามแนวคิดของทฤษฎีตัวแทนมองว่าผู้บริหารย่อมเลือกนโยบายบัญชีที่ส่งผลดีต่อผู้บริหารในการที่จะสร้างชื่อเสียง และผลตอบแทนแก่ตัวผู้บริหารเอง เช่น การเลือกนโยบายบัญชีที่จะนำไปสู่การเพิ่มกำไรของกิจการเนื่องจากกำไรเป็นตัวสะท้อนถึงความสามารถในการดำเนินงานของตัวผู้บริหารเอง รวมทั้งเป็นตัวเลขที่มีผลกระทบต่อการพิจารณาผลตอบแทนแก่ผู้บริหารและการจ่ายโบนัสแก่พนักงาน ด้วยเหตุนี้ทำให้การบัญชีมีบทบาทในการเป็นเครื่องมือเพื่อตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหาร ซึ่งจะช่วยให้กระบวนการสัญญาที่ทำได้ต่อกัน (Contracting process) บรรลุผลนั่นเอง

ภายใต้ทฤษฎีตัวแทนจึงมองว่างบการเงินนั้นเป็นสื่อกลางที่บุคคลฝ่ายต่างๆซึ่งทำสัญญาร่วมกันนำมาใช้เพื่อประเมินว่า วัตถุประสงค์ที่ได้รับไว้ในสัญญาที่กระทำร่วมกันบรรลุผลหรือไม่ นอกจากนี้ยังใช้เป็นเครื่องมือเพื่อตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหารว่าเป็นไปตามวัตถุประสงค์ของสัญญาหรือไม่และเพื่อที่จะประสานวัตถุประสงค์ของสัญญาต่างๆที่ทำได้ต่อกันให้เป็นจริง



จากปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่นำไปสู่ปัญหาการเป็นตัวแทนตามที่กล่าวมาข้างต้น Jensen and Meckling (1976 อ้างใน นวพร พงษ์คณาทกุล, 2546: 29-30) จึงให้ข้อเสนอแนะไว้ว่าควรให้ฝ่ายจัดการมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของหุ้นของกิจการหรือมีส่วนได้เสียทางการเงินที่มั่นคงในผลการดำเนินงานระยะยาว เพื่อให้ผลประโยชน์ของตัวแทนเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับผลประโยชน์ของตัวการซึ่งจะเป็นการจูงใจให้กรรมการบริษัทและฝ่ายบริหารทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้นและคำนึงถึงมูลค่าสูงสุดของกิจการ โดยจะเป็นการลดโอกาสที่ผู้บริหารจะนำทรัพยากรของกิจการมาใช้ในการสร้างผลประโยชน์ให้กับตนเองหรือลดการกระทำใดๆ ของผู้บริหารซึ่งขัดแย้งกับความต้องการของผู้ถือหุ้นเพราะเมื่อผู้บริหารถือหุ้นมากขึ้นจะทำให้ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นต่างก็มีความต้องการที่เหมือนกันนำไปสู่สมมติฐานของการมีผลประโยชน์ที่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน (Convergence of interest) ระหว่างเจ้าของทุนและตัวแทน

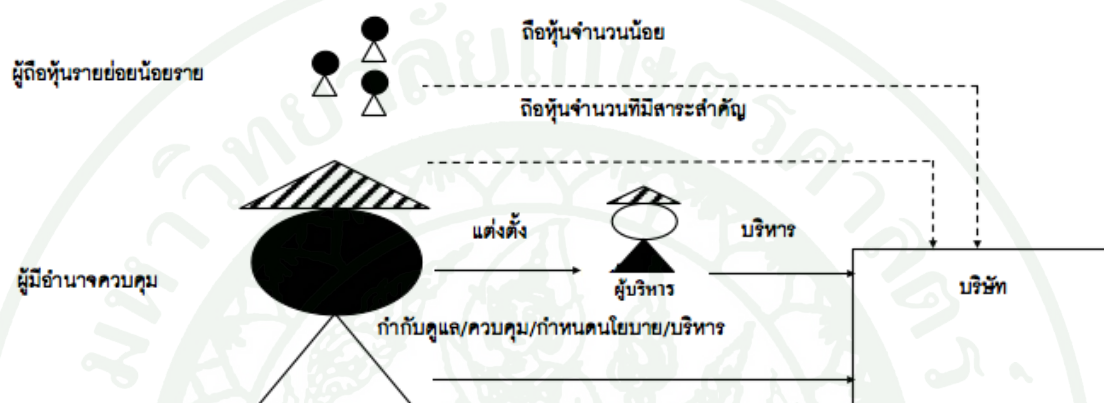
ในขณะที่สมมติฐานการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่น (Entrenchment hypotheses) เป็นสมมติฐานหนึ่งที่ถูกนำมาใช้อธิบายเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น โดยมีแนวคิดว่าผลกระทบจากการถือหุ้น (Concentrated ownership) หรือการมีผู้ถือหุ้นรายใดรายหนึ่งถือหุ้นจำนวนมากทำให้เกิดผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในการควบคุมบริษัท (Controlling Shareholders) ผู้ถือหุ้นรายใหญ่เหล่านี้มักมีแรงจูงใจในการถ่ายโอนเอาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยมาเป็นของตนเอง หรือมักกระทำการใดๆ ภายใต้อำนาจการควบคุมที่มีอยู่เพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว ซึ่งส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นอย่างมาก (Fama and Jensen, 1983) โดยที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยเองไม่สามารถที่จะคัดค้านหรือโต้แย้งการกระทำดังกล่าวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้เนื่องมาจากว่าระบบกฎหมายหรือกลไกในการกำกับดูแลที่สร้างขึ้นมาก็เพื่อที่จะปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้นมีความอ่อนแอและไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร (Fan and Wong, 2002)

### โครงสร้างผู้ถือหุ้น

โครงสร้างผู้ถือหุ้นจะบ่งบอกถึงลักษณะของปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency problem) ว่าจะเป็นความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของบริษัท หรือเป็นความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกับผู้ถือหุ้นรายย่อยกล่าวคือ หากความเป็นเจ้าของอยู่ในรูปแบบที่การถือหุ้นกระจายตัวออกไปยังประชาชนทั่วไป ดังเช่นที่ปรากฏในประเทศแถบตะวันตก เช่น ประเทศอเมริกาและอังกฤษแล้ว ปัญหาการเป็นตัวแทนจะเป็นความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นภายนอกและผู้บริหารที่อาจถือหุ้นของบริษัทไม่มากนัก แต่ถ้าหากความเป็นเจ้าของมีรูปแบบที่การถือหุ้นกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มบุคคลใดบุคคลหนึ่งที่มีอำนาจควบคุมบริษัท โดยลักษณะของความ

ขัดแย้งจะเป็นความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม กับผู้ถือหุ้นรายย่อย ในที่นี้จะกล่าวถึงโครงสร้างผู้ถือหุ้นใน 2 ลักษณะ คือ การกระจุกตัวของการถือหุ้น และการกระจายตัวของการถือหุ้น

### 1. การกระจุกตัวของการถือหุ้น (Ownership Concentration)



ภาพที่ 1 โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว

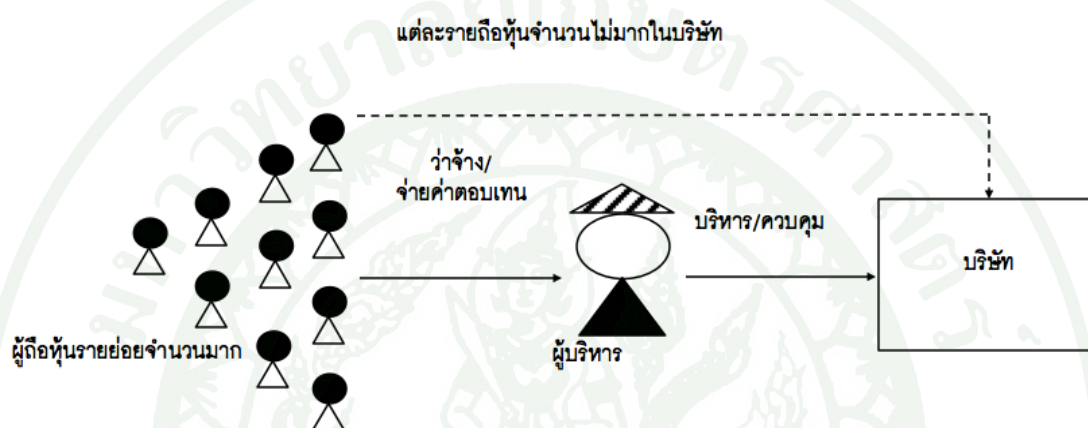
ที่มา: โครงสร้างผู้ถือหุ้นและคุณภาพของรายงานทางการเงิน, กรัณฐรัตน์ บุญญวัฒน์ (2554)

เมื่อการถือหุ้นมีรูปแบบที่กระจุกตัวอยู่ในกลุ่มบุคคลใดกลุ่มหนึ่ง จะทำให้อำนาจในการบริหารงานตกอยู่ในมือของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจควบคุมเพียงไม่กี่ราย (ดังภาพที่ 1) ซึ่งปัญหาที่เกิดขึ้นตามมาสำหรับรูปแบบการถือหุ้นในลักษณะเช่นนี้ คือ จะมีกลไกใดที่จะสามารถช่วยปกป้อง มิให้ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยถูกโอนถ่ายไปเป็นผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมเหล่านั้น เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมอาจทำการตัดสินใจใดๆ ที่คำนึงถึงเฉพาะผลประโยชน์ของตนเองเท่านั้น โดยที่การตัดสินใจดังกล่าวมีส่วนมาขัดขวางการสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อย และผู้ลงทุนภายนอกอื่นๆ ซึ่งรูปแบบที่ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมมักนำมาใช้เพื่อโอนถ่ายผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยมาเป็นของตนเอง เช่น การจ่ายเงินปันผลพิเศษให้กับตนเอง หรือการทำให้บริษัทที่ตนเป็นผู้ถือหุ้นซึ่งมีอำนาจควบคุมเสียเปรียบบริษัทอื่นๆ ที่ตนเองเป็นผู้บริหาร หรือมีอำนาจควบคุมอยู่ด้วยบริษัทในประเทศไทยส่วนใหญ่มักเริ่มต้นด้วยธุรกิจครอบครัว และเมื่อธุรกิจครอบครัวเหล่านี้มีการขยายกิจการ และเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อระดมทุนจากประชาชนทั่วไป ผู้ก่อตั้งซึ่งเป็นบุคคลภายในครอบครัวนั้นก็ยังคงเข้าควบคุมบริษัทอยู่ จึงกล่าวได้ว่าโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียน



ในประเทศไทยส่วนมากจะมีพื้นฐานมาจากบริษัทครอบครัว โดยที่การถือหุ้นและอำนาจการบริหารในบริษัทจะกระจุกตัวอยู่ในสมาชิกของครอบครัว (Big inside shareholder) นอกจากนี้การตัดสินใจเลือกลงทุนของผู้ลงทุนภายนอกก็จะมาจากความเชื่อมั่นในกลุ่มของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ด้วย (นวพร พงษ์ทัศนากุล, 2546)

## 2. การกระจายตัวของการถือหุ้น



ภาพที่ 2 โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว

ที่มา: โครงสร้างผู้ถือหุ้นและคุณภาพของรายงานทางการเงิน, กรัณฐรัตน์ บุญญวัฒน์ (2554)

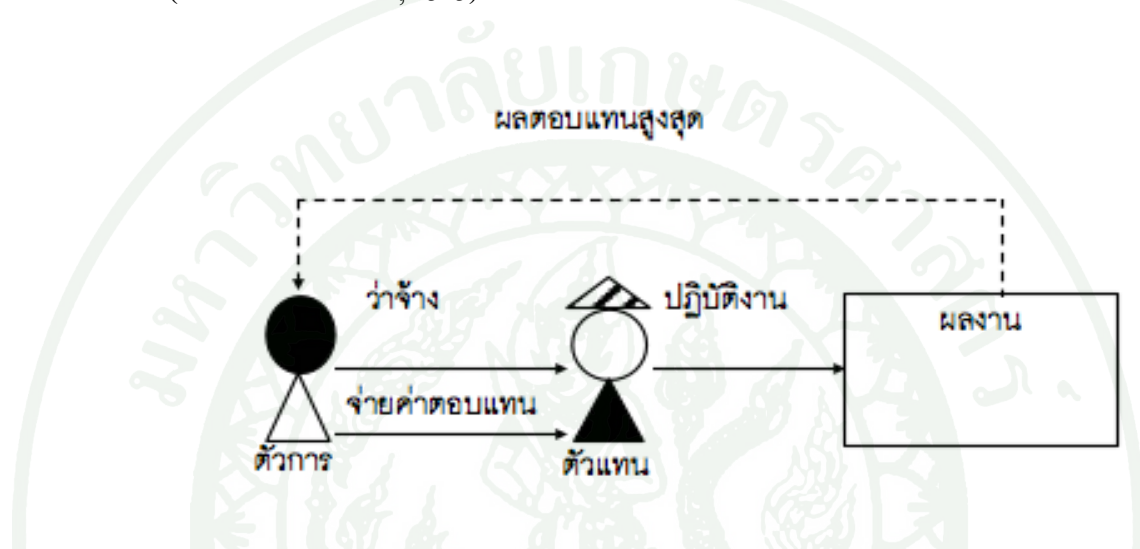
Fama (1980 อ้างถึงใน ผลามาศ เอื้องอุดม, 2543) ได้เสนอว่าทฤษฎีองค์กรแบบคลาสสิก (Classical Theory of the Firm) นั้นแนะนำให้เจ้าของบริษัทเป็นบุคคลเดียวกับผู้บริหาร ซึ่งลักษณะดังกล่าวจะทำให้การบริหารบริษัทเป็นไปเพื่อผลประโยชน์ในทิศทางเดียวกับผู้ถือหุ้น แต่ต่อมาการถือหุ้นมีการกระจายมากขึ้น และจากทฤษฎีกลุ่มการลงทุน (Portfolio Theory) ผู้ถือหุ้นต่างมีการกระจายความเสี่ยงไปในหุ้นของหลายบริษัทแล้ว เพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงที่เกิดจากการขึ้นอยู่กับการขึ้นลงของราคาหุ้นของบริษัทใดบริษัทหนึ่งมากเกินไป การที่ผู้ถือหุ้นของบริษัทมีการกระจายความเสี่ยงในการลงทุนของตนอย่างเหมาะสมแล้ว จะส่งผลให้นักลงทุนเหล่านี้ขาดการเอาใจใส่ในกิจกรรมของบริษัทในรายละเอียด ซึ่งพฤติกรรมเช่นนี้ทำให้การแยกกันระหว่างเจ้าของซึ่งได้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทกับอำนาจการควบคุมมีมากขึ้น แม้ว่าจากการศึกษาของ Fama จะมองกลไกจากตลาดของผู้บริหารที่จะสะท้อนถึงความสามารถในการบริหารของผู้บริหารแต่ละบริษัทผ่านทางผลตอบแทนที่ผู้บริหารจะได้รับต่อไปในอนาคต สืบเนื่องจากผลงานในอดีต โดยการประเมินผลการทำงานของผู้บริหารแต่ละคนจะเป็นกลไกที่ควบคุมให้การทำงานของผู้บริหารเหล่านี้เป็นผลดีกับบริษัท หรือสอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นของบริษัท ซึ่งผลงานของผู้บริหารจะเป็นสิ่งสะท้อนถึงความสำเร็จหรือ

ความล้มเหลวของผู้บริหารที่ตลาดสามารถรับรู้ได้ นอกจากนี้ผู้บริหารยังเป็นเครื่องมือหนึ่งที่ช่วยในการตรวจสอบฝ่ายบริหารเอง กล่าวคือ การแข่งขันกันในหมู่ผู้บริหารโดยผู้บริหารระดับล่างต้องการเลื่อนขึ้นไปเป็นผู้บริหารในระดับที่สูงขึ้น ซึ่งก่อให้เกิดการตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารระดับสูงจากผู้บริหารระดับที่เล็กลงมา เช่นเดียวกันกับที่ผู้บริหารระดับสูงมีการตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารระดับล่างว่ามีประสิทธิภาพเพียงใด อย่างไรก็ตามฝ่ายบริหารต่างต้องตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารทั้งที่อยู่ในระดับสูงกว่าและระดับที่ต่ำกว่า เนื่องจากผลการดำเนินงานของบริษัทเป็นผลงานของผู้บริหารทั้งคณะ ความสำเร็จหรือความล้มเหลวย่อมจะส่งผลต่อผู้บริหารทั้งคณะของบริษัท อย่างไรก็ตาม โครงสร้างแบบนี้มีข้อเสียคือ ผู้ถือหุ้นมักจะเลเยการให้การกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพและเพียงพอต่อบริษัท เนื่องจาก ผู้ถือหุ้นแต่ละคนมีส่วนได้เสีย (cash flow rights) ในบริษัทค่อนข้างน้อยทำให้เกิดค่าใช้จ่ายในการเข้ามากำกับดูแลสูง อีกทั้งในทางปฏิบัติ ผู้ถือหุ้นแต่ละคนมีสิทธิออกเสียงน้อยและกระจายตัว (voting rights) ทำให้การรวบรวมสิทธิออกเสียงทำได้ยากและไม่คุ้มกับค่าใช้จ่ายที่ต้องเสียไป ในขณะที่ผู้บริหารบริษัทมีอำนาจเต็มที่ในการบริหารงานในบริษัทแต่ไม่มีหรือมีส่วนได้เสียน้อยในบริษัท ดังนั้น ความเป็นเจ้าของ (ownership) และอำนาจควบคุม (control) ของโครงสร้างแบบนี้จะถูกแยกจากกัน (Berle and Means, 1968)

จากโครงสร้างการเป็นเจ้าของมีทั้งลักษณะการกระจุกตัว และกระจายตัวของการถือหุ้นนั้น ไม่ว่าจะเป็นลักษณะใดก็สามารถก่อให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทนได้ โดยหน้าที่รับผิดชอบของฝ่ายจัดการได้มีฐานรากมาจากประวัติศาสตร์ บนข้อสมมติฐานว่า ผู้ถือหุ้นเป็นเจ้าของบริษัท Berle และ Means ผู้เขียนหนังสือ “The Modern Corporate and Private Property” ได้ตั้งข้อสังเกตว่า ตามความนึกคิดของเขทั้งสองคน ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับฝ่ายจัดการส่วนหนึ่ง ได้รับมาจากแนวคิดของการเป็นเจ้าของสิทธิในการกระทำของเจ้าของทรัพย์สิน นับย้อนหลังไปจากวันที่การดำเนินธุรกิจนั้นกระทำโดยบุคคลด้วยสินทรัพย์ของตนเอง สำหรับเรื่องเกี่ยวกับที่มาของความสัมพันธ์ตามหน้าที่นี้ ทั้งสองคนกล่าวไว้ว่า

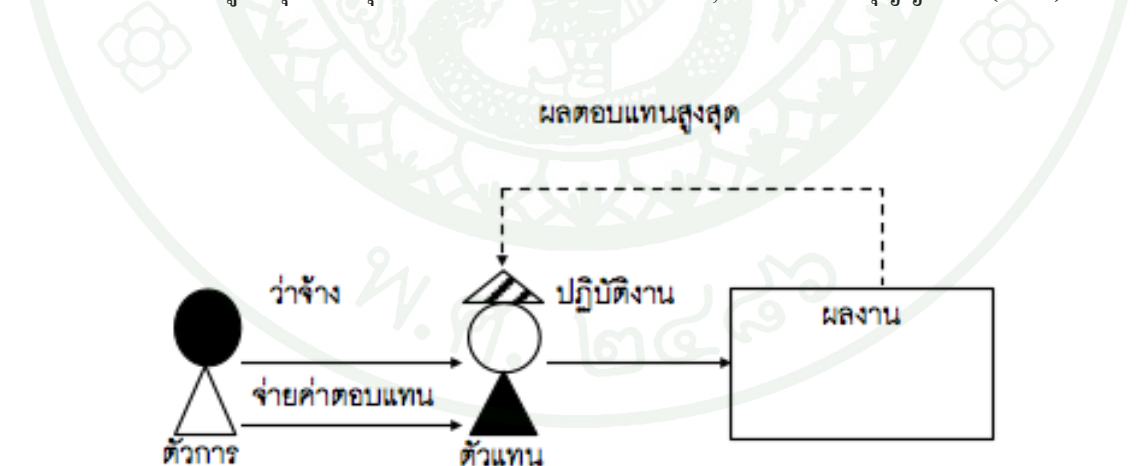
“หากลองนำแนวคิดที่ว่านี้กลับไปสู่การเป็นเจ้าของ เมื่อเกิดขึ้นเราจะเห็นฐานรากที่ชัดเจนขึ้น เมื่อใดที่คนหนึ่งหรือกลุ่มหนึ่ง มอบความไว้วางใจให้กับ อีกคนหนึ่งหรือกลุ่มหนึ่ง ให้จัดการทรัพย์สินแทน บุคคลของกลุ่มหลังจะกลายเป็นผู้ที่มีความรับผิดชอบตามที่ได้รับมอบหมาย โดยมีพันธะที่ต้องกระทำอย่างมีจิตสำนึก ซึ่งหมายถึง กระทำการด้วยความซื่อสัตย์ต่อผลประโยชน์ของบุคคลที่เป็นเจ้าของทรัพย์สินที่ตนรับทำหน้าที่ดูแลให้”

การเป็นเจ้าของบริษัทย่อมแตกต่างจากการเป็นเจ้าของสินทรัพย์ที่เป็นของส่วนตัว ซึ่งโดดเด่นที่สุดคือ ผู้ถือหุ้นไม่มีสิทธิที่จะเป็นเจ้าของและใช้สินทรัพย์ของบริษัทเหมือนกับที่ตนเป็นเจ้าของ แต่ผู้ถือหุ้นสามารถสร้างบุคคลเพียงในนามหรือโดยสมมติขึ้นเพื่อให้ดำเนินการโดยผู้ถือหุ้นเป็นผู้ได้รับผลประโยชน์ ดังนั้นตราบเท่าที่ผู้ถือหุ้นไม่ได้ดำเนินการของบริษัทเองแต่ปล่อยให้ผู้อื่นกระทำแทน จึงต้องมั่นใจได้ว่าคนที่ถูกจ้างมาได้ดำเนินการของบริษัทเพื่อผลประโยชน์ของตนเอง (สังเวียน อินทวิชัย, 2545)



ภาพที่ 3 ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและผู้บริหารสอดคล้องกัน

ที่มา: โครงสร้างผู้ถือหุ้นและคุณภาพของรายงานทางการเงิน, กรัณฐรัตน์ บุญญวัฒน์ (2554)



ภาพที่ 4 ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและผู้บริหารไม่สอดคล้องกัน

ที่มา: โครงสร้างผู้ถือหุ้นและคุณภาพของรายงานทางการเงิน, กรัณฐรัตน์ บุญญวัฒน์ (2554)

Jensen and Meckling (1976) เสนอว่าปัญหาที่เกิดขึ้นจากตัวแทนนั้นเกิดจากการแยกกันระหว่างเจ้าของกับการควบคุม กล่าวคือผู้ถือหุ้นได้มอบหมายให้ผู้บริหารเป็นตัวแทน ในการทำงานเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น รวมถึงมอบหมายอำนาจในการตัดสินใจบางเรื่องให้กับตัวแทนด้วย ซึ่งการให้อำนาจแก่ตัวแทนเช่นนี้ทำให้ผู้ถือหุ้นไม่สามารถหลีกเลี่ยงปัญหาที่เกิดขึ้นจากตัวแทนได้ เมื่อความต้องการของผู้ถือหุ้นกับฝ่ายบริหารไม่ตรงกัน ซึ่งกล่าวได้ว่า ผู้ถือหุ้นต้องการให้การทำงานและการตัดสินใจต่างๆ ของฝ่ายบริหารเป็นไปเพื่อผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น ในขณะที่เดียวกันฝ่ายบริหารอาจมีความต้องการที่แตกต่างกันคือ ความต้องการของฝ่ายบริหารอาจจะส่งผลที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น โดยฝ่ายบริหารอาจมีการตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงเกินไป ซึ่งอาจก่อให้เกิดความเสียหายต่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นได้ โดยการตัดสินใจลงทุนลักษณะนี้ถ้าประสบความสำเร็จก็สร้างชื่อเสียงให้ผู้บริหาร แต่ถ้าโครงการผิดพลาดความเสียหายจะกระทบต่อผู้ถือหุ้นโดยตรง

Lichtenberg and Pushner (1994) กล่าวว่า การที่มีข้อมูลไม่สมบูรณ์และการแบ่งแยกในการควบคุมการบริหารงานของผู้ถือหุ้น และผู้บริหารเป็นจุดที่ก่อให้เกิดความขัดแย้งของปัญหาตัวแทน ซึ่งในญี่ปุ่นอิทธิพลของโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของกิจการ จะแสดงให้เห็นถึงปัญหาที่ซับซ้อน และยุ่งยากระหว่างตัวการและตัวแทน อาทิเช่นความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น ผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้ และผู้บริหารกับพนักงาน เป็นต้น โดยทั่วไปการศึกษาส่วนใหญ่จะทำการศึกษาถึงความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้น (ตัวการ) และผู้บริหาร (ตัวแทน)

Jensen and Meckling (1976) ทำการศึกษาถึงปัญหาที่เกิดขึ้นจากความขัดแย้งระหว่างตัวแทนซึ่งโยงแนวความคิดด้านต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นเรื่องของสิทธิและความรับผิดชอบ เรื่องของปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทน และการจัดหาเงิน เพื่อทำการศึกษา โครงสร้างการถือหุ้นของแต่ละบริษัท โดยได้แยกมองว่าปัญหาที่เกิดขึ้นจากความขัดแย้งภายในองค์กร สามารถแบ่งออกเป็น 2 ส่วนด้วยกัน กล่าวคือ ความขัดแย้งระหว่างส่วนของเจ้าของที่ไม่ได้ทำการบริหาร และส่วนของผู้บริหาร (Managerial Agency or Managerialism) และความขัดแย้งระหว่างส่วนของเจ้าของ และ ส่วนของเจ้าหนี้ (Debt Agency) ซึ่งความขัดแย้งระหว่างส่วนของเจ้าของและส่วนของผู้บริหารนั้น เป็นปัญหาที่เกิดขึ้นจากปัญหาความไม่เท่าเทียมกันด้านข้อมูล (Asymmetric Information) ทำให้ผู้บริหารทำงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น โดยมองเปรียบเทียบระหว่างเมื่อผู้ถือหุ้นได้ทำการบริหารเองทั้งหมด ผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นก็จะเป็นของผู้ถือหุ้น แต่เมื่อมีการเพิ่มทุนและมีผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้มีส่วนในการบริหาร ทำให้ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้มีส่วนในการบริหาร อาจมีทั้งในเรื่องของการไม่กระตือรือร้น ละเลยในการทำงาน หา



ผลประโยชน์ใส่ตัว และได้ทำการศึกษาถึงอิทธิพลของผู้ถือหุ้นภายในที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการ โดยมีการพิจารณาว่าผู้บริหารมีแรงจูงใจที่จะปฏิบัติตามผลประโยชน์ ที่อาจส่งผลเสียให้กับผู้ถือหุ้นได้โดยส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเหล่านี้กับผลประโยชน์ของผู้บริหารอยู่ในทิศทางเดียวกัน โดยจากการค้นพบทำให้ทราบว่า ผลการดำเนินงานของกิจการคาดว่าจะมีความสัมพันธ์ทางบวกกับระดับการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นภายใน ซึ่งแสดงให้เห็นถึงการหาผลประโยชน์ใส่ตัวของผู้บริหารเอง

### โครงสร้างผู้ถือหุ้นในประเทศไทย

กิจการในประเทศไทยส่วนใหญ่มักเริ่มต้นด้วยธุรกิจครอบครัว และเมื่อธุรกิจครอบครัวเหล่านี้มีการขยายกิจการและเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อระดมทุน ผู้ก่อตั้งซึ่งเป็นบุคคลภายในครอบครัวก็ยังคงเข้าควบคุมบริษัทอยู่ จึงกล่าวได้ว่าโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยส่วนมากจะมีพื้นฐานมาจากบริษัทครอบครัวนั่นเอง

**การกระจุกตัวของการถือหุ้น (Ownership Concentration)** โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยส่วนมากจะมีพื้นฐานมาจากบริษัทครอบครัว โดยที่การถือหุ้นและอำนาจการบริหารในบริษัทจะกระจุกตัวอยู่ในสมาชิกของครอบครัว (Big inside shareholder) นอกจากนี้การตัดสินใจเลือกลงทุนของผู้ลงทุนภายนอกก็จะมาจากความเชื่อมั่นในกลุ่มของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ด้วย

ADB (2000a) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับลักษณะที่สำคัญในด้านต่าง ๆ ของระบบการกำกับดูแลกิจการในประเทศเอเชียตะวันออก 5 ประเทศ คือ อินโดนีเซีย เกาหลี มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ และไทย ผลจากการตรวจสอบโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในประเทศเหล่านี้พบว่าบริษัทจดทะเบียนของทั้ง 5 ประเทศมีการกระจุกตัวของการถือหุ้นอยู่ในระดับที่สูงมาก (ตารางที่ 1)



**ตารางที่ 1** การกระจุกตัวของการถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในประเทศแถบเอเชียตะวันออก

| ประเทศ      | อัตราการกระจุกตัว (%) |                              |               |
|-------------|-----------------------|------------------------------|---------------|
|             | ผู้ถือหุ้นสูงสุด      | ผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรก | ข้อมูลประจำปี |
| อินโดนีเซีย | 48.2                  | 67.5                         | 2540          |
| เกาหลี      | 20.4                  | 38.5                         | 2541          |
| มาเลเซีย    | 30.3                  | 58.8                         | 2541          |
| ฟิลิปปินส์  | 33.5                  | 60.2                         | 2540          |
| <b>ไทย</b>  | <b>28.5</b>           | <b>56.6</b>                  | <b>2540</b>   |

ที่มา: Corporate governance and finance in East Asia: A study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines and Thailand, Vol.1 (A consolidated report), Asian Development Bank (2000a)

**องค์ประกอบของผู้ถือหุ้น (Ownership Composition)** หมายถึง ประเภทของบุคคลที่เป็นผู้ถือหุ้นของบริษัท ซึ่งผู้ถือหุ้นของบริษัทอาจมีลักษณะที่หลากหลายทั้งบุคคลทั่วไป กลุ่มครอบครัว บริษัทในเครือ ธนาคาร สถาบันการเงิน บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกันภัย กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนรวม หรือบริษัทอื่น ๆ ที่มีใช้สถาบันการเงินธนาคารโลกได้ศึกษาลักษณะของผู้ที่มีอำนาจควบคุมในบริษัทจดทะเบียนของประเทศต่าง ๆ ในเอเชีย ซึ่งรวมถึงประเทศไทยด้วย (ดูตารางที่ 2) ผลการศึกษาระบุว่า บริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยที่ถูกควบคุมโดยกลุ่มครอบครัวมีจำนวนที่สูงถึงร้อยละ 61.6 ของบริษัททั้งหมดที่ทำการสำรวจ โดยกลุ่มครอบครัวเหล่านี้จะถือหุ้นของบริษัทตั้งแต่ร้อยละ 20 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดขึ้นไป และเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่น ๆ พบว่า บริษัทในประเทศไทยที่ถูกควบคุมด้วยกลุ่มครอบครัวมีสัดส่วนที่สูงเป็นอันดับ 4 รองจากบริษัทในประเทศอินโดนีเซีย มาเลเซียและฮ่องกงซึ่งมีสัดส่วนเป็นร้อยละ 71.5 67.2 และ 66.7 ตามลำดับ ส่วนบริษัทที่มีประชาชนทั่วไปเข้าถือหุ้น สำหรับในประเทศไทยมีสัดส่วนเพียงร้อยละ 6.6 เท่านั้น ซึ่งอยู่ในระดับที่ต่ำมาก แต่ยังสูงกว่าในประเทศอินโดนีเซียและสิงคโปร์ที่มีบริษัทที่ประชาชนเข้าถือหุ้นคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 5.1 และ 5.6 ตามลำดับ

ตารางที่ 2 การควบคุมของบริษัทจดทะเบียนในประเทศแถบเอเชีย

| ประเทศ      | จำนวนบริษัท<br>ที่สำรวจ | ประชาชน<br>ทั่วไป | กลุ่ม<br>ครอบครัว | รัฐบาล     | สถาบัน<br>การเงิน | บริษัทอื่น  |
|-------------|-------------------------|-------------------|-------------------|------------|-------------------|-------------|
| ฮ่องกง      | 330                     | 7.0               | 66.7              | 14.4       | 5.2               | 19.8        |
| ไต้หวัน     | 141                     | 26.2              | 48.2              | 2.8        | 5.3               | 17.4        |
| เกาหลี      | 345                     | 43.2              | 48.4              | 1.6        | 0.7               | 6.1         |
| ญี่ปุ่น     | 1,240                   | 79.8              | 9.7               | 0.8        | 6.5               | 3.2         |
| อินโดนีเซีย | 178                     | 5.1               | 71.5              | 8.2        | 2.0               | 13.2        |
| มาเลเซีย    | 238                     | 10.3              | 67.2              | 13.4       | 2.3               | 6.7         |
| สิงคโปร์    | 221                     | 5.6               | 55.4              | 23.5       | 4.1               | 11.5        |
| ฟิลิปปินส์  | 120                     | 19.2              | 44.6              | 2.1        | 7.5               | 26.7        |
| <b>ไทย</b>  | <b>167</b>              | <b>6.6</b>        | <b>61.6</b>       | <b>8.0</b> | <b>8.6</b>        | <b>15.3</b> |

ที่มา: Building better corporate governance: The challenge facing Thai companies, Deunden Nikomborirak(1999)

อย่างไรก็ดี การถือหุ้นของครอบครัวในบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทยไม่ได้กระจุกตัวอยู่ในเฉพาะกลุ่มครอบครัวกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งเท่านั้น แต่การควบคุมบริษัทจะถูกกระจายออกไปในหลาย ๆ ครอบครัวด้วย

ADB (2000b) ได้ศึกษาเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมประเภทต่าง ๆ ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า บริษัทในเครือจะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดในกลุ่มผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรกของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยมีการถือหุ้นเฉลี่ยคิดเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 27 ของหุ้นทั้งหมดของบริษัท (ดูตารางที่ 3)

ส่วนบุคคลทั่วไปจะถือหุ้นของบริษัทมากที่สุดเป็นอันดับสอง โดยมีสัดส่วนการถือหุ้นเฉลี่ยประมาณร้อยละ 19 ของหุ้นทั้งหมดของบริษัท และเมื่อพิจารณาลักษณะของผู้ถือหุ้นที่อยู่ในกลุ่มบุคคลทั่วไปจะพบว่า ส่วนใหญ่จะเป็นสมาชิกในครอบครัวของผู้ก่อตั้งบริษัท หรือผู้บริหารระดับสูงที่ดำรงตำแหน่งที่สำคัญในบริษัท เพราะโดยทั่วไปกลุ่มครอบครัวและเครือญาติของผู้ก่อตั้งเหล่านี้จะรักษาอำนาจการควบคุมในบริษัทผ่านการถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงมาก ๆ หรือการมี

ส่วนร่วมในการบริหารงานประจำวันของบริษัท ADB (2000b) ได้ให้ข้อสังเกตไว้ว่า แม้บริษัทในเครือจะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดของบริษัท แต่เมื่อพิจารณาโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทในเครือเหล่านี้พบว่า กลุ่มครอบครัวและผู้บริหารของบริษัทแม่อ้างกล่าวจะถือหุ้นของบริษัทในเครือในสัดส่วนที่สูงมาก ดังนั้นหากรวมการถือหุ้นของผู้ก่อตั้งและผู้บริหารผ่านบริษัทอื่นเข้าไว้ด้วยแล้ว จะทำให้สัดส่วนการถือหุ้นของกลุ่มครอบครัวเพิ่มสูงขึ้นอีก

ตารางที่ 3 องค์ประกอบของผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรกของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยช่วงปี 2533-2541

| องค์ประกอบผู้<br>ถือหุ้น       | ถัว<br>เฉลี่ย | 2533 | 2534 | 2535 | 2536 | 2537 | 2538 | 2539 | 2540 | 2541 |
|--------------------------------|---------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| บริษัท                         | 26.7          | 28.7 | 27.6 | 25.4 | 22.8 | 23.3 | 27.3 | 27.8 | 28.6 | 28.5 |
| ธนาคาร                         | 1.5           | 2.1  | 1.8  | 1.6  | 1.6  | 1.4  | 1.2  | 1.5  | 1.3  | 1.6  |
| บริษัทเงินทุน<br>และหลักทรัพย์ | 5.5           | 6.9  | 7.2  | 7.5  | 2.9  | 6.5  | 5.1  | 4.7  | 5.6  | 5.2  |
| บุคคลทั่วไป                    | 18.5          | 13.9 | 15.2 | 18.0 | 17.9 | 18.9 | 19.4 | 20.0 | 19.3 | 20.0 |
| รัฐบาล                         | 1.1           | 0.7  | 0.5  | 0.8  | 0.7  | 1.3  | 1.3  | 1.2  | 1.5  | 1.4  |
| อื่น ๆ                         | 3.3           | 1.1  | 0.9  | 0.7  | -    | 1.3  | 0.5  | 0.5  | 0.4  | 1.0  |

ที่มา: Corporate governance and finance in East Asia: A study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines and Thailand, Vol.2 (Country studies: Thailand), Asian Development Bank (ADB) (2000b)

สำหรับสถาบันการเงิน แม้จะเป็นผู้ถือหุ้นกลุ่มหนึ่งในผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรก แต่บริษัทเหล่านี้มีอิทธิพลต่อการบริหารงานของบริษัทในระดับที่น้อยมาก เนื่องจากมีสัดส่วนการถือหุ้นถัวเฉลี่ยประมาณร้อยละ 1 ถึง ร้อยละ 5 ของหุ้นทั้งหมดของบริษัทเท่านั้น โดยที่ธนาคารถือหุ้นเพียงร้อยละ 1.5 ส่วนบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ถือหุ้นเพียงร้อยละ 5.5 จึงอาจกล่าวได้ว่า กลุ่มครอบครัวเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลอย่างมากในการควบคุมการบริหารงานของบริษัทส่วนใหญ่ที่จดทะเบียนในประเทศไทย ในขณะที่การควบคุมจากบุคคลภายนอกโดยเฉพาะผู้ลงทุนสถาบัน เช่น สถาบันการเงิน ธนาคาร และบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ ยังอยู่ในระดับที่ต่ำมาก

## แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงาน

จากการตรวจสอบเอกสารเกี่ยวกับแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงาน ผู้วิจัยได้ศึกษาถึงแนวคิดการวัดผลการดำเนินงานโดยใช้วิธี Tobin's Q ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และ ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยมีรายละเอียดในแต่ละหัวข้อดังต่อไปนี้

### Tobin's Q

Tobin's Q เป็นแนวคิดที่นำเสนอโดย Professor James T. Tobin ศาสตราจารย์แห่งมหาวิทยาลัย Yale ซึ่งได้รับรางวัลโนเบลสาขาเศรษฐศาสตร์ในปี ค.ศ.1981 Tobin's Q เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาด ซึ่งคำนวณโดยการหาราคาตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์ขององค์กรด้วยราคาเปลี่ยนแทน (replacement Cost) ของสินทรัพย์นั้น Tobin's Q เป็นตัววัดที่ดีที่สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าขององค์กร เพราะอัตราส่วนนี้สามารถใช้ในการคาดการณ์การตัดสินใจจ่ายลงทุนในอนาคต แนวคิดนี้ได้ถูกนำเสนอมาเป็นเวลาเกือบ 30 ปีแล้ว แต่ก็ไม่ได้มีความล้าสมัยลงไป เห็นได้จากการที่ Smithers&Co. ซึ่งเป็นบริษัทให้คำปรึกษาเกี่ยวกับการจัดสรรทรัพยากร ทางเศรษฐกิจให้กับสถาบันลงทุนขนาดใหญ่ 100 กว่าแห่ง ในประเทศอังกฤษ สหรัฐอเมริกาและญี่ปุ่น ใช้ Tobin's Q ในการประเมินตลาดหุ้น Wall Street ของประเทศสหรัฐอเมริกา

สำหรับประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้ Tobin's Q ในการวิเคราะห์วัฏจักรและแนวโน้มการลงทุนภาคเอกชน นอกจากนี้ ยังคงมีการใช้ Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดผลการปฏิบัติงานหรือเป็นตัววัดที่แสดงถึงมูลค่าของกิจการในงานวิจัยทางด้านบัญชีและการเงิน โดยค่า Tobin's Q สามารถคำนวณได้จากสูตรของ Perfect and Wiles (1994) ดังนี้

$$Q = \frac{\text{EQUITY} + \text{LTD} + \text{STD} + \text{PFD} + \text{CV}}{\text{ASSET}}$$

โดย Q คือ ค่า Tobin's Q  
EQUITY คือ มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ณ สิ้นปี



|       |     |                                                                                                 |
|-------|-----|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
| STD   | คือ | มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะสั้น                                                                |
| LTD   | คือ | มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว                                                                 |
| PFD   | คือ | มูลค่าของหุ้นบุริมสิทธิ์ที่ถูกตีราคาในขณะที่มีการชำระบัญชี ถ้าเลิกกิจการ (at Liquidating Value) |
| CV    | คือ | มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินและหุ้นบุริมสิทธิ์ที่เปลี่ยนแปลงสภาพได้                                 |
| ASSET | คือ | สินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัท                                                                       |

### การวิเคราะห์งบการเงินโดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน

การวิเคราะห์งบการเงิน หมายถึง "กระบวนการค้นหาข้อเท็จจริง เกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของกิจการใดกิจการหนึ่งจากงบการเงินของกิจการนั้น พร้อมทั้งนำข้อเท็จจริงดังกล่าวมาประกอบการตัดสินใจต่อไป" (เพชร ชุมทรัพย์, 2548) ดังนั้นการ วิเคราะห์งบการเงินจึงมีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการกลั่นกรองกิจการเบื้องต้นก่อนที่จะ ตัดสินใจเลือกลงทุนรวมกิจการ หรือปล่อยสินเชื่อ เพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการพยากรณ์ผลการ ดำเนินงาน ฐานะการเงิน การเปลี่ยนแปลงฐานะการเงินในอนาคต และผลกระทบต่างๆ ที่มีต่อกิจการ เพื่อใช้ในการวินิจฉัยปัญหาการบริหารงาน การดำเนินงานและปัญหาอื่นๆ ที่เกิดขึ้นและเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการประเมินการบริหารงานของฝ่ายบริหาร ซึ่งปัจจุบันมีเครื่องมือ สำหรับใช้ในการวิเคราะห์งบการเงินมากมาย เช่น

1. การวิเคราะห์โดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio Analysis) เป็นการเปรียบเทียบรายการในงบดุลและงบกำไรขาดทุนตั้งแต่สองรายการ โดยนำมา เปรียบเทียบกันเพื่อดูความสัมพันธ์ระหว่างรายการนั้นๆ

2. การวิเคราะห์โครงสร้างงบการเงิน (Common-size Analysis) เป็นการวิเคราะห์ที่นำรายการในงบดุลและงบกำไรขาดทุนมานำเสนอในรูปของร้อยละ หรือเรียกว่า อัตราส่วนตามแนวดิ่ง แล้วทำให้เป็นโครงสร้างของงบการเงินว่าแต่ละรายการเป็น สัดส่วนเท่าไร

3. การวิเคราะห์การเจริญเติบโตหรือแนวโน้ม (Trend Analysis) เป็นการวิเคราะห์โดยการนำข้อมูลในงบดุลและงบกำไรขาดทุนตั้งแต่สองปีขึ้นไป โดยนำมาเปรียบเทียบกัน ซึ่งทำให้เห็นการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของรายการต่างๆ ในช่วงระยะเวลาที่นำมา เปรียบเทียบกัน



4. การวิเคราะห์งบกระแสเงินสด (Cash Flow Analysis) เป็นการดูการเคลื่อนไหวของรายการเงินสดทั้งที่เป็นแหล่งที่มาและการใช้ไปของเงินสดในกิจกรรมต่างๆ สำหรับ ช่วงระยะเวลาหนึ่ง เป็นต้น

เครื่องมือที่กล่าวมาแล้วนั้นเป็นตัวช่วยในการวิเคราะห์งบการเงิน ซึ่งเครื่องมือที่สำคัญและเป็นที่ยอมรับเพื่อที่จะทำให้เข้าใจสถานการณ์ของธุรกิจก็คือ การวิเคราะห์โดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน ทั้งนี้เพราะการวิเคราะห์โดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน ช่วยให้ผู้ใช้วิเคราะห์สามารถประเมินฐานะทางการเงิน และความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โดยที่ผู้ใช้วิเคราะห์สามารถทำการคำนวณได้โดยง่าย อีกทั้งมีชุดของอัตราส่วนเพื่อการวิเคราะห์สำหรับวัตถุประสงค์หรือเป้าหมายนั้นๆ นอกจากนี้ ยังช่วยให้ผู้ใช้วิเคราะห์สามารถทำการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกิจการเองในช่วงระยะเวลาหนึ่ง หรือเปรียบเทียบกับกิจการ อื่นๆ ได้

### ประเภทของอัตราส่วนทางการเงิน

การจัดแบ่งประเภทอัตราส่วนทางการเงินขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์ของการใช้ประโยชน์ตามวัตถุประสงค์ในการบริหารการเงิน แล้วสามารถแบ่งประเภทอัตราส่วนทางการเงินได้เป็น 4 ประเภทใหญ่ๆ ซึ่งถือได้ว่าเป็นแม่บทในการวิเคราะห์ด้วยอัตราส่วนทางการเงิน คือ (เพชรชุมทรัพย์, 2548)

1. อัตราส่วนวิเคราะห์ความคล่องตัวทางการเงิน (Liquidity ratios) เป็นอัตราส่วนวัดความสามารถในการชำระผูกพันทางการเงินระยะสั้นเมื่อครบกำหนด ตามความหมายนี้สามารถแยกพิจารณาได้ 3 ประเด็น คือ (1) สินทรัพย์จะต้องมากกว่าหนี้สิน (2) มีความสามารถในการเปลี่ยนสินทรัพย์มาเป็นเงินสดได้เร็ว และ (3) เงินที่ได้จะต้องพอที่จะชำระหนี้ที่ครบกำหนด ซึ่งอัตราส่วนในกลุ่มนี้แบ่งได้เป็น 2 อัตราส่วน คือ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current ratio) และอัตราส่วน สินทรัพย์คล่องตัว (Acid test ratio หรือ Quick ratio)

2. อัตราส่วนวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ (Activity ratios) เป็นอัตราส่วน วัดประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรของบริษัท อัตราส่วนในกลุ่มนี้เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างยอดขายกับเงินลงทุนในรายการสินทรัพย์ต่างๆ แต่ละรายการตามที่ต้องการวิเคราะห์ เช่น อัตราการหมุนของลูกหนี้ อัตราการหมุนของสินค้า อัตราการหมุนของสินทรัพย์ถาวร ฯลฯ การ

คำนวณอัตราส่วนในกลุ่มนี้จึงเกี่ยวข้องกับทั้งงบดุลและงบกำไรขาดทุน ความเร็วของอัตราการหมุนจากการใช้สินทรัพย์ที่วัดได้จะบอกถึงประสิทธิภาพจากการบริหารสินทรัพย์ประเภทนั้น ๆ

3. อัตราส่วนวิเคราะห์ความสามารถในการก่อหนี้ (Leverage ratios) ธุรกิจที่มีโครงสร้างทางการเงินประกอบด้วยส่วนของหนี้สูงมากเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้นแล้ว ธุรกิจนั้นจะมีความมั่นคงน้อยกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับธุรกิจที่มีส่วนของหนี้ต่ำ อัตราส่วนภาระหนี้สินนี้ใช้วัดความอ่อนแอทางการเงินอันเกิดจากการก่อหนี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งใช้วัดขนาดของเงินกู้ยืมที่ธุรกิจได้จัดหา และขนาดของกำไรที่สามารถลดลงได้ก่อนที่ธุรกิจนั้นจะประสบปัญหาการจ่ายดอกเบี้ย เช่น อัตราส่วนหนี้สิน (Debt ratio) อัตราส่วนความสามารถจ่ายดอกเบี้ย (Interest coverage ratio) อัตราส่วนความสามารถจ่ายค่าใช้จ่ายทางการเงิน (Fixed charge coverage ratio) เป็นต้น

4. อัตราส่วนวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไร หรือวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการบริหารงานของฝ่ายบริหาร (Profitability ratios) เป็นอัตราส่วนวัดประสิทธิภาพในการบริหารงานของฝ่ายบริหาร ซึ่งอัตราส่วนประเภทนี้จะแบ่งออกเป็น 2 กลุ่มใหญ่ๆ คือ กลุ่มกำไรสัมพันธ์กับยอดขายซึ่งได้จากงบกำไรขาดทุนสะท้อนให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการควบคุมค่าใช้จ่าย การทำกำไรจากยอดขาย เช่น ผลตอบแทนขั้นต้น (Gross profit margin) ผลตอบแทนจากการดำเนินงาน (Operating profit margin) ผลตอบแทนจากกำไรสุทธิ (Net profit margin) และกลุ่มกำไรสัมพันธ์กับเงินลงทุนซึ่งได้จากงบกำไรขาดทุนและงบดุล เช่น ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น

การพิจารณาเลือกนำอัตราส่วนทางการเงินมาวิเคราะห์นั้นไม่จำเป็นต้องเลือกใช้ทุกอัตราส่วนทั้งหมด ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับเป้าหมายในการวิเคราะห์ และเป็นที่ทราบกันดีว่าการวิเคราะห์โดยทั่วไปมีเป้าหมายเพื่อให้ทราบถึงความสามารถในการทำกำไรของกิจการ ทั้งนี้เพราะกำไรเป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของกิจการที่ดีตัวหนึ่งที่นิยมใช้กัน ดังนั้นในการวิจัยครั้งนี้จึงมุ่งเน้นไปที่การใช้อัตราส่วนวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไร โดยเฉพาะกลุ่มกำไรสัมพันธ์กับเงินลงทุน ซึ่งประกอบด้วย 2 อัตราส่วนที่สำคัญ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมและอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น

### อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Return on total assets หรือ ROA) เรียกอีกชื่อหนึ่งว่า อัตราความสามารถในการหากำไร (Earning power) เป็นอัตราส่วนที่ใช้ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรกับสินทรัพย์รวม ซึ่งผลลัพธ์ที่ได้แสดงถึงความสามารถและประสิทธิภาพของฝ่ายบริหารในการใช้สินทรัพย์ของกิจการไปก่อให้เกิดกำไรกลับมาโดยไม่คำนึงถึงที่มาของแหล่งเงินทุนในการจัดหาสินทรัพย์ สามารถแสดงอยู่ในรูปของสูตรดังนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม} = \frac{\text{กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีเงินได้}}{\text{สินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย}}$$

### อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE)

อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) หมายถึงตัวแปรทางด้านผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่วัดความสามารถของบริษัทในการสร้างผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น แสดงให้เห็นถึงผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ในส่วนที่ผู้ถือหุ้นสามัญนำมาลงทุน นั่นคือผู้ถือหุ้นสามัญจะได้รับผลตอบแทนกลับคืนไปในอัตราส่วนเท่าไรเมื่อเทียบกับส่วนที่ตนนำมาลงทุน โดยคำนวณมาจากกำไรสุทธิหลังหักดอกเบี้ยและภาษีในสิ้นงวดปีแต่ไม่รวมถึงรายการพิเศษนั้นต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งส่วนของผู้ถือหุ้นจะมีการปรับโดยไม่นำส่วนเกินจากการตีราคาของสินทรัพย์มาคำนวณ

$$\text{อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญโดยเฉลี่ย}}$$

### วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ในหัวข้อนี้จะกล่าวถึงวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น และความสามารถในการทำกำไรของกิจการ ซึ่งเคยมีผู้ทำการศึกษามาแล้ว ทั้งวรรณกรรมต่างประเทศและวรรณกรรมในประเทศ

## วรรณกรรมต่างประเทศ

Morck, Shleifer and Vishny (1988) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างส่วนของผู้ถือหุ้นภายในและผลการดำเนินงานของกิจการโดยใช้ Tobin's Q มีกลุ่มตัวอย่าง 371 บริษัทขนาดใหญ่ในสหรัฐอเมริกาโดยจับกลุ่มความเป็นไปได้ที่ไม่เป็นเส้นตรงและพบหลักฐานของความสัมพันธ์ โดยความสัมพันธ์ที่ผู้บริหารถือหุ้นในช่วงร้อยละ 0 ถึง ร้อยละ 5 จะมีความสัมพันธ์ทางบวกมูลค่าของบริษัท คือ ณ ระดับการถือหุ้นของคณะกรรมการต่ำ การเพิ่มขึ้นของการถือหุ้นจะมีผลทำให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้นด้วยเนื่องจากคณะกรรมการมีการคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมากขึ้น อาจตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีผลตอบแทนสูงขึ้น ในขณะที่เดียวกันทำให้ผลการดำเนินงานสูงขึ้น และน่าจะมีผลให้กรรมการได้รับหุ้นเป็นรางวัล ยิ่งทำให้เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นเพิ่มมากขึ้นด้วย แต่เมื่อเปอร์เซ็นต์ ความสัมพันธ์ที่ผู้บริหารถือหุ้นในช่วงที่มากกว่า ร้อยละ 25 สะท้อนให้เห็นไปในทิศทางเดียวกันระหว่างประโยชน์ของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นเนื่องจากคณะกรรมการมีการครอบครองการตัดสินใจ แต่กระนั้นผู้บริหารที่ถือหุ้นในช่วงร้อยละ 5 ถึง ร้อยละ 25 จะมีความสัมพันธ์ทางลบมีผลทำให้มูลค่าของบริษัทลดลง สะท้อนให้เห็นการจัดตั้งการบริหารโดย คาดว่าเป็นผลจากการที่มีคณะกรรมการมีการยึดติดกับการครอบครองมากเกินไป หรือเพราะคณะกรรมการที่ถือหุ้นมากเกิดจากความล่าช้าในการตัดสินใจ จากการแบ่งช่วงเป็นเหตุผลที่อ้างอิงของ Herman (1981) ว่า ณ จุดร้อยละ 5 เป็นจุดที่ SEC บังคับให้ทุกบริษัทเปิดเผยเปอร์เซ็นต์ในการเป็นเจ้าของ ส่วนจากการอ้างอิง Weston (1979) บอกว่าร้อยละ 20 ถึง ร้อยละ 30 เป็นช่วงการถือหุ้นที่สามารถป้องกันการตัดสินใจที่มีผลกระทบกับบริษัทในทางที่ไม่ดีได้ กล่าวคือ ไม่มีบริษัทใดที่ผู้บริหารภายในถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 30 แล้วถูกครอบงำกิจการ (Takeover) แม้ไม่มีกฎเกณฑ์ ในการกำหนดจุดนี้อย่างแน่นอน แต่ก็ได้มีการศึกษามาก่อนแล้ว ว่าจุดหักเปลี่ยนความชันนี้ให้ข้อผิดพลาดน้อยที่สุด

McConnell and Servaes (1990) พบความสัมพันธ์ระหว่างส่วนของผู้ถือหุ้นภายในและผลการดำเนินงาน จากการศึกษาที่มีวิธีที่คล้ายกันของ Loderer and Martin (1997), Cho (1998), Himmelberg (1999) and Holderness (1999) ทั้งหมดนี้ความเชื่อว่า Tobin's Q เป็นตัววัดผลการดำเนินงานของกิจการ แม้ว่าบางการทดสอบจะใช้อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี และมีการเน้นไปยังส่วนของผู้ถือหุ้นที่ถือเป็นการวัดโครงสร้างส่วนของผู้ถือหุ้น จากผลกระทบของผู้ถือหุ้นสถาบันถูกทดสอบด้วย Tobin's Q ที่ทำการทดสอบโดย McConnell and Servaes (1990) พบว่ามีความสัมพันธ์ทางบวก และการศึกษาแนวทางเดียวกันของ Holderness and Sheehan (1988) ที่ศึกษาจากกลุ่มตัวอย่าง 114 บริษัทของสหรัฐอเมริกาที่ถูกควบคุมโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีการถือ



หุ้นมากกว่าร้อยละ 50 ทั้ง Tobin's Q และการวัดความสามารถในการทำกำไรทางบัญชีพบว่า ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นนักลงทุนรายบุคคลจะมีระดับนัยสำคัญต่ำกว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นสถาบัน Boardman and Vining (1989) ศึกษาโดยการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการรวมกิจการ และกิจการเจ้าของคนเดียวระหว่างกลุ่มตัวอย่าง 500 บริษัท โดยพบว่าบริษัทที่มีการรวมกิจการจะมีผลการดำเนินงานที่ล้มเหลวกว่ากิจการเจ้าของคนเดียว และจากการศึกษาเชิงประจักษ์พบว่านักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ

Cho (1998) ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น การลงทุน มูลค่ากิจการโดยใช้ Tobin's Q พบว่า ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารที่ต่ำกว่าร้อยละ 7 มีความสัมพันธ์ทางบวกกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ แต่ ณ ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารที่ร้อยละ 7 ถึง ร้อยละ 38 มีความสัมพันธ์ทางลบกับ Tobin's Q

การศึกษาระหว่างประเทศได้มีการพิสูจน์ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงส่วนของผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานของกิจการ Megginson (1994) เปรียบเทียบผลการดำเนินงานก่อนและหลังของกิจการเจ้าของคนเดียว 61 บริษัทใน 18 ประเทศ เนื่องจาก 6 ประเทศประเทศที่กำลังพัฒนา ส่วน 12 ประเทศเป็นประเทศที่พัฒนาแล้ว จากการศึกษาจะขยายไป 32 อุตสาหกรรม จากผลสรุปว่า กิจการส่วนใหญ่ที่อยู่ในกลุ่มตัวอย่างมีสาระสำคัญเพิ่มขึ้นในความสามารถทำกำไรและประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการใหม่ และในการวิจัยของ Boubakri and Cosset (1998) ทดสอบว่าผลการดำเนินงานทางการเงินและการดำเนินงานของกิจการเจ้าของคนเดียว 79 บริษัทจาก 21 ประเทศที่กำลังพัฒนาระหว่างช่วงเวลา ค.ศ.1980 ถึง ค.ศ.1992 พบว่ามีการพัฒนาปรับปรุงอย่างมีนัยสำคัญ โดยใช้ตัววัดที่ถูกปรับปรุงจากตลาด และไม่มีการพัฒนาในการวัดความสามารถทำกำไรและประสิทธิภาพการดำเนินงาน

Qi et al. (2000) ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีผลกระทบกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของ Shanghai ตั้งแต่ปีค.ศ.1991 ถึง ค.ศ.1996 พบว่า ผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ทางบวกกับสัดส่วนของหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันในประเทศ และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากการที่บริษัทมีผู้ถือหุ้นเป็นนักลงทุนสถาบันในประเทศนั้น จะทำให้มีแรงจูงใจในการตรวจสอบการบริหารงานของฝ่ายบริหาร เพื่อทำให้ผู้ถือหุ้นรายอื่นได้รับผลประโยชน์เช่นกัน ส่วนการที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติยิ่งสูงจะมีผลทำให้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นลดลง ในส่วนของตัวแปรควบคุมผลการ



ดำเนินงานมีความสัมพันธ์ทางบวกกับขนาดของบริษัท แต่มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนอย่างมีนัยสำคัญ

Wiwattanakantang. (2000) ได้ตรวจสอบโครงสร้างความเป็นเจ้าของของบริษัทจดทะเบียนไทย อันดับแรกในระดับของความเป็นเจ้าของที่สูง ร้อยละ 42.64 ของบริษัทตัวอย่างจะมีผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทเป็นเจ้าของคนเดียว ประการที่สองร้อยละ 82.59 ของบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง ผู้ถือหุ้นที่ใหญ่ที่สุดเป็นผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิ์ควบคุมอย่างน้อยร้อยละ 25 แต่ไม่ได้เป็นผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิ์ควบคุมกลุ่มเดียวในบริษัท ที่ร้อยละ 10.37 ของบริษัทมีผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิ์ควบคุมอยู่สองคนหรือมากกว่านั้น นอกจากนี้ผู้ถือหุ้นในการควบคุมส่วนใหญ่จะเป็นครอบครัว ผู้ถือหุ้นต่างชาติยังปรากฏว่ามีสิทธิ์ควบคุมเช่นกันแต่ในระดับที่น้อย ประการที่สามร้อยละ 17 ของบริษัท ไม่มีผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิ์ควบคุม ซึ่งกรณีเหล่านี้เกิดขึ้นจริงและมีอยู่ทั่วไป หากมองไปที่อัตราร้อยละของหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัท เหล่านี้มีเพียง 4 บริษัทที่ผู้ถือหุ้นใหญ่ถือหุ้นไม่น้อยกว่าร้อยละ 10 แต่ยังคงความเป็นเจ้าของของผู้ถือหุ้นใหญ่อยู่ ประการที่สี่ ร้อยละ 78.92 ของบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิ์ควบคุมในบริษัท ใช้รูปแบบที่เรียบง่ายในการควบคุมบริษัทที่เขาเป็นเจ้าของ พวกเขาทั้งเป็นเจ้าของทั้งโดยตรงและโดยอ้อมผ่านบริษัทเอกชน บริษัทที่พวกเขาถือครองและบริษัทในเครือด้วย ร้อยละ 21.27 ในผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิ์ควบคุมจะควบคุมบริษัท ผ่านโครงสร้างแบบปิรามิด ประการที่ห้าผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิ์ควบคุมจะต้องตรวจสอบบริษัท โดยใช้แบบจำลอง US และ UK ที่ใช้แพร่หลายประมาณร้อยละ 70 ของบริษัททั้งหมด ผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิ์ควบคุมมีส่วนร่วมในการจัดการบริษัท ทั้งที่เป็นเจ้าหน้าที่และกรรมการบริษัท นอกจากนี้โดยเฉลี่ยร้อยละของพนักงานและผู้ถือหุ้นที่เป็นกรรมการอยู่ที่ประมาณ 32.90 และ 36.41 ตามลำดับ

Campbell. (2002) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการเป็นเจ้าของและผลการดำเนินงานของกิจการในปี ค.ศ. 1998 และ ค.ศ. 1999 โดยใช้ผลตอบแทนของสินทรัพย์เป็นตัววัดผลการดำเนินงานของแต่ละปี ผลจากการศึกษาพบว่า สัดส่วนการถือของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ เนื่องจากนักลงทุนต่างชาติจะมีแรงผลักดันในการตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหาร และนักลงทุนต่างชาติมีเงินทุนสนับสนุนอย่างเพียงพอ ในส่วนของตัวแปรควบคุมพบว่า การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนของความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงานของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ

## วรรณกรรมในประเทศ

ณัฐ รัตติธรรม (2542) ศึกษาอิทธิพลของการควบคุมและตรวจสอบผู้บริหารโดยผู้ถือหุ้น และเจ้าหนี้ ต่อผลการดำเนินงานของสถาบันการเงินไทย โดยใช้วิธีการควบคุมผลกระทบจากตัวแปรอื่น (Fixed Effect) ในการประมาณการ และใช้ข้อมูลของกลุ่มธนาคารพาณิชย์ระหว่างปี พ.ศ. 2536 ถึง พ.ศ. 2540 และกลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ระหว่างปี พ.ศ. 2536 ถึง พ.ศ. 2539 โดยใช้ค่า Tobin's Q แทนผลการดำเนินงานของบริษัท จากการศึกษาเบื้องต้นพบว่า โครงสร้างการถือหุ้นของกลุ่มธนาคารพาณิชย์ ประกอบด้วย ผู้ถือหุ้นใหญ่ร้อยละ 60 ถึง ร้อยละ 65 ผู้ถือหุ้นใหญ่ประเภทสถาบันร้อยละ 50 ถึง ร้อยละ 60 ซึ่งมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ในขณะที่ในกลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์มีผู้ถือหุ้นใหญ่ร้อยละ 63 โดยมีแนวโน้มคงที่ และมีผู้ถือหุ้นใหญ่ประเภทสถาบันร้อยละ 55 ถึง ร้อยละ 45 ซึ่งมีแนวโน้มลดลง และขนาดผู้ถือหุ้นใหญ่ประเภทสถาบันการเงิน ในกลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์เท่ากับครึ่งหนึ่งของผู้ถือหุ้นใหญ่ทั้งหมด ในขณะที่กลุ่มธนาคารพาณิชย์มีผู้ถือหุ้นใหญ่ประเภทสถาบันการเงิน ประมาณหนึ่งในสี่ของผู้ถือหุ้นใหญ่ทั้งหมด ผลการศึกษาในกลุ่มธนาคารพาณิชย์พบว่าขนาดผู้ถือหุ้นใหญ่ ขนาดผู้ถือหุ้นใหญ่ประเภทบุคคล ขนาดผู้ถือหุ้นใหญ่ ประเภทสถาบัน และสัดส่วนหนี้สินเงินกู้ต่อมูลค่าบริษัท มีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนั้นพบว่าขนาดผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันการเงิน ไม่มีบทบาทต่อผลการดำเนินงานของสถาบันการเงินไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนในกลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ พบความสัมพันธ์ในแง่ลบ ระหว่างขนาดผู้ถือหุ้นใหญ่ประเภทสถาบันการเงินในประเทศ และผลการดำเนินงานของบริษัท นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดบริษัทมีอิทธิพลด้านลบต่อผลการดำเนินงานของกลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ในขณะที่การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจมีอิทธิพลด้านบวก ต่อผลการดำเนินงานของทั้งกลุ่มธนาคารพาณิชย์ และกลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ดังนั้นนโยบายและมาตรการส่งเสริมบทบาทของผู้ถือหุ้นใหญ่ และการเข้มงวดในเรื่องการถือหุ้นของธนาคารพาณิชย์ ในสถาบันการเงินอื่นๆ อาจมีส่วนช่วยในการพัฒนาการควบคุมและตรวจสอบ ผู้บริหารในสถาบันการเงินไทย

กาญจนา ตั้งภากรณ์ (2543) ศึกษาวิเคราะห์โครงสร้างคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และศึกษาประสิทธิผลของคณะกรรมการที่มีต่อผลการดำเนินงาน ของบริษัทจดทะเบียน โดยใช้แบบจำลองสมการถดถอยเชิงซ้อนในการประมาณการ และใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง ในปี พ.ศ. 2541 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งวัดประสิทธิผลของคณะกรรมการบริษัทจากขนาด โครงสร้างตำแหน่ง และการถือหุ้นภายในบริษัทของคณะกรรมการ และใช้ค่า Tobin's Q แทนผลการดำเนินงานของบริษัท จากโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทพบว่า

ขนาดคณะกรรมการอยู่ระหว่าง 5 ถึง 25 คน ซึ่งโดยเฉลี่ยประมาณ 11 คน และบริษัทส่วนใหญ่มีกรรมการอิสระ 2 คน ตามหลักเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดไว้ มีบริษัทเพียงร้อยละ 11 เท่านั้นที่มีกรรมการอิสระมากกว่าเกณฑ์ที่กำหนด ร้อยละ 41 ของบริษัทจดทะเบียนมีกรรมการต่างประเทศร่วมอยู่ในคณะกรรมการ และบริษัทร้อยละ 60 ที่คณะกรรมการมีลักษณะเป็นเครือข่ายกัน นอกจากนี้บริษัทส่วนใหญ่มากกว่าร้อยละ 70 ที่กรรมการมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของและคณะกรรมการถือหุ้น โดยเฉลี่ยประมาณร้อยละ 15 ถึง ร้อยละ 16 อีกทั้งพบว่ากรรมการของบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่ มีตำแหน่งกรรมการอยู่ในบริษัทจดทะเบียนอื่น ผลการศึกษาพบว่า การที่คณะกรรมการมีลักษณะเป็นเครือข่ายกันและสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการที่มากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 5 จะมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงาน ส่วนสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการที่มากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 15 และ ร้อยละ 50 จะมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงาน สำหรับขนาดคณะกรรมการ สัดส่วนกรรมการอิสระ กรรมการอิสระที่มากกว่าเกณฑ์ที่กำหนด กรรมการต่างประเทศ กรรมการที่มีตำแหน่งในบริษัทอื่น ไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ช่วง 2 ปีที่ผ่านมา และขนาดของบริษัทมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงาน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ปีปัจจุบันและ 1 ปีที่ผ่านมา โอกาสในการลงทุนในอนาคต และจำนวนกิจการที่บริษัทประกอบธุรกิจ ไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นการสนับสนุนบทบาทของกรรมการอิสระและการให้กรรมการมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของบริษัท รวมถึงการส่งเสริมบทบาทของผู้ถือหุ้นรายย่อย และผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ จะช่วยผลักดันให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้นได้

พัชรา สิตสุวรรณ (2543) พบว่าระดับการถือหุ้นของผู้บริหารไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่เป็นอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงานทางบัญชีโดยตรง แต่กลับมีความสัมพันธ์กับอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ซึ่งแสดงถึงประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ทั้งหมด ในส่วนนี้สามารถอธิบายได้ว่าการที่เมื่อมีการแบ่งแยกส่วนระหว่างส่วนของเจ้าของ และส่วนของผู้บริหาร ที่เป็นตัวแทนเข้ามาทำหน้าที่ตัดสินใจในการทำงานแต่ละวัน แต่เนื่องจากความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ ทำให้ผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของเงินทุน พยายามเข้ามามีส่วนในการควบคุมการทำงาน ซึ่งทางเลือกหนึ่งก็คือการสร้างแรงจูงใจในการทำงานในการตัดสินใจต่าง ๆ ให้คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมากขึ้นทำให้มีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ทั้งหมด แต่อย่างไรก็ดีความสัมพันธ์ระหว่างระดับการถือหุ้นของผู้บริหารนั้นก็ไม่ได้มีลักษณะอย่างเดียวกันโดยตลอดทุกระดับ คือ คาดว่าเนื่องมาจากสิทธิในการออกเสียงตัดสินใจต่าง ๆ ในบริษัทต้องอาศัยเสียงของหุ้นอย่างน้อยร้อยละ 25 ในการเข้าประชุมตามประมวล

กฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ในขณะที่เดียวกันจุดเปลี่ยนแปลงความสัมพันธ์อีกจุดหนึ่งคือในเรื่องของการมีสิทธิในการลงมติพิเศษ ต้องอาศัยเสียงข้างมากอย่างน้อยร้อยละ 75 ซึ่งเหตุผลตรงนี้ทำให้บริษัทใดที่มีผู้บริหารมีการถือหุ้นจำนวนมาก ก็ทำให้การถือหุ้นหรือการออกเสียงไม่กระจายและมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน โดยจากการศึกษาพบว่าในระดับที่มีการเพิ่มขึ้นของการถือหุ้นในระดับที่น้อยกว่าร้อยละ 25 นั้น ทำให้แม้จะเพิ่มแรงจูงใจแต่ก็ยังไม่สามารถทำให้ผู้บริหารมีสิทธิในการตัดสินใจในการทำงานได้มากนัก กลับทำให้ผู้บริหารยึดติดกับการครอบครองมากขึ้นและทำให้มีผลต่อประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ในทางไม่ดีมากขึ้นด้วย แต่เมื่อมีการเพิ่มขึ้นของระดับการถือหุ้นของผู้บริหารอยู่ระหว่างร้อยละ 25 ถึง ร้อยละ 75 มีผลเป็นไปตามที่ผู้ถือหุ้นต้องการคือการบริหารสินทรัพย์มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น โดยทั้งนี้ไม่ได้เป็นผลมาจากอุตสาหกรรม เมื่อพิจารณาต่อในแง่ของตลาด ความสัมพันธ์ระดับการถือหุ้นของผู้บริหาร ได้มีส่วนสะท้อนให้นักลงทุนเห็นหรือไม่ ทั้งในส่วนของการตอบแทนส่วนเกิน เมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาหลักทรัพย์ และผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับตลาด พบว่าไม่มีปัจจัยทางด้านนี้ไปมีส่วนในการกำหนดผลตอบแทนของหลักทรัพย์เลย

ประภาพร ณ นรงค์ (2549) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี ผลจากการวิจัยพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ ขนาดของบริษัท ความเสี่ยงทางการเงิน การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง และประเภทอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น แต่ไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ ผู้บริหารไทย กับผลการดำเนินงานของบริษัท ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นได้

พัฒนศักดิ์ สุขศรี (2551) ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการทดสอบโดยวิธีการทางสถิติด้วยวิธีการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเส้น แบบกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) โดยใช้วิธี Tobin's Q และ Accounting Profit Rate มาเป็นตัวแทน ปรากฏว่า เมื่อใช้วิธี Tobin's Q มาเป็นตัวแทนของผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลกระทบกับผลการดำเนินงานของบริษัทจริง แต่ในทางกลับกันเมื่อใช้วิธี Accounting Profit Rate พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นไม่มีผลกระทบกับผลการดำเนินงานของบริษัทเลย



จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง ทำให้ผู้ศึกษาสามารถสรุปวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง เพื่อเป็นแนวทางในการพัฒนากรอบแนวคิดการศึกษาได้ดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 สรุปวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับการวิจัย

| ผู้ศึกษา / เรื่องที่ศึกษา                                                                                  | ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา                                                                                                                                                                            | ผลการศึกษา                                                                                                                                                                                                                      |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Morck, Shleifer and Vishny (1988) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างส่วนของผู้ถือหุ้นภายในและผลการดำเนินงานของกิจการ | 1. ผู้บริหารถือหุ้นในช่วงร้อยละ 0 ถึง ร้อยละ 5<br>2. ผู้บริหารที่ถือหุ้นในช่วงร้อยละ 5 ถึง ร้อยละ 25<br>3. ผู้บริหารถือหุ้นในช่วงที่มากกว่า ร้อยละ 25<br>4. วัดผลการดำเนินงานโดยวิธีการ Tobin's Q | ณ ระดับการถือหุ้นของคณะกรรมการในช่วงร้อยละ 0 ถึง ร้อยละ 5 การเพิ่มขึ้นของการถือหุ้นจะมีผลทำให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้นด้วย แต่ผู้บริหารที่ถือหุ้นในช่วงร้อยละ 5 ถึง ร้อยละ 25 จะมีความสัมพันธ์ทางลบมีผลทำให้มูลค่าของบริษัทลดลง |
| Holderness and Sheehan (1988) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผลการดำเนินงาน            | 1. ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นนักลงทุนรายบุคคล<br>2. ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นสถาบัน<br>3. วัดความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี<br>4. วัดผลการดำเนินงานโดยวิธีการ Tobin's Q                               | มีความสัมพันธ์ระหว่างส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผลการดำเนินงานโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีการถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 50 ที่แก่นักลงทุนรายบุคคลจะมีระดับนัยสำคัญต่ำกว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นสถาบัน                                  |
| McConnell and Servaes (1990) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างส่วนของผู้ถือหุ้นภายในและผลการดำเนินงาน               | 1. ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นนักลงทุนรายบุคคล<br>2. ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นสถาบัน<br>3. การวัดความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี<br>4. Tobin's Q                                                        | จากการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์ทางบวกความสัมพันธ์ระหว่างส่วนของผู้ถือหุ้นภายในและผลการดำเนินงาน                                                                                                                                  |



## ตารางที่ 4 (ต่อ)

| ผู้ศึกษา / เรื่องที่ศึกษา                                                                       | ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา                                                                                                                                                                                                               | ผลการศึกษา                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Cho (1998) ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น การลงทุนมูลค่ากิจการ                               | วัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q                                                                                                                                                                                                    | ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารที่ต่ำกว่าร้อยละ 7 มีความสัมพันธ์ทางบวกกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ แต่ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารที่ร้อยละ 7 ถึง ร้อยละ 38 มีความสัมพันธ์ทางลบกับ Tobin's Q                                                                                  |
| Qi et al. (2000) ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท        | 1.หุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันในประเทศ<br>2.การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ<br>3.วัดผลการดำเนินงานโดยใช้ ROE                                                                                                                            | ผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ทางบวกกับสัดส่วนของหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนในประเทศและนักลงทุนต่างชาติ นอกจากนี้ผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ทางบวกกับขนาดของบริษัท แต่มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนอย่างมีนัยสำคัญ                                                |
| Kevin Campbell (2002) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการเป็นเจ้าของและผลการดำเนินงานของกิจการ | 1. การเป็นเจ้าของจากต่างชาติ<br>2. การเป็นเจ้าของจากภาครัฐ<br>3. การเป็นเจ้าของจากภายใน<br>4. การเป็นเจ้าของจากวิสาหกิจ<br>5. ขนาดบริษัท<br>6. การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร<br>7. โครงสร้างเงินทุน<br>8. ประสิทธิภาพ<br>9. ROA<br>10. ROS | สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนของความเสียหายทางการเงินมีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงานของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ |

## ตารางที่ 4 (ต่อ)

| ผู้ศึกษา / เรื่องที่ศึกษา                                                                                                         | ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | ผลการศึกษา                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Welch E. (2003)<br>ศึกษาความสัมพันธ์<br>ระหว่างโครงสร้างผู้<br>ถือหุ้นกับผลการ<br>ดำเนินงานของ<br>บริษัท                          | 1. เปอร์เซนต์หุ้นที่ผู้บริหาร<br>ถือหุ้นอยู่<br>2. เปอร์เซนต์ของผู้ถือหุ้น<br>รายใหญ่สูงสุด 5 อันดับแรก<br>3. ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วน<br>ค่าใช้จ่ายด้านวิจัยและพัฒนา<br>ต่อยอดขายรวม<br>4. ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนด้าน<br>สินทรัพย์ถาวรต่อยอดขาย<br>รวม<br>5. ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนของ<br>หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม<br>6. ค่าเฉลี่ยของ Tobin's Q                                  | ผลจากการทดสอบจากวิธี OLS<br>พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นไม่มีผลต่อผล<br>การดำเนินงานของบริษัทที่วัดด้วยวิธี<br>Tobin's Q แต่กลับกันพบว่าโครงสร้างผู้<br>ถือหุ้นของผู้บริหารมีผลต่อผลการ<br>ดำเนินงานของบริษัทที่วัดด้วยวิธี<br>Accounting Profit Rate                               |
| Kapopoulos P. and<br>Lazaretou S. (2007)<br>ศึกษาความสัมพันธ์<br>ระหว่างโครงสร้างผู้<br>ถือหุ้นกับผลการ<br>ดำเนินงานของ<br>บริษัท | 1. เปอร์เซนต์รวมของจำนวน<br>หุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มี<br>หุ้นมากกว่าหรือเท่ากับ 5%<br>2. ค่าเฉลี่ยของเปอร์เซนต์รวม<br>ของหุ้นของผู้บริหารที่มีหุ้น<br>มากกว่าหรือเท่ากับ 5%<br>3. อัตราส่วนของหนี้สินต่อ<br>สินทรัพย์<br>4. สินทรัพย์รวม<br>5. อัตราส่วนของค่าใช้จ่ายใน<br>สินค้านำต่อยอดขายรวม<br>7. ค่าเฉลี่ยของ Tobin's Q<br>8. ค่าเฉลี่ยของ Accounting<br>Profit Rate | การศึกษานี้ใช้วิธีทดสอบ<br>ทางสถิติ 2 วิธี คือ วิธีกำลังสองน้อยที่สุด<br>และ การวิเคราะห์ความถดถอยแบบ 2<br>ชั้น ผลจากการทดสอบพบความสัมพันธ์<br>กันในทางบวกของโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับ<br>ผลการดำเนินงานของบริษัททั้งจากการ<br>วัดด้วยวิธี Tobin's Q และ Accounting<br>Profit Rate |

ตารางที่ 4 (ต่อ)

| ผู้ศึกษา / เรื่องที่ศึกษา                                                                                                                        | ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | ผลการศึกษา                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| กาญจนา ตั้งภากรณ์ (2543) ศึกษาวิเคราะห์โครงสร้างคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และศึกษาประสิทธิภาพของคณะกรรมการที่มีต่อผลการดำเนินงาน | 1. ขนาดคณะกรรมการ<br>2. สัดส่วนกรรมการอิสระ<br>3. กรรมการอิสระมากกว่า 2 คน<br>4. กรรมการต่างประเทศ<br>5. สัดส่วนกรรมการที่มีตำแหน่งในบริษัทอื่น<br>6. กรรมการที่มีนามสกุลเหมือนกัน<br>7. สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการ<br>8. ผลตอบแทนจากสินทรัพย์<br>9. ขนาดบริษัท<br>10. จำนวนประเภทของกิจการที่บริษัทประกอบธุรกิจ<br>11. วัดผล Tobin's Q | การที่คณะกรรมการมีลักษณะเป็นเครือญาติกันและสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการที่มากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 5 จะมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงาน ส่วนสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการที่มากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 15 และ ร้อยละ 50 จะมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงาน และขนาดของบริษัทมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ                  |
| พัชชา สิตสุวรรณ (2543) ศึกษาความสัมพันธ์ของระดับการถือหุ้นของผู้บริหารและผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่เป็นอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงานทางบัญชี          | 1. การถือหุ้นของผู้บริหาร<br>2. ขนาดบริษัท<br>3. อัตราส่วนกำไรต่อหุ้นและราคาต่อหุ้น<br>4. ผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับผลตอบแทนตลาด<br>5. ผลตอบแทนส่วนเกินจากราคาหลักทรัพย์<br>6. อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย<br>7. ROE                                                                                                                     | ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ในระดับที่มีการเพิ่มขึ้นของการถือหุ้นในระดับที่น้อยกว่าร้อยละ 25 นั้น ทำให้มีผลต่อประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ในทางลบมากขึ้น แต่เมื่อมีการเพิ่มขึ้นของระดับการถือหุ้นของผู้บริหารอยู่ระหว่างร้อยละ 25 ถึง ร้อยละ 75 การบริหารสินทรัพย์มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น |

## ตารางที่ 4 (ต่อ)

| ผู้ศึกษา / เรื่องที่ศึกษา                                                                                                                         | ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา                                                                                                                                                                                                                                                                                          | ผลการศึกษา                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ผกามาศ เอื่องอุดม (2543) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับโครงสร้างคณะกรรมการ                                                             | 1. ขนาดคณะกรรมการ<br>2. สัดส่วนกรรมการอิสระ<br>3. สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการที่มาจากภายใน<br>4. สัดส่วนกรรมการชาวต่างประเทศ<br>5. ขนาดของบริษัท, อายุ<br>6. โอกาสการลงทุน<br>7. ระดับหนี้สิน<br>8. การกระจายความเสี่ยง<br>9. ความสามารถในการจ่ายหนี้<br>10. ROA                                                | โครงสร้างคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ยกเว้นกรรมการที่เป็นชาวต่างประเทศที่มีอิทธิพลทางบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท                                                                                                                                                                                                                            |
| ประภาพร ณรงค์ (2549) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี | 1. สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย<br>2. สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ<br>3. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทย<br>4. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ<br>5. ขนาดของบริษัทวัดค่าจากลอการิทึมของสินทรัพย์รวม<br>6. การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร<br>7. ความเสี่ยงทางการเงิน<br>8. ประเภทอุตสาหกรรม<br>9. ROE | สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ ขนาดของบริษัท ความเสี่ยงทางการเงิน การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง และประเภทอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น แต่ไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ ผู้บริหารไทย กับผลการดำเนินงานของบริษัท ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นได้ |

#### ตารางที่ 4 (ต่อ)

| ผู้ศึกษา / เรื่องที่ศึกษา                                                                                                                      | ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา                                                                                                                                                                                                                                           | ผลการศึกษา                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| พัฒนศักดิ์ สุขศรี (2551) ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อผลการดำเนินงานของ บริษัท: กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย | 1. เปอร์เซนต์จำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ภายนอกที่มี $\geq 5\%$<br>2. เปอร์เซนต์รวมทั้งหมดของจำนวนหุ้นของผู้บริหารที่มีหุ้น $\geq 5\%$<br>3. อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อยอดขายรายปี<br>4. อัตราส่วนของหนี้สินสั้นปีต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์<br>5. Tobin's Q | จากการทดสอบโดยใช้วิธี Tobin's Q และ Accounting Profit Rate มาเป็นตัวแทน ของผลการดำเนินงานของบริษัท ปรากฏว่า เมื่อใช้วิธี Tobin's Q พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลกระทบกับผลการดำเนินงานของบริษัทจริง แต่ในทางกลับกันเมื่อใช้วิธี Accounting Profit Rate พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นไม่มีผลกระทบกับผลการดำเนินงานของบริษัทเลย |

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นและความสามารถในการทำกำไรของกิจการ ทำให้ผู้วิจัยสามารถสรุป ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย ทั้งตัวแปรอิสระ และตัวแปรตาม ได้ดังตาราง

#### ตารางที่ 5 สรุปที่มาของตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษา

| ผู้ทำวิจัย                            | ตัวแปรที่สนใจ |       |      |      |      |     |      |
|---------------------------------------|---------------|-------|------|------|------|-----|------|
|                                       | Top 5         | DMOWN | THAI | LLTA | CINT | DFL | TYPE |
| Kapopoulos P. and Lazaretou S. (2007) |               | ✓     |      |      |      |     |      |
| Welch E. (2003)                       | ✓             | ✓     |      |      |      |     |      |
| Kevin Campbell (2002)                 |               |       |      | ✓    | ✓    |     | ✓    |
| Cho (1998)                            |               | ✓     |      |      |      |     |      |



ตารางที่ 5 (ต่อ)

| ผู้ทำวิจัย                        | ตัวแปรที่สนใจ |       |      |      |      |     |      |
|-----------------------------------|---------------|-------|------|------|------|-----|------|
|                                   | Top 5         | DMOWN | THAI | LLTA | CINT | DFL | TYPE |
| McConnell and Servaes (1990)      |               | ✓     |      |      |      |     |      |
| Morck, Shleifer and Vishny (1988) |               | ✓     |      |      |      |     |      |
| ประภาพร ณ นรงค์ (2549)            |               |       | ✓    | ✓    | ✓    | ✓   | ✓    |
| พัชรา สีสวรรณ (2543)              |               | ✓     |      | ✓    |      |     |      |
| กาญจนา ตั้งภากรณ์ (2543)          |               | ✓     |      | ✓    |      |     | ✓    |
| ผกามาศ เอื่องอุดม (2543)          |               | ✓     |      | ✓    |      | ✓   | ✓    |
| พัฒนศักดิ์ สุขศรี (2551)          |               | ✓     |      |      | ✓    |     |      |
| รศจรินทร์ กุลศรีสอน (2552)        | ✓             | ✓     |      | ✓    |      | ✓   | ✓    |

โดยที่ TOP5 = การกระจุกตัวของถือหุ้น

DMOWN = สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร

THAI = สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย

LLTA = ขนาดของบริษัทวัดจากค่าลอการิทึมของมูลค่าสินทรัพย์รวม

CINT = การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร

DFL = ความเสี่ยงทางการเงิน

TYPE = ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมแบ่งเป็น 6 กลุ่ม

ตารางที่ 6 สรุปตัวแปรวัดผลการดำเนินงานของกิจการ

| ผู้ทำวิจัย                            | ตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัท |           |     |
|---------------------------------------|-------------------------------|-----------|-----|
|                                       | ROA                           | TOBIN'S Q | ROE |
| Kapopoulos P. and Lazaretou S. (2007) |                               | ✓         |     |
| Welch E. (2003)                       |                               | ✓         |     |
| Kevin Campbell (2002)                 | ✓                             |           |     |

ตารางที่ 6 (ต่อ)

| ผู้ทำวิจัย                        | ตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัท |           |     |
|-----------------------------------|-------------------------------|-----------|-----|
|                                   | ROA                           | TOBIN'S Q | ROE |
| Qi et al. (2000)                  |                               |           | ✓   |
| Cho (1998)                        |                               | ✓         |     |
| McConnell and Servaes (1990)      |                               | ✓         |     |
| Morck, Shleifer and Vishny (1988) |                               | ✓         |     |
| พัฒนศักดิ์ สุขศรี (2551)          |                               | ✓         |     |
| ประภาพร ณ นรงค์ (2549)            |                               |           | ✓   |
| พัชรา สิตสุวรรณ (2543)            |                               |           | ✓   |
| กาญจนา ตั้งภากรณ์ (2543)          |                               | ✓         |     |
| ศกามาศ เอื่องอุดม (2543)          | ✓                             |           |     |

โดยที่ ROA = อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์  
 Tobin's Q = ค่า Q ที่ได้สูตรคำนวณ Tobin's Q  
 ROE = อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

ตารางที่ 7 สรุปผลการทบทวนวรรณกรรม

| ผู้ทำวิจัย                            | ตัวแปรที่สนใจ |        |      |         |      |     |      |        |        |      | ตัววัดผลการดำเนินงาน |           |     | ผลการศึกษา                                                                                                                                                                                                               |
|---------------------------------------|---------------|--------|------|---------|------|-----|------|--------|--------|------|----------------------|-----------|-----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                       | Top 5         | DMOWN  | THAI | FOREIGN | MGTH | MGF | LLTA | CINT   | DFL    | TYPE | ROA                  | TOBIN'S Q | ROE |                                                                                                                                                                                                                          |
| Kapopoulos P. and Lazaretou S. (2007) |               | ✓<br>* |      |         |      |     |      |        |        |      |                      | ✓         |     | พบความสัมพันธ์กันในทางบวกของโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัททั้งจากการวัดด้วยวิธี Tobin's Q และ Accounting Profit Rate                                                                                      |
| Welch E. (2003)                       | ✓             | ✓      |      |         |      |     |      |        |        |      |                      | ✓         |     | โครงสร้างผู้ถือหุ้นไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดด้วยวิธี Tobin's Q แต่พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นของผู้บริหารมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดด้วยวิธี Accounting Profit Rate                                  |
| Kevin Campbell (2002)                 |               |        |      | ✓<br>*  |      | ✓   | ✓    | ✓<br>* | ✓<br>* | ✓    | ✓                    |           |     | สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงาน ส่วนของความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงานของกิจการ |

ตารางที่ 7 (ต่อ)

| ผู้ทำวิจัย                        | ตัวแปรที่สนใจ |        |        |         |      |     |        |        |        |        | ตัววัดผลการดำเนินงาน |           |     | ผลการศึกษา                                                                                                                                                                                                                         |
|-----------------------------------|---------------|--------|--------|---------|------|-----|--------|--------|--------|--------|----------------------|-----------|-----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                   | Top 5         | DMOWN  | THAI   | FOREIGN | MGTH | MGF | LLTA   | CINT   | DFL    | TYPE   | ROA                  | TOBIN'S Q | ROE |                                                                                                                                                                                                                                    |
| McConnell and Servaes (1990)      |               | ✓<br>* |        |         |      |     |        |        |        |        |                      | ✓         |     | มีความสัมพันธ์ทางบวกความสัมพันธ์ระหว่างส่วนของผู้ถือหุ้นภายในและผลการดำเนินงาน                                                                                                                                                     |
| Morck, Shleifer and Vishny (1988) |               | ✓<br>* |        |         |      |     |        |        |        |        |                      | ✓         |     | ระดับการถือหุ้นของคณะกรรมการในช่วง 0-5% จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันมีผลให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้น แต่ผู้บริหารที่ถือหุ้นในช่วง 5- 25% จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามมีผลให้มูลค่าของบริษัทลดลง                              |
| ประภาพร ณรงค์ (2549)              |               |        | ✓<br>* | ✓<br>*  | ✓    | ✓   | ✓<br>* | ✓<br>* | ✓<br>* | ✓<br>* |                      |           | ✓   | สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ ขนาดของบริษัท ความเสี่ยงทางการเงิน การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง และประเภทอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น |

ตารางที่ 7 (ต่อ)

| ผู้ทำวิจัย                     | ตัวแปรที่สนใจ |        |      |         |      |     |        |      |     |      | ตัววัดผลการดำเนินงาน |           |     | ผลการศึกษา                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|--------------------------------|---------------|--------|------|---------|------|-----|--------|------|-----|------|----------------------|-----------|-----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                | Top 5         | DMOWN  | THAI | FOREIGN | MGTH | MGF | LLTA   | CINT | DFL | TYPE | ROA                  | TOBIN'S Q | ROE |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| พัฒนา<br>สถิติสุวรรณ<br>(2543) |               | ✓      |      |         |      |     | ✓<br>* |      |     |      |                      |           | ✓   | ระดับการถือหุ้นของผู้บริหาร ไม่มีความสัมพันธ์กับผล<br>การดำเนินงาน แต่การเพิ่มขึ้นของการถือหุ้นในระดับที่น้อยกว่า<br>ร้อยละ 25 มีผลในทางลบต่อประสิทธิภาพในการบริหาร<br>สินทรัพย์ แต่เมื่อมีการเพิ่มขึ้นของระดับการถือหุ้นของ<br>ผู้บริหารอยู่ระหว่างร้อยละ 25 ถึง ร้อยละ 75 การบริหาร<br>สินทรัพย์มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น |
| กาญจนา ตั้ง<br>ภากรณ์ (2543)   |               | ✓<br>* |      | ✓       |      |     | ✓<br>* |      |     | ✓    |                      | ✓         |     | คณะกรรมการเป็นเครือญาติกันและสัดส่วนการถือ<br>หุ้นของคณะกรรมการที่มากกว่าหรือเท่ากับ 5% จะมีอิทธิพล<br>ทางลบต่อผลการดำเนินงาน ส่วนสัดส่วนการถือหุ้นของ<br>คณะกรรมการที่มากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 15 และ ร้อยละ 50<br>จะมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงาน                                                                     |



ตารางที่ 7 (ต่อ)

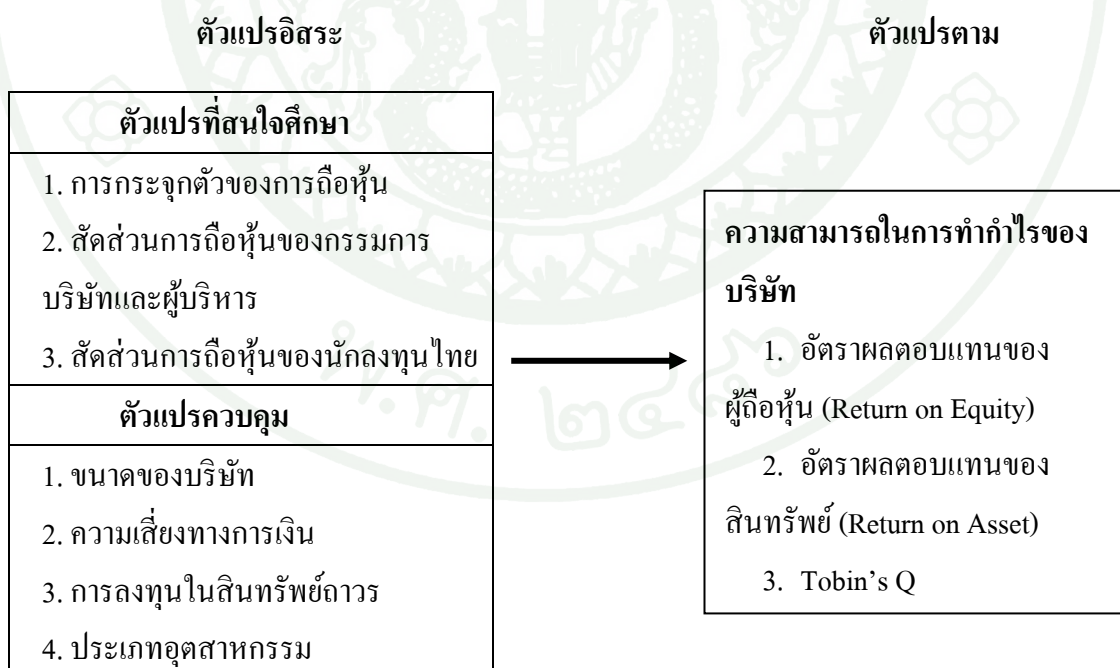
| ผู้ทำวิจัย                   | ตัวแปรที่สนใจ |        |      |         |      |     |      |      |     |      | ตัววัดผลการดำเนินงาน |           |     | ผลการศึกษา                                                                                                                                                                                                              |
|------------------------------|---------------|--------|------|---------|------|-----|------|------|-----|------|----------------------|-----------|-----|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                              | Top 5         | DMOWN  | THAI | FOREIGN | MGTH | MGF | LLTA | CINT | DFL | TYPE | ROA                  | TOBIN'S Q | ROE |                                                                                                                                                                                                                         |
| ผกามาศ เอื่อง<br>อุดม (2543) |               | ✓      |      | ✓<br>*  |      |     | ✓    |      | ✓   | ✓    | ✓                    |           |     | โครงสร้างคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยไม่มี<br>มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ยกเว้นกรรมการที่เป็น<br>ชาวต่างประเทศที่มีอิทธิพลทางบวกกับผลการดำเนินงาน<br>ของบริษัท                                         |
| พัฒนศักดิ์ สุขศรี<br>(2551)  |               | ✓<br>* |      |         |      |     |      | ✓    |     |      |                      | ✓         |     | เมื่อใช้วิธี Tobin's Q พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลกระทบ<br>กับผลการดำเนินงานของบริษัทจริง แต่ในทางกลับกันเมื่อใช้<br>วิธี Accounting Profit Rate พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นไม่มี<br>ผลกระทบกับผลการดำเนินงานของบริษัทเลย |

\* ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามในงานวิจัยครั้งก่อน

ผลการทบทวนเอกสารที่เกี่ยวข้องส่วนใหญ่จะเป็นงานวิจัยของต่างประเทศเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของกิจการ จึงไม่อาจนำผลการวิจัยดังกล่าวมาเป็นข้อสรุปได้กับประเทศไทยโดยตรง ดังนั้นผู้วิจัยจึงมีความสนใจจะทำการศึกษาประเด็นที่น่าสนใจคือ การกระจุกตัวของการถือหุ้น สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย ว่ามีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรของกิจการในประเทศไทยอย่างไรบ้าง ซึ่งทำการวัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทโดยใช้ อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity หรือ ROE) อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (Return on Asset หรือ ROA) และ Tobin's Q

### กรอบแนวคิดในการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัท ทำให้สามารถจำแนกตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาออกเป็น 2 กลุ่มคือ ตัวแปรอิสระ และตัวแปรตาม สำหรับกรอบแนวคิดการวิจัย ตัวแปรอิสระจะประกอบด้วย ตัวแปรที่สนใจศึกษาหรือตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม



โดยกรอบแนวคิดการวิจัย จะแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท โดยมีขนาดของบริษัท ความเสี่ยงทางการเงิน การลงทุนใน

สินทรัพย์ถาวร และประเภทอุตสาหกรรมเป็นตัวแปรควบคุม เพื่อนำมาทดสอบว่าตัวแปรดังกล่าวมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทหรือไม่

## ตัวแปรอิสระ

### 1. ตัวแปรที่สนใจศึกษา

**1.1 การกระจุกตัวของการถือหุ้น (TOP5)** สาเหตุที่การวิจัยในครั้งนี้วัดการกระจุกตัวของการถือหุ้นจากเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูงสุด 5 อันดับแรกรวมกันนั้น เนื่องจากผลการศึกษาของธนาคารเพื่อการพัฒนาเอเชียที่ทำการตรวจสอบโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูงสุด 5 อันดับแรกรวมกันแล้วจะถือหุ้นเกินกว่าครึ่งหนึ่งของจำนวนหุ้นทั้งหมดสะท้อนให้เห็นว่ากลุ่มผู้ถือหุ้นนี้เป็นกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอิทธิพลต่อบริษัท ในขณะที่เดียวกันผลการวิจัยของธนาคารเพื่อการพัฒนาเอเชียยังพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นดังกล่าวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความเสี่ยงทางการเงินอีกด้วย (ADB, 2000b อ้างใน นวพร พงษ์คัตณฑกุล, 2546: 9-10) รวมถึงผลการศึกษาของนวพร พงษ์คัตณฑกุล (2546) พบว่าการกระจุกตัวของการถือหุ้นที่วัดจากเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูงสุด 5 อันดับแรกรวมกันมีความสัมพันธ์เชิงลบกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูล

**1.2 สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร (DMOWN)** วัดจาก เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหารตามที่เปิดเผยในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) หรือในรายงานประจำปี

**1.3 สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย (THAI)** สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย มีวิธีการการวัดค่าตัวแปร ดังนี้

$$\text{สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย} = \frac{\text{จำนวนหุ้นของบริษัทที่ถือโดยนักลงทุนไทย}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท}}$$

สาเหตุที่การวิจัยในครั้งนี้นำสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยมาเป็นตัวแปรในการศึกษา เนื่องจาก การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยกับผลการดำเนินงานของบริษัท มองว่าการที่นักลงทุนไทยถือหุ้นของบริษัทน่าจะส่งผลต่อผลการดำเนินงาน

ของบริษัทในทางบวก จากงานวิจัยของ ADB (2000b) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมประเภทต่าง ๆ ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยพบว่า บริษัทในเครือจะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดในกลุ่มผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรกของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยมีการถือหุ้นถัวเฉลี่ยคิดเป็นร้อยละ 27 ของหุ้นทั้งหมดของบริษัท ส่วนบุคคลทั่วไปจะถือหุ้นถัวเฉลี่ยคิดเป็นร้อยละ 19 ของหุ้นทั้งหมดของบริษัท และเมื่อพิจารณาลักษณะของผู้ถือหุ้นที่อยู่ในกลุ่มบุคคลทั่วไปจะพบว่า ส่วนใหญ่เป็นสมาชิกในครอบครัวเป็นผู้ก่อตั้งบริษัทหรือผู้บริหารระดับสูงที่ดำรงตำแหน่งสำคัญในบริษัท เพราะโดยทั่วไปกลุ่มครอบครัวและเครือญาติจะรักษาอำนาจการควบคุมในบริษัทผ่านการถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงมากๆ หรือการมีส่วนร่วมในการบริหารงานประจำวัน จึงสรุปได้ว่าการกระจุกตัวการถือหุ้นนั้นมาจากนักลงทุนไทยส่วนใหญ่ และนักลงทุนเหล่านี้จะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เพราะมีการรักษาอำนาจในการควบคุมในบริษัทผ่านการถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงจนทำให้ผลประโยชน์ในทิศทางเดียวกันกับผู้ถือหุ้นอื่นของบริษัท

## 2. ตัวแปรควบคุม

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัท เพื่อควบคุมผลกระทบจากปัจจัยอื่นที่อาจมีความสัมพันธ์กับการผลการดำเนินงานของบริษัท (นอกเหนือจากตัวแปรที่สนใจศึกษา) ดังนั้นจึงต้องควบคุมตัวแปรที่อาจมีความสัมพันธ์กับการผลการดำเนินงานของบริษัท ด้วยการนำขนาดของบริษัท ระดับความเสี่ยงทางการเงิน การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง และประเภทอุตสาหกรรม เข้ามาเป็นตัวแปรที่ใช้ในการควบคุมผลการศึกษาคั้งนี้

**2.1 ขนาดของบริษัท (LLTA)** จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต พบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานขององค์กร เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่จะมีอำนาจในการผูกขาดทางธุรกิจ กำลัลงทุนที่มากกว่า และมีช่องทางในการกระจายสินค้าและบริการมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ดังนั้น บริษัทขนาดใหญ่จะใช้กำลังการผลิตขนาดประหยัด (Economies of Scale) ช่วยให้ประหยัดต้นทุนในการผลิตมากกว่าบริษัทขนาดเล็กที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในทางบวก (Qi *et al.*, 2000) ในขณะเดียวกันงานวิจัยครั้งก่อนๆ ก็ได้มีการนำขนาดของบริษัทมาทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นผู้วิจัยจึงได้นำขนาดของบริษัทซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมมาทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท จากการ

ทบทวนวรรณกรรมในงานวิจัยต่างๆ สามารถจัดทำเป็นตารางสรุปวิธีการวัดขนาดขององค์กรได้ดังตาราง

ตารางที่ 8 สรุปวิธีการวัดขนาดขององค์กร

| ผู้ทำการวิจัย            | วิธีการวัดมูลค่าที่ใช้                                   |
|--------------------------|----------------------------------------------------------|
| Qi et al. (2000)         | ลอการิทึมของสินทรัพย์รวมเฉลี่ย                           |
| Kevin Campbell (2002)    | ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม<br>หรือลอการิทึมของยอดขายได้รวม |
| ผกามาศ เอื่องอุดม (2543) | ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม                                 |

ผู้ทำการวิจัยส่วนใหญ่จะเลือกใช้ค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมในการวัดขนาดของบริษัท ดังนั้นผู้วิจัยจึงเลือกใช้ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวมในการวัดค่าตัวแปร เช่นเดียวกับงานวิจัยที่ผ่านมา โดยสามารถเก็บข้อมูลได้จากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ ซึ่งเป็นข้อมูลในงบการเงินของบริษัทในปี พ.ศ. 2554

**2.2 ความเสี่ยงทางการเงิน (DFL)** ความเสี่ยงทางการเงินสามารถเก็บข้อมูลได้จากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ ซึ่งเป็นข้อมูลในงบการเงินของบริษัท วัดค่าโดยใช้สูตรดังต่อไปนี้

$$\text{ความเสี่ยงทางการเงิน} = \frac{\text{หนี้สินรวมทั้งหมด}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด}}$$

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต พบว่าความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์ ทางลบ กับผลการดำเนินงานขององค์กร (Kevin Campbell, 2002) พัดชา สีสวรรณ (2543) กล่าวว่า จากการที่ทฤษฎีทางด้านตัวแทนและเจ้าของได้มองว่า การที่ใช้เงินทุนที่มากจากการก่อหนี้ จะทำให้เกิดประสิทธิภาพในการทำงานมากกว่าการที่มาจากทุน จากผลประโยชน์ทางด้านภาษี และยังมีส่วนสะท้อนถึงการตรวจสอบภายนอกด้วย ถ้ามีการตรวจสอบจากเจ้าหนี้ทำให้การบริหารงานของฝ่ายบริหารมีการตรวจสอบและสอดคล้องมากขึ้นซึ่งจะทำให้ปัญหาที่เกิดจากตัวแทนน้อยลง หรือถ้าขาดการตรวจสอบที่ดีจากเจ้าหนี้ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทแย่ลงได้ (ผกามาศ เอื่องอุดม, 2543) ซึ่งส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในทางบวกหรือลบ



**2.3 การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (CINT)** การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร สามารถเก็บข้อมูลได้จากแหล่งข้อมูลบัญชี ซึ่งเป็นข้อมูลในงบการเงินและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัท วัดค่าโดยใช้สูตรดังต่อไปนี้

$$\text{การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร} = \frac{\text{ลอการิธึมของสินทรัพย์รวม}}{\text{จำนวนพนักงาน}}$$

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต พบว่า การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานขององค์กร (Kevin Campbell, 2002) เนื่องจากบริษัทที่มีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรอาจจะได้เปรียบในการจัดวางโอกาสที่คู่แข่งจะเข้ามาแข่งขัน โดย วรรณคดี ทูมมานนท์ (2547) กล่าวว่า ในช่วงแรกของการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรจะมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (เช่น ค่าเสื่อมราคา เป็นต้น) ที่สูงมาก ในขณะที่ยังไม่สามารถทำการผลิตหรือใช้ขีดความสามารถที่มีอยู่ได้อย่างเต็มที่ จึงกล่าวได้ว่าบริษัทที่มีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Capital Intensity) จะได้เปรียบในการจัดวางโอกาสการเข้ามาแข่งขันของคู่แข่งได้ ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในทางบวกหรือลบ ดังนั้นผู้วิจัยจึงได้นำการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Capital Intensity) ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมมาทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท

**2.4 ประเภทอุตสาหกรรม (TYPE)** จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีตของ Kevin Campbell (2002) ที่ทำการศึกษา เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานขององค์กร ได้มีการนำประเภทอุตสาหกรรมเข้ามาเป็นตัวแปรหนึ่งที่ใช้ในการควบคุมผลการศึกษา ดังนั้นผู้วิจัยจึงนำประเภทอุตสาหกรรม ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมมาทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยวิธีการวัดประเภทอุตสาหกรรมจะใช้ตัวแปรเทียม (Dummy variable) ในการระบุประเภทอุตสาหกรรม ดังนั้นผู้วิจัยจึงเลือกใช้ตัวแปรเทียม (0,1) ในการวัดค่าตัวแปร ทั้งนี้การแบ่งประเภทอุตสาหกรรมนั้น ได้อ้างอิงกับการจัดกลุ่มอุตสาหกรรมใหม่ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ก.ล.ต.) แต่เนื่องจากงานวิจัยนี้ได้มีการยกเว้นในส่วนของกลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มกองทุน และบริษัทที่อยู่ในระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานมารวมเป็นกลุ่มตัวอย่าง เนื่องจากกลุ่มธุรกิจเหล่านี้ประเทศไทยมีกฎหมายที่กำกับดูแลแตกต่างออกไป ดังนั้นประเภทอุตสาหกรรมในงานวิจัยนี้จึงเท่ากับ 7 กลุ่มอุตสาหกรรมสามารถแสดงการแทนค่าได้ดังตาราง

## ตารางที่ 9 ประเภทอุตสาหกรรม

| ประเภทอุตสาหกรรม                            | การแทนค่า                                                                                               |
|---------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง<br>(TYPE 1) | 1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง<br>0 บริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง |
| กลุ่มบริการ<br>(TYPE 2)                     | 1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มบริการ<br>0 บริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มบริการ                                         |
| กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม<br>(TYPE 3)           | 1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม<br>0 บริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม                     |
| กลุ่ม เกษตรและอุตสาหกรรม<br>อาหาร (TYPE 4)  | 1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร<br>0 บริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร       |
| กลุ่มทรัพยากร<br>(TYPE 5)                   | 1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มทรัพยากร<br>0 บริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มทรัพยากร                                     |
| กลุ่มเทคโนโลยี<br>(TYPE 6)                  | 1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มเทคโนโลยี<br>0 บริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มเทคโนโลยี                                   |

เนื่องจากตัวแปรที่เกี่ยวกับประเภทอุตสาหกรรมนี้ เป็นตัวแปรอิสระเชิงกลุ่มหรือตัวแปรเชิงคุณภาพจึงต้องใช้ตัวแปรเทียมในการแทนค่า โดยแทนค่า 1 หากเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ระบุไว้ และ 0 หากเป็นบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ระบุไว้ และหากเป็นบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มใดที่กำหนดเลย (แทนค่าตัวแปรหุ่นด้วย 0 ทั้งหมด) คือกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค

### ตัวแปรตาม

ในส่วนของตัวแปรตามคือ ความสามารถในการทำกำไร ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมในงานวิจัยต่าง ๆ สามารถสรุปตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทได้ดังนี้

**อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE)** อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) หมายถึงตัวแปรทางด้านผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่วัดความสามารถของบริษัทในการสร้างผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นแสดงให้เห็นถึงผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ในส่วนที่ผู้ถือหุ้น

สามัญนามลงทุน นั่นคือผู้ถือหุ้นสามัญจะได้รับผลตอบแทนกลับคืนไปในอัตราส่วนเท่าไรเมื่อเทียบกับส่วนที่ตนนำมาลงทุน โดยคำนวณมาจากกำไรสุทธิหลังหักดอกเบี้ยและภาษีในสิ้นงวดปีแต่ไม่รวมถึงรายการพิเศษนั้นต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งส่วนของผู้ถือหุ้นจะมีการปรับโดยไม่นำส่วนเกินจากการตีราคาของสินทรัพย์มาคำนวณ

$$\text{อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญโดยเฉลี่ย}}$$

**อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Return on total assets หรือ ROA)** เรียกอีกชื่อหนึ่งว่า อัตราความสามารถในการหากำไร (Earning power) เป็นอัตราส่วนที่ใช้ความสัมพันธ์ระหว่างกำไร กับสินทรัพย์รวม ซึ่งผลลัพธ์ที่ได้แสดงถึงความสามารถและประสิทธิภาพของฝ่ายบริหารในการใช้ สินทรัพย์ของกิจการไปก่อให้เกิดกำไรกลับมาโดยไม่คำนึงถึงที่มาของแหล่งเงินทุนในการจัดหา สินทรัพย์ สามารถแสดงอยู่ในรูปของสูตรดังนี้ (Robinson, Munter and Grant 2004)

$$\text{อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม} = \frac{\text{กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีเงินได้}}{\text{สินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย}}$$

**Tobin's Q** สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าขององค์กร เพราะอัตราส่วนนี้สามารถใช้ ในการคาดการณ์การตัดสินใจจ่ายลงทุนในอนาคต โดยค่า Tobin's Q สามารถคำนวณได้จากสูตรของ Perfect and Wiles (1994) ดังนี้

$$Q = \frac{\text{EQUITY} + \text{LTD} + \text{STD} + \text{PFD} + \text{CV}}{\text{ASSET}}$$

| โดย Q  | คือ | ค่า Tobin's Q                                                                                  |
|--------|-----|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| EQUITY | คือ | มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ณ สิ้นปี                                                                |
| STD    | คือ | มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะสั้น                                                               |
| LTD    | คือ | มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว                                                                |
| PFD    | คือ | มูลค่าของหุ้นบุริมสิทธิที่ถูกตีราคาในขณะที่มีการชำระบัญชี ถ้าเลิกกิจการ (at Liquidating Value) |
| CV     | คือ | มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินและหุ้นบุริมสิทธิที่เปลี่ยน                                            |

สภาพได้  
ASSET คือ สินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัท

ตารางที่ 10 สรุปรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิด

| บทบาทของตัวแปร                                  | สัญลักษณ์ | การวัดค่า                                                                                                                                                                                                             | ความคาดหวัง |
|-------------------------------------------------|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| ตัวแปรที่สนใจศึกษา                              |           |                                                                                                                                                                                                                       |             |
| 1.การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น                     | TOP5      | $\frac{\text{จำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูงสุด 5 อันดับแรก}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมด}}$                                                                                                                              | +           |
| 2.สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร | DMOWN     | $\frac{\text{จำนวนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมด}}$                                                                                                                                  | +           |
| 3. สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย              | THAI      | $\frac{\text{จำนวนหุ้นของบริษัทที่ถือโดยนักลงทุนไทย}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท}}$                                                                                                                              | +           |
| ตัวแปรควบคุม                                    |           |                                                                                                                                                                                                                       |             |
| 1.ขนาดของบริษัท                                 | LLTA      | วัดค่าโดยใช้ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวม                                                                                                                                                                               | +           |
| 2.ความเสี่ยงทางการเงิน                          | DFL       | $\frac{\text{วัดค่าโดยใช้หนี้สินรวมทั้งหมด}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด}}$                                                                                                                                        | +/-         |
| 3.การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร                       | CINT      | $\frac{\text{ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม}}{\text{จำนวนพนักงาน}}$                                                                                                                                                         | +/-         |
| 4. ประเภทอุตสาหกรรม                             | TYPE      | TYPE 1 = บริษัทที่อยู่ในกลุ่ม<br>อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างให้เท่ากับ 1<br>ส่วนบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มให้เท่ากับ 0<br>TYPE 2 = บริษัทที่อยู่ในกลุ่มบริการให้<br>เท่ากับ 1 ส่วนบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มให้<br>เท่ากับ 0 |             |

## ตารางที่ 10 (ต่อ)

| บทบาทของตัวแปร             | สัญลักษณ์ | การวัดค่า                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | ความคาดหวัง |
|----------------------------|-----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| ตัวแปรที่สนใจศึกษา         |           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |             |
|                            |           | <p>TYPE 3 = บริษัทที่อยู่ในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมให้เท่ากับ 1 ส่วนบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มให้เท่ากับ 0</p> <p>TYPE 4 = บริษัทที่อยู่ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ให้เท่ากับ 1 ส่วนบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มให้เท่ากับ 0</p> <p>TYPE 5 = บริษัทที่อยู่ในกลุ่มเทคโนโลยี ให้เท่ากับ 1 ส่วนบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มให้เท่ากับ 0</p> <p>TYPE 6 = บริษัทที่อยู่ในกลุ่มทรัพยากรให้เท่ากับ 1 ส่วนบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มให้เท่ากับ 0</p> |             |
| ตัวแปรตาม                  |           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |             |
| อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น | ROE       | $\frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญโดยเฉลี่ย}}$                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |             |
| อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์  | ROA       | $\frac{\text{กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีเงินได้}}{\text{สินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย}}$                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |             |
| Tobin's Q                  | Q         | $\frac{\text{EQUITY+LTD+STD+PFD+CV}}{\text{ASSET}}$                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |             |



### สมมติฐานในการศึกษา

ในการศึกษาครั้งนี้คาดว่าจะพบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรม สามารถกำหนดสมมติฐานได้ดังนี้

H1: การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (Top 5) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H2: สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H3: สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H4: ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H5: ความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H6: การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H7: ประเภทอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### บทที่ 3

#### วิธีการวิจัย

การศึกษานี้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไร โดยมีวิธีดำเนินการเกี่ยวกับการเก็บรวบรวมข้อมูล เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษาและวิธีการวิเคราะห์ข้อมูลดังนี้

1. การเก็บรวบรวมข้อมูล
2. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย
3. วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

#### การเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษานี้ได้ศึกษาข้อมูลจากแหล่งข้อมูล ทุติยภูมิ (Secondary data) ได้แก่ หนังสือบทความ งานวิจัยทั้งในประเทศและต่างประเทศจากห้องสมุด เว็บไซต์ต่างๆ แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และงบการเงินจากระบบข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

#### ประชากร

ประชากรที่ใช้ในการศึกษานี้คือ บริษัทจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2554 กลุ่มตัวอย่างจะต้องมีรายงานทางการเงิน ในปี 2554 ตลอดจนมีแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) หรือรายงานประจำปีครบถ้วนตามช่วงเวลาที่ทำการศึกษา เพื่อให้ได้ข้อมูลครบถ้วนในการจัดค่าตัวแปร และเพื่อใช้ในการประมวลผล โดยการวิจัยจะใช้ข้อมูลในทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นในส่วนของบริษัทการเงิน หลักทรัพย์ ประกันชีวิตและประกันภัย กองทุน และบริษัทที่อยู่ในระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน เนื่องจากกลุ่มธุรกิจเหล่านี้ประเทศไทยมีกฎหมายที่กำกับดูแลแตกต่างออกไป

จากเงื่อนไขในการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างดังกล่าวทำให้ได้จำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 343 บริษัท โดยทำการศึกษาในปี พ.ศ. 2554 ทำให้ได้จำนวนตัวอย่างทั้งหมด 343 ตัวอย่าง

ตารางที่ 11 จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา จำแนกตามประเภทอุตสาหกรรม

| ประเภทอุตสาหกรรม                                   | จำนวนบริษัท |
|----------------------------------------------------|-------------|
| กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (TYPE 1) | 72          |
| กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (TYPE 2)                     | 70          |
| กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (TYPE 3)           | 69          |
| กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (TYPE 4)    | 39          |
| กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TYPE 5)                  | 37          |
| กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (TYPE 6)                   | 24          |
| กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค                  | 32          |
| รวม                                                | 343         |

### เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

#### ตัวแบบ

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี ที่นำมาใช้วัดผลการดำเนินงาน โดยมีตัวแบบที่นำมาทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชีที่นำมาใช้วัดผลการดำเนินงาน โดยมีตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ และ Tobin's Q สิ่งที่น่าสนใจศึกษา คือ การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นโดยใช้ข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก และสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในการตรวจสอบความสัมพันธ์สามารถอธิบายได้ดังนี้

**ตัวแบบที่ 1** เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี โดยใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นเป็นตัววัดความสามารถในการทำกำไร โดยมีตัวแบบดังนี้

$$\text{ROE} = \beta_0 + \beta_1 \text{TOP5} + \beta_2 \text{DMOWN} + \beta_3 \text{THAI} + \beta_4 \text{LLTA} + \beta_5 \text{DFL} + \beta_6 \text{CINT} + \beta_7 \text{TYPE} + \varepsilon$$

**ตัวแบบที่ 2** เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี โดยใช้อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์เป็นตัววัดความสามารถในการทำกำไร โดยมีตัวแบบดังนี้

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 TOP5 + \beta_2 DMOWN + \beta_3 THAI + \beta_4 LLTA + \beta_5 DFL + \beta_6 CINT + \beta_7 TYPE + \varepsilon$$

**ตัวแบบที่ 3** เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี โดยใช้ Tobin's Q เป็นตัววัดความสามารถในการทำกำไร โดยมีตัวแบบดังนี้

$$Q = \beta_0 + \beta_1 TOP5 + \beta_2 DMOWN + \beta_3 THAI + \beta_4 LLTA + \beta_5 DFL + \beta_6 CINT + \beta_7 TYPE + \varepsilon$$

|        |               |                                                        |
|--------|---------------|--------------------------------------------------------|
| โดยที่ | ROE           | = อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น                           |
|        | ROA           | = อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์                            |
|        | Q             | = ค่าที่คำนวณมาจากวิธีการ Tobin's Q                    |
|        | TOP5          | = การกระจุกตัวของ การถือหุ้น                           |
|        | DMOWN         | = สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร        |
|        | THAI          | = สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย                      |
|        | LLTA          | = ขนาดของบริษัทวัดจากค่าลอการิทึมของมูลค่าสินทรัพย์รวม |
|        | CINT          | = การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร                              |
|        | DFL           | = ความเสี่ยงทางการเงิน                                 |
|        | TYPE          | = ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม                                |
|        | $\varepsilon$ | = ค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแบบ                          |

## ตัวแปรอิสระ

### 1. ตัวแปรที่สนใจศึกษา

**1.1 การกระจุกตัวของการถือหุ้น (TOP5)** วัดจาก เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูงสุด 5 อันดับแรกรวมกันตามที่ปรากฏในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) โดยใช้เกณฑ์ของ Wiwattanakantang Y. (2000) คือ ข้อแรกผู้ถือหุ้นที่มีนามสกุลเดียวกันหรือเป็นเครือญาติกันจะรวมกันเป็นลำดับเดียว ข้อที่สอง สำหรับกิจการที่มีผู้ควบคุมรายเดียวกันจะถูกรวมไว้เป็นกลุ่มเดียวกัน มีการกำหนดดังนี้ X มีเครือของครอบครัว Y เป็นผู้ถือหุ้น ถ้าสมาชิกในครอบครัวของ Y และ บริษัทในเครือถือหุ้นของของบริษัท X รวมกันมากกว่า 25% ในความเป็นจริง การถือหุ้นที่มีเสียงข้างมากจะมีการควบคุมเกิดขึ้นอย่างแน่นอน อย่างไรก็ตามผู้ถือหุ้นอาจไม่จำเป็นต้องถือหุ้นจำนวนมากเพื่อควบคุมบริษัท บทบัญญัติของไทยต้องมีหุ้นอย่างน้อย 25%(ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2540) ในองค์กรขนาดใหญ่หากมีการถือหุ้นอย่างน้อย 20% ของจำนวนหุ้นของบริษัท จะสามารถควบคุมและมีส่วนในการตัดสินใจขององค์กรได้ การศึกษาครั้งนี้จะใช้เกณฑ์ความระมัดระวัง โดยนับการถือหุ้นที่ 25% เป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมเช่นเดิม ส่วนกิจการที่การถือหุ้นโดยบุคคล หรือบริษัท ที่ไม่เกี่ยวข้องกันนับลำดับตามจำนวนการถือหุ้นตามปกติ

สาเหตุที่การวิจัยในครั้งนี้วัดการกระจุกตัวของการถือหุ้นจากเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูงสุด 5 อันดับแรกรวมกันนั้น เนื่องจากผลการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูงสุด 5 อันดับแรกรวมกันแล้วจะถือหุ้นเกินกว่าครึ่งหนึ่งของจำนวนหุ้นทั้งหมดสะท้อนให้เห็นว่ากลุ่มผู้ถือหุ้นนี้เป็นกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอิทธิพลต่อบริษัท ในขณะที่เดียวกันยังพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นดังกล่าวมีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงทางการเงิน และมีความสัมพันธ์เชิงลบกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูล

**1.2 สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร (DMOWN)** วัดจาก เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหารตามที่เปิดเผยในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) หรือในรายงานประจำปี

**1.3 สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย (THAI)** สามารถเก็บข้อมูลได้จาก แหล่งข้อมูลทุดิยภูมิ ซึ่งเป็นข้อมูลในงบการเงินและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัท วัดค่าโดยใช้สูตรดังต่อไปนี้



$$\text{สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย} = \frac{\text{จำนวนหุ้นของบริษัทที่ถือโดยนักลงทุนไทย}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท}}$$

## 2. ตัวแปรควบคุม

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของ บริษัท เพื่อควบคุมผลกระทบจากปัจจัยอื่นที่อาจมีความสัมพันธ์กับการผลการดำเนินงานของบริษัท (นอกเหนือจากตัวแปรที่สนใจศึกษา) ดังนั้นจึงต้องควบคุมตัวแปรที่อาจมีความสัมพันธ์กับการผลการดำเนินงานของบริษัท ด้วยการนำขนาดของบริษัท ระดับความเสี่ยงทางการเงิน การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร และประเภทอุตสาหกรรม เข้ามาเป็นตัวแปรที่ใช้ในการควบคุมผลการศึกษาค้างนี้ ตัวแปรควบคุมทั้ง 5 สามารถวัดค่าได้ดังนี้

**2.1 ขนาดของบริษัท (LLTA)** เป็นตัวแปรเชิงปริมาณ วัดขนาดของบริษัทจากขนาดของสินทรัพย์รวมเฉลี่ย โดยใส่ลอการิทึมธรรมชาติ เนื่องจากขนาดของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์มีความแตกต่างกันอย่างมากจึงใส่ลอการิทึมธรรมชาติ เพื่อลดความแตกต่างและทำให้ขนาดของบริษัทอยู่บนฐานเดียวกัน

**2.2 ความเสี่ยงทางการเงิน (DFL)** ซึ่งสามารถเก็บข้อมูลได้จากแหล่งข้อมูลทุดิภูมิภาค ซึ่งเป็นข้อมูลในงบการเงินของบริษัท วัดค่าโดยใช้สูตรดังต่อไปนี้

$$\text{ความเสี่ยงทางการเงิน} = \frac{\text{หนี้สินรวมทั้งหมด}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด}}$$

**2.3 การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (CINT)** สามารถเก็บข้อมูลได้จากแหล่งข้อมูลทุดิภูมิภาค ซึ่งเป็นข้อมูลในงบการเงินและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัท วัดค่าโดยใช้สูตรดังต่อไปนี้

$$\text{การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร} = \frac{\text{ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม}}{\text{จำนวนพนักงาน}}$$

**2.4 ประเภทของอุตสาหกรรม (TYPE)** เป็นตัวแปรเชิงคุณภาพ โดยวัดค่าจากตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) ดังนี้

- 1 = บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ระบุไว้  
 0 = บริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ระบุไว้

ข้อมูลเกี่ยวกับตัวแปรอิสระที่นำมาใช้ในการศึกษา สามารถสรุปได้ดังตารางต่อไปนี้

**ตารางที่ 12** สรุปข้อมูลตัวแปรอิสระและการวัดค่าของตัวแปร

| บทบาทของตัวแปร                                  | สัญลักษณ์ | การวัดค่า                                                                                          |
|-------------------------------------------------|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>ตัวแปรที่สนใจศึกษา</b>                       |           |                                                                                                    |
| 1.การกระจุกตัวของผู้อถือหุ้น                    | TOP5      | $\frac{\text{จำนวนหุ้นของผู้อถือหุ้นรายใหญ่สูงสุด 5 อันดับแรก}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท}}$ |
| 2.สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร | DMOWN     | $\frac{\text{จำนวนหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท}}$            |
| 3. สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย              | THAI      | $\frac{\text{จำนวนหุ้นของบริษัทที่ถือโดยนักลงทุนไทย}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท}}$           |
| 6. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ        | MGF       | $\frac{\text{จำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้บริหารต่างชาติ}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท}}$              |
| <b>ตัวแปรควบคุม</b>                             |           |                                                                                                    |
| 1.ขนาดของบริษัท                                 | LLTA      | วัดค่าโดยใช้ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวม                                                            |
| 2.ความเสี่ยงทางการเงิน                          | DFL       | $\frac{\text{วัดค่าโดยใช้หนี้สินรวมทั้งหมด}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด}}$                     |
| 3.การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร                       | CINT      | $\frac{\text{ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม}}{\text{จำนวนพนักงาน}}$                                      |

## ตารางที่ 12 (ต่อ)

| บทบาทของตัวแปร      | สัญลักษณ์ | การวัดค่า                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|---------------------|-----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 4. ประเภทอุตสาหกรรม | TYPE      | <p>TYPE 1 = บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างให้เท่ากับ 1 ส่วนบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มให้เท่ากับ 0</p> <p>TYPE 2 = บริษัทที่อยู่ในกลุ่มบริการให้เท่ากับ 1 ส่วนบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มให้เท่ากับ 0</p> <p>TYPE 3 = บริษัทที่อยู่ในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมให้เท่ากับ 1 ส่วนบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มให้เท่ากับ 0</p> <p>TYPE 4 = บริษัทที่อยู่ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ให้เท่ากับ 1 ส่วนบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มให้เท่ากับ 0</p> <p>TYPE 5 = บริษัทที่อยู่ในกลุ่มเทคโนโลยีให้เท่ากับ 1 ส่วนบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มให้เท่ากับ 0</p> <p>TYPE 6 = บริษัทที่อยู่ในกลุ่มทรัพยากรให้เท่ากับ 1 ส่วนบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มให้เท่ากับ 0</p> |

## ตัวแปรตาม

1. อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น เป็นตัวแทนที่ใช้ในการวัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัท สามารถวัดค่าได้จากสูตรดังนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญโดยเฉลี่ย}}$$

2. อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม เป็นตัวแทนที่ใช้ในการวัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัท สามารถวัดค่าได้จากสูตรดังนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม} = \frac{\text{กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีเงินได้}}{\text{สินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย}}$$

3. **Tobin's Q** สามารถคำนวณได้จากสูตรของ Perfect and Wiles (1994) ดังนี้

$$Q = \frac{EQUITY + LTD + STD + PFD + CV}{ASSET}$$

| โดย Q  | คือ | ค่า Tobin's Q                                                                                   |
|--------|-----|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
| EQUITY | คือ | มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ณ สิ้นปี                                                                 |
| STD    | คือ | มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะสั้น                                                                |
| LTD    | คือ | มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว                                                                 |
| PFD    | คือ | มูลค่าของหุ้นบุริมสิทธิ์ที่ถูกตีราคาในขณะที่มีการชำระบัญชี ถ้าเลิกกิจการ (at Liquidating Value) |
| CV     | คือ | มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินและหุ้นบุริมสิทธิ์ที่เปลี่ยนแปลงสภาพได้                                 |
| ASSET  | คือ | สินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัท                                                                       |

### วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลในการวิจัยใช้โปรแกรมเพื่อการคำนวณทางสถิติ SPSS for Windows (Statistical Package for the Social Science) เมื่อเก็บข้อมูลที่ต้องการศึกษาได้ครบถ้วนแล้วจึงทำการวิเคราะห์ข้อมูล โดยแบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลเป็น 2 ส่วน ดังนี้

#### 1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

วิเคราะห์ข้อมูลออกมาในรูปของค่าสถิติพื้นฐาน ได้แก่

- 1.1 ค่าต่ำสุด (Minimum: Min)
- 1.2 ค่าสูงสุด (Maximum: Max)
- 1.3 ค่าเฉลี่ย (Mean)
- 1.4 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

## 2. สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

การวิเคราะห์ข้อมูลความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามในแต่ละตัวแบบใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ในการทดสอบสมมติฐานการศึกษา ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 ( $\alpha = 0.05$ )

### 2.1 ตัวแบบ

โดยตัวแบบ (Model) ที่นำมาใช้ในการตรวจสอบความสัมพันธ์ มี 3 ตัวแบบคือ

$$\text{ROE} = \beta_0 + \beta_1 \text{TOP5} + \beta_2 \text{DMOWN} + \beta_3 \text{THAI} + \beta_4 \text{LLTA} + \beta_5 \text{DFL} + \beta_6 \text{CINT} + \beta_7 \text{TYPE} + \varepsilon$$

$$\text{ROA} = \beta_0 + \beta_1 \text{TOP5} + \beta_2 \text{DMOWN} + \beta_3 \text{THAI} + \beta_4 \text{LLTA} + \beta_5 \text{DFL} + \beta_6 \text{CINT} + \beta_7 \text{TYPE} + \varepsilon$$

$$Q = \beta_0 + \beta_1 \text{TOP5} + \beta_2 \text{DMOWN} + \beta_3 \text{THAI} + \beta_4 \text{LLTA} + \beta_5 \text{DFL} + \beta_6 \text{CINT} + \beta_7 \text{TYPE} + \varepsilon$$

### 2.2 ตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

โดยก่อนที่จะทำการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ผู้วิจัยได้ทำการตรวจสอบ เงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยของตัวแบบ นั่นคือทดสอบว่าข้อมูลมีลักษณะที่ตรง ตามเงื่อนไขการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุดังนี้ (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2554)

**2.2.1 ความคลาดเคลื่อน  $\varepsilon$  เป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ** เป็นการทดสอบว่าค่า  $\varepsilon_t$  มีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่



**2.2.2 ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์** นั่นคือ  $E(e) = 0$  เงื่อนไขข้อนี้ไม่จำเป็นต้องตรวจสอบ เนื่องจากเมื่อใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุดในการ ประมาณค่า  $\beta_0$  และ  $\beta_1$  จะทำให้  $E(\text{error}) = 0$  เสมอ

**2.2.3 ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า**  $V(e) = \sigma_e^2$  การตรวจสอบว่าค่าคลาดเคลื่อนคงที่ทุกค่าของตัวแปรอิสระหรือไม่ เป็นการ ตรวจสอบเพื่อแก้ไขปัญหาการเกิด Heteroscedastic

**2.2.4  $e_i$  และ  $e_j$  เป็นอิสระต่อกัน ;  $i \neq j$**  นั่นคือ covariance ( $e_i, e_j$ ) = 0 การทดสอบว่าค่าคลาดเคลื่อนเป็น อิสระกันหรือไม่ ทดสอบโดยใช้สถิติทดสอบ Durbin - Watson โดยถ้าค่า Durbin - Watson มีค่าใกล้ 2 คือ มีค่าอยู่ในช่วง 1.5 - 2.5 จะสามารถสรุปได้ว่าค่าคลาดเคลื่อนมีความเป็นอิสระกัน

**2.2.5 ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระต่อกัน** การตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองหรือไม่ จะพิจารณาจาก ค่าสถิติ Variance Inflation Factor (VIF) และ Tolerance โดยถ้าค่า VIF มีค่ามาก และค่า Tolerance มีค่าใกล้ศูนย์ แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง ซึ่งจะทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ซึ่งหากเกิดปัญหา Multicollinearity จะทำให้ผลลัพธ์ของการวิเคราะห์ความถดถอยผิดพลาดไป ดังนี้

1. การที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันทำให้ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของสัมประสิทธิ์ความถดถอยมีค่าสูงมาก ทำให้สถิติทดสอบ  $t$  มีค่าน้อยกว่าปกติ
2. การที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันทำให้เครื่องหมายของสัมประสิทธิ์ความถดถอย ( $\beta, b$ ) ตรงข้ามกับที่ควรจะเป็น
3. การที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันทำให้ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย ( $\beta, b$ ) เปลี่ยนแปลงไป (ไม่คงที่) เมื่อมีตัวแปรอิสระเพิ่มขึ้น

ในการใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อเป็นการยืนยันความเหมาะสมของข้อมูลที่ใช้วิเคราะห์เชิงสถิติจะต้องมีการตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ สำหรับเงื่อนไข ข้อ 1-4 เป็นเงื่อนไขเกี่ยวกับความคลาดเคลื่อน (error or residual ) การที่จะนำสมการ ไปประยุกต์ใช้ในแง่ของการแสดงระดับและทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่าง ตัวแปรต้น และตัวแปรตาม จะต้องมีความมั่นใจในความถูกต้องของสมการ

การตรวจสอบเงื่อนไขดังกล่าวสามารถพิจารณาได้จากแผนภาพ กราฟ และค่าสถิติทดสอบ เช่น กราฟ Normal Probability Plot Histogram, Boxplot, ค่าสถิติ Durbin-Watson

สำหรับเงื่อนไขข้อ 5 ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระจากกัน หากตัวแปรอิสระตัวใดตัวหนึ่งมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระตัวอื่นจะเกิดความขัดแย้งกัน (Collinear) ซึ่งหากมีตัวแปรอิสระหลายๆตัวที่เกิดความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่นๆ ซึ่งเรียกว่าปัญหา Multicollinearity ซึ่งจะทำให้ผลการทดสอบ F และ t ขัดแย้งกัน สัมประสิทธิ์การถดถอยเปลี่ยนไปเมื่อมีตัวแปรอิสระในสมการเพิ่มขึ้น และทำให้สัมประสิทธิ์การถดถอยมีเครื่องหมายตรงข้ามจากที่ควรจะเป็น ดังนั้นก่อนการวิเคราะห์จะต้องทดสอบความเป็นอิสระของตัวแปรอิสระ โดยใช้ ค่าสถิติ Variance Inflation Factors (VIF) และค่า Tolerance ในการทดสอบ

## 2.3 การวิเคราะห์ค่าสถิติ

เมื่อตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุครบถ้วนแล้ว จะทำการวิเคราะห์ค่าสถิติ ดังนี้

**2.3.1 ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Regression coefficients หรือ  $\beta$ )** เป็นค่าที่บอกให้ทราบว่า ถ้าตัวแปรอิสระตัวนั้นมีค่าเปลี่ยนแปลงจากเดิมไปหนึ่งหน่วย ค่าของตัวแปรตามในสมการถดถอยจะเปลี่ยนแปลงไปจากเดิมมากน้อยเพียงใด และในทิศทางใด

**2.3.2 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of correlation หรือ R)** เป็นค่าที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรหนึ่งกับตัวแปรอื่น โดยวิเคราะห์ว่าข้อมูลของตัวแปรเหล่านั้นมีความสัมพันธ์หรือไม่ ถ้าตัวแปรมีความสัมพันธ์กันมาก ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จะสูง แต่ถ้าตัวแปรมีความสัมพันธ์กันน้อย ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จะต่ำ และถ้าความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ค่าของสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จะมีค่าเป็นบวก แต่ถ้าความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นไปในทิศทางตรงข้ามกัน ค่าของสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จะมีค่าเป็นลบ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จะมีค่าสูงสุดเป็น 1 ซึ่งแปลได้ว่าค่าบวกและค่าลบ แล้วแต่ว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวจะเป็นไปในทิศทางเดียวกันหรือตรงข้ามกัน แต่ถ้าตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์กันเลย สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จะมีค่าเป็นศูนย์

### 2.3.3 ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Coefficient of Determination หรือ R Square)

เป็นค่าที่บอกให้ทราบว่า การเปลี่ยนแปลงในค่าของตัวแปรตามในสมการถดถอยนั้นสามารถอธิบายได้ด้วยค่าที่เปลี่ยนแปลงของตัวแปรอิสระที่มีอยู่ในสมการนั้นได้มากน้อยเพียงใด ซึ่งในกรณีของการถดถอยเชิงพหุนั้น เนื่องจากว่ามีตัวแปรอิสระตั้งแต่สองตัวขึ้นไป ดังนั้นตัวแปรอิสระทุกตัวจึงมีส่วนในการกำหนดค่าที่เปลี่ยนแปลงไปของตัวแปรตาม ซึ่งค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจจะมีค่าสูงสุดเท่ากับ 1 และมีค่าต่ำสุดเท่ากับศูนย์

### 2.3.4 ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ได้ปรับปรุงแล้ว (Adjusted Coefficient of Determination หรือ Adjusted R square)

เป็นค่าที่ใช้ระบุว่าตัวแปรอิสระต่างๆ ที่อยู่ในสมการถดถอยนั้นมีอิทธิพลในการกำหนดค่าที่เปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้มากน้อยเพียงใด แต่ค่าดังกล่าวไม่ได้นำเอาองศาความเป็นอิสระ (Degree of Freedom) เข้ามาพิจารณา ดังนั้นอาจเป็นไปได้ว่าสมการถดถอยเชิงพหุซึ่งประกอบด้วยตัวแปรอิสระจำนวนเท่ากันและเป็นชุดเดียวกัน แต่มีจำนวนค่าสังเกตที่ต่างกันอาจได้ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่แตกต่างกันได้ หรือสมการถดถอยที่มีจำนวนค่าสังเกตเท่ากันแต่ประกอบด้วยตัวแปรอิสระแตกต่างกัน ไม่ว่าจะเป็นตัวแปรอิสระเองหรือจำนวนตัวแปรอิสระก็อาจทำให้ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่แตกต่างกัน ซึ่งสมการถดถอยเชิงพหุที่มีตัวแปรอิสระมากกว่าจะทำให้มีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจสูงกว่า ทำให้วิเคราะห์ว่าสมการถดถอยเชิงพหุนั้นสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของค่าตัวแปรตามได้ ซึ่งในความเป็นจริงตัวแปรอิสระบางตัวอาจไม่มีอิทธิพลหรือมีอิทธิพลน้อยมากในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของค่าตัวแปรตาม ดังนั้น เพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าวจึงใช้ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ได้ปรับปรุงแล้วในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของค่าตัวแปรตาม เนื่องจากไม่ได้นำเอาองศาความเป็นอิสระเข้ามาพิจารณาคด้วย

### 2.3.5 ค่านัยสำคัญทางสถิติของตัวแปร (Significant หรือ Sig.)

เป็นค่าที่บอกให้ทราบว่าควรยอมรับสมมติฐานหรือปฏิเสธสมมติฐานในการทดสอบสมมติฐาน กล่าวคือ ถ้าค่านัยสำคัญทางสถิติของตัวแปรมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญ ณ ระดับ 0.05 ( $\text{Sig.} > 0.05$ ) จะเป็นการยอมรับสมมติฐานหลัก ( $H_0$ ) นั่นคือ ตัวแปรตามไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ หรือถ้าค่านัยสำคัญทางสถิติของตัวแปรมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ ณ ระดับ 0.05 ( $\text{Sig.} < 0.05$ ) จะเป็นการปฏิเสธสมมติฐานหลัก ( $H_0$ ) นั่นคือ ตัวแปรตามมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ

## บทที่ 4

### ผลการวิจัยและข้อวิจารณ์

#### ผลการวิจัย

ในบทนี้จะเป็นการนำเสนอผลการวิจัยที่ได้จากการรวบรวมข้อมูลเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและความสามารถในการทำกำไร โดยแบ่งผลการวิเคราะห์ออกเป็น 3 ส่วน คือ

1. โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การวิจัยครั้งนี้ มีประชากรคือ บริษัทจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2554 กลุ่มตัวอย่างจะต้องมีรายงานทางการเงิน ในปี 2554 มีแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) หรือรายงานประจำปีครบถ้วนตามช่วงเวลาที่ทำการศึกษา เพื่อให้ได้ข้อมูลครบถ้วนในการจัดค่าตัวแปร และเพื่อใช้ในการประมวลผล โดยการวิจัยจะใช้ข้อมูลในทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นในส่วนของ ธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิตและประกันภัย กองทุน และบริษัทที่อยู่ในระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน เนื่องจากกลุ่มธุรกิจเหล่านี้ประเทศไทยมีกฎหมายที่กำกับดูแลแตกต่างออกไป จากเงื่อนไขในการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างดังกล่าวทำให้ได้จำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 343 บริษัท



## 1. โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากการวิเคราะห์ข้อมูลของตัวแปรเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า การกระจุกตัวของการถือหุ้นที่วัดจากอัตราร้อยละของผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูงสุด 5 อันดับแรกรวมกันนั้น ผู้ถือหุ้นมีการถือหุ้นเฉลี่ยในบริษัทอยู่ที่ร้อยละ 65.00 ซึ่งเป็นการถือหุ้นที่สูงมาก เมื่อดูองค์ประกอบของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ลำดับแรกพบว่า จาก 343 บริษัท ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่พบมากที่สุดคือ บุคคลธรรมดาและกลุ่มครอบครัวจำนวน 184 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 53.64 เมื่อแจกแจงการถือหุ้นตามระดับการถือหุ้นพบว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 ลำดับแรก มีการถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 50 ถึง 272 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 79.30 ต่อมาพิจารณาสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหารโดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 16.13 ซึ่งไม่สูงมากนัก และสุดท้ายสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนไทย พบว่านักลงทุนไทยถือหุ้นโดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 84.04 ซึ่งถือเป็นสัดส่วนที่สูงมาก จากข้อมูลทำให้สรุปได้ว่า โครงสร้างของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นสูง ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่วนใหญ่เป็นครอบครัวของผู้ก่อตั้ง เครือญาติ หรือบริษัทในเครือ ผู้ถือหุ้นบางกลุ่มถือหุ้นเป็นจำนวนมากและมีอิทธิพลต่อบริษัท อำนาจควบคุมส่วนใหญ่ไม่ได้ถูกกระจายออกไปยังบุคคลต่างๆ แต่อำนาจควบคู่นี้อยู่ในมือของบุคคลไม่กี่คนที่มีความสัมพันธ์กับบริษัท กรรมการบริษัทและผู้บริหารถือหุ้นโดยเฉลี่ยในบริษัทไม่สูงมากนัก ซึ่งอาจเกิดจากในปัจจุบันนิยมจ้างผู้บริหารมืออาชีพมาบริหารงาน และนักลงทุนไทยมีการถือหุ้นในบริษัทในสัดส่วนที่สูงมาก ซึ่งค่าสถิติเชิงพรรณนา สามารถนำเสนอได้ดังนี้

### 1.1 การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น

จากการเก็บข้อมูลเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูงสุด 5 อันดับแรกรวมกันจากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 343 บริษัทนั้น พบว่ามีบริษัทจำนวนหนึ่งที่เข้ามาถือหุ้นในบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งผู้วิจัยเห็นว่ามีความเป็นไปได้ที่บริษัทเหล่านี้ อาจจะมีการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นกลุ่มเดียวกันกับบริษัทใหญ่ ผู้วิจัยจึงหาข้อมูลเพิ่มเติมโดยการขอคัดสำเนาข้อมูลผู้ถือหุ้นของบริษัทที่เข้ามาถือหุ้นในบริษัทกลุ่มตัวอย่างจากกรมพัฒนาธุรกิจการค้า พบว่าจากบริษัทจำนวน 106 บริษัท มี 74 บริษัท เป็นกิจการที่ไม่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่าง แต่ 32 บริษัท มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทในกลุ่มตัวอย่างที่บริษัทเหล่านั้นถือหุ้นอยู่ โดยข้อมูลการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นที่นำมาวิเคราะห์และแสดงในตาราง เป็นข้อมูลที่ปรับปรุงแล้ว



ตารางที่ 13 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา อัตราร้อยละของการกระจุกตัวของการถือหุ้น (%)

| ตัวแปร                                    | ค่าต่ำสุด | ค่าสูงสุด | ค่าเฉลี่ย | ส่วนเบี่ยงเบน<br>มาตรฐาน |
|-------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|--------------------------|
| การกระจุกตัวของการถือหุ้น                 |           |           |           |                          |
| การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ลำดับแรก    | 2.93      | 95.76     | 40.76     | 18.93                    |
| การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 3 ลำดับแรก | 5.01      | 98.48     | 58.86     | 18.67                    |
| การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 ลำดับแรก | 5.68      | 99.66     | 65.00     | 17.85                    |

ตารางที่ 13 แสดงข้อมูลร้อยละของการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น จากตัวอย่าง 343 ตัวอย่าง แบ่งเป็นการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ลำดับแรก ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 3 ลำดับแรกและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 ลำดับแรกตามลำดับ ซึ่งจากการเก็บรวบรวมข้อมูล ตั้งข้อสังเกตได้ว่า บริษัทที่มีผู้ถือหุ้นถือครองหุ้น 5 อันดับแรกในสัดส่วนที่สูงมากนั้น ผู้ถือหุ้นมักเป็นครอบครัวของผู้ก่อตั้ง เครือญาติ หรือ บริษัทในเครือ แสดงให้เห็นว่ามีผู้ถือหุ้นบางกลุ่มที่ถือหุ้นเป็นจำนวนมากและมีอิทธิพลต่อบริษัท อำนาจควบคุมส่วนใหญ่ไม่ได้ถูกกระจายออกไปยังบุคคลต่างๆ แต่อำนาจควบคู่นี้อยู่ในมือของบุคคลไม่กี่คนที่มีความสัมพันธ์กับบริษัทและทำการถือหุ้นของบริษัทในจำนวนที่สูงมากนั่นเอง

โดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ลำดับแรก มีการถือหุ้นเฉลี่ยที่ร้อยละ 40.76 โดยมีการถือหุ้นต่ำสุดคือร้อยละ 2.93 ส่วนการถือหุ้นสูงสุดที่ร้อยละ 95.76 การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 3 ลำดับแรก การถือหุ้นเฉลี่ยเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 58.86 โดยมีการถือหุ้นต่ำสุดคือร้อยละ 5.01 ส่วนการถือหุ้นสูงสุดคือร้อยละ 98.48 การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 ลำดับแรก โดยเฉลี่ยอยู่ที่ ร้อยละ 65 การกระจุกตัวต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 5.68 ส่วนการกระจุกตัวสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 99.66 ส่วน

สำหรับการกระจายของข้อมูลนั้นจะพิจารณาจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ซึ่งมีค่าอยู่ระหว่าง 17.85 ถึง 18.93 แสดงว่าข้อมูลมีการกระจายตัวสูงมาก นั่นคือ การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ลำดับแรกส่วนใหญ่อยู่ระหว่างร้อยละ 21.83 - 59.69 การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 3 ลำดับแรกส่วนใหญ่อยู่ระหว่างร้อยละ 40.19 - 77.53 และ การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 ลำดับแรกอยู่ระหว่างร้อยละ 47.15 - 82.85

ตารางที่ 14 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา องค์ประกอบของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ลำดับแรกของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

| ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ลำดับแรก   | ค่าต่ำสุด | ค่าสูงสุด | ค่าเฉลี่ย | จำนวน | ร้อยละ |
|-----------------------------|-----------|-----------|-----------|-------|--------|
| บุคคลทั่วไปและกลุ่มครอบครัว | 0         | 86.51     | 21.31     | 184   | 53.64  |
| กิจการ (1)*                 | 0         | 73.61     | 7.81      | 56    | 16.33  |
| กิจการ (2)**                | 0         | 95.76     | 10.44     | 92    | 26.82  |
| สถาบันการเงิน               | 0         | 17.00     | 0.15      | 4     | 1.17   |
| รัฐ                         | 0         | 70.00     | 1.02      | 7     | 2.04   |

\*กิจการ (1) คือ กิจการที่มีผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิควบคุมรายเดียวกัน นำมารวมกัน

\*\*กิจการ (2) คือ นิติบุคคลหรือบริษัทอื่นทั่วไป

จากตารางที่ 14 แสดงการแจกแจงการถือหุ้นของโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ลำดับแรก เพื่อให้เห็นภาพชัดเจนขึ้นว่าผู้ถือหุ้นใหญ่ที่สุดของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2554 นั้น ถือโดยกลุ่มใด จากการเก็บข้อมูล 343 บริษัท ผู้ที่ถือหุ้นรายใหญ่ลำดับแรกในบริษัทที่พบมากที่สุด คือ การถือหุ้นโดยบุคคลทั่วไปและกลุ่มครอบครัว ที่พบมากเป็นลำดับสองเป็นการถือหุ้นโดยนิติบุคคลหรือบริษัททั่วไป ที่พบมากเป็นอันดับที่สามคือการถือหุ้นโดยกิจการที่มีผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิควบคุมรายเดียวกัน ส่วนการถือหุ้นใหญ่โดยสถาบันการเงิน และภาครัฐ พบเพียงเล็กน้อยเท่านั้น แสดงให้เห็นว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทในประเทศไทย มีลักษณะกระจุกตัวสูง โดยผู้ถือหุ้นใหญ่ที่สุดถือครองหุ้นจำนวนมาก บางบริษัทผู้ถือหุ้นใหญ่รายเดียวครองหุ้นสูงถึง ร้อยละ 95 ของหุ้นทั้งหมดในบริษัท นอกจากนี้ยังพบว่าผู้ถือหุ้นที่เป็นบุคคลทั่วไปหรือกลุ่มครอบครัว ใช้วิธีเข้าถือหุ้นในบริษัทต่างๆ เพื่อมาถือหุ้นบริษัทในตลาดหลักทรัพย์อีกทางหนึ่งด้วย เห็นได้ชัดจากการวิจัยครั้งนี้พบการถือหุ้นโดยกิจการที่มีผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิควบคุมรายเดียวกันมีจำนวนมาก

โดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นบุคคลทั่วไปและกลุ่มครอบครัวพบมากที่สุดถึง 184 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 53.64 โดยบุคคลทั่วไปและกลุ่มครอบครัวนี้ ถือหุ้นเฉลี่ยร้อยละ 21.31 มีผู้ถือหุ้นเป็นนิติบุคคลหรือบริษัทอื่น จำนวน 92 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 26.82 บริษัทภายนอกนี้ถือหุ้นเฉลี่ยร้อยละ 10.44 มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีการถือหุ้นผ่านบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิควบคุมรายเดียวกันจำนวน 56 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 16.33 โดยบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายเดียวกันนี้ ถือหุ้นโดยเฉลี่ยร้อยละ 7.81 ผู้ถือ

หุ้นใหญ่ที่เป็นหน่วยงานของรัฐ 7 บริษัท ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 2.04 รัฐถือหุ้นเฉลี่ยร้อยละ 1.02 มีผู้ถือหุ้นใหญ่ที่สุดที่เป็นสถาบันการเงินมีเพียง 4 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 1.17 และถือหุ้นเฉลี่ยร้อยละ 0.15

ตารางที่ 15 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาแจกแจงการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นตามระดับการถือหุ้น

| ระดับการถือหุ้น | ผู้ถือหุ้นรายใหญ่<br>ลำดับแรก |        | ผู้ถือหุ้นรายใหญ่<br>3 ลำดับแรก |        | ผู้ถือหุ้นรายใหญ่<br>5 ลำดับแรก |        |
|-----------------|-------------------------------|--------|---------------------------------|--------|---------------------------------|--------|
|                 | จำนวน                         | ร้อยละ | จำนวน                           | ร้อยละ | จำนวน                           | ร้อยละ |
| 0-5%            | 2.00                          | 0.58   | 0.00                            | 0.00   | 0.00                            | 0.00   |
| 5-10%           | 5.00                          | 1.46   | 1.00                            | 0.29   | 1.00                            | 0.29   |
| 10-15%          | 21.00                         | 6.12   | 1.00                            | 0.29   | 0.00                            | 0.00   |
| 15-20%          | 21.00                         | 6.12   | 4.00                            | 1.17   | 1.00                            | 0.29   |
| 20-25%          | 40.00                         | 11.66  | 6.00                            | 1.75   | 5.00                            | 1.46   |
| รวม 0-25%       | 89.00                         | 25.95  | 12.00                           | 3.50   | 7.00                            | 2.04   |
| 25-50%          | 143.00                        | 41.69  | 99.00                           | 28.86  | 64.00                           | 18.66  |
| 50-75%          | 103.00                        | 30.03  | 167.00                          | 48.69  | 158.00                          | 46.06  |
| 75%up           | 8.00                          | 2.33   | 65.00                           | 18.95  | 114.00                          | 33.24  |
| รวม             | 343.00                        | 100.00 | 343.00                          | 100.00 | 343.00                          | 100.00 |

ตารางที่ 15 แสดงการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นตามระดับของการถือหุ้น จากข้อมูลเห็นได้ว่าการถือหุ้นของผู้ถือหุ้น โดยส่วนใหญ่มีระดับการถือหุ้นที่สูงมาก ในการถือหุ้นใหญ่ที่สุดอันดับแรกอันดับเดียว ก็มีผู้ถือหุ้นเกินกว่า 25% ถึง 254 บริษัทจาก 343 บริษัท พิจารณาผู้ถือหุ้นใหญ่ 3 อันดับแรก และ 5 อันดับแรกเป็นลำดับต่อมา พบว่า ในบริษัทตัวอย่างส่วนใหญ่ ผู้ถือหุ้นลำดับแรกๆเพียงไม่กี่รายได้ถือหุ้นของบริษัทรวมกันมากกว่า 50% ซึ่งแสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่ามีผู้ถือหุ้นบางกลุ่มมีอิทธิพลต่อบริษัทอย่างมาก อำนาจควบคุมส่วนใหญ่อยู่ในมือของบุคคลไม่กี่คนที่มีความสัมพันธ์กับบริษัทและทำการถือหุ้นของบริษัทในจำนวนที่สูงมากนั่นเอง

พิจารณาผู้ถือหุ้นรายใหญ่ลำดับแรก ถือหุ้นอยู่ในระดับ 25 - 50% มากที่สุด คิดเป็นร้อยละ 41.69 โดยถือหุ้น 50-75% มากเป็นลำดับที่สอง มีการถือหุ้น ต่ำกว่า 25% มากเป็นลำดับที่ 3 และระดับที่มีการถือหุ้นน้อยที่สุดคือ 75% ขึ้นไป มีอยู่เพียงร้อยละ 2.33 พิจารณาผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 3

ลำดับแรก พบความเปลี่ยนแปลงของระดับการถือหุ้นคือ ผู้ถือหุ้นถือหุ้นอยู่ในระดับ 50-75% มากที่สุด คิดเป็นร้อยละ 48.69 มีการถือหุ้นในระดับ 75% ขึ้นไป คิดเป็นร้อยละ 18.95 ซึ่งเพิ่มขึ้นจากเดิมอย่างมาก และการถือหุ้นในระดับที่ต่ำกว่า 25% ลดลงจากเดิมอย่างมากจนมีเพียงร้อยละ 3.5 เท่านั้น ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 ลำดับแรก จำนวนผู้ถือหุ้นในระดับ 50-75% และ 75% ขึ้นไป เพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 46.06 และ 33.24 ตามลำดับ แต่ในส่วนของการถือหุ้นที่ต่ำกว่า 25% และ 25 – 50% ลดลงเหลือเพียงร้อยละ 2.04 และ 18.66 ตามลำดับ

## 1.2 สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร

ตารางที่ 16 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา อัตราร้อยละของการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร (%)

| ตัวแปร                                                  | ค่าต่ำสุด | ค่าสูงสุด | ค่าเฉลี่ย | ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน |
|---------------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|----------------------|
| สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร ( DMOWN ) | 0         | 87.10     | 16.13     | 20.40                |

สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหารในภาพรวมเห็นได้ว่าสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหารอยู่ในระดับที่ไม่สูงมากนักโดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 16.13 เนื่องจากปัจจุบันกิจการ นิยมจ้างผู้บริหารมืออาชีพเข้ามาบริหารบริษัทมากขึ้นจึงทำให้ กรรมการบริษัทและผู้บริหารไม่มีส่วนได้เสียในบริษัทผ่านรูปแบบการเป็นเจ้าของมากนัก สัดส่วนการถือหุ้นต่ำสุดคือไม่มีกรรมการบริษัทและผู้บริหารถือหุ้นในบริษัทเลย ทางตรงกันข้าม บางบริษัทกรรมการและผู้บริหารถือหุ้นสูงถึงร้อยละ 87.10 โดยตั้งข้อสังเกตได้ว่า บริษัทที่กรรมการบริษัทและผู้บริหารถือหุ้นจำนวนมากนั้น ผู้บริหารมักเป็นผู้ที่มีความเกี่ยวข้องกับผู้ก่อตั้งบริษัทหรือครอบครัว สำหรับการกระจายของข้อมูลนั้นจะพิจารณาจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ซึ่งมีค่าอยู่ที่ 20.40 แสดงว่าข้อมูลมีการกระจายตัวสูง นั่นคือ การถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหารส่วนใหญ่อยู่ระหว่างร้อยละ 0 – 36.53



### 1.3 สัดส่วนการถือหุ้นของของนักลงทุนไทย

ตารางที่ 17 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา อัตราร้อยละของการถือหุ้นของนักลงทุนไทย (%)

| ตัวแปร                                    | ค่าต่ำสุด | ค่าสูงสุด | ค่าเฉลี่ย | ส่วนเบี่ยงเบน<br>มาตรฐาน |
|-------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|--------------------------|
| สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย<br>(THAI) | 8.19      | 100.00    | 84.04     | 20.35                    |

สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย (THAI) นักลงทุนไทยลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 84.04 โดยสัดส่วนการถือหุ้นต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 8.19914 และสัดส่วนการถือหุ้นสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 100.00 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่นำมาวิจัย มีการถือหุ้นของนักลงทุนไทยในระดับที่สูงมาก

### 1.4 ตัวแปรควบคุม

นอกจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นตัวแปรที่สนใจแล้ว การวิจัยครั้งนี้ยังมีตัวแปรอื่นที่อาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของกิจการด้วย ผู้วิจัยจึงได้นำตัวแปรเหล่านั้นเข้ามาศึกษาด้วย ซึ่งสามารถนำเสนอได้ดังนี้

ตารางที่ 18 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรควบคุม ขนาดของกิจการ ความเสี่ยงทางการเงิน และการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร

| ตัวแปร                         | ค่าต่ำสุด | ค่าสูงสุด | ค่าเฉลี่ย | ส่วนเบี่ยงเบน<br>มาตรฐาน |
|--------------------------------|-----------|-----------|-----------|--------------------------|
| ขนาดของกิจการ (LLTA)           | 19.20     | 27.97     | 22.27     | 1.52                     |
| ความเสี่ยงทางการเงิน (DFL)     | 0.0039    | 122.81    | 2.05      | 8.085                    |
| การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (CINT) | 0.00034   | 2.79      | 0.088     | 0.215                    |



จากตารางแสดงข้อมูลเกี่ยวกับค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของกิจการ (LLTA) โดยวัดจากถลอกกาลิที่มีธรรมชาติของสินทรัพย์รวม ขนาดกิจการโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 22.27 เมื่อพิจารณารายละเอียดพบว่า ขนาดกิจการขนาดเล็กที่สุดอยู่ที่ 19.20 หรือ 217.52 ล้านบาท ส่วนในทางตรงกันข้ามขนาดกิจการขนาดใหญ่ที่สุดอยู่ที่ 27.97 หรือ 1,402,412.09 ล้านบาท

ความเสี่ยงทางการเงิน (DFL) ของบริษัทโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 2.05 เท่า บริษัทที่มีระดับความเสี่ยงทางการเงินต่ำสุดอยู่ที่ 0.00385 เท่า ส่วนบริษัทที่มีความเสี่ยงทางการเงินสูงสุด สูงถึง 122.81 เท่า

การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (CINT) ของบริษัทโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 0.088 บริษัทมีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร ต่ำสุดอยู่ที่ 0.00034 ในทางตรงกันข้ามบางบริษัทมีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร สูงสุดอยู่ที่ 2.79

**ตาราง 19** ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรควบคุม ประเภทอุตสาหกรรม

| ประเภทอุตสาหกรรม                                   | จำนวน      | ร้อยละ     |
|----------------------------------------------------|------------|------------|
| กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (TYPE 1) | 72         | 20.99      |
| กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (TYPE 2)                     | 70         | 20.41      |
| กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (TYPE 3)           | 69         | 20.12      |
| กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (TYPE 4)    | 40         | 11.66      |
| กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TYPE 5)                  | 37         | 10.79      |
| กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (TYPE 6)                   | 24         | 6.99       |
| กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค                  | 31         | 9.04       |
| <b>รวม</b>                                         | <b>343</b> | <b>100</b> |

ตาราง 19 แสดงจำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยจำแนกตามประเภทของอุตสาหกรรมจาก 7 อุตสาหกรรม จำนวน 343 บริษัท กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีจำนวนบริษัทมากที่สุดคือ 72 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 20.99 รองลงมาคือกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ที่มีจำนวน 70 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 20.41 และกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีจำนวนตัวอย่างน้อยที่สุดคือกลุ่มทรัพยากร จำนวน 24 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 6.99

## 2. ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในการวิจัยครั้งนี้มีตัวแปรตามคือ ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท โดยใช้ อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) และค่า Q ที่ได้จาก Tobin's Q เป็นตัวแทนในการวัดคุณภาพกำไร พบว่า อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 6.761 แสดงให้เห็นว่าเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของจะได้รับผลตอบแทนกลับคืนมาจากการดำเนินการของกิจการโดยเฉลี่ยในอัตราร้อยละ 6.761 อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์โดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 7.959 นั่นคือบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรจากสินทรัพย์ที่ลงทุนไปเฉลี่ยร้อยละ 7.959 ส่วนของ Tobin's Q โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 1.296 ซึ่งทั้งอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ และค่า Tobin's Q มีการแสดงผลไปในทิศทางเดียวกันคือ ยิ่งค่าที่ได้มีค่าสูงจะแสดงให้เห็นว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรสูงด้วย การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณานำเสนอได้ดังนี้

ตารางที่ 20 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

| ตัวแปร                                  | ค่าต่ำสุด | ค่าสูงสุด | ค่าเฉลี่ย | ส่วนเบี่ยงเบน<br>มาตรฐาน |
|-----------------------------------------|-----------|-----------|-----------|--------------------------|
| อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) | -241.97   | 166.50    | 6.761     | 26.627                   |
| อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA)         | -45.60    | 57.29     | 7.959     | 10.797                   |
| Tobin's Q (Q)                           | 0.318     | 9.384     | 1.296     | 0.847                    |

จากตารางแสดงข้อมูลเกี่ยวกับค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรตาม คือ ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท จากตัวอย่าง 343 ตัวอย่าง อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทโดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 6.761 เมื่อพิจารณารายละเอียดพบว่า บางบริษัทมีผลขาดทุนจำนวนมากทำให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำสุดอยู่ที่ติดลบร้อยละ 241.97 ในทางตรงกันข้ามบริษัทมีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงสุด คือร้อยละ 166.50 ด้านอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ของบริษัทโดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 7.959 เมื่อพิจารณารายละเอียด บางบริษัทมีผลขาดทุนจำนวนมากทำให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ต่ำสุดอยู่ที่ติดลบร้อยละ 45.6 ส่วนอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์สูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 57.29 ด้านค่า Q ที่ได้จากการคำนวณ Tobin's Q โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 1.296 เมื่อพิจารณารายละเอียดพบว่า ค่า Q ต่ำสุดอยู่ที่ 0.318 ส่วนค่า Q สูงสุดอยู่ที่ 9.384

สำหรับการกระจายของข้อมูลนั้นจะพิจารณาจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ซึ่งอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าอยู่ที่ 26.627 แสดงว่าข้อมูลมีการกระจายตัวสูง นั่นคือ อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่อยู่ระหว่าง ดิคลบร้อยละ 19.866 ถึงร้อยละ 33.388 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีค่าอยู่ที่ 10.797 ข้อมูลมีการกระจายตัวค่อนข้างสูง นั่นคือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ส่วนใหญ่อยู่ระหว่าง ดิคลบร้อยละ 2.838 ถึงร้อยละ 18.756 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่า Q ที่ได้จากการคำนวณ Tobin's Q เท่ากับ 0.847 ข้อมูลมีการกระจายตัวไม่มากนัก นั่นคือ ค่า Q ส่วนใหญ่อยู่ระหว่าง 0.449 ถึง 2.143

### 3. ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การวิเคราะห์ข้อมูลในส่วนนี้จะเป็นการนำเสนอผลการวิจัยด้วยสถิติเชิงอนุมาน โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระตั้งแต่ 2 ตัวขึ้นไป

**ตัวแบบที่ 1** เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไร โดยใช้ อัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแทนในการวัดความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โดยมีตัวแบบดังนี้

$$\text{ROE} = \beta_0 + \beta_1 \text{TOP5} + \beta_2 \text{DMOWN} + \beta_3 \text{THAI} + \beta_4 \text{LLTA} + \beta_5 \text{SDFL} + \beta_6 \text{CINT} + \beta_7 \text{TYPE} + \varepsilon$$

**ตารางที่ 21** ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น กับตัวแปรอิสระที่ใช้ในตัวแบบ

| Model      | coefficients | Sig.   |
|------------|--------------|--------|
| (Constant) | -48.658      | .070   |
| TOP5       | .125         | .116   |
| DMOWN      | -.010        | .612   |
| THAI       | -.050        | .525   |
| LLTA       | 2.345        | .025*  |
| DFL        | -1.184       | .000** |
| CINT       | -1.311       | .837   |
| TYPE1      | 1.917        | .722   |
| TYPE2      | 2.209        | .678   |
| TYPE3      | -2.369       | .656   |
| TYPE4      | 8.839        | .136   |
| TYPE5      | -7.161       | .233   |
| TYPE6      | 1.797        | .799   |

$R^2 = 0.197$  Adjusted  $R^2 = 0.168$  F-value = 6.749 Sig. F = 0.000 n = 343

\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 \* ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

ตารางที่ 21 ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นทั้งในด้านการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น(TOP5) สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร (DMOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย (THAI) กับความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หากพิจารณาตัวแปรควบคุมพบว่า ความเสี่ยงทางการเงิน (DFL) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับ อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99 % และขนาดของบริษัท (LLTA) มีความความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95 %

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระแต่ละตัวที่ใช้ในตัวแบบพบว่าตัวแบบโดยรวมมีค่า P-value หรือ Sig. F อยู่ที่ 0.000 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 แสดงว่ามีตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม เมื่อพิจารณาค่า

$R^2$  พบว่าความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมดที่มีต่อตัวแปรตามเท่ากับ 19.70% และพิจารณาจากค่า Adjusted  $R^2$  ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของ ROE ได้ 16.80%

**ตัวแบบที่ 2** เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไร โดยใช้ อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์ เป็นตัวแทนในการวัดความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โดยมีตัวแบบดังนี้

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 \text{ TOP5} + \beta_2 \text{ DMOWN} + \beta_3 \text{ THAI} + \beta_4 \text{ LLTA} + \beta_5 \text{ DFL} + \beta_6 \text{ CINT} + \beta_7 \text{ TYPE} + \varepsilon$$

**ตารางที่ 22** ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ กับตัวแปรอิสระที่ใช้ในตัวแบบ

| Model      | coefficients | Sig.   |
|------------|--------------|--------|
| (Constant) | -15.754      | .159   |
| TOP5       | .044         | .194   |
| DMOWN      | -.013        | .744   |
| THAI       | .009         | .774   |
| LLTA       | .898         | .040*  |
| DFL        | -.199        | .005** |
| CINT       | -4.097       | .130   |
| TYPE1      | -1.286       | .576   |
| TYPE2      | 1.483        | .513   |
| TYPE3      | -.480        | .832   |
| TYPE4      | 5.188        | .035*  |
| TYPE5      | -2.777       | .278   |
| TYPE6      | 2.328        | .440   |

$R^2 = 0.12$  Adjusted  $R^2 = 0.085$  F-value = 3.454 Sig. F = 0.000 n = 343

\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05



ตารางที่ 22 ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นทั้งในด้านการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น(TOP5) สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร(DMOWN) และ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย(THAI) กับความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หากพิจารณาตัวแปรควบคุมพบว่า ความเสี่ยงทางการเงิน (DFL) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับ อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99 % ขนาดของบริษัท(LLTA) มีความความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95 % และ พบว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95 %

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) กับตัวแปรอิสระแต่ละตัวที่ใช้ในแบบ พบว่าตัวแบบโดยรวมมีค่า P-value หรือ Sig. F อยู่ที่ 0.000 ซึ่งมีความน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 ค่าสถิติดังกล่าวใช้ทดสอบสมมติฐานที่ว่า มีตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม จากผลการทดสอบดังกล่าวทำให้สรุปได้ว่ามีตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวจาก 7 ตัวที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม เมื่อพิจารณาค่า  $R^2$  พบว่าความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมดที่มีต่อตัวแปรตามเท่ากับ 12.00% และพิจารณาจากค่า Adjusted  $R^2$  ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) ได้ 8.50% ซึ่งในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุจะใช้สัมประสิทธิ์การตัดสินใจจากค่า Adjusted  $R^2$

**ตัวแบบที่ 3** เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไร โดยใช้ Tobin's Q เป็นตัวแทนในการวัดความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โดยมีตัวแบบดังนี้

$$Q = \beta_0 + \beta_1 \text{ TOP5} + \beta_2 \text{ DMOWN} + \beta_3 \text{ THAI} + \beta_4 \text{ LLTA} + \beta_5 \text{ DFL} + \beta_6 \text{ CINT} + \beta_7 \text{ TYPE} + \varepsilon$$

ตารางที่ 23 ผลทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม Tobin's Q กับตัวแปรอิสระที่ใช้ในตัวแบบ

| Model                                                                                                 | coefficients | Sig.  |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|-------|
| (Constant)                                                                                            | -.469        | .662  |
| TOP5                                                                                                  | .003         | .289  |
| DMOWN                                                                                                 | -.002        | .597  |
| THAI                                                                                                  | -.001        | .612  |
| LLTA                                                                                                  | .062         | .075  |
| DFL                                                                                                   | .004         | .468  |
| CINT                                                                                                  | -.208        | .339  |
| TYPE1                                                                                                 | .109         | .554  |
| TYPE2                                                                                                 | .466         | .011* |
| TYPE3                                                                                                 | .019         | .919  |
| TYPE4                                                                                                 | .431         | .033* |
| TYPE5                                                                                                 | .375         | .068  |
| TYPE6                                                                                                 | .076         | .755  |
| R <sup>2</sup> = 0.082   Adjusted R <sup>2</sup> = 0.045   F-value = 2.252   Sig. F = 0.008   n = 343 |              |       |

\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

ตารางที่ 23 ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นทั้งในด้านการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น(TOP5) สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร(DMOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย(THAI) กับความสามารถในการทำกำไรที่วัดจาก Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หากพิจารณาตัวแปรควบคุมพบว่า บริษัทที่อยู่ในกลุ่มบริการ กลุ่มเกษตร และอุตสาหกรรมอาหาร มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรที่วัดจาก Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95 % โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.466 และ 0.431

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม Tobin's Q กับตัวแปรอิสระแต่ละตัวที่ใช้ในตัวแบบ พบว่าตัวแบบโดยรวมมีค่า P-value หรือ Sig. F อยู่ที่ 0.008 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 ค่าสถิติดังกล่าวใช้ทดสอบสมมติฐานที่ว่า มีตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม จากผลการทดสอบดังกล่าวทำให้สรุปได้ว่ามีตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวจาก 7 ตัวที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม เมื่อพิจารณาค่า R<sup>2</sup> พบว่าความสัมพันธ์ของตัวแปร

อิสระทั้งหมดที่มีต่อตัวแปรตามเท่ากับ 8.20% และพิจารณาจากค่า Adjusted  $R^2$  ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม Tobin's Q ได้ 4.50% ซึ่งในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุจะใช้สัมประสิทธิ์การตัดสินใจจากค่า Adjusted  $R^2$  ไม่ใช่ค่า  $R^2$  เพราะเมื่อเพิ่มตัวแปรอิสระเข้าสมการถดถอยจะทำให้  $R^2$  มากขึ้นทั้งที่ตัวแปรอิสระที่เพิ่มขึ้นอาจจะไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามก็ได้ จึงมีการปรับค่า  $R^2$  ให้ถูกต้องยิ่งขึ้น คือค่า Adjusted  $R^2$

**ตารางที่ 24** สรุปผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรในแต่ละตัวแบบ

| ตัวแปร (ความคาดหวัง)                                | ตัวแบบที่ 1 ROE  |        | ตัวแบบที่ 2 ROA  |        | ตัวแบบที่ 3 Tobin's Q |        |
|-----------------------------------------------------|------------------|--------|------------------|--------|-----------------------|--------|
|                                                     | นัยสำคัญทางสถิติ | ทิศทาง | นัยสำคัญทางสถิติ | ทิศทาง | นัยสำคัญทางสถิติ      | ทิศทาง |
| 1. การกระจุกตัวของการถือหุ้น(+)                     | ไม่มี            | +      | ไม่มี            | +      | ไม่มี                 | +      |
| 2. สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร(+) | ไม่มี            | +      | ไม่มี            | +      | ไม่มี                 | +      |
| 3. สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย (+)              | ไม่มี            | -      | ไม่มี            | +      | ไม่มี                 | +      |
| 4.ขนาดของบริษัท (+)                                 | มี               | +      | มี               | +      | ไม่มี                 | +      |
| 5.ความเสี่ยงทางการเงิน (+/-)                        | มี               | -      | มี               | -      | ไม่มี                 | +      |
| 6.การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (+/-)                     | ไม่มี            | -      | ไม่มี            | -      | ไม่มี                 | -      |
| 7.ประเภทอุตสาหกรรม                                  | ไม่มี            | +, -   | มี               | +      | มี                    | +      |

#### ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1

H1: การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (Top 5) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่า การกระจุกตัวของการถือหุ้น (TOP5) ไม่มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่วัดค่าโดยใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ และ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

## ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2

H2: สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร (DMOWN) ไม่มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่วัดค่าโดยใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ และ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

## ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 3

H3: สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย (THAI) ไม่มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่วัดค่าโดยใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ และ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

## ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 4

H4: ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่วัดค่าโดยใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น และอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95 % โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 2.345 และ 0.898 ตามลำดับ ซึ่งหมายถึง หากบริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้น 1 หน่วย จะ

ส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น 2.345 และหากบริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้น 1 หน่วย จะส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์เพิ่มขึ้น 0.898

#### ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 5

H5: ความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่า ความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่วัดค่าโดยใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น และอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99 % โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 1.184 และ 0.199 ตามลำดับ ซึ่งหมายถึง หากความเสี่ยงทางการเงินเพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นลดลง 1.184 และหากความเสี่ยงทางการเงินเพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ลดลง 0.199

#### ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 6

H6: การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่า การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (CINT) ไม่มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่วัดค่าโดยใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ และ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

#### ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 7

H7: ประเภทอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่า ประเภทอุตสาหกรรม (TYPE) มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่วัดค่าโดยใช้อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ และ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95 % โดยอุตสาหกรรมกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีค่าเฉลี่ยของความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 5.188 อุตสาหกรรมกลุ่มบริการ และกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีค่าเฉลี่ยของความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่วัดโดย Tobin's Q แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.466 และ 0.431 ตามลำดับ

### ข้อวิจารณ์

จากการวิจัยที่ได้เก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปเป็นข้อวิจารณ์ตามประเด็นที่มุ่งเน้นในการศึกษา โดยมีรายละเอียดดังนี้

#### ตัวแปรที่สนใจ

จากผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ในส่วนของการกระจุกตัวของการถือหุ้น ผลการวิจัยไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวของการถือหุ้น (TOP5) และความสามารถในการทำกำไร ทั้งในส่วนของความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และ Tobin's Q ผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับผลการวิจัยในอดีตของ Welch E. (2003) ซึ่งไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นของกับผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดด้วยวิธี Tobin's Q แต่ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ McConnell and Servaes (1990), Kapopoulos P. and Lazaretou S. (2007) ที่พบความสัมพันธ์กันในทางบวกของโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัททั้งจากการวัดด้วยวิธี Tobin's Q ซึ่งความไม่สอดคล้องกันอาจเกิดจาก โครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่แตกต่างกัน ในต่างประเทศลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นแบบกระจายตัว มีการกระจายอำนาจในการควบคุมบริษัท ในขณะที่โครงสร้างผู้ถือหุ้นในประเทศไทยเป็นแบบกระจุกตัว คือผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะถือหุ้นจำนวนมากจนมีสิทธิ์ควบคุมบริษัท และผู้ถือหุ้นใหญ่เหล่านี้มักจะเกี่ยวข้องกับครอบครัวผู้ก่อตั้งบริษัทและเครือญาติ ปัจจุบันนี้หน่วยงานที่มีหน้าที่กำกับดูแลบริษัทจดทะเบียน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้ส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผู้ถือหุ้นนิยมกระจายความเสี่ยงโดยการถือหุ้นในหลายๆบริษัท

ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นมีการกระจายความสนใจในกิจกรรมต่างๆของบริษัทหลายบริษัทแทนที่การติดตามการบริหารงานของบริษัทเดียว ทำให้การกระจุกตัวของการถือหุ้นไม่ส่งผลถึงความสามารถในการทำกำไรของกิจการ

ในส่วน of สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร (DMOWN) ผลการวิจัยไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร และความสามารถในการทำกำไร ทั้งในส่วน of ความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และ Tobin's Q ผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับผลการวิจัยในอดีตของ Welch E. (2003) ซึ่งไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดด้วยวิธี Tobin's Q ไม่สอดคล้องกับผลการวิจัยในอดีตของ Morck, Shleifer and Vishny (1988) และ McConnell and Servaes (1990) ที่พบว่าความสัมพันธ์ที่ผู้บริหารถือหุ้นในช่วงร้อยละ 0 ถึง ร้อยละ 5 จะมีความสัมพันธ์ทางบวกมูลค่าของบริษัท แต่ผู้บริหารที่ถือหุ้นในช่วงร้อยละ 5 ถึง ร้อยละ 25 จะมีความสัมพันธ์ทางลบมีผลทำให้มูลค่าของบริษัทลดลง และไม่สอดคล้องกับผลการวิจัยในอดีตของ Cho (1998) ที่ว่าระดับการถือหุ้นของผู้บริหารที่ต่ำกว่าร้อยละ 7 มีความสัมพันธ์ทางบวกกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ แต่ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารที่ร้อยละ 7 ถึง ร้อยละ 38 มีความสัมพันธ์ทางลบกับ Tobin's Q ซึ่งความไม่สอดคล้องกันนี้อาจเกิดจากการเลือกประชากรที่แตกต่างกัน ระยะเวลาที่ทำการศึกษาที่ต่างกันมาก แนวความคิดในการบริหารเปลี่ยนแปลง ทำให้ผลการศึกษามีการเปลี่ยนแปลง สำหรับงานวิจัยในประเทศ ไม่สอดคล้องกับกาญจนา ตั้งภากรณ์ (2543) ที่พบว่าการศึกษาที่คณะกรรมการมีลักษณะเป็นเครือญาติกันและสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการที่มากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 5 จะมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงาน ส่วนสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการที่มากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 15 และ ร้อยละ 50 จะมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งความแตกต่างอาจมีผลมาจากระยะเวลาที่ทำการศึกษาที่ต่างกันทำให้ผลการศึกษามีการเปลี่ยนแปลง ประกอบกับช่วงเวลาผู้วิจัยในครั้งก่อนทำการเก็บข้อมูลตรงกับช่วงที่ประเทศไทยเพิ่งผ่านวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่เรียกว่า วิกฤตต้มยำกุ้งมาไม่นานอาจทำให้โครงสร้างการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหารไม่เหมือนกัน รวมไปถึงกรรมการบริษัทและผู้บริหารในปัจจุบันมักเป็นผู้บริหารมืออาชีพที่ได้รับค่าตอบแทนสูง จำเป็นที่จะต้องรักษาชื่อเสียงของตนเองอยู่เป็นปกติไม่ว่าจะถือหุ้นหรือไม่ก็ตาม จึงส่งผลให้สัดส่วนของการถือหุ้นของกรรมการและผู้บริหารไม่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท อย่างไรก็ตาม ผลการวิจัยในอดีตของและพัชรา สิตสุวรรณ (2543) พบว่าระดับการถือหุ้นของผู้บริหารไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่เป็นอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน ผกามาศ เอื้องอุดม (2543) ก็ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยกับผลการดำเนินงานของบริษัทเช่นกัน

ในส่วนของสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย (THAI) ผลการวิจัยไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย และความสามารถในการทำกำไร ทั้งในส่วนความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และ Tobin's Q ผลการวิจัยนี้ไม่สอดคล้องกับผลการวิจัยในอดีตของ ประภาพร ณ นรงค์ (2549) ที่สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งอาจเกิดจากการลักษณะการลงทุนในปัจจุบันมีการกระจายตัวของการลงทุน เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการลงทุนในบริษัทเดียว ทำให้นักลงทุนมีการลงทุนหลายที่ ขาดความใส่ใจ ขาดการควบคุมดูแลและติดตามผลการดำเนินงานอย่างใกล้ชิด อีกทั้งระยะเวลาที่ทำการวิจัยต่างกันพอสมควร ซึ่งอาจเป็นสาเหตุให้ผลการวิจัยเปลี่ยนแปลง

### ตัวแปรควบคุม

ส่วนในด้านของตัวแปรควบคุม ขนาดของบริษัท(LLTA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับทั้งอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ผลการวิจัยนี้ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kevin Campbell (2002) ที่ไม่พบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน ซึ่งอาจเกิดจากโครงสร้างของบริษัทในแต่ละประเทศที่ทำการวิจัย มีความแตกต่างกัน และเวลาในการทำวิจัยต่างกันพอสมควรส่งผลให้ผลการวิจัยมีการเปลี่ยนแปลง ผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Qi et al. (2000) ที่พบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท และสอดคล้องกับงานวิจัยในประเทศของพัชรา สิตสุวรรณ (2543) และประภาพร ณ นรงค์ (2549) ที่พบลักษณะเดียวกันว่าขนาดของบริษัทมีผลต่อการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่จะมีอำนาจในการผูกขาดทางธุรกิจ กำลังทุน กำลังคน และมีช่องทางการกระจายสินค้าและบริการมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก บริษัทขนาดใหญ่จึงใช้กำลังการผลิตขนาดประหยัด (Economies of Scale) ได้ ซึ่งจะทำให้ช่วยประหยัดต้นทุนในการผลิต และส่งผลให้มีความสามารถในการทำกำไรได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก

ความเสี่ยงทางการเงิน (DFL) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น และอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับ พัชรา สิตสุวรรณ (2543) และ ประภาพร ณ นรงค์ (2549) ที่พบไปในทิศทางเดียวกันว่า ความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากการที่บริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินที่สูงจะมีภาระเกี่ยวกับดอกเบี้ยสูง และดอกเบี้ยจ่ายจะทำให้ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทลดลง ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่ลดลง

การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (CINT) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรกับความสามารถในการทำกำไร ทั้งในส่วนของความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ และ Tobin's Q ผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับผลการวิจัยในอดีตของ พัฒนศักดิ์ สุขศรี (2551) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรกับผลการดำเนินงานของบริษัท แต่ไม่สอดคล้องกับผลการวิจัยในอดีตของ Kevin Campbell (2002) และ ประภาพร ฦ นรงค์ (2549) ที่พบไปในทิศทางเดียวกันว่าการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่ง วรศักดิ์ ทุมมานนท์ (2547) กล่าวว่า ในช่วงแรกของการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงจะมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (เช่น ค่าเสื่อมราคา เป็นต้น) ที่สูงมาก ในขณะที่ยังไม่สามารถทำการผลิตหรือใช้ขีดความสามารถที่มีอยู่ได้อย่างเต็มที่ ทำให้ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในทางบวกหรือลบ แต่ในปัจจุบันบริษัทต่างๆ หันมาใช้วิธีการจัดการการผลิต หรือทรัพยากรจากภายนอกมากขึ้น เพื่อช่วยในการประหยัดค่าใช้จ่าย และลดต้นทุนของกิจการ ทำให้กิจการมีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรลดลง ซึ่งอาจเป็นสาเหตุให้ผลการวิจัยมีความเปลี่ยนแปลง

ประเภทของอุตสาหกรรม (TYPE) มีความสัมพันธ์กับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ ผลการทดสอบนี้ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kevin Campbell (2002) ที่พบว่าประเภทอุตสาหกรรมไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งอาจเนื่องมาจาก ประเภทอุตสาหกรรมที่แบ่งไว้แตกต่างกันในแต่ละประเทศที่ทำการวิจัย ย่อมมีลักษณะของธุรกิจ สภาพแวดล้อม นโยบายทางการบัญชี แนวทางการปฏิบัติงานที่แตกต่างกันหรือการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของอุตสาหกรรมต่างๆ ซึ่งอาจจะส่งผลวิจัยที่ได้รับแตกต่างกันไปด้วย อย่างไรก็ตามผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับงานวิจัยในประเทศของประภาพร ฦ นรงค์ (2549) ซึ่งพบว่าประเภทของอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร



## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

#### สรุปผลการวิจัย

การศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท มีวัตถุประสงค์เพื่ออธิบายถึงอิทธิพลโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทว่ามีความสัมพันธ์อย่างไรในทิศทางใด ตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย ขนาดของบริษัท (LLTA) ความเสี่ยงทางการเงิน (DFL) การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (CINT) และชนิดประเภทของอุตสาหกรรม (TYPE) โดยรูปแบบการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) โดยรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ ประชากรที่ใช้ในการวิจัยคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2554 โดยยกเว้นกลุ่มธุรกิจธนาคาร ประกันภัย และการเงิน เนื่องจากโครงสร้างทางการเงินของบริษัทเหล่านี้แตกต่างจากธุรกิจอื่นๆ นอกจากนี้ ยังยกเว้นบริษัทที่ตรวจสอบโดยสำนักงานตรวจเงินแผ่นดิน เนื่องจากการตรวจสอบโดยหน่วยงานราชการตามข้อบังคับของกฎหมายที่เกี่ยวข้อง โดยเก็บข้อมูลทางการเงินและทำการศึกษาระหว่างปี พ.ศ. 2554 ทำให้ได้จำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 343 บริษัท และใช้โปรแกรมสำเร็จรูปในการทดสอบ เทคนิคทางสถิติที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลครั้งนี้ประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) โดยแสดงผลในรูปความถี่และร้อยละ (Frequency and Proportion) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) เพื่อใช้อธิบายผลการวิจัยเบื้องต้นเกี่ยวกับข้อมูลของตัวแปรที่รวบรวมได้ ส่วนสถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistics) ที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลคือ เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อใช้ในการอธิบายผลการวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม

โครงสร้างผู้ถือหุ้นของประเทศไทย การกระจุกตัวของการถือหุ้นที่วัดจากอัตราร้อยละของผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูงสุด 5 อันดับแรกรวมกันนั้น ผู้ถือหุ้นมีการถือหุ้นเฉลี่ยในบริษัทอยู่ที่ร้อยละ 65.00 ซึ่งเป็นการถือหุ้นที่สูงมาก เมื่อดูองค์ประกอบของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ลำดับแรกพบว่า ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่พบมากที่สุดคือ บุคคลธรรมดาและกลุ่มครอบครัว คิดเป็นร้อยละ 53.64 เมื่อแจกแจงการถือหุ้นตามระดับการถือหุ้นพบว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 ลำดับแรก มีการถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 50 ถึง 272 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 79.30 ต่อมาพิจารณาสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร



โดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 16.13 ซึ่งไม่สูงมากนัก และสุดท้ายสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนไทย พบว่า นักลงทุนไทยถือหุ้นโดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 84.04 ซึ่งถือเป็นสัดส่วนที่สูงมาก จากข้อมูลทำให้สรุปได้ว่า โครงสร้างของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นสูง ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่วนใหญ่เป็นครอบครัวของผู้ก่อตั้ง เครือญาติ หรือบริษัทในเครือ กรรมการบริษัทและผู้บริหารถือหุ้นโดยเฉลี่ยในบริษัทไม่สูงมากนัก ซึ่งอาจเกิดจากในปัจจุบันนิยมจ้างผู้บริหารมืออาชีพมาบริหารงาน และนักลงทุนไทยมีการถือหุ้นในบริษัทในสัดส่วนที่สูงมาก

ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท โดยใช้ อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) และค่า Q ที่ได้จาก Tobin's Q เป็นตัวแทนในการวัดคุณภาพกำไร พบว่า อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 6.761 แสดงให้เห็นว่าเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของจะได้รับผลตอบแทนกลับคืนมาจากการดำเนินการของกิจการโดยเฉลี่ยในอัตราร้อยละ 6.761 อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์โดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 7.959 นั่นคือบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรจากสินทรัพย์ที่ลงทุนไปเฉลี่ยร้อยละ 7.959 ส่วนของ Tobin's Q โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 1.296 ซึ่งทั้งอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ และค่า Tobin's Q มีการแสดงผลไปในทิศทางเดียวกันคือ ยิ่งค่าที่ได้มีค่าสูงจะแสดงให้เห็นว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรสูง

ตัวแปรควบคุมในงานวิจัยนี้ได้แก่ ขนาดของกิจการ (LLTA) โดยวัดจากลูกกาลิทึมของสินทรัพย์รวม ขนาดกิจการขนาดเล็กค่าสุดอยู่ที่ 19.20 หรือ 217.52 ล้านบาท ขนาดกิจการขนาดใหญ่ที่สุดอยู่ที่ 27.97 หรือ 1,402,412.09 ล้านบาท ขนาดกิจการโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 22.27 ความเสี่ยงทางการเงิน (DFL) ของบริษัทโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 2.05 เท่า การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (CINT) ของบริษัทโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 0.088 ประเภทอุตสาหกรรม (TYPE) โดย กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีจำนวนตัวอย่างเยอะที่สุดคือกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างจำนวน 72 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 20.99 และกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีจำนวนตัวอย่างน้อยที่สุดคือกลุ่มทรัพยากร จำนวน 24 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 6.99

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุไม่พบความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นทั้งในด้านการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (TOP5) สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร (DMOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย (THAI) กับความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE), อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) และ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หากพิจารณาตัวแปรควบคุมพบว่า ขนาดกิจการที่วัดจากค่าลูกกาลิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดจากอัตรา

ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95 % ความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดจาก อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99 % ส่วนประเภทอุตสาหกรรมมีผลความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) และ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95 %

### ข้อเสนอแนะ

#### ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งนี้

1. สำหรับหน่วยงานกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การวิจัยในครั้งนี้ แสดงให้เห็นถึงโครงสร้างผู้ถือหุ้นของประเทศไทยที่ใกล้เคียงกับสภาพปัจจุบัน ที่โครงสร้างของผู้ถือหุ้นของบริษัท มีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นสูง อำนาจควบคุมส่วนใหญ่ไม่ได้ถูกกระจายออกไปยังบุคคลต่างๆ อยู่ในมือของบุคคลไม่กี่คนที่เป็นผู้ก่อตั้งบริษัทหรือ เครือญาติ โดยเฉพาะผู้ถือหุ้นรายบุคคลและครอบครัว ใช้วิธีถือหุ้นผ่านบริษัทรายย่อยต่างๆ แล้วนำบริษัทเหล่านั้นเข้ามาถือหุ้นในบริษัทใหญ่ ซึ่งพบเป็นจำนวนมากพอในการวิจัยครั้งนี้ ผู้ถือหุ้นกลุ่มนี้จะยังถือครองหุ้นจำนวนมากและมีอิทธิพลต่อบริษัทอย่างสูง ซึ่งอาจส่งผลให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยซึ่งถือหุ้นในปริมาณไม่มาก ถูกเอาเปรียบในด้านผลตอบแทนจากการถือหุ้นได้ หน่วยงานกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถนำข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้นนี้ ไปใช้พิจารณาเพื่อหาวิธีการที่รัดกุม เหมาะสม เพื่อควบคุมและรักษาผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อยได้

2. สำหรับผู้ใช้ข้อมูล หรือนักลงทุน จากผลการวิจัยที่พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นตัวแปรที่สนใจไม่มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท แต่พบว่าตัวแปรควบคุมขนาดกิจการที่วัดจากค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับความสามารถในการทำกำไร ทั้งที่วัดจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) รวมไปถึงพบว่าความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับความสามารถในการทำกำไร ที่วัดจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เช่นกัน นักลงทุนหรือนักวิเคราะห์สามารถใช้ปัจจัยเกี่ยวกับ

ขนาดกิจการและความเสี่ยงทางการเงินดังกล่าวเป็นข้อบ่งชี้สำหรับการประเมินความสามารถในการทำกำไรของบริษัทได้

3. สำหรับประเภทอุตสาหกรรมพบว่า อุตสาหกรรมกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น อุตสาหกรรมกลุ่มบริการและกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีค่าเฉลี่ยของ Tobin's Q แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น ดังนั้นนักลงทุนหรือนักวิเคราะห์ควรใช้ความระมัดระวังในการพิจารณา เปรียบเทียบ หรือประเมินความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ

### ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

1. ศึกษาถึงสัดส่วนการถือหุ้นในระดับที่แตกต่างกันของกรรมการบริษัทหรือผู้บริหารว่ามีผลต่อความสามารถในการทำกำไรเหมือนหรือต่างกัน

2. เปลี่ยนวิธีการในการวัดความสามารถในการทำกำไรเนื่องจากแนวคิดเกี่ยวกับการวัดความสามารถในการทำกำไร หรือการวัดผลการดำเนินงานของกิจการ มีตัวแปรที่ใช้เป็นตัวแทนในการวัดได้หลายตัวด้วยกัน ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตอาจทำการเปลี่ยนวิธีการในการวัดความสามารถในการทำกำไร แล้วนำผลการวิจัยที่ได้มาเปรียบเทียบกับผลการวิจัยในครั้งนี้ เพื่อแสดงให้เห็นว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นในส่วนของการกระจุกตัวของการถือหุ้นและสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร และนักลงทุนไทยนั้นมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรหรือไม่ เมื่อวิธีการวัดความสามารถในการทำกำไรเปลี่ยนแปลงไป

3. แยกทดสอบตามแต่ละหมวดอุตสาหกรรม ในอนาคตถ้าบริษัทตัวอย่างมีจำนวนมากขึ้น อาจแยกทดสอบตามแต่ละประเภทอุตสาหกรรม โดยอาจพิจารณาใช้รูปแบบในการเก็บข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เหมาะสมกับแต่ละอุตสาหกรรม ซึ่งจะให้เห็นผลการศึกษาที่ชัดเจนขึ้นว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในอุตสาหกรรมนั้นๆที่มีความอ่อนไหวต่อโครงสร้างผู้ถือหุ้นหรือไม่ อย่างไร

4. ควรพิจารณาปัจจัยอื่นเพิ่มเติม ผู้ศึกษาในอนาคตอาจจะนำปัจจัยอื่นๆเข้ามาทดสอบว่าปัจจัยดังกล่าวมีผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรหรือไม่

## เอกสารและสิ่งอ้างอิง

กัลยา วาณิชย์บัญชา. 2554. การใช้ SPSS for Windows ในการวิเคราะห์ข้อมูล. พิมพ์ครั้งที่ 19.

กรุงเทพมหานคร: บริษัทธรรมสาร จำกัด.

\_\_\_\_\_. 2554. การวิเคราะห์สถิติ: สถิติสำหรับการบริหารและวิจัย. พิมพ์ครั้งที่ 13.

กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

กรัณท์รัตน์ บุญญวัฒน์ และศักดิ์ดา มาณวพัฒน์. 2554. “โครงสร้างการถือหุ้นและคุณภาพของ  
รายงานทางการเงิน”. วารสารนักบริหาร 31 (2): 152-158

กาญจนา ตั้งภากรณ์. 2542. การวัดประสิทธิผลของคณะกรรมการที่มีต่อผลการดำเนินงานของ  
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตร์  
มหาบัณฑิต สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ณัฐ รัตติธรรม. 2542. อิทธิพลของการควบคุมและตรวจสอบผู้บริหารโดยผู้ถือหุ้นและเจ้าหน้าที่  
ต่อผลการดำเนินงานของสถาบันการเงินไทย. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตร์มหาบัณฑิต  
สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

นวพร พงษ์ตันตกุล. 2543. โครงสร้างการเป็นเจ้าของและคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทที่  
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต สาขาการ  
บัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ประภาพร ณ นรงค์. 2549. ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนใน  
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี. วิทยานิพนธ์  
บัญชีมหาบัณฑิต สาขาการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ผกามาศ เอื่องอุดม. 2543. ผลกระทบของขนาดของคณะกรรมการ องค์ประกอบของ  
คณะกรรมการและการถือหุ้นของคณะกรรมการที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท  
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต สาขาการ  
บัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.



พัฒนศักดิ์ สุขศรี. 2549. ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท:  
กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าอิสระ  
บัญชีมหาบัณฑิต สาขาบัญชี, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

พัดชา สัตสุวรรณ. 2543. ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลตอบแทนของ  
หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์บัญชี  
มหาบัณฑิต สาขาการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

เพชร ชุมทรัพย์. 2548. วิเคราะห์งบการเงิน. กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

มนวิกา ผดุงสิทธิ์. 2548. การประเมินผลงานตามแนวคิด Tobin-Tobin's Q. วารสารบริหารธุรกิจ  
28 (106): 13-22

วรศักดิ์ ทุมมานนท์. 2547. มิติใหม่ของงบการเงินและการวิเคราะห์. กรุงเทพมหานคร:  
บริษัท ธรรมนิติเพรส จำกัด.

รศจรินทร์ กุลศรีสอน. 2552. ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและคุณภาพกำไร.  
วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต สาขาบัญชี, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

ADB. 2000a. **Corporate governance and finance in East Asia : A study of Indonesia,**

**Republic of Korea, Malaysia, Philippines and Thailand. A consolidated report.**

vol 1. Manila: Asian Development Bank. อ้างใน นวพร พงษ์ตันตกุล. 2546. โครงสร้าง

การเป็นเจ้าของและคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด

หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต สาขาการบัญชี, จุฬาลงกรณ์

มหาวิทยาลัย.



- ADB. 2000b. **Corporate governance and finance in East Asia : A study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines and Thailand. Country studies.** vol 2. Manila: Asian Development Bank. อ้างใน นวพร พงษ์คั่นทกุล. 2546. โครงสร้างการเป็นเจ้าของและคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท สาขาการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- Bekaert, G. and C. Harvey. 2000. "Foreign Speculators and Emerging Equity Markets". **The Journal of Finance**: 565-613
- Boardman, E. and A. Vining. 1989. "Ownership and performance in competitive environments: A comparison of the performance of private, mixed, and state-owned enterprise." **Journal of Law and Economics** 32: 1-33
- Boubakri, N. and J. Cosset. 1998. "The Financial and Operation Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries." **Journal of Finance** 53: 1081-1110
- Cho, M. H. 1998. "Ownership structure, investment and the corporate value: an empirical analysis." **Journal of Financial Economics** 47: 103-121
- Colombo, E. 2001. "Determinants of corporate capital structure: evidence from Hungarian firms." **Applied Economics** 33, 1689-1701
- Himmelberg, C., *et al.* 1999. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. **Journal of Financial Economics** 53: 353-384
- Holderness, C. and D. Sheehan. 1988. "The role of majority shareholders in publicly held corporations: and exploratory analysis." **Journal of Financial Economics** 20, 317-346

Jensen, M.C. and W.H. Meckling. 1976. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure." **Journal of Financial Economics** 3: 305-360

\_\_\_\_\_. 1976. "Theory of the Firm : Managerial Behaviour, Agency costs and Ownership Structure". **Journal of Financial Economic** 3: 305-360. อ้างใน นวพร พงษ์ตันกุล. 2546. โครงสร้างการเป็นเจ้าของและคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท สาขาการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

\_\_\_\_\_. 1976. "Theory of the Firm : Managerial Behaviour, Agency costs and Ownership Structure". **Journal of Financial Economic** 3: 305-360. อ้างใน วรศักดิ์ ทุมมานนท์. 2543. **คุณรู้จัก Creative accounting และ คุณภาพกำไรแล้วหรือยัง?**. กรุงเทพมหานคร: ไอโอนิค อินเตอร์เทรด รีซอสเซส.

Kapopoulos, P. and S. Lazaretou (eds.). 2007. "Corporate Ownership Structure and Firm Performance - Evidence from Greek firms." **Journal of Corporate Governance** 2007 (15): 144-158

Kevin Campbell. 2002. "Ownership structure and the operating performance of Hungarian Firms" [online]. Centre for the study of Economic and Social Change in Europe, Working paper No. 9. Available from: <http://eprints.ucl.ac.uk/17570/1/17570.pdf>

Lichtenberg, F. and G. M. Pushner. 1994. "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan", **Japan and the World Economy** 6: 239-261.

McConnell, J. and H. Serveas. 1990. "Additional evidence on equity ownership and corporate value." **Journal of Financial Economics** 27: 595-612

Meggison, W.L., Nash, R.C. and M. V. Randenborgh. 1994. "The financial and operating performance of newly privatized firms: an international empirical analysis." **The Journal of Finance** 49: 403-452

- Morck, R., Shleifer, A. and R. W. Vishny. 1988. "Management ownership and market valuation: an empirical analysis." **Journal of Financial Economics** 39: 321-389
- Qi, D., Wu W. and H. Zhang. 2000. "Shareholdings structure and corporate performance of partially privatized firms: Evidence from listed Chinese companies." **Pacific Basin Finance Journal** 8: 587-610
- Welch, E. 2003. "The Relationship Between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies." **Australian Journal of Management** 28: 287 – 306.
- Wiwattanakantang, Y. 2000. "The **Equity Ownership Structure of Thai Firms.**" Institute of Economic Research, Hitotsubashi University.



### การตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยของตัวแบบ

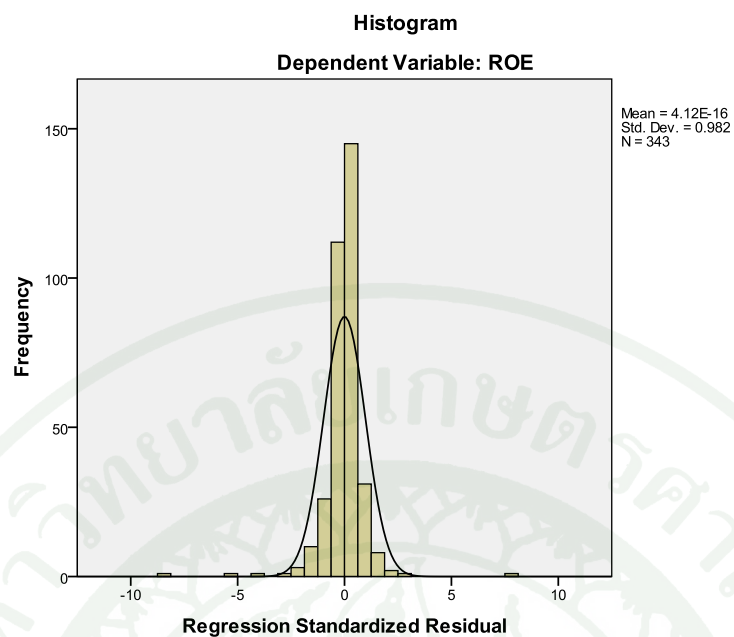
ก่อนที่จะทำการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ผู้วิจัยได้ทำการตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยของตัวแบบ นั่นคือทดสอบว่าข้อมูลมีลักษณะที่ตรง ตามเงื่อนไขการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุดังนี้ (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2554) การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุมีเงื่อนไข 5 ข้อ

1. ความคลาดเคลื่อน  $e$  เป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ
2. ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์ นั่นคือ  $E(e) = 0$
3. ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า  $V(e) = \sigma_e^2$
4.  $e_i$  และ  $e_j$  เป็นอิสระต่อกัน ;  $i \neq j$  นั่นคือ covariance ( $e_i, e_j$ ) = 0
5. ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระต่อกัน

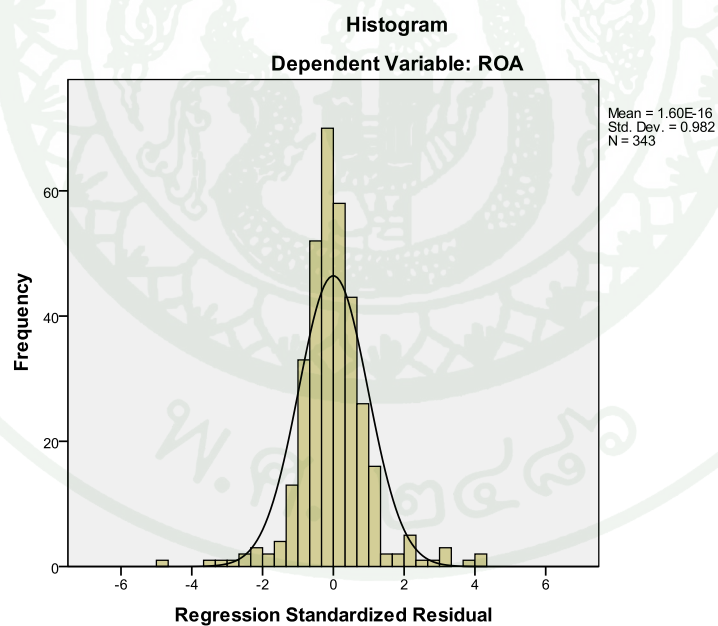
เงื่อนไขทั้ง 5 ข้อข้างต้น จะต้องเป็นจริงจึงจะสามารถใช้ทดสอบ F และ t ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง X และ Y สำหรับการศึกษาครั้งนี้ได้พัฒนาตัวแบบ 2 ตัวแบบซึ่งแต่ละตัวแบบจะมีค่าความคลาดเคลื่อนแตกต่างกันตามตัวแบบนั้นๆ ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

1. ความคลาดเคลื่อนเป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ การตรวจสอบค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่ มีหลายวิธีด้วยกันคือ Histogram, Boxplot, Steam-and-leaf, Normal Probability Plot หรือ Detrended Normal Plot โดยการทดสอบครั้งนี้ผู้วิจัยพิจารณาจากกราฟ Histogram และ Normal Probability Plot เพื่อให้การวิเคราะห์ค่าคลาดเคลื่อนมีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น

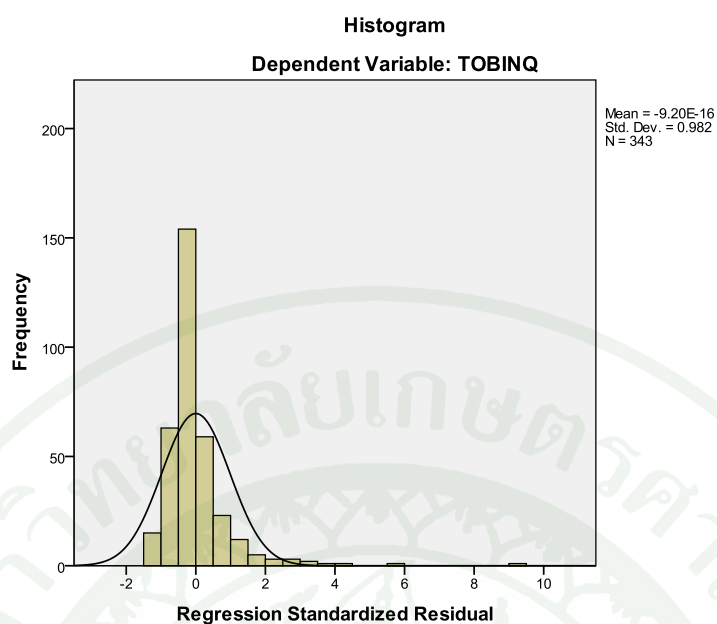




ภาพผนวกที่ 1 Histogram ของค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแบบที่ 1

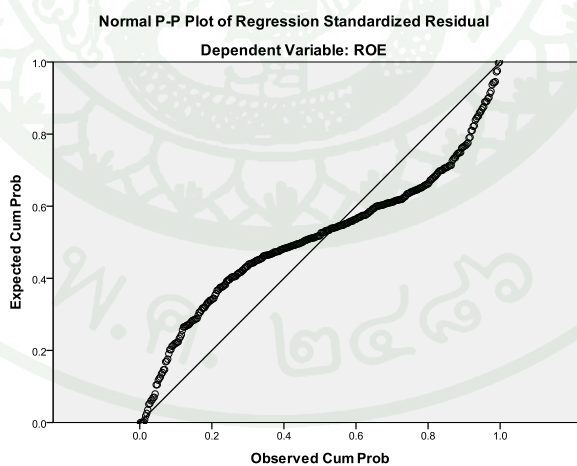


ภาพผนวกที่ 2 Histogram ของค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแบบที่ 2

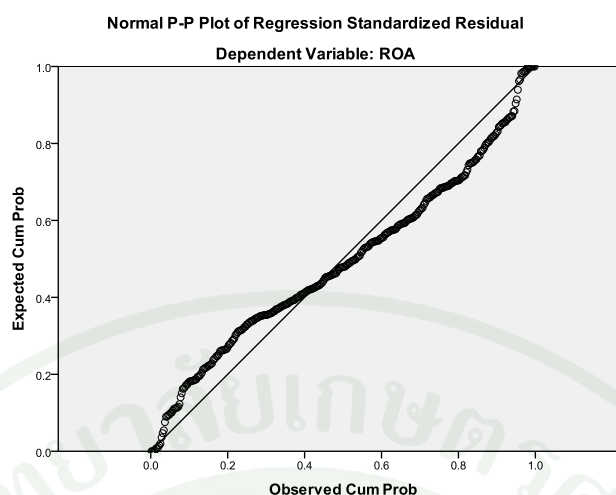


ภาพผนวกที่ 3 Histogram ของค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแบบที่ 3

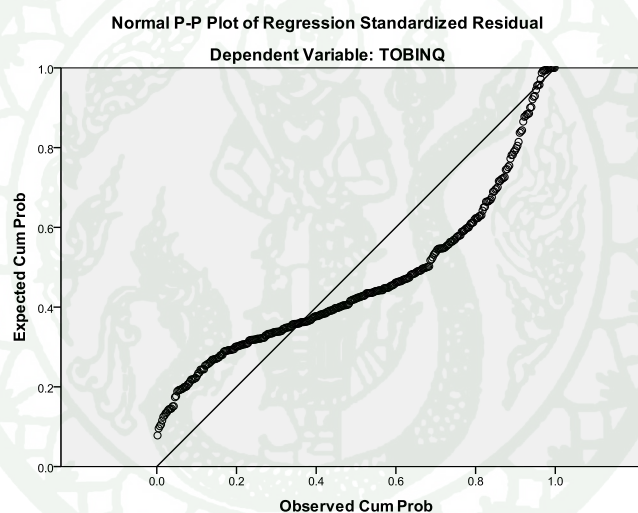
เมื่อพิจารณา Histogram ของความคลาดเคลื่อนในการวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวางจากทั้ง 3 ตัวแบบข้างต้นพบว่ากราฟค่อนข้างสมมาตรจึงสรุปได้ว่าค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติ



ภาพผนวกที่ 4 Normal Probability Plot ของค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแบบที่ 1



ภาพผนวกที่ 5 Normal Probability Plot ของค่าคลาดเคลื่อนของตัวแบบที่ 2

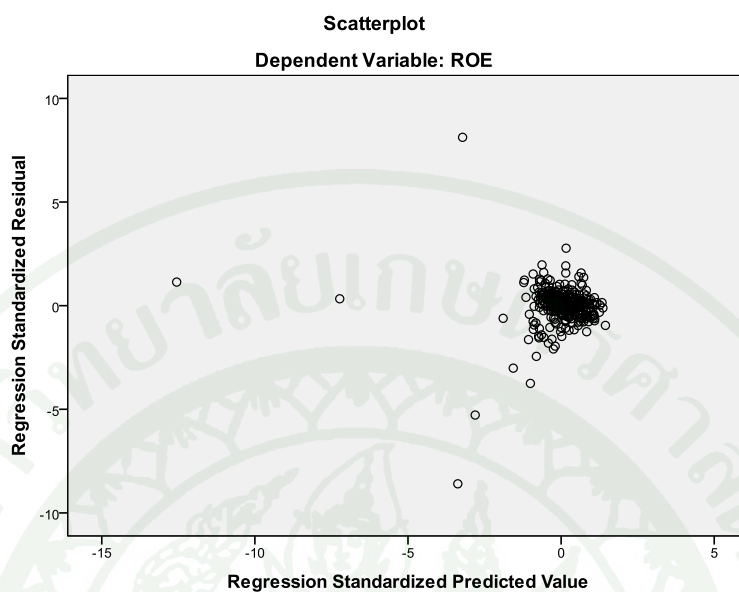


ภาพผนวกที่ 6 Normal Probability Plot ของค่าคลาดเคลื่อนของตัวแบบที่ 3

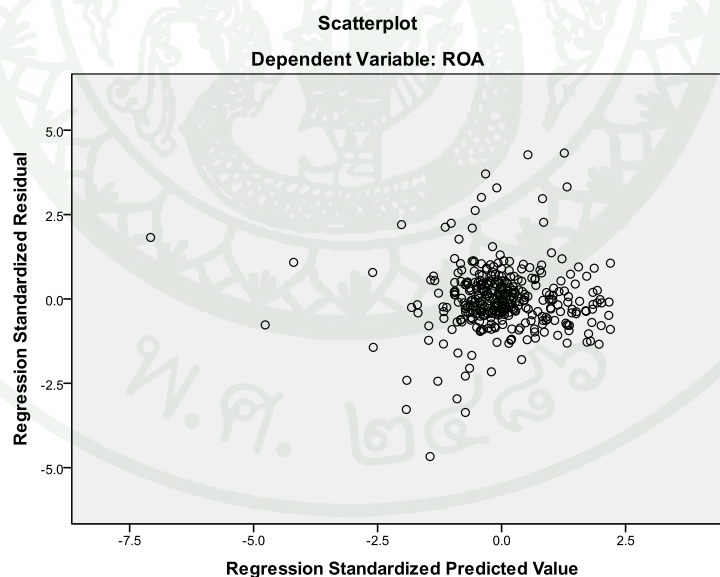
จากกราฟ Normal Probability Plot ข้างต้นพบว่าค่าของข้อมูลที่เกิดขึ้นจริง (Observed Cum Prob) จะอยู่รอบๆเส้นที่คาดไว้ (Expected Cum Prob) โดยจะอยู่เหนือกว่าและอยู่ต่ำกว่าเพียงเล็กน้อย โดยรวมแล้วจุดเหล่านั้นจะอยู่ในรูปเส้นตรง ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติ

2. ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์ เนื่องจากการวิเคราะห์ความถดถอยนั้นจะใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Least Square Method) ซึ่งเป็นการประมาณค่า  $\beta_0$  และ  $\beta_1$  ด้วย a และ b ที่ทำให้ผลบวกของค่าคลาดเคลื่อนยกกำลังสองมีค่าน้อยที่สุด ดังนั้นเงื่อนไขนี้จึงเป็นจริงเสมอ

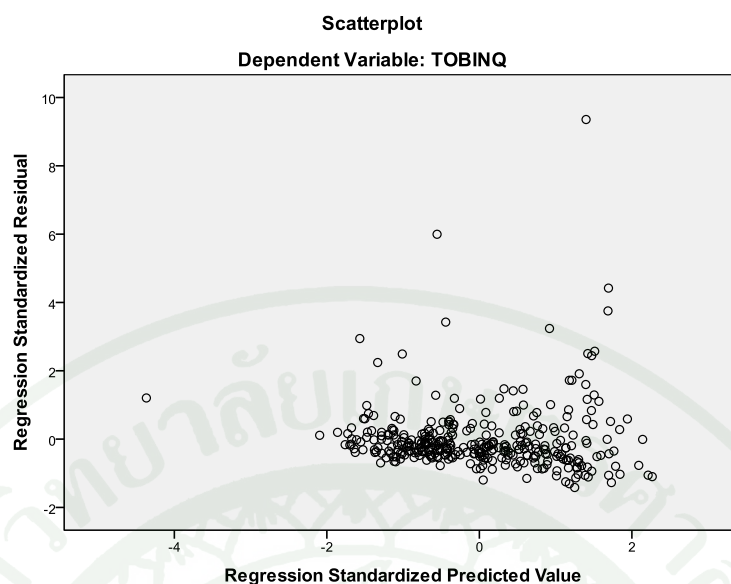
### 3. ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า



ภาพผนวกที่ 7 Scatter Plot ของค่าประมาณมาตรฐาน  $Z_y$  กับค่าคลาดเคลื่อนมาตรฐาน  $Z_e$  ของตัวแบบที่ 1



ภาพผนวกที่ 8 Scatter Plot ของค่าประมาณมาตรฐาน  $Z_y$  กับค่าคลาดเคลื่อนมาตรฐาน  $Z_e$  ของตัวแบบที่ 2



**ภาพผนวกที่ 9** Scatter Plot ของค่าประมาณมาตรฐาน  $Z_y$  กับค่าคลาดเคลื่อนมาตรฐาน  $Z_e$  ของตัวแบบที่ 3

เมื่อพิจารณาจากแผนภาพการกระจาย ข้างต้นพบว่าค่าคลาดเคลื่อนส่วนใหญ่จะอยู่รอบๆจุดศูนย์ และมีการกระจายไม่มากไม่ว่าค่ามาตรฐานของการวิเคราะห์ความถดถอย (Regression Standardized Predicted Value) จะเปลี่ยนแปลงไปอย่างไรก็ตาม ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า

**4. ค่าคลาดเคลื่อนต้องเป็นอิสระต่อกัน** พิจารณาจากค่า Durbin-Watson ซึ่งได้จากการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้โปรแกรม SPSS for Window โดยค่าสถิติดังกล่าวต้องมีค่าอยู่ระหว่าง 1.5 – 2.5 ซึ่งงานวิจัยครั้งนี้ Model ที่ 1 ค่าสถิติ Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 1.891, Model ที่ 2 ค่าสถิติ Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 1.669 และ Model ที่ 3 ค่าสถิติ Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 1.962 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าค่าคลาดเคลื่อนเป็นอิสระต่อกัน

#### **5. ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระต่อกัน**

การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระจะพิจารณาจากค่าสถิติ Variance Inflation Factor (VIF) และค่า Tolerance ถ้าค่า VIF มีค่ามากแสดงว่าตัวแปรอิสระ  $X_i$  มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่นมาก และค่า Tolerance จะต้องมามีค่าเข้าใกล้ 1 หากค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 0 แสดงว่าตัวแปร  $X_i$  มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่นๆมาก จากค่า VIF ข้างต้นพบว่าค่า VIF มีค่าต่ำกว่า 2.8 และจากค่า Tolerance แต่ละตัวมีค่ามากกว่า 0.4 แสดงให้เห็นว่าค่า



Tolerance ยังเป็นค่าที่เข้าใกล้ 1 ถือว่าอยู่ในระดับที่ยอมรับได้ ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าตัวแปรอิสระทุกตัวเป็นอิสระต่อกัน

ตารางผนวกที่ 1 ค่า Variance Inflation Factor และ Tolerance ของตัวแปรอิสระในแต่ละตัวแบบ

| ตัวแปร     | Model 1   |       | Model 2   |       | Model 3   |       |
|------------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|
|            | Tolerance | VIF   | Tolerance | VIF   | Tolerance | VIF   |
| (Constant) |           |       |           |       |           |       |
| TOP5       | .876      | 1.142 | .876      | 1.142 | .876      | 1.142 |
| DMOWN      | .854      | 1.171 | .854      | 1.171 | .854      | 1.171 |
| THAI       | .745      | 1.342 | .745      | 1.342 | .745      | 1.342 |
| LLTA       | .719      | 1.392 | .719      | 1.392 | .719      | 1.392 |
| DFL        | .977      | 1.023 | .977      | 1.023 | .977      | 1.023 |
| CINT       | .930      | 1.075 | .930      | 1.075 | .930      | 1.075 |
| TYPE1      | .458      | 2.791 | .458      | 2.791 | .458      | 2.791 |
| TYPE2      | .475      | 2.664 | .475      | 2.664 | .475      | 2.664 |
| TYPE3      | .479      | 2.640 | .479      | 2.640 | .479      | 2.640 |
| TYPE4      | .478      | 2.092 | .478      | 2.092 | .478      | 2.092 |
| TYPE5      | .498      | 2.008 | .498      | 2.008 | .498      | 2.008 |
| TYPE6      | .533      | 1.877 | .533      | 1.877 | .533      | 1.877 |

## ประวัติการศึกษาและการทำงาน

ชื่อ-นามสกุล

นางสาวบงกช ตั้งจิระศิลป์

วัน เดือน ปี ที่เกิด

วันที่ 16 พฤษภาคม 2529

สถานที่เกิด

จังหวัดนครสวรรค์

ประวัติการศึกษา

บัญชีบัณฑิต คณะวิทยาการจัดการ

มหาวิทยาลัยราชภัฏเทพสตรี

