

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของ และโครงสร้างเงินทุนกับการเติบโตของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

พัชรพร ทองแจ้ง

บัณฑิตศึกษา มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

ดร.ษิรินุช นิมิตระกุล

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำกลุ่มวิชาการบัญชีบริหารและการควบคุม

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 9 กันยายน 2565

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 24 พฤศจิกายน 2565

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 30 พฤศจิกายน 2565

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของและโครงสร้างเงินทุนกับการเติบโตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2563 จำนวน 389 ตัวอย่าง ผู้ศึกษาเก็บรวบรวมข้อมูลส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อยและนักลงทุนสถาบัน และข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินจากฐานข้อมูลออนไลน์ Refinitiv Eikon DataStream และเก็บรวบรวมข้อมูลส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารจากรายงานประจำปีและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัท การวิเคราะห์ข้อมูลใช้สถิติเชิงพรรณนาและใช้สถิติเชิงอนุมาน โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์และการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ

ผลการศึกษาพบว่า การถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเติบโตของรายได้ ขณะที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเติบโตของสินทรัพย์และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน นอกจากนี้ ยังพบว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเติบโตของสินทรัพย์ ขณะที่มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน อย่างไรก็ตาม การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อยและการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันไม่มีความสัมพันธ์กับการเติบโตของบริษัท

คำสำคัญ: โครงสร้างความเป็นเจ้าของ โครงสร้างเงินทุน การเติบโตของบริษัท

The Relationship of Ownership Structure and Capital Structure to Firm Growth of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand

Patchareeporn Thongjang

*Graduate, Master of Accountancy Program,
University of the Thai Chamber of Commerce*

Received: September 9, 2022

Revised: November 24, 2022

Accepted: November 30, 2022

Dr.Sirinuch Nimtrakoon

*Assistant Professor of Managerial Accounting and Control,
School of Accountancy, University of the Thai Chamber of Commerce*

ABSTRACT

The objective of this study is to investigate the relationship between ownership structure, capital structure and firm growth of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. The samples used in this study were listed companies in 2020, with 389 samples in total. The researcher collected the data on individual ownership, institutional ownership and the financial ratio data from Refinitiv Eikon DataStream online database. Managerial ownership was collected via the Annual Report and Annual Registration Statement (Form 56-1). Data analysis was performed using descriptive statistics and inferential statistics, including correlation coefficient analysis and multiple regression analysis.

The results revealed that managerial ownership have a statistically significant negative relationship with revenue growth. On the other hand, it was significantly found to have a positive relationship with asset growth and sustainable growth rate. Moreover, debt to equity ratio was significantly found to have a positive relationship with asset growth. In contrast, it was significantly found to have a negative relationship with sustainable growth rate. However, individual ownership and institutional ownership were not significantly found to have a relationship with firm growth.

Keywords: Ownership Structure, Capital Structure, Firm Growth

บทนำ

ในปัจจุบัน การเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีอย่างรวดเร็ว ส่งผลให้บริษัทต่าง ๆ ต้องเจอกับความเสี่ยงจากการแข่งขันที่สูงขึ้น อีกทั้งสถานการณ์แพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (COVID-19) ยังทำให้ธุรกิจหลายแห่งประสบปัญหาทางการเงินจนต้องปิดกิจการลงในที่สุด บริษัทต่าง ๆ จึงต้องปรับตัวท่ามกลางการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจ สังคมและสิ่งแวดล้อม เพื่อให้สามารถอยู่รอดและเติบโตต่อไปได้ การเติบโตของบริษัทจึงถูกมองว่าเป็นปัจจัยสำคัญที่แสดงถึงความสำเร็จของธุรกิจและเป็นที่มาของวิวัฒนาการและการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศอีกด้วย (Asimakopoulou et al., 2009) ในบริบทของบริษัท การเติบโตสามารถระบุได้จากการเพิ่มขึ้นของรายได้ การเข้าซื้อหรือการควบรวมกิจการ การเติบโตของกำไร การพัฒนาสินค้าและบริการ การกระจายความเสี่ยง จำนวนพนักงานที่เพิ่มขึ้น (Kouser et al., 2012) ส่วนแบ่งการตลาด (Zhou and de Wit, 2009) การเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate: SGR) งานวิจัยก่อนหน้านี้ อธิบายว่า ปัจจัยต่าง ๆ ที่เป็นตัวกำหนดการเติบโตของบริษัทนั้นขึ้นอยู่กับมุมมองและสาขาวิชาของงานวิจัย (Zhou and de Wit, 2009) การเติบโตของบริษัทถูกกำหนดได้จากทั้งปัจจัยทางการเงินและปัจจัยที่ไม่ใช่ทางการเงิน (Fama and French, 2002) และลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัทที่แตกต่างกันนั้นเป็นปัจจัยสำคัญของการเติบโตของบริษัท (Dosi et al., 2019)

งานวิจัยส่วนใหญ่เน้นศึกษาที่ผลกระทบของปัจจัยทางการเงินมากกว่าผลกระทบจากปัจจัยที่ไม่ใช่ทางการเงิน โดยปัจจัยที่ไม่ใช่ทางการเงิน เช่น ผลกระทบของอุตสาหกรรมและโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ยังคงได้รับความสนใจน้อย (Bishara et al., 2020) โดยโครงสร้างความเป็นเจ้าของประเภทต่าง ๆ อาจส่งผลกระทบต่อการเติบโตของบริษัทในทิศทางที่แตกต่างกัน เช่น การมีนักลงทุนรายย่อยจำนวนมากอาจทำให้การกำกับติดตามของผู้บริหารลดลง ซึ่งส่งผลต่อการเติบโตของบริษัทในระยะยาว ในขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันอาจส่งผลกระทบเชิงบวกต่อการเติบโตของบริษัทเนื่องจากนักลงทุนสถาบันมีความรู้ ทักษะและเงินทุนมากกว่านักลงทุนรายย่อย (Barber and Odean, 2000)

สำหรับปัจจัยทางการเงินอย่างโครงสร้างเงินทุนก็มีอิทธิพลโดยตรงต่อการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากการกำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนเป็นหน้าที่ของผู้บริหารทางการเงินในการวางแผนและคาดคะเนเกี่ยวกับสัดส่วนที่เหมาะสมระหว่างหนี้สินกับส่วนของผู้ถือหุ้นและต้องสอดคล้องกับความต้องการในการใช้เงินทุนของบริษัทด้วย โดยธุรกิจที่มีความแตกต่างกันก็จะมีโครงสร้างเงินทุนแตกต่างกันไปตามนโยบายของธุรกิจ สาระสำคัญของโครงสร้างเงินทุนคือ การกำหนดเป้าหมายแหล่งเงินทุนระยะยาว เพื่อการพัฒนารวมไปถึงการเพิ่มมูลค่าทางการตลาดของบริษัท (Rajan and Zingales, 1995) ซึ่งโครงสร้างเงินทุนมีผลกับการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ แต่ส่งผลให้การเติบโตของกำไรลดลง (Keister, 2004) ทั้งนี้ เมื่อโครงสร้างเงินทุน ถือเป็นแหล่งเงินทุนระยะยาวและทรัพยากรทางการเงินของบริษัทและการเติบโตของบริษัทก็ยังคงมีความเกี่ยวข้องกับการเข้าถึงทรัพยากรทางการเงิน (Zhou and de Wit, 2009) จึงหมายความว่า โครงสร้างเงินทุนอาจเป็นปัจจัยสำคัญของการเติบโตของบริษัท

โครงสร้างความเป็นเจ้าของและโครงสร้างเงินทุนยังถือเป็นสองคุณลักษณะหลักเฉพาะภายในของบริษัท ดังนั้นโครงสร้างความเป็นเจ้าของและโครงสร้างเงินทุนจึงอาจเป็นปัจจัยสำคัญของการเติบโตของบริษัท (Pham et al., 2020) ทั้งนี้ ประเทศไทยยังคงมีงานวิจัยจำนวนน้อยที่พิจารณาถึงผลกระทบของโครงสร้างความเป็นเจ้าของและโครงสร้างเงินทุนเป็นปัจจัยหลักที่มีผลต่อการเติบโตของบริษัท ดังนั้นผู้ศึกษาจึงต้องการศึกษาลักษณะของโครงสร้างความเป็นเจ้าของและโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่ามีความสัมพันธ์กับการเติบโตของบริษัทหรือไม่

ไม่และมีความสัมพันธ์อย่างไร เพื่อให้บริษัทสามารถนำผลการศึกษาไปเป็นข้อมูลใช้ในการวางแผนเกี่ยวกับการบริหารและการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทและเป็นข้อมูลสำหรับนักลงทุนนำไปประกอบการวิเคราะห์และตัดสินใจลงทุนเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนตามที่ต้องการ

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของและโครงสร้างเงินทุนกับการเติบโตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การทบทวนวรรณกรรมและการพัฒนาสมมติฐาน

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน เป็นทฤษฎีที่มาจากแนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) อธิบายถึงการแยกระหว่างความเป็นเจ้าของกับการบริหารงาน อาจนำมาซึ่งความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย ได้แก่ ตัวการ (Principal) คือ ผู้ถือหุ้น ผู้ที่เป็นเจ้าของบริษัท กับตัวแทน (Agent) ซึ่งเป็นฝ่ายที่ได้รับมอบอำนาจในการบริหารงานคือ ผู้บริหาร โดยปัญหาตัวแทนดังกล่าวเกิดจากการเข้าถึงข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric Information) ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารและปัญหาตัวแทน สามารถอธิบายได้ด้วยสมมติฐานหลัก 2 ประการคือ

1. สมมติฐานการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่น (Entrenchment Hypothesis) โดยการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่นนี้จะเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารเข้าไปถือหุ้นรายใหญ่ ซึ่งอาจส่งผลให้ความสามารถในการดำเนินงานของกิจการลดลง เนื่องจากผู้บริหารมุ่งเน้นสร้างความมั่งคั่งให้กับตนเองมากกว่าการสร้างมูลค่าให้แก่กิจการ

2. สมมติฐานการปรับผลประโยชน์เข้าหากัน (Alignment Hypothesis) เป็นการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมและผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจควบคุม โดยการที่ผู้บริหารเข้าไปถือหุ้นรายใหญ่และมีอำนาจในการควบคุมมากกว่าผู้ถือหุ้นทั่วไป อาจทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทเพิ่มขึ้น เนื่องจากเมื่อผู้บริหารบริหารงานโดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเองเป็นหลัก แต่บริหารงานโดยคำนึงถึงการสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่บริษัท ย่อมส่งผลให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรที่ดียิ่งขึ้นและมีมูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้น

แนวคิดโครงสร้างความเป็นเจ้าของ

Khan et al. (2018) ได้ศึกษาโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ซึ่งแบ่งออกเป็น 3 ประเภทคือ การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อย (Individual Ownership) การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (Institutional Ownership) และการถือหุ้นของผู้บริหาร (Managerial Ownership) ซึ่งการศึกษานี้ได้ศึกษาโครงสร้างความเป็นเจ้าของทั้ง 3 ประเภทข้างต้น โดยมีรายละเอียด ดังนี้

1. การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อย โดย The Stock Exchange of Thailand (2019) ได้นิยามผู้ถือหุ้นรายย่อย หมายถึง ผู้ถือหุ้นที่มีได้เป็นผู้ที่มีส่วนร่วมในการบริหารงาน (Strategic Shareholders) กล่าวคือ เป็นผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นน้อยกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 5 ของทุนชำระแล้ว โดยนับรวมการถือหุ้นของผู้ที่เกี่ยวข้องด้วย

2. การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน โดยนักลงทุนสถาบัน ได้แก่ ธนาคารแห่งประเทศไทย ธนาคารพาณิชย์ บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกันชีวิตและกองทุนรวม เป็นต้น (The Securities and Exchange Commission, 2017)

3. การถือหุ้นของผู้บริหาร ผู้บริหารคือ ผู้มีส่วนร่วมในการบริหารงาน ได้แก่ กรรมการ ผู้จัดการ หรือผู้ดำรงตำแหน่งระดับบริหาร 4 รายแรกนับต่อจากผู้จัดการลงมาและผู้ซึ่งดำรงตำแหน่งเทียบเท่ากับผู้ดำรงตำแหน่งระดับบริหารรายที่ 4 ทุกราย รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้องและมีความสัมพันธ์กับกรรมการผู้จัดการหรือผู้บริหาร (The Stock Exchange of Thailand, 2019) ทั้งนี้ ผู้บริหารยังถือเป็นบุคคลภายใน (Insiders) มีข้อมูลภายในเกี่ยวกับบริษัทมากกว่าผู้อื่น (Yaowaluk & Srijunpetch, 2015)

แนวคิดโครงสร้างเงินทุน

Modigliani and Miller (1958) ได้ศึกษาเรื่องโครงสร้างเงินทุนและพัฒนาแนวคิดเป็นทฤษฎี Miller-Modigliani หรือทฤษฎี M&M ภายใต้สมมติฐานที่ว่าตลาดเป็นตลาดแข่งขันสมบูรณ์ บริษัทสามารถก่อหนี้ภายใต้ต้นทุนการกู้ยืมที่เท่ากัน ไม่มีผลประโยชน์จากการใช้หนี้สิน ทำให้โครงสร้างเงินทุนไม่มีผลต่อกำไรและมูลค่าของบริษัท ซึ่งขัดกับหลักความเป็นจริง ต่อมา Modigliani and Miller (1963) ได้ศึกษาโครงสร้างเงินทุนในรูปแบบที่มีภาษี เมื่อหนี้สินถูกเพิ่มเข้าไปในโครงสร้างของเงินทุน ทำให้ดอกเบี้ยที่จ่ายไปสามารถนำมาประหยัดภาษีได้ ส่งผลให้ต้นทุนของเงินทุนลดลง อีกทั้ง ได้เสนอแนะว่า บริษัทควรใช้เงินทุนจากหนี้สิน เพื่อเพิ่มมูลค่าของบริษัทให้สูงขึ้นและเพิ่มกำไรให้กับผู้ถือหุ้น แต่อย่างไรก็ตาม เมื่อคำนึงถึงผลกระทบของต้นทุนการล้มละลายพบว่า หากหนี้สินเพิ่มขึ้น ความน่าจะเป็นของการล้มละลายจะเพิ่มสูงขึ้น ทำให้เจ้าหนี้ต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้น ยิ่งบริษัทก่อหนี้มากขึ้นเท่าไร ต้นทุนของการล้มละลายที่คาดหวังจะยิ่งสูงขึ้นเท่านั้นและมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญจะยิ่งลดลง ดังนั้นหนี้สินที่มากเกินไปอาจทำให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงินและล้มละลายได้

Kraus and Litzenberger (1973) ได้พัฒนาแนวคิดที่เรียกว่า ทฤษฎีทางเลือก (The Trade-off Theory) โดยอธิบายว่า บริษัทต้องกำหนดระดับหนี้สินที่เหมาะสม โดยพิจารณาถึงสัดส่วนที่เหมาะสมระหว่างผลประโยชน์ทางด้านภาษีและต้นทุนของหนี้สิน เมื่อบริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม บริษัทจะได้รับผลประโยชน์จากภาษีในการก่อหนี้และทำให้บริษัทมีการเติบโตอย่างยั่งยืน

Myers and Majluf (1984) ได้พัฒนาแนวคิดเป็นทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุน (The Pecking Order Theory) ซึ่งได้ปฏิเสธทฤษฎีทางเลือกและโต้แย้งว่าบริษัทไม่มีอัตราส่วนหนี้สินที่เหมาะสมอยู่จริง เนื่องจากการเข้าถึงข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric Information) ระหว่างผู้ถือหุ้น ผู้บริหาร และนักลงทุน บริษัทจึงเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อนแหล่งเงินทุนภายนอก เนื่องจากมีต้นทุนที่ต่ำกว่า ทั้งนี้ ตามทฤษฎีการจัดจังหวะตลาด (The Market Timing Theory) ของ Baker and Wurgler (2002) ได้อธิบายว่า เมื่อบริษัทมีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก บริษัทควรจับจังหวะตลาด โดยออกตราสารทุนเมื่อต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าต่ำและออกตราสารหนี้เมื่อเห็นว่าต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าสูง

โครงสร้างเงินทุนประกอบด้วยหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น โดยการศึกษาอัตราส่วนโครงสร้างเงินทุนด้วย อัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio: D/E Ratio) ซึ่งสามารถบอกลักษณะของโครงสร้างเงินทุนได้ เนื่องจาก

เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่เปรียบเทียบระหว่างหนี้สินรวมกับส่วนของผู้ถือหุ้น บ่งบอกว่าหนี้สินรวมคิดเป็นกี่เท่าของส่วนของผู้ถือหุ้นหรือทุน (Wongyai et al., 2017) โดยอัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นคำนวณได้จาก

$$\text{อัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

แนวคิดการเติบโตของบริษัท

การเติบโตเป็นกระบวนการที่ดำเนินอย่างต่อเนื่องตามลำดับ เป็นระบบแบบแผน (Vijayakumar and Devi, 2011) การเติบโตของบริษัทถือเป็นตัวชี้วัดทางการเงินอย่างหนึ่งที่แสดงถึงการพัฒนาธุรกิจ โดยระหว่างการเติบโตของรายได้และการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์และส่วนของผู้ถือหุ้นนั้นมีความสัมพันธ์กัน การเติบโตส่วนใหญ่มักถูกวัดจากการเพิ่มขึ้นของรายได้ แต่เมื่อบริษัทมีการขยายตลาดหรือกลุ่มลูกค้าแล้ว บริษัทจำเป็นต้องมีสินทรัพย์เพิ่มขึ้น เพื่อรองรับการเติบโตของบริษัทเช่นกัน หมายความว่า หากทรัพยากรทางการเงินของบริษัทที่ต้องใช้ในการเพิ่มทุนของสินทรัพย์ไม่สามารถรองรับการเติบโตของบริษัทได้ บริษัทจะต้องหาแหล่งเงินทุน ทั้งจากกำไรสะสม การกู้ยืมหรือการออกหุ้นใหม่ การเติบโตของบริษัทจึงมีหลายรูปแบบด้วยกัน เช่น การเติบโตของบริษัทจากทรัพยากรหรือสินทรัพย์ที่มีอยู่ (Internal Growth Rate: IGR) คือ อัตราการเติบโตสูงสุดที่บริษัทสามารถทำได้ โดยไม่ต้องใช้เงินทุนภายนอก รวมถึงการควบรวมกิจการและการเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth) หรือการเติบโตในระยะยาวของบริษัทคือ อัตราการเติบโตสูงสุดของยอดขายที่บริษัทสามารถทำได้ โดยไม่ออกหุ้นเพิ่ม หรือไม่เปลี่ยนแปลงนโยบายการดำเนินงาน (บริษัทมีอัตรากำไรจากการดำเนินงานและอัตราหมุนเวียนเงินทุนคงที่) หรือไม่เปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงิน (บริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราการจ่ายเงินปันผลคงที่) ถือเป็นการเติบโตที่พิจารณาโครงสร้างเงินทุนเป็นหลัก ผู้บริหารต้องกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม เนื่องจากต้องเก็บรักษาเงินทุนเป็นส่วนเพิ่มของกำไรสะสม (Kijewska, 2016)

การเติบโตของบริษัทคือ อัตราการเติบโตของยอดขายและสินทรัพย์ ที่บริษัทสามารถทำได้โดยไม่ต้องเปลี่ยนแปลงนโยบายการดำเนินงานและการจัดหาเงินทุน ซึ่งบริษัทควรควบคุมการเติบโตให้อยู่ในสถานะที่การเงินมีความมั่นคง (Higgins, 1977)

แนวคิดอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน

อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนเป็นการรวมองค์ประกอบด้านการดำเนินงาน (อัตรากำไรและประสิทธิภาพของสินทรัพย์) และองค์ประกอบทางการเงิน (โครงสร้างเงินทุนและอัตราการเก็บกำไรไว้) เข้าด้วยกันเป็นตัวชี้วัดเดียวที่ครอบคลุมทั้งการดำเนินงานและการเงินของบริษัท โดยอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนสามารถให้ข้อมูลเชิงลึกแก่ผู้บริหารและนักลงทุนเกี่ยวกับการเติบโตของบริษัท ผู้บริหารและนักลงทุนจะสามารถวัดได้ว่าแผนการเติบโตในอนาคตของบริษัทนั้นมีประสิทธิภาพและเป็นไปตามนโยบายในปัจจุบันหรือไม่ (Rajesh, 2014)

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา มีการพัฒนาแนวคิดและสร้างแบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนที่หลากหลาย การศึกษาครั้งนี้ได้ศึกษาแบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน 3 แบบจำลอง ดังนี้

1. แบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของ Higgins (1977) เป็นการประมาณการการเติบโตอย่างยั่งยืน จากผลคูณของผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity) และการเก็บรักษากำไร (Earnings Retention) (Drake, 2005) ซึ่งสามารถเขียนเป็นสูตรการคำนวณได้ ดังนี้

$$\text{Sustainable Growth Rate} = \text{ROE} \times (1 - \text{Dividend Payout Ratio})$$

2. แบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของ Zakon โดย Zakon (1986) ได้พัฒนาแบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งมีสูตรการคำนวณ ดังนี้

$$\text{Sustainable Growth Rate} = \frac{D}{E} (R - i) p + R p$$

โดย Sustainable Growth Rate = อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน, D/E = อัตราหนี้สินรวมต่อทุน, R = อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA), i = อัตราดอกเบี้ย $\times (1 - \text{อัตราภาษี})$ และ p = สัดส่วนของกำไรสะสม

3. แบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของ Van Horne (1987) เป็นการอธิบายเชิงปริมาณของอัตราการเติบโตซึ่งเป็นความแปรปรวนของรายได้จากการขาย เขียนเป็นสูตรการคำนวณได้ ดังนี้ (Rajesh, 2014)

$$\text{Sustainable Growth Rate or } \Delta s/s = \frac{b \times \left(\frac{NP}{S} \right) \times \left(1 + \frac{D}{Eq} \right)}{\left(\frac{A}{S} \right) - b \times \left(\frac{NP}{S} \right) \times \left(1 + \frac{D}{Eq} \right)}$$

โดย Sustainable Growth Rate = อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน, $\Delta s/s$ = ความแปรปรวนของยอดขายในปีที่ผ่านมา, b = กำไรสะสม ($1 - b$ คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล), NP/S = อัตรากำไรสุทธิ, D/Eq = อัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และ A/S = อัตราสินทรัพย์รวมต่อยอดขาย

การศึกษานี้เลือกวัดค่าตัวแปรอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ตามแบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของ Higgins (1977) เนื่องจากเป็นแบบจำลองที่ได้รับการยอมรับและใช้ในงานวิจัยต่าง ๆ อย่างแพร่หลายและมีสูตรการคำนวณที่เข้าใจง่าย

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Rahim (2017) ได้ศึกษาเรื่อง อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนและผลการดำเนินงานของบริษัท : กรณีศึกษาในประเทศมาเลเซีย โดยกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาประกอบด้วยบริษัท 226 บริษัทจากทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินของ FBMKLCI Bursa Malaysia ในช่วงระยะเวลา 11 ปี ตั้งแต่ปี ค.ศ. 2005–2015 ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนหนี้สิน อัตราส่วนทุนและขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ($p < .01$)

Ferliana and Agustina (2018) ได้ศึกษาเรื่อง ผลกระทบของการเติบโตของบริษัท ความเสี่ยงทางธุรกิจ ขนาดกิจการและการถือหุ้นของผู้บริหาร ต่อโครงสร้างเงินทุน โดยมีความสามารถในการทำกำไรเป็นตัวแปรกำกับ กลุ่มตัวอย่างในการศึกษานี้คือ บริษัทในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมและเคมีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ในระหว่างปี ค.ศ. 2013–2016 จำนวน 124 ตัวอย่าง ผลการศึกษาพบว่า การถือหุ้นของผู้บริหาร การเติบโตของกิจการ และขนาดกิจการ มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p < .05$)

Mumu et al. (2019) ได้ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนและผลการดำเนินงานของบริษัท : กรณีศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ตั้งแต่ปี ค.ศ. 2010–2017 จำนวน 268 บริษัท ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนและขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ($p < .01$)

Pham et al. (2020) ได้ศึกษาเรื่อง โครงสร้างความเป็นเจ้าของ โครงสร้างเงินทุนและการเติบโตของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เวียดนาม : งานวิจัยเชิงประจักษ์และผลกระทบต่อการเติบโตอย่างยั่งยืน ตั้งแต่ปี ค.ศ. 2008–2015 ยกเว้นบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน จำนวนทั้งสิ้น 2,056 ปีบริษัท (Firm-Year) จาก 257 บริษัท ผลการศึกษาพบว่า การถือหุ้นของรัฐบาลและการถือหุ้นของเอกชนหรือบริษัทอื่นมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเติบโตของยอดขาย ($p < .05$) และการเติบโตของสินทรัพย์ ($p < .10$) ในส่วนของอัตราส่วนหนี้สินนั้น พบความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเติบโตของยอดขายและการเติบโตของสินทรัพย์ ($p < .01$)

Chuamaungphan & Chuacoo (2020) ได้ศึกษาเรื่อง การวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่ส่งผลต่อการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556–2560 จำนวนทั้งสิ้น 334 บริษัท ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างการเป็นเจ้าของมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการจัดการกำไร และพบว่า การจัดการกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน ส่วนโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน

Amatyakul et al. (2021) ได้ศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทุกมิติแบบภาคตัดขวางและอนุกรมเวลาของกลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 76 บริษัท เป็นรายไตรมาสตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2559 ถึงไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2563 รวมระยะเวลา 5 ปี หรือ 20 ไตรมาส จำนวนข้อมูลทั้งสิ้น 1,520 ข้อมูล ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ($p < .05$)

Suu et al. (2021) ได้ศึกษาเรื่อง ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของต่อผลการดำเนินงานของรัฐบาลกิจหลังการปฏิรูป : หลักฐานเชิงประจักษ์จากประเทศเวียดนาม โดยกลุ่มตัวอย่างคือ รัฐบาลกิจ 137 แห่งในประเทศเวียดนาม ในระหว่างปี ค.ศ. 2007–2017 ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p < .01$) และการเติบโตของกิจการมีผลกระทบเชิงบวกกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p < .10$)

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า มีตัวแปรอื่น ๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อการเติบโตของบริษัท นอกเหนือจากโครงสร้างความเป็นเจ้าของและโครงสร้างเงินทุน ดังนั้นการศึกษานี้ได้กำหนดตัวแปรควบคุมจำนวน 4 ตัวแปร ประกอบไปด้วย

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA) ขนาดของบริษัท (Size) อายุของบริษัท (Age) และกลุ่มอุตสาหกรรม (Industry Group) โดยมีรายละเอียดการทบทวนวรรณกรรม ดังนี้

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ เป็นอัตราส่วนที่บ่งบอกถึงความสามารถในการทำกำไรจากสินทรัพย์ของบริษัท มีหลายงานวิจัยที่ใช้ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เป็นตัววัดความสามารถในการทำกำไร เนื่องจาก ROA สะท้อนให้เห็นรายได้ที่จะได้รับจากทรัพย์สินของบริษัท โดยงานวิจัยของ Kouser et al. (2012) พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเติบโตของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Asimakopoulous et al. (2009) และ Vijayakumar and Devi (2011) ที่แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์เชิงบวกของการเติบโตและความสามารถในการทำกำไร

ในส่วนของคุณาของบริษัท งานวิจัยของ Kouser et al. (2012) พบว่า ขนาดของบริษัทและการเติบโตของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกัน เมื่อบริษัทมีขนาดเล็กจะมีการเติบโตที่เร็วขึ้น นอกจากนี้ Marimuthu (2017) ยังพบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าของบริษัท เช่นเดียวกับ Mumu et al. (2019) ที่พบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเติบโตของบริษัท

เมื่อพิจารณาความสำคัญของอายุของบริษัทต่อการเติบโตของกิจการ จากผลการวิจัยของ Cooley and Quadrini (2001) พบว่า อายุของบริษัทมีผลกระทบเชิงลบของการเติบโตของบริษัทและงานวิจัยของ Ushijima (2003) ก็พบว่า บริษัทที่มีขนาดเล็กกว่าและอายุน้อยกว่าจะมีการเติบโตเร็วกว่าบริษัทในเครือที่มีขนาดใหญ่และมีอายุมาก นอกจากนี้ Pham et al. (2020) ยังพบว่า อายุของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเติบโตของบริษัท

ในส่วนของกลุ่มอุตสาหกรรม ผลการวิจัยของ Alcalde et al. (2016) พบว่า ตัวชี้วัดที่ใช้สำหรับจำแนกสถานะการเติบโตของบริษัทคือ อุตสาหกรรม ซึ่งช่วยให้บริษัทสามารถคาดการณ์ผลการดำเนินงานและกลยุทธ์ของบริษัทได้ ทั้งนี้ อุตสาหกรรมที่แตกต่างกันจึงอาจมีสถานะการเติบโตที่แตกต่างกัน ซึ่งสอดคล้องกับ Bishara et al. (2020) ที่พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของกับการเติบโตของบริษัทมีความแตกต่างกันไปในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

สมมติฐานการวิจัย

1. การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อยกับการเติบโตของบริษัท

Barber and Odean (2000) อธิบายว่า นักลงทุนรายย่อยโดยทั่วไปจะได้รับข้อมูลน้อยและได้รับผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีน้อยกว่าผลตอบแทนของตลาดโดยเฉลี่ยอย่างมาก สอดคล้องกับงานวิจัยของ Grossman and Hart (1980) ที่พบว่า นักลงทุนสถาบันมีความรู้ ทักษะและเงินทุนมากกว่านักลงทุนรายย่อย การมีนักลงทุนรายย่อยจำนวนมากอาจทำให้ระดับการกำกับติดตามผู้บริหารลดลง ซึ่งอาจกระทบต่อการดำเนินการกำกับดูแลกิจการรวมไปถึงการอยู่รอดของบริษัทในระยะยาวได้ อย่างไรก็ตาม Bishara et al. (2020) พบว่า สัดส่วนของนักลงทุนรายย่อยที่เพิ่มขึ้นส่งผลกระทบเชิงบวกต่อการเติบโตของบริษัท

จากแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้นพบว่า งานวิจัยเกี่ยวกับการถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อยและการเติบโตของบริษัทยังมีจำนวนน้อยและมีผลการวิจัยที่ขัดแย้งกัน การวิจัยครั้งนี้จึงคาดว่า การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อยจะมีความสัมพันธ์กับการเติบโตของบริษัทและกำหนดสมมติฐานในการวิจัยแบบไม่มีทิศทาง ดังนี้

H1: การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อยมีความสัมพันธ์กับการเติบโตของบริษัท

2. การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันกับการเติบโตของบริษัท

Bishara et al. (2020) พบว่า โครงสร้างความเป็นเจ้าของที่เป็นการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีผลกระทบเชิงบวกต่อการเติบโตของบริษัท สอดคล้องกับงานวิจัยของ McConnell and Servaes (1990), Del Guercio and Hawkins (1999) และ Cornett et al. (2007) ที่พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการวัดผลการดำเนินงานต่าง ๆ ของบริษัทและอาจช่วยสนับสนุนการเติบโตของบริษัทได้ นอกจากนี้ งานวิจัยของ Thomsen and Pedersen (2000) ได้ศึกษาถึงผลกระทบของโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในยุโรปและพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดจากการเติบโตของยอดขาย อย่างไรก็ตาม Graves and Waddock (1990), Demirag (1998) และ Maug (1998) พบว่า นักลงทุนสถาบันส่วนหนึ่ง เช่น ผู้จัดการกองทุนรวม มักจะสนใจผลตอบแทนจากการลงทุนในระยะสั้น จึงส่งผลให้ผู้บริหารของบริษัทสนใจในผลการดำเนินงานระยะสั้นมากกว่าผลการดำเนินงานในระยะยาว ซึ่งจะส่งผลเสียต่อผลการดำเนินงาน มูลค่าของบริษัทและการเติบโตของบริษัทได้

จากแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้นพบว่า งานวิจัยเกี่ยวกับการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันและการเติบโตของบริษัทยังมีจำนวนน้อยและมีผลการวิจัยที่ขัดแย้งกัน การวิจัยครั้งนี้จึงคาดว่า การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์กับการเติบโตของบริษัทและกำหนดสมมติฐานในการวิจัยแบบไม่มีทิศทาง ดังนี้

H2: การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์กับการเติบโตของบริษัท

3. การถือหุ้นของผู้บริหารกับการเติบโตของบริษัท

Shleifer and Vishny (1997) พบว่า เมื่อสัดส่วนความเป็นเจ้าของของผู้บริหารเพิ่มขึ้น จะมีอำนาจในการควบคุมบริษัทได้ อาจทำให้ผู้บริหารเกิดพฤติกรรมการฉกฉวยผลประโยชน์และเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายอื่นได้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Lemmon and Lins (2003) ที่พบว่า โครงสร้างการถือหุ้นส่งผลต่อการที่บุคคลภายในจะมีพฤติกรรมฉกฉวยผลประโยชน์ของนักลงทุนรายย่อยและท้ายสุดอาจส่งผลต่อผลการดำเนินงานและโอกาสในการเติบโตของบริษัทได้ อย่างไรก็ตาม Ho et al. (2004) พบว่า การถือหุ้นของผู้บริหารจะช่วยลดผลกระทบของความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นลงได้และผู้บริหารจะมีการตัดสินใจในการลงทุนที่จะช่วยสร้างโอกาสการเติบโตให้กับบริษัทเพิ่มมากขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Jensen and Meckling (1976), Morck et al. (1988) และ Fan and Wong (2002) เมื่อบริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี อาจเป็นไปได้ว่าบริษัทนั้นจะมีโอกาสในการเติบโตต่อไปได้

จากแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้นพบว่า งานวิจัยเกี่ยวกับการถือหุ้นของผู้บริหารและการเติบโตของบริษัทยังมีจำนวนน้อยและมีผลการวิจัยที่ขัดแย้งกัน การวิจัยครั้งนี้จึงคาดว่า การถือหุ้นของผู้บริหารจะมีความสัมพันธ์กับการเติบโตของบริษัทและกำหนดสมมติฐานในการวิจัยแบบไม่มีทิศทาง ดังนี้

H3: การถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับการเติบโตของบริษัท

4. โครงสร้างเงินทุนกับการเติบโตของบริษัท

Rahim (2017), Pham et al. (2020) และ Chuamaungphan & Chuacoo (2020) พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเติบโตของบริษัท อย่างไรก็ตาม Mumu et al. (2019) พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์

เชิงลบกับการเติบโตของบริษัท ทั้งนี้ หนี้สินที่มากเกินไปอาจทำให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงินและล้มละลายได้ ทฤษฎีทางเลือกจึงอธิบายว่า บริษัทจะต้องหาจุดที่มีความเหมาะสมระหว่างประโยชน์ทางภาษีจากการกีดกันกับต้นทุนจากหนี้สินหรือต้นทุนจากความเสี่ยงที่จะล้มละลาย โดยโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจะช่วยให้บริษัทมีมูลค่าเพิ่มสูงสุดและเติบโตต่อไปได้

จากแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้นพบว่า งานวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนและการเติบโตของบริษัท มีผลการวิจัยที่ขัดแย้งกัน การวิจัยครั้งนี้จึงคาดว่า โครงสร้างเงินทุนจะมีความสัมพันธ์กับการเติบโตของบริษัทและกำหนดสมมติฐานในการวิจัยแบบไม่มีทิศทาง ดังนี้

H4: โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับการเติบโตของบริษัท

ระเบียบวิธีการศึกษา

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

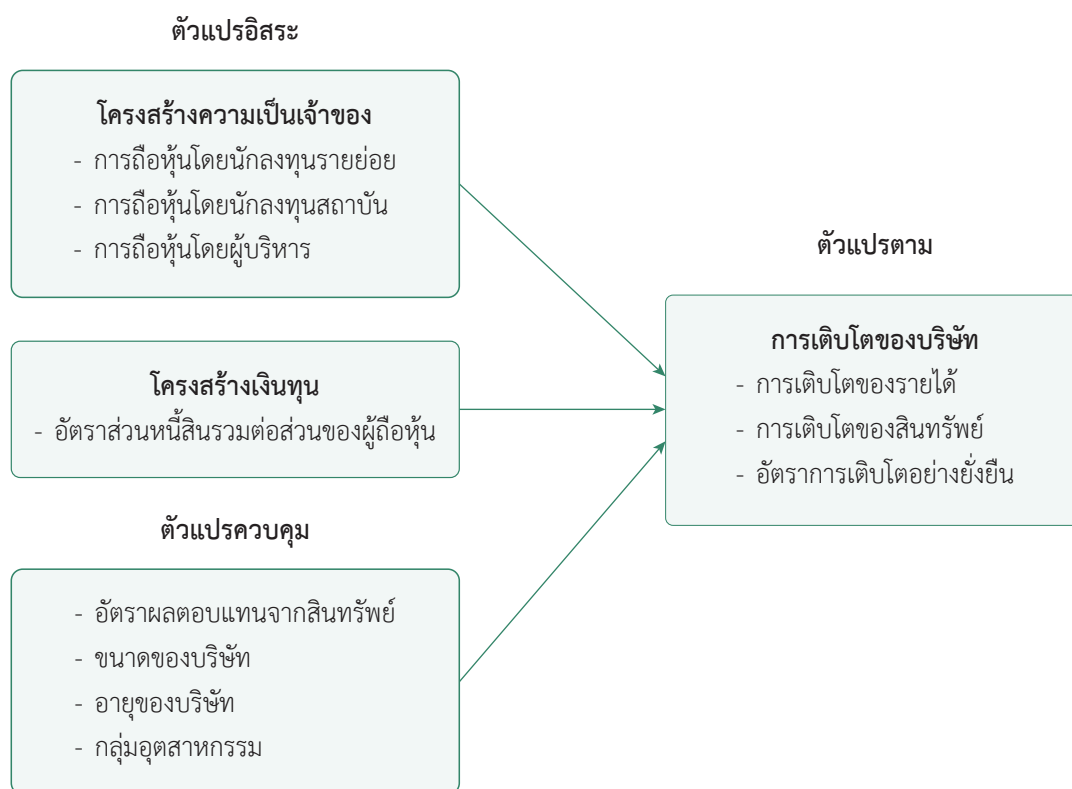
ประชากรที่ใช้ในการศึกษาค้นครั้งนี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด ในปี พ.ศ. 2563 ซึ่งเป็นปีที่ได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของโรคโควิด 19 และอาจส่งผลกระทบต่อการเติบโตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยยังไม่มีการวิจัยที่เกี่ยวข้องศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของและโครงสร้างเงินทุนกับการเติบโตของบริษัท ในบริบทของการแพร่ระบาดของโรคโควิด 19 มาก่อน มีจำนวนประชากรทั้งสิ้น 648 บริษัท ผู้ศึกษาเลือกตัวอย่างด้วยวิธีแบบเจาะจงและกำหนดเกณฑ์คัดเลือกตัวอย่างไว้ 6 ข้อ คงเหลือเป็นจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 389 บริษัท แสดงดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

เกณฑ์การคัดเลือกตัวอย่าง	จำนวน
จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด ปี พ.ศ. 2563	648 บริษัท
หัก 1. บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน	64 บริษัท
2. บริษัทที่จัดอยู่ในหมวดกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์	56 บริษัท
3. บริษัทที่ถูกเพิกถอนและเข้าข่ายถูกเพิกถอน หรือจัดอยู่ในหมวดบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน	16 บริษัท
4. บริษัทที่ไม่ได้มีรอบระยะเวลาบัญชี ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม ถึงวันที่ 31 ธันวาคม ของปี พ.ศ. 2562 และปี พ.ศ. 2563	30 บริษัท
5. บริษัทที่ไม่ได้มีการดำเนินงานและมีข้อมูลไม่ครบถ้วนในระหว่างปี พ.ศ. 2562–2563	90 บริษัท
6. ข้อมูลที่มีค่า Std. Residual เกิน ± 3	3 บริษัท
คงเหลือจำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	389 บริษัท

กรอบแนวคิดในการศึกษา

จากทฤษฎีตัวแทน โครงสร้างความเป็นเจ้าของอาจส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรของกิจการลดลง ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่น (Entrenchment Hypothesis) หรืออาจส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการปรับผลประโยชน์เข้าหากัน (Alignment Hypothesis) รวมถึงการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานตลอดจนตัวแปรควบคุมต่าง ๆ ผู้ศึกษาจึงนำมาพัฒนาเป็นกรอบแนวคิดในการศึกษา ดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการศึกษา

แบบจำลองในการวิจัย

จากสมมติฐานข้างต้น ผู้ศึกษาได้กำหนดแบบจำลองของงานวิจัย เพื่อใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของและโครงสร้างเงินทุนกับการเติบโตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนี้

$$\text{ตัวแบบที่ 1} \quad \text{REV_GRO}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{IND_OWN}_i + \beta_2 \text{INS_OWN}_i + \beta_3 \text{MAN_OWN}_i + \beta_4 \text{DE}_i + \beta_5 \text{ROA}_i + \beta_6 \text{SIZE}_i + \beta_7 \text{AGE}_i + \sum_{n=8}^{n=13} \beta_n \text{INDUS}_i + e_i$$

$$\text{ตัวแบบที่ 2} \quad \text{ASSET_GRO}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{IND_OWN}_i + \beta_2 \text{INS_OWN}_i + \beta_3 \text{MAN_OWN}_i + \beta_4 \text{DE}_i + \beta_5 \text{ROA}_i + \beta_6 \text{SIZE}_i + \beta_7 \text{AGE}_i + \sum_{n=8}^{n=13} \beta_n \text{INDUS}_i + e_i$$

$$\text{ตัวแบบที่ 3} \quad \text{SGR}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{IND_OWN}_i + \beta_2 \text{INS_OWN}_i + \beta_3 \text{MAN_OWN}_i + \beta_4 \text{DE}_i + \beta_5 \text{ROA}_i + \beta_6 \text{SIZE}_i + \beta_7 \text{AGE}_i + \sum_{n=8}^{n=13} \beta_n \text{INDUS}_i + e_i$$

โดย

ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

REV_GRO = การเติบโตของรายได้ วัดค่าจากร้อยละการเปลี่ยนแปลงของรายได้ในปีปัจจุบันจากปีก่อน (Bishara et al., 2020; Pham et al., 2020)

ASSET_GRO = การเติบโตของสินทรัพย์ วัดค่าจากร้อยละการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม ในปีปัจจุบันจากปีก่อน (Pham et al., 2020)

SGR = อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน วัดค่าตามแบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของ Higgins (Higgins, 1977; Kouser et al., 2012; Rahim, 2017; Pham et al., 2020)

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

IND_OWN = การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อย วัดค่าจากสัดส่วนของจำนวนหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนรายย่อย (Free Float) ต่อจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่ออกและชำระแล้ว (Thanjunpong et al., 2021)

INS_OWN = การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน วัดค่าจากสัดส่วนของจำนวนหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่อจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่ออกและชำระแล้ว (Yaowaluk & Srijunpetch, 2015; Phothipruk & Sukwatanasinit, 2021)

MAN_OWN = การถือหุ้นของผู้บริหาร วัดค่าจากสัดส่วนของจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้บริหารต่อจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่ออกและชำระแล้ว (Yaowaluk & Srijunpetch, 2015; Phothipruk & Sukwatanasinit, 2021)

DE = โครงสร้างเงินทุน วัดค่าจากอัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Rahim, 2017)

ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

ROA = อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ วัดค่าจากกำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม (Asimakopoulous et al., 2009; Vijayakumar and Devi, 2011; Kouser et al., 2012)

SIZE	= ขนาดของบริษัท วัดค่าจากลอการิทึมธรรมชาติ (Ln) ของสินทรัพย์รวม (Kouser et al., 2012; Marimuthu, 2017; Mumu et al., 2019)
AGE	= อายุของบริษัท วัดค่าจากจำนวนปีตั้งแต่ปีที่มีการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จนถึงปีที่ทำการศึกษาคือปี พ.ศ. 2563 (Cooley and Quadri, 2001; Ushijima, 2003; Pham et al., 2020)
INDUS	= กลุ่มอุตสาหกรรม 7 กลุ่ม วัดค่าด้วยตัวแปรหุ่น จำนวน 6 ตัวแปร (จำนวนตัวแปรหุ่น = $k - 1$; k = จำนวนกลุ่มอุตสาหกรรม) ตัวแปรหุ่น 6 ตัวกำหนดให้แทน 6 กลุ่มอุตสาหกรรมแรก โดยตัวแปรหุ่นแต่ละตัว กำหนดให้มีค่าเป็น 1 ในแต่ละอุตสาหกรรม หากไม่ใช่ให้มีค่าเป็น 0 ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ซึ่งเป็นกลุ่มที่ 7 จะมีค่าเป็น 0 ในตัวแปรหุ่นทั้ง 6 ตัวแปร (Alcalde et al., 2016; Bishara et al., 2020)
e	= ค่าความคาดเคลื่อน (Error Term)
i	= บริษัทที่ i

การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยข้อมูลทางการบัญชี ซึ่งใช้ในการคำนวณการเติบโตของรายได้และการเติบโตของสินทรัพย์ ในช่วงปี พ.ศ. 2562–2563 อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนและโครงสร้างเงินทุน ของปี พ.ศ. 2563 และข้อมูลสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อยและนักลงทุนสถาบัน ของปี พ.ศ. 2563 จากฐานข้อมูลออนไลน์ Refinitiv Eikon DataStream ส่วนข้อมูลอายุของบริษัทและประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม รวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) และสำหรับข้อมูลสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ของปี พ.ศ. 2563 นั้น รวบรวมได้จากรายงานประจำปีและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัท ซึ่งเก็บรวบรวมโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) และเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษานี้ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ (IBM SPSS Statistics Base) โดยใช้สถิติในการวิเคราะห์ ดังนี้

1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นการวิเคราะห์เพื่ออธิบายลักษณะเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา โดยใช้ค่าร้อยละ (Percentage) ค่าความถี่ (Frequency) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

2. การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) เป็นการวิเคราะห์โดยใช้การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบสเปียร์แมน (Spearman Rank-order Correlation Coefficient)¹ เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรและการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐานของการวิจัย

¹ ผู้ศึกษาใช้การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบสเปียร์แมน เนื่องจากข้อมูลมีการแจกแจงไม่ปกติ (Non-Normality)

โดยก่อนการวิเคราะห์ ได้ทดสอบข้อสมมติฐานเบื้องต้นของการวิเคราะห์สมการถดถอยพบว่าคุณพบว่า ในทุกตัวแบบ ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนมีค่าเท่ากับศูนย์และค่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระจากกัน ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน แต่อย่างไรก็ดี ค่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงไม่ปกติและค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนไม่คงที่

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ส่วนที่ 1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ มีจำนวน 389 ตัวอย่าง โดยข้อมูลค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา แสดงดังตารางที่ 2 และตารางที่ 3

ตารางที่ 2 ค่าความถี่และค่าร้อยละของตัวแปรกลุ่มอุตสาหกรรม

ตัวแปร	ค่าความถี่	ค่าร้อยละ
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)	45	11.6
สินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP)	24	6.2
สินค้าอุตสาหกรรม (INDPRO)	66	17.0
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON)	83	21.3
ทรัพยากร (RESOURC)	46	11.8
บริการ (SERVICE)	92	23.7
เทคโนโลยี (TECH)	33	8.4
รวมทั้งสิ้น	389	100.0

จากตารางที่ 2 พบว่า กลุ่มตัวอย่างแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรมออกเป็น 7 กลุ่ม โดยกลุ่มบริการเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษามากที่สุดคือ จำนวน 92 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 23.7 ของกลุ่มตัวอย่าง และกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษาน้อยที่สุดคือ จำนวน 24 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 6.2 ของกลุ่มตัวอย่าง

ตารางที่ 3 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่เกี่ยวข้อง

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
REV_GRO (%)	-5.39	30.55	-99.99	176.53
ASSET_GRO (%)	7.75	24.96	-43.79	229.46
SGR (%)	-0.50	18.18	-173.24	64.80
IND_OWN (%)	50.27	19.89	4.00	100.00
INS_OWN (%)	0.58	2.09	0.00	12.00
MAN_OWN (%)	21.15	21.52	0.00	86.46
DE (%)	92.97	155.857	0.00	1,730.77
ROA (%)	4.07	8.09	-34.71	51.62
SIZE (พันบาท)	33,314,394.46	150,402,781.88	156,639.00	2,544,182,883.00
AGE (ปี)	19.03	11.33	0.02	45.68

จากตารางที่ 3 พบว่า กลุ่มตัวอย่างมีการเติบโตของรายได้เฉลี่ยเท่ากับร้อยละ -5.39 การเติบโตของสินทรัพย์เฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 7.75 อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ -0.50 สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อยเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 50.27 สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 0.58 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 21.15 และมีอัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเท่ากับร้อยละ 92.97 โดยตัวแปรขนาดกิจการ (SIZE) จะมีการใส่ลอการิทึมฐานธรรมชาติก่อนการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานต่อไป

ส่วนที่ 2 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน

2.1 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร (Correlation Analysis)

ตารางที่ 4 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบสเปียร์แมนของตัวแปรที่เกี่ยวข้อง

Variables	REV_GRO	ASSET_GRO	SGR	IND_OWN	INS_OWN	MAN_OWN	DE	ROA	SIZE
ASSET_GRO	0.358***								
SGR	0.490***	0.385***							
IND_OWN	0.003	0.008	-0.037						
INS_OWN	-0.036	-0.020	-0.043	-0.068					
MAN_OWN	0.044	0.076	0.138***	-0.019	-0.069				

ตารางที่ 4 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบสเปียร์แมนของตัวแปรที่เกี่ยวข้อง (ต่อ)

Variables	REV_GRO	ASSET_GRO	SGR	IND_OWEN	INS_OWEN	MAN_OWEN	DE	ROA	SIZE
DE	-0.110**	0.108**	-0.099*	0.091*	-0.001	0.048			
ROA	0.490***	0.393***	0.855***	-0.042	-0.013	0.136***	-0.276***		
SIZE	0.007	0.154***	0.190***	0.082	0.027	-0.199***	0.449***	0.118**	
AGE	-0.217***	-0.086*	-0.249***	0.128***	-0.011	-0.225***	-0.089*	-0.211***	-0.035

หมายเหตุ *, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .10, .05 และ .01 ตามลำดับ

จากตารางที่ 4 เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระต่างๆ พบว่า การเติบโตของรายได้มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ($p < .05$) ขณะที่การเติบโตของสินทรัพย์นั้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ($p < .05$) และในส่วนของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนนั้น มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ($p < .01$) ขณะที่มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ($p < .10$)

ก่อนการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ ผู้ศึกษาได้ใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ในการวิเคราะห์ปัญหา Multicollinearity พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระรวมถึงตัวแปรควบคุมแต่ละคู่มีค่าไม่เกิน 0.90 ถือว่ามีความสัมพันธ์กันไม่สูงเกินไปจนนำไปสู่การเกิดปัญหา Multicollinearity (Hair et al., 2010) นอกจากนี้จากการทดสอบจากค่าสถิติ Tolerance และค่า Variance Inflation Factor (VIF) เพิ่มเติมพบว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่า Tolerance มากกว่า 0.10 และค่า VIF น้อยกว่า 10 จึงสรุปได้ว่า ไม่เกิดปัญหา Multicollinearity (Hair et al., 2010, p. 204)

2.2 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ

ตัวแปร	แบบจำลองที่ 1 การเติบโตของรายได้		แบบจำลองที่ 2 การเติบโตของสินทรัพย์		แบบจำลองที่ 3 อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน	
	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value
Constant	61.916***	.000	-31.376**	.034	-28.898***	.000
IND_OWEN	-0.072	.296	-0.011	.857	-0.002	.948
INS_OWEN	-0.948	.139	-0.758	.176	-0.219	.353
MAN_OWEN	-0.193***	.004	0.108*	.068	0.054**	.029

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (ต่อ)

ตัวแปร	แบบจำลองที่ 1 การเติบโตของรายได้		แบบจำลองที่ 2 การเติบโตของสินทรัพย์		แบบจำลองที่ 3 อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน	
	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value
DE	0.002	.811	0.023***	.004	-0.063***	.000
ROA	1.815***	.000	1.171***	.000	1.127***	.000
SIZE	-3.525***	.000	1.820**	.038	2.060***	.000
AGE	-0.257**	.045	-0.035	.752	-0.103**	.029
AGRO	-2.053	.735	-1.145	.829	-3.716*	.097
CONSUMP	-10.030	.169	10.104	.113	0.017	.995
INDPRO	-11.759**	.041	6.552	.191	-0.869	.680
PROPCON	-4.148	.444	-2.724	.565	-0.868	.663
RESOURC	4.621	.444	1.423	.787	-1.745	.432
SERVICE	-13.273**	.014	7.500	.111	-2.954	.136
N	389		389		389	
F-statistics	12.329***		7.160***		78.616***	
Significance of F	.000		.000		.000	
R ²	0.299		0.199		0.732	
Adjusted R ²	0.275		0.171		0.722	
Std. Error of the Estimate	26.012		22.729		9.581	

หมายเหตุ *, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .10, .05 และ .01 ตามลำดับ

จากตารางที่ 5 พบว่า ค่า F-statistic ของแต่ละตัวแบบมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 แสดงว่า ในแต่ละตัวแบบที่ใช้ในการศึกษามีตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัว ที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม โดยแบบจำลองที่ 1 พบว่า ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายความเปลี่ยนแปลงของการเติบโตของรายได้ได้ร้อยละ 27.5 โดยมีค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของการประมาณค่าเท่ากับ ± 26.01 จากแบบจำลองที่ 2 พบว่า ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายความเปลี่ยนแปลงของการเติบโตของสินทรัพย์ได้ร้อยละ 17.1 โดยมีค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของการประมาณค่า

เท่ากับ ± 22.73 และแบบจำลองที่ 3 พบว่า ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายความเปลี่ยนแปลงของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนได้ร้อยละ 72.2 โดยมีค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของการประมาณค่าเท่ากับ ± 9.58

จากการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามพบว่า การถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเติบโตของรายได้ ($p < .01$) ขณะที่การถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเติบโตของสินทรัพย์ ($p < .10$) และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ($p < .05$) ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ 3 ที่กล่าวว่า การถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับการเติบโตของบริษัท (ยอมรับ H3) และพบว่า อัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเติบโตของสินทรัพย์ ($p < .01$) ขณะที่อัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ($p < .01$) ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ 4 ที่กล่าวว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับการเติบโตของบริษัท (ยอมรับ H4) อย่างไรก็ตาม การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อยและการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน ไม่มีความสัมพันธ์กับการเติบโตของบริษัท ($p > .10$) ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 และ 2 ที่กล่าวว่า การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อยและการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์กับการเติบโตของบริษัท

เมื่อพิจารณาตัวแปรควบคุมพบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเติบโตของบริษัท ($p < .01$) ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเติบโตของรายได้ ($p < .01$) ขณะที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเติบโตของสินทรัพย์ ($p < .05$) และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ($p < .01$) อายุของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเติบโตของรายได้และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ($p < .05$) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมและกลุ่มบริการ มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเติบโตของรายได้ ($p < .05$) และกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ($p < .10$) โดยกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มบริการและกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีการเติบโตของบริษัทน้อยกว่ากลุ่มเทคโนโลยี

อภิปรายผล

ผลการศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของพบว่า การถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับการเติบโตของบริษัท ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่กำหนดไว้ โดยการถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเติบโตของรายได้ ($p < .01$) สอดคล้องกับสมมติฐานการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่นและงานวิจัยของ Morck et al. (1988) ที่พบว่า เมื่อผู้บริหารมีสัดส่วนการถือหุ้นไม่เกินร้อยละ 5 ของจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมด มูลค่าตลาดของบริษัทที่วัดด้วย Tobin's Q จะมีค่าเพิ่มขึ้นและเมื่อสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเพิ่มขึ้นอยู่ระหว่างร้อยละ 5 ถึงร้อยละ 25 อัตราส่วน Tobin's Q ก็มีค่าลดลง เนื่องจากในช่วงแรกที่สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเพิ่มขึ้นแต่ถือหุ้นไม่เกินร้อยละ 5 นั้น ผลประโยชน์ของผู้บริหารอาจยังมีความสอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น แต่เมื่อบางบริษัทที่มีการจ่ายค่าตอบแทนเป็นหุ้น (Stock Bonus) หรือการให้สิทธิในการซื้อหุ้น (Stock Option) แก่ผู้บริหาร จะส่งผลให้ผู้บริหารมีสัดส่วนการถือหุ้นที่เพิ่มขึ้น อาจทำให้ผู้บริหารเกิดพฤติกรรมฉกฉวยผลประโยชน์เพื่อตนเอง ละมองข้ามการตัดสินใจที่จะก่อให้เกิดมูลค่าสูงสุดแก่บริษัท งานวิจัยยังได้อธิบายอีกว่า Tobin's Q ที่สูงขึ้นนั้น จะสะท้อนให้เห็นถึงโอกาสในการเติบโตของบริษัทได้ จึงแสดงว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีจำนวนน้อยหรือไม่เกินร้อยละ 5 นั้น จะส่งผล

ให้การเติบโตของบริษัทเพิ่มขึ้นได้ ทั้งนี้ ผลการศึกษาดังกล่าวยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Shleifer and Vishny (1997) และ Lemmon and Lins (2003) ที่พบว่า เมื่อสัดส่วนความเป็นเจ้าของของผู้บริหารเพิ่มขึ้นจนมีอำนาจในการควบคุมบริษัทได้ อาจทำให้ผู้บริหารเกิดพฤติกรรมการฉกฉวยผลประโยชน์และเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายอื่น ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและโอกาสในการเติบโตของบริษัทได้

ขณะที่การถือหุ้นของผู้บริหารนั้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเติบโตของสินทรัพย์ ($p < .10$) ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานการปรับผลประโยชน์เข้าหากัน (Alignment Hypothesis) และงานวิจัยของ Ho et al. (2004) ที่พบว่า การถือหุ้นของผู้บริหารจะช่วยลดผลกระทบของความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นลงได้ ส่งผลให้ผู้บริหารมีการตัดสินใจลงทุนในสินทรัพย์หรือโครงการต่าง ๆ ที่จะช่วยเพิ่มมูลค่าของบริษัทและสร้างโอกาสการเติบโตให้กับบริษัทมากขึ้น

นอกจากนี้ การถือหุ้นของผู้บริหารยังมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ($p < .05$) สอดคล้องกับสมมติฐานการปรับผลประโยชน์เข้าหากัน เนื่องจากแบบสำรวจธุรกิจครอบครัวในประเทศไทยปี พ.ศ. 2562 ของ PwC ประเทศไทยพบว่า 1 ใน 3 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีลักษณะเป็นธุรกิจครอบครัว โดยมีสมาชิกในครอบครัวทำหน้าที่เป็นสมาชิกในคณะกรรมการบริษัทหรือคณะผู้บริหาร ซึ่งการบริหารลักษณะนี้ ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะมีส่วนร่วมมากขึ้นในการสร้างมูลค่าให้กับบริษัท เพื่อเพิ่มความได้เปรียบในการแข่งขันและโอกาสเติบโตในระยะยาว (PwC Thailand, 2019) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Jensen and Meckling (1976) และ Fan and Wong (2002) ที่พบว่า การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายในหรือผู้บริหาร อาจช่วยให้ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมและผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจควบคุมมีความสอดคล้องเป็นไปในทิศทางเดียวกันมากยิ่งขึ้น ส่งผลให้ผู้บริหารเกิดการตัดสินใจเกี่ยวกับการดำเนินงานที่จะช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัท นอกจากนี้ ผลการศึกษาดังกล่าวยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Morck et al. (1988) ที่พบว่า เมื่อสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเพิ่มขึ้นในระดับที่มากกว่าร้อยละ 25 อัตราส่วน Tobin's Q ก็จะมีค่าเพิ่มขึ้น ประกอบกับการอธิบายว่า อัตราส่วน Tobin's Q ที่สูงขึ้นนั้น จะสะท้อนให้เห็นถึงโอกาสในการเติบโตของบริษัทได้ ดังนั้นสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเพิ่มมากขึ้นไปถึงระดับหนึ่งจะส่งผลเชิงบวกต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท

สำหรับผลการศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนพบว่า อัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับการเติบโตของบริษัท ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่กำหนดไว้ โดยอัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเติบโตของสินทรัพย์ ($p < .01$) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Pham et al. (2020) ที่พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเติบโตของสินทรัพย์ โดยโครงสร้างเงินทุนที่มาจากหนี้สินเป็นส่วนใหญ่ จะทำให้ธุรกิจสามารถขยายกิจการและเติบโตต่อไปได้ โดยมีการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์เข้ามาช่วยสร้างสภาพคล่องประสิทธิภาพและประสิทธิผลในการดำเนินงานของบริษัท (Keister, 2004; Chuamaungphan & Chuacoo, 2020)

ขณะที่อัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ($p < .01$) ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีทางเลือกของ Kraus and Litzenberger (1973) ที่อธิบายว่า บริษัทต้องกำหนดระดับหนี้สินที่เหมาะสม โดยพิจารณาถึงสัดส่วนที่เหมาะสมระหว่างผลประโยชน์ทางด้านภาษีและต้นทุนของหนี้สิน บริษัทที่มีผลการดำเนินงานสูงจะมีสัดส่วนการก่อหนี้สูง เพื่อประโยชน์ทางด้านภาษี แต่อย่างไรก็ตาม หนี้สินที่มากเกินไปนั้นก็อาจทำให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงินและล้มละลายได้ (Modigliani and Miller, 1963) เนื่องจากเมื่อบริษัทมีการก่อหนี้

สูงขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการกู้ยืมจากธนาคารหรือการออกตราสารหนี้ (หุ้นกู้) บริษัทก็จะมีภาระในการผ่อนชำระหนี้ (Debt Burden Ratio) ที่มากขึ้น อีกทั้งยังต้องรักษาเงื่อนไขสัญญา (Covenant) ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของข้อกำหนดสิทธิของผู้ถือหุ้นกู้ และหน้าที่ของผู้ถือหุ้นกู้ เพื่อให้นักลงทุนมั่นใจว่าผู้ถือหุ้นกู้จะกระทำหรืองดเว้นการใด ๆ ที่จะส่งผลเสียต่อความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท (The Thai Bond Market Association, 2021) ซึ่งเงื่อนไขสัญญาดังกล่าวทำให้บริษัทถูกจำกัดการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงและผลตอบแทนสูง ซึ่งอาจส่งผลเสียต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทได้ ทั้งนี้ ผลการวิจัยดังกล่าวยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Mumu et al. (2019) และ Amatyakul et al. (2021) ที่พบว่า อัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน

ข้อเสนอแนะและข้อจำกัด

1. ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารั้งนี้

ผลการศึกษาครั้งนี้พบว่า ลักษณะของโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ได้แก่ การถือหุ้นของผู้บริหารและโครงสร้างเงินทุน ได้แก่ อัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์กับการเติบโตของบริษัท ดังนั้นนักลงทุนหรือผู้สนใจทั่วไปสามารถนำลักษณะของโครงสร้างความเป็นเจ้าของและโครงสร้างเงินทุนของบริษัทมาประกอบการวิเคราะห์และตัดสินใจลงทุนในบริษัทต่าง ๆ เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนตามที่ต้องการและบริษัทสามารถนำข้อมูลโครงสร้างเงินทุนไปใช้ในการวางแผนและบริหารจัดการจัดหาแหล่งเงินทุน เพื่อดำเนินงานและพัฒนาบริษัทให้เติบโตต่อไปได้

2. ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารั้งต่อไป

2.1 การศึกษารั้งนี้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของและโครงสร้างเงินทุนกับการเติบโตของบริษัท โดยใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพียง 1 ปี สำหรับการศึกษาครั้งต่อไปอาจใช้ข้อมูลย้อนหลัง 3 ปี หรือมากกว่านั้นในการศึกษา เพื่อให้ได้ผลการทดสอบความสัมพันธ์ที่ชัดเจนมากยิ่งขึ้น

2.2 การศึกษารั้งต่อไปอาจทำการศึกษาโดยแยกพิจารณาในระดับอุตสาหกรรม เนื่องจากแต่ละอุตสาหกรรมมีลักษณะเฉพาะที่แตกต่างกัน อาจทำให้เห็นถึงลักษณะความสัมพันธ์ที่แตกต่างกันไปในแต่ละอุตสาหกรรม

2.3 การศึกษารั้งต่อไปอาจทำการศึกษาโดยวัดค่าการเติบโตของบริษัทด้วยตัวชี้วัดอื่น ๆ เช่น การเติบโตจากการจ้างแรงงาน หรือศึกษาตัวแปรอิสระตัวอื่น ๆ ที่สามารถอธิบายการเติบโตของบริษัทได้ เช่น การกำกับดูแลกิจการและระบบการควบคุมภายใน เป็นต้น

3. ข้อจำกัดของการศึกษารั้งนี้

3.1 การศึกษารั้งนี้ศึกษาข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2563 เพียงปีเดียว จึงอาจทำให้การนำผลการศึกษารั้งนี้ไปใช้อ้างอิงจำกัดอยู่เฉพาะปี พ.ศ. 2563 เท่านั้น ซึ่งเป็นปีที่มีเหตุการณ์การแพร่ระบาดของโรคโควิด 19

3.2 การศึกษารั้งนี้ได้พิจารณาถึงข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ โดยพบว่า ผลการทดสอบข้อตกลงเบื้องต้นไม่เป็นไปตามข้อตกลง จำนวน 2 ข้อคือ ค่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงไม่ปกติและค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนไม่คงที่

REFERENCES

- Alcalde, R., Manzanedo, M. A. and Saiz-Barcena, L. (2016). Empirical evidence for a classification of firm performance according to a sustainable growth rate model. *International Joint Conference, July*, 263–270.
- Amatyakul, K., Pongsupatt, T. & Pongsupatt, A. (2021). Factors affecting Sustainable Growth of Sustainable Investment Group in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Buddhist Education and Research*, 7(3), 77–91.
- Asimakopoulous, I., Samitas, A. & Papadogonas, T. (2009). Firm-Specific and Economy Wide Determinants of Firm Profitability Greek Evidence using Panel Data. *Managerial Finance*, 35, 930–939.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1–32.
- Barber, B. M. & Odean, T. (2000). Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. *The Journal of Finance*, 55(2), 773–806.
- Bishara, M. K., Andrikopoulos, P. & Eldomiaty, T. (2020). Ownership Structure, Information Asymmetry and Growth of the Firm: Implications from Nonfinancial Firms listed in S&P500. *Manage Decis Econ*, 2020(41), 1580–1589. doi: <https://doi.org/10.1002/mde.3204>.
- Chuamaunphan, O. & Chuacoo, M. (2020). The Analysis of Causal Factors Influencing Sustainable Growth of Companies listed in the Stock Exchange of Thailand: Real Estate and Construction Business Group. *Journal of Legal Entity Management and Local Innovation*, 16(1), 86–108.
- Cooley, T. F. & Quadrini, V. (2001). Financial Markets and Firm Dynamics. *American Economic Review*, 91(5), 1286–1310.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A., and Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking & Finance*, 31(6), 1771–1794.
- Del Guercio, D., and Hawkins, J. (1999). The motivation and impact of pension fund activism. *Journal of Financial Economics*, 52, 293–340.
- Demirag, I. (1998). Corporate Governance, Accountability and Pressures to Perform. *Studies in Managerial and Financial Accounting*, 8, 21–35.
- Dosi, G., Grazzi, M., Moschella, D., Pisano, G. & Tamagni, F. (2019). Long-term firm growth: an empirical analysis of US manufacturers 1959–2015. *Industrial and Corporate Change*, 2(2), 309–332.
- Drake, P.P. (2005). *Sustainable Growth*. Retrieved from <https://educ.jmu.edu/~drakepp/FIN362/resources/sgr.pdf>.
- Fama, E. F. & French, K. R. (2002). Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*, 15, 1–33.
- Fan, J. & Wong, T. (2002). Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 401–425.

- Ferliana, N. & Agustina, L. (2018). Profitability Moderates the Effect of Company Growth, Business Risk, Company Size, and Managerial Ownership on Capital Structure. *Accounting Analysis Journal*, 7(3), 207–214.
- Graves, S.B. & Waddock, S.A. (1990). Institutional Ownership and Control: Implications for Long-Term Corporate Strategy. *Academy of Management Executive*, 4(1), 75–83.
- Grossman, S. & Hart, O. (1980). Takeover Bids, the Free Rider Problem and the Theory of the Corporation. *Bell Journal of Economics*, 11, 42–64.
- Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J. & Anderson, R.E. (2010). *Multivariate Data Analysis* (7th ed.). New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Higgins, R. C. (1977). How Much Growth Can a Firm Afford? *Financial Management*, 6(3), 7–16.
- Ho, S. S. M., Lam, K. C. K. & Sami, H. (2004). The Investment Opportunity Set, Director Ownership, and Corporate Policies: Evidence from an Emerging Market. *Journal of Corporate Finance*, 10(3), 383–408.
- Jensen, M.C. & Mecking, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Keister, L. A. (2004). Capital Structure in Transition: The Transformation of Financial Strategies in China's Emerging Economy. *Organization Science*, 15(2), 145–158.
- Khan, M.K., Ali, R. & Tariq, S. (2018). Impact of Ownership Structure on Corporate Dividend Policy and Performance. *KASBIT Business Journal (KBJ)*, 11, 110–130.
- Kijewska, A. (2016). Conditions for Sustainable Growth (SGR) for Companies from Metallurgy and Mining Sector in Poland. *Metalurgija*, 55(1), 139–142.
- Kouser, R., Bano, T., Azeem, M. & ul-Hassan, M. (2012). Inter-Relationship between Profitability, Growth and Size: A Case of Non-Financial Companies from Pakistan. *Pakistan Journal of Commerce & Social Sciences*, 6(2), 405–419.
- Kraus, A. & Litzenberger, R. (1973). A State-Preference Model of Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28, 911–922.
- Lemmon, M. L. & Lins, K. V. (2003). Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis. *Journal of Finance*, 58(4), 1445–1468.
- McConnell, J. J., and Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27, 595–612.
- Marimuthu, M. (2017). Ownership Structure and Firm Value: An Insider Ownership Effect. *Global Business and Management Research: An International Journal*, 9(1), 658–665.
- Maug, E. (1998). Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-off Between Liquidity and Control? *The Journal of Finance*, 53, 65–98.

- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and Cost of Capital: a Correction. *American Economic Review*, 53(1), 433–443.
- Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, W. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1–3), 293–315.
- Mumu, S., Susanto, S. & Gainau, P. (2019). The Sustainable Growth Rate and The Firm Performance: Case Study of Issuer at Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Management, IT & Engineering*, 9(12), 10–18.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Pham, H. N., Kalyebara, B. & Islam, S. M. N. (2020). Ownership Structure, Capital Structure and Firm Growth: Empirical Evidence and Sustainable Growth Implications. *International Journal of Business and Economics*, 19(3), 221–235.
- Phothipruk, N., & Sukwatanasinit, K. (2021). The Influence of Ownership Structure and Capital Structure on the Profitability and Stock Return of SET100 Group Registration in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Research and Development Institute, Rajabhat Maha Sarakham University*, 8(2), 381–398.
- PwC Thailand. (2019). *Empowering the NextGen: The Key to Achieving Growth and Enduring Prosperity, Global Family Business Survey 2019 – Thailand Report*. Retrieved from <https://www.pwc.com/th/en/thailand/assets/Family-Business-survey-2019/new/global-family-business-survey-2019.pdf>
- Rahim, N. (2017). Sustainable Growth Rate and Firm Performance: A Case Study in Malaysia. *International Journal of Management, Innovation & Entrepreneurial Research*, 3(2), 48–60.
- Rajan, R. & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.
- Rajesh, M. (2014). Sustainable Growth Rate and Select Firms’ Performance. *Anvesha*, 7(2), 27–37.
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Suu, N.D., Tien, H.T., & Wong, W.K. (2021). The Impact of Capital Structure and Ownership on the Performance of State Enterprises after Equitization: Evidence from Vietnam. *Annals of Financial Economics*, 16(2), 1–22.
- Thanjunpong, S., Chaiwong, D. & Awirothananon, T. (2021). The Influence of Good Corporate Governance and Free Float Shares on Stock Price and Financial Performance: An Empirical Evidence from Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 17(56), 57–74.
- The Securities and Exchange Commission. (2017). The Definition of Institutional Investors, Ultra High Net Worth, and High Net Worth. Retrieved from <https://law.sec.or.th/content/3621/5736/1>

- The Stock Exchange of Thailand. (2019). Distribution of Shareholding by Free Float. Retrieved from https://www2.set.or.th/th/regulations /simplified_regulations/free_float_p1.html
- The Thai Bond Market Association. (2021). Covenant for bond investment. Retrieved from <https://www.thaibma.or.th/EN/Investors/Individual/Blog/2021/090721.aspx>
- Thomsen, S. & Pedersen, T. (2000). Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies. *Strategic Management Journal*, 21, 689–705.
- Ushijima, T. (2003). Internal Capital Market and the Growth and Survival of Japanese Plants in the United States. *Journal of the Japanese and International Economies*, 19(3), 366–385.
- Van Horne, J.C. (1987). Sustainable growth modeling. *Journal of Corporate Finance*, 2(3), 19–26.
- Vijayakumar, A. & Devi, S.S. (2011). Growth and Profitability in Indian Automobile Firms - An Analysis. *Journal for Bloomers of Research*, 3(2), 168–177.
- Wongyai, S., Chaiyakhet, N., & Neerapattanakun, D. (2017). The Relationship between Capital Structure and Firm Value: A Case Study of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Business Administration and Accountancy*, 1(3), 1–17.
- Yaowaluk, N. & Srijunpetch, S. (2015). Insider Ownership and Institutional Investor Ownership on Firm Performance and Stock Return. *Journal of Business Administration, The Association of Private Higher Education Institution of Thailand*, 4(2), 18–31.
- Zakon, A. (1986). *Growth and Financial Strategies*. Boston Consulting Group, Boston: Massachusetts.
- Zhou, H. & de Wit, G. (2009). Determinants and Dimensions of Firm Growth. *SCALES EIM Research Reports (H200903)*. doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1443897>

