

ผลกระทบของผู้ถือหุ้นรายย่อยและผู้ถือหุ้นต่างชาติ ต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียน ขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ในประเทศไทย

ดร.เพ็ญพระพักตร์ มานะปรีชาดีเลิศ

กรรณา ปัญญาธิง

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี

คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 10 ตุลาคม 2567

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 25 มกราคม 2568

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 3 กุมภาพันธ์ 2568

ดร.วไลภรณ์ นวลสอาด

อาจารย์ประจำสาขาการบัญชีและการเงิน

คณะเทคโนโลยีการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลศรีวิชัย

จิราพร กรัดเพชร

อาจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี

คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ

(ผู้ประสานงานหลัก)

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาผลกระทบของผู้ถือหุ้นรายย่อยและผู้ถือหุ้นต่างชาติที่มีต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 150 บริษัท (633 ตัวอย่าง) ที่มีสถานะคงอยู่ตลอดช่วงปี พ.ศ. 2562–2566 ซึ่งเป็นปีปัจจุบันล่าสุด และใช้ข้อมูลการถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อยและนักลงทุนต่างชาติเพื่อกำหนดตัวแปรอิสระ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทวัดด้วยแบบจำลองของ Higgins (1977) ซึ่งสามารถสะท้อนถึงอัตราการเติบโตสูงสุดที่บริษัทสามารถทำได้โดยไม่ต้องกู้เงินหรือระดมทุนจากภายนอก และตรวจสอบสมมติฐานด้วยการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ ผลการศึกษาเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย โดยพบว่า ตัวแปรของสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนเป็นไปตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่อธิบายว่า การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นรายย่อยสามารถหลีกเลี่ยงปัญหา

ด้านการกำกับดูแลกิจการได้ ผลลัพธ์งานวิจัยนี้จึงสนับสนุนว่า การมีผู้ถือหุ้นจากภายนอกหรือผู้ถือหุ้นรายย่อยจะสามารถช่วยแก้ปัญหา เพื่อให้เกิดการดำเนินงานที่ก่อให้เกิดการเติบโตของบริษัทในระยะยาว โดยเฉพาะในกลุ่มหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) หรือสตาร์ทอัพที่มีการเติบโตสูง นอกจากนี้ เมื่อการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติเกินร้อยละ 10 กลับมีบทบาทที่สำคัญที่ส่งผลให้อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนลดลง การศึกษานี้มีส่วนช่วยให้บริษัทจดทะเบียนขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศไทยมีแนวทางบรรลุมารเติบโตอย่างยั่งยืน

คำสำคัญ: ผู้ถือหุ้นรายย่อย ผู้ถือหุ้นต่างชาติ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน

Effects of Minority and Foreign Ownership on the Sustainable Growth Rate of Thailand's Small and Medium-Sized (SMEs) Listed Firms

Dr.Penprapak Manapreechadeelert

Karuna Panyaying

*Assistant Professor of Accounting Department,
Faculty of Business Administration and Information Technology,
Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi*

Received: October 10, 2024

Revised: January 25, 2025

Accepted: February 3, 2025

Dr.Walaiporn Nuansa-ard

*Lecturer of Accounting and Finance Department,
Faculty of Management Technology, Rajamangala University of Technology Srivijaya*

Jiraporn Kradphet

*Lecturer of Accounting Department,
Faculty of Business Administration and Information Technology,
Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi
(Corresponding Author)*

ABSTRACT

This study aims to examine the effects of minority and foreign ownership on the sustainable growth rate. We collected data from 150 listed companies (633 samples) in the Market for Alternative Investment (MAI) between 2019 and 2023, choosing this data set as the most recent. Data on minority and foreign ownership served as independent variables. The Higgins (1977) model measured the sustainable growth rate (SGR) of the firms. The model represents the highest growth rate possible without external debt or equity financing. We investigated the hypothesis using multiple regression analysis. The study's findings confirmed the research hypothesis, indicating a positive relationship between the proportion of minority ownership and the sustainable growth rate. This is consistent with agency theory, which explains that the

distribution of minority ownership can help avoid corporate governance problems. The findings of this study suggest that having external or minority shareholders can help solve problems and create operations that lead to long-term growth, particularly in the Market for Alternative Investment (MAI), which are small and medium-sized (SMEs) listed firms or high-growth startups. When foreign ownership exceeds 10%, their role becomes more significant, leading to a decrease in the sustainable growth rate. This study provides SMEs listed in Thailand with a roadmap for achieving sustainable growth.

Keywords: Minority Ownership, Foreign Ownership, Sustainable Growth Rate

1. ที่มาและความสำคัญ

การเติบโตถือเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการอยู่รอดและความสำเร็จของกิจการ โดยการเติบโตนั้นไม่ได้เป็นเพียงแค่เป้าหมายในการดำเนินธุรกิจ แต่เป็นความจำเป็นที่ส่งผลต่อความมั่นคงและความยั่งยืนของกิจการในระยะยาว เมื่อกิจการมีการเติบโตโดยเฉพาะการเติบโตของรายได้ กำไรก็ควรจะเติบโตไปในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากกำไรสะท้อนถึงความสามารถในการบริหารจัดการต้นทุนและสร้างมูลค่าเพิ่มจากรายได้ที่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ แนวโน้มการเติบโตของกิจการที่สม่ำเสมอและต่อเนื่องเป็นสิ่งสำคัญอย่างยิ่งในการสร้างความเชื่อมั่นและแรงจูงใจให้กับนักลงทุน เพราะสามารถเชื่อได้ว่ากิจการมีศักยภาพในการดำเนินธุรกิจ มีแผนงานและการจัดการที่ดี ซึ่งสร้างความมั่นใจให้แก่กลุ่มทุนว่า เงินทุนของพวกเขาจะได้รับการจัดการอย่างมีประสิทธิภาพ (Mansikkamäki, 2023) ด้วยเหตุนี้ การรักษาแนวโน้มการเติบโตให้สม่ำเสมอจึงไม่ใช่เพียงเรื่องของตัวเลข แต่ยังเป็นเรื่องของความเชื่อมั่นและภาพลักษณ์ที่ดึงดูดนักลงทุนในระยะยาวอีกด้วย ดังนั้น คำถามที่ยังคงเป็นประเด็นที่น่าสนใจคือ วิธีการใดที่กิจการจะสามารถบรรลุเป้าหมายการเติบโตได้ ซึ่งการเติบโตของกิจการนั้นจำเป็นต้องอาศัยการวางแผน รวมทั้งการดำเนินกลยุทธ์ที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งผู้บริหารและนักวางแผนกลยุทธ์ควรให้ความสำคัญ เนื่องจากการเติบโตอย่างยั่งยืนเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับการสร้างผลการดำเนินงานที่ดีในระยะยาว (Ghosh, 2016; Prommin et al., 2016; Ozili & Uadiale, 2017; Thongjang & Nimtrakoon, 2022) อย่างไรก็ตาม หลักฐานในอดีตเกี่ยวกับผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานนั้นยังคงถือว่ามีความซับซ้อนในเชิงทฤษฎีและคลุมเครือในเชิงปฏิบัติ (Queiri et al., 2021; Torres et al., 2024) โดยทั่วไป การอภิปรายเกี่ยวกับผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นนั้นแบ่งออกเป็นสองแนวคิด แนวคิดแรกพบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่หลากหลายสามารถส่งผลต่ออำนาจการควบคุม และการบริหารจัดการในลักษณะที่ช่วยส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น รวมถึงลดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) หรือความเสี่ยงจากปัญหาความขัดแย้งระหว่างเจ้าของและผู้บริหารได้ โดยผู้ถือหุ้นจะมีแรงจูงใจในการตรวจสอบและควบคุมการบริหาร เนื่องจากพวกเขามีผลประโยชน์โดยตรงในความสำเร็จของกิจการ (Jensen, 1983; Queiri et al., 2021) ส่วนแนวคิดที่สองพบว่า การที่โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ถือหุ้นในสัดส่วนที่สูง แม้ว่าจะมีข้อดีในแง่ของการควบคุมกิจการและลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างเจ้าของและผู้บริหาร แต่ก็อาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างเจ้าของกับเจ้าของ (Conflicts of Interest) ได้ในบางสถานการณ์ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยและการดำเนินงานของกิจการในภาพรวม เช่น ผู้ถือหุ้นรายใหญ่อาจใช้อำนาจในการตัดสินใจเพื่อประโยชน์ส่วนตัว โดยการกำหนดนโยบายต่าง ๆ หรือการเลือกผู้บริหารที่สนับสนุนผลประโยชน์ของตนเอง หรือการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงเพื่อผลประโยชน์ระยะยาวของตน แต่ไม่สอดคล้องกับเป้าหมายของผู้ถือหุ้นรายย่อย เป็นต้น (La Porta et al., 1999)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ความสำคัญอย่างยิ่งกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance) โดยมุ่งเน้นให้เป็นเครื่องมือสำคัญในการสร้างมูลค่าและส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียน การกำกับดูแลนี้ยังเป็นกลไกสำคัญในการควบคุมและตรวจสอบการทำงานของผู้บริหาร เพื่อให้สามารถดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพสูงสุด พร้อมทั้งสร้างผลประโยชน์ที่ยั่งยืนให้แก่บริษัทในระยะยาว (Thanjunpong et al., 2021; The Stock Exchange of Thailand, 2023) โดยได้รับการสนับสนุนจากทฤษฎีตัวแทน (Jensen, 1983) อีกทั้งยังพยายามกระตุ้นให้บริษัทจดทะเบียนมุ่งเน้นการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อรักษาเสถียรภาพและความน่าเชื่อถือ รวมถึงส่งเสริมการพัฒนาขีดความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทยในระดับสากล (The Stock Exchange of Thailand, 2024a)

การถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (Minority Shareholdings) หรือการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้เป็นผู้ที่มีส่วนร่วมในการบริหารงาน (Non-Strategic Shareholders) เป็นอีกหนึ่งปัจจัยสำคัญที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ความสำคัญ โดยมีข้อกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องมีจำนวนผู้ถือหุ้นสามัญรายย่อยไม่น้อยกว่า 150 ราย และถือหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 15 ของทุนชำระแล้ว เพื่อส่งเสริมความสมดุลและสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นในตลาด (The Stock Exchange of Thailand, 2022)

ข้อมูลของ The Stock Exchange of Thailand (2024b) ระบุว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทย มีลักษณะเป็นธุรกิจครอบครัว (Family Business) ในสัดส่วนที่สูงถึงร้อยละ 67 และมีลักษณะเป็นโครงสร้างการถือหุ้นที่กระจุกตัว โดยครอบครัวผู้ก่อตั้งหรือสมาชิกในครอบครัวมักดำรงตำแหน่งในคณะกรรมการหรือฝ่ายบริหาร แต่อย่างไรก็ตาม แม้ว่างานวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นในประเทศไทยส่วนใหญ่มักพบว่า การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นจะมีบทบาทต่อผลการดำเนินงานของกิจการ อันเนื่องจากการทุ่มเท (Commitment) และให้ความสำคัญกับอนาคตหรือการดำเนินงานในระยะยาว (Wiwattanakantang, 2001; Prommin et al., 2016; Jumreornvong et al., 2018; Thongjang & Nimtrakoon, 2022) แต่ธุรกิจครอบครัวก็มีจุดอ่อนโดยเฉพาะในประเด็นการบริหารจัดการและการกำกับดูแลกิจการ โดยการบริหารจะมุ่งเน้นตัวบุคคล ซึ่งนำไปสู่ปัญหาในด้านความโปร่งใส การควบคุมภายในและการบริหารความเสี่ยง หากไม่มีโครงสร้างการบริหารที่ชัดเจนและเป็นระบบ รวมทั้งนักลงทุนมักมองว่า ผู้ถือหุ้นใหญ่ที่เป็นครอบครัวอาจใช้อำนาจบริหารโดยไม่คำนึงถึงสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งอาจสร้างความไม่ไว้วางใจในสายตานักลงทุนและอาจส่งผลเสียต่อมูลค่าของธุรกิจในระยะยาว (The Stock Exchange of Thailand; 2024a) ภายใต้จุดแข็งและจุดอ่อนเหล่านี้การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) จึงเป็นเรื่องที่สำคัญที่ต้องหาความสมดุลระหว่างระบบความเป็นเจ้าของ (Ownership System) ที่ต้องบริหารความแตกต่างระหว่างความต้องการของผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับผู้ถือหุ้นรายย่อย การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะให้ความสำคัญต่อสิทธิของผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะผู้ถือหุ้นรายย่อย (The Stock Exchange of Thailand, 2022)

ผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นกลุ่มนักลงทุนที่มีส่วนร่วมที่สำคัญในตลาดทุน มีบทบาทสำคัญในการส่งเสริมและสร้างความเข้มแข็งให้กับการกำกับดูแลกิจการ (Cui et al., 2024) อย่างไรก็ตาม ผู้ถือหุ้นรายย่อยมักจะมีข้อจำกัดด้านอำนาจและทรัพยากร โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดเกิดใหม่ที่มีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น หลักฐานในอดีตแสดงให้เห็นว่า ผู้ถือหุ้นรายย่อยช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานด้านความยั่งยืน (Feng et al., 2021; Yao et al., 2023) นอกจากนี้ ผู้ถือหุ้นรายย่อยยังสามารถกดดันให้ฝ่ายบริหารเปิดเผยข้อมูลทางการเงินอย่างโปร่งใสและลดโอกาสที่กิจการจะใช้หนี้สินในทางที่ไม่เหมาะสม (Cao et al., 2022) ลดโอกาสของการจัดการกำไร (Ge et al., 2022) มีบทบาทในการติดตามและสนับสนุนเพื่อให้บริษัทดำเนินงานอย่างโปร่งใสและเสริมสร้างมูลค่ากิจการในระยะยาว (Li, 2021) ดังนั้นผู้ถือหุ้นรายย่อยจึงช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการกำกับดูแลกิจการที่ดี นอกจากนี้ ประเด็นที่น่าสนใจเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น Choi & Park (2019) ยังพบว่า ผู้ถือหุ้นชาวต่างชาติเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลกระทบในเชิงบวกต่อการเติบโตของกิจการในระยะยาว โดยพบว่า การเพิ่มสัดส่วนลงทุนของผู้ถือหุ้นต่างชาติสามารถลดต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) และช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่เชื่อมโยงกับการเติบโตและผลการดำเนินงานในอนาคต รวมทั้งการถือหุ้นของชาวต่างชาติสะท้อนถึงบทบาทสำคัญในการเพิ่มประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานของกิจการในอนาคตอย่างชัดเจน (Dachs & Peters, 2014) เนื่องจากผู้ถือหุ้นต่างชาติโดยเฉพาะในประเทศที่มีมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการที่สูง (เช่น สหรัฐอเมริกา สหราชอาณาจักร และประเทศในยุโรป) มีบทบาทสำคัญในการส่งเสริม

ให้บริษัทในประเทศตลาดเกิดใหม่ปรับใช้หลักการบริหารจัดการและการกำกับดูแลกิจการตามมาตรฐานสากล ช่วยขับเคลื่อนการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการในประเทศตลาดเกิดใหม่ให้เข้มแข็งยิ่งขึ้น (Shubita & Shubita, 2019; Alegab, 2023)

กิจการขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) มีบทบาทสำคัญอย่างยิ่งต่อเศรษฐกิจและสังคมในประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) เป็นอีกช่องทางหนึ่งที่ช่วยให้ SME สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนในตลาดทุน เพื่อสนับสนุนการเติบโตของธุรกิจ เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ถูกออกแบบมาเพื่อส่งเสริมธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศไทยที่มีศักยภาพในการเติบโตสูงและมีแนวโน้มการเติบโตได้ดีในอนาคต ความท้าทายในการศึกษาผลกระทบของการถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อยและการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนเป็นประเด็นที่ยังมีการศึกษาและหลักฐานที่จำกัดในปัจจุบัน โดยกิจการ SME มักมีโครงสร้างทางการเงินและการบริหารที่ไม่เหมือนกับบริษัทมหาชนขนาดใหญ่ ดังนั้นผลกระทบจากการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือการลงทุนของผู้ถือหุ้นชาวต่างชาติอาจแตกต่างกันออกไป นอกจากนี้ กิจการ SME ยังขาดแคลนทรัพยากรและความสามารถในการปฏิบัติตามมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการในระดับเดียวกันกับบริษัทขนาดใหญ่ (Singh & Rastogi, 2023; Teixeira & Carvalho, 2024) งานวิจัยนี้จึงมุ่งนำเสนอโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นไปตามกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีผ่านการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นรายย่อย และการลงทุนของผู้ถือหุ้นชาวต่างชาติต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ทั้งนี้ ผู้ถือหุ้นรายย่อยและผู้ถือหุ้นชาวต่างชาติเป็นพลังสำคัญที่ช่วยให้กิจการ SME ของประเทศไทยสามารถพัฒนาแผนที่นำทางสู่การเติบโตอย่างยั่งยืน โดยการลงทุนจากผู้ถือหุ้นเหล่านี้ไม่เพียงเพิ่มทรัพยากรทางการเงิน แต่ยังช่วยเสริมสร้างศักยภาพในด้านการจัดการ เทคโนโลยี และเครือข่ายระดับนานาชาติ ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญต่อการเติบโตในระยะยาว

2. การทบทวนวรรณกรรมและการพัฒนาสมมติฐาน

การดำเนินธุรกิจให้เติบโตอย่างยั่งยืนเป็นเป้าหมายสำคัญที่ทุกกิจการควรให้ความสำคัญ พร้อมทั้งดำเนินการอย่างเป็นรูปธรรม เพื่อตอบสนองต่อความท้าทายและความเสี่ยงที่เกิดขึ้นในโลกธุรกิจที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว การเติบโตของกิจการไม่ได้หมายถึงความสำเร็จเพียงในระยะสั้นเท่านั้น แต่ยังคงมุ่งเน้นไปที่การสร้างความมั่นคงและความยั่งยืนในระยะยาว เพื่อให้ธุรกิจสามารถปรับตัวและเติบโตได้ท่ามกลางความเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจ สังคม และเทคโนโลยี การเติบโตของธุรกิจในประเทศไทยในปัจจุบันยังคงถูกท้าทายจากปัจจัยหลายประการ เช่น การเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยี การแข่งขันที่สูงขึ้น และการขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดี การมีการกำกับดูแลที่ดีจึงเป็นสิ่งสำคัญในการเพิ่มความน่าเชื่อถือและการเติบโตของกิจการ การเติบโตของกิจการสามารถวัดได้จากการเพิ่มขึ้นของรายได้ การเพิ่มขึ้นของกำไร การควบคุมกิจการ และการพัฒนาในด้านต่าง ๆ ที่ไม่ใช่แค่ทางการเงิน ซึ่งทั้งหมดนี้จะช่วยสร้างความมั่นคงและโอกาสในการเติบโตในอนาคต (Thongjang & Nimtrakoon, 2022)

ประเด็นที่สำคัญเกี่ยวกับการศึกษาผลกระทบของปัจจัยที่ไม่ใช่ทางการเงิน ซึ่งอาจมีผลต่อการเติบโตของกิจการโดยเฉพาะในเรื่องของโครงสร้างความเป็นเจ้าของหรือโครงสร้างผู้ถือหุ้น โดยโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่แตกต่างกันสามารถส่งผลต่อการเติบโตของกิจการได้ในหลายทาง และอาจเป็นปัจจัยที่สำคัญในการกำหนดทิศทางการดำเนินงานและกลยุทธ์ของธุรกิจ เช่น การมีนักลงทุนรายย่อยจำนวนมากสามารถมีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อการบริหารงานของกิจการ โดยเฉพาะ

ในเรื่องของการกำกับติดตามการดำเนินงานของผู้บริหาร ซึ่งเป็นการส่งเสริมให้มีการปฏิบัติตามมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการที่ดี นอกจากนี้ ยังสามารถช่วยให้กิจการเติบโตได้อย่างยั่งยืน เพราะมีการตรวจสอบการดำเนินงานของผู้บริหารอย่างใกล้ชิด (Kirkbride et al., 2009; Burunciuc & Gonenc; 2020, Liou et al., 2023) นอกจากนี้ การถือหุ้นจากนักลงทุนต่างชาติไม่เพียงช่วยเพิ่มเงินทุน แต่ยังส่งเสริมการเติบโตของรายได้ผ่านการปรับปรุงประสิทธิภาพ การเข้าถึงตลาดใหม่ และการเพิ่มความน่าเชื่อถือในตลาดทุน ทั้งยังเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยยกระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทในประเทศตลาดเกิดใหม่ในระยะยาว (Mi Choi et al., 2012; Peck-Ling et al., 2016; Choi & Park, 2019) โดยงานวิจัยนี้นำเสนอในส่วนของการทบทวนวรรณกรรม ดังนี้

2.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

แนวคิดหลักของทฤษฎีตัวแทนสามารถสรุปได้ผ่านกรอบแนวคิดของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแทนและตัวการ (Principal-Agent Relationship) โดยการแยกบทบาทระหว่างความเป็นเจ้าของและการบริหาร ก่อให้เกิดความไม่สมดุลของข้อมูล (Information Asymmetry) ระหว่างผู้ถือหุ้น (เจ้าของ) และผู้บริหาร (Fama & Jensen, 1983) เจ้าของในฐานะตัวการ (Principal) ต้องเผชิญกับความเสี่ยงของกิจการแต่ขาดการเข้าถึงข้อมูลการดำเนินงานทั้งหมด ในขณะที่ผู้บริหารในฐานะตัวแทน (Agent) อาจฉวยโอกาสจากข้อมูลต่าง ๆ ที่มีอยู่ เพื่อประโยชน์ส่วนตัวซึ่งสร้างต้นทุนให้กับกิจการ ต้นทุนนี้ถูกนิยามโดย Jensen & Meckling (1976) ว่าเป็น ต้นทุนตัวแทน (Agency Cost)

Jensen & Meckling (1976) ระบุว่า ผู้ถือหุ้นมักสันนิษฐานว่า ผู้บริหารจะให้ความสำคัญกับผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าผลประโยชน์ของกิจการ ด้วยเหตุนี้ ผู้ถือหุ้นจึงนำมาตรการตรวจสอบและควบคุมมาใช้เพื่อให้มั่นใจว่า ทรัพยากรถูกใช้ไปอย่างมีประสิทธิภาพและสอดคล้องกับเป้าหมายของกิจการ นอกจากประเด็นนี้แล้ว ปัญหาตัวแทนอาจเกิดขึ้นจากความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อย โดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่อาจใช้อำนาจในการตัดสินใจเพื่อผลประโยชน์ส่วนตน ซึ่งอาจส่งผลเสียต่อผู้ถือหุ้นรายย่อย (Tayeh et al., 2023) หนึ่งในวิธีการลดปัญหานี้คือการเพิ่มสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย แม้ว่าผู้ถือหุ้นรายย่อยจะถือหุ้นในสัดส่วนที่น้อยและมีข้อจำกัดในด้านอำนาจและทรัพยากร แต่บทบาทของนักลงทุนรายย่อยยังคงสำคัญในการสร้างสมดุลและสนับสนุนความโปร่งใสในกระบวนการกำกับดูแลกิจการ การส่งเสริมและปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยจึงเป็นกุญแจสำคัญในการเสริมสร้างหลักธรรมาภิบาลที่มีประสิทธิภาพ โดยช่วยให้บริษัทมีการบริหารจัดการที่โปร่งใส มีความรับผิดชอบ และมุ่งเน้นการเติบโตอย่างยั่งยืนในระยะยาว (Kirkbride et al., 2009; Torres et al., 2024)

2.2 แนวคิดโครงสร้างความเป็นเจ้าของ

การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อย (Minority Ownership)

ผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นประเด็นที่ได้รับความสนใจเป็นอย่างมาก และมีการอภิปรายอย่างกว้างขวางโดยผู้ก่อตั้งกิจการ นักวิชาการและสาธารณชน วรรณกรรมในอดีตพบว่า ผู้ถือหุ้นรายย่อยมีความสำคัญอย่างยิ่งต่อการกำกับดูแลกิจการ ผู้ถือหุ้นรายย่อยในสัดส่วนที่สูงขึ้นนั้นถือเป็นประโยชน์ต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรของกิจการ (La Porta et al., 2002) โดยพบประเด็นที่สำคัญว่า ผู้ถือหุ้นรายย่อยที่มีอิทธิพลในเชิงบวกต่อกลไกการกำกับดูแลกิจการ

จะดำเนินการผ่านการออกเสียงไม่เห็นชอบกับโครงการที่จะก่อให้เกิดความเสียหายต่อกิจการ นอกจากนี้ การมีส่วนร่วมของผู้ถือหุ้นรายย่อยสามารถช่วยจัดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อยได้ โดยการติดตามการบริหารจัดการ กระตุ้นให้ฝ่ายบริหารแสวงหาผลประโยชน์ระยะยาวที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นทั้งหมด และปรับปรุงประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการให้สูงขึ้น (Feng et al., 2021) การศึกษาของ Agyemang et al. (2019), Burunciuc & Gonenc (2020) และ Feng et al., (2021) เน้นย้ำถึงการส่งเสริมบทบาทของนักลงทุนรายย่อยว่าเป็นเครื่องมือสำคัญที่ช่วยยกระดับมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการ และสร้างคุณค่าที่มั่นคงให้กับบริษัทและระบบตลาดทุนโดยรวม อันเนื่องจากนักลงทุนรายย่อยช่วยผลักดันให้กิจการมีความโปร่งใสในการดำเนินงาน นักลงทุนรายย่อยมักมาจากกลุ่มที่หลากหลาย ทั้งในแง่ของภูมิหลัง ความรู้ และความคาดหวัง สิ่งนี้ช่วยกระตุ้นให้กิจการตระหนักถึงความต้องการของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่หลากหลาย และนำมาปรับปรุงแนวทางการดำเนินงานเพื่อให้ครอบคลุมและยั่งยืนมากขึ้น นอกจากนี้ การมีผู้ถือหุ้นรายย่อยจำนวนมากเป็นแรงผลักดันให้กิจการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างเคร่งครัด เนื่องจากนักลงทุนกลุ่มนี้มีแนวโน้มตรวจสอบการดำเนินงานของกิจการผ่านการประชุมผู้ถือหุ้นและการติดตามผลการดำเนินงาน

การถือหุ้นของนักลงทุนชาวต่างชาติ (Foreign Ownership)

ภายใต้โครงสร้างความเป็นเจ้าของและการดำเนินงานภายในกิจการ ผู้บริหารอาจจะแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัวทำให้เกิดปัญหาตัวแทนเป็นผลให้ผู้ถือหุ้นต้องแบกรับต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับการติดตามพฤติกรรมของผู้บริหาร (Jensen & Meckling, 1976) ผู้ถือหุ้นรายใหญ่และคณะกรรมการอิสระจากภายนอกได้รับการยอมรับว่า เป็นบุคคลที่สามารถติดตามดำเนินการกำกับดูแลฝ่ายบริหารให้ดำเนินงานอย่างโปร่งใส (Feng et al., 2021) การถือหุ้นของนักลงทุนชาวต่างชาติสามารถมีบทบาทสำคัญในการส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการในหลายด้าน โดยเฉพาะในแง่ของการเสริมสร้างความเชื่อมั่น การเข้าถึงแหล่งทุนใหม่ๆ และการปรับตัวตามแนวโน้มของตลาดโลก การมีนักลงทุนต่างชาติสามารถช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงาน และความโปร่งใสในการบริหารจัดการของกิจการ ซึ่งทั้งหมดนี้มีผลต่อการเติบโตในระยะยาว (Dachs & Peters, 2014; Shubita & Shubita, 2019; Alregab, 2023) การศึกษาโดย Choi & Park (2019) ได้เสนอแนวคิดที่สำคัญเกี่ยวกับบทบาทของผู้ถือหุ้นรายใหญ่จากภายนอก โดยเฉพาะผู้ถือหุ้นที่เป็นอิสระจากผู้ก่อตั้งกิจการซึ่งมีบทบาทสำคัญในการติดตามการบริหารงานของฝ่ายบริหารและช่วยลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) โดยพบว่า ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นบุคคลภายนอก โดยเฉพาะผู้ถือหุ้นต่างชาติจะมีความสามารถในการตรวจสอบการดำเนินงาน และกำกับดูแลการกระทำที่อาจเป็นการใช้ทรัพยากรของกิจการที่ไม่เหมาะสม นอกจากนี้ Liou et al. (2023) ให้หลักฐานว่า ผู้ถือหุ้นต่างชาติมีต้นทุนทางชื่อเสียงและอำนาจในการฟ้องร้องที่สูงกว่าผู้ถือหุ้นรายย่อย ดังนั้นผู้ถือหุ้นต่างชาติจะมีแรงจูงใจในการตรวจสอบการตัดสินใจของผู้บริหารอย่างใกล้ชิด โดยการใช้อำนาจในการฟ้องร้องที่มากกว่าผู้ถือหุ้นรายอื่น ๆ หากพบพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสม ซึ่งการกำกับติดตามของผู้ถือหุ้นต่างชาติสามารถช่วยให้การบริหารงานของกิจการมีความโปร่งใสมากขึ้น และผู้ถือหุ้นต่างชาติมักจะได้รับการยอมรับว่า เป็นโครงสร้างการถือหุ้นที่สำคัญที่สามารถช่วยเสริมสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดี และช่วยให้กิจการมีการเติบโตที่ยั่งยืน และมีประสิทธิภาพในการแข่งขันโดยเฉพาะในประเทศที่อยู่ในตลาดเกิดใหม่

2.3 แนวคิดการเติบโตของกิจการ

งานวิจัยนี้มุ่งเน้นอธิบายการเติบโตของกิจการในด้านรายได้ การเติบโตของรายได้เป็นหนึ่งในตัวชี้วัดสำคัญของความสำเร็จและความยั่งยืนของกิจการในระยะยาว โดยเฉพาะในธุรกิจ SME ที่ต้องการสร้างความมั่นคงในตลาดและดึงดูดความสนใจจากผู้ถือหุ้นและนักลงทุน (Doyle et al., 1994; Thongjang & Nimtrakoon, 2022; Supriyadi et al., 2024) การเติบโตจากรายได้ไม่เพียงแต่สะท้อนถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกิจการเท่านั้น แต่ยังเป็นปัจจัยสำคัญในการดึงดูดนักลงทุนและเพิ่มความน่าเชื่อถือของกิจการในตลาดการเงิน การเติบโตที่มีเสถียรภาพช่วยเสริมสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุนทั้งในและต่างประเทศในการลงทุนในกิจการนั้น ๆ อีกทั้งยังส่งผลต่อความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ได้มากขึ้นอีกด้วย (Maher & Andersson, 2000) เมื่อกิจการสามารถแสดงให้เห็นถึงการเติบโตจากรายได้อย่างสม่ำเสมอและมีเสถียรภาพ นักลงทุนจะมองเห็นว่า กิจการมีศักยภาพในการสร้างกำไรและสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ การเติบโตดังกล่าวทำให้กิจการมีโอกาสในการดึงดูดนักลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนที่ดีในระยะยาว โดยเฉพาะนักลงทุนที่สนใจในความมั่นคงและการเติบโตอย่างยั่งยืน นอกจากนี้ การเติบโตจากรายได้สามารถสร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้ถือหุ้นเพราะทำให้กิจการมีความมั่นคงทางการเงินและสามารถจ่ายเงินปันผลได้อย่างสม่ำเสมอ นอกจากนี้ยังสามารถเพิ่มมูลค่ากิจการ ทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนที่ดีอีกด้วย (Miller & Modigliani, 1961; Kallapur, 1994)

การเติบโตจากรายได้ที่ยั่งยืน

การเติบโตจากรายได้ที่ยั่งยืนเป็นหัวใจสำคัญที่ช่วยให้กิจการ SME สามารถอยู่รอดและเติบโตในตลาดที่มีการแข่งขันสูง การสร้างรายได้ที่มีเสถียรภาพยังสามารถช่วยรักษาความสัมพันธ์ที่ดีระยะยาวกับลูกค้าและนักลงทุน ซึ่งจะช่วยให้กิจการ SME สามารถเติบโตอย่างยั่งยืนและมีความมั่นคงในระยะยาว (Naseer & Bagh, 2024) นอกจากนี้ การเติบโตอย่างยั่งยืนทำให้กิจการสามารถขอสินเชื่อจากสถาบันการเงินได้ง่ายขึ้น และยังช่วยเสริมสร้างความเชื่อมั่นให้กับสถาบันการเงินในการให้เงินกู้ที่มีเงื่อนไขที่เหมาะสม ซึ่งช่วยให้กิจการสามารถใช้เงินทุนเพื่อขยายกิจการและสร้างโอกาสใหม่ ๆ ได้ (Miller & Modigliani, 1961; Kallapur, 1994) การเติบโตของกิจการไม่จำเป็นต้องมีอัตราการเติบโตของรายได้ที่สูงที่สุด แต่กิจการควรเน้นการเติบโตของรายได้ที่ยั่งยืนหรือไม่มีความผันผวนคือ การเติบโตที่มีเสถียรภาพและสามารถรักษาระดับการเติบโตได้อย่างต่อเนื่องในระยะยาว โดยไม่ต้องเผชิญกับความเสี่ยงเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงอย่างรุนแรงต่อรายได้ของกิจการที่อาจเกิดจากปัจจัยภายนอกหรือภายในที่มีความไม่แน่นอน การเติบโตในลักษณะนี้จะช่วยให้กิจการมีความมั่นคงทางการเงินและสามารถคาดการณ์ผลการดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ (Thongjang & Nimtrakoon, 2022) อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate: SGR) เป็นเครื่องมือที่ช่วยให้กิจการสามารถพิจารณาอัตราการเติบโตของรายได้ที่เหมาะสม ซึ่งช่วยให้บริษัทเติบโตได้อย่างมั่นคงและยั่งยืนในอนาคต โดยอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนสามารถให้ข้อมูลเชิงลึกแก่ผู้บริหารและนักลงทุนเกี่ยวกับการเติบโตของกิจการได้ ผู้บริหารและนักลงทุนจะสามารถวัดได้ว่า การเติบโตของรายได้ในอนาคตของกิจการนั้นมีประสิทธิภาพมากน้อยเพียงใด และเป็นไปตามนโยบายที่บริษัทวางแผนไว้หรือไม่ (Daily & Thompson, 1994; Thongjang & Nimtrakoon, 2022)

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมาได้มีการพัฒนาแนวคิดและการสร้างแบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนที่หลากหลาย ไม่ว่าจะเป็นการพิจารณาจากอัตราส่วนทางการเงิน (อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ อัตราส่วนหนี้สินอัตราการจ่ายเงินปันผล เป็นต้น) โดยวรรณกรรมในอดีตส่วนใหญ่พบแบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน 3 แบบจำลอง (Thongjang & Nimtrakoon, 2022) ดังนี้

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

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

โดย Sustainable Growth Rate = อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ROE = อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น, Dividend Payout Ratio = อัตราการจ่ายเงินปันผล

2. แบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของ Zakon (1986) ซึ่งได้พัฒนาแบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งมีสูตรการคำนวณ ดังนี้

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

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

3. แบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของ Horne (1988) เป็นการอธิบายเชิงปริมาณของอัตราการเติบโต ซึ่งเป็นความแปรปรวนของรายได้จากการขาย มีสูตรการคำนวณ ดังนี้

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

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 (SGR) ตามแบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของ Higgins (1977) เนื่องจากเป็นแบบจำลองที่ได้รับการยอมรับและใช้ในงานวิจัยต่าง ๆ อย่างแพร่หลาย (Thongjang & Nimtrakoon, 2022) และเป็นอัตราการเติบโตสูงสุดที่กิจการสามารถทำได้โดยไม่ต้องพึ่งพาการกู้เงินหรือระดมทุนจากภายนอก นั่นหมายถึง กิจการสามารถเติบโตได้อย่างต่อเนื่องจากแหล่งเงินทุนภายใน เช่น การทำกำไรและการเพิ่มทุนจากผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นเอง โดยไม่ต้องขยายหนี้สินหรือออกหุ้นใหม่ (Ionita & Dinu, 2021) จึงสามารถสะท้อนให้เห็นถึงความเสี่ยงจากหนี้สินคือ กิจการไม่ต้องพึ่งพาหนี้สินมากเกินไป ซึ่งทำให้สามารถรักษาสภาพคล่องและลดความเสี่ยงทางการเงิน เมื่อกิจการสามารถเติบโตได้จากภายในโดยไม่พึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอก จะทำให้กิจการมีเสถียรภาพและสามารถเติบโตในระยะยาว นักลงทุนมักมองหากิจการที่มีอัตราการเติบโตสูง และไม่พึ่งพาการกู้ยืมหรือการระดมทุนมากเกินไป ซึ่งช่วยสร้างความมั่นใจในการลงทุนอีกด้วย (Higgins, 1977; Sanoran, 2023)

โดยหากอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) สูง หมายถึง กิจกรรมมีความสามารถในการเติบโตจากผลการดำเนินงาน และสามารถสร้างผลกำไรที่สูงขึ้นโดยไม่ต้องเพิ่มหนี้สินหรือระดมทุนจากภายนอก ทำให้ความเสี่ยงทางการเงินลดลง ในทางกลับกันหากอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) ต่ำ หมายถึง บริษัทอาจไม่สามารถเติบโตได้มากนักโดยไม่พึ่งพาการกู้ยืมหรือการระดมทุนจากภายนอก ซึ่งอาจทำให้บริษัทต้องหันไปหานักลงทุนหรือสถาบันการเงินเพื่อหาแหล่งเงินทุนเพิ่มเติม (Sanoran, 2023)

2.4 สมมติฐานการวิจัย

การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อยกับการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ

กลไกการกำกับดูแลกิจการมีเป้าหมายหลักในการลดความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะการขัดแย้งปัญหาความขัดแย้งที่เกิดขึ้นจากปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ซึ่งเป็นผลจากความแตกต่างระหว่างผลประโยชน์ของผู้บริหาร (ตัวแทน) กับผู้ถือหุ้น (เจ้าของกิจการ) ที่อาจทำให้ผู้บริหารดำเนินการในลักษณะที่เอื้อต่อผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ตามทฤษฎีของ Jensen & Meckling (1976) ปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นเกิดขึ้นเมื่อ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือเจ้าของที่มีการกระจุกตัวของหุ้นทำให้มีการใช้อำนาจในการควบคุมกิจการในทางที่ผิด โดยมักจะใช้ทรัพยากรของกิจการเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัว เช่น การตัดสินใจทางธุรกิจที่ไม่ส่งผลดีต่อผู้ถือหุ้นรายย่อย หรือการใช้เงินทุนในโครงการที่ไม่สร้างมูลค่าเพิ่มอย่างยั่งยืน การคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยมีความสำคัญมาก โดยเฉพาะในประเทศที่มีกฎหมายคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยที่อ่อนแอ หากผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถควบคุมการตัดสินใจในกิจการโดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อย การกำกับดูแลกิจการที่ไม่มีประสิทธิภาพจะส่งผลให้เกิดความไม่เสมอภาคในการจัดสรรผลประโยชน์ และอาจนำไปสู่การลดความน่าเชื่อถือของกิจการในสายตาของนักลงทุน (Alipour, 2013; Tayeh et al., 2023) การมีผู้ถือหุ้นที่มีการกระจุกตัวมักทำให้เกิดการควบคุมที่ไม่เป็นธรรม และเพิ่มความเสี่ยงในการที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะใช้อำนาจการควบคุมในทางที่ไม่เป็นประโยชน์ต่อกิจการ ตัวอย่างเช่น การแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัวโดยใช้ทรัพยากรของกิจการในการทำธุรกรรมที่เอื้อประโยชน์แก่ตนเอง หรือการตัดสินใจที่ทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยได้รับผลกระทบในทิศทางลบ (Kirkbride et al., 2009)

ในประเทศที่มีกฎหมายคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยที่อ่อนแอ (โดยเฉพาะในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่) ความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายย่อยจะมีแนวโน้มสูงขึ้น ซึ่งสามารถเห็นได้จากการขาดความโปร่งใสในการบริหารจัดการ และการไม่เปิดเผยข้อมูลทางการเงินอย่างถูกต้อง ทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่สามารถตรวจสอบการดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ผลกระทบจากปัญหานี้อาจทำให้เกิดการบริหารที่ไม่โปร่งใส และลดความมั่นใจของนักลงทุนในกิจการนั้นๆ เพื่อเป็นการป้องกันและลดความขัดแย้งดังกล่าว การมีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่เข้มงวด เช่น การคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อย การเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส และการสร้างความสมดุลในการควบคุมอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สามารถช่วยลดปัญหาการแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัวจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่และสร้างความน่าเชื่อถือให้กับกิจการ (Naseer & Bagh, 2024)

งานวิจัยในอดีตได้แสดงให้เห็นถึงผลกระทบทั้งในเชิงบวกและเชิงลบจากการมีผู้ถือหุ้นรายย่อยในการกำกับดูแลและการเติบโตของกิจการ โดยมีการอ้างอิงถึงการศึกษาและทฤษฎีที่หลากหลายที่สนับสนุนมุมมองต่าง ๆ ดังนี้ La Porta et al. (2002) พบว่า บริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายย่อยที่มีส่วนร่วมในการถือหุ้นนั้นสามารถส่งผลดีต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของ

กิจการได้ โดยผู้ถือหุ้นรายย่อยสามารถช่วยเพิ่มแรงกดดัน และการตรวจสอบจากภายนอกทำให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการดำเนินงานให้ดีขึ้นและเพิ่มผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นทั้งหมด นอกจากนี้ ยังพบว่า การมีส่วนร่วมของผู้ถือหุ้นรายย่อยสามารถช่วยจัดปัญหาตัวแทนได้ โดยการติดตามและสอดส่องการดำเนินงานของผู้บริหาร ทำให้ผู้บริหารต้องแสวงหาผลประโยชน์ในระยะยาวที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นทุกคนไม่ใช่เฉพาะผู้ถือหุ้นรายใหญ่ Bishara et al. (2020) ให้หลักฐานว่า สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยที่เพิ่มขึ้นสามารถส่งผลกระทบเชิงบวกต่อการเติบโตของกิจการในระยะยาวได้ เนื่องจากการควบคุมที่หลากหลาย และการกระจายการควบคุมให้แก่ผู้ถือหุ้นหลายฝ่ายทำให้กิจการสามารถขับเคลื่อนการเติบโตได้อย่างยั่งยืน นอกจากนี้ Ali et al. (2022), El-Chaarani et al. (2022) และ Beebeejaun & Bissessur (2023) แสดงให้เห็นว่า การมีส่วนร่วมของผู้ถือหุ้นรายย่อย มีความสำคัญในการสร้างความโปร่งใสและผลลัพธ์ที่ดีต่อผลการดำเนินงานของกิจการ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยที่มีประสิทธิภาพช่วยเพิ่มแรงกดดันเชิงบวกต่อคณะกรรมการและผู้บริหารให้ตัดสินใจบนพื้นฐานของประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น ๆ นอกจากนี้ Sharma & Sachdeva (2022) ชี้ให้เห็นว่า การมีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยในระดับที่ต่ำ ในการติดตามกิจกรรมของบริษัทมหาชนเป็นปัจจัยสำคัญที่นำไปสู่การฉ้อโกง เนื่องจากขาดการตรวจสอบถ่วงดุลจากผู้ถือหุ้น ทำให้เกิดการบริิหารที่ไม่มีความโปร่งใส ขาดแรงผลักดันจากผู้ถือหุ้น ส่งผลให้กิจการละเลยการปฏิบัติตามแนวปฏิบัติการค้ากับดูแลกิจการที่ดี ในทำนองเดียวกัน Burunciuc & Gonenc (2020) ให้หลักฐานว่า การเปลี่ยนแปลงการถือครองหุ้นของนักลงทุนรายย่อยในระดับที่สูงขึ้นในบริษัทมหาชน มักจะเป็นบริษัทที่มีกลไกการค้ากับดูแลกิจการที่ดีขึ้นอีกด้วย ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่า ผู้ถือหุ้นรายย่อยมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการและส่งผลการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท (Agyemang et al., 2019; Feng et al., 2021)

แต่อย่างไรก็ตาม Thongjang & Nimtrakoon (2022) ชี้ให้เห็นว่า ในบางกรณีการมีผู้ถือหุ้นรายย่อยจำนวนมาก อาจทำให้การกำกับดูแลและการติดตามการดำเนินงานของผู้บริหารลดลง เนื่องจากการที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่มีเวลาหรือความเชี่ยวชาญในการติดตามการดำเนินงาน ทำให้ผู้บริหารสามารถบริหารงานในทิศทางที่ไม่เป็นประโยชน์ต่อกิจการและผู้ถือหุ้นโดยรวมได้ อันเนื่องจากปัญหาความไม่สมดุลของการควบคุมคือ ในบางกรณีที่มีการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นมากเกินไป ก็อาจทำให้เกิดความยากลำบากในการควบคุมการตัดสินใจและสร้างความชัดเจนในการดำเนินงาน นอกจากนี้ ผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ไม่มีอำนาจในการตัดสินใจร่วมอาจทำให้เกิดปัญหาในการลดประสิทธิภาพในการบริหาร

จากวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องข้างต้นพบว่า แม้จะมีการพบว่าผู้ถือหุ้นรายย่อยสามารถช่วยปรับปรุงการค้ากับดูแลกิจการและส่งผลดีต่อการเติบโตของกิจการแต่ก็ยังมีข้อจำกัดที่ต้องคำนึงถึง เช่น การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นรายย่อยอาจทำให้การควบคุมดูแลผู้บริหารไม่เป็นระบบและขาดความต่อเนื่อง ดังนั้นการมีการกระจายการถือหุ้นอย่างพอเหมาะและการจัดการที่ดีสามารถทำให้การค้ากับดูแลกิจการเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ และส่งผลดีต่อการเติบโตของกิจการในระยะยาว การตั้งสมมติฐานนี้มีพื้นฐานจากทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) รวมทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้ความสำคัญคือการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย เพื่อส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนพัฒนาระบบการค้ากับดูแลกิจการที่ดี (Thanjunpong et al., 2021; The Stock Exchange of Thailand, 2022) โดยการมีผู้ถือหุ้นรายย่อยสามารถส่งเสริมการค้ากับดูแลกิจการให้ดีขึ้น ซึ่งช่วยให้ฝ่ายบริหารมุ่งเน้นการดำเนินงานที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นทั้งหมดและส่งผลการเติบโตที่ยั่งยืน ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐาน ดังนี้

สมมติฐานที่ 1: การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อยมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ

การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติกับการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ

ในประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ (Emerging Economies) หลายแห่ง การเปิดเสรีการค้าและการดึงดูดการลงทุนจากต่างประเทศได้กลายเป็นกลยุทธ์ที่สำคัญในการกระตุ้นการเติบโตทางเศรษฐกิจและพัฒนาตลาดการเงิน การมีนักลงทุนต่างชาติเป็นเจ้าของในกิจการต่าง ๆ นั้น สามารถนำมาซึ่งทรัพยากรทางการเงินและความรู้จากต่างประเทศ ซึ่งอาจมีผลต่อการพัฒนาในด้านการกำกับดูแลกิจการ ความยั่งยืน และการเติบโตในระยะยาวของกิจการ (Liou et al., 2023) อย่างไรก็ตาม ความท้าทายสำคัญสำหรับกิจการในกลุ่มประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่คือ ความเป็นเจ้าของต่างชาติไม่เสมอไปที่จะส่งผลในเชิงบวกต่อการดำเนินงานที่ยั่งยืน เพราะความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนจากต่างประเทศกับความยั่งยืนนั้นยังไม่ชัดเจนในทุกกรณี (Mi Choi et al., 2012; Choi & Park, 2019) ผลกระทบจากการลงทุนของต่างชาติอาจขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายประการ เช่น วัฒนธรรมองค์กร การกำกับดูแลกิจการที่มีอยู่ในประเทศ หรือ ระดับความโปร่งใสที่รัฐบาลและบริษัทในประเทศนั้น ๆ สามารถบังคับได้อย่างมีประสิทธิภาพ จากการศึกษาของ Maher & Andersson (2000) พบว่า การมีผู้ถือหุ้นต่างชาติช่วยเพิ่มแรงกดดันให้กิจการในประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ต้องยอมรับมาตรฐานการต่าง ๆ เพื่อให้กิจการสามารถเติบโตได้ในระยะยาว แต่ในทางกลับกันก็มีความเสี่ยงที่การเป็นเจ้าของต่างชาติไม่ได้ส่งผลดีเท่าที่ควรหากไม่ได้รับการสนับสนุนจากโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดี งานวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่างชาติชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนต่างชาติมีบทบาทสำคัญในการปรับปรุงการกำกับดูแลกิจการในบริษัทในประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ โดยเฉพาะในด้านความโปร่งใสและการกำหนดคณะกรรมการอิสระของบริษัท ซึ่งเป็นกลไกที่สำคัญในการส่งเสริมการเติบโตที่ยั่งยืนและลดความเสี่ยงจากการบริหารที่ไม่เหมาะสม (Huang & Lien, 2012) เนื่องจากนักลงทุนต่างชาติมักใช้อิทธิพลทั้งทางตรงและทางอ้อมไปยังการตัดสินใจของผู้บริหาร ซึ่งเป็นปัจจัยที่ช่วยผลักดันให้กิจการมีการปรับตัวเข้าสู่มาตรฐานการดำเนินงานที่เข้มงวดมากขึ้น โดยเฉพาะในประเทศที่โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการอาจยังไม่แข็งแกร่งนัก อิทธิพลเหล่านี้ส่งผลในเชิงบวกต่อประสิทธิภาพในการดำเนินงานของผู้บริหาร (Mi Choi et al., 2012; Choi & Park, 2019) การที่นักลงทุนต่างชาติช่วยติดตามการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินที่ดีขึ้นในระยะยาว นอกจากนี้ยังช่วยลดต้นทุนของตัวแทน (Agency Costs) ซึ่งเกิดจากความไม่สมดุลงระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น (Torres et al., 2024) ด้วยเหตุนี้ การมีผู้ถือหุ้นต่างชาติไม่เพียงแต่เพิ่มแรงกดดันในเชิงบวกต่อกิจการเท่านั้น แต่ยังสามารถช่วยส่งเสริมความยั่งยืนในทุกมิติของการดำเนินงานได้อย่างเป็นรูปธรรม

จากการอภิปรายวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องและหลักฐานที่สนับสนุนเกี่ยวกับบทบาทของนักลงทุนต่างชาติ สามารถสรุปได้ว่า นักลงทุนต่างชาติมีบทบาทสำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการและการพัฒนากลยุทธ์เพื่อความยั่งยืนของกิจการ โดยพบงานวิจัยที่สนับสนุน ดังนี้ Ferris & Park (2005) พบว่า การถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติในบริษัทญี่ปุ่นมีความสัมพันธ์แบบไม่เป็นเชิงเส้น (Nonlinear Structure) โดยมีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการเมื่อสัดส่วนการถือหุ้นอยู่ในระดับหนึ่ง (ร้อยละ 40) แต่เมื่อสัดส่วนการถือหุ้นที่สูงกว่านี้มูลค่ากิจการกลับลดลง ซึ่งสะท้อนถึงความสมดุลในการถือหุ้นที่มีผลต่อการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์และความสามารถในการแข่งขันของกิจการ นอกจากนี้ ยังพบอีกว่า นักลงทุนต่างชาติมีแนวโน้มส่งเสริมการลงทุนในการวิจัยและพัฒนา (R&D) ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่สนับสนุนความสามารถในการแข่งขันและการเติบโตในระยะยาว จากข้อมูลของ Tsafack & Guo (2021) พบว่า บริษัทขนาดใหญ่ที่มีการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศมักจะดึงดูดนักลงทุนต่างชาติรายใหญ่ ที่สามารถช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ รวมทั้ง Peck-Ling et al. (2016) พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติที่ไม่เกินร้อยละ 50 อาจไม่มีผลสำคัญต่อผลการดำเนินงาน แต่หาก

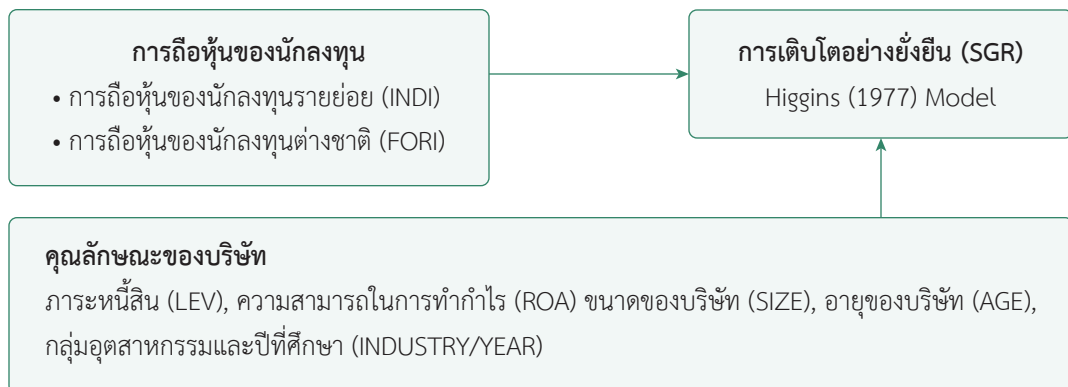
นักลงทุนต่างชาติมีสิทธิออกเสียงมากกว่าร้อยละ 50 จะสามารถเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานได้อย่างชัดเจน โดยในประเทศมาเลเซียถูกพบว่า การลงทุนของผู้ถือหุ้นจากต่างชาติจะสูงกว่าประเทศเพื่อนบ้าน เช่น ประเทศไทย เมียนมาร์ และฟิลิปปินส์ เนื่องจากความเสี่ยงทางการเมืองในมาเลเซียต่ำกว่า นอกจากนี้ Tran (2020) ชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนต่างชาติอาจมีผลกระทบเชิงลบต่อการลงทุนของบริษัทในเวียดนาม ซึ่งเกิดจากบริบททางกฎหมายหรือโครงสร้างการกำกับดูแลที่ยังไม่สมบูรณ์

ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยสันนิษฐานว่า ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) สามารถอธิบายบทบาทของนักลงทุนต่างชาติในการกำกับดูแลกิจการและการพัฒนากลยุทธ์ของกิจการที่ลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยนักลงทุนต่างชาติถูกมองว่าเป็นตัวการ (Principal) ที่มีความสามารถในการกำกับดูแลและติดตามการดำเนินงานของทีมตัวแทน (Agent) หรือผู้บริหารระดับสูง ส่งผลต่อการเติบโตของกิจการที่ยั่งยืน จึงกำหนดสมมติฐานในการวิจัย ดังนี้

สมมติฐานที่ 2: การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ

2.5 กรอบแนวคิดในการศึกษา

จากทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) รวมทั้งการอภิปรายงานวิจัยในอดีตโดยส่วนใหญ่ชี้ให้เห็นหลักฐานว่า ผู้ถือหุ้นรายย่อย (Agyemang et al., 2019; Burunciuc & Gonenc; 2020; Feng et al., 2021) และผู้ถือหุ้นต่างชาติ (Dachs & Peters, 2014; Choi & Park, 2019; Shubita & Shubita, 2019; Alregab, 2023; Liou et al., 2023) จะส่งผลต่อความสามารถในการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ ผู้วิจัยจึงนำมาพัฒนาเป็นกรอบแนวคิดในการศึกษา โดยแสดงดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย
ที่มา : รวบรวมโดยผู้วิจัย

3. ระเบียบวิธีวิจัย

3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาค้างนี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (โดยบริษัทจดทะเบียนในตลาดเอ็ม เอ ไอ คือ บริษัทจดทะเบียนขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ในประเทศไทย) โดยไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ เป็นช่องทางสำคัญที่ช่วยให้ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SME) สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนในตลาดทุน เพื่อสนับสนุนการเติบโตของธุรกิจอย่างมีประสิทธิภาพ โดยถูกออกแบบมาเพื่อส่งเสริมธุรกิจ SME ที่มีศักยภาพในการเติบโตสูงและมีแนวโน้มเติบโตได้ดีในอนาคต อย่างไรก็ตาม การศึกษาผลกระทบของการถือหุ้นโดยนักลงทุนรายย่อยและนักลงทุนต่างชาติต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ SME ยังเผชิญความท้าทายเนื่องจากหลักฐานทางวิชาการที่มีอยู่นั้นยังค่อนข้างจำกัด โดยโครงสร้างทางการเงินและการบริหารของ SME มีความแตกต่างจากบริษัทมหาชนขนาดใหญ่ ซึ่งทำให้ผลกระทบจากการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นรายย่อยและการลงทุนของผู้ถือหุ้นต่างชาติอาจแตกต่างออกไป (Singh & Rastogi, 2023; Teixeira & Carvalho, 2024) นอกจากนี้ กิจการ SME ยังประสบปัญหาขาดแคลนทรัพยากรและขีดความสามารถในการปฏิบัติตามมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการในระดับเดียวกับบริษัทขนาดใหญ่ (Singh & Rastogi, 2023; Teixeira & Carvalho, 2024) งานวิจัยนี้มีเป้าหมายในการนำเสนอโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่สอดคล้องกับกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผ่านการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นรายย่อยและการลงทุนจากผู้ถือหุ้นต่างชาติ เพื่อสนับสนุนการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาด เอ็ม เอ ไอ โดยเก็บรวบรวมข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562 ถึงปี พ.ศ. 2566 (ซึ่งเป็นปีปัจจุบันที่สามารถเก็บรวบรวมข้อมูลได้จากฐานข้อมูล SETSMART) โดยมีจำนวนบริษัททั้งสิ้น 222 บริษัท (ข้อมูล ณ วันที่ 1 สิงหาคม พ.ศ. 2567) ผู้ศึกษาเลือกกลุ่มตัวอย่างด้วยวิธีแบบเจาะจง (Purposive Sampling) และกำหนดเกณฑ์คัดเลือกตัวอย่างตามวัตถุประสงค์งานวิจัย คงเหลือเป็นจำนวนบริษัททั้งสิ้น 150 บริษัท และจำนวนตัวอย่าง 633 ตัวอย่าง แสดงดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

เกณฑ์การคัดเลือกตัวอย่าง	จำนวน
จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)	222 บริษัท
หัก 1. บริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน	11 บริษัท
2. บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนในระหว่างปีการศึกษา (ปี พ.ศ. 2562-2566)	9 บริษัท
3. ข้อมูลที่มีค่า Std. Residual เกิน ± 3	52 บริษัท
คงเหลือจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา	150 บริษัท
คงเหลือจำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	633 ตัวอย่าง

ที่มา : รวบรวมโดยผู้วิจัย

3.2 แบบจำลองในการวิจัย

จากสมมติฐานข้างต้น ผู้วิจัยได้กำหนดแบบจำลองของงานวิจัย เพื่อใช้ในการทดสอบผลกระทบของผู้ถือหุ้นรายย่อยและผู้ถือหุ้นต่างชาติต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ในประเทศไทย ดังนี้

$$SGR_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDI_{it} + \beta_2 FORI_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + Industry1-7 / Year1-5FixedEffect + \varepsilon_{it}$$

งานวิจัยนี้ได้เพิ่มกลุ่มอุตสาหกรรมและปีที่ศึกษา (Industry Fixed Effects and Year Fixed Effects) ในแบบจำลองที่ศึกษา โดยข้อมูลเกี่ยวกับตัวแปรแสดงตามตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร

ตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่าตัวแปร
ตัวแปรตาม : การเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท		
อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน	SGR	แบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของ Higgins (1977) $ROE \times (1 - \text{Dividend Payout Ratio})$ $ROE = \text{กำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น}$ $\text{Dividend Payout Ratio} = \text{เงินปันผลจ่ายต่อกำไรสุทธิ}$
ตัวแปรอิสระ : การถือหุ้นของนักลงทุน		
การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อย	INDI	ร้อยละของผู้ถือหุ้นรายย่อยต่อผู้ถือหุ้นทั้งหมด จากฐานข้อมูล SETSMART
การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ	FORI	ร้อยละของผู้ถือหุ้นต่างชาติต่อผู้ถือหุ้นทั้งหมด จากฐานข้อมูล SETSMART
ตัวแปรควบคุม : คุณลักษณะของบริษัท		
ภาระหนี้สิน	LEV	หนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
ความสามารถในการทำกำไร	ROA	กำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม
ขนาดของบริษัท	SIZE	ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม
อายุของบริษัท	AGE	จำนวนปีตั้งแต่ก่อตั้งบริษัทจนถึงปีที่ทำการศึกษา
กลุ่มอุตสาหกรรม	INDUS1-7	ตัวแปรหุ่น โดยกำหนดให้ 1 = อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม 0 ไม่ได้อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม โดยผู้วิจัยจำแนกออกเป็น 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ดังนี้ (1) กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (2) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (3) กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร

ตารางที่ 2 ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร (ต่อ)

ตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่าตัวแปร
กลุ่มอุตสาหกรรม (ต่อ)	INDUS1-7	(4) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (5) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (6) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (7) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง โดยงานวิจัยนี้กำหนดให้กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร เป็นฐานในการวิเคราะห์ เนื่องจากเป็นค่าตัวแปรพยากรณ์ที่สมการถดถอยเชิงพหุคูณ ไม่มีการพิจารณาตัวแปรของกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (Exclude Variable โดยวิธี Enter)
ปีที่ศึกษา	YEAR1-5	ตัวแปรหุ่น โดยกำหนดให้ 1 = อยู่ในปีที่ศึกษา 0 ไม่ได้อยู่ในปีที่ศึกษา โดยผู้วิจัยจำแนกออกเป็น 5 ปีคือ ปี พ.ศ. 2562-2566 โดยงานวิจัยนี้กำหนดให้กลุ่มปี พ.ศ. 2562 เป็นฐานในการวิเคราะห์ เนื่องจากเป็นปีแรกในการวิเคราะห์ข้อมูล

ที่มา : รวบรวมโดยผู้วิจัย

3.3 การเก็บรวบรวมและการวิเคราะห์ข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) การศึกษานี้ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติในการวิเคราะห์ ดังนี้

1. สถิติที่ใช้ในการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นของตัวแปร (Assumptions Statistics) เป็นการทดสอบเงื่อนไข เกี่ยวกับข้อตกลงเบื้องต้น (Assumption) ของข้อมูลที่จะนำมาวิเคราะห์ด้วยสถิติทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) โดยใช้ Variance Inflation Factor (VIF), ค่าความเบ้ (Skewness), ค่าความโด่ง (Kurtosis), ค่า Kolmogorov-Smirnov สถิติทดสอบของ Levene และค่า Durbin- Watson

2. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นการวิเคราะห์เพื่ออธิบายลักษณะเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา โดยใช้ค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าต่ำสุด (Minimum) และค่าสูงสุด (Maximum)

3. การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) เป็นการวิเคราะห์โดยใช้การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร และทดสอบสมมติฐานโดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ

Zientek et al. (2016) ให้ข้อสังเกตเกี่ยวกับการทดสอบข้อตกลงในการวิเคราะห์เส้นถดถอย (Classical Assumption for Regression Analysis) ว่ามีความสำคัญเป็นอย่างยิ่งในการวิเคราะห์สมการถดถอย เนื่องจากจะส่งผลต่อผลลัพธ์งานวิจัยที่มีความน่าเชื่อถือ ทั้งนี้ หากข้อมูลไม่เป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้นการวิเคราะห์ข้อมูลนั้นจะส่งผลต่อความตรง

ภายใน (Internal Validity) และความตรงจากภายนอก (External Validity) ของการวิจัย และผลการวิจัยที่ค้นพบอาจคลาดเคลื่อนจากความเป็นจริง (Sangthong, 2023)

ตารางที่ 3 ผลการทดสอบข้อตกลงในการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ

ตัวแปรในการวิจัย	VIF Statistic	Skewness Statistic	Kurtosis Statistic	Kolmogorov Smirnov (Sig.)	Levene* Statistic (Sig.)
อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR)		-1.052	5.410	0.000	0.473
การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อย (INDI)	1.159	1.049	1.134	0.000	0.294
การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FORI)	1.142	2.751	7.204	0.000	0.398
ภาระหนี้สิน (LEV)	1.129	1.419	1.785	0.000	0.133
ความสามารถในการทำกำไร (ROA)	1.100	2.407	8.157	0.000	0.426
ขนาดของบริษัท (SIZE)	1.181	0.151	0.505	0.039	0.935
อายุของบริษัท (AGE)	1.159	0.609	0.863	0.000	0.659
Durbin-Watson	2.007				

หมายเหตุ * Test of Homogeneity of Variance (Levene Statistic) Based on Mean
ที่มา : รวบรวมโดยผู้วิจัย

จากตารางที่ 3 พบว่า ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามีการแจกแจงไม่ปกติ (Kolmogorov-Smirnov test = $p < 0.05$) นอกจากนี้ ค่าความเบ้ (Skewness) และค่าความโด่ง (Kurtosis) สะท้อนถึงการแจกแจงของค่าที่เบี่ยงเบนจาก ความสมมาตรของการกระจายตัวของข้อมูล โดยพบว่า ข้อมูลในทุกตัวแปรมีความเบ้และความโด่งมากเกินไป (Skewness และ Kurtosis มีค่ามากกว่า ± 1) (Groeneveld & Meeden, 1984) การทดสอบความเท่ากันของความแปรปรวน โดยใช้สถิติทดสอบ Levene เนื่องจากการทดสอบของ Levene อาศัยการวิเคราะห์ความแปรปรวนแบบทางเดียวเป็น พื้นฐาน จึงทำให้มีความแกร่งต่อการละเลยข้อตกลงเบื้องต้นเกี่ยวกับการแจกแจงปกติ (Sangthong, 2023) จากผลการ ทดสอบพบว่า ข้อมูลมีความแปรปรวนไม่เท่ากัน (Levene test = $p > 0.05$)

การทดสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity) คือ สภาพที่เกิดสหสัมพันธ์ (Correlation) กันเองระหว่าง ตัวแปรอิสระพบว่า ตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีค่า VIF ไม่เกิน 10 (อยู่ระหว่าง 1.100-1.181) รวมทั้งค่าคลาดเคลื่อนต้อง เป็นอิสระ (Intendence of Errors) พบว่า ค่า Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 2.007 ซึ่งมีค่าอยู่ระหว่าง 1.5-2.5 ดังนั้น จึงไม่ละเมิดเงื่อนไข (Sangthong, 2023; Mikolajczyk et al., 2024)

เนื่องจากเงื่อนไขการแจกแจงของข้อมูลและค่าความแปรปรวนไม่เป็นไปตามข้อกำหนดข้อตกลงในการวิเคราะห์สมการ ถดถอยเชิงพหุคูณ งานวิจัยนี้จึงได้ตรวจสอบความทนทาน (Robustness Test) ของผลการวิจัย โดยสุ่มกลุ่มตัวอย่างที่

ซ้ำกันจำนวน 5,000 ครั้ง (Bootstrap Resamples) ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% โดยแสดงในตารางที่ 8 พบว่า ผลลัพธ์ยังคงสอดคล้องกับแบบจำลองหลัก

4. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลและอภิปรายผล

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ มีจำนวน 150 บริษัท (จำนวน 633 ตัวอย่าง) โดยข้อมูลค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา แสดงดังตารางที่ 4 และตารางที่ 5

ตารางที่ 4 ค่าความถี่และค่าร้อยละของตัวแปรกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	ปี					รวม	ค่าร้อยละ
	2562	2563	2564	2565	2566		
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGO)	4	5	6	7	9	31	4.90
สินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMR)	7	10	11	12	12	52	8.21
สินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	27	30	33	33	38	161	25.43
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (POP&CON)	17	18	25	28	25	113	17.85
ทรัพยากร (RESOURC)	5	5	5	5	4	24	3.79
บริการ (SERVICE)	30	22	37	44	41	174	27.49
เทคโนโลยี (TECH)	9	13	16	19	21	78	12.32
รวมทั้งสิ้น	99	103	133	148	150	633	100

ที่มา : รวบรวมโดยผู้วิจัย

ตารางที่ 4 พบว่า กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรมออกเป็น 7 กลุ่ม โดยกลุ่มบริการเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษามากที่สุดคือ จำนวน 174 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 27.49 ของกลุ่มตัวอย่าง และกลุ่มทรัพยากรเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษาน้อยที่สุดคือ จำนวน 24 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 3.79 ของกลุ่มตัวอย่าง

ตารางที่ 5 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร

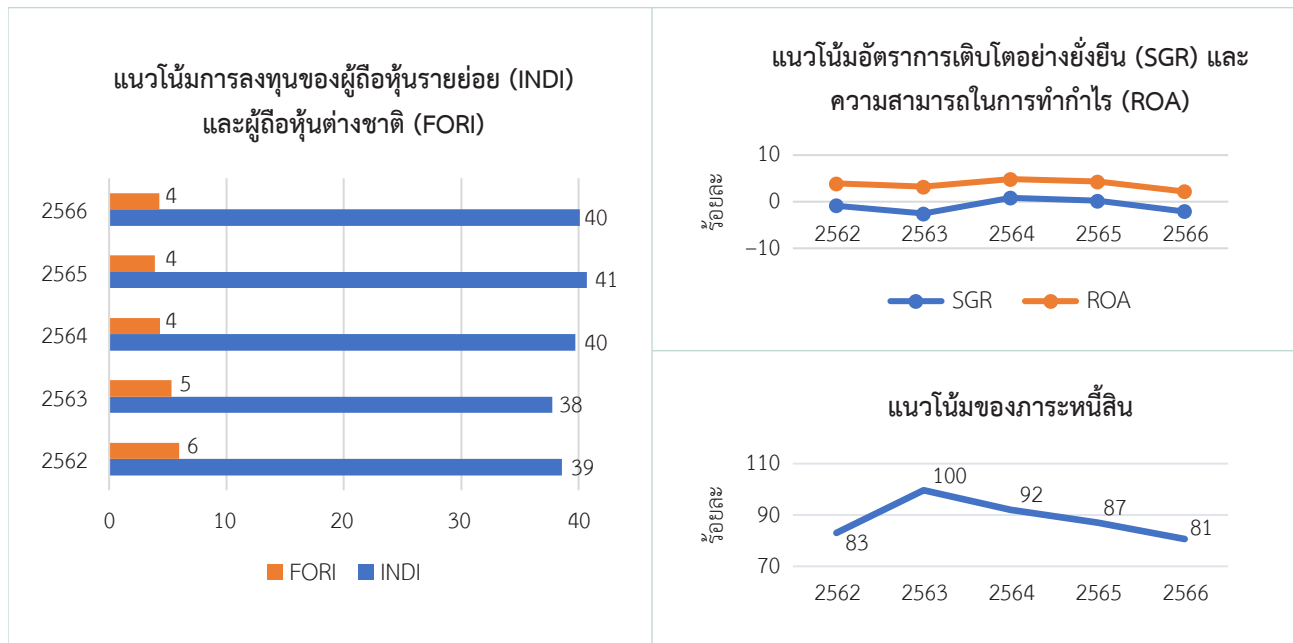
ตัวแปรในการวิจัย	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) %	633	4.469	9.687	-48.059	28.471
การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อย (INDI) %	633	37.574	13.769	11.790	89.660
การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FORI) %	633	4.697	9.912	0.000	49.000
ภาระหนี้สิน (LEV) %	633	82.062	69.644	2.247	370.414
ความสามารถในการทำกำไร (ROA) %	633	3.659	11.103	-44.442	51.868
ขนาดของบริษัท (SIZE) ล้านบาท	633	1,350	1,259	112	10,237
ลอการิทึมขนาดของบริษัท (lnSIZE)	633	13.836	0.729	11.626	16.141
อายุของบริษัท (AGE) ปี	633	24.771	11.068	4	63

ที่มา : รวบรวมโดยผู้วิจัย

จากตารางที่ 5 พบว่า กลุ่มตัวอย่างมีการเติบโตเฉลี่ยที่ 4.47% ซึ่งหมายความว่า โดยภาพรวมบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีแนวโน้มเติบโตในเชิงบวกแม้จะไม่สูงมากก็ตาม โดยบริษัทที่มีอัตราการเติบโตสูงสุดถึง 28.47% ซึ่งถือว่า สูงมากเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ย และมีบริษัทที่อัตราการเติบโตลดลงถึง 48.06% ซึ่งสะท้อนถึงความเสี่ยงหรือปัญหาทางธุรกิจ ในด้านความสามารถในการทำกำไรโดยวัดจากสัดส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์ (ROA) พบว่า ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 3.66% ซึ่งถือว่าค่อนข้างต่ำ แสดงให้เห็นว่า กลุ่มตัวอย่างโดยรวมสามารถสร้างกำไรจากสินทรัพย์ได้ไม่มากนัก รวมทั้งมีบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรติดลบถึง 44.44% หมายความว่า บริษัทนี้เผชิญกับปัญหาทางการเงินหรือขาดทุนจากการดำเนินงาน และมีบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงถึง 51.87% ซึ่งเป็นระดับที่ดีมาก แสดงถึงความสามารถในการใช้สินทรัพย์เพื่อสร้างกำไรได้อย่างมีประสิทธิภาพ จากภาพที่ 2 แสดงให้เห็นได้ว่า อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) และความสามารถในการทำกำไร (ROA) มีแนวโน้มเป็นไปในทิศทางเดียวกัน นั่นคือ หากบริษัทมีอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนสูงก็จะส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรของกิจการที่สูงตามไปด้วย ซึ่งสอดคล้องกับ Mansikkamäki (2023) ที่พบว่า การเติบโตของกิจการเป็นปัจจัยที่สำคัญต่อความสามารถในการทำกำไรในหลายอุตสาหกรรมของบริษัทในประเทศฟินแลนด์

การถือหุ้นของนักลงทุนพบว่า กลุ่มตัวอย่างมีการถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อยเฉลี่ย 37.57% โดยพบบริษัทที่นักลงทุนรายย่อยถือหุ้นสูงถึง 89.66% ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความสำคัญของนักลงทุนรายย่อยในโครงสร้างการถือหุ้น ในส่วนของนักลงทุนต่างชาติถือหุ้นเฉลี่ยเพียง 4.70% ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำเมื่อเทียบกับนักลงทุนรายย่อย และพบบริษัทที่นักลงทุนต่างชาติถือหุ้นถึง 49% ซึ่งเป็นระดับสูงสุดตามที่กฎหมายไทยกำหนด (เรียกว่า Foreign Limit) ทั้งนี้ การจำกัดการถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างชาติที่ 49% สะท้อนถึงการคุ้มครองผลประโยชน์ของนักลงทุนภายในประเทศ จากภาพที่ 2 แสดงให้เห็นว่า การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อยและชาวต่างชาติมีแนวโน้มใกล้เคียงกันทุกปีแสดงให้เห็นว่า ความเปลี่ยนแปลงในสัดส่วนการถือหุ้นไม่ค่อยผันผวนในระยะยาวชี้ให้เห็นถึงความมั่นคงในโครงสร้างการถือหุ้น แม้ว่าจะมีข้อจำกัดทางกฎหมายที่ชัดเจน

ในส่วนของการหนี้สินมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 82.06% หมายความว่า บริษัทในกลุ่มตัวอย่างใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก (เช่น เงินกู้หรือพันธบัตร) คิดเป็น 82% ของโครงสร้างเงินทุนสะท้อนถึงการพึ่งพิงแหล่งเงินทุนภายนอกมากกว่าการใช้ทุนจากผู้ถือหุ้น บริษัทที่มีหนี้สินสูงสุดอยู่ที่ 370.41% ของส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งบ่งชี้ถึงความเสี่ยงทางการเงินที่สูง จากภาพที่ 2 แสดงให้เห็นว่า บริษัทมีภาระหนี้ที่สูงในช่วงปีแรกที่เกิดสถานการณ์โควิด 2019 (ประเทศไทยได้รับผลกระทบจากสถานการณ์โควิด ปลายเดือนธันวาคม พ.ศ. 2562) แต่จะสังเกตเห็นได้ว่า บริษัทต่างๆ สามารถบริหารจัดการหนี้สินเพื่อให้ความเสี่ยงลดลงเรื่อยๆ จนในปี พ.ศ. 2566 ที่รักษาสัดส่วนของหนี้สินได้ต่ำกว่าปี พ.ศ. 2562 ขนาดของบริษัทมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1,350 ล้านบาท และจากการตรวจสอบค่าความเบ้ (Skewness) และค่าความโด่ง (Kurtosis) พบว่า สูงเกินกว่าตัวแปรอื่น (Skewness = 2.955 และ Kurtosis = 10.718) ดังนั้นจึงลอกาลิเทียมธรรมชาติเพื่อให้ข้อมูลแจกแจงปรกติ นอกจากนี้อายุของบริษัทมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 24.77 ปี โดยบริษัทที่มีการก่อตั้งมานานมากที่สุดมีอายุ 63 ปี และต่ำสุด 4 ปี



ภาพที่ 2 แสดงแนวโน้มของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา
ที่มา : รวบรวมโดยผู้วิจัย

4.2 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร (Correlation Analysis)

ตารางที่ 6 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน

Variables	SGR	INDI	FORI	LEV	ROA	lnSIZE	AGE
อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR)	1.000						
การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อย (INDI)	0.072	1.000					
การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FORI)	0.041	-.236**	1.000				
ภาระหนี้สิน (LEV)	0.000	0.009	-.078*	1.000			
ความสามารถในการทำกำไร (ROA)	.416**	-.078*	.083*	-.133**	1.000		
ขนาดของบริษัท (lnSIZE)	.150**	.162**	.088*	.192**	-.118**	1.000	
อายุของบริษัท (AGE)	0.008	0.026	.108**	-0.068	-0.051	0.022	1.000

หมายเหตุ : * p-value < 0.10, ** p-value < 0.05, *** p-value < 0.01

ที่มา : รวบรวมโดยผู้วิจัย

จากตารางที่ 6 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation Coefficient Analysis) งานวิจัยนี้ ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระหลายตัวแปร ซึ่งตัวแปรพยากรณ์ (ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม) แต่ละตัวแปรต้องไม่มีปัญหาอัตรสัมพันธ์ (Multicollinearity) เนื่องจากจะทำให้มีผลกระทบต่อการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ผู้วิจัยจึงวิเคราะห์ด้วยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เพื่อดูว่าแต่ละตัวแปรมีความสัมพันธ์กันมากน้อยเพียงใด โดยในการวิจัยนี้ได้พบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ต่ำกว่า 0.80 ซึ่งไม่มีปัญหา Multicollinearity ของตัวแปร (Hair et al., 2014)

4.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุเพื่อทดสอบสมมติฐาน

Variables	Unstandardized		Standardized β	t	sig
	B	SE			
(Constant)	-38.977	6.891		-5.657	0.000
การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อย (INDI)	0.058	0.026	0.083	2.205	0.028**
การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FORI)	-0.003	0.036	-0.003	-0.079	0.937
ภาระหนี้สิน (LEV)	0.001	0.005	0.008	0.213	0.831
ความสามารถในการทำกำไร (ROA)	0.615	0.047	0.475	13.017	0.000***
ขนาดของบริษัท (lnSIZE)	2.510	0.501	0.189	5.006	0.000***
อายุของบริษัท (AGE)	0.053	0.032	0.061	1.669	0.096*

Dependent variable: Sustainable Growth Rateb (SGR)

Industry/Year Fix Effect	Included
F-statistics	13.353***
R-square	0.258
Adjusted r-square	0.238
Observations	633

หมายเหตุ : * p-value < 0.10, ** p-value < 0.05, *** p-value < 0.01

ที่มา : รวบรวมโดยผู้วิจัย

ตารางที่ 7 นำเสนอผลการทดสอบสมมติฐาน สถิติทดสอบ F-statistics แสดงให้เห็นว่า แบบจำลองมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งหมายความว่า แบบจำลองในการทดสอบสมมติฐานมีอำนาจในการอธิบายเพียงพอในการสรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูล Adjusted r-square เท่ากับ 0.238 หมายความว่า ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทได้ร้อยละ 23.8%

สมมติฐานที่ 1: การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อยมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ

ผลการศึกษานับสนับสนุนสมมติฐานที่ 1 การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อยสามารถสร้างผลกระทบในเชิงบวกต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Unstandardized and Standardized Coefficients of 0.058 and 0.083, at the significant level of 0.028) ผลการวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่า การมีนักลงทุนรายย่อยที่เข้มแข็งสามารถสร้างความสมดุลระหว่างผลประโยชน์ของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นได้ (La Porta et al., 2002)

ซึ่งเป็นองค์ประกอบสำคัญของการเติบโตในอย่างยั่งยืนของ บริษัทจดทะเบียนขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ในประเทศไทย

สมมติฐานที่ 2: การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ

ผลการศึกษาไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 2 การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติไม่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Unstandardized and Standardized Coefficients of -0.003 , at the insignificant level of 0.937) แสดงให้เห็นว่า การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติในบริษัทจดทะเบียนขนาดกลางและขนาดย่อม ไม่ได้ส่งผลโดยตรงต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทในเชิงสถิติ

จากตารางที่ 7 พบว่า ตัวแปรที่สามารถพยากรณ์อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนได้มากที่สุดคือ ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของบริษัท การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อย อายุของบริษัท ภาระหนี้สิน และการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (Standardized Coefficients: 0.475 , 0.189 , 0.083 , 0.061 , 0.008 และ -0.003 ตามลำดับ)

4.4 การวิเคราะห์ความทนทาน (Robustness Test)

ตารางที่ 8 การหาช่วงความเชื่อมั่นของสัมประสิทธิ์การถดถอยเชิงเส้นจากวิธี Bootstrap แบบไม่ใช้พารามิเตอร์ของสัมประสิทธิ์การถดถอย

Variables	Bootstrap Std.				95% confidence interval	
	Beta	Bias	error	p-value	LCI	UCI
(Constant)	-38.977	-0.363	9.239	0.001	-57.815	-21.811
การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อย (INDI)	0.058	0.000	0.023	0.010**	0.014	0.103
การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FORI)	-0.003	0.001	0.039	0.924	-0.082	0.073
ภาระหนี้สิน (LEV)	0.001	0.000	0.008	0.895	-0.018	0.016
ความสามารถในการทำกำไร (ROA)	0.615	-0.003	0.046	0.001***	0.525	0.708
ขนาดของบริษัท (lnSIZE)	2.510	0.020	0.662	0.001***	1.279	3.848
อายุของบริษัท (AGE)	0.053	0.003	0.027	0.061	0.002	0.111

หมายเหตุ : Bootstrap จำนวน 5,000 ครั้ง ค่าสัมประสิทธิ์สมการถดถอย โดยหาช่วงความเชื่อมั่นของสัมประสิทธิ์การถดถอยเชิงเส้น (Bias-Corrected and Accelerated), * p-value < 0.10, ** p-value < 0.05, *** p-value < 0.01

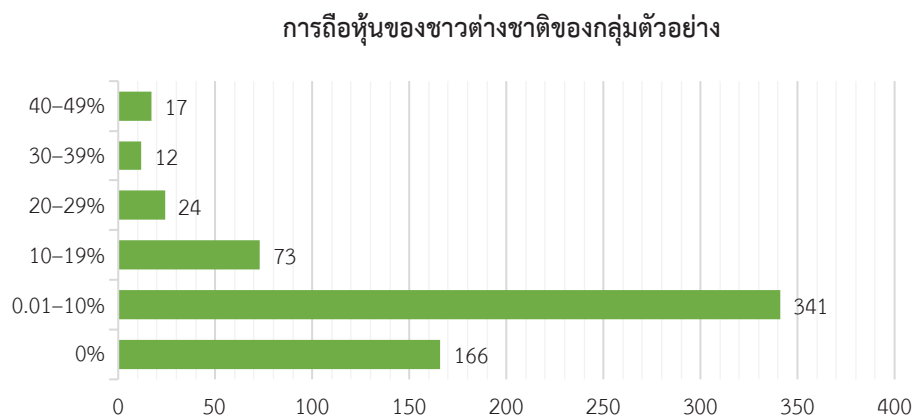
ที่มา : รวบรวมโดยผู้วิจัย

เนื่องจากเงื่อนไขการแจกแจงของข้อมูลและค่าความแปรปรวนไม่เป็นไปตามข้อกำหนดข้อตกลงในการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ งานวิจัยนี้จึงได้ตรวจสอบความทนทานของผลการวิจัยโดยสุ่มกลุ่มตัวอย่างที่ซ้ำกันจำนวน 5,000 ครั้ง (Bootstrap for Regression Coefficients Analysis Using 5,000 Bootstrap Samples, Bias-Corrected and

Accelerated in Predicting The Sustainable Growth Rate) ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% ในตารางที่ 8 โดยผลลัพธ์ยังคงสอดคล้องกับแบบจำลองหลัก นั่นคือ สนับสนุนสมมติฐานที่ 1 และไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 2

4.5 การวิเคราะห์ข้อมูลเพิ่มเติม (Additional Analysis)

เนื่องจากงานวิจัยของ Peck-Ling et al. (2016) ระบุว่า การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติทั่วไปไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศมาเลเซีย แต่อย่างไรก็ตาม หากนักลงทุนต่างชาติถือหุ้นในสัดส่วนที่มีสิทธิออกเสียงเกินร้อยละ 50 จะส่งผลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน สิ่งนี้แสดงถึงบทบาทของการควบคุมเชิงอำนาจ ซึ่งส่งผลต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท ในบริบทของประเทศไทยมีข้อกำหนดของกฎหมายไทยที่กำหนดการถือครองหุ้นของชาวต่างชาติไว้ที่ร้อยละ 49 เรียกว่า Foreign Limit โดย Tsafack & Guo (2021) ให้ข้อสังเกตว่า ตลาดหลักทรัพย์ที่มีโครงสร้างทางกฎหมายและการกำกับดูแลกิจการยังมีข้อจำกัดของสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ การศึกษานี้จึงมีการวิเคราะห์เพิ่มเติมโดยการแยกกลุ่มตัวอย่างตามสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ ได้ข้อค้นพบที่น่าสนใจซึ่งช่วยเสริมสร้างความเข้าใจในประเด็นดังกล่าวในบริบทของประเทศไทย โดยพบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นชาวต่างชาติที่ถือหุ้นร้อยละ 10 ขึ้นไป ($n = 73 + 24 + 12 + 17 = 126$ ตัวอย่าง) ที่มีความสัมพันธ์ต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท โดยผลการทดสอบแสดงได้ตามตารางที่ 9



ภาพที่ 3 ความถี่ของการถือหุ้นชาวต่างชาติ
ที่มา : รวบรวมโดยผู้วิจัย

ตารางที่ 9 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณเพิ่มเติม (บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นต่างชาติเกิน 10%)

Variables	Unstandardized		Standardized β	<i>t</i>	<i>sig</i>
	B	SE			
(Constant)	-43.632	19.386		-2.251	0.026
การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FORI)	-0.198	0.086	-0.161	-2.301	0.023**
ภาระหนี้สิน (LEV)	-0.047	0.014	-0.245	-3.353	0.001***
ความสามารถในการทำกำไร (ROA)	1.036	0.085	0.737	12.252	0.000***
ขนาดของบริษัท (lnSIZE)	3.121	1.399	0.150	2.231	0.028**
อายุของบริษัท (AGE)	0.037	0.096	0.025	0.386	0.700
Dependent variable: Sustainable Growth Rateb (SGR)					
Industry/Year Fix Effect	Included				
F-statistics	15.399***				
R-square	0.660				
Adjusted r-square	0.617				
Observations	126				

หมายเหตุ : * p-value < 0.10, ** p-value < 0.05, *** p-value < 0.01

ที่มา : รวบรวมโดยผู้วิจัย

จากการวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ ที่ระดับการถือครองหุ้นร้อยละ 10 ขึ้นไป (126 ตัวอย่าง) สถิติทดสอบ F-statistics แสดงให้เห็นว่า แบบจำลองมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งหมายความว่าแบบจำลองในการทดสอบสมมติฐานมีอำนาจในการอธิบายเพียงพอในการสรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูล Adjusted r-square เท่ากับ 0.617 หมายความว่า ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทได้ร้อยละ 61.7% ผลการทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุคูณพบว่า การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (Unstandardized and Standardized Coefficients of -0.198 and -0.161, at the significant level of 0.023) ผลการวิจัยสอดคล้องกับ Tran (2020) ซึ่งแสดงให้เห็นว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติที่สูงขึ้นส่งผลต่อการลดลงของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน โดยจากการตรวจสอบข้อมูลเพิ่มเติม (ภาคผนวก) พบว่าการเพิ่มขึ้นของการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ มีความสัมพันธ์กับการเพิ่มขึ้นของการจ่ายเงินปันผล ซึ่งทำให้อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนลดลง เนื่องจากมีผลกระทบโดยตรงต่อปัจจัยที่ใช้ในการคำนวณ SGR ($ROE \times (1 - \text{Dividend Payout Ratio})$) โดยหาก อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio) เพิ่มขึ้น หมายความว่า บริษัทจ่ายเงินปันผลมากขึ้น ส่งผลให้ส่วนที่เหลือเก็บไว้ในบริษัท (Retained Earnings) ลดลง

และเงินทุนที่ใช้สำหรับการลงทุนหรือการขยายธุรกิจลดลง ส่งผลให้อัตราการเติบโตลดลง อธิบายให้ชัดเจนมากขึ้นก็คือ เมื่อบริษัทจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น กำไรสะสมที่บริษัทสามารถนำไปใช้เป็นเงินทุนสำหรับการขยายกิจการจะลดลง ลดความสามารถในการลงทุน การใช้กำไรสะสมเป็นหนึ่งในแหล่งเงินทุนสำคัญสำหรับการขยายตัวทางธุรกิจ หากลดกำไรสะสม บริษัทอาจต้องพึ่งพาเงินกู้หรือการเพิ่มทุนมากขึ้น (Higgins, 1977; Sanoran, 2023)

5. สรุปผลการวิจัย ข้อเสนอแนะ และข้อจำกัดในการวิจัย

งานวิจัยนี้ตรวจสอบผลกระทบของผู้ถือหุ้นรายย่อยและผู้ถือหุ้นต่างชาติที่มีต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ในประเทศไทย หรือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ จำนวน 150 บริษัท (633 ตัวอย่าง) ในระหว่างปี พ.ศ. 2562–2566 ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน โดยผลการวิจัยพบว่า การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อยสามารถสร้างอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทได้นั้นหมายความว่า หากบริษัทมีสัดส่วนนักลงทุนรายย่อยที่สูงขึ้นก็จะมีแนวโน้มต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนที่สูงขึ้นด้วยเช่นกัน ส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนชาวต่างชาติไม่พบความสัมพันธ์ต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน แต่อย่างไรก็ตาม เมื่อทำการวิเคราะห์เพิ่มเติมเกี่ยวกับการถือครองหุ้นของนักลงทุนชาวต่างชาติ ได้ข้อค้นพบที่น่าสนใจ ซึ่งช่วยเสริมสร้างความเข้าใจในประเด็นดังกล่าวในบริบทของประเทศไทย โดยพบว่า ในบริษัทที่มีการถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 10 นักลงทุนชาวต่างชาติกลับส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนที่ลดลง

ผลการวิจัยนี้มีประโยชน์หลายประการ โดยเฉพาะในการให้ข้อมูลเชิงลึกเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ในประเทศไทย จากการที่การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อยสามารถสร้างอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนได้ ผลการวิจัยนี้สามารถนำไปประยุกต์ใช้เป็นข้อมูลสำคัญในการแนะนำบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ที่มีเป้าหมายพัฒนาเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้พิจารณาเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อย เนื่องจากไม่เพียงช่วยเพิ่มความสมดุลและความหลากหลายของผู้ถือหุ้น แต่ยังสนับสนุนให้เกิดสภาพคล่องในการซื้อขายหุ้น และสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนในตลาดทุน นอกจากนี้ นักลงทุนรายย่อยยังมีบทบาทในการเพิ่มการมีส่วนร่วมในกระบวนการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งเป็นพื้นฐานสำคัญสำหรับการเติบโตอย่างมั่นคงและยั่งยืนในระยะยาว ดังนั้นบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ที่ต้องการพัฒนาเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรให้ความสำคัญกับการออกแบบโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่สนับสนุนการเติบโต โดยเฉพาะการเพิ่มสัดส่วนของนักลงทุนรายย่อยให้เหมาะสมและเป็นไปตามเกณฑ์ที่กำหนด ซึ่งจะช่วยสร้างโอกาสในการขยายธุรกิจและยกระดับศักยภาพในการแข่งขันในเวทีสากล และสำหรับนักลงทุนที่ต้องการลงทุนใน SMEs เพื่อให้เกิดการเติบโตอย่างยั่งยืน การมีข้อมูลว่า นักลงทุนรายย่อยมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกต่อการเติบโตอย่างยั่งยืน อาจช่วยให้นักลงทุนตัดสินใจเลือกบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นจากนักลงทุนรายย่อยสูง นอกจากนี้ ผลการวิจัยที่บ่งชี้ว่า การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติในสัดส่วนเกิน 10% ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนที่ลดลง ในส่วนของผู้กำกับดูแลตลาดทุน (Regulators) หากผู้ถือหุ้นต่างชาติเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ โดยมุ่งหวังเพียงผลประโยชน์ระยะสั้นและไม่ได้มีส่วนช่วยพัฒนาหรือสนับสนุนการเติบโตของบริษัทอย่างยั่งยืน อาจก่อให้เกิดความท้าทายต่อเสถียรภาพของตลาดทุนและบริษัทในระยะยาว การลงทุนลักษณะนี้อาจนำไปสู่การเก็งกำไรที่เพิ่มความผันผวนของราคาหุ้น หรือการถอนการลงทุนอย่างรวดเร็ว (Capital Flight) ซึ่งส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของตลาดทุนโดยรวม จึงควรพัฒนากลไกการตรวจสอบและติดตาม

การลงทุนของผู้ถือหุ้นต่างชาติในตลาดเอ็ม เอ ไอ อย่างเข้มงวด โดยมีเป้าหมายเพื่อลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนที่เน้นระยะสั้นและไม่สร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัท

การวิจัยนี้อาจเป็นข้อมูลสำคัญสำหรับหน่วยงานภาครัฐและเอกชนในการพัฒนาและส่งเสริม SMEs ในประเทศไทย เช่น การสร้างสภาพแวดล้อมที่เอื้อต่อการลงทุนจากนักลงทุนรายย่อยที่มีส่วนสำคัญในการเสริมสร้างการเติบโตที่ยั่งยืนของบริษัท

งานวิจัยนี้มีข้อเสนอแนะต่อการวิจัยในอนาคตสองประการคือ ประการแรก ข้อมูลเกี่ยวกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (ภาพที่ 2) เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับความสามารถในการทำกำไร และยังพบว่า เป็นไปในทิศทางตรงข้ามกับภาระความเสี่ยงหรือหนี้สินของกลุ่มตัวอย่าง นั่นหมายความว่า ภาระหนี้สินที่สูงอาจทำให้บริษัทมีข้อจำกัดในการลงทุนเพื่อการเติบโตระยะยาว เนื่องจากต้องจัดสรรเงินสดสำหรับชำระดอกเบี้ยและเงินต้น นอกจากนี้ความเสี่ยงที่เกิดจากหนี้สินสูงยังส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและคู่ค้า จึงเป็นที่น่าสังเกตว่า หนี้สินจะเป็นปัจจัยที่สำคัญต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนอีกประเด็นหนึ่งที่ต้องถูกตรวจสอบในอนาคต ประการที่สอง จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลเพิ่มเติมจากการถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างชาติพบประเด็นที่สำคัญคือ การถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างชาติร้อยละ 10 ขึ้นไป กลับส่งผลการลดลงของอัตราการเติบโตที่ยั่งยืน แต่จากการตรวจสอบพบว่า ในบริษัทที่มีนักลงทุนต่างชาติที่ถือหุ้นร้อยละ 10 ขึ้นไปนั้นจะมีการจ่ายเงินปันผลที่สูงมากกว่าบริษัทที่ถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติน้อยกว่าร้อยละ 10 หรือบริษัทที่ไม่มีการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ ซึ่งการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้นนี้เป็นปัจจัยที่สำคัญที่ส่งผลการลดลงของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนเนื่องจากกำไรที่เหลือเก็บไว้สำหรับการลงทุนลดลง บริษัทจึงควรมีการพิจารณาเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล เพื่อรักษาสมดุลระหว่างความพึงพอใจของผู้ถือหุ้นและการเติบโตในระยะยาว

เพื่อสร้างความเข้าใจที่ครอบคลุมและมีหลักฐานเชิงลึกเกี่ยวกับบทบาทของการถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติ งานวิจัยในอนาคตควรพิจารณาประเด็นความสัมพันธ์ระหว่างระดับ ความเข้มข้นของสัดส่วนการถือหุ้นของชาวต่างชาติกับปัจจัยสำคัญที่พบในงานวิจัยนี้คือการเติบโตอย่างยั่งยืนรวมทั้งนโยบายการจ่ายเงินปันผล และการวิเคราะห์การถือหุ้นในระดับสัดส่วนที่ต่างกัน เพื่อประเมินว่า ความเข้มข้นของการถือหุ้นส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมกรรมการบริหารจัดการและผลลัพธ์ในการดำเนินงานอย่างไร เพื่อช่วยสร้างความเข้าใจที่ลึกซึ้งมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ข้อเสนอแนะต่อหน่วยงานกำกับดูแลอาจพิจารณาผ่อนคลายข้อจำกัด Foreign Limit ในบางธุรกิจที่ต้องการดึงดูดการลงทุนจากต่างประเทศ เพื่อเพิ่มสภาพคล่องและการเติบโต

งานวิจัยนี้มีข้อจำกัดบางประการคือ การใช้แบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) ของ Higgins (1977) ไม่สามารถบ่งชี้ถึงความสามารถในการบริหารจัดการหนี้สินในบางกรณี ซึ่งบริษัทอาจจะสามารถขยายการเติบโตได้ด้วยการใช้หนี้สินในบางช่วง และงานวิจัยนี้ไม่ได้นำสถานการณ์โควิด 19 มาเป็นปัจจัยในการควบคุม เนื่องจากสถานการณ์โควิด 19 ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในระดับมหภาค เช่น การชะลอตัวของเศรษฐกิจ การปรับเปลี่ยนพฤติกรรมผู้บริโภค และการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทาน ผู้ใช้ข้อมูลอาจพิจารณาเกี่ยวกับสถานการณ์ความเสี่ยงดังกล่าว เนื่องจากอาจส่งผลการตัดสินใจในการใช้ข้อมูล นอกจากนี้ข้อควรระวังของบริษัทในการรักษาอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนให้สูงขึ้นอาจหมายถึงบริษัทไม่จ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราที่สูง ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความพึงพอใจของผู้ถือหุ้นบางกลุ่ม

ภาคผนวก

จากผลการทดสอบที่นำเสนอในงานวิจัย แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างการเพิ่มขึ้นของการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) กับการเพิ่มขึ้นของอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ซึ่งสถิติที่สนับสนุนข้อสรุปนี้คือค่าสัมประสิทธิ์ (Unstandardized Coefficients และ Standardized Coefficients) ที่มีค่าเท่ากับ 0.0031 และระดับนัยสำคัญที่ 0.000 โดยการเพิ่มขึ้นของอัตราการจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบโดยตรงต่อการลดลงของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate หรือ SGR) อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) คำนวณจากสูตร

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

โดยที่ ROE คือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และ Dividend Payout Ratio คือ สัดส่วนของกำไรสุทธิที่บริษัทจ่ายออกไปเป็นเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น เมื่ออัตราการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น หมายความว่า บริษัทกักกำไรสุทธิส่วนใหญ่เพื่อจ่ายให้กับผู้ถือหุ้น และเหลือกำไรสะสมน้อยลงสำหรับการเก็บไว้ในบริษัท (Retained Earnings) ซึ่งมีผลลดเงินทุนหมุนเวียนภายในที่บริษัทสามารถใช้สำหรับการลงทุนในโครงการใหม่หรือการขยายธุรกิจในอนาคต

การลดลงของกำไรสะสมทำให้บริษัทขาดแหล่งเงินทุนภายในที่สำคัญสำหรับการขยายกิจการ หากบริษัทต้องการขยายตัวในอนาคต อาจจำเป็นต้องหันไปใช้แหล่งเงินทุนภายนอก เช่น การกู้ยืมเงินจากธนาคารหรือการออกหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งกระบวนการดังกล่าวอาจเพิ่มต้นทุนทางการเงินและลดความสามารถในการแข่งขันของบริษัท นักลงทุนต่างชาติอาจมีความต้องการผลตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผลที่แน่นอนและสูงขึ้น เมื่อเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทมากกว่า 10% บริษัทอาจตอบสนองความคาดหวังของนักลงทุนโดยเพิ่มการจ่ายเงินปันผล สิ่งนี้อาจส่งผลกระทบในระยะยาวต่อศักยภาพการเติบโตของบริษัท

ตารางที่ 10 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นต่างชาติเกิน 10%) การทดสอบความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้นต่างชาติที่มีต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล

Variables	Unstandardized		Standardized β	t	sig
	B	SE			
(Constant)	-2.903	.633		-4.583	.000
การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FORI)	.0031	.003	.021	1.008	.000**
ภาระหนี้สิน (LEV)	-1.640	.320	-.121	-5.128	.000***
ความสามารถในการทำกำไร (ROA)	8.152	.620	.287	13.151	.000***
ขนาดของบริษัท (lnSIZE)	.322	.042	.183	7.725	.000***
อายุของบริษัท (AGE)	.002	.004	.012	.571	.568

ตารางที่ 10 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ (บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นต่างชาติเกิน 10%) การทดสอบความสัมพันธ์
ของผู้ถือหุ้นต่างชาติที่มีต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล (ต่อ)

Variables	Unstandardized		Standardized β	t	sig
	B	SE			
Dependent variable: Dividend Payment					
Industry/Year Fix Effect	Included				
F-statistics	33.374***				
R-square	0.374				
Adjusted r-square	0.357				
Observations	126				

หมายเหตุ : * p-value < 0.10, ** p-value < 0.05, *** p-value < 0.01

ที่มา : รวบรวมโดยผู้วิจัย

สรุปได้ว่า การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติที่สูงขึ้นมีผลเชิงลบต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของอัตราการจ่ายเงินปันผลทำให้กำไรสะสมที่บริษัทสามารถนำไปใช้ลงทุนลดลง และจำกัดความสามารถของบริษัทในการขยายธุรกิจในอนาคต ซึ่งชี้ให้เห็นถึงความสำคัญของการบริหารจัดการกำไรสะสมและการจัดสรรเงินปันผลที่สมดุล เพื่อรักษาความยั่งยืนในระยะยาวของบริษัท

REFERENCES

- Agyemang, O. S., Osei-Effah, M., Agyei, S. K., & Gatsi, J. G. (2019). Country-level corporate governance and protection of minority shareholders' rights: Evidence from African countries. *Accounting Research Journal*, 32(3), 532–552.
- Ali, S. M., Hoq, S. N., Bari, A. M., Kabir, G., & Paul, S. K. (2022). Evaluating factors contributing to the failure of information system in the banking industry. *Plos One*, 17(3), e0265674. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0265674>
- Alipour, M. (2013). An investigation of the association between ownership structure and corporate performance. *Management Research Review*, 36(11), 1137–1166. <https://doi.org/10.1108/MRR-08-2012-0188>
- Alregab, H. (2023). The role of corporate governance in attracting foreign investment: An empirical investigation of Saudi-listed firms in light of vision 2030. *International Journal of Finance & Economics*, 28(1), 284–294.

- Beebeejaun, A., & Bissessur, P. K. (2023). The adoption of shareholder activism by minority investors in Mauritius and a comparative analysis with the UK laws. *International Journal of Law and Management*, 65(6), 683–700. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-05-2023-0122>
- 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. *Managerial and Decision Economics*, 41(8), 1580–1589.
- Burunciuc, C., & Gonenc, H. (2020). Reforms protecting minority shareholders and firm performance: International evidence. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(1), 5. <https://doi.org/10.3390/jrfm14010005>
- Cao, Q., Fang, M., & Pan, Y. (2022). Minority shareholders protection and corporate financial leverage: Evidence from a natural experiment in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 73, 101742. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101742>
- Choi, Y. M., & Park, K. (2019). Foreign ownership, agency costs, and long-term firm growth: Evidence from Korea. *Sustainability*, 11(6), 1599. <https://doi.org/10.3390/su11061599>
- Cui, X., Wen, L., Huang, K., & Li, J. (2024). Free riding or participation in governance: Minority shareholders' online voting and corporate responsiveness. *Research in International Business and Finance*, 70, 102375. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102375>
- Dachs, B., & Peters, B. (2014). Innovation, employment growth, and foreign ownership of firms: A European perspective. *Research Policy*, 43(1), 214–232.
- Daily, C. M., & Thompson, S. S. (1994). Ownership structure, strategic posture, and firm growth: An empirical examination. *Family Business Review*, 7(3), 237–249.
- Doyle, B., Blakely, D. L., & Murray, L. W. (1994). Threshold margins, growth, and inflation: Creating real economic value. *Financial Modelling*, 74(2), 257–272. [https://doi.org/10.1016/0377-2217\(94\)90095-7](https://doi.org/10.1016/0377-2217(94)90095-7)
- Drake, M. J., Griffin, P. M., Kirkman, R., & Swann, J. L. (2005). Engineering ethical curricula: Assessment and comparison of two approaches. *Journal of Engineering Education*, 94(2), 223–231.
- El-Chaarani, H., Abraham, R., & Skaf, Y. (2022). The impact of corporate governance on the financial performance of the banking sector in the MENA (Middle Eastern and North African) region: An immunity test of banks for COVID-19. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(2), 82. <https://doi.org/10.3390/jrfm15020082>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Feng, Y., Pan, Y., Wang, L., & Sensoy, A. (2021). The voice of minority shareholders: Online voting and corporate social responsibility. *Research in International Business and Finance*, 57, 101408. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101408>

- Ferris, S. P., & Park, K. (2005). Foreign ownership and firm value: evidence from Japan. In M. Hirschey, K. John, & A. K. Makhija (Eds.), *Corporate Governance*, 11, 1–29. [https://doi.org/10.1016/S1569-3732\(04\)11001-3](https://doi.org/10.1016/S1569-3732(04)11001-3)
- Ge, W., Ouyang, C., Shi, Z., & Chen, Z. (2022). Can a not-for-profit minority institutional shareholder make a big difference in corporate governance? A quasi-natural experiment. *Journal of Corporate Finance*, 72, 102125. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102125>
- Ghosh, S. (2016). Productivity, ownership and firm growth: Evidence from Indian banks. *International Journal of Emerging Markets*, 11(4), 607–631. <https://doi.org/10.1108/IJoEM-05-2015-0096>
- Groeneveld, R. A., & Meeden, G. (1984). Measuring skewness and kurtosis. *Journal of the Royal Statistical Society Series D: The Statistician*, 33(4), 391–399.
- Hair, J. F., Gabriel, M., & Patel, V. (2014). AMOS covariance-based structural equation modeling (CB-SEM): Guidelines on its application as a marketing research tool. *Brazilian Journal of Marketing*, 13(2). <https://doi.org/10.5585/remark.v13i2.2718>
- Higgins, R. C. (1977). How much growth can a firm afford? *Financial Management*, 7–16.
- Horne, V. (1988). Sustainable growth modeling. *Journal of Corporate Finance*, 1(1), 19–25.
- Houqe, M. N., Monem, R. M., & van Zijl, T. (2023). Business strategy, cash holdings, and dividend payouts. *Accounting & Finance*, 63(4), 3999–4035. <https://doi.org/10.1111/acfi.13082>
- Huang, C.-F., & Lien, H.-C. (2012). An empirical analysis of the influences of corporate social responsibility on organizational performance of Taiwan's construction industry: Using corporate image as a mediator. *Construction Management and Economics*, 30(4), 263–275.
- Ionita, C., & Dinu, E. (2021). The effect of intangible assets on sustainable growth and firm value – Evidence on intellectual capital investment in companies listed on Bucharest Stock Exchange. *Kybernetes*, 50(10), 2823–2849. <https://doi.org/10.1108/K-05-2020-0325>
- Jensen, M. C. (1983). Organization theory and methodology. *Accounting Review*, 319–339.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jumreornvong, S., Treepongkaruna, S., Prommin, P., & Jiraporn, P. (2018). The effects of ownership concentration and corporate governance on corporate risk-taking. *Accounting Research Journal*, 33(1), 252–267. <https://doi.org/10.1108/ARJ-09-2018-0144>
- Kallapur, S. (1994). Dividend payout ratios as determinants of earnings response coefficients: A test of the free cash flow theory. *Journal of Accounting and Economics*, 17(3), 359–375. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90033-7](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90033-7)
- Kirkbride, J., Letza, S., & Smallman, C. (2009). Minority shareholders and corporate governance: Reflections on the derivative action in the UK, the USA and in China. *International Journal of Law and Management*, 51(4), 206–219.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147–1170.
- Li, N. (2021). Do majority-of-minority shareholder voting rights reduce expropriation? Evidence from related party transactions. *Journal of Accounting Research*, 59(4), 1385–1423.
- Lin, Y.-H. (2017). Controlling controlling-minority shareholders: Corporate governance and leveraged corporate control. *Colum. Bus. L. Rev.*, 453.
- Liou, R.-S., Ting, P.-H., & Chen, Y.-Y. (2023). The cost of foreign ownership: Voluntary sustainability reporting and financial performance in an emerging economy. *Cross Cultural & Strategic Management*, 30(3), 581–612. <https://doi.org/10.1108/CCSM-09-2021-0165>
- Maher, M., & Andersson, T. (2000). Corporate governance: Effects on firm performance and economic growth. Available at SSRN 218490. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.218490>
- Mansikkamäki, S. (2023). Firm growth and profitability: The role of age and size in shifts between growth–profitability configurations. *Journal of Business Venturing Insights*, 19, e00372. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2023.e00372>
- Mi Choi, H., Sul, W., & Kee Min, S. (2012). Foreign board membership and firm value in Korea. *Management Decision*, 50(2), 207–233.
- Mikolajczyk, A. P., Fortela, D. L. B., Berry, J. C., Chirdon, W. M., Hernandez, R. A., Gang, D. D., & Zappi, M. E. (2024). Evaluating the Suitability of Linear and Nonlinear Regression Approaches for the Langmuir Adsorption Model as Applied toward Biomass-Based Adsorbents: Testing Residuals and Assessing Model Validity. *Langmuir*, 40(39), 20428–20442.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Naseer, M. M., & Bagh, T. (2024). Building a Sustainable Future: The Impact of Corporate Social Responsibility on Firms’ Sustainable Development. In A. I. Hunjra & K. Hussainey (Eds.), *The Emerald Handbook of Ethical Finance and Corporate Social Responsibility* (pp.623–646). Emerald Publishing Limited. <https://doi.org/10.1108/978-1-80455-406-720241028>
- Ozili, P. K., & Uadiale, O. (2017). Ownership concentration and bank profitability. *Future Business Journal*, 3(2), 159–171.
- Peck-Ling, T., Nai-Chiek, A., & Chee-Seong, L. (2016). Foreign Ownership, foreign directors and the profitability of Malaysian listed companies. *3rd Global Conference on Business and Social Sciences (GCBSS-2016) on “Contemporary Issues in Management and Social Sciences Research”*, Kuala Lumpur, Malaysia, 219, 580–588. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.037>

- Prommin, P., Jumreornvong, S., Jiraporn, P., & Tong, S. (2016). Liquidity, ownership concentration, corporate governance, and firm value: Evidence from Thailand. *Global Finance Journal*, 31, 73–87. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2016.06.006>
- Queiri, A., Madbouly, A., Reyad, S., & Dwaikat, N. (2021). Corporate governance, ownership structure and firms' financial performance: Insights from Muscat securities market (MSM30). *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 19(4), 640–665. <https://doi.org/10.1108/JFRA-05-2020-0130>
- Sangthong, M. (2023). *Research Statistics for the Social Sciences* (1st ed., Vol. 1). ChulaPress.
- Sanoran, K. L. (2023). Corporate sustainability and sustainable growth: The role of industry sensitivity. *Finance Research Letters*, 53, 103596. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103596>
- Sharma, P., & Sachdeva, S. (2022). Minority shareholder activism in light of the Indian companies act, 2013. *International Journal of Law and Management*, 64(5), 418–440.
- Shubita, R., & Shubita, M. (2019). The impact of foreign ownership on corporate governance: Evidence from an emerging market. *Investment Management and Financial Innovations*, 16(2), 101–115.
- Singh, K., & Rastogi, S. (2023). Corporate governance and financial performance: Evidence from listed SMEs in India. *Benchmarking: An International Journal*, 30(4), 1400–1423.
- Supriyadi, S., Widyastuti, T., & Darmansyah, D. (2024). Determination of financial performance and transfer pricing aggressiveness: Analysis of sales growth, leverage, company size and intangible assets (literature review). *Educoretax*, 4(10), 1194–1209.
- Tayeh, M., Mustafa, R., & Bino, A. (2023). Ownership structure and agency costs: Evidence from the insurance industry in Jordan. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 28(56), 287–302.
- Teixeira, J. F., & Carvalho, A. O. (2024). Corporate governance in SMEs: A systematic literature review and future research. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 24(2), 303–326.
- Thanjunpong, S., Chaiwong, D., & Awirothananon, T. (2021). The influence of good corporate governance and free float shares on stock price and financial performance: empirical evidence from Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 17(56), 58–74.
- The Stock Exchange of Thailand. (2022). *Distribution of Minority Shareholdings (Free Float)*. Retrieved from <https://www.set.or.th/en/listing/listed-company/simplified-regulations/maintaining-status/free-float>
- The Stock Exchange of Thailand. (2023). *Corporate governance*. Retrieved from <https://www.set.or.th/en/about/overview/cg>
- The Stock Exchange of Thailand. (2024a). *Capital market organizations unite in a pledge to strengthen good corporate governance standards among Thai listed companies*. Retrieved from <https://www.set.or.th/th/about/mediacenter/news-release/article/646-capital-market-organizations-unite-in-a-pledge-to-strengthen-good-corporate-governance-standards-among-thai-listed-companies?rand=112024>

- The Stock Exchange of Thailand. (2024b). *Family businesses in Thailand are a key driver of the economy*. Retrieved from <https://www.set.or.th/th/about/mediacenter/news-release/article/565-family-business>
- Thongjang, P., & Nimtrakoon, S. (2022). The relationship of ownership structure and capital structure to firm growth of companies listed on the stock exchange of Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 18(60), 61–85.
- Torres, P., Silva, P., & Augusto, M. (2024). Equity ownership concentration and firm growth: The moderating role of industry growth. *Management Research Review*, 47(7), 1096–1111. <https://doi.org/10.1108/MRR-03-2023-0165>
- Tran, Q. T. (2020). Foreign ownership and investment efficiency: New evidence from an emerging market. *International Journal of Emerging Markets*, 15(6), 1185–1199. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-07-2019-0573>
- Tsafack, G., & Guo, L. (2021). Foreign shareholding, corporate governance and firm performance: Evidence from Chinese companies. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 31, 100516. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2021.100516>
- Wiwattanakantang, Y. (2001). Controlling shareholders and corporate value: Evidence from Thailand. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9(4), 323–362.
- Yao, S., Pan, Y., Wang, L., Sensoy, A., & Cheng, F. (2023). Building eco-friendly corporations: The role of minority shareholders. *Journal of Business Ethics*, 182(4), 933–966.
- Zakon, H. H. (1986). The emergence of tuning in newly generated tuberous electroreceptors. *Journal of Neuroscience*, 6(11), 3297–3308.
- Zientek, L., Nimon, K., & Hammack-Brown, B. (2016). Analyzing data from a pretest-posttest control group design. *European Journal of Training and Development*, 40(8/9), 638–659. <https://doi.org/10.1108/EJTD-08-2015-0066>

