

ความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัว
กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนใน
ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

The Relationship of Family Firms Concentrated Ownership
Structure and The Performance of Companies Listed in
Market Alternative Investment (MAI)

อุบลวรรณ ขุนทอง¹ และ โสวัตรธนา ธารา²
Ubonwan Khunthong¹ และ Sowatthana Thara²

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัว กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) จำแนกตัวชี้วัดผลการดำเนินงานออกเป็น 2 ลักษณะ คือ ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชีที่ใช้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นตัวชี้วัด และตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางตลาดซึ่งใช้ Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดโดยตัวแปรควบคุมประกอบด้วย อายุของกิจการ (AGE) มูลค่าสินทรัพย์รวม (ASS) ความเสี่ยงทางการเงิน(DE) อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย (GROWTH) และกำไรสุทธิ (P) โดยข้อมูลรายงานโครงสร้างผู้ถือหุ้น และรายงานผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ครบ 5 ปีคือตั้งแต่ปี พ.ศ. 2555 – 2559 จำนวนทั้งสิ้น 68 บริษัท รวมเป็นงบการเงินทั้งสิ้น 340 งบการเงิน ทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ

ผลการวิจัยพบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัวโดยเฉลี่ยร้อยละ 26.30 ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ใช้ตัวชี้วัดทางบัญชีคือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และตัวชี้วัดทางตลาด คือ Tobin's Q มีค่าเป็นบวก การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัวกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชี และตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางตลาด พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในการอธิบายผลการดำเนินงานของบริษัททั้งสองตัวชี้วัด แต่อย่างไรก็ตามผลการวิจัย พบว่า

¹สาขาวิชาการเงินและการธนาคาร มหาวิทยาลัยรัตนบัณฑิต E-mail address: ubonwank@gmail.com

²สาขาวิชาการเงินและการธนาคาร มหาวิทยาลัยรัตนบัณฑิต E-mail address: tharasowatthana@gmail.com

อายุของกิจการ (AGE) อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย (GROWTH) ความเสี่ยงทางการเงิน (DE) และกำไรสุทธิ (P) มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่ใช้ตัวชี้วัดทางบัญชีคืออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญและพบว่าขนาดกิจการที่วัดจากมูลค่ารวมของสินทรัพย์รวม (ASS) มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่ใช้ตัวชี้วัดทางตลาดคือ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ: โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชี
ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางตลาด

Abstract

This research aims at studying the relationship between family firms concentrated ownership structure and the performance of the companies listed in Market for Alternative Investment (MAI). Two different aspects are used in our evaluation i.e. the accounting performance and the marketing performance. Basically, the former one uses Return on Equity (ROE) and the latter one uses Tobin's Q. Five control variables are then used, namely the company age, the total value of the assets, the financial risk (DE), the selling growth rate (GROWTH), and the net profit (P). Our experimental data consisting of 68 companies listed in MAI from 2012 to 2016 has 340 balance sheets and is analyzed based on the multiple regression technique.

This research reveals that the companies have family concentrated ownership structure around 26.30% on average. Both the accounting performance and the marketing performance also yield positively. The study also shows that there is no any significantly statistical relationship between the companies' performance and the two aspects. Nevertheless, the company age, GROWTH, DE, and P have significant correlation between the companies' performance and ROE. Finally, we also show that the total value of the assets has some significant relationship with Tobin's Q.

Keyword: Concentrated Ownership, The Accounting Performance, The Marketing Performance

บทนำ

นับตั้งแต่เกิดวิกฤตทางการเงินในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ในปี พ.ศ. 2540 และการประกาศล้มละลายของบริษัทระดับโลกเช่น Enron และ Worldcom รวมถึงสภาพเศรษฐกิจของโลกเกิดปัญหาการชะลอตัวจากวิกฤตการณ์การเงินที่เกิดขึ้นในเอเชีย และระบบเศรษฐกิจในประเทศไทยได้เริ่มมีปัญหามาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2537 จนกระทั่งปี พ.ศ. 2540 ส่งผลให้ประเทศไทยต้องประสบกับวิกฤตเศรษฐกิจทางการเงินครั้งใหญ่ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549) จากสถานการณ์ดังกล่าวได้ถูกสันนิษฐานว่ามาจากสาเหตุหนึ่งที่สำคัญคือ กิจการขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผู้บริหารปกปิดความผิดพลาดจากการบริหารงานของตนเองทั้งนี้เนื่องจากโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Structure) ของธุรกิจส่วนใหญ่ของประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้มีพื้นฐานมาจากบริษัทครอบครัว และอำนาจการบริหารในบริษัทยังคงเป็นของสมาชิกในครอบครัว ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของธนาคารเพื่อพัฒนาเอเชีย (ADB) ที่ได้ศึกษาโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนของ 5 ประเทศ คือ อินโดนีเซีย เกาหลีใต้ มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ และไทย โดยใช้ข้อมูลประจำปี พ.ศ. 2540 – 2541 พบว่ามีการกระจุกตัวของการถือหุ้นอยู่ในระดับที่สูงมาก สำหรับประเทศไทยบริษัทส่วนใหญ่มักเริ่มต้นด้วยธุรกิจครอบครัว และเมื่อธุรกิจครอบครัวเหล่านี้มีการขยายกิจการและเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) หรือตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) เพื่อระดมทุน ผู้ก่อตั้งซึ่งเป็นบุคคลภายในครอบครัวยังคงเข้าควบคุมบริษัทอยู่ จึงกล่าวได้ว่า โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยส่วนมากมีพื้นฐานมาจากบริษัทครอบครัว โดยที่การถือหุ้นและอำนาจการบริหารในบริษัทจะกระจุกตัวอยู่ในสมาชิกของครอบครัว (Big Inside Shareholder) นอกจากนี้การถือหุ้นของครอบครัวในบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทยไม่ได้กระจุกตัวอยู่ในเฉพาะกลุ่มครอบครัวกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งเท่านั้น แต่การควบคุมบริษัทจะถูกกระจายออกไปในหลาย ๆ ครอบครัว ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ ADB (2000) พบว่าบริษัทในประเทศไทยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ประมาณร้อยละ 28.5 โดยที่ผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรกถือหุ้นรวมกันมีประมาณร้อยละ 56.6 ซึ่งเกินกว่าครึ่งหนึ่งของหุ้นทั้งหมดที่บริษัทออกและเรียกชำระแล้ว ดังนั้นจึงมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพียงไม่กี่รายเท่านั้นที่มีอำนาจในการควบคุมกิจการรวมถึงการแต่งตั้งคณะกรรมการผู้จัดการ (Board Committee) ซึ่งมีส่วนสำคัญในการกำหนดนโยบายของบริษัท ดังนั้นอำนาจในการควบคุมบริษัทอาจตกอยู่ในมือของกลุ่มบุคคลใดบุคคลหนึ่งได้ โครงสร้างเหล่านี้สามารถบ่งบอกถึงลักษณะของการเป็นปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) ว่าอาจมีความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นเจ้าของบริษัท หรือเป็นความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกับผู้ถือหุ้นรายย่อย ในเรื่องของผลประโยชน์ที่แตกต่างกัน เช่น เมื่อผู้ถือหุ้นที่มีส่วนในการบริหารมีอำนาจในการบริหารงาน และมีอำนาจควบคุมอาจทำการตัดสินใจใด ๆ ที่คำนึงถึงเฉพาะผลประโยชน์ของตนเองเท่านั้น โดยที่การตัดสินใจดังกล่าว อาจขัดขวางการสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนในการบริหาร ซึ่งรูปแบบที่ผู้ถือหุ้นมีอำนาจในการบริหารและควบคุมมักนำมาใช้เพื่อโอนถ่ายผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนในการบริหารมาเป็นของตนเอง อย่างไรก็ตาม ผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนในการบริหารก็พยายามที่ใช้เครื่องมือในการตรวจสอบการทำงานในด้านต่าง ๆ ในขณะที่ผู้ถือหุ้นที่มีส่วนในการบริหารยังเลือกทำในสิ่งที่ให้ผลประโยชน์แก่ตนเองเป็นหลักคู่กับความอยู่รอดของบริษัท ซึ่งไม่สามารถผลักดันให้ผู้ถือหุ้นที่มีส่วนในการบริหารดำเนินงานเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นได้ นอกจากนี้

โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership) หรือการมีผู้ถือหุ้นรายใดรายหนึ่งถือหุ้นจำนวนมาก ทำให้เกิดผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในการควบคุมบริษัท (Controlling Shareholders) ผู้ถือหุ้นรายใหญ่เหล่านี้ มักมีแรงจูงใจในการถ่ายโอนเอาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยมาเป็นของตนเอง หรือมักกระทำการใด ๆ ภายใต้อำนาจการควบคุมที่มีอยู่เพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว ซึ่งส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นอย่างมาก (Fama & Jensen, 1983) โดยที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่สามารถที่จะคัดค้านหรือโต้แย้งการกระทำดังกล่าวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้เนื่องมาจากระบบกฎหมายหรือกลไกในการกำกับดูแลที่สร้างขึ้นมาเพื่อที่จะปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้นมีความอ่อนแอและไม่มีประสิทธิผลเท่าที่ควร (Fan & Wong, 2002)

จากความสำคัญของปัญหาดังกล่าว ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกของกลุ่มครอบครัวกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยใช้ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชีและผลการดำเนินงานทางตลาด โดยผู้วิจัยได้นำองค์ความรู้ กรอบแนวคิด และทฤษฎีต่าง ๆ ที่ได้ศึกษามาใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล และการวิเคราะห์เพื่อให้ได้มาซึ่งข้อค้นพบที่สำคัญจากการวิจัยสำหรับในประเทศไทย การศึกษาเรื่องโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไร ผลการดำเนินงานหรือมูลค่าของกิจการที่ผ่านมามีส่วนใหญ่ว่า เช่น บงกช ตั้งจิระศิลป์ (2556) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไร และณัฐนันท์ สุรวัดนา (2556) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับมูลค่ากิจการ จากผลการศึกษาเชิงประจักษ์ข้างต้นจะเห็นได้ว่า แม้จะมีการศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวแล้วในอดีต แต่ในปัจจุบันยังไม่สามารถหาข้อสรุปที่ชัดเจนได้ และจากงานวิจัยส่วนมากได้ทำการศึกษาเฉพาะบริษัทขนาดใหญ่ เช่น บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น ในขณะที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ นั้น ยังไม่มีผู้ศึกษามากนัก ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ จัดตั้งขึ้นเมื่อปี พ.ศ. 2542 เพื่อเป็นตลาดสำหรับกิจการขนาดกลางและเล็ก ช่วยให้กิจการสามารถระดมทุนผ่านตลาดทุนได้ เป็นโอกาสในการลงทุนและขยายกิจการต่อไป โดยจะเน้นที่กิจการขนาดกลางและขนาดย่อม (SME) และกิจการที่เกี่ยวข้องกับนวัตกรรม มีลักษณะต่างๆ ที่ผ่อนผันลง เช่น ทุนชำระแล้วขั้นต่ำเพียง 20 ล้านบาท ในขณะที่สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กำหนดให้กิจการต้องมีทุนชำระแล้วขั้นต่ำ 300 ล้านบาท ซึ่งถือเป็นการเพิ่มทางเลือกในการลงทุนให้แก่นักลงทุนมากขึ้น นักลงทุนสามารถลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ได้นอกเหนือไปจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะเห็นว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ นั้น มีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศ มีส่วนเกี่ยวข้องกับผู้มีส่วนได้เสียหลายฝ่าย อีกทั้งบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ นี้ยังเป็นบริษัทที่มีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) ผู้ถือหุ้นมีการกระจุกตัว ซึ่งมีความสำคัญต่อกลไกการกำกับดูแลกิจการ สำหรับตัวชี้วัดที่ใช้ในการวิจัยในอดีตได้แก่ Cho (1998), McConnell & Servaes (1990), Morck Shleifer & Vishny (1998), Qi et al. (2000), ประภาพร ณ นครค์ (2549) และพัฒนศักดิ์ สุขศรี (2549) นั้น ใช้อัตราส่วนทางการเงินที่สามารถสะท้อนได้แก่มูลค่าทางบัญชีเท่านั้นเช่น อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และทำการศึกษาเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีทุนจดทะเบียนจำนวนมาก แต่ในงานวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งมีทุนจดทะเบียนขั้นต่ำ 20 ล้านบาท และในด้านผลการ

ดำเนินงานของบริษัท จะใช้ตัวชี้วัดทางการเงิน 2 ด้านคือ 1) ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางด้านบัญชี (The Accounting Performance) ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ 2) ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางด้านตลาด (The Marketing Performance) ได้แก่ Tobin's Q เพื่อให้สะท้อนภาพผลการดำเนินงานที่แท้จริงของบริษัท โดยข้อมูลเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่สนใจศึกษาจะเน้นเกี่ยวกับการกระจุกตัวของการถือหุ้นซึ่งมีขอบเขตเพียงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกและข้อมูลตัวแปรอื่น ๆ ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (DE) อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย (GROWTH) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) Tobin's Q อายุของกิจการ (AGE) มูลค่าของสินทรัพย์รวม (ASS) ตามที่ปรากฏในรูปแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) เท่านั้น

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกของกลุ่มครอบครัวกับผลการดำเนินงานทางด้านบัญชีและผลการดำเนินงานทางด้านตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษานี้จะใช้ข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ที่มีรอบระยะเวลาบัญชีตามปฏิทิน ทั้งนี้ไม่รวมบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจการเงินเนื่องจากมีลักษณะของรายการค้าที่แตกต่างไปจากบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น และต้องจัดทำและนำเสนองบการเงินตามประกาศของธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งข้อมูลของรายงานทางการเงินและข้อมูลต่างๆ ที่เกี่ยวข้องที่ใช้ในการศึกษา เปิดเผยมูลฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการศึกษาใช้ข้อมูลในปี พ.ศ. 2555 – 2559 จำนวน 68 บริษัท รวมเป็น 340 งบการเงิน

ประโยชน์ที่ได้รับ

1. ผู้ใช้ข้อมูลทางการเงินสามารถนำไปอ้างอิงเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น ตลอดจนปัจจัยอื่น ๆ ที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ไปใช้ประกอบการพิจารณาเบื้องต้นเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัทได้
2. เป็นข้อมูลเบื้องต้นกำหนดหน่วยงานกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในการพิจารณาและออกกฎระเบียบเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น เพื่อเป็นแนวทางให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี และกระตุ้นให้เห็นความสำคัญของการออกมาตรการในการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อย
3. เป็นแนวทางสำหรับนักลงทุนเพื่อใช้ในการประเมินบริษัทที่สนใจลงทุน

แนวคิดทฤษฎีและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบ่งออกเป็น 2 ลักษณะคือ 1) การกระจุกตัวของการถือหุ้น (Concentrated Ownership) และ 2) การกระจายของการถือหุ้น (Dispersed Ownership) ซึ่งทำการวัดการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นโดยใช้สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก โครงสร้างผู้ถือหุ้นถือเป็นปัจจัยที่สำคัญในการกำกับดูแลกิจการ ทั้งนี้สามารถบอกถึงลักษณะของปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) ที่ได้อธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างเจ้าของบริษัทกับตัวแทน ซึ่งทั้งเจ้าของบริษัทกับผู้บริหารต่างมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ซึ่งกันและกันซึ่งสอดคล้องกับแนวความคิดของ Jensen & Meckling (1976) โดยปัญหาที่เกิดจากความขัดแย้งภายในองค์กรสามารถแบ่งออกเป็น 2 ส่วนคือ 1) ความขัดแย้งระหว่างส่วนของผู้ถือหุ้นของกับผู้บริหาร 2) ความขัดแย้งระหว่างส่วนของผู้ถือหุ้นกับส่วนของเจ้าหนี้เป็นความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้ทำการบริหารแต่เป็นเจ้าของบริษัท โดยเฉพาะลักษณะของโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวที่มีผู้ถือหุ้นรายหนึ่งหรือหลายรายที่มีจำนวนหุ้นและสิทธิออกเสียงที่มีสาระสำคัญหรือผู้มีอำนาจควบคุมบริษัท (Controlling Shareholder) ซึ่งเป็นผู้มีอำนาจควบคุมกิจการและมีบทบาทสำคัญในการบริหารและกำหนดนโยบายของบริษัท โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวจะพบมากในประเทศแถบเอเชียและยุโรปบางประเทศ เช่น ไทย ญี่ปุ่น จีน เยอรมัน โดยโครงสร้างการถือหุ้นแบบนี้จึงมีลักษณะที่รวมกันอยู่ระหว่างความเป็นเจ้าของและอำนาจการควบคุมกิจการตกอยู่กับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ซึ่งเป็นกลุ่มครอบครัวที่มีนามสกุลเดียวกันนอกจากนั้นโครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจุกตัวทำให้เกิดปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับรายย่อย

ผลการดำเนินงานของกิจการสามารถแบ่งเป็น 2 ด้าน คือ 1) ผลการดำเนินงานทางด้านบัญชีใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นอัตราส่วนที่วัดความสามารถของบริษัทในการสร้างผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งจากงานวิจัยของประภาพร ณ นรงค์ (2549) และ Qi et al.(2000) ที่ได้ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัทพบว่า สัดส่วนของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนในประเทศมีความสัมพันธ์ที่เป็นบวกกับผลการดำเนินงานทางบัญชี ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) 2) ผลการดำเนินงานทางด้านตลาด ใช้ อัตราส่วน Tobin's Q ในการวัดผลการดำเนินงาน ซึ่งเป็นแนวความคิดที่นำเสนอโดย Professor James T. Tobin (1969) Tobin's Q เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาด โดยเป็นอัตราส่วนที่มีความสัมพันธ์ของอัตราส่วนระหว่างมูลค่าสินทรัพย์ของบริษัทในตลาดหุ้น (Market Value) กับต้นทุนทดแทน (Replacement Cost) ของสินทรัพย์ของบริษัท เมื่อใดที่อัตราส่วน Tobin's Q มีค่ามากกว่าหนึ่ง (ราคาหุ้นแพงกว่าต้นทุนในการสร้างสินทรัพย์ของบริษัทขึ้นมาใหม่ทั้งหมด) แสดงว่าบริษัทยอมหากำไรได้ด้วยการขายหุ้นเพิ่มทุน แล้วนำเงินที่ได้มาซื้อสินทรัพย์อย่างเดียวกันของบริษัท เพื่อที่จะดึงดูดให้มีการลงทุนในภาคธุรกิจเพิ่มมากขึ้น ในทางตรงกันข้ามถ้าอัตราส่วนมีค่าน้อยกว่าหนึ่ง บริษัทยอมอยู่เฉย ๆ เพราะเอาเงินไปซื้อหุ้นในตลาดดีกว่าลงทุนใหม่ แนวความคิดนี้สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าของกิจการและช่วยทำให้เข้าใจบทบาทของตลาดทุนต่อภาคธุรกิจที่แท้จริงมากยิ่งขึ้น

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลทำการคำนวณทางสถิติเชิงพรรณนามาเพื่ออธิบายสถิติพื้นฐานเกี่ยวกับงบการเงินและสถิติอ้างอิง เพื่อศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานทางบัญชีกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานทางตลาด โดยแบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลเป็น 2 ส่วนดังนี้

ส่วนที่ 1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) การวิเคราะห์ข้อมูลในรูปของค่าสถิติพื้นฐาน ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1: แสดงข้อมูลพื้นฐานของตัวแปรแต่ละตัวแปร

| ตัวแปร | Mean | Maximum | Minimum | Std. Dev. |
|--|----------|-----------|---------|-----------|
| อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน(DE)(เท่า) | 1.78 | 199.64 | -10.43 | 12.11 |
| การกระจุกตัวกลุ่มครอบครัว(FM)(ร้อยละ) | 26.30 | 78.24 | 0.00 | 21.26 |
| อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย(GROWTH)(ร้อยละ) | 12.75 | 808.34 | -94.21 | 73.77 |
| อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย(NP)(ร้อยละ) | -7.21 | 95.53 | -824.48 | 62.26 |
| Tobin's Q (เท่า) | 2.15 | 15.67 | -12.92 | 2.19 |
| อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์(ROA)(ร้อยละ) | 4.06 | 32.36 | -129.71 | 17.64 |
| อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(ROE)(ร้อยละ) | 3.21 | 779.42 | -662.55 | 63.73 |
| มูลค่าสินทรัพย์รวม(ASS)(ล้านบาท) | 1,276.01 | 13,232.35 | 56.13 | 1,351.99 |

จากตารางที่ 1 การวิเคราะห์ข้อมูลของตัวแปรเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ พบว่า การกระจุกตัวของ การถือหุ้นที่วัดจากอัตราร้อยละของผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูงสุด 5 อันดับแรกรวมกันนั้น มีการกระจุกตัวของการถือหุ้นของกลุ่มครอบครัวหรือนามสกุลเดียวกันในบริษัทเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 26.30 โดยการกระจุกตัวของการถือหุ้นแบบครอบครัวหรือนามสกุลเดียวกันสูงสุดร้อยละ 78.24 แสดงให้เห็นว่าผู้ถือหุ้นมักเป็นครอบครัวของผู้ก่อตั้ง เครือญาติ หรือบริษัทในเครือและเป็นกลุ่มผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลต่อบริษัทและอำนาจควบคุมส่วนใหญ่ไม่ได้ถูกกระจายออกไปยังบุคคลต่างๆ

มูลค่าสินทรัพย์รวมของกิจการ (ASS) โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 1,276.01 ล้านบาทโดยที่ขนาดกิจการขนาดเล็กมีมูลค่าสินทรัพย์รวมอยู่ที่ 56.13 ล้านบาท ขนาดกิจการขนาดใหญ่มีมูลค่าสินทรัพย์รวมอยู่ที่ 13,232.35 ล้านบาท

ความเสี่ยงทางการเงิน (DE) พิจารณาจากอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัทโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 1.783 เท่า บริษัทที่มีระดับความเสี่ยงทางการเงินสูงสุด 199.64 เท่า โดยที่บริษัทที่มีค่าความเสี่ยงที่ระดับตัวเลขต่ำสุดคือ

ติดลบ 10.43 เท่า จากค่าความเสี่ยงทางการเงินโดยเฉลี่ยสามารถแปลผลได้ว่าบริษัทมีความเสี่ยงในระดับที่สูง ทั้งนี้เพราะส่วนของผู้ถือหุ้นติดลบ

อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย (GROWTH) ของบริษัทโดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 12.75 บริษัทมีอัตราการเจริญเติบโตของยอดขายต่ำสุดอยู่ที่ติดลบร้อยละ 94.21 บริษัทที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 808.34

ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอจากตารางที่ 1 ด้านความสามารถในการทำกำไรของบริษัทพิจารณาโดยใช้ อัตรากำไรสุทธิต่อยอดขาย (NP) Tobin's Q อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นตัวแทนในการวัดคุณภาพกำไร พบว่าอัตรากำไรสุทธิต่อยอดขาย (NP) โดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ -7.21 แสดงว่ายอดขายที่กิจการได้สร้างไว้ไม่เพียงพอกับค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ส่งผลให้บริษัทประสบผลขาดทุนโดยเฉลี่ยร้อยละ 7.21 ส่วน Tobin's Q โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 2.15 เท่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) โดยเฉลี่ยร้อยละ 4.06 แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรจากสินทรัพย์ที่ลงทุนไปเฉลี่ยร้อยละ 4.06 และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 3.21 ซึ่งทั้งอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์(ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ ค่า Tobin's Q มีการแสดงผลไปในทิศทางเดียวกันคือ ยิ่งค่าที่ได้มีค่าสูงจะแสดงให้เห็นว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรสูงด้วย

ส่วนที่ 2 สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทตามตัวชี้ทางบัญชีและตัวชี้วัดทางด้านตลาดกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัวและข้อมูลพื้นฐานการดำเนินงานของบริษัทได้แก่อายุกิจการ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย มูลค่าสินทรัพย์รวม ในลักษณะของจำลองความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ดังนี้

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 FM + \beta_2 AGE + \beta_3 DE + \beta_4 GROWTH + \beta_5 ASS + \beta_6 P + e_i \quad (1)$$

$$Tobin's Q = \alpha_0 + \alpha_1 FM + \alpha_2 AGE + \alpha_3 DE + \alpha_4 GROWTH + \alpha_5 ASS + \alpha_6 P + e_i \quad (2)$$

โดยที่

ROE = ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางด้านบัญชี (ร้อยละ)

Tobin's Q = ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางด้านตลาด (เท่า)

FM = โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวแบบครอบครัว(ร้อยละ)

AGE = อายุกิจการ(ปี)

| | |
|--------|--|
| DE | = อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน(เท่า) |
| GROWTH | = อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย(ร้อยละ) |
| ASS | = มูลค่าสินทรัพย์รวม(ล้านบาท) |
| P | = อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย(ร้อยละ) |

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวแบบครอบครัวกับผลการดำเนินงานทางด้านบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2: ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชีกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัว และตัวแปรอิสระอื่น ๆ

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|-----------|-------------|--------------------|-------------|-------|
| C | -22.557 | 17.892 | -1.261 | 0.208 |
| FM | 0.117 | 0.090 | 1.292 | 0.197 |
| AGE | 0.944 *** | 0.329 | 2.864 | 0.004 |
| DE | -0.026 *** | 0.002 | -17.076 | 0.000 |
| GROWTH | 0.357 *** | 0.026 | 13.732 | 0.000 |
| ASS | 2.145 | 2.492 | 0.861 | 0.389 |
| P | 0.130 *** | 0.010 | 12.799 | 0.000 |
| R-squared | 0.734 | Adjusted R-squared | | 0.729 |

***ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

จากตารางที่ 2 พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัวไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานตามตัวชี้วัดทางบัญชีที่วัดจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ตัวแปรอิสระอื่น ๆ พบว่า ความเสี่ยงทางการเงิน (DE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 สำหรับอายุของกิจการ (AGE) อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย (GROWTH) และ กำไรสุทธิ (P) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 เมื่อพิจารณามูลค่าสินทรัพย์รวมก็ไม่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นเช่นกัน

เมื่อพิจารณาค่า R-squared (R^2) เท่ากับ 0.734 ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระทั้งหมดสามารถอธิบายผลการดำเนินงานของบริษัทโดยใช้ตัวชี้วัดทางบัญชีคืออัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) ได้ร้อยละ 73.40

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวแบบครอบครัวกับผลการดำเนินงานทางด้านตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3: ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางตลาด (Tobin's Q) กับโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัว และตัวแปรอิสระอื่น ๆ

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|-----------|-------------|--------------------|-------------|-------|
| C | 8.693 | 1.090 | 7.972 | 0.000 |
| AGE | -0.015 | 0.020 | -0.763 | 0.446 |
| DE | 9.930 | 9.301 | 1.068 | 0.286 |
| FM | 0.001 | 0.006 | 0.136 | 0.892 |
| GROWTH | 0.003** | 0.002 | 1.669 | 0.096 |
| LNSIZE | -0.953*** | 0.152 | -6.275 | 0.000 |
| P | 0.002*** | 0.001 | 3.452 | 0.001 |
| R-squared | 0.1584 | Adjusted R-squared | | 0.143 |

***ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

**ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

จากตารางที่ 3 พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัวรวมทั้งอายุของกิจการ ความเสี่ยงทางการเงิน ไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทโดยใช้ตัวชี้วัดทางด้านตลาด คือ Tobin's Q หากพิจารณาตัวแปรอิสระอื่นๆ พบว่า อัตราเจริญเติบโตของยอดขาย (GROWTH) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 แต่มูลค่ารวมของสินทรัพย์ (ASS) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 กำไรสุทธิ (P) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 และอัตราเจริญเติบโตของยอดขาย (GROWTH) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

เมื่อพิจารณาค่า R-squared (R^2) เท่ากับ 0.1584 แสดงว่าตัวแปรอิสระสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของ Tobin's Q ได้ในระดับต่ำมาก

การอภิปรายผล

จากผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกของกลุ่มครอบครัวกับผลการดำเนินงานของบริษัท ผลการวิจัยพบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกของกลุ่มครอบครัวไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ทั้งในลักษณะของผลการดำเนินงานที่วัดทางด้านบัญชีและผลการดำเนินงานที่วัดทางด้านตลาด โดยใช้ตัวชี้วัดคืออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ Tobin's Q ตามลำดับ ซึ่งผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับผลการวิจัยในอดีตของ Welch E. (2003), Wiwattanakantang (2001), Zeitun & Tain (2007) และ ศิริพร พวงย้อย (2551) พบว่าโครงสร้างความเป็นเจ้าแบบกระจุกตัวไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ แต่ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ McConnell & Seraes (1990), Kapopoulos P. & Lazaretou S.(2007) ที่พบว่าโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มีการกระจุกตัวหรือมาจากกลุ่มครอบครัวช่วยในการสร้างมูลค่ากิจการให้เพิ่มขึ้นเนื่องจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัวคือผู้ถือหุ้นรายใหญ่และมีส่วนเกี่ยวข้องกับครอบครัวผู้ก่อตั้งและเครือญาติของบริษัทสามารถเข้าควบคุมและบริหารจัดการกิจการรวมถึงมีบทบาทสำคัญในการกำหนดนโยบายที่สำคัญต่าง ๆ ของบริษัทแต่มีงานวิจัยกลับพบว่าโครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจุกตัวมากเกินไปจนสามารถถ่ายโอนเอาผลประโยชน์มาเป็นของตนเองและเครือญาติ โดยไม่คำนึงถึงผลกระทบที่จะเกิดขึ้นกับผู้ถือหุ้นรายย่อย(จารุตม์ คุณานภักดิ์, 2554; Garcia Meca & Danchez – Ballesta, 2011) จากงานวิจัยดังกล่าวส่งผลให้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้ส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผู้ถือหุ้นนิยมกระจายความเสี่ยงโดยการถือหุ้นในหลายๆ บริษัทส่งผลให้ผู้ถือหุ้นมีการกระจายความสนใจในกิจกรรมต่างๆ ของบริษัทหลายบริษัทแทนที่การติดตามการบริหารงานของบริษัทเดียว ทำให้การกระจุกตัวของการถือหุ้นไม่ส่งผลถึงความสามารถในการทำกำไรหรือผลการดำเนินงานของกิจการนอกจากนี้ยังพบว่าหากลดระดับความเป็นเจ้าของให้น้อยลงจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของจารุตม์ คุณานภักดิ์(2554) พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการ

ส่วนในด้านของตัวแปรอื่นๆ ได้แก่อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DE) ซึ่งเป็นความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ สามารถอธิบายได้ว่าเนื่องจากการที่บริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินสูง จะมีภาระเกี่ยวกับดอกเบี้ยสูง และดอกเบี้ยจ่ายสูง จะทำให้บริษัทมีความสามารถในการทำกำไรลดลงจึงส่งผลทำให้มูลค่ากิจการลดลงด้วยซึ่งผลที่ได้ก็นั้นสอดคล้องกับงานวิจัยของ Qi et al. (2000) คืออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท แต่ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Connelly et al. (2012) มูลค่าสินทรัพย์รวม (ASS) ซึ่งใช้แทนขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับทั้งอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น(ROE) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Qi et al. (2002) และประภาพร ณ นครค์ (2549) ที่พบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการ

ดำเนินงานของบริษัท ทั้งนี้เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่จะมีอำนาจในการผูกขาดทางธุรกิจมีกำลังทุน และมีช่องทางกระจายสินค้าและบริการมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก และบริษัทขนาดใหญ่จึงใช้กำลังการผลิตขนาดประหยัด (Economies of Scale) ได้ ซึ่งจะทำให้ช่วยประหยัดต้นทุนในการผลิต และส่งผลให้มีความสามารถในการทำกำไรได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก แต่มีความขัดแย้งกับงานวิจัยของ Kevin Campbell. (2002) ที่ไม่พบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน ทั้งนี้อาจเป็นเพราะโครงสร้างของบริษัทในแต่ละประเทศที่ทำการศึกษามีความแตกต่างกัน และช่วงเวลาในการทำการวิจัยต่างกันพอสมควรส่งผลให้ผลการวิจัยมีการเปลี่ยนแปลงอัตรากำไรสุทธิ (P) และอัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย (GROWTH) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับทั้งอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ Tobin's Q สามารถอธิบายได้ว่าเมื่อบริษัทมียอดขายที่เติบโตอย่างต่อเนื่องในทุกๆ ปี ประกอบกับการใช้กำลังการผลิตขนาดประหยัดจึงมีส่วนประหยัดต้นทุนในการผลิตส่งผลให้บริษัทมีผลประกอบการที่เป็นกำไรสุทธิที่สูงขึ้น ซึ่งมีผลทำให้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น(ROE) และ อัตราส่วนระหว่างมูลค่าตลาดของกิจการต่อมูลค่าทางบัญชี (Tobin's Q) มีมากขึ้น และส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทเพิ่มขึ้นด้วย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Beiner et al.(2004)

เอกสารอ้างอิง

- จารุตม์ คุณานภดล. (2554). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของกิจการ โครงสร้างเงินทุน และความสามารถในการดำเนินการของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์ ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- ณัฐนันท์ สุรวัดนา. (2556). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์ บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาบริหารธุรกิจ วิทยาลัยพาณิชยศาสตร์ มหาวิทยาลัยบูรพา.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2549). *กฎเกณฑ์/การกำกับ. ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน: หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2549*. www.set.or.th.
- นฤมล ล้อพงศ์ไพบูลย์. (2554). *คณะกรรมการ โครงสร้างผู้ถือหุ้น และผลการดำเนินงานของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ*. การศึกษาอิสระ หลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต(การบริหารการเงิน). คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- บงกช ตั้งจิระศิลป์. (2556). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์ ปริญญาบริหารธุรกิจ มหาบัณฑิต สาขาบริหารธุรกิจ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

- ประภาพร ณรงค์. (2549). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี*. วิทยานิพนธ์ บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาการบัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- พัฒนศักดิ์ สุขศรี. (2549). *ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีผลต่อการดำเนินงานของบริษัท:กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. การศึกษาค้นคว้าอิสระ บัญชีมหาบัณฑิต สาขาบัญชี, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- รติ วงศกิตติรักษ์. (2554). *ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อมูลค่ากิจการของบริษัทในประเทศไทย*. สารนิพนธ์ หลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต(การบริหารการเงิน).คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- Asian Development Bank (ADB). (2000). *Corporate governance and finance in East Asia: A study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines and Thailand*. A consolidated report. Vol 1: Manila: Asian Development Bank.
- Beiner, S., Drobetz, F., Schmid, F., & Zimmermann, H. (2004). *Is board size an independent corporate governance mechanism?* Kyklos. 3(57), 327 – 356.
- Campbell, K. (2002). *Ownership structure and the operating performance of hungarian firms*. Working paper No. 9, Centre for the study of Economic and Social Change in Europe. Retrieved August 11, 2012, from <http://eprints.ucl.ac.uk/17570>
- Cho, M.H.(1998). *Ownership structure, investment and the corporate value: an empirical analysis*. Journal of Financial Economics, 47, 103-121.
- Connelly, J. T., Limpaphayom, P., & Nagarajan, N. J. (2012). *The effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand*. Journal of Banking & Finance, 36, 1722-1743.
- Fama & Jensen. (1983). *Separation of Ownership and Control*. *Journal of Law and Economics*. Vol. 26, No. 2, Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution (Jun., 1983), 301-325.
- Fang & Wong. (2002). *Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia*. Journal of Accounting and Economics. Vol 33, Issue 3, August 2002, 401 – 425.
- Garcia- Meca, E., & Sanchez-Ballesta,J.P. (2011). *Firm value and ownership structure in the Spanish capital market*. Emerald Group Publishing Limited, 41 – 53.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure*. Journal of Financial Economics, 3, 305-360.
- Kaldor, Nicholas C. (1966). *Marginal Productivity and the Macro-Economic Theories of Distribution: Comment on Samuelson and Modigliani*. The Review of Economic Studies. 33 (4): 309–319.
- Kapopoulos P. & Lazaretou S. (2007). *Corporate Ownership Structure and Firm Performance – Evidence from Greek firms*. Journal of Corporate Governance, 15. 144- 158.
- McConnell, J., & Serveas, H. (1990). *Additional evidence on equity ownership and corporate value*. Journal of Financial Economics, 27, 595-612.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W.(1988). *Management ownership and market valuation: an empirical analysis*. Journal of Financial Economics. 39, 321-389.
- Qi, D., Wu, W., & Zhang, H. (2000). *Shareholdings structure and corporate performance of partially privatized firms: Evidence from listed Chinese companies*. Pacific Basin Finance Journal, 8, 587-610.
- Thanatawee, Y. (2012). *Ownership structure and dividend policy: Evidence from Thailand*. International Journal of Economics and Finance, 5(1), 121-132.
- Tobin, J. (1969). *A general equilibrium approach to monetary theory*. Journal of Money, Credit and Banking, 1, 15-29.
- Wiwattanakantang, Y. (2001). *Controlling shareholders and corporate value: Evidence from Thailand*. Pacific-Basin Finance Journal, 9, 323-362.
- Zeitun, R., & Tian, G. G. (2007). *Does ownership affect a firm's performance and default risk in Jordan?*. Emerald Group Publishing Limited, 66 – 68.