ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี

นางสาวประภาพร ณ นรงค์

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบัญชี ภาควิชาการบัญชี
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
ปีการศึกษา 2549

ISBN 974-14-2596-1

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

THE RELATIONSHIP BETWEEN OWNERSHIP STRUCTURE AND THE ABILITY TO EARN ACCOUNTING PROFIT OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

Miss Prapaporn Na Narong

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Accountancy Program in Accounting
Department of Accountancy
Faculty of Commerce and Accountancy
Chulalongkorn University
Academic Year 2006

ISBN 974-14-2596-1

Copyright of Chulalongkorn University

หัวข้อวิทยานิพนธ์	ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี
โดย	นางสาวประภาพร ณ นรงค์
สาขาวิชา	การบัญชี
อาจารย์ที่ปรึกษา	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พรรณนิภา รอดวรรณะ

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้นับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญามหาบัณฑิต

..... คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ดนุชา คุณพนิชกิจ)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ
(อาจารย์ ณัฐเสกข์ ฉิมโฉม)

..... อาจารย์ที่ปรึกษา
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พรรณนิภา รอดวรรณะ)

..... กรรมการ
(คุณปองรัตน์ รัตนะตวณานนท์)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประภาพร ณ นรงค์ : ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี. (THE RELATIONSHIP BETWEEN OWNERSHIP STRUCTURE AND THE ABILITY TO EARN ACCOUNTING PROFIT OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND). อ. ที่ปรึกษา : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. พรรณนิภา รอดวรรณะ, 63 หน้า. ISBN 974-14-2596-1.

งานวิจัยนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกบความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี ซึ่งทำการวิจัยเชิงประจักษ์ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2545-2547 โดยยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน กองทุน และบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูผลการดำเนินงาน จำนวน 201 บริษัท และทำการวิเคราะห์ผลทางสถิติ โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในการทดสอบความสัมพันธ์ โดยใช้โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 15 อันดับแรก โดยปัจจัยที่มุ่งเน้นในการศึกษา คือ โครงสร้างผู้ถือหุ้นประกอบด้วย นักลงทุนไทย นักลงทุนต่างชาติ ผู้บริหารไทย ผู้บริหารต่างชาติ กับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชีที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ผลการดำเนินงานของบริษัทอาจจะได้รับผลกระทบจากตัวแปรอื่น ผู้วิจัยจึงนำขนาดของบริษัท ความเสี่ยงทางการเงิน การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง และประเภทอุตสาหกรรม เข้ามาเป็นตัวแปรที่ใช้ในการควบคุมผลการศึกษาครั้งนี้

ผลการวิจัยพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ในส่วนของตัวแปรควบคุม ขนาดของบริษัท ความเสี่ยงทางการเงิน การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง และประเภทอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น แต่ไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทย กับผลการอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาควิชา.....การบัญชี..... ลายมือชื่อนิสิต.....ประภาพร ณ นรงค์.....
สาขาวิชา.....การบัญชี..... ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....
ปีการศึกษา.....2549.....

4682297226 : MAJOR ACCOUNTING

KEYWORD: OWNERSHIP CONCENTRATION / OWNERSHIP STUCTURE

PRAPAPORN NA NARONG : THE RELATIONSHIP BETWEEN OWNERSHIP STRUCTURE AND THE ABILITY TO EARN ACCOUNTING PROFIT OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND. THESIS ADVISOR : ASST.PROF. PANNIPA RODWANNA, Ph.D., 63 pp. ISBN 974-14-2596-1.

The purpose of this study is to examine the relationship between ownership structure and the ability to earn accounting profit of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. The empirical research samples are listed companies from the Stock Exchange of Thailand during 2002 – 2004, excluding all the firms in financial institution sectors, fund sectors and rehabco sectors, and totaling 201 companies. The results are analyzed by multiple regressions analysis. In this study, ownership structures are represented by the top 15 major shareholders which consist of Thai investors, foreign investors, Thai management and foreign management. The ability of earnings or corporate performance is measured by Return on Equity (ROE). However, corporate performance might have been affected by other factors. Therefore in this study, the researcher chose organization size, financial leverage, capital intensity and types of industry as the control variables.

The result of the research showed that the proportion of Thai ownership is associated with ROE and the proportion of foreign management is also associated with ROE. The results regarding control variables found that organization size, financial leverage, capital intensity and types of industry are associated with ROE. No evidence showed that the proportion of foreign ownership and the proportion of Thai management are associated with ROE.

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Department.....Accountancy.....Student's Signature Prapaporn Na narong

Field of Study.....Accounting.....Advisor's Signature Pannipa Rodwanna

Academic Year.....2006.....

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์เล่มนี้ สำเร็จลุล่วงมาได้ด้วยความกรุณาและความช่วยเหลือจากหลาย ๆ ท่าน ผู้วิจัยขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. พรรณนิภา รอดวรรณะ ในฐานะอาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ซึ่งท่านได้กรุณาให้คำปรึกษา แนะนำ และเสนอความคิดเห็นที่มีคุณค่าต่อการศึกษาตลอดจนการตรวจสอบแก้ไขให้วิทยานิพนธ์เล่มนี้เรียบร้อยสมบูรณ์อย่างดียิ่ง ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ โอกาสนี้ และขอกราบขอบพระคุณ อาจารย์ณัฐเสกข์ ฉิมโฉม และคุณปองรัตน์ รัตนะตวณานนท์ ที่ท่านได้กรุณาเป็นประธานสอบวิทยานิพนธ์และกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ตามลำดับ ตลอดจนคำแนะนำดี ๆ ที่มีต่อการศึกษาวิจัยครั้งนี้ รวมถึงคณาจารย์ในภาควิชาการบัญชีทุกท่านที่ได้เสริมสร้างความรู้และทักษะของการศึกษาในหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต ตลอดจนคณาจารย์จากวิทยาลัยพณิชยการธนบุรี และสถาบันเทคโนโลยีราชมงคลวิทยาเขตพณิชยการพระนคร สำหรับการประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ในสาขาวิชาการบัญชี ระดับประกาศนียบัตรวิชาชีพ ประกาศนียบัตรวิชาชีพชั้นสูง และปริญญาบริหารธุรกิจบัณฑิต สาขาการบัญชี-ต้นทุน ตามลำดับ

ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณ คุณพ่อประยูรและคุณแม่พานิจ รวมถึงสมาชิกและเครือญาติทุกคนของข้าพเจ้า ที่เป็นกำลังใจและแรงผลักดันในการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ตลอดจนเพื่อนๆ ทุกคนที่ได้ให้คำแนะนำดี ๆ สนับสนุนและช่วยเหลือเป็นกำลังใจให้ข้าพเจ้าด้วยดีตลอดมา

ความดีที่ได้จากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ข้าพเจ้าขอมอบให้กับบุพการี และครูบาอาจารย์ที่ได้ประสิทธิ์ประสาทความรู้ให้กับข้าพเจ้า ส่วนข้อบกพร่องที่เกิดขึ้นข้าพเจ้าขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ

หน้า

บทคัดย่อภาษาไทย..... ง

บทคัดย่อภาษาอังกฤษ..... จ

กิตติกรรมประกาศ..... ฉ

สารบัญ..... ช

สารบัญตาราง..... ญ

บทที่

1 บทนำ..... 1

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา..... 1

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย..... 2

1.3 คำถามการวิจัย..... 3

1.4 สมมติฐานการวิจัย..... 3

1.5 ขอบเขตการวิจัย..... 4

1.6 กรอบแนวคิดการวิจัย..... 4

1.7 ข้อจำกัดของการวิจัย..... 6

1.8 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย..... 6

1.9 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ..... 7

1.10 ระเบียบวิธีวิจัย..... 8

1.11 ลำดับขั้นตอนในการนำเสนอผลการวิจัย..... 8

2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง..... 10

2.1 แนวคิดและทฤษฎี..... 10

2.1.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น..... 10

2.2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง..... 14

หน้า

3 ระเบียบวิธีวิจัย..... 20
3.1 รูปแบบการวิจัย..... 20
3.2 การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย..... 21
3.2.1 สมมติฐานเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยกับผลการดำเนินงานของบริษัท..... 21
3.2.2 สมมติฐานเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติกับผลการดำเนินงานของบริษัท..... 22
3.2.3 สมมติฐานเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยกับผลการดำเนินงานของบริษัท..... 23
3.2.4 สมมติฐานเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติกับผลการดำเนินงานของบริษัท..... 23
3.2.5 สมมติฐานเกี่ยวกับขนาดของบริษัทกับผลการดำเนินงานของบริษัท.... 24
3.2.6 สมมติฐานเกี่ยวกับความเสี่ยงทางการเงินกับผลการดำเนินงานของบริษัท..... 24
3.2.7 สมมติฐานเกี่ยวกับการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงกับผลการดำเนินงานของบริษัท..... 25
3.2.8 สมมติฐานเกี่ยวกับประเภทอุตสาหกรรมกับผลการดำเนินงานของบริษัท..... 26
3.3 ตัวแบบและคำอธิบายเกี่ยวกับตัวแปร..... 26
3.3.1 ตัวแบบ..... 26
3.3.2 คำอธิบายเกี่ยวกับตัวแปร..... 27
3.4 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง..... 36
3.4.1 ประชากร..... 36
3.4.2 กลุ่มตัวอย่าง..... 37
3.5 การเก็บรวบรวมข้อมูล..... 38
3.6 แนวทางการวิเคราะห์ข้อมูล..... 38
3.6.1 สถิติเชิงพรรณนา..... 38
3.6.2 สถิติเชิงอนุมาน..... 39

หน้า

4 ผลการวิเคราะห์การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี..... 40
4.1 ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา..... 40
4.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน..... 42

5 บทสรุป อภิปรายผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ..... 56
5.1 บทสรุปและอภิปรายผลการวิจัย..... 56
5.2 ข้อเสนอแนะ..... 58

รายการอ้างอิง..... 60

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์..... 63

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญตาราง

ตาราง หน้า

3.1 สรุปวิธีการวัดขนาดของบริษัท..... 30

3.2 สรุปการแทนค่าประเภทอุตสาหกรรม..... 32

3.3 สรุปตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัท..... 34

3.4 สรุปรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิด..... 35

3.5 ประชากรในการศึกษา..... 37

4.1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรตาม..... 40

4.2 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระ..... 41

4.3 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรควบคุม..... 42

4.4 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น..... 44

4.8 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย..... 52

4.9 สรุปการอธิบายผลการทดสอบ..... 53

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

จากสภาวะการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจส่งผลให้แนวทางการพัฒนาเศรษฐกิจของไทยเปลี่ยนไป โดยมีการเปิดเสรีทางเศรษฐกิจไทยต่อการค้าระหว่างประเทศ และการลงทุนต่างชาติทำให้มีการแข่งขันมากยิ่งขึ้น ประกอบกับความเจริญก้าวหน้าทางด้านเทคโนโลยีการขนส่ง และเทคโนโลยีการสื่อสาร ทำให้เกิดโลกาภิวัฒน์ทางเศรษฐกิจที่เชื่อมโยงเศรษฐกิจของประเทศต่าง ๆ ทั่วโลกเข้าด้วยกันมากขึ้น ในส่วนของภาครัฐได้มีนโยบายที่สำคัญอีกประการหนึ่งต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศไทยเช่น นโยบายด้านการส่งเสริมการลงทุน เป็นต้น เพื่อดึงดูดนักลงทุนจากต่างประเทศ (ศักดา ธนิตกุล, 2545) และจากการที่ประเทศไทยมีนโยบายสนับสนุนให้นักลงทุนต่างชาติเข้ามาลงทุนในประเทศนั้น ทางศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้สรุปสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันต่างประเทศตั้งแต่ พ.ศ. 2544 ถึง พ.ศ. 2547 ซึ่งเป็นกลุ่มนักลงทุนที่มีบทบาทสำคัญ แสดงจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนกลุ่มนี้ที่เพิ่มขึ้นจาก 511 พันล้านบาท (ร้อยละ 16 ของมูลค่าการซื้อขายรวม) ในปี 2544 เป็น 1,948 พันล้านบาท (ร้อยละ19 ของมูลค่าการซื้อขายรวม) ในปี 2547 (ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548)

นักลงทุนที่เข้ามาลงทุนในประเทศไทยไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนไทย หรือนักลงทุนต่างชาติถือเป็นส่วนประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เปรียบเสมือนเป็นเจ้าของกิจการ โดยสามารถแบ่งออกเป็นส่วนของเจ้าของที่มีส่วนในการบริหาร และส่วนของเจ้าของที่ไม่มีส่วนในการบริหาร (พัดชา สีตสุวรรณ, 2543) โครงสร้างเหล่านี้สามารถบ่งบอกถึงลักษณะของการเป็นปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) ว่าอาจเป็นความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของบริษัท หรือเป็นความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกับผู้ถือหุ้นรายย่อย ในเรื่องของผลประโยชน์ที่แตกต่างกัน เช่น เมื่อผู้ถือหุ้นที่มีส่วนในการบริหารมีอำนาจในการบริหารงาน และมีอำนาจควบคุมอาจทำการตัดสินใจใด ๆ ที่คำนึงถึงเฉพาะผลประโยชน์ของตนเองเท่านั้น โดยที่การตัดสินใจดังกล่าวมาขัดขวางในการสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนในการบริหาร ซึ่งรูปแบบที่ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในการบริหาร และควบคุมมักนำมาใช้เพื่อโอนถ่ายผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่ไม่ส่วนในการบริหารมาเป็นของตนเอง เช่น การจ่ายเงินปันผลพิเศษให้กับตนเอง เป็นต้น

(นวพร พงษ์ตัณฑกุล, 2546) อย่างไรก็ดีผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนในการบริหารพยายามที่ใช้เครื่องมือในการควบคุมการทำงานในด้านต่าง ๆ ในส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนในการบริหารยังเลือกทำในสิ่งที่ให้ผลประโยชน์แก่ตนเองเป็นหลักคู่กับความอยู่รอดของบริษัท ซึ่งไม่สามารถผลักดันให้ผู้ถือหุ้นที่มีส่วนในการบริหารดำเนินงานเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นได้ ทำให้ในความเป็นจริงแต่ละบริษัทยังเผชิญปัญหาในเรื่องของความขัดแย้งภายในองค์กร (Agency Problem) และปัญหานี้ส่งผลให้เกิดต้นเหตุที่เกิดจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ของตัวแทนและเจ้าของ (Agency Costs) ซึ่งเป็นต้นทุนที่มาจากความแตกต่างระหว่างมูลค่าของบริษัทที่เกิดขึ้นจริง และมูลค่าบริษัทที่มีสมมติฐาน ให้ส่วนของการบริหารและส่วนของผู้ถือหุ้นมีผลประโยชน์สอดคล้องกัน และจากการที่เกิดปัญหาความขัดแย้งนี้เอง ทำให้น่าจะเป็นปัจจัยหนึ่งในการกำหนดผลการดำเนินงานของบริษัท (พัดชา สีตสุวรรณ, 2543)

ในส่วนของประเทศไทยนั้นลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีหลากหลาย ไม่ว่าจะเป็นการถือหุ้นแบบกลุ่ม ครอบครัว สถาบัน และในแต่ละแบบนั้นยังสามารถแยกออกเป็นผู้ถือหุ้นได้หลายประเภท เช่น ผู้ถือหุ้นในประเทศ ผู้ถือหุ้นต่างประเทศ ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร เป็นต้น ซึ่งผู้ถือหุ้นเหล่านี้บางรายก็เข้ามามีส่วนในการบริหาร ในส่วนนี้มีส่วนทำให้เกิดผลการดำเนินงานที่แตกต่างกัน จึงทำให้เป็นที่น่าสนใจในการศึกษา

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นซึ่งประกอบไปด้วย ดังต่อไปนี้

1.2.1 สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย

1.2.2 สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ

1.2.3 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทย

1.2.4 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ

โดยศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่แยกประเภทดังที่กล่าวแล้วข้างต้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชีที่นำมาใช้วัดผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity)

1.3 คำถามการวิจัย

1.3.1 สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทหรือไม่

1.3.2 สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทหรือไม่

1.3.3 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทหรือไม่

1.3.4 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทหรือไม่

1.4 สมมติฐานการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับการผลการดำเนินงานของบริษัท ทำให้นำไปสู่คำถามการวิจัยดังกล่าวมาแล้วในหัวข้อ 1.3 เพื่อตอบคำถามการวิจัยให้มีความชัดเจนยิ่งขึ้นจำเป็นที่จะต้องตั้งสมมติฐานการวิจัย ดังนั้นในส่วนนี้จึงเป็นการตั้งสมมติฐานโดยสังเขป ส่วนรายละเอียดของการพัฒนาสมมติฐานการวิจัยจะนำเสนอไว้ในส่วนของระเบียบวิธีวิจัย (บทที่ 3) จากคำถามการวิจัยข้างต้นทำให้ผู้วิจัยสามารถตั้งสมมติฐานเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยมีเนื้อหาสาระพอที่จะสรุปได้ดังนี้

H1: สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท

H2: สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท

H3: สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท

H4: สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท

H5: ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท

H6: ความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท

H7: การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท

H8: ประเภทอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท

1.5 ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษาจะทำการศึกษาเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อที่จะได้อยู่บนพื้นฐานของกฎระเบียบข้อบังคับที่เหมือนกัน โดยใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross Sectional Data) ในปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2547 ของบริษัททั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน กองทุน และบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน ทั้งนี้เนื่องจากการที่ในประเทศไทยมีกฎหมายที่กำกับดูแลที่แตกต่างออกไปในธุรกิจเหล่านี้ จึงเห็นว่าไม่ควรรวมข้อมูลในส่วนธุรกิจเหล่านี้มาด้วย ซึ่งอาจทำให้เกิดการเบี่ยงเบนในข้อมูลได้

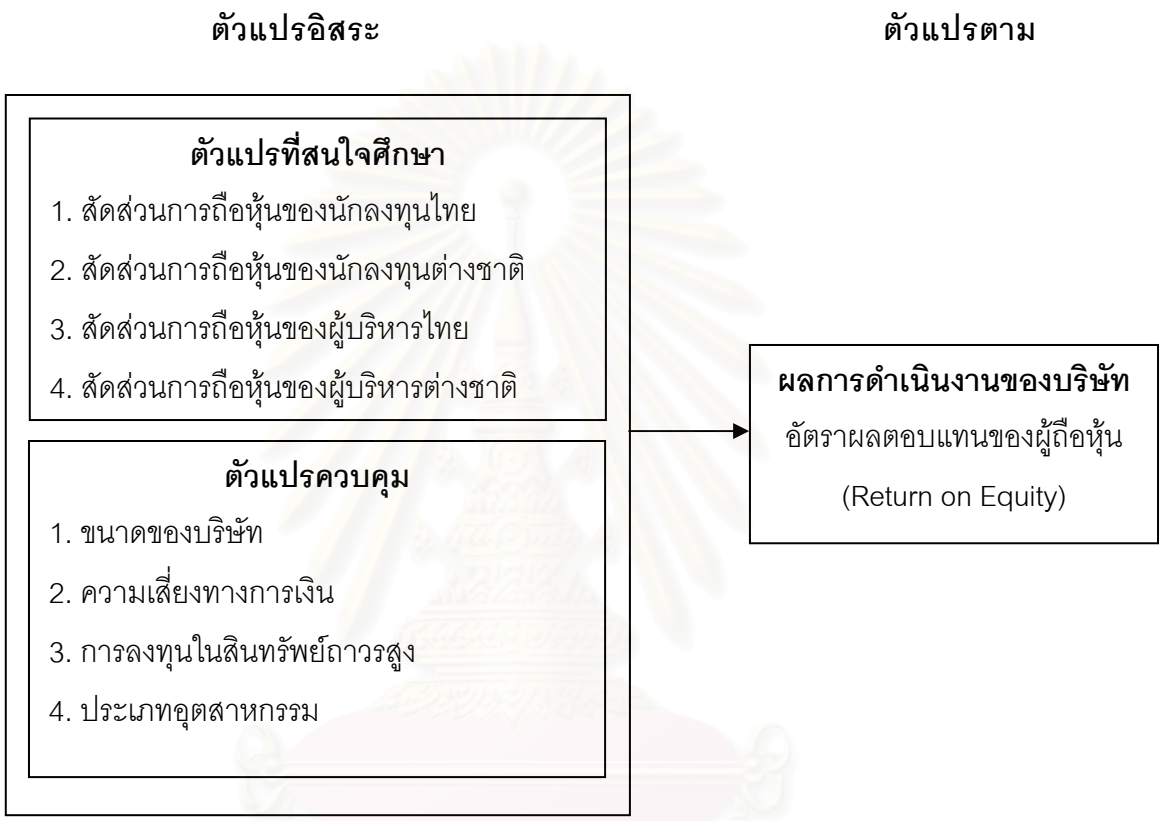
แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาได้จากรายงานทางการเงินของบริษัท เช่น งบการเงิน แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56 – 1) โดยสามารถหาได้จากแผ่นซีดีรอม (I – SIMS: Integrated – SET Information Management System.) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการประกาศรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 15 อันดับแรก โดยนำมาจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.6 กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัท ทำให้สามารถจำแนกตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาออกเป็น 2 กลุ่มคือ ตัวแปรอิสระ และตัวแปรตาม สำหรับกรอบแนวคิดการวิจัย ตัวแปรอิสระจะประกอบด้วย ตัวแปรที่สนใจศึกษาหรือตัวแปร

อธิบาย และตัวแปรควบคุม รายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิดแสดงไว้ในส่วนของระเบียบวิธีวิจัย (บทที่ 3) ในส่วนนี้จะเป็นเพียงกรอบแนวคิดการวิจัย

กรอบแนวคิดการวิจัย



โดยกรอบแนวคิดการวิจัย จะแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับการผลการดำเนินงานของบริษัท โดยมีขนาดของบริษัท ความเสี่ยงทางการเงิน การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง และประเภทอุตสาหกรรมเป็นตัวแปรควบคุม เพื่อนำมาทดสอบว่าตัวแปรดังกล่าวมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทหรือไม่ จะเห็นได้ว่ากรอบแนวคิดนี้สอดคล้องกับคำถามการวิจัย

1.7 ข้อจำกัดของการวิจัย

การศึกษาครั้งนี้มีข้อจำกัดทางด้านข้อมูลที่ควรใช้ความระมัดระวังก่อนนำผลการศึกษาไปใช้ ดังต่อไปนี้

1.7.1 การศึกษาครั้งนี้ได้เก็บสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในแต่ละบริษัทจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ56-1) และข้อมูลทางการเงิน รวมถึงรายชื่อผู้ถือหุ้นใหญ่จากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในแต่ละบริษัทจะมีการระบุตำแหน่งหน้าที่ทางการงานแตกต่างกัน ข้อจำกัดของการวิจัยจึงถือว่าข้อมูลที่แต่ละบริษัทได้เปิดเผยการถือหุ้นของผู้บริหารในแต่ละตำแหน่งที่ระบุแตกต่างกันเป็นข้อมูลที่ครบถ้วนแล้ว

1.7.2 ข้อจำกัดของการวิจัยด้านสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารซึ่งไม่รวมการถือหุ้นของผู้บริหารที่ถือในรูปแบบของบริษัท หรือสถาบันอื่นๆ เนื่องจากบางบริษัทที่ผู้บริหารถือหุ้นน้อย แต่เมื่อพิจารณาการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นหลักซึ่งส่วนใหญ่เป็นนิติบุคคลพบว่า ผู้บริหารดังกล่าวมีส่วนในการบริหารนิติบุคคลนั้น หรือมีการถือหุ้นในนิติบุคคลนั้นด้วย

1.7.3 ข้อจำกัดของการวิจัยด้านความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารที่ไม่สามารถระบุได้อย่างชัดเจนว่าผู้บริหารดังกล่าวเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นใหญ่รายใด เนื่องจากไม่มีข้อมูลที่ชัดเจนอันจะชี้ชัดได้ว่าผู้บริหารดังกล่าวเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นใหญ่รายนั้นๆ รวมทั้งการเก็บรวบรวมข้อมูลดังกล่าวมีความยุ่งยากและซับซ้อน และไม่สามารถหาข้อมูลเหล่านี้ได้จากแหล่งข้อมูลที่มีอยู่

1.7.4 ข้อจำกัดของการวิจัยเกี่ยวกับผู้ถือหุ้นที่เป็นบุคคลหรือนิติบุคคลที่ถือหุ้นแทนบุคคลอื่น (Nominee) ซึ่งผู้วิจัยไม่สามารถระบุได้อย่างชัดเจนว่าบุคคลหรือนิติบุคคลที่ถือหุ้นแทนบุคคลอื่น (Nominee) รายดังกล่าวเป็นการถือหุ้นแทนผู้ถือหุ้นใหญ่รายใด และมีสัญชาติไทยหรือต่างชาติ ซึ่งในการทำวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้เก็บข้อมูลโดยถือตามสัญชาติของสถาบันนั้นเป็นข้อมูลที่ครบถ้วนแล้ว

1.8 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ คือ ร้อยละของการถือหุ้นของนักลงทุนที่ประกอบไปด้วยบุคคลธรรมดาและนิติบุคคลที่ไม่ได้ใช้สัญชาติไทยเข้าไปถือหุ้นของบริษัท

สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย คือ ร้อยละของการถือหุ้นของนักลงทุนที่ประกอบไปด้วยบุคคลธรรมดาและนิติบุคคลมีสัญชาติไทยเข้าไปถือหุ้นของบริษัท

สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทย คือ ร้อยละของการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีสัญชาติไทยเข้าไปถือหุ้นของบริษัท เป็นผู้ถือหุ้นที่เป็นกรรมการและผู้บริหารของบริษัทตามคำจำกัดความของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 คือ ผู้ถือหุ้นที่เป็นกรรมการ กรรมการบริหาร ผู้จัดการ พนักงานระดับผู้จัดการฝ่ายขึ้นไป หรือผู้ซึ่งดำรงตำแหน่งเทียบเท่าที่เรียกชื่ออย่างอื่นที่มีอำนาจในการจัดการบริษัทและรวมถึงบุคคลซึ่งบริษัททำสัญญาให้มีอำนาจทั้งหมด หรือบางส่วนในการบริหารงานของบริษัท แต่จะไม่รวมถึงผู้บริหารที่ถือหุ้นในนามของบริษัทอื่น โดยจะใช้ข้อมูลการถือหุ้นเฉพาะประเภทบุคคลเท่านั้น

สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ คือ ร้อยละของการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติเข้าไปถือหุ้นของบริษัท โดยผู้บริหารต่างชาติเป็นผู้บริหารที่มีรายชื่อและนามสกุลเป็นชาวต่างประเทศ ส่วนผู้บริหารที่มีรายชื่อเป็นคนไทย แต่นามสกุลเป็นชาวต่างประเทศ กำหนดให้เป็นคนไทยไม่ใช่ชาวต่างประเทศ

สัดส่วนการถือหุ้นของส่วนราชการไทย คือ ร้อยละของการถือหุ้นของส่วนราชการของไทยเข้าไปถือหุ้นของบริษัท โดยส่วนราชการของไทยยกเว้นในส่วนของรัฐวิสาหกิจ

สัดส่วนการถือหุ้นของส่วนราชการต่างชาติ คือ ร้อยละของการถือหุ้นของส่วนราชการของต่างประเทศเข้าไปถือหุ้นของบริษัท โดยดูจากคำว่า “Government”

1.9 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.9.1 กรณีผู้ถือหุ้นใหญ่ 15 อันดับแรก ส่วนใหญ่เป็นบุคคลหรือนิติบุคคลที่ถือหุ้นแทนบุคคลอื่น (Nominee) ผลการวิจัยชี้ว่า บุคคลหรือนิติบุคคลที่ถือหุ้นแทนบุคคลอื่น (Nominee) จะเอื้อประโยชน์ได้น้อยหรือไม่เอื้อประโยชน์ในการทำธุรกิจ

1.9.2 กรณีผู้ถือหุ้นใหญ่ 15 อันดับแรก มีสัดส่วนการถือหุ้นที่ไม่อยู่ในระดับที่มีนัยสำคัญต่อการบริหารกิจการ จะทำให้ประโยชน์ทางธุรกิจที่บริษัทจะได้รับจากผู้ถือหุ้นใหญ่รายนั้น มีน้อยหรือไม่มีการเอื้อประโยชน์เกิดขึ้น

1.9.3 กรณีผู้ถือหุ้นใหญ่ 15 อันดับแรก เป็นชาวต่างชาติและเป็นผู้บริหารของบริษัทด้วย ผลการวิจัยพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งอาจอธิบายได้ว่าผู้บริหารต่างชาติที่เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่มีความเชี่ยวชาญในการบริหารมากกว่าผู้บริหารไทยที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่

1.9.4 เพื่อเป็นเอกสารค้นคว้าและข้อมูลอ้างอิงสำหรับนักวิจัยที่สนใจศึกษาวิจัยถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานของบริษัท หรือในประเด็นอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นใหญ่ 15 อันดับแรก

1.10 ระเบียบวิธีวิจัย

ระเบียบวิธีวิจัยโดยละเอียดจะกล่าวไว้ในบทที่ 3 ในส่วนนี้จะกล่าวถึงโดยสังเขปเท่านั้น รูปแบบการวิจัยเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัท เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) กลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประจำปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2547 ในส่วนของการวิเคราะห์ข้อมูลแบ่งออกเป็น 2 ส่วนหลัก ๆ คือ ส่วนที่ 1 วิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา และในส่วนที่ 2 วิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน ทั้งนี้การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัท ใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ในการวิเคราะห์ข้อมูล สถิติที่ใช้ดังกล่าวทำให้ได้รับคำตอบเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัท ทั้งยังเป็นการตอบวัตถุประสงค์ และสมมติฐานของการวิจัยได้อย่างครบถ้วนทุกประการ ซึ่งรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิดจะกล่าวไว้ในส่วนของระเบียบวิธีวิจัย (บทที่ 3)

1.11 ลำดับขั้นตอนในการนำเสนอผลการวิจัย

บทที่ 1 กล่าวถึงความสำคัญและปัญหาของการศึกษา วัตถุประสงค์ของการศึกษา ขอบเขตการศึกษา วิธีการศึกษาโดยสังเขป และประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการศึกษา

บทที่ 2 กล่าวถึงแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา รวมถึงเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นและความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี

บทที่ 3 กล่าวถึงวิธีการที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลขั้นต้น และวิธีที่ใช้ในการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี

บทที่ 4 กล่าวถึงการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น และผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นแต่ละประเภทกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี

บทที่ 5 กล่าวถึงบทสรุปของการศึกษา รวมถึงปัญหาที่พบและข้อเสนอแนะเกี่ยวกับนโยบายและงานวิจัยที่ควรทำการศึกษาครั้งต่อไป

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการศึกษาค้นคว้าเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับการศึกษา “ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี ซึ่งนำมาใช้วัดผลการดำเนินงานของบริษัท“ ทำให้สามารถจำแนกและประมวลความรู้ที่ได้จากการทบทวนวรรณกรรมออกเป็น 2 ส่วนหลัก ๆ ดังนี้

2.1 แนวคิดและทฤษฎี

2.2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎี

2.1.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น

โครงสร้างผู้ถือหุ้นจะบ่งบอกถึงลักษณะของปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency problem) ว่าจะเป็นความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของบริษัท หรือเป็นความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกับผู้ถือหุ้นรายย่อยกล่าวคือ หากความเป็นเจ้าของอยู่ในรูปแบบที่การถือหุ้นกระจายตัวออกไปยังประชาชนทั่วไป ดังเช่นที่ปรากฏในประเทศแถบตะวันตก เช่น ประเทศอเมริกาและอังกฤษแล้ว ปัญหาการเป็นตัวแทนจะเป็นความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นภายนอกและผู้บริหารที่อาจถือหุ้นของบริษัทไม่มากนัก แต่ถ้าหากความเป็นเจ้าของมีรูปแบบที่การถือหุ้นกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มบุคคลใดบุคคลหนึ่งที่มีอำนาจควบคุมบริษัท โดยลักษณะของความขัดแย้งจะเป็นความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม กับผู้ถือหุ้นรายย่อย ในที่นี้จะขอกล่าวถึงโครงสร้างผู้ถือหุ้นใน 2 ลักษณะ คือ การกระจุกตัวของการถือหุ้น และการกระจายตัวของการถือหุ้น

การกระจุกตัวของการถือหุ้น (Ownership Concentration)

เมื่อการถือหุ้นมีรูปแบบที่กระจุกตัวอยู่ในกลุ่มบุคคลใดกลุ่มหนึ่ง จะทำให้อำนาจในการบริหารงานตกอยู่ในมือของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจควบคุมเพียงไม่กี่ราย ซึ่งปัญหาที่เกิดขึ้นตามมาสำหรับรูปแบบการถือหุ้นในลักษณะเช่นนี้ คือ จะมีกลไกใดที่จะสามารถช่วยปกป้องมิให้ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยถูกโอนถ่ายไปเป็นผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมเหล่านั้น เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมอาจทำการตัดสินใจใดๆ ที่คำนึงถึงเฉพาะผลประโยชน์ของตนเองเท่านั้น โดยที่การตัดสินใจดังกล่าวมีส่วนมาขัดขวางการสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อย และผู้ลงทุนภายนอกอื่นๆ ซึ่งรูปแบบที่ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมมักนำมาใช้เพื่อโอนถ่ายผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยมาเป็นของตนเอง เช่น การจ่ายเงินปันผลพิเศษให้กับตนเอง หรือการทำให้บริษัทที่ตนเป็นผู้ถือหุ้นซึ่งมีอำนาจควบคุมเสียเปรียบบริษัทอื่นๆ ที่ตนเองเป็นผู้บริหาร หรือมีอำนาจควบคุมอยู่ด้วยบริษัทในประเทศไทยส่วนใหญ่มักเริ่มต้นด้วยธุรกิจในครอบครัว และเมื่อธุรกิจในครอบครัวเหล่านี้มีการขยายกิจการ และเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อระดมทุนจากประชาชนทั่วไป ผู้ก่อตั้งซึ่งเป็นบุคคลภายในครอบครัวนั้นก็ยังคงเข้าควบคุมบริษัทอยู่ จึงกล่าวได้ว่าโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยส่วนมากจะมีพื้นฐานมาจากบริษัทครอบครัว โดยที่การถือหุ้นและอำนาจการบริหารในบริษัทจะกระจุกตัวอยู่ในสมาชิกของครอบครัว (Big inside shareholder) นอกจากนี้การตัดสินใจเลือกลงทุนของผู้ลงทุนภายนอกก็จะมาจากความเชื่อมั่นในกลุ่มของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ด้วย (นวพร พงษ์ตัณฑกุล, 2546)

การกระจายตัวของการถือหุ้น

(Fama, 1980 อ้างถึงใน ผกามาศ เอื้องอุดม, 2543) ได้เสนอว่าทฤษฎีองค์กรแบบคลาสสิค (Classical Theory of the Firm) นั้นแนะนำให้เจ้าของบริษัทเป็นบุคคลเดียวกับผู้บริหาร ซึ่งลักษณะดังกล่าวจะทำให้การบริหารบริษัทเป็นไปเพื่อผลประโยชน์ในทิศทางเดียวกับผู้ถือหุ้น แต่ต่อมาการถือหุ้นมีการกระจายมากขึ้น และจากทฤษฎีกลุ่มการลงทุน (Portfolio Theory) ผู้ถือหุ้นต่างมีการกระจายความเสี่ยงไปในหุ้นของหลายบริษัทแล้ว เพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงที่เกิดจากการขึ้นอยู่กับหุ้นของบริษัทใดบริษัทหนึ่งมากเกินไป การที่ผู้ถือหุ้นของบริษัทมีการกระจายความเสี่ยงในการลงทุนของตนอย่างเหมาะสมแล้ว จะส่งผลให้นักลงทุนเหล่านี้ขาดการเอาใจใส่ในกิจกรรมของบริษัทในรายละเอียด ซึ่งพฤติกรรมเช่นนี้ทำให้การแยกกันระหว่างเจ้าของซึ่งได้แก่ผู้ถือหุ้นของ

บริษัทกับอำนาจการควบคุมมีมากขึ้น แม้ว่าจากการศึกษาของ Fama จะมองกลไกจากตลาดของผู้บริหารที่จะสะท้อนถึงความสามารถในการบริหารของผู้บริหารแต่ละบริษัทผ่านทางผลตอบแทนที่ผู้บริหารจะได้รับต่อไปในอนาคตสืบเนื่องจากผลงานในอดีต โดยการประเมินผลการทำงานของผู้บริหารแต่ละคนจะเป็นกลไกที่ควบคุมให้การทำงานของผู้บริหารเหล่านี้เป็นผลดีกับบริษัท หรือสอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นของบริษัท ซึ่งผลงานของผู้บริหารจะเป็นสิ่งสะท้อนถึงความสำเร็จหรือความล้มเหลวของผู้บริหารที่ตลาดสามารถรับรู้ได้ นอกจากนี้ผู้บริหารยังเป็นเครื่องมือหนึ่งที่ช่วยในการตรวจสอบฝ่ายบริหารเอง กล่าวคือ การแข่งขันกันในหมู่ผู้บริหารโดยผู้บริหารระดับล่างต้องการเลื่อนขึ้นไปเป็นผู้บริหารในระดับที่สูงขึ้น ซึ่งก่อให้เกิดการตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารระดับสูงจากผู้บริหารระดับที่เล็กลงมา เช่นเดียวกันกับที่ผู้บริหารระดับสูงมีการตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารระดับล่างว่ามีประสิทธิภาพเพียงใด อย่างไรก็ตามฝ่ายบริหารต่างต้องตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารทั้งที่อยู่ในระดับสูงกว่าและระดับที่ต่ำกว่า เนื่องจากผลการดำเนินงานของบริษัทเป็นผลงานของผู้บริหารทั้งคณะ ความสำเร็จหรือความล้มเหลวย่อมจะส่งผลต่อผู้บริหารทั้งคณะของบริษัท

จากโครงสร้างการเป็นเจ้าของมีทั้งลักษณะการกระจุกตัว และกระจายตัวของการถือหุ้นนั้นไม่ว่าจะเป็นลักษณะใดก็สามารถก่อให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทนได้ โดยหน้าที่รับผิดชอบของฝ่ายจัดการได้มีฐานรากมาจากประวัติศาสตร์ บนข้อสมมติฐานว่า ผู้ถือหุ้นเป็นเจ้าของบริษัท นาย Berle และนาย Means ผู้เขียนหนังสือ “The Modern Corporate and Private Property” ได้ตั้งข้อสังเกตว่า ตามความนึกคิดของเขาทั้งสองคน ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับฝ่ายจัดการส่วนหนึ่ง ได้รับมาจากแนวคิดของการเป็นเจ้าของสิทธิในการกระทำของเจ้าของทรัพย์สินนับย้อนหลังไปจากวันที่การดำเนินธุรกิจนั้นกระทำโดยบุคคลด้วยสินทรัพย์ของตัวเอง สำหรับเรื่องเกี่ยวกับที่มาของความสัมพันธ์ตามหน้าที่นี้ทั้งสองคนกล่าวไว้ว่า

“หากลองนำแนวคิดที่ว่านี้กลับไปสู่การเป็นเจ้าของ เมื่อเกิดขึ้นเราจะเห็นฐานรากที่ชัดเจนขึ้น เมื่อใดที่คนผู้หนึ่งหรือกลุ่มหนึ่งมอบความไว้วางใจให้กับอีกคนหนึ่งหรือกลุ่มหนึ่งให้จัดการทรัพย์สินแทน บุคคลของกลุ่มหลังจะกลายเป็นผู้ที่มีความรับผิดชอบตามที่ได้รับมอบหมาย โดยมีพันธะที่ต้องกระทำการอย่างมีจิตสำนึก ซึ่งหมายถึงกระทำการด้วยความซื่อสัตย์ต่อผลประโยชน์ของบุคคลที่เป็นเจ้าของทรัพย์สินที่ตนรับทำหน้าที่ดูแลให้”

การเป็นเจ้าของบริษัทย่อมแตกต่างจากการเป็นเจ้าของสินทรัพย์ที่เป็นของส่วนตัว ซึ่งโดดเด่นที่สุดคือ ผู้ถือหุ้นไม่มีสิทธิที่จะเป็นเจ้าของและใช้สินทรัพย์ของบริษัทเหมือนกับที่ตนเป็นเจ้าของ แต่ผู้ถือหุ้นสามารถสร้างบุคคลเพียงในนามหรือโดยสมมติขึ้นเพื่อให้ดำเนินกิจการโดยผู้ถือหุ้นเป็นผู้ได้รับผลประโยชน์ ดังนั้นตราบเท่าที่ผู้ถือหุ้นไม่ได้ดำเนินกิจการของบริษัทเองแต่ปล่อย

ให้ผู้อื่นกระทำแทน จึงต้องมั่นใจได้ว่าคนที่ถูกจ้างมาได้ดำเนินกิจการของบริษัทเพื่อผลประโยชน์ของตนเอง (สังเวียน อินทรวิชัย, 2545)

Jensen and Meckling (1976) เสนอว่าปัญหาที่เกิดจากตัวแทนนั้นเกิดจากการแยกกันระหว่างเจ้าของกับการควบคุม กล่าวคือผู้ถือหุ้นได้มอบหมายให้ผู้บริหารเป็นตัวแทนในการทำงานเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น รวมถึงมอบหมายอำนาจในการตัดสินใจบางเรื่องให้กับตัวแทนด้วย ซึ่งการให้อำนาจแก่ตัวแทนเช่นนี้ทำให้ผู้ถือหุ้นไม่สามารถหลีกเลี่ยงปัญหาที่เกิดจากตัวแทนได้ เมื่อความต้องการของผู้ถือหุ้นกับฝ่ายบริหารไม่ตรงกัน ซึ่งกล่าวได้ว่า ผู้ถือหุ้นต้องการให้การทำงานและการตัดสินใจต่างๆ ของฝ่ายบริหารเป็นไปเพื่อผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น ในขณะเดียวกันฝ่ายบริหารอาจมีความต้องการที่แตกต่างกันคือ ความต้องการของฝ่ายบริหารอาจจะส่งผลที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น โดยฝ่ายบริหารอาจมีการตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงเกินไป ซึ่งอาจก่อให้เกิดความเสียหายต่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นได้ โดยการตัดสินใจลงทุนลักษณะนี้ถ้าประสบผลสำเร็จก็สร้างชื่อเสียงให้ผู้บริหาร แต่ถ้าโครงการผิดพลาดความเสียหายจะกระทบต่อผู้ถือหุ้นโดยตรง

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

Jensen and Meckling (1976) ทำการศึกษาถึงปัญหาที่เกิดจากความขัดแย้งระหว่างตัวแทนซึ่งโยงแนวความคิดด้านต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นเรื่องของสิทธิและความรับผิดชอบ เรื่องของปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทน และการจัดหาเงิน เพื่อทำการศึกษา โครงสร้างการถือหุ้นของแต่ละบริษัท โดยได้แยกมองว่าปัญหาที่เกิดจากความขัดแย้งภายในองค์กร สามารถแบ่งออกเป็น 2 ส่วนด้วยกันกล่าวคือ ความขัดแย้งระหว่างส่วนของเจ้าของที่ไม่ได้ทำการบริหาร และส่วนของผู้บริหาร (Managerial Agency or Managerialism) และความขัดแย้งระหว่างส่วนของเจ้าของและ ส่วนของเจ้าหนี้ (Debt Agency) ซึ่งความขัดแย้งระหว่างส่วนของเจ้าของและส่วนของผู้บริหารนั้นเป็นปัญหาที่เกิดจากปัญหาความไม่เท่าเทียมกันด้านข้อมูล (Asymmetric Information) ทำให้ผู้บริหารทำงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น โดยมองเปรียบเทียบระหว่างเมื่อผู้ถือหุ้นได้ทำการบริหารเองทั้งหมด ผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นก็จะเป็นของผู้ถือหุ้น แต่เมื่อมีการเพิ่มทุนและมีผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้มีส่วนในการบริหาร ทำให้

ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้มีส่วนในการบริหาร อาจมีทั้งในเรื่องของการไม่กระตือรือร้นละเลยในการทำงาน หาผลประโยชน์ใส่ตัว และได้ทำการศึกษาถึงอิทธิพลของผู้ถือหุ้นภายในที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการ โดยมีการพิจารณาว่าผู้บริหารมีแรงจูงใจที่จะปฏิบัติตามผลประโยชน์ ที่อาจส่งผลเสียให้กับผู้ถือหุ้นได้โดยส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเหล่านี้กับผลประโยชน์ของผู้บริหารอยู่ในทิศทางเดียวกันโดยจากการค้นพบทำให้ทราบว่าผลการดำเนินงานของกิจการคาดว่าจะมีความสัมพันธ์ทางบวกกับระดับการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นภายใน ซึ่งแสดงให้เห็นถึงการหาผลประโยชน์ใส่ตัวของผู้บริหารเอง

2.2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยของ Morck, Shleifer and Vishny (1988) ศึกษาโดยทำการทดสอบถึงความสัมพันธ์ระหว่างส่วนของผู้ถือหุ้นภายในและผลการดำเนินงานของกิจการโดยใช้ Tobin's Q มีกลุ่มตัวอย่าง 371 บริษัทขนาดใหญ่ในสหรัฐอเมริกาโดยจับกลุ่มความเป็นไปได้ที่ไม่เป็นเส้นตรงและพบหลักฐานของความสัมพันธ์ โดยความสัมพันธ์ที่ผู้บริหารถือหุ้นในช่วงร้อยละ 0 ถึง ร้อยละ 5 จะมีความสัมพันธ์ทางบวกมูลค่าของบริษัท คือ ณ ระดับการถือหุ้นของคณะกรรมการต่ำ การเพิ่มขึ้นของการถือหุ้นจะมีผลทำให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้นด้วยเนื่องจากคณะกรรมการมีการคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมากขึ้น อาจตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีผลตอบแทนสูงขึ้น ในขณะเดียวกันทำให้ผลการดำเนินงานสูงขึ้น และน่าจะมีผลให้กรรมการได้รับหุ้นเป็นรางวัล ยิ่งทำให้เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นเพิ่มมากขึ้นด้วย แต่เมื่อเปอร์เซ็นต์การ ความสัมพันธ์ที่ผู้บริหารถือหุ้นในช่วงที่มากกว่า ร้อยละ 25 สะท้อนให้เห็นไปในทิศทางเดียวกันระหว่างประโยชน์ของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นเนื่องจากคณะกรรมการมีการครอบครองการตัดสินใจ แต่กระนั้นผู้บริหารที่ถือหุ้นในช่วงร้อยละ 5 ถึง ร้อยละ 25 จะมีความสัมพันธ์ทางลบมีผลทำให้มูลค่าของบริษัทลดลง สะท้อนให้เห็นการจัดตั้งการบริหารโดย คาดว่าเป็นผลจากการที่มีคณะกรรมการมีการยึดติดกับการครอบครองมากเกินไป หรือเพราะคณะกรรมการที่ถือหุ้นมากเกิดจากความล่าช้าในการตัดสินใจจากการแบ่งช่วงเป็นเหตุผลที่อ้างอิงของ (Herman,1981 อ้างถึงใน พัดชา สีตสุวรรณ, 2543) ว่า ณ จุดร้อยละ 5 เป็นจุดที่ SEC บังคับให้ทุกบริษัทเปิดเผยเปอร์เซ็นต์ในการเป็นเจ้าของ ส่วนจากการอ้างอิง Weston (1979) บอกว่าร้อยละ 20 ถึง ร้อยละ 30 เป็นช่วงการถือหุ้นที่สามารถป้องกันการตัดสินใจที่มีผลกระทบกับบริษัทในทางที่ไม่ดีได้ กล่าวคือ ไม่มีบริษัทใดที่ผู้บริหารภายในถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 30 แล้วถูกครอบงำกิจการ (Takeover) แม้ไม่มีกฎเกณฑ์ ในการกำหนดจุดนี้อย่างแน่นอน แต่ก็ได้มีการทำการศึกษามาก่อนแล้ว ว่าจุดหักเปลี่ยนความชันนี้ให้ข้อผิดพลาดน้อยที่สุด

จากงานวิจัยของ McConnell and Servaes (1990) พบความสัมพันธ์ระหว่างส่วนของผู้ถือหุ้นภายในและผลการดำเนินงาน จากการศึกษาที่มีวิธีที่คล้ายกันของ Loderer and Martin (1997), Cho (1998), Himmelberg (1999) and Holderness (1999) ทั้งหมดนี้ความเชื่อว่า Tobin's Q เป็นตัววัดผลการดำเนินงานของกิจการ แม้ว่าบางการทดสอบจะใช้อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี และมีการเน้นไปยังส่วนของผู้ถือหุ้นที่ถือเป็นการวัดโครงสร้างส่วนของเจ้าของ

จากผลกระทบของผู้ถือหุ้นสถาบันถูกทดสอบด้วย Tobin's Q ที่ทำการทดสอบโดย Mcconnell and Servaes (1990) พบว่ามีความสัมพันธ์ทางบวก และการศึกษาแนวทางเดียวกันของ Holderness and Sheehan (1988) ที่ศึกษาจากกลุ่มตัวอย่าง 114 บริษัทของสหรัฐอเมริกาที่ถูกควบคุมโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีการถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 50 ทั้ง Tobin's Q และการวัดความสามารถในการทำกำไรทางบัญชีพบว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นนักลงทุนรายบุคคลจะมีระดับนัยสำคัญต่ำกว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นสถาบัน Boardman and Vining (1989) ศึกษาโดยทำการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการรวมกิจการ และกิจการเจ้าของคนเดียวระหว่างกลุ่มตัวอย่าง 500 บริษัท โดยพบว่าบริษัทที่มีการรวมกิจการจะมีผลการดำเนินงานที่ล้มเหลวกว่ากิจการเจ้าของคนเดียว และจากการศึกษาเชิงประจักษ์พบว่านักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ

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

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

งานวิจัยของ Qi et al. (2000) ศึกษาถึงเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีผลกระทบกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของ Shanghai ตั้งแต่ปีค.ศ.1991 ถึง ค.ศ. 1996 พบว่า ผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ทางบวกกับสัดส่วนของหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันในประเทศ และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากการที่บริษัทมีผู้ถือหุ้นเป็นนักลงทุนสถาบันในประเทศนั้น จะทำให้มีแรงจูงใจในการตรวจสอบการบริหารงานของฝ่ายบริหาร เพื่อทำให้ผู้ถือหุ้นรายอื่นได้รับผลประโยชน์เช่นกัน ส่วนการที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติยิ่งสูงจะมีผลทำให้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นลดลง ในส่วนของตัวแปรควบคุมผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ทางบวกกับขนาดของบริษัท แต่มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนอย่างมีนัยสำคัญ

งานวิจัยของ Kevin Campbell (2002) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการเป็นเจ้าของและผลการดำเนินงานของกิจการในปี ค.ศ. 1998 และ ค.ศ. 1999 โดยใช้ผลตอบแทนของสินทรัพย์เป็นตัววัดผลการดำเนินงานของแต่ละปี ผลจากการศึกษาพบว่า สัดส่วนการถือของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ เนื่องจากนักลงทุนต่างชาติจะมีแรงผลักดันในการตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหาร และนักลงทุนต่างชาติมีเงินทุนสนับสนุนอย่างเพียงพอ ในส่วนของตัวแปรควบคุมพบว่าการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนของความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงานของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ

ในส่วนของงานวิจัยในประเทศไทยที่เกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงาน ตัวอย่างเช่น ณัฐ รัตติธรรม (2542) ศึกษาอิทธิพลของการควบคุมและตรวจสอบผู้บริหารโดยผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ ต่อผลการดำเนินงานของสถาบันการเงินไทย โดยใช้วิธีการควบคุมผลกระทบจากตัวแปรอื่น (Fixed Effect) ในการประมาณการ และใช้ข้อมูลของกลุ่มธนาคารพาณิชย์ระหว่างปี พ.ศ. 2536 ถึง พ.ศ. 2540 และกลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ระหว่างปี พ.ศ. 2536 ถึง พ.ศ. 2539 โดยใช้ค่า Tobin's Q แทนผลการดำเนินงานของบริษัท จากการศึกษาเบื้องต้นพบว่า โครงสร้างการถือหุ้นของกลุ่มธนาคารพาณิชย์ ประกอบด้วย ผู้ถือหุ้นใหญ่ร้อยละ 60 ถึง ร้อยละ 65 ผู้ถือหุ้นใหญ่ประเภทสถาบันร้อยละ 50 ถึง ร้อยละ 60 ซึ่งมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ในขณะที่ในกลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์มีผู้ถือหุ้นใหญ่ร้อยละ 63 โดยมีแนวโน้มคงที่ และมีผู้ถือหุ้นใหญ่ประเภทสถาบันร้อยละ 55 ถึง ร้อยละ 45 ซึ่งมีแนวโน้มลดลง และขนาดผู้ถือหุ้นใหญ่ประเภทสถาบันการเงิน ในกลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์เท่ากับครึ่งหนึ่งของผู้ถือหุ้นใหญ่ทั้งหมด ในขณะที่กลุ่มธนาคารพาณิชย์มีผู้ถือหุ้นใหญ่ประเภทสถาบันการเงิน ประมาณหนึ่งในสี่ของผู้ถือหุ้นใหญ่ทั้งหมด ผลการศึกษาในกลุ่มธนาคารพาณิชย์พบว่าขนาดผู้ถือหุ้นใหญ่ ขนาดผู้ถือหุ้นใหญ่ประเภทบุคคล ขนาดผู้ถือหุ้นใหญ่

ประเภทสถาบัน และสัดส่วนหนี้สินเงินกู้ต่อมูลค่าบริษัท มีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนั้นพบว่าขนาดผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันการเงิน ไม่มีบทบาทต่อผลการดำเนินงานของสถาบันการเงินไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนในกลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ พบความสัมพันธ์ในแง่ลบ ระหว่างขนาดผู้ถือหุ้นใหญ่ประเภทสถาบันการเงินในประเทศ และผลการดำเนินงานของบริษัท นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดบริษัทมีอิทธิพลด้านลบต่อผลการดำเนินงานของ กลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ในขณะที่การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจมีอิทธิพลด้านบวก ต่อผลการดำเนินงานของทั้งกลุ่มธนาคารพาณิชย์ และกลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ดังนั้นนโยบายและมาตรการส่งเสริมบทบาทของผู้ถือหุ้นใหญ่ และการเข้มงวดในเรื่องการถือหุ้นของธนาคารพาณิชย์ในสถาบันการเงินอื่นๆ อาจมีส่วนช่วยในการพัฒนาการควบคุมและตรวจสอบ ผู้บริหารในสถาบันการเงินไทย

งานวิจัยของ กาญจนา ตั้งภากรณ์ (2543) ศึกษาวิเคราะห์โครงสร้างคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และศึกษาประสิทธิผลของคณะกรรมการที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน โดยใช้แบบจำลองสมการถดถอยเชิงซ้อนในการประมาณการ และใช้ข้อมูลภาคตัดขวางในปี พ.ศ. 2541 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งวัดประสิทธิผลของคณะกรรมการบริษัทจากขนาด โครงสร้างตำแหน่ง และการถือหุ้นภายในบริษัทของคณะกรรมการและใช้ค่า Tobin's Q แทนผลการดำเนินงานของบริษัท จากโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทพบว่า ขนาดคณะกรรมการอยู่ระหว่าง 5 ถึง 25 คน ซึ่งโดยเฉลี่ยประมาณ 11 คน และบริษัทส่วนใหญ่มีกรรมการอิสระ 2 คน ตามหลักเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดไว้ มีบริษัทเพียงร้อยละ 11 เท่านั้นที่มีกรรมการอิสระมากกว่าเกณฑ์ที่กำหนด ร้อยละ 41 ของบริษัทจดทะเบียนมีกรรมการต่างประเทศร่วมอยู่ในคณะกรรมการ และบริษัทร้อยละ 60 ที่คณะกรรมการมีลักษณะเป็นเครือญาติกัน นอกจากนี้บริษัทส่วนใหญ่มากกว่าร้อยละ 70 ที่กรรมการมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของและคณะกรรมการถือหุ้น โดยเฉลี่ยประมาณร้อยละ 15 ถึง ร้อยละ 16 อีกทั้งพบว่ากรรมการของบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่ มีตำแหน่งกรรมการอยู่ในบริษัทจดทะเบียนอื่น ผลการศึกษาพบว่าการที่คณะกรรมการมีลักษณะเป็นเครือญาติกัน และสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการที่มากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 5 จะมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงาน ส่วนสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการที่มากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 15 และ ร้อยละ 50 จะมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงาน สำหรับขนาดคณะกรรมการ สัดส่วนกรรมการอิสระ กรรมการอิสระที่มากกว่าเกณฑ์ที่กำหนด กรรมการต่างประเทศ กรรมการที่มีตำแหน่งในบริษัทอื่น ไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ช่วง 2 ปีที่ผ่านมา และขนาดของบริษัทมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงาน อย่างมีนัยสำคัญ

ทางสถิติ ส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ปีปัจจุบันและ 1 ปีที่ผ่านมา โอกาสในการลงทุนในอนาคต และจำนวนกิจการที่บริษัทประกอบธุรกิจ ไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นการสนับสนุนบทบาทของกรรมการอิสระและการให้กรรมการ มีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของบริษัท รวมถึงการส่งเสริมบทบาทของผู้ถือหุ้นรายย่อย และผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ จะช่วยผลักดันให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้นได้

งานวิจัยของ พัดชา สีตสุวรรณ (2543) พบว่าระดับการถือหุ้นของผู้บริหารไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่เป็นอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงานทางบัญชีโดยตรง แต่กลับมีความสัมพันธ์กับอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ซึ่งแสดงถึงประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ทั้งหมด ในส่วนนี้สามารถอธิบายได้ว่าจากการที่เมื่อมีการแบ่งแยกส่วนระหว่างส่วนของเจ้าของ และส่วนของผู้บริหาร ที่เป็นตัวแทนเข้ามาทำหน้าที่ตัดสินใจในการทำงานแต่ละวันแต่เนื่องจากความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ ทำให้ผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของเงินทุน พยายามเข้ามามีส่วนในการควบคุมการทำงาน ซึ่งทางเลือกหนึ่งก็คือการสร้างแรงจูงใจในการทำงานในการตัดสินใจต่าง ๆ ให้คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมากขึ้นทำให้มีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ทั้งหมด แต่อย่างไรก็ดีความสัมพันธ์ระหว่างระดับการถือหุ้นของผู้บริหารนั้น ก็ไม่ได้มีลักษณะอย่างเดียวกันโดยตลอดทุกระดับ คือ คาดว่าเนื่องมาจากสิทธิในการออกเสียงตัดสินใจต่าง ๆ ในบริษัทต้องอาศัยเสียงของหุ้นอย่างน้อยร้อยละ 25 ในการเข้าประชุมตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ในขณะเดียวกันจุดเปลี่ยนแปลงความสัมพันธ์อีกจุดหนึ่งคือในเรื่องของการมีสิทธิในการลงมติพิเศษ ต้องอาศัยเสียงข้างมากอย่างน้อยร้อยละ 75 ซึ่งเหตุผลตรงนี้ทำให้บริษัทใดที่มีผู้บริหารมีการถือหุ้นจำนวนมาก ก็ทำให้การถือหุ้นหรือการออกเสียงไม่กระจายและมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน โดยจากการศึกษาพบว่าในระดับที่มีการเพิ่มขึ้นของการถือหุ้นในระดับที่น้อยกว่าร้อยละ 25 นั้น ทำให้แม้จะเพิ่มแรงจูงใจแต่ก็ยังไม่สามารถทำให้ผู้บริหารมีสิทธิในการตัดสินใจในการทำงานได้มากนัก กลับทำให้ผู้บริหารยึดติดกับการครอบครองมากขึ้นและทำให้มีผลต่อประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ในทางไม่ดีมากขึ้นด้วย แต่เมื่อมีการเพิ่มขึ้นของระดับการถือหุ้นของผู้บริหารอยู่ระหว่างร้อยละ 25 ถึง ร้อยละ 75 มีผลเป็นไปตามที่ผู้ถือหุ้นต้องการคือการบริหารสินทรัพย์มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น โดยทั้งนี้ไม่ได้เป็นผลมาจากอุตสาหกรรม เมื่อพิจารณาต่อในแง่ของตลาดดูความสัมพันธ์ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารได้มีส่วนสะท้อนให้นักลงทุนเห็นหรือไม่ ทั้งในส่วนของผลตอบแทนส่วนเกิน เมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาหลักทรัพย์และผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับตลาดพบว่าไม่มีปัจจัยทางด้านนี้ไปมีส่วนในการกำหนดผลตอบแทนของหลักทรัพย์เลย

งานวิจัยของ ผกามาศ เอื้องอุดม (2543) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งวัดจากผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทกับโครงสร้างคณะกรรมการ ซึ่งประกอบด้วยขนาดของคณะกรรมการ องค์ประกอบของคณะกรรมการ และการถือหุ้นของบริษัทของกรรมการที่มาจากบุคคลภายใน โดยใช้แบบจำลองสมการถดถอยเชิงซ้อน และใช้ข้อมูลภาคตัดขวางในปีพ.ศ. 2539 ถึง พ.ศ. 2541 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการศึกษาพบว่าโครงสร้างคณะกรรมบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ยกเว้นกรรมการที่เป็นชาวต่างประเทศที่มีอิทธิพลทางบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท

สรุปผลการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ผลการทบทวนเอกสารที่เกี่ยวข้องส่วนใหญ่จะเป็นการศึกษาวิจัยของต่างประเทศเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของกิจการ จึงไม่อาจนำผลการวิจัยดังกล่าวมาเป็นข้อสรุปได้กับประเทศไทยโดยตรง ดังนั้นผู้วิจัยจึงมีความสนใจจะทำการศึกษาประเด็นที่น่าศึกษา คือ การที่มีนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนไทย ผู้บริหารไทย ผู้บริหารต่างชาติ เข้าร่วมถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเหล่านั้นว่ามีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี หรือผลการดำเนินงานของกิจการในประเทศไทยอย่างไรบ้าง ซึ่งทำการวัดความสามารถในการทำกำไรทางบัญชีของบริษัทโดยใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity หรือ ROE)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 3

ระเบียบวิธีวิจัย

หลังจากทบทวนวรรณกรรมแล้วขั้นตอนต่อไปคือ การกำหนดระเบียบวิธีวิจัย โดยจะนำเสนอเกี่ยวกับรูปแบบการวิจัย การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย ตัวแบบและคำอธิบายเกี่ยวกับตัวแปร ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย การเก็บรวบรวมข้อมูล และแนวทางการวิเคราะห์ข้อมูล เพื่อแสดงให้เห็นถึงระเบียบวิธีวิจัยที่จะนำไปสู่บทสรุปในการวิจัยครั้งนี้ในบทต่อไป

3.1 รูปแบบการวิจัย

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชีมีรูปแบบการวิจัยในลักษณะ การวิจัยเชิงประจักษ์ โดยทำการเก็บข้อมูลจากงบการเงินรายงานการเงินอื่น แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี หรือแบบ 56-1 และข้อมูลผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้แหล่งข้อมูลที่จัดทำขึ้นโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในส่วนของการวิเคราะห์ข้อมูลจะแบ่งออกเป็น 2 ส่วนใหญ่ ๆ คือ (1) การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา ทั้งนี้เพื่อนำเสนอผลการวิจัยเบื้องต้นเกี่ยวกับข้อมูลของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 15 อันดับแรก ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ถูกวัดด้านความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี และตัวแปรควบคุมอันจะทำให้เกิดความเข้าใจในภาพรวมของข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้ และ (2) การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน งานวิจัยครั้งนี้จะใช้สถิติทดสอบ ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี (ผลการดำเนินงานของบริษัท) โดยมีขนาดของบริษัท ความเสี่ยงทางการเงิน การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง และประเภทอุตสาหกรรมเป็นตัวแปรควบคุม ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในการวิเคราะห์ข้อมูล เนื่องจากตัวแปรตามมีลักษณะเป็นตัวแปรตามเชิงปริมาณหรือตัวแปรตามต่อเนื่อง (Continuous Dependent Variable) โดยตัวแปรเหล่านี้ได้มาจากการทบทวนวรรณกรรมตามที่ได้เสนอไว้ในบทที่ 2 สำหรับรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิดจะกล่าวไว้ในส่วนของตัวแบบและคำอธิบายเกี่ยวกับตัวแปรหัวข้อ 3.3

3.2 การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชีที่นำมาใช้วัดผลการดำเนินงานของบริษัท โดยมีตัวแปรตามคือ อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น สิ่งที่สนใจศึกษาคือ โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 15 อันดับแรก ประกอบไปด้วย นักลงทุนไทย นักลงทุนต่างชาติ ผู้บริหารไทย ผู้บริหารต่างชาติ การทดสอบความสัมพันธ์นี้ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในการวิเคราะห์ข้อมูล เนื่องจากตัวแปรตามมีลักษณะเป็นตัวแปรตามเชิงปริมาณ หรือตัวแปรตามต่อเนื่อง (Continuous Dependent Variable) โดยตัวแปรเหล่านี้ได้มาจากการทบทวนวรรณกรรมตามที่ได้เสนอไว้ในบทที่ 2 สำหรับรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิดจะกล่าวไว้ในส่วนของตัวแบบและคำอธิบายเกี่ยวกับตัวแปรหัวข้อ 3.3

3.2.1 สมมติฐานเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยกับผลการดำเนินงานของบริษัท

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยกับผลการดำเนินงานของบริษัท มองว่าการที่นักลงทุนไทยถือหุ้นของบริษัทน่าจะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในทางบวก เนื่องจาก (นวพร พงษ์ตัณฑกุล, 2546) บริษัทในประเทศไทยส่วนใหญ่มักเริ่มต้นด้วยธุรกิจครอบครัว ผู้ก่อตั้งซึ่งเป็นบุคคลภายในครอบครัวนั้นยังเข้าควบคุมบริษัทอยู่ จึงกล่าวได้ว่าโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทในประเทศไทยส่วนใหญ่นั้นมีพื้นฐานมาจากครอบครัว โดยที่การถือหุ้นและอำนาจการบริหารในบริษัทจะกระจุกตัวอยู่ในสมาชิกครอบครัว (Big inside shareholder) และจากงานวิจัยของ ADB (2000b) อ้างถึงใน นวพร พงษ์ตัณฑกุล (2546) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมประเภทต่าง ๆ ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยพบว่า บริษัทในเครือจะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดในกลุ่มผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรกของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยมีการถือหุ้นถัวเฉลี่ยคิดเป็นร้อยละ 27 ของหุ้นทั้งหมดของบริษัท ส่วนบุคคลทั่วไปจะถือหุ้นถัวเฉลี่ยคิดเป็นร้อยละ 19 ของหุ้นทั้งหมดของบริษัท และเมื่อพิจารณาลักษณะของผู้ถือหุ้นที่อยู่ในกลุ่มบุคคลทั่วไปจะพบว่า ส่วนใหญ่เป็นสมาชิกในครอบครัวเป็นผู้ก่อตั้งบริษัทหรือผู้บริหารระดับสูงที่ดำรงตำแหน่งสำคัญในบริษัท เพราะโดยทั่วไปกลุ่มครอบครัวและเครือญาติจะรักษาอำนาจการควบคุมในบริษัทผ่านทางการถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงมากๆ หรือการมีส่วนร่วมในการบริหารงานประจำวัน จึงสรุปได้ว่าการกระจุกตัวการถือหุ้นนั้นมาจากนักลงทุนไทยส่วนใหญ่ และนักลงทุนเหล่านี้จะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เพราะมี

การรักษาอำนาจในการควบคุมในบริษัทผ่านทางการถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงจนทำให้ผลประโยชน์ในทิศทางเดียวกันกับผู้ถือหุ้นอื่นของบริษัท ดังนั้น ผู้วิจัยจึงคาดว่าสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทในทางบวก และเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยกับผลการดำเนินงานของบริษัท จึงสามารถตั้งสมมติฐานการวิจัยที่ 1 ได้ดังนี้

H1: **สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท**

3.2.2 **สมมติฐานเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติกับผลการดำเนินงานของบริษัท**

Kevin Campbell (2002) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานขององค์กรในประเทศฮังการี โดยที่โครงสร้างผู้ถือหุ้นนั้นประกอบไปด้วย นักลงทุนต่างชาติ ผลการวิจัยพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานขององค์กร การที่มีนักลงทุนต่างชาติเข้ามาถือหุ้นในบริษัทนั้นช่วยให้เพิ่มแรงผลักดันในการตรวจสอบเพื่อก่อให้เกิดความมีประสิทธิภาพในการบริหารงานของผู้บริหาร อีกทั้งนักลงทุนต่างชาติเหล่านี้มีเงินทุนที่ช่วยสนับสนุนบริษัทอย่างเพียงพอ และยังช่วยให้เกิดการโอนถ่ายเทคโนโลยี นวัตกรรมใหม่ ๆ รวมถึงสามารถช่วยขยายฐานลูกค้าในต่างประเทศให้กับบริษัทอีกด้วย ซึ่งจากปัจจัยเหล่านี้ส่งผลในทางบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้น ผู้วิจัยจึงคาดว่าสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทในทางบวก และในการศึกษาครั้งนี้จะทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติกับผลการดำเนินงานของบริษัท จึงสามารถตั้งสมมติฐานการวิจัยที่ 2 ได้ดังนี้

H2: **สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท**

3.2.3 **สมมติฐานเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยกับผลการดำเนินงานของบริษัท**

Lichtenberg and Pushner (1994) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานขององค์กร ซึ่งผลการวิจัยพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับการทำให้ผลการดำเนินงานขององค์กรที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากการที่มีผู้ถือหุ้นเป็นผู้บริหารถือหุ้นอยู่ในบริษัทจะช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นรายอื่น การถือหุ้นของผู้บริหารถือเป็นสิ่งจูงใจอย่างหนึ่งที่สามารถทำให้ผู้บริหารทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ เมื่อผู้บริหารมีการถือหุ้นที่มากขึ้นจะทำให้มีส่วนร่วมในผลประโยชน์ของบริษัทที่เพิ่มขึ้น จึงทำให้ผลประโยชน์ทั้ง 2 ฝ่าย จะเบนเข้าหาทิศทางเดียวกัน (Convergence of Interests) ดังนั้น ผู้วิจัยจึงคาดว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท และเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยกับผลการดำเนินงานของบริษัท จึงสามารถตั้งสมมติฐานการวิจัยที่ 3 ได้ดังนี้

H3: **สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท**

3.2.4 **สมมติฐานเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติกับผลการดำเนินงานของบริษัท**

ผกามาศ เอื้องอุดม (2543) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งโครงสร้างคณะกรรมการนั้นประกอบไปด้วยกรรมการชาวต่างประเทศที่เป็นส่วนหนึ่งในโครงสร้างคณะกรรมการ ผลการวิจัยพบว่า กรรมการชาวต่างประเทศมีอิทธิพลทางบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากการที่บริษัทมีกรรมการชาวต่างประเทศจะส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท และการที่มีผู้บริหารต่างชาติเข้ามาถือหุ้นในบริษัทอาจช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นรายอื่น เพราะผลประโยชน์จะเบนเข้าหาในทิศทางเดียวกัน (Convergence of Interests) คือมุ่งสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น รวมถึงการที่ผู้บริหารต่างชาติอาจช่วยให้เกิดการโอนถ่ายเทคโนโลยีต่าง ๆ จากต่างประเทศให้กับบริษัทด้วย ซึ่งจะส่งผลในทางบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้น ผู้วิจัยจึงคาดว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวก

กับผลการดำเนินงานของบริษัท และเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติกับผลการดำเนินงานของบริษัท จึงสามารถตั้งสมมติฐานการวิจัยที่ 4 ได้ดังนี้

H4: **สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท**

3.2.5 สมมติฐานเกี่ยวกับขนาดของบริษัทกับผลการดำเนินงานของบริษัท

งานวิจัยอดีตได้มีการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานขององค์กร (Kevin Campbell, 2002; Qi et al., 2000) ได้นำขนาดของบริษัทเข้ามาเป็นตัวแปรหนึ่งที่ใช้ในการควบคุม ผลการศึกษาในครั้งนั้นด้วยตลอดจนเป็นการควบคุมผลกระทบจากตัวแปรในด้านอื่น ๆ ที่อาจจะมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท ผลการวิจัยพบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานขององค์กร เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่น่าจะมีอำนาจในการผูกขาดทางธุรกิจ กำลังทุนที่มากกว่า และมีช่องทางในการกระจายสินค้าและบริการมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ดังนั้น บริษัทขนาดใหญ่น่าจะใช้กำลังการผลิตขนาดประหยัด (Economies of Scale) ช่วยให้ประหยัดต้นทุนในการผลิตมากกว่าบริษัทขนาดเล็กที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในทางบวก และเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของบริษัทกับผลการดำเนินงานของบริษัท จึงสามารถตั้งสมมติฐานการวิจัยที่ 7 ได้ดังนี้

H5: **ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท**

3.2.6 สมมติฐานเกี่ยวกับความเสี่ยงทางการเงินกับผลการดำเนินงานของบริษัท

Kevin Campbell (2002) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานขององค์กร พัดชา สีตสุวรรณ (2543) ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัท และ ผกามาศ เอื้องอุดม (2543) ทำการศึกษาถึงผลกระทบของขนาดของคณะกรรมการ องค์ประกอบของคณะกรรมการและการถือหุ้นของคณะกรรมการที่มีต่อผลการดำเนินงาน จากงานวิจัยในอดีตเหล่านี้ได้มีการนำความเสี่ยงทางการเงินเข้ามาเป็นตัวแปรหนึ่งที่ใช้ในการควบคุมผลการศึกษาในครั้งนี้ และเพื่อควบคุมผลกระทบจากปัจจัยอื่นที่อาจจะมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท จากการที่ทฤษฎีทางด้านตัวแทนและเจ้าของได้มองว่า การที่ใช้เงินทุนที่มาจากการก่อหนี้ จะทำให้เกิด

ประสิทธิภาพในการทำงานมากกว่าการที่มาจากทุน จากผลประโยชน์ทางด้านภาษี และยังมีส่วนสะท้อนถึงการตรวจสอบภายนอกด้วย ถ้ามีการตรวจสอบจากเจ้าหนี้ทำให้การบริหารงานของฝ่ายบริหารมีการตรวจสอบและสอดส่องมากขึ้นซึ่งจะทำให้ปัญหาที่เกิดจากตัวแทนน้อยลง หรือถ้าขาดการตรวจสอบที่ดีจากเจ้าหนี้ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทแย่ลงได้ ดังนั้นความเสี่ยงทางการเงินส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในทางบวกหรือลบ และเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงทางการเงินกับผลการดำเนินงานของบริษัท จึงสามารถตั้งสมมติฐานการวิจัยที่ 8 ได้ดังนี้

H6: **ความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท**

3.2.7 **สมมติฐานเกี่ยวกับการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงกับผลการดำเนินงานของบริษัท**

Kevin Campbell (2002) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานขององค์กร ได้มีการนำการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง (Capital Intensity) เข้ามาเป็นตัวแปรหนึ่งที่ใช้ในการควบคุมผลการศึกษาในครั้งนั้นด้วย และเพื่อควบคุมผลกระทบจากปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้น ผู้วิจัยจึงนำการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง (Capital Intensity) เข้ามาเป็นตัวแปรหนึ่งที่ใช้ในการควบคุมผลการศึกษาในครั้งนี้ด้วย เนื่องจากบริษัทที่มีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงอาจจะได้เปรียบในการขัดขวางโอกาสที่คู่แข่งจะเข้ามาแข่งขัน โดย (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2547) กล่าวว่า ในช่วงแรกของการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงจะมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (เช่น ค่าเสื่อมราคา เป็นต้น) ที่สูงมาก ในขณะที่ยังไม่สามารถทำการผลิตหรือใช้ขีดความสามารถที่มีอยู่ได้อย่างเต็มที่ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงคาดว่าบริษัทที่มีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง (Capital Intensity) จะได้เปรียบในการขัดขวางโอกาสการเข้ามาแข่งขันของคู่แข่งได้ ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในทางบวกหรือลบ และเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง (Capital Intensity) กับผลการดำเนินงานของบริษัท จึงสามารถตั้งสมมติฐานการวิจัยที่ 9 ได้ดังนี้

H7: **การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท**

3.2.8 สมมติฐานเกี่ยวกับประเภทอุตสาหกรรมกับผลการดำเนินงานของบริษัท

Kevin Campbell (2002) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานขององค์กร ได้มีการนำประเภทอุตสาหกรรมเข้ามาเป็นตัวแปรหนึ่งที่ใช้ในการควบคุมผลการศึกษาในครั้งนั้นด้วย และเพื่อควบคุมผลกระทบจากปัจจัยอื่นที่อาจมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้น ผู้วิจัยจึงนำประเภทอุตสาหกรรมเข้ามาเป็นตัวแปรหนึ่งที่ใช้ในการควบคุมผลการศึกษาในครั้งนี้ด้วย เนื่องจากแต่ละอุตสาหกรรมมีลักษณะของธุรกิจ สภาพแวดล้อม ตลอดจนนโยบายทางการบัญชีที่แตกต่างกัน อาจจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานที่ได้รับแตกต่างกันออกไปด้วย และเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างประเภทอุตสาหกรรมกับผลการดำเนินงานของบริษัท จึงสามารถตั้งสมมติฐานการวิจัยที่ 10 ได้ดังนี้

H8: **ประเภทอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท**

3.3 ตัวแบบและคำอธิบายเกี่ยวกับตัวแปร

3.3.1 ตัวแบบ

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชีที่นำมาใช้วัดผลการดำเนินงาน โดยมีตัวแบบที่นำมาทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชีที่นำมาใช้วัดผลการดำเนินงาน โดยมีตัวแปรตามคือ อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น สิ่งที่สนใจศึกษาคือ โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 15 อันดับแรก ประกอบไปด้วย นักลงทุนไทย นักลงทุนต่างชาติ ผู้บริหารไทย ผู้บริหารต่างชาติ ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในการตรวจสอบความสัมพันธ์ สามารถอธิบายได้ดังนี้

- **อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น**

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 THAI + \beta_2 FOREIGN + \beta_3 MGTH + \beta_4 MGF + \beta_5 LLTA + \beta_6 DFL + \beta_7 CINT + \beta_8 IND + \varepsilon$$

โดยที่

ROE = อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

THAI = สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย

FOREIGN = สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ

MGTH = สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทย

MGF =สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ

LLTA =ขนาดของบริษัทวัดจากค่าลอการิทึมของมูลค่าสินทรัพย์รวม

CINT =การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง

DFL =ความเสี่ยงทางการเงิน

IND =ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมแบ่งเป็น 8 กลุ่ม

ε =ค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแบบ

3.3.2 คำอธิบายเกี่ยวกับตัวแปร

3.3.2.1 ตัวแปรอิสระ: ตัวแปรที่สนใจศึกษา[1]

ในส่วนของตัวแปรที่สนใจศึกษาคือ โครงสร้างผู้ถือหุ้น มีดังนี้

สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย (THAI)

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยกับผลการดำเนินงานของบริษัท มองว่าการที่นักลงทุนไทยถือหุ้นของบริษัทน่าจะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในทางบวก จากงานวิจัยของ ADB (2000b) อ้างถึงใน นวพร พงษ์ตัณฑกุล (2546) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมประเภทต่าง ๆ ของบริษัทจด

[1] ตัวแปรที่สนใจศึกษา (Interest variables) หมายถึง ตัวแปรที่มีผลกระทบต่อตัวแปรตาม

ทะเบียนในประเทศไทยพบว่า บริษัทในเครือจะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดในกลุ่มผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรกของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยมีการถือหุ้นถัวเฉลี่ยคิดเป็นร้อยละ 27 ของหุ้นทั้งหมดของบริษัท ส่วนบุคคลทั่วไปจะถือหุ้นถัวเฉลี่ยคิดเป็นร้อยละ 19 ของหุ้นทั้งหมดของบริษัท และเมื่อพิจารณาลักษณะของผู้ถือหุ้นที่อยู่ในกลุ่มบุคคลทั่วไปจะพบว่า ส่วนใหญ่เป็นสมาชิกในครอบครัวเป็นผู้ก่อตั้งบริษัทหรือผู้บริหารระดับสูงที่ดำรงตำแหน่งสำคัญในบริษัท เพราะโดยทั่วไปกลุ่มครอบครัวและเครือญาติจะรักษาอำนาจการควบคุมในบริษัทผ่านทางการถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงมากๆ หรือการมีส่วนร่วมในการบริหารงานประจำวัน จึงสรุปได้ว่าการกระจุกตัวการถือหุ้นนั้นมาจากนักลงทุนไทยส่วนใหญ่ และนักลงทุนเหล่านี้จะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เพราะมีการรักษาอำนาจในการควบคุมในบริษัทผ่านทางการถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงจนทำให้ผลประโยชน์ในทิศทางเดียวกันกับผู้ถือหุ้นอื่นของบริษัท ดังนั้นผู้วิจัยจึงได้นำสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยซึ่งเป็นตัวแปรหนึ่งที่สนใจศึกษามาทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยมีวิธีการวัดค่าตัวแปร ดังนี้

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

สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FOREIGN)

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานขององค์กร การที่มีนักลงทุนต่างชาติเข้ามาถือหุ้นในบริษัทนั้นช่วยให้เพิ่มแรงผลักดันในการตรวจสอบเพื่อก่อให้เกิดความมีประสิทธิภาพในการบริหารงานของผู้บริหาร อีกทั้งนักลงทุนต่างชาติเหล่านี้มีเงินทุนที่ช่วยสนับสนุนบริษัทอย่างเพียงพอ และยังช่วยให้เกิดการโอนถ่ายเทคโนโลยี นวัตกรรมใหม่ ๆ รวมถึงสามารถช่วยขยายฐานลูกค้าในต่างประเทศให้กับบริษัทอีกด้วย (Kevin Campbell, 2002) ดังนั้นผู้วิจัยจึงได้นำสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติซึ่งเป็นตัวแปรหนึ่งที่สนใจศึกษามาทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีวิธีการวัดค่าตัวแปร ดังนี้

$$\text{สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ} = \frac{\text{จำนวนหุ้นของบริษัทที่ถือโดยนักลงทุนต่างชาติ}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท}}$$

สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทย (MGTH)

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต พบว่าผลการวิจัยพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับการทำให้ผลการดำเนินงานขององค์กรที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากการที่มีผู้ถือหุ้นเป็นผู้บริหารถือหุ้นอยู่ในบริษัทจะช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นรายอื่น การถือหุ้นของผู้บริหารถือเป็นสิ่งจูงใจอย่างหนึ่งที่สามารถทำให้ผู้บริหารทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ เมื่อผู้บริหารมีการถือหุ้นที่มากขึ้นจะทำให้มีส่วนร่วมในผลประโยชน์ของบริษัทที่เพิ่มขึ้น จึงทำให้ผลประโยชน์ทั้ง 2 ฝ่าย จะเบนเข้าหาทิศทางเดียวกัน (Lichtenberg and Pushner, 1994) ดังนั้นผู้วิจัยจึงได้นำสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยซึ่งเป็นตัวแปรหนึ่งที่สนใจศึกษามาทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยมีวิธีการวัดค่าตัวแปร ดังนี้

$$\text{สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทย} = \frac{\text{จำนวนหุ้นของบริษัทที่ถือโดยผู้บริหารไทย}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท}}$$

สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ (MGF)

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต พบว่ากรรมการชาวต่างประเทศมีอิทธิพลทางบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากการที่บริษัทมีกรรมการชาวต่างประเทศจะส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท และการที่มีผู้บริหารต่างชาติเข้ามาถือหุ้นในบริษัทอาจช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นรายอื่นเพราะผลประโยชน์จะเบนเข้าหาในทิศทางเดียวกัน (Convergence of Interests) คือมุ่งสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น รวมถึงการที่ผู้บริหารต่างชาติอาจช่วยให้เกิดการโอนถ่ายเทคโนโลยีต่าง ๆ จากต่างประเทศให้กับบริษัทด้วย ซึ่งจะส่งผลในทางบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท (ผกามาศ เอื้องอุดม, 2543) ดังนั้นผู้วิจัยจึงได้นำสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติซึ่งเป็นตัวแปรหนึ่งที่สนใจศึกษามาทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติมีวิธีการวัดค่าตัวแปร ดังนี้

$$\text{สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ} = \frac{\text{จำนวนหุ้นของบริษัทที่ถือโดยผู้บริหารต่างชาติ}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท}}$$

3.3.2.2 **ตัวแปรอิสระ: ตัวแปรควบคุม**[2]

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัท เพื่อควบคุมผลกระทบจากปัจจัยอื่นที่อาจมีความสัมพันธ์กับการผลการดำเนินงานของบริษัท (นอกเหนือจากตัวแปรที่สนใจศึกษา) ดังนั้นจึงต้องควบคุมตัวแปรที่อาจจะมีความสัมพันธ์กับการผลการดำเนินงานของบริษัท ด้วยการนำขนาดของบริษัท ระดับความเสี่ยงทางการเงิน การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง และประเภทอุตสาหกรรม เข้ามาเป็นตัวแปรที่ใช้ในการควบคุมผลการศึกษาครั้งนี้

ขนาดของบริษัท (LLTA)

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต พบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานขององค์กร เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่น่าจะมีอำนาจในการผูกขาดทางธุรกิจ กำลังทุนที่มากกว่า และมีช่องทางในการกระจายสินค้าและบริการมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ดังนั้นบริษัทขนาดใหญ่น่าจะใช้กำลังการผลิตขนาดประหยัด (Economies of Scale) ช่วยให้ประหยัดต้นทุนในการผลิตมากกว่าบริษัทขนาดเล็กที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในทางบวก (Qi et al., 2000) ในขณะเดียวกันงานวิจัยครั้งก่อนๆ ก็ได้มีการนำขนาดของบริษัทมาทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นผู้วิจัยจึงได้นำขนาดของบริษัทซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมมาทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท จากการทบทวนวรรณกรรมในงานวิจัยต่างๆ สามารถจัดทำเป็นตารางสรุปวิธีการวัดขนาดขององค์กรได้ดังตาราง 3.1

ตาราง 3.1 สรุปวิธีการวัดขนาดของบริษัท

ผู้ทำการวิจัย	วิธีการวัดมูลค่าที่ใช้
Qi et al. (2000)	ลอการิทึมของสินทรัพย์รวมเฉลี่ย
Kevin Campbell (2002)	ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม หรือลอการิทึมของยอดรายได้รวม
ผกามาศ เอื้องอุดม (2543)	ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม

[2] ตัวแปรควบคุม (Control variables) หมายถึง ตัวแปรที่อาจจะมีผลกระทบต่อตัวแปรตามนอกเหนือจากตัวแปรที่สนใจศึกษา

ผู้ทำการวิจัยส่วนใหญ่จะเลือกใช้ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวมในการวัดขนาดของบริษัท ดังนั้นผู้วิจัยจึงเลือกใช้ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวมในการวัดค่าตัวแปรเช่นเดียวกับงานวิจัยที่ผ่านมา โดยสามารถเก็บข้อมูลได้จากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ ซึ่งเป็นข้อมูลในงบการเงินของบริษัทในปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2547

ความเสี่ยงทางการเงิน (DFL)

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต พบว่าความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงานขององค์กร (Kevin Campbell, 2002) พัดชา สีตสุวรรณ (2543) กล่าวว่า จากการที่ทฤษฎีทางด้านตัวแทนและเจ้าของได้มองว่า การที่ใช้เงินทุนที่มาจากการก่อหนี้จะทำให้เกิดประสิทธิภาพในการทำงานมากกว่าการที่มาจากทุน จากผลประโยชน์ทางด้านภาษี และยังมีส่วนสะท้อนถึงการตรวจสอบภายนอกด้วย ถ้ามีการตรวจสอบจากเจ้าหนี้ทำให้การบริหารงานของฝ่ายบริหารมีการตรวจสอบและสอดส่องมากขึ้นซึ่งจะทำให้ปัญหาที่เกิดจากตัวแทนน้อยลง หรือถ้าขาดการตรวจสอบที่ดีจากเจ้าหนี้ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทแย่ลงได้ (ผกามาศ เอื้องอุดม, 2543) ซึ่งส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในทางบวกหรือลบ ดังนั้นผู้วิจัยจึงได้นำความเสี่ยงทางการเงิน ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมมาทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งความเสี่ยงทางการเงินสามารถเก็บข้อมูลได้จากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ ซึ่งเป็นข้อมูลในงบการเงินของบริษัทในปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2547 วัดค่าโดยใช้สูตรดังต่อไปนี้

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

การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง (CINT)

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต พบว่า การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานขององค์กร (Kevin Campbell, 2002) เนื่องจากบริษัทที่มีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงอาจจะได้เปรียบในการขัดขวางโอกาสที่คู่แข่งจะเข้ามาแข่งขัน โดย วรศักดิ์ ทุมมานนท์ (2547) กล่าวว่า ในช่วงแรกของการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงจะมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (เช่น ค่าเสื่อมราคา เป็นต้น) ที่สูงมาก ในขณะที่ยังไม่สามารถทำการผลิตหรือใช้ขีดความสามารถที่มีอยู่ได้อย่างเต็มที่ จึงกล่าวได้ว่าบริษัทที่มีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง (Capital Intensity) จะได้เปรียบในการขัดขวางโอกาสการเข้ามาแข่งขันของคู่แข่งได้ ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในทางบวกหรือลบ ดังนั้นผู้วิจัยจึงได้นำการลงทุนใน

สินทรัพย์ถาวรสูง (Capital Intensity) ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมมาทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง (Capital Intensity) สามารถเก็บข้อมูลได้จากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ ซึ่งเป็นข้อมูลในงบการเงินและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัทในปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2547 วัดค่าโดยใช้สูตรดังต่อไปนี้

$$\text{การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง} = \frac{\text{ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม}}{\text{จำนวนพนักงาน}}$$

ประเภทอุตสาหกรรม (TYPE)

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีตของ Kevin Campbell (2002) ที่ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานขององค์กร ได้มีการนำประเภทอุตสาหกรรมเข้ามาเป็นตัวแปรหนึ่งที่ใช้ในการควบคุมผลการศึกษา ดังนั้นผู้วิจัยจึงนำประเภทอุตสาหกรรม ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมมาทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยวิธีการวัดประเภทอุตสาหกรรมจะใช้ตัวแปรเทียม (Dummy variable) ในการระบุประเภทอุตสาหกรรม ดังนั้นผู้วิจัยจึงเลือกใช้ตัวแปรเทียม (0,1) ในการวัดค่าตัวแปร ทั้งนี้การแบ่งประเภทอุตสาหกรรมนั้น ได้อ้างอิงกับการจัดกลุ่มอุตสาหกรรมใหม่ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ก.ล.ต.) แต่เนื่องจากงานวิจัยนี้ได้มีการยกเว้นในส่วนของ กลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มกองทุน และบริษัทที่อยู่ในระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานมารวมเป็นกลุ่มตัวอย่าง เนื่องจากกลุ่มธุรกิจเหล่านี้ประเทศไทยมีกฎหมายที่กำกับดูแลแตกต่างออกไป ดังนั้นประเภทอุตสาหกรรมในงานวิจัยนี้จึงเท่ากับ 8 กลุ่มอุตสาหกรรม สามารถแสดงการแทนค่าได้ดังตาราง 3.2

ตาราง 3.2 สรุปการแทนค่าประเภทอุตสาหกรรม

ประเภทอุตสาหกรรม	การแทนค่า
กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (TYPE 1)	1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 0 บริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (TYPE 2)	1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค 0 บริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค
กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม (TYPE 3)	1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม 0 บริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม

ประเภทอุตสาหกรรม	การแทนค่า
กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (TYPE 4)	1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 0 บริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
กลุ่มทรัพยากร (TYPE 5)	1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มทรัพยากร 0 บริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มทรัพยากร
กลุ่มบริการ (TYPE 6)	1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มบริการ 0 บริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มบริการ
กลุ่มเทคโนโลยี (TYPE 7)	1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มเทคโนโลยี 0 บริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มเทคโนโลยี

เนื่องจากตัวแปรที่เกี่ยวกับประเภทอุตสาหกรรมนี้เป็นตัวแปรอิสระเชิงกลุ่มหรือตัวแปรเชิงคุณภาพจึงต้องใช้ตัวแปรเทียมในการแทนค่า โดยแทนค่า 1 หากเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ระบุไว้ และ 0 หากเป็นบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ระบุไว้

3.3.2.3 **ตัวแปรตาม**[3]

ในส่วนของตัวแปรตามคือ ผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมในงานวิจัยต่าง ๆ สามารถจัดทำเป็นตารางสรุปตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทได้ดังตาราง 3.3

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

[3] ตัวแปรตาม (Dependent variable) หมายถึง ตัวแปรที่ได้รับผลกระทบจากตัวแปรอิสระ

ตาราง 3.3 สรุปตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัท

ผู้ทำวิจัย	ตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัท			
	ROA	ROS	TOBIN'S Q	ROE
Kevin Campbell (2002)	✓	✓		
Qi et al. (2000)				✓
Lichtenberg and Pushner (1994)	✓			
Cho (1998)			✓	
Demsetz and Villalonga (2001)			✓	
พัดชา สีตสุวรรณ (2543)				✓

จากงานวิจัยของ Qi et al. (2000) และ พัดชา สีตสุวรรณ (2543) ได้นำตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทคือ ROE เนื่องจากนักลงทุนจะพิจารณาอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นเป็นตัววัดบริษัทที่สำคัญที่สุดตัวหนึ่งเลยทีเดียว อัตราส่วนนี้จะสะท้อนให้เห็นถึงผู้บริหารของบริษัทบริหารการจัดการเงินที่ผู้ถือหุ้นนำมาลงทุนได้ดีเพียงไร และความสามารถของบริษัทในการทำกำไรให้แก่ผู้ถือหุ้น รวมถึง (Nikki Ross, 2547) ได้กล่าวว่า นักลงทุนจะเลือกซื้อบริษัทที่มีผลกำไรที่เติบโตขึ้นอย่างสม่ำเสมอและกำไรส่วนใหญ่จะถูกสะสมไว้ เพื่อที่จะนำไปลงทุนเพิ่มอย่างชาญฉลาดและสร้างผลตอบแทนให้สูงๆ ดังนั้น งานวิจัยครั้งนี้จึงนำอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นมาใช้ในการวัดค่าผลการดำเนินงานของบริษัท โดยสามารถเก็บข้อมูลได้จากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ ซึ่งเป็นข้อมูลในงบการเงินของบริษัทในปี พ.ศ. 2545 ถึง 2547 โดยมีรายละเอียดในการวัดค่า ดังนี้

อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE)

อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) หมายถึงตัวแปรทางด้านผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่วัดความสามารถของบริษัทในการสร้างผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นแสดงให้เห็นถึงผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ในส่วนที่ผู้ถือหุ้นสามัญนำมาลงทุน นั่นคือผู้ถือหุ้นสามัญจะได้รับผลตอบแทนกลับคืนไปในอัตราส่วนเท่าไรเมื่อเทียบกับส่วนที่ตนนำมาลงทุน โดยคำนวณมาจากกำไรสุทธิหลังหักดอกเบี้ยและภาษีในสิ้นงวดปีแต่ไม่รวมถึงรายการพิเศษนั้นต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งส่วนของผู้ถือหุ้นจะมีการปรับโดยไม่นำส่วนเกินจากการตีราคาของสินทรัพย์มาคำนวณ

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

ตาราง 3.4 สรุปรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิด

บทบาทของตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่า	สัญลักษณ์ที่คาดหวัง
ตัวแปรที่สนใจศึกษา			
1.สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย	THAI	จำนวนหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนไทยหารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท	+
2.สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ	FOREIGN	จำนวนหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนต่างชาติหารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท	+
3.สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทย	MGTH	จำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้บริหารไทยหารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท	+
4.สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ	MGF	จำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้บริหารต่างชาติหารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท	+
ตัวแปรควบคุม			
1.ขนาดของบริษัท	LLTA	วัดค่าโดยใช้ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวม	+
2.ความเสี่ยงทางการเงิน	DFL	วัดค่าโดยใช้หนี้สินรวมทั้งหมดหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด	+/-
3.การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง	CINT	ลอการิทึมของสินทรัพย์รวมหารด้วยจำนวนพนักงาน	+/-

ตาราง 3.4 สรุปรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิด

บทบาทของตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่า	สัญลักษณ์ที่คาดหวัง
ตัวแปรควบคุม			
4.ประเภทอุตสาหกรรม	TYPE	1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ระบุไว้ 0 บริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ระบุไว้	ไม่มี
ตัวแปรตาม			
4.อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น	ROE	กำไรสุทธิหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญโดยเฉลี่ย	ไม่มี
อื่น ๆ	ε	ค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแบบ	ไม่มี

3.4 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

3.4.1 ประชากร คือบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประจำปี พ.ศ. 2545 โดยมีทั้งหมด 393 บริษัท (รวมบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ (Market Alternative Investment: MAI) และกองทุนรวม) ทั้งนี้การแบ่งกลุ่มอุตสาหกรรมตามที่ได้นำเสนอในตาราง 3.5 นี้ได้อ้างอิงกับการจัดกลุ่มอุตสาหกรรมใหม่ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ก.ล.ต.)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตาราง 3.5 ประชากรในการศึกษา

กลุ่ม	กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวน (บริษัท)
1	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	41
2	สินค้าอุปโภคบริโภค	36
3	ธุรกิจการเงิน	59
4	วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม	40
5	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	52
6	ทรัพยากร	12
7	บริการ	66
8	เทคโนโลยี	32
9	บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ (REHABCO)	38
10	ธุรกิจขนาดกลาง (MAI)	9
11	กองทุน	8
	รวม	393

3.4.2 **กลุ่มตัวอย่าง** คือบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประจำปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2547 รวม 3 ปี กลุ่มตัวอย่างจะต้องเป็นบริษัทที่มีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครบถ้วน โดยการวิจัยจะใช้ข้อมูลในทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นในส่วนของ ธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิตและประกันภัย กองทุน และบริษัทที่อยู่ในระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน ซึ่งจำนวนบริษัทโดยประมาณจะมีจำนวน 201 บริษัท ในแต่ละปี[4] เนื่องจากกลุ่มธุรกิจเหล่านี้ประเทศไทยมีกฎหมายที่กำกับดูแลแตกต่างออกไป ทั้งนี้รัฐมองว่าธุรกิจเหล่านี้มีผลกระทบถึงความมั่นคงและผลประโยชน์ของคนส่วนมาก จึงเข้ามามีบทบาทในการบริหารบริษัทในส่วนการกำกับดูแลตลอดจนเข้ามามีส่วนในการบริหาร หรือมีข้อจำกัดในการบริหารบริษัทเหล่านี้ จึงเห็นว่าไม่ควรรวมข้อมูลในส่วนธุรกิจเหล่านี้มาด้วย

[4] โดยในการคัดเลือกข้อมูลจะเลือกบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม บริษัทที่มีส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีค่าเป็นบวก และมีข้อมูลครบถ้วน

3.5 การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูลในการศึกษาครั้งนี้จะใช้ข้อมูลทุติยภูมิ ซึ่งแหล่งข้อมูลทุติยภูมิที่สำคัญ และจำเป็นต้องศึกษาส่วนมากได้มาจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET-SMART) โดยข้อมูลที่สำคัญสำหรับใช้ในการวิจัยครั้งนี้ประกอบไปด้วย ข้อมูลงบการเงิน รายงานการเงินอื่น แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี หรือแบบ 56-1 และข้อมูลผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เปิดเผย 15 อันดับแรกของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้แหล่งข้อมูลจากแผ่นซีดีรอม (I – SIMS : Integrated – SET Information Management System) ที่จัดทำขึ้นโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.6 แนวทางการวิเคราะห์ข้อมูล

เพื่อนำเสนอผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษา จำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องใช้เทคนิคทางสถิติในการอธิบายและวิเคราะห์ข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้ใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS (Statistical Package for the Social Science) แนวทางการวิเคราะห์ข้อมูลสำหรับการศึกษานี้จำแนกตามเทคนิคทางสถิติที่นำมาใช้ อันประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนาหรือค่าสถิติพื้นฐาน และสถิติเชิงอนุมาน เนื้อหาสาระของเทคนิคทางสถิติแต่ละชนิดสามารถสรุปพอสังเขปได้ดังนี้

3.6.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

นำเสนอข้อมูลในรูปของตารางแจกแจงความถี่ (Frequency) ด้วยร้อยละ (Percentage) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าต่ำสุด (Min) ค่าสูงสุด (Max) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) เพื่ออธิบายข้อมูลดังต่อไปนี้

3.6.1.1 ข้อมูลสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย

3.6.1.2 ข้อมูลสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ

3.6.1.3 ข้อมูลสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทย

3.6.1.4 ข้อมูลสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ

3.6.1.5 ข้อมูลเกี่ยวกับขนาดของบริษัท

3.6.1.6 ข้อมูลเกี่ยวกับระดับความเสี่ยงทางการเงิน

3.6.1.7 ข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง (Capital Intensity)

3.6.1.8 ข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัท

3.6.2 **สถิติเชิงอนุมาน** (Inferential Statistics)

สถิติอนุมานในงานวิจัยฉบับนี้ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ [5] โดยประกอบไปด้วยรายละเอียด ดังนี้

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ วัตถุประสงค์ของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุมีดังนี้

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรว่ามีความสัมพันธ์กันมากน้อยเพียงใด ถ้าตัวแปรอิสระและตัวแปรตามมีความสัมพันธ์กันมาก แสดงว่า ถ้าตัวแปรอิสระมีค่าเปลี่ยนแปลงไปจะมีผลกระทบต่อค่าของตัวแปรตามเป็นอย่างมาก

2. ใช้ความสัมพันธ์ที่วิเคราะห์ได้มาประมาณค่าหรือพยากรณ์ค่าตัวแปรตาม ในอนาคตเมื่อกำหนดค่าตัวแปรอิสระ

ผู้วิจัยมุ่งที่จะตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยใช้ตัวแบบการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ เนื่องจากตัวแปรตามมีลักษณะเป็นตัวแปรตามเชิงปริมาณ หรือตัวแปรตามต่อเนื่อง

สำหรับการศึกษาครั้งนี้นำเทคนิคนี้มาใช้เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม หรือเพื่อตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีความสัมพันธ์กับการผลการดำเนินงานของบริษัทในทิศทางใด ทั้งนี้พิจารณาจากทิศทางสัญลักษณ์ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณที่ได้จากการทดสอบ (อาจเป็นบวกหรือลบ) จะเห็นว่าเทคนิคดังกล่าวสามารถตอบวัตถุประสงค์และสมมติฐานของการวิจัยนี้ได้อย่างครบถ้วน สำหรับผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษาจะนำเสนอไว้ในบทที่ 4 และบทที่ 5 เป็นลำดับถัดไป

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

[5] การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regressions Analysis) เป็นการวิเคราะห์ความถดถอยที่อยู่ในรูปเชิงเส้น มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระตั้งแต่ 2 ตัวขึ้นไป กับตัวแปรตาม เพื่อนำสมการถดถอยที่ได้ไปประมาณหรือพยากรณ์ค่าตัวแปรตาม เมื่อทราบค่าตัวแปรอิสระ โดยที่ตัวแปรตามจะเป็นตัวแปรตามเชิงปริมาณ ส่วนตัวแปรอิสระสามารถเป็นได้ทั้งตัวแปรเชิงปริมาณและตัวแปรเชิงกลุ่ม

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ในบทนี้จะนำเสนอผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชีตามวิธีที่นำเสนอไว้ในบทที่ 3 ขอบเขตของข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2547 รวม 3 ปี มีข้อมูลทั้งสิ้นจำนวน 201 บริษัท

การวิเคราะห์การถดถอยความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 15 อันดับแรก ประกอบด้วย นักลงทุนไทย นักลงทุนต่างชาติ ผู้บริหารไทย ผู้บริหารต่างชาติกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี ซึ่งนำมาใช้ในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัท โดยจะนำเสนอผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมาน

4. ผลการวิเคราะห์การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี

4.1 ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา

ตารางที่ 4.1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรตาม คือ ผลการดำเนินงานของบริษัท

ตัวแปร	Min	Max	Mean	Std. Deviation
อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)	-2.94	3.56	0.1393	0.35309

จากตารางข้างต้นแสดงข้อมูลเกี่ยวกับค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรตาม คือ ผลการดำเนินงานซึ่งถูกวัดในด้านความสามารถในการทำกำไร ที่ใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชีของบริษัทกลุ่มตัวอย่าง จากตารางเมื่อพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทโดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ13.93 (Mean) เมื่อพิจารณารายละเอียดพบว่า บางบริษัทเกิดขาดทุนเป็นจำนวนมากทำให้อัตรา

ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อยู่ที่ติดลบร้อยละ 294 (Min) ในทางตรงกันข้ามบางบริษัทมีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) สูงถึงร้อยละ 356 (Max)

ตารางที่ 4.2 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระ คือ โครงสร้างผู้ถือหุ้น

ตัวแปร	Min	Max	Mean	Std. Deviation
นักลงทุนไทย (THAI)	0.01	0.98	0.6117	0.19863
นักลงทุนต่างชาติ (FOREIGN)	0.00	0.92	0.1693	0.18837
ผู้บริหารไทย (MGTH)	0.00	0.75	0.1481	0.17919
ผู้บริหารต่างชาติ (MGF)	0.00	0.28	0.0073	0.03156

จากตารางข้างต้นแสดงข้อมูลเกี่ยวกับค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระ คือ โครงสร้างผู้ถือหุ้น ที่ใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชีของบริษัทกลุ่มตัวอย่าง จากตารางเมื่อพิจารณาสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยที่ถือหุ้นของบริษัทโดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 61.17 (Mean) เมื่อพิจารณารายละเอียดพบว่า บางบริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยถือหุ้นในบริษัทอยู่ที่ร้อยละ 1 (Min) ในทางตรงกันข้ามบางบริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยถือหุ้นในบริษัทสูงถึงร้อยละ 98 (Max)

ส่วนสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติที่ถือหุ้นของบริษัทโดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 16.93 (Mean) เมื่อพิจารณารายละเอียดพบว่า บางบริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงต่างชาติถือหุ้นในบริษัทอยู่ที่ร้อยละ 0 (Min) ในทางตรงกันข้ามบางบริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติถือหุ้นในบริษัทสูงถึงร้อยละ 92 (Max)

ส่วนสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยที่ถือหุ้นของบริษัทโดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 14.81 (Mean) เมื่อพิจารณารายละเอียดพบว่า บางบริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยถือหุ้นในบริษัทอยู่ที่ร้อยละ 0 (Min) ในทางตรงกันข้ามบางบริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยถือหุ้นในบริษัทสูงถึงร้อยละ 75 (Max)

ส่วนสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติที่ถือหุ้นของบริษัทโดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 0.73 (Mean) เมื่อพิจารณารายละเอียดพบว่า บางบริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติถือหุ้นในบริษัทอยู่ที่ร้อยละ 0 (Min) ในทางตรงกันข้ามบางบริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติถือหุ้นในบริษัทสูงถึงร้อยละ 28 (Max)

ตารางที่ 4.3 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรควบคุม มีดังนี้

ตัวแปร	Min	Max	Mean	Std. Deviation
ขนาดของกิจการ (LLTA)	41,279.00	359,961,462.00	8,023,378.56	24,025,418.50
ความเสี่ยงทางการเงิน (DFL)	0.00	83.20	1.2621	4.3163
การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง (CINT)	0.00	0.13	0.0152	0.02039

จากตารางข้างต้นแสดงข้อมูลเกี่ยวกับค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรควบคุม ซึ่งประกอบไปด้วย ขนาดของกิจการ ความเสี่ยงทางการเงิน และ การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง ที่ใช้ในการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชีของบริษัทกลุ่มตัวอย่าง จากตารางเมื่อพิจารณาขนาดของบริษัทซึ่งพิจารณาจากสินทรัพย์รวมโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 8,023,378.56 พันบาท (Mean) เมื่อพิจารณารายละเอียดพบว่า บางบริษัทขนาดของบริษัทสินทรัพย์รวมอยู่ที่ 41,279 พันบาท (Min) ในทางตรงกันข้ามบางบริษัทขนาดของบริษัทสินทรัพย์รวมสูงถึง 359,961,462 พันบาท (Max)

ส่วนความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 1.26 เท่า (Mean) เมื่อพิจารณารายละเอียดพบว่า บางบริษัทมีระดับความเสี่ยงทางการเงินอยู่ที่ 0 เท่า (Min) ในทางตรงกันข้ามบางบริษัทมีระดับความเสี่ยงทางการเงินสูงถึง 83.20 เท่า (Max)

ส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง (Capital Intensity) ของบริษัทโดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 1.52 (Mean) เมื่อพิจารณารายละเอียดพบว่า บางบริษัทมีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง (Capital Intensity) อยู่ที่ร้อยละ 0 (Min) ในทางตรงกันข้ามบางบริษัทมีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง (Capital Intensity) ถึงร้อยละ 13 (Max)

4.2 ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงอนุมาน

เป็นการนำเสนอผลการวิจัยจากการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงอนุมาน ซึ่งเป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี โดยใช้

เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ[6] ในการวิเคราะห์ข้อมูล เนื่องจากตัวแปรตามมีลักษณะเป็นตัวแปรตามเชิงปริมาณ หรือตัวแปรตามต่อเนื่อง

การวิเคราะห์การถดถอยนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้งสองประเภทว่าตัวแปรอิสระมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามอย่างไรและในทิศทางใด โดยที่วัตถุประสงค์ของการวิเคราะห์การถดถอยคือ การมุ่งทดสอบสมมติฐานการวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามว่าเป็นไปตามสมมติฐานหรือไม่ โดยดูจากค่านัยสำคัญทางสถิติของค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของตัวแปรอิสระแต่ละตัว

ดังตารางที่ 4.4 แสดงถึงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 15 อันดับแรก ประกอบด้วย นักลงทุนไทย นักลงทุนต่างชาติ ผู้บริหารไทย ผู้บริหารต่างชาติ กับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น โดยกำหนดให้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแปรตาม

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 THAI + \beta_2 FOREIGN + \beta_3 MGTH + \beta_4 MGF + \beta_5 LLTA + \beta_6 DFL + \beta_7 CINT + \beta_8 IND + \varepsilon$$

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

[6] ผู้วิจัยได้ทดสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ และพบว่าสอดคล้องกับเงื่อนไขที่กำหนดไว้ทุกประการเช่นเดียวกัน ดังนี้ (1) ค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อน = 0 (เงื่อนไขข้อนี้เป็นจริงเสมอ) (2) ค่าคลาดเคลื่อนต้องมีการแจกแจงแบบปกติ (3) การตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงอัตตะ (ค่าคลาดเคลื่อนต้องเป็นอิสระกัน) (4) ค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนต้องคงที่ทุกค่าของ X และ (5) ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระกันหรือไม่เกิดปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.4 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

ตัวแปร	ทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวัง (Predicted relation)	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (β)	T-Stat	P-Value
INTERCEPT	None	-0.706	-3.155	0.002**
THAI	+	0.286	2.517	0.012**
FOREIGN	+	0.168	1.457	0.146
MGTH	+	2.929	0.351	0.726
MGF	+	1.498	3.284	0.001**
LLTA	+	5.864	2.137	0.033**
DFL	+/-	-2.633	-8.346	0.000**
CINT	+/-	-1.387	-1.869	0.062*
TYPE 1	None	0.255	1.734	0.083*
TYPE 2	None	0.243	1.657	0.098*
TYPE 3	None	0.299	2.079	0.038*
TYPE 4	None	0.441	3.005	0.003*
TYPE 5	None	0.352	2.167	0.031*
TYPE 6	None	0.305	2.132	0.033*
TYPE 7	None	0.293	1.971	0.049*

R-squared	0.160	S.E. of regression	0.32748
Adjusted R-squared	0.140	Durbin-Watson stat	1.892

p-value ของตัวแบบ = 0.000

* บ่งบอกถึงระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 ** บ่งบอกถึงระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

4.2.1 ผลการทดสอบสมมติฐานของตัวแบบ

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 1

จากตารางที่ 4.4 สามารถใช้ทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 1 ดังต่อไปนี้

H1 : สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท (ROE)

นักลงทุนไทยเป็นตัวแปรที่แสดงสัดส่วนการถือหุ้นนักลงทุนที่มีสัญชาติไทย แทนด้วยตัวแปร THAI จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณของสัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนไทยเท่ากับ 0.286 กล่าวได้ว่า เมื่อมีการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติถือหุ้นอยู่จะทำให้เพิ่มผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่เพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ย 0.286 หน่วย หรืออาจกล่าวได้ว่า การที่มีนักลงทุนไทยถือหุ้นในบริษัทอยู่จะช่วยให้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น เนื่องจากพบว่าเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ กล่าวคือ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ($p < 0.05$) ดังนั้น จึง**ยอมรับ**สมมติฐานการวิจัยที่ 1

ผลการทดสอบนี้พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจาก (นวพร พงษ์ตัณฑกุล, 2546) บริษัทในประเทศไทยส่วนใหญ่มักเริ่มต้นด้วยธุรกิจครอบครัว ผู้ก่อตั้งซึ่งเป็นบุคคลภายในครอบครัวนั้นยังเข้าควบคุมบริษัทอยู่ จึงกล่าวได้ว่าโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทในประเทศไทยส่วนใหญ่นั้นมีพื้นฐานมาจากครอบครัว โดยที่การถือหุ้นและอำนาจการบริหารในบริษัทจะกระจุกตัวอยู่ในสมาชิกครอบครัว (Big inside shareholder) และจากงานวิจัยของ ADB (2000b) อ้างถึงใน นวพร พงษ์ตัณฑกุล (2546) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมประเภทต่าง ๆ ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยพบว่า บริษัทในเครือจะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดในกลุ่มผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรกของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยมีการถือหุ้นถัวเฉลี่ยคิดเป็นร้อยละ 27 ของหุ้นทั้งหมดของบริษัท ส่วนบุคคลทั่วไปจะถือหุ้นถัวเฉลี่ยคิดเป็นร้อยละ 19 ของหุ้นทั้งหมดของบริษัท และเมื่อพิจารณาลักษณะของผู้ถือหุ้นที่อยู่ในกลุ่มบุคคลทั่วไปจะพบว่า ส่วนใหญ่เป็นสมาชิกในครอบครัวเป็นผู้ก่อตั้งบริษัทหรือผู้บริหารระดับสูงที่ดำรง

ตำแหน่งสำคัญในบริษัท เพราะโดยทั่วไปกลุ่มครอบครัวและเครือญาติจะรักษาอำนาจการควบคุมในบริษัทผ่านทางการถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงมากๆ หรือการมีส่วนร่วมในการบริหารงานประจำวัน จึงสรุปได้ว่าการกระจุกตัวการถือหุ้นนั้นมาจากนักลงทุนไทยส่วนใหญ่ และนักลงทุนเหล่านี้จะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เพราะมีการรักษาอำนาจในการควบคุมในบริษัทผ่านทางการถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงจนทำให้ผลประโยชน์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับผู้ถือหุ้นอื่นของบริษัท ซึ่งส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 2

จากตารางที่ 4.4 สามารถใช้ทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 2 ดังต่อไปนี้

H2 : สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท (ROE)

นักลงทุนต่างชาติเป็นตัวแปรที่แสดงสัดส่วนการถือหุ้นนักลงทุนที่มีสัญชาติต่างด้าว แทนด้วยตัวแปร FOREIGN จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ กล่าวคือ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานบริษัท ซึ่งถูกวัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ($p > 0.05$) ดังนั้น จึง**ปฏิเสธ**สมมติฐานการวิจัยที่ 2

ผลการทดสอบนี้ไม่เป็นไปตามที่ผู้วิจัยได้คาดไว้ว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากทฤษฎีกลุ่มการลงทุนเป็นทฤษฎีที่กล่าวถึง ผู้ถือหุ้นจะกระจายเงินลงทุนไปในบริษัทต่าง ๆ เพื่อลดความเสี่ยงที่เกิดจากการผูกติดกับผลการดำเนินงานของบริษัทเพียงบริษัทเดียว เพราะหากบริษัทใดบริษัทหนึ่งที่อยู่ในกลุ่มการลงทุน มีผลการปฏิบัติงานไม่ดี ผู้ถือหุ้นก็จะได้รับผลกระทบจากความเสียหายนี้ไม่มากนัก การเข้าไปถือหุ้นในหลาย ๆ บริษัททำให้ผู้ถือหุ้นไม่สามารถเข้าไปบริหารงานในทุกกิจการที่ตนเป็นเจ้าของได้ (Fama, 1980 อ้างถึงใน นวพร พงษ์ตัณฑกุล, 2546) ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่า การที่นักลงทุนต่างชาติมีการกระจายการลงทุนไปในบริษัทต่าง ๆ โดยที่ไม่สามารถเข้าไปบริหารงานในกิจการที่ตนเข้าไปลงทุนได้ ส่งผลให้การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท จึงอาจทำให้ตัวแปรนี้ไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 3

จากตารางที่ 4.4 สามารถใช้ทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 3 ดังต่อไปนี้

H3 : สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท (ROE)

ผู้บริหารไทยเป็นตัวแปรที่แสดงถึงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีสัญชาติไทย แทนด้วยตัวแปร MGTH จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ กล่าวคือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญ ($p > 0.05$) ดังนั้น จึง**ปฏิเสธ**สมมติฐานการวิจัยที่ 3

ผลการทดสอบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ พัดชา สีตสุวรรณ (2543) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่าระดับการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีการถือหุ้นอยู่ร้อยละ 0 ถึง ร้อยละ 25 ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญ และจากผลการทดสอบพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น จากการที่ผู้บริหารได้รับผลตอบแทนนอกจากเงินปันผลที่ได้รับแล้วยังมีผลตอบแทนในรูปอื่น ๆ อีกอาทิเช่น โบนัส เงินเดือน เป็นต้น ทำให้ผู้บริหารไม่มีแรงจูงใจและพยายามที่จะทำให้ได้รับผลตอบแทนในรูปเงินปันผลมากยิ่งขึ้น และจากผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยโดยเฉลี่ยมีร้อยละ 15 ซึ่งถือว่ามีระดับการถือหุ้นที่น้อยจนไม่มีสิทธิในการตัดสินใจในการทำงานได้มากนัก ดังนั้น การถือหุ้นของผู้บริหารไทยจึงไม่มีผลต่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น จึงอาจทำให้ตัวแปรนี้ไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 4

จากตารางที่ 4.4 สามารถใช้ทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 4 ดังต่อไปนี้

H4 : สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท

ผู้บริหารต่างชาติเป็นตัวแปรที่แสดงถึงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีสัญชาติต่างด้าว แทนด้วยตัวแปร MGF จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณของสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารต่างชาติเท่ากับ 1.498 กล่าวได้ว่า เมื่อมีการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติถือหุ้นอยู่จะทำให้เพิ่มผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ย 1.498 หน่วย หรืออาจกล่าวได้ว่า การที่มีผู้บริหารต่างชาติถือหุ้นในบริษัทอยู่จะช่วยให้ผลการดำเนินงานของบริษัทเพิ่มขึ้น เนื่องจากพบว่าเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ กล่าวคือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญ ($p < 0.05$) ดังนั้น จึง**ยอมรับ**สมมติฐานการวิจัยที่ 4

ผลการทดสอบนี้เป็นไปตามที่ผู้วิจัยได้คาดไว้ว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวก หรือมีความสัมพันธ์ไปในทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ จากงานวิจัยของผกามาศ เอื้องอุดม (2543) กล่าวว่า การที่มีผู้บริหารต่างชาติเข้ามาถือหุ้นในบริษัทนั้น อาจช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นรายอื่น เพราะผลประโยชน์จะเบนเข้าหาในทิศทางเดียวกัน (Convergence of Interests) คือมุ่งสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น และทั้งนี้ผู้บริหารต่างชาติอาจช่วยโอนถ่ายเทคโนโลยีจากต่างประเทศเข้ามา อีกทั้งยังช่วยขยายฐานลูกค้าด้วย ซึ่งส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นในทางที่ดีขึ้น

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 5

จากตารางที่ 4.4 สามารถใช้ทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 5 ดังต่อไปนี้

H5 : ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท (ROE)

ขนาดของบริษัทวัดจากสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัท แทนด้วยตัวแปร LTTA จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณของขนาดของบริษัทเท่ากับ 5.864 กล่าวคือ ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากพบว่าเป็นไปตามสมมติฐานการ

วิจัยที่ตั้งไว้ ขนาดขององค์กรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท (ROE) อย่างมีนัยสำคัญ ($p < 0.05$) ดังนั้น จึง**ยอมรับ**สมมติฐานการวิจัยที่ 5

ผลการทดสอบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Qi et al. (2000) ที่พบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท จากผลการทดสอบพบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวก หรือไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัท ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่จะมีอำนาจในการผูกขาดทางธุรกิจ กำลังทุนที่มากกว่า และมีช่องทางการกระจายสินค้าและบริการมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก บริษัทขนาดใหญ่จึงใช้กำลังการผลิตขนาดประหยัด (Economies of Scale) ได้ ซึ่งจะทำให้ช่วยประหยัดต้นทุนในการผลิตมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 6

จากตารางที่ 4.4 สามารถใช้ทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 6 ดังต่อไปนี้

H6 : ความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท (ROE)

ความเสี่ยงทางการเงิน แทนด้วยตัวแปร DFL จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณของความเสี่ยงทางการเงินเท่ากับ -2.633 กล่าวได้ว่า ความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นลดลง เนื่องจากพบว่าเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ ความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ($p < 0.05$) ดังนั้น จึง**ยอมรับ**สมมติฐานการวิจัยที่ 6

ผลการทดสอบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ พัดชา สีตสุวรรณ (2543) พบว่า ความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท จากผลการทดสอบพบว่า ความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากการที่บริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินที่สูงจะมี

ภาระเกี่ยวกับดอกเบี้ยสูง และดอกเบี้ยจ่ายจะทำให้ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทลดลง ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่ลดลง

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 7

จากตารางที่ 4.4 สามารถใช้ทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 7 ดังต่อไปนี้

H7 : การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท (ROE)

การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง แทนด้วยตัวแปร CINT จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณของการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงเท่ากับ -1.387 กล่าวได้ว่า การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากพบว่าเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ($p < 0.10$) ดังนั้น จึง**ยอมรับ**สมมติฐานการวิจัยที่ 7

ผลการทดสอบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kevin Campbell (2002) ที่พบว่าการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท จากผลการทดสอบพบว่าการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดย วรศักดิ์ ทุมมานนท์ (2547) กล่าวว่าในช่วงแรกของการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงจะมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (เช่น ค่าเสื่อมราคา เป็นต้น) ที่สูงมาก ในขณะที่ยังไม่สามารถทำการผลิตหรือใช้ขีดความสามารถที่มีอยู่ได้อย่างเต็มที่ อาจส่งผลให้ขาดทุนได้

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 8

จากตารางที่ 4.4 สามารถใช้ทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 8 ดังต่อไปนี้

H8 : ประเภทอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท (ROE)

ประเภทอุตสาหกรรมแทนด้วยตัวแปร TYPE 1 - 7 ประกอบด้วย

1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร แทนด้วยตัวแปร TYPE 1
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภค แทนด้วยตัวแปร TYPE 2
3. กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม แทนด้วยตัวแปร TYPE 3
4. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง แทนด้วยตัวแปร TYPE 4
5. กลุ่มทรัพยากร แทนด้วยตัวแปร TYPE 5
6. กลุ่มบริการ แทนด้วยตัวแปร TYPE 6
7. กลุ่มเทคโนโลยี แทนด้วยตัวแปร TYPE 7

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่า ผลการวิจัยเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ กล่าวคือประเภทอุตสาหกรรมตั้งแต่ TYPE 1 – 7 มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยวัดจากผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ($p < 0.10$) ดังนั้น จึง **ยอมรับ**สมมติฐานการวิจัยที่ 8

ผลการทดสอบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kevin Campbell (2002) ที่พบว่าประเภทอุตสาหกรรมไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท จากผลการทดสอบพบว่า ประเภทอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ ประเภทอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันย่อมมีลักษณะของธุรกิจ สภาพแวดล้อม นโยบายทางการบัญชี แนวทางการปฏิบัติงานที่แตกต่างกัน ซึ่งอาจจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานที่ได้รับแตกต่างกันไปด้วย

ตาราง 4.8 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่	สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบ
		ROE
H1	สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท	**ยอมรับ** H1 ($p<0.05$)
H2	สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท	**ปฏิเสธ** H2 ($p>0.05$)
H3	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท	**ปฏิเสธ** H3 ($p>0.05$)
H4	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท	**ยอมรับ** H4 ($p<0.05$)
H5	ขนาดของบริษัทสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท	**ยอมรับ** H5 ($p<0.05$)
H6	ความเสี่ยงทางการเงินสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท	**ยอมรับ** H6 ($p<0.05$)
H7	การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท	**ยอมรับ** H7 ($p<0.10$)
H8	ประเภทอุตสาหกรรมสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท	**ยอมรับ** H8 ($p<0.10$)

จากตารางที่ 4.8 เป็นการสรุปผลการทดสอบตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้ง ซึ่งเป็นผลมาจากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี (ผลการดำเนินงานของบริษัท) ซึ่งโครงสร้างผู้ถือหุ้นนั้นเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 15 อันดับแรก

ตารางที่ 4.9 สรุปการอธิบายผลการทดสอบ

สรุปสมมติฐานการวิจัย	ผล
<u>ตัวแปรที่สนใจในการศึกษา</u> 1.สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท	1.ผลการทดสอบพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญ สามารถอธิบายได้ว่า โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทในประเทศไทยส่วนใหญ่นั้นมีพื้นฐานมาจากครอบครัว โดยที่การถือหุ้นและอำนาจการบริหารในบริษัทจะกระจุกตัวอยู่ในสมาชิกครอบครัว เป็นผู้ก่อตั้งบริษัทหรือผู้บริหารระดับสูงที่ดำรงตำแหน่งสำคัญในบริษัท เพราะโดยทั่วไปกลุ่มครอบครัวและเครือญาติจะรักษาอำนาจการควบคุมในบริษัทผ่านทางการถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงมากๆ หรือการมีส่วนร่วมในการบริหารงานประจำวัน จึงสรุปได้ว่าการกระจุกตัวการถือหุ้นนั้นมาจากนักลงทุนไทยส่วนใหญ่ และนักลงทุนเหล่านี้จะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เพราะมีการรักษาอำนาจในการควบคุมในบริษัทผ่านทางการถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงจนทำให้ผลประโยชน์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับผู้ถือหุ้นอื่นของบริษัท ซึ่งส่งผลต่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น
2.สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท	2.ผลการทดสอบพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญ สามารถอธิบายได้ว่าจากทฤษฎีกลุ่มการลงทุนที่กล่าวถึง ผู้ถือหุ้นที่มีการกระจายเงินลงทุนไปในบริษัทต่างๆ เพื่อลดความเสี่ยงที่ผูกติดกับผลการดำเนินงานของบริษัทเพียงบริษัทเดียว จึงกล่าวได้ว่าการที่นักลงทุนต่างชาติมีการกระจายการลงทุนไปในบริษัทต่างๆ โดยไม่สามารถเข้าไปบริหารงานในกิจการที่เข้าไปลงทุนได้ส่งผลให้การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.9 สรุปการอธิบายผลการทดสอบ

สรุปสมมติฐานการวิจัย	ผล
3.สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท	3.ผลการทดสอบพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ สามารถอธิบายได้ว่า การที่ผู้บริหารได้รับผลตอบแทนนอกจากเงินปันผลที่ได้รับแล้วยังมีผลตอบแทนในรูปอื่นๆ อีกอาทิเช่น โบนัส เงินเดือน เป็นต้น ทำให้ผู้บริหารไม่มีแรงจูงใจและพยายามที่จะทำให้ได้รับผลตอบแทนในรูปเงินปันผลมากยิ่งขึ้น และจากผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยโดยเฉลี่ยมีร้อยละ 15 ซึ่งถือว่ามีระดับการถือหุ้นที่น้อยจนไม่มีสิทธิในการตัดสินใจในการทำงานได้มากนัก ดังนั้น การถือหุ้นของผู้บริหารไทยจึงไม่มีผลต่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น
4.สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท	4.ผลการทดสอบพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ สามารถอธิบายได้ว่า การที่มีผู้บริหารต่างชาติเข้ามาถือหุ้นในบริษัทนั้นช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นรายอื่น เนื่องจากผลประโยชน์จะเบนเข้าหาในทิศทางเดียวกัน และผู้บริหารต่างชาติอาจช่วยโอนถ่ายเทคโนโลยีจากต่างประเทศเข้ามา อีกทั้งยังช่วยขยายฐานลูกค้าด้วย
<u>ตัวแปรควบคุม</u> 7.ขนาดของบริษัทสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท	7.ผลการทดสอบพบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญ สามารถอธิบายได้ว่า บริษัทขนาดใหญ่จะมีอำนาจในการผูกขาดทางธุรกิจ กำลังทุนที่มากกว่าและมีช่องทางการกระจายสินค้าและบริการมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก บริษัทขนาดใหญ่จึงใช้กำลังการผลิตขนาดประหยัดได้ซึ่งจะทำให้ช่วยประหยัดต้นทุนในการผลิตมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก
8.ความเสี่ยงทางการเงินสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท	8.ผลการทดสอบพบว่า ความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญ สามารถอธิบายได้ว่า เนื่องจากการที่บริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินที่สูงจะมีภาระเกี่ยวกับดอกเบี้ยสูง และดอกเบี้ยจ่ายจะทำให้ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทลดลง ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่ลดลง

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.9 สรุปการอธิบายผลการทดสอบ

สรุปสมมติฐานการวิจัย	ผล
<u>ตัวแปรควบคุม</u> 9.การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท	9.ผลการทดสอบพบว่า การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญ สามารถอธิบายได้ว่า กิจการที่มีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงในช่วงแรกจะมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (เช่น ค่าเสื่อมราคา เป็นต้น) ที่สูงมาก ในขณะที่ยังไม่สามารถทำการผลิตหรือใช้ขีดความสามารถที่มีอยู่ได้อย่างเต็มที่อาจส่งผลให้ขาดทุนได้
10.ประเภทอุตสาหกรรมสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท	10.ผลการทดสอบพบว่า ประเภทอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญ สามารถอธิบายได้ว่า ประเภทอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันย่อมมีลักษณะของธุรกิจ สภาพแวดล้อม นโยบายทางการบัญชี แนวทางการปฏิบัติงานที่แตกต่างกัน ซึ่งอาจจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานที่ได้รับแตกต่างกันไปด้วย

จากตารางที่4.9 เป็นการสรุปและอธิบายผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี (ผลการดำเนินงานของบริษัท) ซึ่งโครงสร้างผู้ถือหุ้นนั้นเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 15 อันดับแรก

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

จากในบทที่ผ่านมาได้ทำการวิเคราะห์เพื่อศึกษาเรื่อง “ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี ซึ่งนำมาใช้ในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัท” ในการศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ของการวิจัย คือ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่แบ่งออกเป็นนักลงทุนไทย นักลงทุนต่างชาติ ผู้บริหารไทย ผู้บริหารต่างชาติ กับผลการดำเนินงานของบริษัท ทั้งนี้ผลการดำเนินงานของบริษัทอาจจะได้รับผลกระทบจากตัวแปรอื่น ผู้วิจัยจึงนำขนาดของบริษัท ระดับความเสี่ยงทางการเงิน การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง และประเภทอุตสาหกรรม เข้ามาเป็นตัวแปรที่ใช้ในการควบคุมผลการศึกษาครั้งนี้

สำหรับรูปแบบการวิจัยครั้งนี้คือ การวิจัยเชิงประจักษ์ การเก็บรวบรวมข้อมูลจะใช้ข้อมูลเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนที่แสดงจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นแต่ละประเภทครอบครองอยู่ โดยใช้ข้อมูลของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 15 อันดับแรก และข้อมูลทางการเงินของบริษัท กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2547 รวม 3 ปี กลุ่มตัวอย่างจะต้องเป็นบริษัทที่มีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครบถ้วน เมื่อพิจารณาแล้วพบว่ามีจำนวนกลุ่มตัวอย่างจำนวน 201 บริษัทในแต่ละปี

5.1 บทสรุปและอภิปรายผลการวิจัย

อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

สำหรับผลจากการวิจัยนั้นสรุปได้ว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ ขนาดของบริษัท ความเสี่ยงทางการเงิน การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง และประเภทอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น แต่ไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ ผู้บริหารไทย กับผลการดำเนินงานของบริษัท ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นได้ ดังนั้นจึงสามารถสรุปรายละเอียดได้ดังนี้

จากผลการวิจัยพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ สามารถอธิบายได้ว่า โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทในประเทศไทยส่วนใหญ่นั้นมีพื้นฐานมาจากครอบครัว โดยที่การถือหุ้นและอำนาจการบริหารในบริษัทจะกระจุกตัวอยู่ในสมาชิกครอบครัว เป็นผู้ก่อตั้งบริษัทหรือผู้บริหารระดับสูงที่ดำรงตำแหน่งสำคัญในบริษัท เพราะโดยทั่วไปกลุ่มครอบครัวและเครือญาติจะรักษาอำนาจการควบคุมในบริษัทผ่านทางการถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงมากๆ หรือการมีส่วนร่วมในการบริหารงานประจำวัน จึงสรุปได้ว่าการกระจุกตัวการถือหุ้นนั้นมาจากนักลงทุนไทยส่วนใหญ่และนักลงทุนเหล่านี้จะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เพราะมีการรักษาอำนาจในการควบคุมในบริษัทผ่านทางการถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงจนทำให้ผลประโยชน์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับผู้ถือหุ้นอื่นของบริษัท ซึ่งส่งผลต่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

จากผลการวิจัยพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ สามารถอธิบายได้ว่า จากทฤษฎีกลุ่มการลงทุน ผู้ถือหุ้นจะกระจายเงินลงทุนไปในบริษัทต่าง ๆ เพื่อลดความเสี่ยงที่เกิดจากการผูกติดกับผลการดำเนินงานของบริษัทเพียงบริษัทเดียว เพราะหากบริษัทใดบริษัทหนึ่งที่อยู่ในกลุ่มการลงทุน (portfolio) มีผลการปฏิบัติงานไม่ดี ผู้ถือหุ้นก็จะได้รับผลกระทบจากความเสียหายนี้ไม่มากนัก การเข้าไปถือหุ้นในหลาย ๆ บริษัททำให้ผู้ถือหุ้นไม่สามารถเข้าไปบริหารงานในทุกกิจการที่ตนเป็นเจ้าของได้ ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่า การที่นักลงทุนต่างชาติมีการกระจายการลงทุนไปในบริษัทต่าง ๆ โดยที่ไม่สามารถเข้าไปบริหารงานในกิจการที่ตนเข้าไปลงทุนได้ ส่งผลให้การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

จากผลการวิจัยพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ สามารถอธิบายได้ว่า การที่ผู้บริหารได้รับผลตอบแทนนอกจากเงินปันผลที่ได้รับแล้วยังมีผลตอบแทนในรูปอื่น ๆ อีกอาทิเช่น โบนัส เงินเดือน เป็นต้น ทำให้ผู้บริหารไม่มีแรงจูงใจและพยายามที่จะทำให้ได้รับผลตอบแทนในรูปเงินปันผลมากยิ่งขึ้น และจากผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยโดยเฉลี่ยมีร้อยละ 15 ซึ่งถือว่ามีระดับการถือหุ้นที่น้อยจนไม่มีสิทธิในการตัดสินใจในการทำงานได้มากนัก ดังนั้น การถือหุ้นของผู้บริหารไทยจึงไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

จากผลการวิจัยพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ สามารถอธิบายได้ว่า

การที่มีผู้บริหารต่างชาติเข้ามาถือหุ้นในบริษัทนั้นช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นรายอื่น เนื่องจากผลประโยชน์จะเบนเข้าหาในทิศทางเดียวกัน และผู้บริหารต่างชาติอาจช่วยโอนถ่ายเทคโนโลยีจากต่างประเทศเข้ามา อีกทั้งยังช่วยขยายฐานลูกค้าด้วย

จากผลการวิจัยพบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ สามารถอธิบายได้ว่า บริษัทขนาดใหญ่จะมีอำนาจในการผูกขาดทางธุรกิจ กำลังทุนที่มากกว่า และมีช่องทางการกระจายสินค้าและบริการมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก บริษัทขนาดใหญ่จึงใช้กำลังการผลิตขนาดประหยัดได้ ซึ่งจะทำให้ช่วยประหยัดต้นทุนในการผลิตมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก

จากผลการวิจัยพบว่า ความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ สามารถอธิบายได้ว่า เนื่องจากการที่บริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินที่สูงจะมีภาระเกี่ยวกับดอกเบี้ยสูง และดอกเบี้ยจ่ายจะทำให้ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทลดลง ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่ลดลง

จากผลการวิจัยพบว่า การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ สามารถอธิบายได้ว่า กิจการที่มีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงในช่วงแรกจะมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (เช่น ค่าเสื่อมราคา เป็นต้น) ที่สูงมาก ในขณะที่ยังไม่สามารถทำการผลิตหรือใช้ขีดความสามารถที่มีอยู่ได้อย่างเต็มที่อาจส่งผลให้ขาดทุนได้

จากผลการวิจัยพบว่า ประเภทอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ สามารถอธิบายได้ว่า ประเภทอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันย่อมมีลักษณะของธุรกิจ สภาพแวดล้อม นโยบายทางการบัญชี แนวทางการปฏิบัติงานที่แตกต่างกัน ซึ่งอาจจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานที่ได้รับแตกต่างกันไปด้วย

5.2 **ข้อเสนอแนะ**

5.2.1. ในการวิจัยครั้งต่อไปผู้ศึกษาท่านอื่นอาจวิเคราะห์ถึงสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย และผู้บริหารต่างชาติ ว่า ณ ระดับการถือหุ้นใดจึงจะเริ่มมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น และการถือหุ้นถึงระดับใดจึงจะก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่ดีที่สุด

5.2.2. ในการวิจัยครั้งต่อไปผู้ศึกษาท่านอื่นอาจวิเคราะห์ถึง

5.2.2.1. ขนาดของกิจการที่เหมาะสม

5.2.2.2. ระดับความเสี่ยงทางการเงินของกิจการที่เหมาะสม

5.2.2.3. ระดับการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรของกิจการที่เหมาะสม

ที่ก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นในระดับที่ดีที่สุด

5.2.3. ในการวิจัยครั้งต่อไปผู้ศึกษาท่านอื่นอาจวิเคราะห์ถึงขนาดของบริษัทที่เหมาะสมและระดับที่เหมาะสมของความเสี่ยงทางการเงินและการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรในแต่ละอุตสาหกรรมว่า แต่ละอุตสาหกรรมควรมีปัจจัยดังกล่าวในระดับใด จึงจะก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่ดีที่สุด

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

กาญจนา ตั้งภากรณ์. การวัดประสิทธิผลของคณะกรรมการที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2542

กัลยา วานิชย์บัญชา. การวิเคราะห์สถิติ: สถิติเพื่อการตัดสินใจ. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2545.

กัลยา วานิชย์บัญชา. การวิเคราะห์สถิติขั้นสูงด้วย SPSS. กรุงเทพมหานคร: ธรรมสาร, 2546.

ณัฐ รัตติธรรม. อิทธิพลของการควบคุมและตรวจสอบผู้บริหารโดยผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ ต่อผลการดำเนินงานของสถาบันการเงินไทย.วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2542

นิกกี้ รอสส์. บทเรียนจากนักลงทุนชั้นนำของโลก. แปลโดย พรชัย รัตนนนทชัยสุข. นนทบุรี : วิสดอมเวิร์ค, 2547

นราศรี ไววนิชกุล และชูศักดิ์ อุดมศรี. ระเบียบวิธีวิจัยธุรกิจ. พิมพ์ครั้งที่ 10. กรุงเทพมหานคร: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2543.

นวพร พงษ์ตัณฑกุล. โครงสร้างการเป็นเจ้าของและคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2543.

ผกามาศ เอื้องอุดม. ผลกระทบของขนาดของคณะกรรมการ องค์ประกอบของคณะกรรมการและการถือหุ้นของคณะกรรมการที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2543.

พัดชา สีตสุวรรณ. ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2543.

มนวิกา ผดุงสิทธิ์. การประเมินผลงานตามแนวคิด Tobin-Tobin's Q. วารสารบริหารธุรกิจ 28, ฉบับที่ 106 (เม.ย.-มิ.ย. 2548), 13-22

วรศักดิ์ ทุมมานนท์. มิติของงบการเงินและการวิเคราะห์. กรุงเทพมหานคร : ธรรมนิติ, 2547

ศักดา ธนิตกุล. โลกาภิวัฒน์ทางเศรษฐกิจกับกฎหมายการแข่งขันทางการค้าในประเทศไทย [online]. สำนักวิทยบริการ มหาวิทยาลัยราชภัฏนครราชสีมา. แหล่งที่มา: http://www.arc.nrru.ac.th [พ.ค.2545]

ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. นักลงทุนสถาบันต่างประเทศกับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย. วารสารตลาดหลักทรัพย์ 9, ฉบับที่ 1 (มิ.ย. 2548), 10-12

สังเวียน อินทรวิชัย. รวมบทความการกำกับดูแลกิจการที่ดี. กรุงเทพมหานคร : อมรินทร์พริ้นติ้ง แอนด์พับลิชชิ่ง, 2545

ภาษาอังกฤษ

Bekaert, G. and Harvey, C. 2000. Foreign Speculators and Emerging Equity Markets. The Journal of Finance, 565-613

Boardman, E. and Vining, A. 1989. Ownership and performance in competitive environments: A comparison of the performance of private, mixed, and state-owned enterprise. Journal of Law and Economics 32, 1-33

Boubakri, N. and Cosset, J. 1998. The Financial and Operation Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries. Journal of Finance 53, 1081-1110

Cho, M. H. 1998. Ownership structure, investment and the corporate value: an empirical analysis. Journal of Financial Economics 47, 103-121

Colombo, E. 2001. Determinants of corporate capital structure: evidence from Hungarian firms. Applied Economics 33, 1689-1701

Himmelberg, C., Hubbard, R.G., Palia, D. 1999. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. Journal of Financial Economics 53, 353-384

Holderness, C. and Sheehan, D. 1988. The role of majority shareholders in publicly held corporations: and exploratory analysis. Journal of Financial Economics 20, 317-346

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

Kevin Campbell. 2002. Ownership structure and the operating performance of Hungarian firms[online]. Centre for the study of Economic and Social Change in Europe, Working paper No. 9. Available from: http://www.google.co.th [2002]

Loderer, C. and Martin, K. 1997. Executive stock ownership and performance: tracking faint traces. Journal of Financial Economics 27, 595-612

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

Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R.W. 1988. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. Journal of Financial Economics 39, 321-389

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

Powell, T.C. 1996. How much does industry matter? An alternative empirical test. Strategic Management Journal 17, 323-334

Qi, D., Wu W. and Zhang, H. 2000. Shareholdings structure and corporate performance of partially privatized firms: Evidence from listed Chinese companies. Pacific Basin Finance Journal 8, 587-610

Weir Charlie ; Laing David ; and McKnight, Phillip J. Internal and External Governance Mechanisms : Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies. Journal of Business Finance & Accounting. Oxford (June/July 2002) Vol.29, Iss5 /6 : 579 – 611

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

ประภาพร ณ นรงค์ เกิดเมื่อวันที่ 20 มกราคม พ.ศ. 2524 ได้รับการศึกษาชั้นประถมศึกษาจากโรงเรียนวัดอมรินทราราม ชั้นมัธยมศึกษาตอนต้นจากโรงเรียนสุวรรณาราม วิทยาคม ต่อมาได้ศึกษาต่อในระดับประกาศนียบัตรวิชาชีพ จากวิทยาลัยพณิชยการธนบุรี และได้ศึกษาต่อในระดับประกาศนียบัตรวิชาชีพชั้นสูงจนถึงระดับปริญญาบัณฑิตที่คณะบริหารธุรกิจ จากสถาบันเทคโนโลยีราชมงคล วิทยาเขตพณิชยการพระนคร และสำเร็จการศึกษาบริหารธุรกิจบัณฑิต สาขาการบัญชีต้นทุน (เกียรตินิยม) ในปีการศึกษา 2546 จากนั้นได้ศึกษาต่อในหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต สาขาการบัญชี ที่คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย