

อิทธิพลของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือ
หุ้นสามัญส่วนใหญ่กับมูลค่าตลาดของกิจการ: กรณีบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Influence of Corporate Governance Quality on Relationships between Majority
of Ordinary Shares Holding Proportion and Firm's Market Value: The Case of
Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand

พรพรรณ เอ็มอ่อน* และนิมนวล วิเศษสรพร²

Pornpan Emon* and Nimnual Visedsun²

Received : June 28, 2021 Revised : December 21, 2021 Accepted : February 7, 2022

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ ผลการดำเนินงานทางการเงิน กับมูลค่าตลาดของกิจการที่เป็นไปตามเงื่อนไขของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในฐานะตัวแปรกำกับกลุ่มประชากรประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลครบถ้วนใน ปี 2560-2562 กลุ่มตัวอย่างขนาด 415 บริษัท คัดเลือกจากกลุ่มประชากรด้วยวิธีเจาะจงโดยไม่รวมบริษัทที่อยู่ในกลุ่มสถาบันการเงิน กองทุนรวม หรืออยู่ในระหว่างการฟื้นฟูกิจการ และมีรอบระยะเวลารายงานสิ้นสุด 31 ธันวาคม เก็บรวบรวมข้อมูลทางการเงินและคุณภาพการกำกับดูแลกิจการจากแบบรายงาน 56-1 โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบเชิงชั้นในการวิเคราะห์และทดสอบข้อมูลในช่วงความเชื่อมั่น 95% ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ซึ่งสะท้อนถึงโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าตลาดของกิจการ ในขณะที่คุณภาพการกำกับดูแลกิจการส่งผลให้ความสัมพันธ์ดังกล่าวลดลงในบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว และเพิ่มขึ้นในบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานรัฐบาล นอกจากนี้ กำไรต่อหุ้น และขนาดกิจการมีผลกระทบเชิงบวกกับมูลค่าตลาดของกิจการซึ่งตรงข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีผลกระทบเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการวิจัยที่ได้จึงเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์สนับสนุนความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ นอกเหนือจากผลการดำเนินงานทางการเงินที่ฝ่ายบริหารบริษัทสามารถใช้เป็นกลไกในการสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุน เพื่อเพิ่มมูลค่าตลาดของกิจการ โดยเฉพาะสำหรับบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นแบบครอบครัวหรือรัฐบาล

คำสำคัญ : การกำกับดูแลกิจการ สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ มูลค่าตลาดของกิจการ
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

* นิติระดับปริญญาโท หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต คณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต

* Master Student, Master of Accountancy, Faculty of Accountancy, Rangsit University

² ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต

² Assistant Professor, Faculty of Accountancy, Rangsit University

Abstract

This research aims to test the influences of corporate governance on the relationships between the majority shareholding proportion of the firms, financial performance, and the market values. The target population consists of companies listed in the Stock Exchange of Thailand, which has completed information during 2017-2019. The sample size of 415 companies is selected from the population using a purposive method, excluding companies in the financial institution group, mutual fund or being in the process of rehabilitation and having to a reporting period ending 31 December. Financial information and corporate governance quality are collected from 56-1 report form. Descriptive statistics, correlation analysis and hierarchical multiple regression are used for data analysis and testing at a 95% confidence interval. The results show that the majority ordinary shareholding proportion is statistically significant and positively correlated with the firm's market value. Meanwhile, the quality of corporate governance decreases the relationship among companies with a majority ordinary shareholding proportion as those with family relationships but increases the relationship among companies with a majority shareholding proportion of government agencies. In addition, earnings per share and firm size have a statistically significant positive impact on the firm's market value, as opposed to the debt-to-equity ratio, which negatively impacts. These findings are, therefore, empirical evidence supporting the importance of corporate governance in addition to financial performance that the company's management can use as a mechanism to build investor confidence and then increase the firm's market value especially for companies with a family or government shareholder structure.

Keywords : Corporate Governance, Majority of Ordinary Shares Holding Proportion, Firm's Market Value, The Stock Exchange of Thailand

1. บทนำ

โครงสร้างผู้ถือหุ้นนับว่าเป็นปัจจัยสำคัญปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลกระทบต่อทิศทางการบริหารงานของบริษัททั้งในด้านการกำกับดูแลกิจการและการดำเนินงาน (จากรวรรณ เอกสะพัง และพิเชษฐ์ ใสภาพงษ์, 2563) จากการทบทวนผลงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่า การจัดประเภทโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่ใช้สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นเกณฑ์สามารถจัดประเภทเป็นโครงสร้างผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว นักลงทุนสถาบัน และหน่วยงานรัฐบาล เป็นต้น (Ang & Ding, 2006; Brammer & Pavelin, 2006; Henry, 2010; จิภัสสร บุญรอด, 2558; อุบลวรรณ ชุนทอง และโสวัตรธนา ธาธา, 2560) ซึ่งโครงสร้างผู้ถือหุ้นจะสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของกิจการ โดยเฉพาะบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัวซึ่งมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าตลาดของกิจการ (ณิชนันท์ จันทรเขตต์, 2554; ธนาภิญญา อุตตฤทธิ, 2561) เนื่องจาก เจ้าของบริษัทมีความมุ่งมั่นที่จะส่งต่อการดำเนินธุรกิจไปยังทายาทซึ่งเป็นคนในตระกูล จึงทำให้มีแรงจูงใจในการเพิ่มมูลค่าตลาดของกิจการมากยิ่งขึ้น (รติ วงศ์กิตติรักษ์, 2554) เช่นเดียวกับกรณีที่สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน (ณัฐนันท์ สุรวัฒนา, 2556) สัดส่วนการถือหุ้นสามัญที่สูงจะทำให้นักลงทุนสถาบันมีอำนาจควบคุมการบริหารงานของกิจการและมุ่งมั่นที่จะทำให้มูลค่าตลาดของกิจการเพิ่มสูงขึ้น (จิภัสสร บุญรอด, 2558) นอกจากนี้

บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานรัฐบาล จะสังเกตได้ว่าเป็นที่สนใจของนักลงทุนทั่วไปเพราะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าบริษัทจดทะเบียนทั่วไป (ภัทรา เตชะธนะเศรษฐี และคณะ, 2561) ทั้งนี้หน่วยงานรัฐบาลได้เข้าไปมีอำนาจในควบคุมการดำเนินงาน ย่อมต้องบริหารงานให้เกิดความโปร่งใสและมีคุณภาพเพราะจะถูกคาดหวังจากผู้ที่เกี่ยวข้องซึ่งไม่ได้มองเพียงการทำกำไรสูงสุด แต่มองถึงประโยชน์สูงสุดที่คนในชาติจะได้รับด้วย (Brammer & Pavelin, 2006) จึงกล่าวได้ว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นกับมูลค่าตลาดของกิจการมีความสัมพันธ์กัน

เมื่อนำโครงสร้างผู้ถือหุ้นมาพิจารณาตามแนวคิดทฤษฎีตัวแทน (Jensen & Mackling, 1976) ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารระดับสูงที่มีฐานะเป็นเจ้าของบริษัทเนื่องจากมีสัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับผู้ถือหุ้นรายย่อยที่เป็นบุคคลภายนอกที่เรียกว่า ปัญหาตัวแทน (ฉันทนันท์ สุรวัฒนา, 2556) อาจเกิดขึ้นได้ทั้งปัญหาด้านศีลธรรมของผู้บริหารที่เป็นเจ้าของกิจการ (Moral hazard problem) และปัญหาด้านการใช้ประโยชน์จากข้อมูลที่มีมากกว่าเพื่อสร้างประโยชน์ของตนเอง (Adverse selection problem) ปัญหาดังกล่าวทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยเสียผลประโยชน์เรียกว่า ต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) (McColgan, 2001) จึงมีความเป็นไปได้ที่จะเกิดต้นทุนตัวแทนในโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีบุคคลในครอบครัวหรือรัฐบาลเข้ามาถือครองหุ้นสามัญเป็นจำนวนมากซึ่งเป็นสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ของบริษัท อาจทำให้นักลงทุนขาดความเชื่อมั่นในการตัดสินใจลงทุน ซึ่งต่อมาเมื่อเกิดแนวคิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate governance) ในปี พ.ศ.2545 ทางสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ออกข้อบังคับให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของไทยปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ซึ่งเป็นไปตามหลักการขององค์กรเพื่อความร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจ (Organization for Economic Co-operation and Development: OECD) โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยได้ร่วมมือกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการประเมินคุณภาพและจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการให้กับบริษัทจดทะเบียนทุกบริษัท และมีการเปิดเผยผลการจัดอันดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการต่อสาธารณชนทุกปี จึงนับเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพที่สร้างภาพลักษณ์ที่ดีให้กับบริษัท สร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ผลการวิจัยเชิงประจักษ์ที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่า การปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลต่อมูลค่าตลาดของกิจการ ทำให้มูลค่าตลาดของกิจการเพิ่มสูงขึ้น (ฉวีวรรณ ชูสนุก และอัมพล ชูสนุก, 2554; ฐิติพร พระโพธิ์ และคณะ, 2563) และการที่บริษัทได้รับการจัดอันดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการจะส่งเสริมภาพลักษณ์ของกิจการและกลายเป็นตัวชี้วัดความน่าเชื่อถือของนักลงทุน (Henry, 2010; Kaewkerd & Soonthonrot, 2020; ภัทรา เตชะธนะเศรษฐี และคณะ, 2561; ศิริวรรณ เจริญสมอ, 2551; อรพรรณ เลิศจุจิณวิธ, 2559) เพราะคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการจะสะท้อนถึงการมีระบบบริหารจัดการที่ดี โปร่งใส และตรวจสอบได้ โดยคำนึงถึงประโยชน์ทางเศรษฐกิจที่นักลงทุน เจ้าของกิจการ หรือผู้มีส่วนได้เสียกับบริษัทจะได้รับ ซึ่งจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นต่อนักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีคุณภาพการกำกับดูแลที่ดีจะช่วยเพิ่มมูลค่าทางตลาดและส่งเสริมการเติบโตได้อย่างยั่งยืน (วัฒน์ รัมมะพ้อ และนิมนวล วิเศษสรรพ, 2563) กล่าวได้ว่า การกำกับดูแลเป็นกลไกหนึ่งที่จะลดปัญหาตัวแทนหรือต้นทุนตัวแทนอันเกิดจากผลประโยชน์ทับซ้อนหรือความขัดแย้งกันในผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น (สุรางค์ เห็นสว่าง, 2560)

อย่างไรก็ตาม นักลงทุนอาจให้ความสำคัญต่อข้อมูลต่าง ๆ ของบริษัทที่เปิดเผยมูลค่าทางตลาดแตกต่างกัน การมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวดังเช่นกรณีที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัวหรือหน่วยงานรัฐบาล อาจส่งผลต่อมูลค่าตลาดของกิจการที่แตกต่างกัน เพราะการรักษาสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ของบริษัทอาจทำให้นักลงทุนไม่ตัดสินใจลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทด้วยเห็นว่าการมีลักษณะเป็นบริษัทครอบครัวหรือรัฐบาลโดยมีบุคคลในครอบครัวหรือรัฐบาลเข้ามามีบทบาทในคณะกรรมการบริษัท อาจทำให้

การตัดสินใจทางธุรกิจของคณะกรรมการบริษัทไม่คำนึงถึงประโยชน์ของนักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นรายย่อย ดังนั้นความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับมูลค่าตลาดของกิจการจึงอาจเป็นคำตอบที่สะท้อนความเชื่อมั่นของนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่แตกต่างกัน โดยมีคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการเป็นข้อมูลที่เป็นเงื่อนไขของความสัมพันธ์ดังกล่าว งานวิจัยฉบับนี้จึงต้องการค้นหาหลักฐานเชิงประจักษ์เพื่อเป็นคำตอบของเงื่อนไขคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ของสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับมูลค่าตลาดของกิจการที่อาจทำให้ความสัมพันธ์ของปัจจัยทั้งสองเพิ่มขึ้นหรือลดลงตามเงื่อนไขของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งมีความเป็นไปได้เนื่องจากในสถานการณ์ปัจจุบันการตัดสินใจลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนไม่ได้จำกัดอยู่เพียงผลการดำเนินงานทางการเงินเท่านั้น แต่ปัจจัยโครงสร้างของผู้ถือหุ้นอาจเป็นปัจจัยที่สะท้อนถึงต้นทุนตัวแทน (Agency cost) ซึ่งทำให้นักลงทุนอาจต้องการข้อมูลเชิงคุณภาพมาประกอบการตัดสินใจลงทุนเพิ่มขึ้น ได้แก่ คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ ความโดดเด่นความสามารถในการดำเนินงานอย่างยั่งยืน และความเห็นของผู้สอบบัญชีที่มีต่อเรื่องสำคัญในการตรวจสอบ (ศิริรัตน์ เหมสุภาพ, 2561; ศิริวรรณ เชิงเสมอ, 2551) เป็นต้น

2. การทบทวนวรรณกรรมและการพัฒนาสมมติฐานการวิจัย

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen และ Meckling (1976) ได้อธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวการ (Principal) และตัวแทน (Agent) ว่าเมื่อเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานเพียงผู้เดียวจึงได้แต่งตั้งตัวแทนมาบริหารงานแทน โดยมอบอำนาจหน้าที่และการตัดสินใจให้ทำหน้าที่แทนโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อช่วยสร้างมูลค่าของกิจการให้อยู่ในระดับสูงสุด แต่ด้วยการที่ผู้บริหารมีพฤติกรรมที่ไม่สมควรโดยการเห็นแก่ประโยชน์ส่วนตน (Self-interest) และฉกฉวยโอกาส (Opportunistic) จึงทำให้เกิดปัญหาการขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) และความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetry) ระหว่างผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนและผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นตัวการ (กนกอร แก้วประภา และคณะ, 2564) โดยทฤษฎีตัวแทนเห็นว่าพฤติกรรมดังกล่าวของตัวแทนเป็นต้นทุนที่เกิดขึ้นจากตัวแทน (Agency Cost) ดังนั้นตัวการจึงต้องออกแบบการสร้างความสัมพันธ์ที่จะทำให้ตัวแทนทำงานที่ได้รับมอบหมายได้อย่างมีประสิทธิภาพและเต็มความสามารถ (Design of Contractual Relationships) เพื่อลดต้นทุนดังกล่าว (เกรียงชัย รุ่งฟ้าใหม่, 2560)

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นบทบาทของโครงสร้างความสัมพันธ์ระหว่างผู้มีส่วนได้เสียตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2563) ช่วยสร้างภาพลักษณ์ที่ดีของกิจการต่อผู้มีส่วนได้เสีย ทั้งยังช่วยดึงดูดนักลงทุนและทำให้มูลค่ากิจการและผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นในระยะยาว (อรพรรณ เลิศจุจิณธิ, 2559) ซึ่งได้รับการสนับสนุนจากทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่เป็นกลไกลดปัญหาตัวแทน (Agency cost) อันเกิดจากความขัดแย้งในผลประโยชน์ของผู้ที่มีส่วนได้เสียกับผู้บริหารกิจการ (สุรางค์ เห็นสว่าง, 2560) การประเมินการกำกับดูแลกิจการจึงเป็นอีกหนึ่งเครื่องมือเพื่อใช้ลดความเสี่ยงจากการตัดสินใจลงทุนให้นักลงทุนและเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการ (ฉวีวรรณ ชูสนุก และอัมพล ชูสนุก, 2554; สัตยา ดันจันทรพงศ์, 2558) สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors) ได้ใช้หลักเกณฑ์ที่พัฒนาจาก Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) ซึ่งพิจารณาจากสิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และความรับผิดชอบของคณะกรรมการ โดยกำหนดเป็น 6 ช่วงคะแนน ดังแสดงในตาราง 1 และแสดงผลการประเมินเฉพาะช่วงคะแนน “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” เท่านั้น

ตาราง 1 ช่วงคะแนนการประเมินผลการกำกับดูแลกิจการของ IOD

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	คำอธิบาย
90 คะแนนขึ้นไป		ดีเลิศ
80-89 คะแนน		ดีมาก
70-79 คะแนน		ดี
60-69 คะแนน		ดีพอใช้
50-59 คะแนน		ผ่าน
ต่ำกว่า 50 คะแนน	-	N/A

ที่มา : สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2562

โครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Structure) เป็นองค์ประกอบสำคัญที่ใช้ในการบริหารจัดการเพื่อให้กิจการดำเนินต่อไปได้ ซึ่งโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีลักษณะแตกต่างกัน สามารถสร้างความมั่นใจและความน่าเชื่อถือในการลงทุนของนักลงทุนที่แตกต่างกันได้ (อุทัยวรรณ เสมอจิตร และสุภาวดี สุชีชีพ มอสรส, 2562) โดยสามารถแบ่งตามสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่สูงสุด 3 ประเภท ได้แก่

สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว เป็นการถือหุ้นของครอบครัว ซึ่งต้องส่งต่อธุรกิจไปยังทายาทซึ่งเป็นคนในตระกูล จึงทำให้มีแรงจูงใจในการเพิ่มมูลค่ากิจการมากยิ่งขึ้นเพื่อให้กิจการดำเนินต่อไป (รติ วงศ์กิตติรักษ์, 2554) ทั้งนี้การตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนภายนอกมักมาจากความเชื่อมั่นในผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จึงส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น (ณิชนันท์ จันทรเขตต์, 2554; ธนาภิญญา อุตตฤทธิ, 2561)

สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน เป็นการถือหุ้นของธนาคาร บริษัทเงินทุน กองทุนต่าง ๆ รวมถึงตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งนักลงทุนสถาบันมีอำนาจควบคุมผู้บริหารของบริษัทเพื่อไม่ให้มีผลประโยชน์ส่วนตัวมากเกินไป (ณัฐนันท์ สุรวัฒนา, 2556) ทั้งยังมีหน้าที่ตรวจสอบการบริหารงานของฝ่ายบริหาร เพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลประโยชน์ที่เท่าเทียมกัน (Qi et al., 2000) นอกจากนี้ยังเป็นตัวกลางที่รวบรวมเงินทุนจากบุคคลภายนอกมาลงทุน ซึ่งต้องใช้ความเชี่ยวชาญ ทรัพยากร และสิทธิความเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ที่ตนเองมีในการส่งเสริมให้กิจการมีมูลค่าที่ดีขึ้น เพื่อให้ผลตอบแทนจากการลงทุนของตนมีมูลค่ามากขึ้นตามไปด้วย (จิรัชสร บุญรอด, 2558)

สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานรัฐบาล เป็นการถือหุ้นของรัฐบาล ซึ่งมีการตรวจสอบติดตามและกำกับดูแลอย่างเข้มงวดเพื่อให้บริษัทเหล่านี้บรรลุวัตถุประสงค์และประสบความสำเร็จในระยะยาว (Ang & Ding, 2006) ทั้งยังให้ผลตอบแทนสูงกว่าบริษัทเอกชนทั่วไป (ภัทรา เตชะธนเศรษฐ์ และคณะ, 2561) นอกจากนี้กิจการดังกล่าวยังถูกคาดหวังจากผู้ที่มีส่วนได้เสียถึงเป้าหมายที่ไม่ได้มองเพียงกำไรสูงสุด แต่มองถึงประโยชน์สูงสุดที่คนในชาติจะได้รับด้วย (Brammer & Pavelin, 2006)

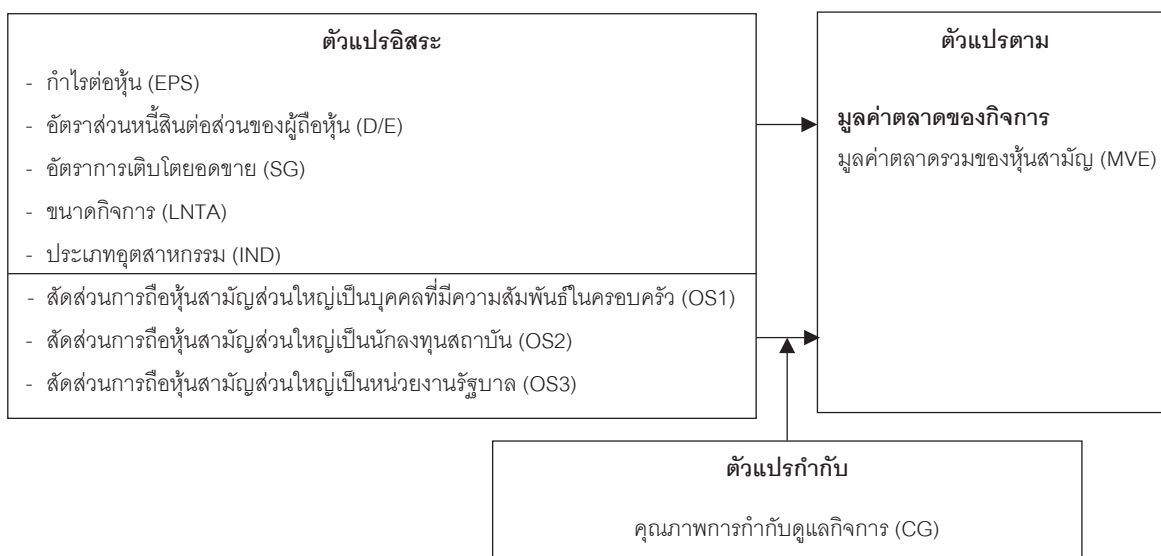
มูลค่าตลาดของกิจการ (Firm's Market Value) การวัดมูลค่าของกิจการมีหลายวิธีทั้งการพิจารณาจากมูลค่าตลาด (Market Value) หรือมูลค่าบัญชี (Book Value) หรือกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flows) โดยการเลือกใช้วิธีการวัดนั้นขึ้นอยู่กับความเหมาะสมและความต้องการของผู้ใช้ข้อมูล (Damodaran, 2011) ในบทความนี้ใช้การวัดตามมูลค่าตลาด คือ มูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ ซึ่งเหมาะกับบริษัทจดทะเบียน เนื่องจากมีการซื้อขายและมีราคาที่ชัดเจน ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทจะถูกสะท้อนในราคาตลาดที่จะส่งผลโดยตรงต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (ธินัท โกศลวิตร และเคียงขวัญ อักษรวงศ์, 2562) ทั้งยังเป็นมูลค่าที่จะสะท้อนให้เห็นถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุนในการ

เลือกลงทุนและสะท้อนความสามารถในการดำเนินงานของกิจการว่ามีประสิทธิภาพหรือไม่ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2564) ผู้บริหารจึงมีหน้าที่สร้างมูลค่าสูงสุดให้ผู้ถือหุ้นในระยะยาว ซึ่งหากกิจการมีผู้บริหารที่มีพฤติกรรมอันไม่สมควรย่อมส่งผลให้มูลค่าตลาดลดน้อยลง โดยสามารถจัดการด้วยการกำกับดูแลกิจการ และเมื่อผู้บริหารปรับเปลี่ยนพฤติกรรมก็ย่อมทำให้มูลค่าตลาดและมูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นในระยะยาว (วิภาทรา คงอินทร์, 2559)

ผลการดำเนินงานทางการเงิน นอกจากปัจจัยที่กล่าวมาข้างต้นแล้ว ยังพบว่าผลการดำเนินงานทางการเงินเป็นปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของกิจการเช่นกัน อาทิ กำไรต่อหุ้นซึ่งชี้ให้เห็นถึงความสามารถในการทำกำไรของกิจการมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่ากิจการ (Rehman, 2016; ปทุมวดี โปงุเหลืออม, 2560; มนวิภา ผดุงสิทธิ์, 2549) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ (บงกช ตั้งจิระศิลป์, 2556; สัตยา ตันจันทรพงศ์, 2558) ซึ่งผลงานวิจัยในอดีตยังไม่สอดคล้องกันในกรณีที่กิจการสามารถควบคุมต้นทุนทางการเงินให้อยู่ในระดับที่ต่ำกว่าความสามารถในการทำกำไรของกิจการจะทำให้ความเสี่ยงทางการเงินลดลง ส่งผลให้การก่อหนี้เพิ่มขึ้นเป็นปัจจัยบวกต่อการเพิ่มมูลค่าของกิจการในอนาคตทำให้ภาระทางการเงินลดลง ส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น (ชนิศา มณีรัตนรุ่งโรจน์, 2559; พุทธิมน เพชรคง, 2559; อรพรรณ เลิศจุจิณ, 2559) อัตราการเติบโตขยาย ซึ่งหากกิจการมีอัตราดังกล่าวสูงย่อมส่งผลต่อความคาดหวังของตลาดที่สูงขึ้น สู่ถึงการมีโอกาสเติบโตได้รวดเร็วกว่า สามารถดึงดูดนักลงทุนได้และมีแนวโน้มที่จะนำไปสู่มูลค่าตลาดของกิจการที่สูงขึ้น (De-la-Hoz et al., 2015; อุบลวรรณ ขุนทอง และโสวัตรธนา ธาธา, 2560) ขนาดกิจการซึ่งวัดจากราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ เป็นปัจจัยหนึ่งที่สัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของกิจการ จากผลการวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องได้ให้ข้อสรุปว่า ขนาดกิจการมีความสัมพันธ์และผลกระทบต่อมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (ธินัท โกศลวิตร และเคียงขวัญ อักษรวงศ์, 2562; สัตยา ตันจันทรพงศ์ และคณะ, 2562; อธิวัฒน์ จิมจินดา, 2561) นอกจากนี้ผลงานวิจัยในอดีตยังได้กล่าวถึงประเภทอุตสาหกรรมที่นำมาใช้ในการจัดกลุ่มบริษัทตามลักษณะการดำเนินธุรกิจเพื่อศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงาน (บงกช ตั้งจิระศิลป์, 2556; ประภาพร ณ นรงค์, 2549) รวมทั้งผลกระทบที่มีต่อมูลค่าตลาดของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (พจนารถ ฤทธิเดช และคณะ, 2564; นิตยา โยธำจันทร์ และคณะ, 2563; พัทธิดา ธนกรชัยมงคล และธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ, 2562)

จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับทฤษฎีและงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องที่กล่าวไว้ข้างต้น จึงนำมาสู่กรอบแนวคิดในการวิจัย และสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

รูปภาพประกอบ 1 กรอบแนวคิดในการศึกษา



สมมติฐานการวิจัย

H1.1: ในกลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

H1.2: ในกลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว คุณภาพการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

H2.1: ในกลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

H2.2: ในกลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน คุณภาพการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

H3.1: ในกลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานรัฐบาล สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

H3.2: ในกลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานรัฐบาล คุณภาพการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

3. วิธีการดำเนินงานวิจัย

การเก็บรวบรวมข้อมูล ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่นำมาใช้ในงานวิจัยฉบับนี้ประกอบด้วย สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ที่ได้จากแบบแสดงรายการข้อมูล 56-1 เกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นส่วนใหญ่ 5 อันดับแรก คุณภาพการกำกับดูแลกิจการจากผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย Corporate Governance Rating (CGR) และข้อมูลการเงินที่สำคัญจากระบบข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในเว็บไซต์ SETSMART : SET Market Analysis and Reporting Tool (www.setsmart.or.th) ได้แก่ มูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญจดทะเบียน กำไรต่อหุ้น สินทรัพย์รวม อัตราการเติบโต ยอดขาย อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และประเภทอุตสาหกรรม

กลุ่มประชากรเป้าหมายและกลุ่มตัวอย่าง กลุ่มประชากรประกอบด้วย บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลครบถ้วนตั้งแต่ปี พ.ศ. 2560 - พ.ศ. 2562 การคัดเลือกหน่วยตัวอย่างใช้วิธีเจาะจง โดยต้องมีรอบระยะเวลาการรายงานสิ้นสุด 31 ธันวาคม และไม่รวมบริษัทจดทะเบียนในหมวดธุรกิจกองทุนรวม กลุ่มธุรกิจการเงิน หรือบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน ทำให้กลุ่มตัวอย่างมีขนาดเท่ากับ 415 บริษัท คิดเป็น 1,245 รายปีบริษัท

ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร ตัวแปรตาม ได้แก่ มูลค่าตลาดของกิจการวัดจากราคาปิดของหุ้นสามัญจดทะเบียนคูณกับจำนวนหุ้นสามัญจดทะเบียนปัจจุบัน โดยแปลงค่าเป็นลอการิทึมธรรมชาติ (LN MVE) ตัวแปรอิสระ ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ ณ วันสิ้นปี จะวัดจากอัตราร้อยละการถือหุ้นสามัญที่มากที่สุดเป็นอันดับ 1 จากข้อมูลผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก ซึ่งปรากฏในรายงาน 56-1 ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่าง โดยแบ่งออกเป็น สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว (OS1) สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน (OS2) สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานรัฐบาล (OS3) และผลการ

ดำเนินงานทางการเงิน ได้แก่ กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) อัตราการเติบโตโดยยอดขาย (SG) ขนาดกิจการวัดจากราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวม โดยแปลงค่าเป็นลอการิทึมธรรมชาติ (LNTA) จากข้อมูลการเงินที่สำคัญในระบบข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และประเภทอุตสาหกรรม (IND) แบ่งกลุ่มอุตสาหกรรมออกเป็น 7 กลุ่มตามตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแทนค่าตั้งแต่ 1 ถึง 7 ดังนี้ 1 คือ เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 2 คือ ทรัพยากร 3 คือ เทคโนโลยี 4 คือ บริการ 5 คือ สินค้าอุตสาหกรรม 6 คือ สินค้าอุปโภคบริโภค และ 7 คือ อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ตัวแปรกำกับ ได้แก่ คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (CG) ซึ่งวัดค่าเป็น 1 เมื่อมีคุณภาพในระดับดีถึงดีเลิศ และวัดค่าเป็น 0 เมื่อมีคุณภาพต่ำกว่าดีหรือไม่ได้รับการจัดระดับ

การวิเคราะห์ข้อมูล ใช้สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าร้อยละ ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงมาตรฐาน ในการอธิบายลักษณะของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่างด้วยตัวแปรทั้งหมดในภาพรวม ใช้สถิติเชิงอนุมานในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบเชิงชั้น (Hierarchical Regression Analysis) ในการทดสอบความสัมพันธ์และผลกระทบของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับมูลค่าตลาดของกิจการ โดยในงานวิจัยนี้จำแนกการวิเคราะห์ตามกลุ่มตัวอย่างย่อย ซึ่งใช้เกณฑ์สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่แบ่งออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว (OS1) นักลงทุนสถาบัน (OS2) และหน่วยงานรัฐบาล (OS3) ดังแสดงในตาราง 2 โดยพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของตัวแปรอิสระในแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงที่ช่วงความเชื่อมั่นที่ 95%

ตาราง 2 แสดงจำนวนข้อมูลรายปีรายบริษัท จำแนกตามสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่และประเภทอุตสาหกรรม

		ค่าสถิติ	
		จำนวนบริษัท	อัตราร้อยละ (%)
สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่	ครอบครัว	677	54.40
	สถาบัน	528	42.40
	รัฐบาล	40	3.20
รวม		1,245	100.00

แบบจำลองความสัมพันธ์ได้พัฒนาจากกรอบแนวคิดการวิจัยที่กล่าวไว้ข้างต้น เขียนในรูปสมการ ได้ดังนี้

1. กลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว (OS1)

$$LNMVE_{it} = \beta_0 + \beta_1 OS1_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 D/E_{it} + \beta_4 SG_{it} + \beta_5 LNTA_{it} + \beta_6 IND_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1.1)$$

$$LNMVE_{it} = \beta_0 + \beta_1 OS1_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 D/E_{it} + \beta_4 SG_{it} + \beta_5 LNTA_{it} + \beta_6 IND_{it} + \beta_7 CG_{it} + \beta_8 OS1*CG_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1.2)$$

2. กลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน (OS2)

$$LNMVE_{it} = \beta_0 + \beta_1 OS2_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 D/E_{it} + \beta_4 SG_{it} + \beta_5 LNTA_{it} + \beta_6 IND_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2.1)$$

$$LNMVE_{it} = \beta_0 + \beta_1 OS2_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 D/E_{it} + \beta_4 SG_{it} + \beta_5 LNTA_{it} + \beta_6 IND_{it} + \beta_7 CG_{it} + \beta_8 OS2*CG_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2.2)$$

3. กลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานรัฐบาล (OS3)

$$LNMVE_{it} = \beta_0 + \beta_1 OS3_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 D/E_{it} + \beta_4 SG_{it} + \beta_5 LNTA_{it} + \beta_6 IND_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (3.1)$$

$$LNMVE_{it} = \beta_0 + \beta_1 OS3_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 D/E_{it} + \beta_4 SG_{it} + \beta_5 LNTA_{it} + \beta_6 IND_{it} + \beta_7 CG_{it} + \beta_8 OS3*CG_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (3.2)$$

4. ผลลัพธ์การวิจัยและการอภิปรายผล

4.1 การวิเคราะห์ลักษณะกลุ่มตัวอย่างด้วยค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร ผลการวิเคราะห์จะแสดงในตาราง 3 – 4

ตาราง 3 ค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรจำแนกตามกลุ่มโครงสร้างผู้ถือหุ้น

ตัวแปร	สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่					
	ครอบครัว (677 บริษัท)		นักลงทุนสถาบัน (528 บริษัท)		หน่วยงานรัฐบาล (40 บริษัท)	
	ส่วน		ส่วน		ส่วน	
	ค่าเฉลี่ย	เบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าเฉลี่ย	เบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าเฉลี่ย	เบี่ยงเบน มาตรฐาน
ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวม ของหุ้นสามัญ	7.97	1.49	8.62	1.75	10.86	1.95
สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็น บุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว (%)	34.73	19.05				
สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นนัก ลงทุนสถาบัน (%)			39.66	20.28		
สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็น หน่วยงานรัฐบาล (%)					41.62	16.02
กำไรต่อหุ้น (บาท)	0.42	1.74	2.01	9.18	6.51	12.47
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (เท่า)	1.48	2.25	0.99	1.03	1.96	3.73
อัตราการเติบโตโดยยอดขาย (%)	11.87	126.80	12.86	119.75	11.39	29.64
ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม	8.50	1.31	9.03	1.58	11.52	1.93

จากตาราง 3 จะเห็นว่า ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญในกลุ่มสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานรัฐบาลมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 10.86 กลุ่มสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบันมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 8.62 และกลุ่มสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัวมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 7.97 ตามลำดับ ในขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานรัฐบาลมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 41.62 สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบันมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 39.66 และสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัวมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 34.73

ตามลำดับ นอกจากนี้จะเห็นได้ว่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราการเติบโตโดยยอดขายของกลุ่มสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัวและนักลงทุนสถาบันมีค่าที่สูงเท่ากับ 126.80% และ 119.75% ตามลำดับ เนื่องมาจากการเพิ่มขึ้นและลดลงของยอดขายอย่างมากจากปีก่อนจึงทำให้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าสูง ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า คุณลักษณะต่าง ๆ ของบริษัทมีความแตกต่างกันภายในกลุ่มสูงมาก

ตาราง 4 จำนวนและอัตราร้อยละของกลุ่มตัวอย่างย่อย-จำแนกตามกลุ่มคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ

สัดส่วนการถือหุ้น สามัญส่วนใหญ่	ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ					
	ดีถึงดีเลิศ (กลุ่ม 1)		ต่ำกว่าดี (กลุ่ม 2)		รวม	
	จำนวน	%	จำนวน	%	จำนวน	%
ครอบครัว	531	78.40	146	21.60	677	100.00
นักลงทุนสถาบัน	443	83.90	85	16.10	528	100.00
หน่วยงานรัฐบาล	39	97.50	1	2.50	40	100.00
รวม	1013	81.40	232	18.60	1245	100.00

จากตาราง 4 เมื่อจำแนกคุณภาพการกำกับดูแลกิจการออกเป็น 2 กลุ่ม จะเห็นว่า บริษัทในกลุ่มที่ 1 คุณภาพการกำกับดูแลกิจการระดับดีถึงดีเลิศ ร้อยละ 81.4 ซึ่งมากกว่ากลุ่มที่ 2 คุณภาพการกำกับดูแลกิจการระดับต่ำกว่าดีที่มีอยู่เพียงร้อยละ 18.6 โดยกลุ่ม 1 ร้อยละ 97.5 เป็นกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานรัฐบาล (39 บริษัทจาก 40 บริษัท) รองลงไปร้อยละ 83.90 เป็นกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน และร้อยละ 78.40 เป็นกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว

4.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ผลการวิเคราะห์แยกตามกลุ่มตัวอย่าง โดยเริ่มจากกลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว ดังแสดงในตาราง 5

ตาราง 5 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร-กลุ่มสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว

	LNME	OS1	EPS	D/E	SG	LNTA	IND	CG
LNME	1							
OS1	0.116**	1						
EPS	0.220**	0.011	1					
D/E	-0.099*	0.125**	-0.083*	1				
SG	0.114**	-0.039	0.031	0.017	1			
LNTA	0.728**	0.021	0.108**	0.140**	0.058	1		
IND	-0.131**	-0.023	0.010	0.117**	0.010	0.000	1	
CG	0.322**	0.024	0.068	-0.097*	-0.081*	0.304**	0.000	1

N = 677, **มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, *มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตาราง 5 กลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.116 ในขณะที่คุณภาพการกำกับดูแล กิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ ระดับ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.322 นอกจากนี้ผลการดำเนินงานทางการเงินทุกตัวมี ความสัมพันธ์เชิงบวกกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ยกเว้นอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีความสัมพันธ์เชิงลบ และประเภทอุตสาหกรรมที่มีความสัมพันธ์ใน ทิศทางตรงกันข้ามกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ

ตาราง 6 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร-กลุ่มสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน

	LNME	OS2	EPS	D/E	SG	LNTA	IND	CG
LNME	1							
OS2	0.028	1						
EPS	0.175**	0.014	1					
D/E	0.262**	-0.123**	-0.123**	1				
SG	0.009	-0.039	-0.005	-0.036	1			
LNTA	0.859**	-0.058	0.088*	0.439**	-0.018	1		
IND	-0.157**	-0.032	-0.005	-0.090*	-0.046	-0.105*	1	
CG	0.082	-0.127**	-0.123**	0.019	-0.013	0.180**	-0.047	1

N = 528, **มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, *มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตาราง 7 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร-กลุ่มสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานรัฐบาล

	LNME	OS3	EPS	D/E	SG	LNTA	IND	CG
LNME	1							
OS3	0.410**	1						
EPS	0.532**	-0.123	1					
D/E	-0.198	0.103	-0.231	1				
SG	0.084	-0.230	0.123	-0.079	1			
LNTA	0.910**	0.391*	0.419**	0.126	0.081	1		
IND	-0.120	0.097	0.094	0.233	-0.111	-0.065	1	
CG	0.344*	0.249	0.080	-0.018	-0.042	0.232	-0.030	1

N = 40, **มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, *มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตาราง 6 กลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน ทั้งสัดส่วนการถือหุ้น สามัญส่วนใหญ่และคุณภาพการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของ หุ้นสามัญ ในขณะที่ผลการดำเนินงานทางการเงินทุกตัวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาด

รวมของหุ้นสามัญ แต่ประเภทอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม และอัตราการเติบโตโดยอดขายไม่มี ความสัมพันธ์กับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ

จากตาราง 7 กลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานรัฐบาล สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.410 และคุณภาพการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.344 ในขณะที่ผลการดำเนินงานทางการเงินพบว่า กำไรต่อหุ้นและลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

4.3 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบเชิงชั้น เป็นการทดสอบอิทธิพลของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ ดังแสดงในตาราง 8 - 10

จากตาราง 8 เป็นการวิเคราะห์ในกลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัวชี้ให้เห็นว่า สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่และคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในแบบจำลองความสัมพันธ์ที่ 1.1 และ 1.2 มีความสัมพันธ์และผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 เมื่อพิจารณาสัมประสิทธิ์ความถดถอยของปฏิสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่และคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในแบบจำลองความสัมพันธ์ที่ 1.2 พบว่า มีค่าเป็นลบ (-0.012) เป็นการชี้ให้เห็นว่าคุณภาพการกำกับดูแลกิจการส่งผลให้ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับมูลค่าตลาดของกิจการลดลง กล่าวคือ ในบริษัทที่มีคุณภาพการกำกับดูแลกิจการสูง ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับมูลค่าตลาดของกิจการจะลดลง ซึ่งอาจเป็นเพราะนักลงทุนได้ให้ความสำคัญต่อคุณภาพการกำกับดูแลมากกว่าสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ของบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว นอกจากนี้ผลการดำเนินงานทางการเงินที่มีผลกระทบต่อมูลค่าตลาดของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ได้แก่ กำไรต่อหุ้น ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม กำไรต่อหุ้น อัตราการเติบโตโดยอดขาย ซึ่งมีผลกระทบเชิงบวก ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีผลกระทบเชิงลบ ส่วนประเภทอุตสาหกรรมที่ผลการวิเคราะห์ในตารางแสดงเครื่องหมายลบนั้น ไม่สามารถอธิบายได้ว่ามีผลเชิงลบเนื่องจากเป็นตัวแปรนามบัญญัติ จึงอาจกล่าวได้ว่ามูลค่าตลาดของกิจการจะเพิ่มขึ้น หากลงทุนในกลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ เกษตรและอาหาร ทรัพยากร และเทคโนโลยี สำหรับค่า VIF ที่มีค่าสูง จะเห็นได้ว่า คุณภาพการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่สูงมาก จึงมีผลให้ค่า VIF ของปฏิสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่และคุณภาพการกำกับดูแลกิจการสูงตามไปด้วย ซึ่งยังอยู่ในเกณฑ์มาตรฐาน (ไม่เกิน 10) แสดงว่า ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระอยู่ในระดับที่ไม่ทำให้เกิดปัญหาในการใช้วิธีวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Hair et al., 2006; ทราหยอง เลิศเปียง, 2559; ธนัญชัย บุญหนัก และพงษ์เดช สารการ, 2564)

ตาราง 8 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรอิสระ และอิทธิพลร่วมระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรกำกับที่มีต่อตัวแปรตาม-กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว

กลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว	มูลค่าตลาดของกิจการ		t	p-value	VIF
	สัมประสิทธิ์การถดถอย	ความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน			
1.1 ค่าคงที่ (a)	1.037	0.257	4.032	0.000**	
สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว (OS1)	0.010	0.002	5.189	0.000**	1.020
กำไรต่อหุ้น (EPS)	0.105	0.021	5.049	0.000**	1.024
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E)	-0.130	0.016	-7.955	0.000**	1.063
อัตราการเติบโตโดยยอดขาย (SG)	0.001	0.000	3.207	0.001**	1.006
ขนาดกิจการ (LNTA)	0.836	0.028	30.214	0.000**	1.038
ประเภทอุตสาหกรรม (IND)	-0.082	0.018	-4.458	0.000**	1.016
1.2 ค่าคงที่ (a)	0.765	0.276	2.769	0.006**	
สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว (OS1)	0.019	0.004	4.834	0.000**	4.729
กำไรต่อหุ้น (EPS)	0.100	0.020	4.884	0.000**	1.027
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E)	-0.124	0.016	-7.595	0.000**	1.090
อัตราการเติบโตโดยยอดขาย (SG)	0.001	0.000	3.684	0.000**	1.018
ขนาดกิจการ (LNTA)	0.802	0.029	27.766	0.000**	1.161
ประเภทอุตสาหกรรม (IND)	-0.086	0.018	-4.736	0.000**	1.020
คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (CG)	0.736	0.180	4.090	0.000**	4.425
ปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัวและคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (OS1*CG)	-0.012	0.005	-2.763	0.006**	8.100
1.1 $R = 0.786$, $R^2 = 0.618$, Adjusted $R^2 = 0.615$, $F = 180.87$					
1.2 $R = 0.793$, $R^2 = 0.629$, Adjusted $R^2 = 0.624$, $F = 141.46$					

N = 677, **มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ตาราง 9 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรอิสระ และอิทธิพลร่วมระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรกำกับที่มีต่อ
ตัวแปรตาม-กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน

กลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน	มูลค่าตลาดของกิจการ		t	p-value	VIF
	สัมประสิทธิ์การถดถอย	ความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน			
2.1 ค่าคงที่ (a)	-0.194	0.260	-0.746	0.456	
สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน (OS2)	0.005	0.002	2.955	0.003**	1.019
กำไรต่อหุ้น (EPS)	0.015	0.004	3.756	0.000**	1.042
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E)	-0.206	0.041	-5.071	0.000**	1.301
อัตราการเติบโตโดยยอดขาย (SG)	0.000	0.000	0.951	0.342	1.006
ขนาดกิจการ (LNTA)	1.001	0.026	38.042	0.000**	1.277
ประเภทอุตสาหกรรม (IND)	-0.063	0.019	-3.292	0.001**	1.018
2.2 ค่าคงที่ (a)	-0.201	0.308	-0.654	0.514	
สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน (OS2)	0.008	0.004	2.187	0.029*	4.644
กำไรต่อหุ้น (EPS)	0.013	0.004	3.207	0.001**	1.069
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E)	-0.222	0.041	-5.485	0.000**	1.320
อัตราการเติบโตโดยยอดขาย (SG)	0.000	0.000	0.867	0.386	1.007
ขนาดกิจการ (LNTA)	1.020	0.027	38.190	0.000**	1.338
ประเภทอุตสาหกรรม (IND)	-0.064	0.019	-3.396	0.001**	1.022
คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (CG)	-0.112	0.219	-0.510	0.610	4.861
ปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบันและคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (OS2*CG)	-0.005	0.004	-1.120	0.263	7.482
2.1 R = 0.878, R ² = 0.771, Adjusted R ² = 0.768, F = 291.55					
2.2 R = 0.881, R ² = 0.775, Adjusted R ² = 0.772, F = 223.99					
N = 528, **มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, *มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05					

จากตาราง 9 เป็นการวิเคราะห์ในกลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน จากผลการวิเคราะห์แบบจำลองความสัมพันธ์ที่ 2.1 และ 2.2 ซึ่งให้เห็นว่า กลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์และผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แต่เมื่อพิจารณาผลกระทบของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ พบว่า ไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าตลาดของกิจการ จึงส่งให้ปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในแบบจำลองความสัมพันธ์ที่ 2.2 ไม่ส่งผลกระทบใดต่อมูลค่าตลาดของกิจการ ซึ่งแตกต่างจากกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว สำหรับผลการดำเนินงานทาง

การเงิน ได้แก่ กำไรต่อหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม ยังคงพบความสัมพันธ์และผลกระทบต่อมูลค่าตลาดของกิจการในทิศทางเดียวกันกับกรณีของบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว รวมทั้งประเภหุตสาหกรรม ยกเว้นอัตราการเติบโตโดยยอดขายที่พบว่าไม่มีผลกระทบโดยนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับค่า VIF ของสัดส่วนการถือหุ้นสามัญ คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ และผลกระทบร่วมระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่มากับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีค่าสูงเกิดจากตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กันสูงแต่ยังมีค่าน้อยกว่า 10 แสดงว่า ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระอยู่ในระดับที่ไม่ทำให้เกิดปัญหาในการใช้วิธีวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Hair et al., 2006; ทรายทอง เลิศเปียง, 2559; ธัญชัย บุญหนัก และพงษ์เดช สารการ, 2564)

ตาราง 10 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรอิสระ และอิทธิพลร่วมระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรกำกับที่มีต่อตัวแปรตาม-กลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานรัฐบาล

กลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานรัฐบาล	มูลค่าตลาดของกิจการ		t	p-value	VIF
	สัมประสิทธิ์การถดถอย	ความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน			
3.1 ค่าคงที่ (a)	0.727	0.597	1.219	0.231	
สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานรัฐบาล (OS3)	0.016	0.006	2.641	0.013**	1.510
กำไรต่อหุ้น (EPS)	0.021	0.008	2.570	0.015*	1.668
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E)	-0.146	0.024	-6.061	0.000**	1.267
อัตราการเติบโตโดยยอดขาย (SG)	0.000	0.003	0.117	0.908	1.106
ขนาดกิจการ (LNTA)	0.843	0.057	14.816	0.000**	1.891
ประเภหุตสาหกรรม (IND)	-0.041	0.071	-0.577	0.568	1.187
3.2 ค่าคงที่ (a)	-0.097	0.686	-0.141	0.889	
กำไรต่อหุ้น (EPS)	0.020	0.008	2.726	0.010**	1.670
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E)	-0.144	0.022	-6.567	0.000**	1.268
อัตราการเติบโตโดยยอดขาย (SG)	0.000	0.003	0.183	0.856	1.106
ขนาดกิจการ (LNTA)	0.828	0.052	15.927	0.000**	1.912
ประเภหุตสาหกรรม (IND)	-0.034	0.064	-0.533	0.598	1.189
คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (CG)	1.130	0.505	2.236	0.032*	1.217
ปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานรัฐบาลและคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (OS3*CG)	0.013	0.006	2.380	0.023*	1.729

3.1 $R = 0.972$, $R^2 = 0.945$, Adjusted $R^2 = 0.935$, $F = 93.94$

3.2 $R = 0.978$, $R^2 = 0.956$, Adjusted $R^2 = 0.946$, $F = 98.76$

N = 40, **มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, *มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตาราง 10 เป็นการวิเคราะห์ในกลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานรัฐบาล จากผลการวิเคราะห์แบบจำลองความสัมพันธ์ที่ 3.1 และ 3.2 ที่ให้เห็นว่า ในกลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานรัฐบาล สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่และคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในแบบจำลองความสัมพันธ์มีความสัมพันธ์และผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และด้วยเหตุผลที่บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานรัฐบาลเกือบทั้งหมด คือ 39 บริษัทจาก 40 บริษัทมีคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในระดับดีถึงดีเลิศ จึงทำให้ผลการวิเคราะห์ในแบบจำลองความสัมพันธ์ที่ 3.2 แสดงเฉพาะผลกระทบระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งเป็นผลกระทบทางบวกต่อมูลค่าตลาดของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยเท่ากับ 0.013 แสดงว่าคุณภาพการกำกับดูแลกิจการมีผลให้ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับมูลค่าตลาดของกิจการเพิ่มสูงขึ้น กล่าวได้ว่า ในกลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานรัฐบาล คุณภาพการกำกับดูแลกิจการและสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นปัจจัยที่มีความสำคัญในระดับเท่ากัน นอกจากนี้ผลการดำเนินงานทางการเงินที่ยังคงมีผลกระทบต่อมูลค่าตลาดของกิจการ ได้แก่ กำไรต่อหุ้น และลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม โดยมีผลกระทบในทางบวก และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีผลกระทบเชิงลบ ซึ่งเป็นผลกระทบที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 เช่นกัน และมีข้อน่าสังเกตค่า VIF ในกลุ่มนี้จะมีค่าต่ำซึ่งแสดงให้เห็นว่า ตัวแปรที่นำมาศึกษา มีความสัมพันธ์กันในระดับต่ำทำให้ผลการวิเคราะห์มีความน่าเชื่อถือได้มากขึ้น

จากผลการวิเคราะห์ที่ได้กล่าวมาข้างต้นชี้ให้เห็นว่า อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการจะมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับมูลค่าตลาดของกิจการเฉพาะบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัวและหน่วยงานรัฐบาลเท่านั้น โดยค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของปฏิสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในแบบจำลองความสัมพันธ์ที่ 1.2 สะท้อนให้เห็นว่า นักลงทุนที่สนใจลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทเหล่านี้ซึ่งมีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวจะให้ความสำคัญต่อคุณภาพการกำกับดูแลกิจการมากกว่าสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ของบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว สอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Ammann et al. (2011), Dhaliwal et al. (2008) และ Rego และ Wilson (2010) ซึ่งตรงกันข้ามกับผลการวิเคราะห์ที่ได้จากแบบจำลองความสัมพันธ์ที่ 3.2 ที่สะท้อนถึงการให้ความสำคัญทั้งต่อการกำกับดูแลกิจการและสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ของนักลงทุนที่สนใจลงทุนในบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานรัฐบาล ยิ่งหน่วยงานภาครัฐมีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญในบริษัทเพิ่มมากขึ้นเท่าใด คณะกรรมการบริษัทจะต้องเพิ่มระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการให้มากยิ่งขึ้นเพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ang และ Ding (2006) Brammer และ Pavelin (2006) และ ภัทรา เตชะธนเศรษฐ์ และคณะ (2561) ที่พบว่า กิจการที่มีหน่วยงานรัฐบาลเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมมักจะมีการติดตามและกำกับดูแลอย่างเข้มงวดเพื่อที่รัฐบาลจะสามารถมั่นใจได้ว่าบริษัทเหล่านี้จะประสบผลสำเร็จในระยะยาว เพราะกิจการภาครัฐถูกคาดหวังจากผู้มีส่วนได้เสียถึงเป้าหมายที่ไม่ได้มองเพียงกำไรสูงสุด แต่มองถึงประโยชน์สูงสุดที่คนในชาติจะได้รับ ดังนั้นบริษัทที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลกิจการของรัฐจึงมีนักลงทุนทั่วไปสนใจลงทุนซึ่งจะให้ผลตอบแทนแก่ผู้ลงทุนสูงกว่าบริษัทเอกชนทั่วไป ผลการวิเคราะห์ที่ได้ยังสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนที่กล่าวถึงความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างฝ่ายบริหารกับนักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของกิจการ ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์จึงจำเป็นต้องสร้างกลไกเพื่อลดความไม่เท่าเทียมกันในข้อมูลโดยจัดให้มีการขึ้นทะเบียนผู้สอบบัญชีรับอนุญาตของตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้ทำหน้าที่รับรองความถูกต้องของข้อมูลทางการเงินของบริษัท รวมทั้งการส่งเสริมให้มีการประเมินคุณภาพการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนและประกาศข้อมูลเหล่านี้ต่อสาธารณชน

นอกจากนี้ ทิศทางของผลกระทบของผลการดำเนินงานทางการเงินที่มีต่อมูลค่าตลาดของกิจการจากผลการวิเคราะห์ ในแบบจำลองความสัมพันธ์ทั้งหมดมีความสอดคล้องกัน กล่าวคือ กำไรต่อหุ้น และลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม มีผลกระทบทางบวก ในทางกลับกันอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นกลับมีผลกระทบทางลบตามที่อธิบายไว้ในข้างต้น สอดคล้องกับผลการวิจัยในอดีตหลายฉบับ อาทิ Rehman (2016) นฤมล ล้อพงศ์ไพบูลย์ (2554) และ อุบลวรรณ ขุนทอง และโสวัตรธนา ธาธา (2560) ส่วนตัวแปรประเภทอุตสาหกรรม ผลการวิเคราะห์ในที่นี้ไม่สอดคล้องกันเนื่องจากพบว่ามูลค่าตลาดของกิจการเฉพาะในกลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว และนักลงทุนสถาบันเท่านั้นที่จะมีความแตกต่างกันตามที่ได้อธิบายผลการวิเคราะห์ในตาราง 8 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ ประภาพร ณ นรงค์ (2549) และ นิทยา โยธจันทร์ และคณะ (2563) ในขณะที่อัตราการเติบโตโดยยอดขายมีผลกระทบต่อมูลค่าตลาดของกิจการเพียงแค่กลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว ซึ่งขัดแย้งกับผลงานวิจัยของ De-la-Hoz และ Pombo (2015) บงกช ตั้งจิระศิลป์ (2556) และ ประภาพร ณ นรงค์ (2549)

5. ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคตและประโยชน์ของการวิจัย

5.1 ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

ประเด็นการวิจัยที่สามารถขยายผลต่อจากการวิจัยฉบับนี้ คือ การขยายกลุ่มประชากรไปสู่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อื่น ๆ ที่มีลักษณะคล้ายคลึงกัน เพื่อทดสอบความสัมพันธ์และผลกระทบของลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีลักษณะการกระจุกตัวเฉพาะบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัวกับกระจายตัวโดยมีการถือครองหุ้นสามัญโดยประชาชนหรือนักลงทุนภายนอกในสัดส่วนที่มากขึ้น โดยใช้ผลรวมค่าร้อยละของการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่สูงสุด 5 อันดับแรกของในแต่ละบริษัทจดทะเบียนตัวอย่าง ซึ่งปรากฏในรายงาน 56-1 ของบริษัทจดทะเบียนแทนการใช้สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ในงานวิจัยฉบับนี้ ซึ่งอาจจะให้ผลการวิจัยที่แตกต่างไปจากผลงานวิจัยที่กล่าวมาข้างต้น เป็นการเพิ่มหลักฐานเชิงประจักษ์ที่จะแสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพตลาดทุนที่เกิดจากการใช้ข้อมูลเชิงคุณภาพและข้อมูลผลการดำเนินงานทางการเงิน ทำให้เห็นว่านักลงทุนในตลาดให้ความสำคัญต่อข้อมูลใดในการตัดสินใจลงทุนในบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแตกต่างกัน และอาจเปลี่ยนการวัดค่าตัวแปรของประเภทอุตสาหกรรมเป็นแบบ Dummy Variable โดยให้แทนค่าเป็น 1 และ 0 เช่น หากเป็นกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารให้แทนค่า 1 และแทนค่า 0 ถ้าอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น เป็นต้น นอกจากนี้อาจเปลี่ยนวิธีการวัดค่ามูลค่าของกิจการโดยใช้ Tobin's Q Model หรืออัตราส่วนราคาตลาดหุ้นสามัญต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นสามัญแทนการใช้มูลค่าตลาดของกิจการ รวมทั้งการพัฒนาแบบจำลองความสัมพันธ์ที่มีทั้งสัดส่วนการถือหุ้นสามัญที่คำนวณเป็นอัตราร้อยละการถือครองโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว นักลงทุนสถาบัน หรือหน่วยงานรัฐบาล เพื่อให้สามารถตอบประเด็นการศึกษาในเชิงเปรียบเทียบผลกระทบของร้อยละของการถือหุ้นสามัญแตกต่างกัน และปฏิสัมพันธ์ระหว่างร้อยละของการถือหุ้นดังกล่าวกับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในฐานะตัวแปรกำกับเพื่อให้เห็นถึงความแตกต่างของอิทธิพลและผลกระทบที่เกิดขึ้นควบคู่กันไป

5.2 ประโยชน์ของการนำผลการวิจัยไปใช้

5.2.1 ผู้ที่สนใจลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนสามารถศึกษาโครงสร้างการถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยใช้เกณฑ์สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เช่นเดียวกับงานวิจัยฉบับนี้ในการจัดประเภทบริษัทจดทะเบียน และใช้ผลการวิจัยนี้ที่แสดงถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่าตลาดของกิจการประกอบการตัดสินใจลงทุน ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ กำไรต่อหุ้น ขนาดกิจการ และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือ

หุ้น และอาจรวมถึงอัตราการเติบโตโดยอ้อม โดยสังเกตจากทิศทางความสัมพันธ์และผลกระทบที่เกิดขึ้นของข้อมูลเหล่านี้ที่มีต่อมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมนั้น จะเป็นข้อมูลที่นักลงทุนให้ความสนใจเนื่องจากผลการวิจัยสะท้อนถึงความเป็นไปได้ที่มูลค่าตลาดของกิจการของบริษัทที่จัดอยู่กลุ่มอุตสาหกรรมต่าง ๆ มีความแตกต่างกัน

5.2.2 สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่จะสะท้อนถึงต้นทุนตัวแทนที่เกิดจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ส่งผลต่อนักลงทุนทำให้ไม่สนใจลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทหากมีลักษณะแบบกระจุกตัวมากเกินไป ผลการวิจัยนี้ให้หลักฐานเชิงประจักษ์แก่ฝ่ายบริหารหรือคณะกรรมการบริษัทที่แสดงว่าคุณภาพการกำกับดูแลกิจการมีความสำคัญมากต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน เพราะช่วยลดปัญหาด้านต้นทุนตัวแทนซึ่งส่งผลต่อมูลค่าตลาดของกิจการ โดยเฉพาะบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัวหรือหน่วยงานรัฐบาล ดังนั้นคณะกรรมการบริษัทควรยกระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการให้สูงขึ้นเพื่อช่วยสร้างความมั่นใจแก่นักลงทุนและเป็นการดึงความสนใจหรือความสำคัญมาที่คุณภาพของการกำกับดูแลกิจการให้มากกว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้น

6. สรุปผลการวิจัย

โครงสร้างผู้ถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถแบ่งได้ 3 แบบตามสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ของบริษัท ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัว นักลงทุนสถาบัน และหน่วยงานรัฐบาล การเปลี่ยนแปลงในมูลค่าตลาดของบริษัทเหล่านี้จะเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงในสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่ของบริษัทซึ่งหมายความว่า การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่จะทำให้มูลค่าตลาดของกิจการเพิ่มขึ้น เช่นเดียวกับกำไรต่อหุ้น ขนาดกิจการ แต่จะตรงกันข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในขณะเดียวกันคุณภาพการกำกับดูแลกิจการซึ่งเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพที่นักลงทุนให้ความสำคัญจะเป็นตัวแปรกำกับที่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่กับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ ทำให้ความสัมพันธ์ดังกล่าวเปลี่ยนแปลงไปจากเดิม โดยจะพบได้ในบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญส่วนใหญ่เป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์ในครอบครัวและหน่วยงานรัฐบาลเท่านั้น

เอกสารอ้างอิง

- กนกอร แก้วประภา กิ่งกาญจน์ มูลเมือง และมาลี จตุรัส. (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างเรื่องสำคัญในการตรวจสอบในรายงานผู้สอบบัญชีและคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100. *วารสารการบัญชีและการจัดการ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม*, 13(3), 137-153.
- เกรียงชัย รุ่งฟ้าใหม่. (2560). แนวทางการวิเคราะห์วิจัยการบริหารจัดการอุดมศึกษาจากมุมมองของทฤษฎีตัวแทนด้านสังคมและวัฒนธรรม. *วารสารวิทยาลัยดุสิตธานี*, 11(2), 409-420.
- จารุวรรณ เอกสะพั่ง และพิเชษฐ์ โสภางษ์. (2563). การวิเคราะห์อิทธิพลของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อมูลค่าข้อมูลทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารสังคมศาสตร์และมานุษยวิทยาเชิงพุทธ*, 5(6), 357-373.
- จิภัตสร บุญรอด. (2558). *การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.*

- ฉวีวรรณ ชูสนุก และอัมพล ชูสนุก. (2554). อิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการและมูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจ ศรีนครินทรวิโรฒ มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ*, 3(1), 1-17.
- ชนิศา มณีรัตนรุ่งโรจน์. (2559). *โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ*. วิทยานิพนธ์ดุษฎีบัณฑิต มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี.
- จิตติพร พระโพธิ์ มนต์รี ชัยชู และวรกร แซ่มเมืองปัก. (2563). ตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัทการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการจัดการกำกับที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารสังคมศาสตร์และมนุษยวิทยาเชิงพุทธ*, 5(10), 414-429.
- ณัฐนันท์ สุวัฒนา. (2556). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยบูรพา.
- ณิชนันท์ จันทระเขตต์. (2554). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100*. การศึกษาอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2563). *บรรษัทภิบาล หรือการกำกับดูแลกิจการ*. ค้นเมื่อ 15 กันยายน 2563, จาก <https://www.setsustainability.com/page/corporate-governance>.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2564). *คู่มือ (Manual Guides)*. ค้นเมื่อ 7 เมษายน 2564, จาก https://www.set.or.th/th/market/files/SET_Formula_Glossary_Jun2015.pdf.
- ทรายทอง เลิศเปียง. (2559). ปัจจัยที่มีผลต่อความพร้อมในการรองรับประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนของสำนักงานรับจัดทำบัญชี จังหวัดลำปาง. *วารสารมหาวิทยาลัยราชภัฏยะลา*, 11(1), 173-184.
- ธัญชัย บุญหนัก, และพงษ์เดช สารการ. (2564). การเปรียบเทียบความแม่นยำของการศึกษาปัจจัยที่สัมพันธ์กับการเกิดโรคเบาหวานด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติกและการวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติกพหุระดับ: ฐานข้อมูล TCNAP ของประเทศไทย ปี 2561. *วารสารสาธารณสุขมหาวิทยาลัยบูรพา*, 16(1), 65-79.
- ธนาภิญญา อุตตฤทธิ. (2561). *ปัจจัยและผลกระทบของคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มีต่อมูลค่าของกิจการ : หลักฐานเชิงประจักษ์ในประเทศไทย*. กรุงเทพฯ : มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน.
- ธินัท โกศลวิตร, และเคียงขวัญ อักษรวงศ์. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่าตลาดของกิจการ: กรณีศึกษาของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ. *วารสารบริหารศาสตร์ มหาวิทยาลัยอุบลราชธานี*, 8(15), 82-99.
- นิตยา โยธัจจันทร์ ศศิวิมล มีอำพล และไพบุลย์ ผจวงค์. (2563). ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนกับผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่ม ESG100. *วารสารบรรณศาสตร์ มศว*, 13(2), 12-26.
- บงกช ตั้งจิระศิลป์. (2556). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- ปทุมวดี โปงูเหลื่อม. (2560). *ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.

- ประภาพร ณ นรงค์. (2549). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี*. วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- พจนารถ ฤทธิเดช ปาริชาติ บุรพาศิริวัฒน์ และมัทนชัย สุทธิพันธุ์. (2564). อิทธิพลของผลตอบแทนผู้บริหารต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารการบัญชีและการจัดการ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม*, 13(2), 61-75.
- พัทธ์ลดา ธนกรชัยมงคล และธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ. (2562). ผลกระทบของระดับการกระจายการลงทุนธุรกิจในแนวตั้งต่อมูลค่าของกิจการ: กรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100. *วารสารสภาวิชาชีพบัญชี*, 1(1), 54-66.
- พุทธิมน เพชรคง. (2559). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนของกิจการต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ*. การศึกษาค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์ มหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ภัทรา เตชะธนเศรษฐ์ อรวรรณ เชื้อเมืองพาน และพรชัย เตชะธนเศรษฐ์. (2561). โครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ผลการประเมินความยั่งยืนที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารมหาวิทยาลัยศิลปากร*, 38(5), 99-118.
- รติ วงศกิตติรักษ์. (2554). *ผลกระทบต่อโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อมูลค่ากิจการของบริษัทในประเทศไทย*. การศึกษาอิสระปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต (การบริหารการเงิน) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- วัฒน์ รัมมะพ้อ, และนิมนวล วิเศษสรรพ. (2563). ผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนของคุณค่าของรายงานความยั่งยืน การกำกับดูแลกิจการ และผลการปฏิบัติทางการเงิน: หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 16(49), 5-22.
- วิภาทรา คงอินทร์. (2559). *ผลกระทบขององค์ประกอบคณะกรรมการบริษัท การรายงานทุนทางปัญญา และมูลค่าตลาด: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์.
- ศศิรัตน์ เมธิสุภาพ. (2018). ลักษณะของการรายงานเรื่องสำคัญในการตรวจสอบ: ดุลยพินิจในการเขียนเรื่องสำคัญในการตรวจสอบของผู้สอบบัญชีในกลุ่มสำนักงานบัญชี BIG 4. *วารสารสุทธิปริทัศน์*, 32(104), 210-222.
- ศิริวรรณ เจริญสมอ. (2551). *ผลกระทบของคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการต่อมูลค่ากิจการ กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยบูรพา.
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2562). *ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน*. ค้นเมื่อ 18 ตุลาคม 2562, จาก <http://www.thai-iod.com/th>.
- สัตยา ตันจันทร์พงศ์. (2558). การกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานผ่านการวางแผนภาษีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารสมาคมนักวิจัย*, 20(2), 105-113.
- สัตยา ตันจันทร์พงศ์ พัทธิยศ เดชศิริ และทัตพงศ์ อวิโรธนานนท์. (2562). อิทธิพลของการเปิดเผยข้อมูลรายงานการพัฒนาคำแนะนำที่ยั่งยืนที่มีต่อมูลค่ากิจการ. *วารสารการบัญชีและการจัดการ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม*, 11(1), 131-144.
- สุรางค์ เห็นสว่าง. (2560). ผลกระทบจากระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลตอบแทนส่วนเกินและผลประกอบการเชิงการเงิน: การศึกษาเชิงประจักษ์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการสถาบันเทคโนโลยีแห่งสุวรรณภูมิ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์*, 3(2), 35-51.

- อิทธิวัฒน์ นิมิจินดา. (2561). การศึกษาผลกระทบของภาษีเงินได้รูดตัดบัญชีต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาดรวมของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 100). การศึกษาอิสระปัญหามหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- อรพรรณ เลิศจุจิณวิช. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชั่น และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- อุทัยวรรณ เสมอจิตร และสุภาวดี สุชีชีพ มออสส์. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารรังสิตบัณฑิตศึกษาในกลุ่มธุรกิจและสังคมศาสตร์, 5(2), 103-114.
- อุบลวรรณ ขุนทอง และโสวัตรธนา ธาธา. (2560). ความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัวกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. รายงานสืบเนื่องจากการประชุมวิชาการระดับชาติ สาขาเศรษฐศาสตร์, s(s), 240-253.
- Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18, 36-55.
- Ang, J.S., & Ding, D.K. (2006). Government ownership and the performance of government linked companies: the case of Singapore. *Journal of Multinational Financial Management*, 16(1), 64-68.
- Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. (2006). Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures. *Financial management*, 35(3), 97-116.
- Damodaran, A. (2011). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. New Jersey: Wiley Finance.
- De-la-Hoz, M. C., & Pombo, C. (2015). Institutional investor heterogeneity and firm valuation: Evidence from Latin America. *Emerging Markets Review*, 26, 197-221.
- Dhaliwal, D.S., Huber, R.E., Lee, H.S.G., & Pincus, M. (December 11, 2008). *Book-Tax Differences, Uncertainty about Fundamentals and Information Quality, and Cost of Capital*. Retrieved May 10, 2021, from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm? Abstract_id=1127956
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2006). *Multivariate data analysis* (6 ed.). New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Henry, D. (2010). Agency costs, ownership structure and corporate governance compliance: A private contracting perspective. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18(1), 24-46.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kaewkerd, S. & Soonthonrot, P. (2020). The relationship between corporate governance and the company's performance in the stock Exchange of Thailand. *Journal of Accountancy and Management*, 12(3), 14-23.
- McColgan, P. (2001). Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective. *Department of Accounting and Finance working paper*, 6, 0203.

- Qi, D., Wu, W., & Zhang, H. (2000). Shareholdings structure and corporate performance of partially privatized firms: Evidence from listed Chinese companies. *Pacific Basin Finance Journal*, 8(5), 587-610.
- Rego, S. O., & Wilson, R. (2010). *Executive Compensation, Equity Risk Incentives, and Corporate Tax Aggressiveness*. Retrieved May 14, 2021, from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1337207
- Rehman, O. U. (2016). Impact of capital structure and dividend policy on firm value. *Journal of Poverty, Investment and Development*, 21(1), 40-57.