

ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

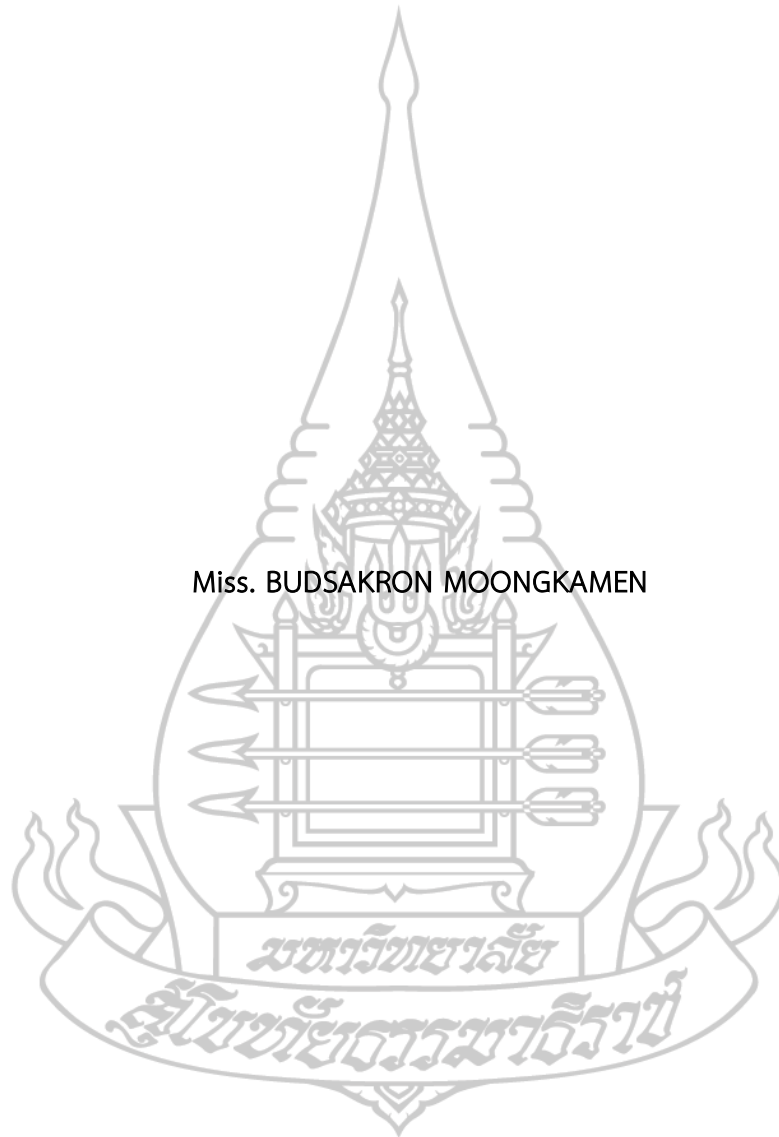


นางสาวบุษกร มุ่งเขม้น

การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา  
ตามหลักสูตรปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต (การจัดการธุรกิจและการบริการ)  
สาขาวิชาวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช

พ.ศ. 2566

The Impact of Ownership Structure on Firm Performance of Listed  
Companies in the Market for Alternative Investment



Miss. BUDSAKRON MOONGKAMEN

An Independent Study Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for  
the Degree of Master of Business Administration (Business and Hospitality  
Management)

School of Management Science Sukhothai Thammathirat Open University

2023

หัวข้อการศึกษาค้นคว้าอิสระ	ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ
ชื่อและนามสกุล	นางสาวบุษกร มุ่งเขม้น
แขนงวิชา / วิชาเอก	กลุ่มวิชาการเงินและการบัญชี
สาขาวิชา	วิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช
อาจารย์ที่ปรึกษา	รองศาสตราจารย์ ดร.กัลยานี ภาคออต

การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้ได้รับความเห็นชอบให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา  
ตามหลักสูตรระดับปริญญาโท เมื่อวันที่ 27 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2567

คณะกรรมการสอบการศึกษาค้นคว้าอิสระ



-----  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ภาวิน ชินะโชติ)

ประธานกรรมการประจำสาขาวิชาวิทยาการจัดการ

ชื่อการศึกษา คำนวณว่าอิสระ ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

ผู้ศึกษา นางสาวบุษกร มุ่งเขม้น รหัสนักศึกษา 2643001981

ปริญญา บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต (การจัดการธุรกิจและการบริการ)

อาจารย์ที่ปรึกษา รองศาสตราจารย์ ดร.กัลยาณี ภาควิชา ภาควิชา คณิตศาสตร์ ปีการศึกษา 2566

### บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) ศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และ (2) วิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

การศึกษานี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยศึกษาจากประชากรคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีข้อมูลครบถ้วนและเป็นไปตามเงื่อนไขของการศึกษา จำนวน 60 บริษัท รวม 300 ข้อมูล ระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาคือ 5 ปี ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2561 ถึง วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2565 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ ซึ่งประกอบด้วยอัตราส่วนทางการเงิน และข้อมูลทางการเงินอื่นที่เกี่ยวข้อง สำหรับระยะเวลาเดียวกัน วิธีการที่ใช้ในการศึกษาคือ สมการถดถอยแบบพิก เอฟเฟก และสถิติที่ใช้ในการศึกษาคือ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และสถิติที่

ผลการศึกษาพบว่า (1) โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ส่วนใหญ่เป็นแบบครอบครัว โดยสัดส่วนโครงสร้างมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 36.91 ค่าสูงสุดและต่ำสุดประมาณร้อยละ 78.56 และ 1.80 ตามลำดับ โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันภายในประเทศ มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 4.01 ค่าสูงสุดร้อยละ 16.09 และค่าต่ำสุดร้อยละ 0.1 สำหรับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 8.43 ค่าสูงสุดร้อยละ 59.07 และค่าต่ำสุดร้อยละ 0.06 และ (2) โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวและโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันภายในประเทศ ไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในขณะที่อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี และขนาดของกิจการ ส่งผลกระทบทางบวกต่อผลการดำเนินงาน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ ส่วนอายุของกิจการส่งผลกระทบในทางลบต่อผลการดำเนินงาน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

**คำสำคัญ** โครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการดำเนินงาน บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

Independent Study title: “The Impact of Ownership Structure on Firm Performance of Listed Companies in the Market for Alternative Investment”

Author: “Miss. BUDSAKRON MOONGKAMEN”; ID: “2643001981”;

Degree: Master of Business Administration (Business and Hospitality Management)

Independent Study Advisor: Associate Professor Dr. Gallayanee Parkatt; Academic year: 2023

### Abstract

The objectives of this study were (1) to study ownership structure and firm performance of listed companies in the Market for Alternative Investment (MAI); and (2) to analyze the impact of ownership structure on firm performance of listed companies in the Market for Alternative Investment

This study was quantitative research and focused on population. They were 60 listed companies in the Market for Alternative Investment with complete information and conformed with conditions of the study, totaling at 300 set. The period of the study was 5 years from January 1<sup>st</sup>, 2018 to December 31<sup>st</sup>, 2022. The data used in this study was secondary data consisting of financial ratios and other related to financial information of listed companies during the same period. The method used in the study was fixed effects regression. The statistics employed in the study were mean, standard deviation, maximum value, minimum value and t-statistic.

The results revealed that (1) most of ownership structure of listed companies in the Market for Alternative Investment were family firm. The average proportion of ownership structure was 36.91 percent. The maximum and the minimum were approximately 78.56 and 1.80 percent, respectively. An average proportion for domestic institutional ownership structure, was 4.01 percent. The maximum value was 16.09 percent and the minimum value was 0.1 percent. An average of firm performance, which was measured by the return on total assets, was 8.43 percent. The maximum value was 59.07 percent and the minimum value was 0.06 percent. (2) Family model ownership structure and institutional ownership structure, had no impact on the performance of listed companies in the Market for Alternative Investment. Whereas, sale growth, price to book value ratio and size of firms had positive impact toward firm performance with statistically significant at 0.05 level and 0.10 level. In addition age of firms had negative impact on firm performance with statistically significant at 0.05 level.

**Keywords :** Ownership Structure, Firm Performance, Listed Companies in the Market for Alternative Investment

## กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาครั้งนี้สามารถดำเนินงานไปได้อย่างสมบูรณ์ และสำเร็จลุล่วงได้ด้วย ความอนุเคราะห์และความกรุณาจาก รองศาสตราจารย์ ดร.กัลยาณี ภาควิชา ในฐานะอาจารย์ที่ปรึกษาหลักการศึกษาครั้งนี้ รวมถึง อาจารย์ ดร.ชยงการ ภรรยา กรรมการสอบการศึกษาครั้งนี้ ซึ่งทั้งสองท่านได้สละเวลาให้คำปรึกษาและแนะนำที่เป็นประโยชน์แก่การศึกษาในครั้งนี้ พร้อมยังได้ให้คำแนะนำในการปรับปรุงการศึกษาครั้งนี้ ผู้ศึกษาจึงขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ ที่นี้ด้วย

นอกจากนี้ผู้ศึกษาขอขอบพระคุณคณาจารย์หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต (การจัดการธุรกิจและการบริการ) ทุกท่าน ที่ได้ประสิทธิ์ประสาทความรู้และวิชาต่างๆ รวมถึงเจ้าหน้าที่สาขาวิชา วิทยาการจัดการที่ให้ความช่วยเหลือ ให้คำปรึกษาและประสานงานในด้านต่างๆ ตลอดการศึกษานี้

สุดท้ายนี้ ขอขอบพระคุณบิดา มารดา ที่อยู่เคียงข้าง ให้การสนับสนุน และเป็นกำลังใจในการศึกษาและทำการศึกษาค้นคว้าอิสระมาโดยตลอด และผู้ศึกษาหวังเป็นอย่างยิ่งว่า การศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ และเป็นตัวอย่างในการศึกษาให้แก่ผู้สนใจต่อไป



นางสาวบุษกร มุ่งเขม้น

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญตาราง.....	ณ
สารบัญภาพ.....	ญ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
วัตถุประสงค์การศึกษา.....	4
ขอบเขตของการศึกษา.....	4
กรอบแนวคิดในการศึกษา.....	4
นิยามศัพท์เชิงปฏิบัติการ.....	5
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	6
บทที่ 2 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง.....	7
แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงาน.....	7
ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น.....	11
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	16
บทที่ 3 วิธีดำเนินการศึกษา.....	19
การกำหนดประชากร.....	19
การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	19
การคำนวณค่าสถิติของตัวแปร.....	20
การใช้สมการถดถอยในการวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Panel Data.....	20
การวิเคราะห์ผลการศึกษา.....	21
บทที่ 4 ผลการศึกษา.....	22
ส่วนที่ 1 ผลการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ.....	22
ส่วนที่ 2 ผลวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ.....	24

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 5 สรุปลการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	27
สรุปลการศึกษา.....	27
อภิปรายผล.....	28
ข้อเสนอแนะ.....	30
บรรณานุกรม.....	32
ภาคผนวก.....	35
ก ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา.....	36
ข สถิติที่ใช้ในการศึกษา.....	41
ค ผลของสมการถดถอย.....	54
ประวัติผู้ศึกษา.....	59





สารบัญตาราง

หน้า

ตารางที่ 4.1 สถิติเชิงพรรณนาของโครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการดำเนินงานและตัวแปรที่เกี่ยวข้อง  
 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ  
 พ.ศ. 2561 ถึง พ.ศ. 2565.....22

ตารางที่ 4.2 ผลของสมการถดถอย  $ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FAM_{it} + \alpha_2 INT_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 AGE_{it} +$   
 $\alpha_5 DE_{it} + \alpha_6 GROWTH_{it} + \alpha_7 PBV_{it} + \alpha_8 GDP_t + a_i + \epsilon_{it}$  .....24



สารบัญภาพ

ภาพที่ 1.1 กรอบแนวคิดในการศึกษา.....4



# บทที่ 1

## บทนำ

### 1. ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment - MAI) เป็นตลาดหลักทรัพย์แห่งที่ 2 ของประเทศไทย ก่อตั้งเมื่อวันที่ 21 มิถุนายน พ.ศ. 2542 และเปิดทำการซื้อขายครั้งแรกเมื่อวันที่ 17 กันยายน พ.ศ.2544 มีจุดประสงค์การทำงานโดยทั่วไปเหมือนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand : SET) คือ ทำหน้าที่เป็นตลาดทุนเพื่อให้กิจการต่างๆ สามารถระดมเงินทุนเพิ่มเติมจากสาธารณะได้ แต่ตลาดใหม่นี้จะเน้นไปที่กิจการขนาดกลางและขนาดย่อม (เอสเอ็มอี - SME) และกิจการเกี่ยวกับนวัตกรรม โดยได้ผ่อนผันหลักเกณฑ์ต่างๆ ลง เพื่อเปิดโอกาสให้กิจการขนาดเล็กที่ไม่สามารถเข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีหนทางในการระดมทุน รวมทั้งสนับสนุนอุตสาหกรรมร่วมลงทุน (Venture Capital) เพื่อเพิ่มจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลการดำเนินงานประจำปี 2566 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มียอดขายรวม 200,181 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 2.1% ประกอบกับมีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น 13.4% ทำให้กำไรจากการดำเนินงานลดลง 10.2% เมื่อเปรียบเทียบกับปีก่อน พบกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มธุรกิจการเงิน เป็น 3 กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีผลการดำเนินงานเติบโตทั้งยอดขายและกำไร ในส่วนของฐานะทางการเงินบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีสินทรัพย์รวม 339,046 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 10.11% จากสิ้นปี 2565 โดยมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E ratio) อยู่ที่ 0.79 เท่า ลดลงจากสิ้นปี 2565 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

จากข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ณ สิ้นเดือนสิงหาคม พ.ศ. 2566 พบว่า มีสัดส่วนมูลค่าการถือครองหุ้นของนักลงทุนแต่ละประเภท ซึ่งประกอบด้วย นักลงทุนรายย่อย นักลงทุนสถาบันภายในประเทศ นักลงทุนที่เป็นนิติบุคคลในประเทศ และนักลงทุนต่างประเทศ จะอยู่ในสัดส่วนที่ใกล้เคียงกัน คือ ประมาณ 1 ใน 4 ของตลาด (SET Research ฝ่ายวิจัย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) แต่ยังคงพบว่าแต่ละบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ยังเผชิญปัญหาในเรื่องของความขัดแย้งภายในองค์กร (Agency Problem) อยู่มาก เนื่องจากประเทศไทยเป็นประเทศหนึ่งที่มีโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทแบบกระจุกตัว โดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่

ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรก เมื่อรวมกันแล้วจะถือหุ้นเกินกว่ากึ่งหนึ่งของหุ้นทั้งหมด อำนาจในการควบคุมอาจตกอยู่ในมือของกลุ่มบุคคลใดบุคคลหนึ่งได้ (บงกช ตั้งจิระศิลป์, 2556)

จากงานวิจัยของ Shleifer และ Vishny (1997) พบว่า หากผู้ถือหุ้นใหญ่มีอำนาจในการบริหารงานอย่างเต็มที่ ผู้ถือหุ้นดังกล่าวจะยึดผลประโยชน์ส่วนตัวเป็นหลัก และมักไม่สร้างมูลค่าเพิ่มสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยทำให้เกิดการควบคุมที่ไม่มีประสิทธิภาพและไม่เปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นกลุ่มอื่นมีส่วนร่วม เกิดค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนที่มีความสัมพันธ์กับพฤติกรรมครอบงำโดยผลประโยชน์ของตัวเอง ซึ่งเป็นสาเหตุทำให้ผลการดำเนินงานลดลง

นักลงทุนสถาบันเป็นกลุ่มที่มีบทบาทสำคัญในระบบเศรษฐกิจการเงินของโลก เพราะทำหน้าที่เป็นผู้บริหารเงินทุนจากปัจเจกบุคคลและหน่วยการออมต่างๆ ปัจจุบันในตลาดหุ้นไทยการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันภายในประเทศทวีความสำคัญอย่างรวดเร็ว และในประเทศไทยผู้ถือหุ้นสถาบันได้มีบทบาทมากขึ้น โดยตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สนับสนุนให้มีการเพิ่มสัดส่วนการลงทุนเป็นร้อยละ 50 ภายในปี 2562 (นริสา เยาวลักษณ์ และ ศิลปพร ศรีจันทพร, 2558) จากการทบทวนวรรณกรรม Graves และ Waddock (1994) พบว่า นักลงทุนสถาบันในประเทศมักจะให้ความสนใจในผลการดำเนินงานและตัววัดผลทางการเงินมากกว่าตัววัดผลด้านการกำกับดูแลกิจการ เนื่องจากผู้ถือหุ้นสถาบันเป็นผู้มีความรู้และเชี่ยวชาญในด้านการลงทุน สามารถรับรู้ข้อมูลภายในและมีต้นทุนที่น้อยกว่านักลงทุนรายย่อย (ดวงนภา สุขะหุต, 2564) แต่จะส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทหรือไม่ยังคงเป็นข้อถกเถียงกันในหลายงานวิจัย และแต่ละบริษัทยังเผชิญกับปัญหาในเรื่องของความขัดแย้งภายในองค์กรอยู่

ในการดำเนินธุรกิจโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีความสำคัญต่อการดำเนินงานของบริษัทเป็นอย่างมาก เนื่องจากผู้ถือหุ้นเป็นผู้ที่สนับสนุนเงินลงทุนให้แก่บริษัทโดยมีสิทธิออกเสียงในที่ประชุมและสามารถเข้าไปควบคุมในบริษัทนั้นได้ (วรปริยา ช่างเอก, 2563) โดยผู้ถือหุ้นเหล่านี้ไม่มีความเชี่ยวชาญในด้านการบริหารงานจึงต้องแต่งตั้งผู้บริหารขึ้นโดยได้กำหนดนโยบายผลการดำเนินงานและผลตอบแทนที่คาดหวังไว้ หากผู้บริหารมีการบริหารงานอย่างเต็มความสามารถ มีวัตถุประสงค์ในทิศทางเดียวกันกับผู้ถือหุ้นย่อมเป็นผลดี ทำให้บริษัทสะท้อนถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการมีมูลค่าเพิ่มยิ่งขึ้นและประสิทธิภาพในการดำเนินงานมากขึ้น แต่หากผู้บริหารและผู้ถือหุ้นเกิดความขัดแย้งกันและอาจทำให้เกิดปัญหาตัวแทนขึ้นได้ (Agency Problem) (Jensen & Meckling, 1976) อำนาจที่ผู้บริหารมีอาจบริหารธุรกิจโดยคำนึงถึงแต่ผลประโยชน์ของตนโดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดของบริษัท

โครงสร้างการถือหุ้นถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่มีส่วนสำคัญต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งเมื่อบริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นในอัตราที่สูงจะทำให้ผู้ถือหุ้นนั้นมีอำนาจในการควบคุมการบริหารงาน ทำให้อาจส่งผลต่อการกำหนดนโยบายต่างๆ และประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท อีกทั้งผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดการณ์หรือคาดหวังไว้จะแสดงด้วยตัวเลขผลกำไรที่นำเสนอในงบ

การเงินซึ่งต้องสอดคล้องกับการดำเนินงานที่แท้จริง และสามารถตอบสนองความคาดหวังของนักลงทุนได้ (ศิรินาถ เบ้าหล่อเพชร และคณะ, 2564) อีกทั้งผลกำไรยังเป็นตัวดึงดูดนักลงทุนภายนอกให้เกิดความสนใจในผลกำไรและนำไปพิจารณาเพื่อตัดสินใจในการลงทุน

แม้ว่าปัจจุบันจะมีการศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานจำนวนมาก แต่ Hu & Izumida (2008) และ Srivastava (2011) กล่าวว่า ผลของงานวิจัยจะแปรผันไปตามแต่ละประเทศ และช่วงระยะเวลาที่แตกต่างกันออกไป และส่วนใหญ่ทำการศึกษาในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว สำหรับประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่มีการศึกษาจำนวนน้อย โดยเฉพาะประเทศไทยผู้ถือหุ้นสถาบันเข้ามามีบทบาทมากขึ้น โดยตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ สนับสนุนให้มีการเพิ่มสัดส่วนการลงทุนเป็นร้อยละ 50 ภายในปี 2562 (นริสา ยาวลักษณ์ และ ศิลปพร ศรีจันเพรช, 2558) อีกทั้งผู้ถือหุ้นสถาบันเป็นผู้มีความรู้และเชี่ยวชาญในด้านการลงทุน และมักจะถือครองหุ้นในขนาดใหญ่ ซึ่งจะส่งผลดีต่อบริษัทหรือไม่ก็ยังคงเป็นข้อถกเถียงกันในหลายงานวิจัย

สำหรับการถือหุ้นแบบครอบครัวนั้น เป็นกลุ่มที่พบได้มาก และในประเทศไทยการทำธุรกิจโดย ส่วนใหญ่มักเริ่มต้นจากธุรกิจครอบครัวซึ่งเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจบริหารงานภายใน เพราะอำนาจการควบคุมอยู่ที่เจ้าของกิจการ โดย Sraer & Thesmar (2007) พบว่า โครงสร้างของผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงานเมื่อวัดด้วยผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ (จิตอุษา ชันทอง และ กัลยจิตต์ กิริตอังกูร, 2560) ที่พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นแบบครอบครัวมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในทิศทางเดียวกันซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อย่างไรก็ตามบางงานวิจัยพบว่า การมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อผลการดำเนินงาน ดังเช่น (สุพัตรา ละดาตาช และ การุณ สุขสองห้อง, 2562) พบว่าโครงสร้างความเป็นเจ้าของธุรกิจแบบครอบครัวไม่มีความสัมพันธ์ทางสถิติกับผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดโดยผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)

ในประเทศไทยปัจจุบันโครงสร้างผู้ถือหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ส่วนใหญ่มีลักษณะการบริหารงานแบบครอบครัว เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจในการควบคุม อาจใช้สิทธิในการเลือกบุคคลในครอบครัวเข้ามาเป็นผู้บริหารระดับสูง มีการถ่ายโอนเอาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยมาเป็นของตนเอง คำนึงถึงแต่ผลประโยชน์ของตนเองและครอบครัว ไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อย เป็นเหตุให้เกิดปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อย (พิภัสสร อาชวพรวิฑูร, 2564) จนทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทลดลง

ทั้งนี้งานวิจัยในด้านโครงสร้างของผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของกิจการในต่างประเทศอาจจะมีค่อนข้างมากแล้ว แต่งานวิจัยในส่วนบริบทของประเทศไทยนั้น ยังไม่มีความชัดเจนในเรื่องโครงสร้างผู้ถือหุ้นครอบครัว โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันภายในประเทศ ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการ

ดำเนินงาน และผลที่ได้ยังมีความขัดแย้งกันอยู่ ดังนั้นการศึกษาครั้งนี้จะความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

## 2. วัตถุประสงค์ของการศึกษา

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ ดังนี้

- 2.1 เพื่อศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
- 2.2 เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

## 3. ขอบเขตของการศึกษา

การศึกษามีขอบเขต ดังนี้

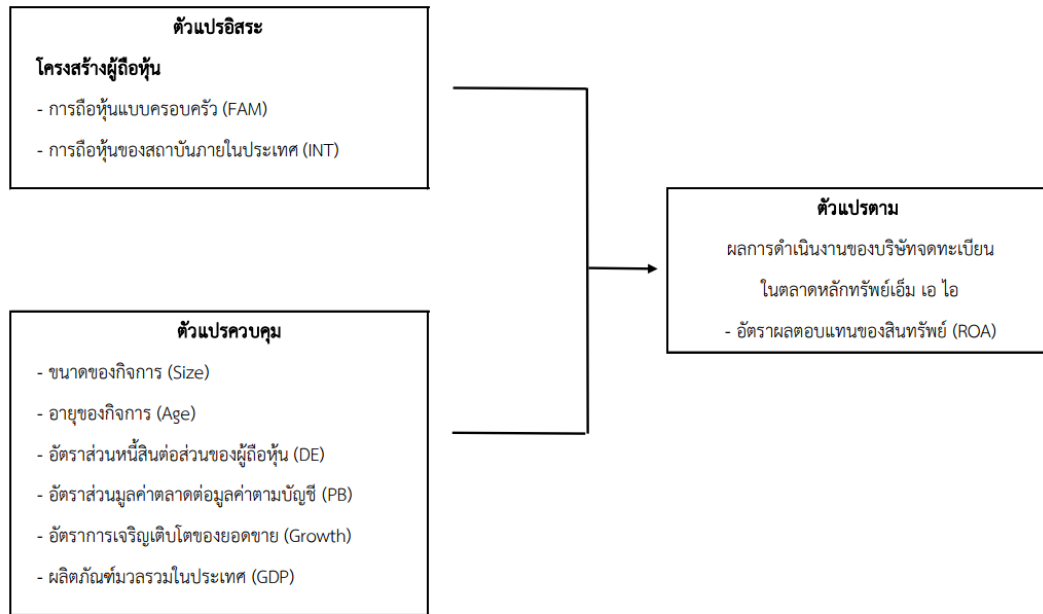
**3.1 ประชากร** การศึกษาครั้งนี้ศึกษาจากประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีข้อมูลครบถ้วน ดำเนินการอย่างต่อเนื่องตลอดระยะเวลาที่ศึกษา และเป็นไปตามเงื่อนไขของการศึกษา จำนวน 60 บริษัท รวม 300 ข้อมูล

**3.2 ระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา** คือ 5 ปี ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2561 – วันที่ 31 ธันวาคม 2565

**3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา** ประกอบด้วย ตัวแปรภายในกิจการ ได้แก่ โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันภายในประเทศ ขนาดของกิจการ อายุของกิจการ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี ตัวแปรทางเศรษฐกิจ คือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ตัวแปรตาม คือ ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์

## 4. กรอบแนวคิดในการศึกษา

จากการทบทวนทฤษฎีและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น และผลการดำเนินงาน สามารถนำมาสรุปเป็นกรอบแนวคิดได้ดังภาพที่ 1.1



ภาพที่ 1.1 กรอบแนวคิดในการศึกษา

## 5. นิยามศัพท์เชิงปฏิบัติการ

**5.1 ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment)** หมายถึง บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และเข้าเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด เป็นบริษัทที่ดำเนินการอย่างต่อเนื่องระหว่างวันที่ 1 มกราคม 2561 ถึง 31 ธันวาคม 2565

**5.2 โครงสร้างผู้ถือหุ้นครอบครัว (Family Ownership Structure)** หมายถึง ร้อยละของจำนวนหุ้นที่ถือครองโดยบุคคลที่นามสกุลเดียวกัน และบริษัทโฮลดิ้งครอบครัว รวมกัน 10 อันดับแรกของบริษัท

**5.3 โครงสร้างถือหุ้นสถาบันภายในประเทศ (Institutional Ownership Structure)** หมายถึง ร้อยละของจำนวนหุ้นที่ถือครองโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ธนาคาร บริษัทเงินทุนบริษัทประกันวินาศภัย บริษัทประกันชีวิต นิติบุคคลประเภทบรรษัท กองทุนส่วนบุคคล กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ และกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ รวมกัน 10 อันดับแรกของบริษัท

**5.4 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset)** หมายถึง อัตราส่วนที่แสดงให้เห็นว่าสินทรัพย์ที่ลงทุนในกิจการ สามารถสร้างผลตอบแทนให้กับบริษัทมากน้อยเพียงใด คำนวณจากกำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์ทั้งหมด

**5.5 ขนาดของกิจการ (Firm Size)** หมายถึง ขนาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งวัดจากมูลค่าของสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปี

**5.6 อายุของกิจการ (Age)** อายุของบริษัทจากจำนวนปีของบริษัทนับจากวันจดทะเบียนจัดตั้งเข้าเป็นบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2561 ถึง 31 ธันวาคม 2565

**5.7 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio)** หมายถึง อัตราส่วนระหว่างหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยจะบอกให้ทราบว่าเงินทุนที่กิจการใช้ในการดำเนินงานนั้นได้มาจากเจ้าหนี้เป็นอัตราส่วนเท่าไรเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น

**5.8 อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value Ratio)** หมายถึง อัตราส่วนเปรียบเทียบราคาตลาดของหุ้นสามัญ กับมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญตามงบการเงินล่าสุดของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้น

**5.9 อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย (Sales Growth)** หมายถึง อัตราการเจริญเติบโตของธุรกิจซึ่งวัดจากยอดขาย คำนวณจากการเปลี่ยนแปลงของยอดขายสุทธิในปีปัจจุบัน ลบด้วยยอดขายสุทธิในปีก่อน แล้วหารด้วย ยอดขายสุทธิในปีก่อน คูณด้วย 100

**5.10 ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ (Gross Domestic Product)** หมายถึง มูลค่าสินค้าและบริการขั้นสุดท้ายที่ผลิตในประเทศแต่ละปี แบบดัชนีลูกโซ่ (CVMs) ระหว่างวันที่ 1 มกราคม 2561 ถึง 31 ธันวาคม 2565

## 6. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การศึกษาครั้งนี้คาดว่าจะได้รับประโยชน์ ดังนี้

6.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถนำผลการศึกษาไปใช้เป็นแนวทางในการกำหนดโครงสร้างผู้ถือหุ้น การบริหารการลงทุน และการให้คำปรึกษาด้านการลงทุนแก่ลูกค้า

6.2 ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เห็นความสำคัญของการกำหนดโครงสร้างผู้ถือหุ้นให้มีความเหมาะสม และนำผลการศึกษาที่ได้มาพัฒนาเพื่อให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น

6.3 นักลงทุนสามารถนำผลการศึกษาไปประกอบการพิจารณาลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เพื่อช่วยลดความเสี่ยงในการลงทุน

6.4 นักวิชาการ นักวิจัย และผู้สนใจ สามารถนำผลการศึกษาไปใช้เป็นแนวทางในการศึกษาและต่อยอดการทำวิจัยที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานต่อไป



## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎีและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การอธิบายเนื้อหาเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในบทนี้จะอธิบายถึงแนวคิด ทฤษฎีและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง คือ 1) แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงาน 2) ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น และ 3) งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 1. แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงาน

การอธิบายแนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงาน มีรายละเอียดดังนี้

**1.1 แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น** การอธิบายแนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น จะอธิบายความหมายของโครงสร้างผู้ถือหุ้น และรูปแบบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น ดังนี้

**1.1.1 ความหมายของโครงสร้างผู้ถือหุ้น** หมายถึง ลักษณะการถือหุ้นของแต่ละประเภทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นที่ไม่เหมือนกัน โดยมีอำนาจควบคุมกิจการและแรงจูงใจในการควบคุมการบริหารงานของบริษัท และการใช้ทรัพยากรให้เกิดประโยชน์ต่อกิจการเพื่อให้มูลค่าหลักทรัพย์ของกิจการเพิ่มสูงขึ้น

โครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นการอธิบายถึงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้น และเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีด้านการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นและด้านการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551) รวมทั้งจะบ่งบอกถึงลักษณะของปัญหาตัวแทนว่ามีลักษณะของความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการและผู้บริหารหรือในเรื่องของความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกันเองในการมีอำนาจควบคุม (Controlling Shareholder) (ประภาพร ณรงค์, 2549)

โครงสร้างผู้ถือหุ้นจะบ่งบอกถึงลักษณะของปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) ว่าจะเกิดความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของบริษัทหรือเป็นความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกับผู้ถือหุ้นรายย่อย กล่าวคือ หากความเป็นเจ้าของอยู่ในรูปแบบที่การถือหุ้นกระจายตัวออกไปยังประชาชนทั่วไป ดังเช่นที่ปรากฏในประเทศแถบตะวันตก เช่น ประเทศอเมริกา และอังกฤษ ปัญหาการเป็นตัวแทนจะเป็นความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นภายนอกและผู้บริหารที่อาจถือหุ้นของบริษัทไม่มากนัก แต่ถ้าหากความเป็นเจ้าของมีรูปแบบที่การถือหุ้นกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มบุคคลใดบุคคลหนึ่งที่มีอำนาจควบคุมบริษัท โดยลักษณะของความขัดแย้งจะเป็นความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกับผู้ถือหุ้นรายย่อย (บงกช ตั้งจิระศิลป์, 2556)

**1.1.2 รูปแบบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น** รูปแบบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีลักษณะแตกต่างกันเป็นสาเหตุที่สำคัญที่ก่อให้เกิดปัญหาตัวแทนที่เกิดขึ้นระหว่างผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการที่แตกต่างกันด้วย จากการทบทวนวรรณกรรม และทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ อาจสรุปประเภทของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ใช้ในการศึกษาได้ดังนี้

**1) โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว (Family Ownership Structure)**

กิจการในประเทศไทยส่วนใหญ่มักเริ่มต้นด้วยธุรกิจครอบครัว และเมื่อธุรกิจครอบครัวเหล่านี้มีการขยายกิจการและเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อระดมทุน ผู้ก่อตั้งซึ่งเป็นบุคคลภายในครอบครัวก็ยังคงเข้าควบคุมบริษัทอยู่ จึงอาจกล่าวได้ว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในประเทศไทยส่วนมากจะมีพื้นฐานมาจากครอบครัว (บงกช ตั้งจิระศิลป์, 2556)

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถูกควบคุมโดยกลุ่มครอบครัวมีจำนวนสูงถึงร้อยละ 61.6 ของบริษัททั้งหมดที่ทำการสำรวจ โดยกลุ่มครอบครัวเหล่านี้จะถือหุ้นของบริษัทตั้งแต่ร้อยละ 20 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดขึ้นไป และเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่นๆ พบว่า บริษัทในประเทศไทยที่ถูกครอบคลุมนด้วยกลุ่มครอบครัวมีสัดส่วนที่สูงเป็นอันดับ 4 รองจากบริษัทในประเทศอินโดนีเซีย มาเลเซีย และฮ่องกงซึ่งมีสัดส่วนเป็นร้อยละ 71.5 ร้อยละ 67.2 และร้อยละ 66.7 ตามลำดับ ส่วนบริษัทที่มีประชาชนทั่วไปเข้าถือหุ้นในประเทศไทยมีสัดส่วนเพียงร้อยละ 6.6 เท่านั้น ซึ่งอยู่ในระดับที่ต่ำมาก แต่ยังคงสูงกว่าในประเทศอินโดนีเซีย และสิงคโปร์เป็นสัดส่วนร้อยละ 5.1 และ 5.6 ตามลำดับ

โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวทำให้การบริหาร และควบคุมงานสามารถทำได้ง่ายหรือมีอำนาจในการบริหาร และควบคุมงานตามความเกี่ยวเนื่องจากการถือหุ้น ทั้งนี้โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวสามารถที่จะแสวงหากำไรให้กับกิจการแบบสูงสุดได้ แต่ก็พบกับความขัดแย้งที่รุนแรงในการที่จะจัดสรรผลประโยชน์ระหว่างกลุ่ม ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นเป็นครอบครัวซึ่งมีหลายกลุ่ม

**2) โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันภายในประเทศ (Institutional Ownership Structure)** ผู้ถือหุ้นสถาบันภายในประเทศถือว่าเป็นผู้ถือหุ้นที่มีความสำคัญอีกกลุ่มหนึ่ง เป็นนักลงทุนที่มีความรู้และความเชี่ยวชาญในด้านการลงทุน และมักจะถือครองหุ้นในขนาดใหญ่ ในประเทศไทยบทบาทของนักลงทุนสถาบันภายในประเทศก็มีเพิ่มมากขึ้น ผู้ถือหุ้นสถาบันภายในประเทศมักมีแรงจูงใจที่จะตรวจสอบรายงานทางการเงินของกิจการ เนื่องจากรายงานทางการเงินเป็นแหล่งข้อมูลที่สำคัญของกิจการ ซึ่งเป็นไปได้ว่าผู้ถือหุ้นสถาบันภายในประเทศให้ความสำคัญกับข้อมูลที่เกี่ยวข้องเพื่อใช้วางแผนและประเมินการลงทุน รวมถึงการสอดส่องดูแลการ

ปฏิบัติงานของฝ่ายบริหารเพื่อให้การบริหารจัดการอยู่ในแนวทางที่เป็นประโยชน์ และ  
คำนึงถึงการสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการ

ตามประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ฉบับที่ 4/2560  
ได้กำหนดบทนิยาม ผู้ถือหุ้นสถาบันภายในประเทศไว้ดังต่อไปนี้

- 1) ธนาคารแห่งประเทศไทย
- 2) ธนาคารพาณิชย์
- 3) ธนาคารที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น
- 4) บริษัทเงินทุน
- 5) บริษัทเครดิตฟองซิเอร์
- 6) บริษัทหลักทรัพย์
- 7) บริษัทประกันวินาศภัย
- 8) บริษัทประกันชีวิต
- 9) กองทุนรวม
- 10) กองทุนส่วนบุคคลซึ่งบริษัทหลักทรัพย์บริหารจัดการเงินทุนของผู้ลงทุนรายใหญ่  
พิเศษ ผู้ลงทุนรายใหญ่หรือผู้ลงทุนตาม 1 ถึง 9 หรือ 11 ถึง 25
- 11) กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ
- 12) กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ
- 13) กองทุนประกันสังคม
- 14) กองทุนการออมแห่งชาติ
- 15) กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน
- 16) ผู้ประกอบการธุรกิจสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตามกฎหมายว่าด้วยสัญญา  
ซื้อขายล่วงหน้า
- 17) ผู้ประกอบการธุรกิจซื้อขายล่วงหน้าตามกฎหมายว่าด้วยการซื้อขายสินค้า  
เกษตรล่วงหน้า
- 18) สถาบันการเงินระหว่างประเทศ
- 19) สถาบันคุ้มครองเงินฝาก
- 20) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

- 21) นิติบุคคลประเภทบริษัท
- 22) นิติบุคคลซึ่งมีผู้ลงทุนตาม 1 ถึง 2 ถือหุ้นรวมกันเกินกว่าร้อยละ 75 ของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมด
- 23) ผู้ลงทุนต่างประเทศซึ่งมีลักษณะทำนองเดียวกับผู้ลงทุนตาม 1) ถึง 22)
- 24) ผู้จัดการกองทุนหรือผู้จัดการลงทุนในสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ตามประกาศคณะกรรมการกำกับว่าด้วยเรื่องเกี่ยวกับบุคลากรในธุรกิจตลาดทุน
- 25) ผู้ลงทุนอื่นใดตามที่สำนักงานประกาศกำหนด

สำหรับในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยผู้ถือหุ้นสถาบันภายในประเทศ แม้จะเป็นผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรก แต่มีอิทธิพลต่อการบริหารงานของบริษัทในระดับที่น้อยมาก เนื่องจากมีสัดส่วนการถือหุ้นถัวเฉลี่ยประมาณร้อยละ 1 ถึง ร้อยละ 5 ของหุ้นทั้งหมดของบริษัทเท่านั้น โดยที่ธนาคารถือหุ้นเพียงร้อยละ 1.5 ส่วนบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ถือหุ้นเพียงร้อยละ 5.5

**1.2 แนวคิดเกี่ยวกับผลการดำเนินงาน** การอธิบายแนวคิดเกี่ยวกับผลการดำเนินงาน จะอธิบายถึงความหมายของผลการดำเนินงาน และการวัดผลการดำเนินงาน

1.2.1 ความหมายของผลการดำเนินงาน ผลการดำเนินงานของบริษัท (Performance) หมายถึง ความสามารถของบริษัทที่จะบรรลุเป้าหมายโดยการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล รวมถึงการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น (Maximized Shareholders' Wealth) เพราะบริษัทส่วนใหญ่ต้องการเงินลงทุนจากนักลงทุนเพื่อที่จะทำให้การดำเนินงานของบริษัทประสบความสำเร็จ และทำให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นในบริษัท

1.2.2 การวัดผลการดำเนินงาน เป็นองค์ประกอบที่สำคัญที่ทำให้ทราบถึงประสิทธิภาพและประสิทธิผลของบริษัทที่แสดงถึงความสามารถในการบริหารงาน และผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น Dorestani & Rezaee (2011) ได้แบ่งตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของบริษัท ออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มที่ 1 ตัวชี้วัดที่ไม่ใช่ด้านการเงิน (Non Financial Key Performance Indicators) เช่น อัตราการเข้าออกของพนักงาน ชั่วโมงการอบรมพนักงาน ความพึงพอใจของลูกค้า เป็นต้น และกลุ่มที่ 2 ตัวชี้วัดด้านการเงิน (Financial Key Performance Indicators) เช่น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นต้น สำหรับการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทในงานวิจัยนี้จะใช้ตัววัดผลการดำเนินงาน คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) เป็นตัวชี้วัด

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) เป็นอัตราส่วนที่บ่งบอกถึงประสิทธิภาพของบริษัทในการนำสินทรัพย์ไปลงทุนให้เกิดผลตอบแทน โดยเป็นค่าที่แสดงถึงผลกำไรที่บริษัททำได้จากสินทรัพย์ทั้งหมดที่บริษัทใช้ดำเนินงาน สามารถคำนวณได้จากกำไรจากการ

ดำเนินงานสุทธิ (Operating Profit) หรือกำไรสุทธิก่อนดอกเบี้ยและภาษี (Earnings before Interest and Tax)หารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย (Average Total Assets) คูณด้วย 100

## 2. ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น

การศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงาน มีทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง 5 ทฤษฎี คือ 1) ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) 2) ทฤษฎีการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่น (Entrenchment Effect) 3) ทฤษฎีการปรับประโยชน์เข้าหากัน (Alignment Effect หรือ Convergence of Interest) 4) ทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน (Pecking Order Theory) และ 5) ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ซึ่งอธิบายได้ดังนี้

**2.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)** มาจากแนวคิดของ Jensen & Meckling (1976) ที่อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวการและตัวแทน โดยกำหนดให้ผู้ถือหุ้นคือ ตัวการ (ฝ่ายที่มีอำนาจ) และฝ่ายบริหาร คือ ตัวแทน (ฝ่ายที่ได้รับมอบอำนาจในการบริหารงาน) ซึ่งมีหน้าที่ในการบริหารงาน รายงานผลการดำเนินงานและส่งมอบผลประโยชน์ให้ผู้ถือหุ้น หากผู้บริหารทำงานอย่างเต็มความสามารถ และได้ผลการดำเนินงานตรงตามความต้องการของผู้ถือหุ้น โดยไม่เอาผลประโยชน์ที่ควรจะเป็นของผู้ถือหุ้นมาเป็นของตนเองก็จะก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มสูงสุดกับบริษัท ในทางกลับกันการบริหารงานผ่านตัวแทนก็ก่อให้เกิดการขัดแย้งของผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ได้เช่นกัน กล่าวคือ ผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารมีความต้องการที่แตกต่างกันจึงทำให้เกิดความขัดแย้งกันเกี่ยวกับผลประโยชน์ ซึ่งก่อให้เกิดปัญหาจากการเป็นตัวแทน (Agency Problem) (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551)

ปัญหาจากการเป็นตัวแทน (Agency Problem) สามารถมองได้หลายมุมมอง ทั้งทางฝั่งของผู้ถือหุ้น ผู้บริหารหรือเจ้าหนี้ ดังนี้

**2.1.1 ปัญหาการเป็นตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร** ผู้ถือหุ้นของกิจการไม่ได้ดำเนินงานบริษัทเอง แต่มีการว่าจ้างและมอบอำนาจแก่ผู้บริหารเข้ามาดำเนินงานให้ผู้บริหารในฐานะตัวแทนที่มีหน้าที่สร้างความมั่งคั่งให้กับองค์กรและผู้ถือหุ้นสูงที่สุดตามที่ผู้ถือหุ้นต้องการ แต่ในขณะเดียวกัน ผู้บริหารก็ต้องการค่าตอบแทนสูงที่สุด หากค่าตอบแทนของผู้บริหารไม่สอดคล้องสัมพันธ์กับผลกำไรของบริษัท ผู้บริหารอาจไม่ได้ทุ่มเทบริหารกิจการอย่างเต็มที่ อาจมีการใช้จ่ายเงินจำนวนมากเพียงเพื่อประโยชน์ส่วนตัว เบียดบังผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นอีกได้ ผลประโยชน์ที่แตกต่างกันของบุคคลสองกลุ่มนี้ทำให้เกิดแรงจูงใจในการทุจริตของผู้บริหารหรือการตัดสินใจที่ไม่ได้เป็นไปเพื่อประโยชน์สูงสุดของกิจการ

**2.1.2 ปัญหาการเป็นตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อย** เมื่อโครงสร้างผู้ถือหุ้นทำให้ผู้กุมอำนาจการตัดสินใจตกอยู่กับบุคคลกลุ่มเดียวเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือผู้มีอำนาจควบคุมกิจการ ทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยที่มีสิทธิในการออกเสียงไม่ได้เป็นสาระสำคัญถูกละเลยไปในการเสนอนโยบายหรือการเลือกกรรมการ อาจทำให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่เลือกเครือญาติหรือบุคคลใกล้ชิดเข้ามารับตำแหน่งในกิจการ ทั้งที่บุคคลดังกล่าวอาจไม่ได้มีความรู้ความสามารถตรงตามที่บริษัทต้องการ หรือการดำเนินนโยบายไม่ได้เป็นไปเพื่อประโยชน์สูงสุดของกิจการ

**2.1.3 ปัญหาการเป็นตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นภายในกับผู้บริหารและเจ้าหน้าที่** การอนุมัติวงเงินสินเชื่อและกำหนดอัตราดอกเบี้ยให้แก่บริษัทจะพิจารณาจากสถานะความเสี่ยงของกิจการ แต่หลังจากกิจการได้รับเงินกู้ยืมแล้ว ผู้บริหารในฐานะตัวแทนของผู้ถือหุ้นอาจมีการปรับเปลี่ยนแนวนโยบายในการดำเนินงานไปในทิศทางที่เพิ่มความเสี่ยงให้แก่บริษัท ซึ่งหากบริษัทประสบความสำเร็จผลประโยชน์ตอบแทนก็จะตกแก่ผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร โดยที่เจ้าหน้าที่ได้รับผลตอบแทนเท่าเดิม แต่หากการดำเนินงานประสบปัญหา เจ้าหน้าที่จะต้องแบกรับความเสี่ยงส่วนเพิ่มนอกเหนือจากที่ได้เคยประเมินไว้ก่อนหน้านี้

ทฤษฎีตัวแทนมองว่าทุกคนในองค์กรย่อมมีแรงผลักดันที่จะทำเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวด้วยกันทั้งสิ้น ดังนั้น ผู้ถือหุ้นกับฝ่ายบริหารมีความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ซึ่งกันและกัน ฝ่ายบริหารจะสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้เกิดขึ้นกับตัวเองและไม่คำนึงว่าการกระทำนั้นจะก่อให้เกิดประโยชน์หรือความมั่งคั่งสูงสุดแก่ตัวผู้ถือหุ้นหรือไม่ ฝ่ายบริหารจะหาวิธีสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับบริษัทก็ต่อเมื่อพิจารณาแล้วเห็นว่าผู้ถือหุ้นสามารถเอื้อประโยชน์ให้กับตนเองได้ เช่น ผู้บริหารอาจไม่คำนึงถึงผลกำไรและโอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัทระยะยาว โดยฝ่ายบริหารละเลยการลงทุนในการทำวิจัยและพัฒนาผลิตภัณฑ์เนื่องจากมีต้นทุนสูง และมีผลทำให้กำไรในปัจจุบันลดลง ซึ่งส่งผลให้ค่าตอบแทนของผู้บริหารลดลงด้วย จึงถือว่าการบริหารงานที่ไม่มีประสิทธิภาพทำให้เกิดต้นทุนในการบริหารงานที่บริษัทต้องรับภาระไว้ โดยเรียกต้นทุนส่วนนี้ว่า “ต้นทุนตัวแทน” (Agency Cost) (วันดี เวทวงศ์กุล, 2550)

ต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) จะประกอบด้วย ต้นทุนในการตรวจสอบผลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร และต้นทุนในการจูงใจให้ผู้บริหารดำเนินการที่ก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือหุ้น McColgan (2001) ได้แยกสาเหตุของการเกิดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน (Agency Problem) ไว้ดังนี้

1) Moral-Hazard คือ ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากตัวแทนหรือผู้บริหารบริหารงาน โดยคำนึงถึงประโยชน์ส่วนตนมากกว่าประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

2) Earnings Retention คือ ปัญหาความขัดแย้งที่เกี่ยวกับกำไรสะสมของบริษัท โดยผู้บริหารจะใช้ประโยชน์จากกำไรสะสมที่เป็นแหล่งเงินทุนภายในมากกว่าการใช้แหล่งเงินทุนภายนอก เช่น การกู้ยืม เพื่อลดการถูกตรวจสอบการบริหารงานจากเจ้าหนี้

3) Time Horizon คือ ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากระยะเวลาการลงทุน โดยผู้ถือหุ้นจะให้ความสำคัญกับกระแสเงินสดในอนาคต แต่ในทางตรงกันข้ามผู้บริหารจะให้ความสำคัญกับกระแสเงินสดในช่วงที่ตนเป็นผู้บริหารมากกว่า ดังนั้น ผู้บริหารจะไม่ลงทุนในโครงการระยะยาว ถึงแม้ว่าโครงการนั้นจะให้ผลประโยชน์มากกว่า

4) Risk Aversion คือ ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากพฤติกรรมการยอมรับความเสี่ยงจากการลงทุนของผู้บริหาร ทั้งนี้เพราะผู้บริหารได้รับเงินเดือนเป็นผลตอบแทนจากการทำงาน ดังนั้น การลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงต่ำจะทำให้มีความมั่นคงในการดำรงตำแหน่งมากกว่า การเลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง เพราะถ้าการบริหารงานล้มเหลวจะกระทบต่อตำแหน่งหน้าที่การงานได้ ดังนั้น ผู้ถือหุ้นจึงให้ความสำคัญกับเครื่องมือที่ใช้ป้องกันและแก้ไขปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนได้

## 2.2 ทฤษฎีการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่น (Entrenchment Effect) ทฤษฎี

การรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่น (Entrenchment Effect) เป็นทฤษฎีที่อธิบายถึงสาเหตุของความขัดแย้งกันระหว่างตัวการและตัวแทน โดยในปัญหาตัวแทนที่เกิดขึ้นระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นนั้นมักจะเกิดจากการที่ผู้บริหารมีความขัดแย้งกันในด้านผลประโยชน์กับผู้ถือหุ้น ทำให้ผู้บริหารมักตัดสินใจบางอย่างเกี่ยวกับการดำเนินงาน เพื่อปกป้องผลประโยชน์ของตนเอง เช่น กำหนดนโยบายเกี่ยวกับค่าตอบแทนที่เอื้อประโยชน์ให้ตัวเอง ทำให้บริษัทมีกำไรลดลง และจ่ายปันผลได้น้อยลง ในที่สุด หรือมีการตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุนของบริษัท โดยผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจไม่ลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value: NPV) เป็นบวก เพื่อให้ผลการดำเนินงานของตนเองดูดียิ่งขึ้น เพราะโดยส่วนมากนักลงทุนมักจะเลือกมองจากผลกำไรของบริษัทเพื่อตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุน ดังนั้น หากผู้บริหารมีการตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มี NPV เป็นบวก จะทำให้ผลการดำเนินงานด้านการเงินในปีที่ตนเองเป็นผู้บริหารงานมีกำไรต่ำกว่าปีอื่นๆ อันเนื่องมาจากค่าใช้จ่ายในการลงทุน ซึ่งอาจส่งผลเสียต่อมูลค่าของบริษัทในระยะยาวได้ในที่สุด เป็นต้น

นอกจากนี้ ทฤษฎีนี้ยังใช้อธิบายถึงสาเหตุของปัญหาที่เกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม (Controlling Shareholders) ซึ่งมักเป็นผู้บริหารในเวลาเดียวกัน และผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจควบคุม (Non-controlling Shareholders) โดย Morck, Shleifer, and Vishny (1988) ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ได้อธิบายว่าผู้บริหารที่มีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนมากมักจะรักษาผลประโยชน์ของตนเองอย่างเหนียวแน่นผ่านการรักษาตำแหน่งการเป็นผู้บริหารหรือการจ่ายเงินให้ตัวเอง ซึ่ง Demsetz (1983) และ Fama and

Jensen (1983) ได้กล่าวว่า ผู้บริหารที่มีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนมาก หากอยู่ในระดับที่แน่นอนจนมีอำนาจควบคุมบริษัทได้แล้ว ผู้บริหารมักมีพฤติกรรมที่จะไม่สร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่กิจการ (Non-value-maximizing Behavior) นอกจากนี้ Fan, and Wong (2002) ยังได้อธิบายว่า การมีอำนาจควบคุมกิจการทำให้ผู้ถือหุ้นกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลได้ โดยละเมิดสิทธิในกระแสเงินสดของกิจการตามสัดส่วนหุ้นที่ถือครอง (Cash Flow Rights) ของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย เช่น ผู้บริหารที่เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ทำสัญญาในนามบริษัท แต่ข้อตกลงดังกล่าวกลับเอื้อประโยชน์ให้แก่บริษัทที่ผู้ถือหุ้นใหญ่เป็นเจ้าของอยู่มากกว่า (Self-dealing Transaction) ซึ่งคล้ายเป็นการยกยอกทรัพย์สินอย่างชัดเจน

**2.3 ทฤษฎีการปรับผลประโยชน์เข้าหากัน (Alignment Effect)** ทฤษฎีปรับผลประโยชน์เข้าหากัน (Alignment Effect) เป็นทฤษฎีที่อธิบายถึงหลักการที่จะเข้ามาช่วยบรรเทาผลกระทบจากปัญหาตัวแทนได้ ซึ่งแตกต่างจากทฤษฎีรักษาสถิตประโยชน์อย่างเหนียวแน่น (Entrenchment Effect) อย่างสิ้นเชิง โดย Morck et al. (1988) กล่าวว่า การให้ผู้บริหารที่ถือหุ้นในสัดส่วนน้อยจะช่วยให้ผู้บริหารมีพฤติกรรมที่จะช่วยให้ผลการดำเนินงานของบริษัทมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น โดย Morck et al. (1988) ได้กล่าวถึงสาเหตุที่เป็นไปได้ว่า อาจเกิดจากการที่บริษัทมีการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารเป็นหุ้นหรือสิทธิในการซื้อหุ้น ซึ่งการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นนั้นจะได้รับผลกระทบจากผลการดำเนินงานของบริษัท ผู้บริหารจึงต้องดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดียิ่งขึ้น ส่งผลให้ราคาหุ้นสูงมากยิ่งขึ้น ซึ่งจะทำให้ผู้บริหารเองได้รับผลตอบแทนจากหุ้นที่สูงมากยิ่งขึ้นด้วยเช่นกันในส่วนของปัญหาที่เกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม และผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจควบคุม นั้น ทฤษฎีนี้ยังช่วยอธิบายถึงหลักการในการบรรเทาความขัดแย้งของปัญหาดังกล่าวอีกด้วย ซึ่งจากการศึกษาโดย Jensen และ Meckling (1976) พบว่า ยิ่งการที่ผู้บริหารสูงสุดมีสัดส่วนการถือหุ้นเพิ่มมากขึ้น ยิ่งทำให้ผู้บริหารสูงสุดมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจเกี่ยวกับการดำเนินงานให้สอดคล้องกันกับการสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ Fan, and Wong (2002) ยังได้กล่าวอีกว่าการถือหุ้นจำนวนมากขึ้น ทำให้มีสิทธิในการออกเสียง (Voting Rights) และมีสิทธิในกระแสเงินสดมากยิ่งขึ้น (Cash Flow Rights) แต่เมื่อผู้บริหารถือหุ้นมากในระดับที่สามารถควบคุมบริษัทได้แล้ว สิทธิในการออกเสียงที่เพิ่มขึ้นนั้นไม่สามารถช่วยปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมได้มากขึ้น เพราะไม่ว่าอย่างไร ตนก็เป็นผู้มีอำนาจควบคุม และมีอำนาจตัดสินใจสูงสุดอยู่ดี แต่อย่างไรก็ตาม การมีสัดส่วนหุ้นที่เพิ่มมากขึ้นทำให้มีสิทธิในกระแสเงินสดที่เพิ่มขึ้น ดังนั้น หากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมยังคงหาผลประโยชน์เข้าตัวเองเพียงฝ่ายเดียว จะทำให้มีต้นทุนสูงกว่าประโยชน์ที่จะได้รับจากการเปลี่ยนกระแสเงินสดบริษัทเป็นผลประโยชน์ส่วนตน จึงอาจกล่าวได้ว่า หากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมยังคงมีพฤติกรรมที่ปกป้องผลประโยชน์ตนเองแต่ทำลายมูลค่าของบริษัทแล้ว ก็จะทำให้ตนเองเสียประโยชน์ไปมากขึ้นอีกด้วย ดังนั้น การถือหุ้นจำนวนมากของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมเปรียบเสมือนเป็นข้อผูกมัดให้ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมเต็มใจที่จะไม่เอาเปรียบผู้ถือหุ้นส่วนน้อย



**2.4 ทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับ (Pecking Order Theory)** ทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับ คิดค้นโดย Myers and Majluf (1984) มีแนวคิดในการลดปัญหาจากความอสมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้มีส่วนได้เสียภายในบริษัท ได้แก่ ผู้ถือหุ้น ผู้บริหาร และผู้มีส่วนได้เสียภายนอกบริษัท ได้แก่ เจ้าหนี้โดยเจ้าหนี้ผู้มีส่วนได้เสียของบริษัทย่อมต้องการผลตอบแทนที่สูงกว่าเพื่อรองรับความเสี่ยงจากการบิดพลิ้วของบริษัท จึงเป็นที่มาของสมมติฐานว่าบริษัทจะระดมทุนตามลำดับขั้น โดยจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในซึ่งมีต้นทุนต่ำที่สุดก่อน ได้แก่ กำไรสะสม หากแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอจึงจัดหาจากแหล่งเงินทุนภายนอกซึ่งมีความเสี่ยงและต้นทุนที่สูงขึ้น ได้แก่ การกู้ยืมจากสถาบันการเงิน การออกตราสารหนี้ การออกหุ้นบุริมสิทธิ และการออกหุ้นสามัญใหม่ตามลำดับ

ความอสมมาตรของข้อมูลส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน โดยการจัดหาแหล่งเงินทุนถือเป็นการส่งสัญญาณจากผู้บริหารสู่ผู้ถือหุ้นรายใหม่อธิบายได้ว่า หากผู้บริหารและผู้ถือหุ้นมีมุมมองว่าอนาคตของบริษัทเป็นไปในทิศทางบวกจะจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกโดยการก่อหนี้เนื่องจากผู้ถือหุ้นมีความได้เปรียบกว่าเจ้าหนี้หากบริษัทสามารถสร้างกำไรได้ แต่หากบริษัทขาดทุนเจ้าหนี้อาจไม่ได้รับชำระคืนเงินกู้ทั้งเงินต้นและดอกเบี้ย ในทางตรงข้ามหากผู้บริหารและผู้ถือหุ้นมีมุมมองว่าอนาคตของบริษัทเป็นไปในทิศทางลบ ผู้บริหารจะจัดหาแหล่งเงินทุนภายในจากส่วนของผู้ถือหุ้นโดยการออกหุ้นบุริมสิทธิ และการออกหุ้นสามัญใหม่ เพื่อให้ผู้ถือหุ้นรายใหม่ร่วมรับความเสี่ยงของบริษัท

**2.5 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)** ทฤษฎีการส่งสัญญาณ คิดค้นโดย Michael Spence (1973) มีแนวคิดจากความอสมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารบริษัท กล่าวคือผู้บริหารและผู้ถือหุ้นมีข้อมูลข่าวสารบริษัทที่แตกต่างกันโดยผู้บริหารย่อมมีข้อมูลข่าวสารของบริษัทที่มีคุณภาพมากกว่าผู้ถือหุ้นซึ่งการจัดหาแหล่งเงินทุนของผู้บริหารถือเป็นการส่งสัญญาณ (Signal) ไปยังผู้ถือหุ้น หากบริษัทจัดหาแหล่งเงินทุนโดยการก่อหนี้ เช่น การกู้ยืมจากสถาบันการเงิน การออกตราสารหนี้ถือเป็นการส่งสัญญาณบ่งชี้ถึงตลาดการเงิน เนื่องจากผู้ถือหุ้นมองว่าผู้บริหารคาดว่าอนาคตของบริษัทเป็นไปในทิศทางบวก มีความสามารถในการทำกำไร สามารถสร้างกระแสเงินสดได้ในระดับสูง เพื่อให้สามารถชำระหนี้ได้และไม่เป็นการดึงดูดผู้ถือหุ้นรายใหม่ที่จะมาแบ่งผลประโยชน์จากกำไรในอนาคตของผู้ถือหุ้นปัจจุบัน ในทางกลับกันหากบริษัทจัดหาแหล่งเงินทุนโดยการออกหุ้นบุริมสิทธิหรือหุ้นสามัญเป็นการส่งสัญญาณลบไปยังตลาดการเงิน เนื่องจากผู้ถือหุ้นมองว่าผู้บริหารคาดว่าอนาคตของบริษัทเป็นไปในทิศทางลบ บริษัทต้องการกระจายความเสี่ยงของผู้ถือหุ้นปัจจุบันให้แก่ผู้ถือหุ้นรายใหม่

### 3. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ณัฐนันท์ สุรวัดนา (2556) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จิตอุษา ชันทอง และกัลยกิตต์ กิริติอังกูร (2560) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นแบบครอบครัวกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นแบบครอบครัวมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในทิศทางเดียวกันโดยวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)

ปิยะณัฐ ฤนพุดม (2561) ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันมีผลกระทบทางลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานที่วัดผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ในขณะที่โครงสร้างผู้ถือหุ้นกระจุกตัวมีผลกระทบทางบวกต่อผลการดำเนินงานที่วัดผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อย่างมีนัยสำคัญ

อชิรญา จันทรกุล และคณะ (2561) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่าการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรก และสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริหารบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยใช้อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA)

สุพัตรา ละดาตาศ และคณะ (2562) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของธุรกิจกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างความเป็นเจ้าของธุรกิจแบบครอบครัวไม่มีความสัมพันธ์ทางสถิติกับผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดโดยผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA)

จินตนา วสุนธรากุล (2562) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้น โดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ผลการศึกษาพบว่าสัดส่วนการถือครองหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 10 อันดับแรก ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ Tobin's Q ในกลุ่มตัวอย่างรวม แต่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้น โดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 10 อันดับแรกกับผลการดำเนินงานซึ่งเป็นความสัมพันธ์ในทิศทางบวกในกลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

ฐิติพร โตรอด (2563) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า ผู้ถือหุ้นสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานเมื่อวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญ

พิภัสสร อาชาวพรวิฑูร (2564) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบทบาทของคณะกรรมการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ในส่วนของความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงาน ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการ มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ ขณะเดียวกันสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ลงทุนสถาบันไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานแต่อย่างใด

Sraer & Thesmar (2007) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลปรากฏว่าโครงสร้างของผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงานเมื่อวัดด้วยผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) และผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)

Charfeddine & Elmarzougui (2010) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นสถาบันและผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศฝรั่งเศส ผลปรากฏว่ามีผลกระทบทางลบอย่างมีนัยสำคัญ

Salim & Yadav (2012) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เบอร์ซาของประเทศมาเลเซีย ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

Nashier Tripti & Gupta Amitabh (2016) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นสถาบันภายในประเทศกับผู้ถือหุ้นสถาบันนอกประเทศ ผลการศึกษาพบว่าทั้งผู้ถือหุ้นสถาบันภายในประเทศและผู้ถือหุ้นสถาบันนอกประเทศมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับผลการดำเนินงาน

Sami R.M. Musallam, Hasan Fauzi, Nadhirah & Nagu (2018) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นสถาบันกับผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศอินโดนีเซีย ผลการศึกษาพบว่าผู้ถือหุ้นสถาบันส่งผลลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทเมื่อวัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และ Tobin's Q

Hideaki & Naoki (2020) ศึกษาวิเคราะห์ผลกระทบของผู้ถือหุ้นสถาบันต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในประเทศญี่ปุ่น โดยผลการดำเนินงานวัดจากผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)

และ Tobin's Q และผลการวิจัยพบว่า ผู้ถือหุ้นสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ

Abdul & Joel (2020) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของและผลการดำเนินงานของบริษัทที่ไม่ใช่สถาบันการเงินที่จดทะเบียนในประเทศไนจีเรีย ผลการศึกษาพบว่า ความเป็นเจ้าของโดยนักลงทุนต่างประเทศ การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น และความเป็นเจ้าของโดยสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท

Dauren Chagirov (2020) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในประเทศรัสเซีย ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นไม่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในบริษัท



## บทที่ 3

### วิธีดำเนินการศึกษา

เพื่อศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการดำเนินงาน และวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ การศึกษาดำเนินการตามลำดับดังนี้ 1) กำหนดประชากร 2) เก็บรวบรวมข้อมูล 3) คำนวณค่าสถิติของตัวแปร 4) ใช้สมการถดถอยในการวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Panel Data และ 5) วิเคราะห์ผลการศึกษา

#### 1. การกำหนดประชากร

การศึกษาค้างนี้ศึกษาจากประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีข้อมูลครบถ้วนและดำเนินการอย่างต่อเนื่องตลอดระยะเวลาในการศึกษา ระหว่างปี พ.ศ. 2561 ถึง 2565 เป็นระยะเวลา 5 ปี จำนวน 60 บริษัท รวม 300 ข้อมูล ซึ่งมีรายละเอียดตามภาคผนวก ก

#### 2. การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ ซึ่งเป็นข้อมูลรายปี ประกอบด้วย อัตราส่วนทางการเงิน และข้อมูลทางการเงินการบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยเก็บรวบรวมจากระบบสารสนเทศของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน [www.set.or.th](http://www.set.or.th), [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com) จากเว็บไซต์ของสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ และจากเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ข้อมูลดังกล่าวประกอบด้วยตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้ คือ

- 2.1 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA)
- 2.2 โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว (Family Ownership Structure : FAM)
- 2.3 โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันภายในประเทศ (Institutional Ownership Structure : INT)
- 2.4 ขนาดของกิจการ (Firm Size: SIZE)
- 2.5 อายุของกิจการ (Age: AGE)
- 2.6 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio: DE)
- 2.7 อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย (Sales Growth: GROWTH)
- 2.8 อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value Ratio: PBV)
- 2.9 ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Product: GDP)

### 3. การคำนวณค่าสถิติของตัวแปร

คำนวณค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุด ของตัวแปรโครงสร้างผู้ถือหุ้น และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เพื่ออธิบายภาพรวม

### 4. การใช้สมการถดถอยในการวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Panel Data

การศึกษาครั้งนี้ใช้สมการถดถอยลักษณะ Panel Data แบบ Fixed Effects เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

สมการถดถอยแบบ Fixed Effects แสดงได้ดังนี้

$$ROA_{it} = \alpha_1 FAM_{it} + \alpha_2 INT_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 AGE_{it} + \alpha_5 DE_{it} + \alpha_6 GROWTH_{it} + \alpha_7 PBV_{it} + \alpha_8 GDP_{it} + a_i + \epsilon_{it}$$

เมื่อ

$ROA_{it}$  = อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$FAM_{it}$  = โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$INT_{it}$  = โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันภายในประเทศของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$SIZE_{it}$  = ขนาดของกิจการของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$AGE_{it}$  = อายุของกิจการของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$DE_{it}$  = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$GROWTH_{it}$  = อัตราการเจริญเติบโตของยอดขายของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$PBV_{it}$  = อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าบัญชีของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$GDP_t$  = ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศในปี  $t$

$\alpha$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร

$a_i$  = ตัวแปรทั้งหมดที่อยู่นอกสมการที่ส่งผลต่อตัวแปรในสมการ

$\epsilon_{it}$  = ค่าความคลาดเคลื่อน

ใช้ Hausman Test เพื่อทดสอบตัวแบบสมการถดถอยว่า ตัวแบบใดเหมาะสมสำหรับข้อมูล Panel Data ชุดที่ทำการศึกษา โดยจะทดสอบว่าสมการถดถอยแบบ Random Effects

มีความเหมาะสมสำหรับชุดข้อมูลหรือไม่ จากการใช้ Hausman Test จะได้ค่า p-value เท่ากับ 0.0000 (ภาคผนวก ข) จึงสรุปได้ว่า สมการถดถอยแบบ Random Effects ไม่เหมาะสม ดังนั้นแบบ Fixed Effects เหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

## 5. การวิเคราะห์ผลการศึกษา

การอธิบายผลการศึกษาแยกเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนที่ 1 ผลการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และส่วนที่ 2 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ



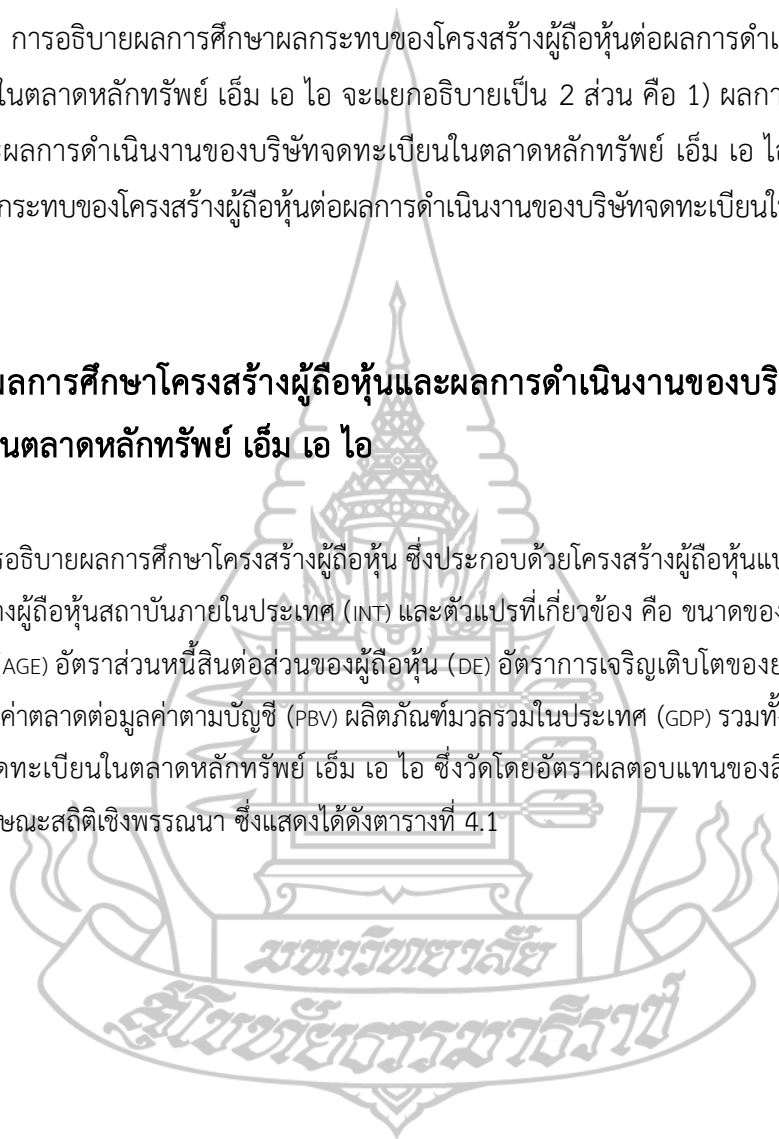
## บทที่ 4

### ผลการศึกษา

การอธิบายผลการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จะแยกอธิบายเป็น 2 ส่วน คือ 1) ผลการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และ 2) ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

#### ส่วนที่ 1 ผลการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

การอธิบายผลการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้น ซึ่งประกอบด้วยโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว (FAM) และโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันภายในประเทศ (INT) และตัวแปรที่เกี่ยวข้อง คือ ขนาดของกิจการ (SIZE) อายุของกิจการ (AGE) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย (GROWTH) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (PBV) ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) รวมทั้งผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) จะอธิบายในลักษณะสถิติเชิงพรรณนา ซึ่งแสดงได้ดังตารางที่ 4.1





ตารางที่ 4.1 สถิติเชิงพรรณนาของโครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการดำเนินงานและตัวแปรที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พ.ศ. 2561 ถึง พ.ศ. 2565

ตัวแปร (V)	จำนวน ข้อมูล (N)	ค่าเฉลี่ย (x)	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (S.D.)	ค่าสูงสุด (MAX)	ค่าต่ำสุด (MIN)
FAM (ร้อยละ)	300	36.91	20.72	78.56	1.8
INT (ร้อยละ)	300	4.01	2.71	16.09	0.11
ROA (ร้อยละ)	300	8.43	6.84	59.07	0.06
SIZE	300	7.15	0.74	9.16	5.45
AGE (ปี)	300	10	4	20	3
DE (เท่า)	300	1.00	0.86	3.94	0.05
GROWTH (ร้อยละ)	300	14.77	56.06	477.84	-68.32
PBV (เท่า)	300	2.03	1.41	9.05	0.17
GDP	300	0.84	2.66	3.90	-4.10

ตารางที่ 4.1 แสดงค่าเฉลี่ย (x) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) ค่าสูงสุด (Max) และค่าต่ำสุด (Min) ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นซึ่งวัดโดยโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว (FAM) และโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันภายในประเทศ (INT) และผลการดำเนินงานซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) และตัวแปรที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งในระยะเวลาที่ศึกษาจะเห็นว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว (FAM) มีค่าเฉลี่ยประมาณร้อยละ 36.91 (S.D. = 20.72) ในขณะที่ค่าสูงสุดและต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 78.56 และ 1.80 ตามลำดับ สำหรับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันภายในประเทศ (INT) มีค่าเฉลี่ยประมาณร้อยละ 4.01 (S.D. = 2.71) ในขณะที่ค่าสูงสุดและต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 16.09 และ 0.11 ตามลำดับ

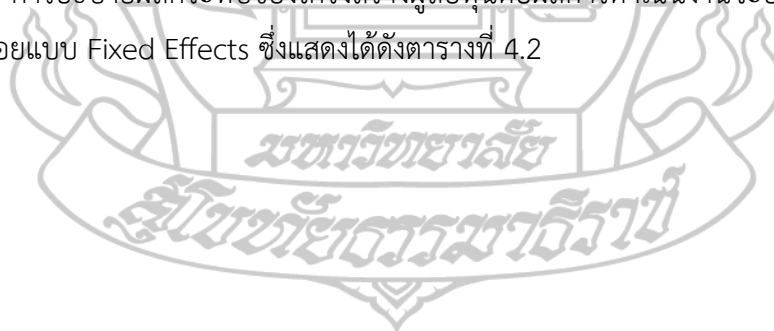
ส่วนผลการดำเนินงานซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเฉลี่ยประมาณร้อยละ 8.43 (S.D. = 6.84) ในขณะที่ค่าสูงสุดและต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 59.07 และ 0.06 ตามลำดับ สำหรับขนาดของกิจการ (SIZE) มีค่าเฉลี่ยประมาณ 7.15 (S.D. = 0.74) ในขณะที่ค่าสูงสุดและต่ำสุดเท่ากับ 9.16 และ 5.45 ตามลำดับ สำหรับอายุของกิจการ (AGE) มีค่าเฉลี่ยประมาณ 10 ปี (S.D. = 4) ค่าสูงสุดและต่ำสุดเท่ากับ 20 และ 3 ปี ตามลำดับ ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีค่าเฉลี่ยประมาณ 1 เท่า (S.D. = 0.86) ค่าสูงสุดและต่ำสุดเท่ากับ 3.94 และ 0.05 เท่าตามลำดับ

อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย (GROWTH) มีค่าเฉลี่ยประมาณร้อยละ 14.77 (S.D. = 56.06) ในขณะที่ค่าสูงสุดและต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 477.84 และ -68.32 ตามลำดับ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (PBV) มีค่าเฉลี่ยประมาณ 2.03 เท่า (S.D. = 1.41 เท่า) ค่าสูงสุดและต่ำสุดเท่ากับ 9.05 และ 0.17 เท่าตามลำดับ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) มีค่าเฉลี่ยประมาณ 0.84 (S.D. = 2.66) ในขณะที่ค่าสูงสุดและต่ำสุดเท่ากับ 3.90 และ -4.10 ตามลำดับ

กล่าวโดยสรุป จะเห็นว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นแบบครอบครัว (FAM) และโครงสร้างผู้ถือหุ้นของสถาบันภายในประเทศ (INT) อยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ และผลการดำเนินงานซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (ROA) อยู่ในระดับที่ไม่ค่อยสูงนัก ขนาดของกิจการ (SIZE) ซึ่งวัดโดยสินทรัพย์รวมจะมีค่าสูง อายุของกิจการ (AGE) ส่วนใหญ่จะมีค่าสูง อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อยู่ในระดับค่อนข้างสูง อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย (GROWTH) ในช่วง พ.ศ. 2561 – พ.ศ. 2565 มีค่าค่อนข้างต่ำ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (PBV) อยู่ในระดับต่ำ ส่วนผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ในช่วง พ.ศ. 2561 – พ.ศ. 2565 อยู่ในระดับต่ำ

## ส่วนที่ 2 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

การอธิบายผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานจะอธิบายตามผลของสมการถดถอยแบบ Fixed Effects ซึ่งแสดงได้ดังตารางที่ 4.2



ตารางที่ 4.2 ผลของสมการถดถอย ผลของสมการถดถอย  $ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FAM_{it} + \alpha_2 INT_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 AGE_{it} + \alpha_5 DE_{it} + \alpha_6 GROWTH_{it} + \alpha_7 PBV_{it} + \alpha_8 GDP_{it} + a_i + \varepsilon_{it}$

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	P-Value
C	0.0025	0.0851	0.0299	0.9762
FAM	-0.0431	0.0501	-0.8616	0.3898
INT	0.3800	0.2593	1.4655	0.1441
SIZE	0.0196	0.0118	1.6645	0.0974**
AGE	-0.0077	0.0022	-3.4249	0.0007*
DE	-0.0071	0.0095	-0.7464	0.4562
GROWTH	0.0379	0.0083	4.5908	0.0000*
PBV	0.0104	0.0035	2.9463	0.0035*
GDP	-0.0011	0.0012	-0.9474	0.3444

\* นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

\*\* นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

ตารางที่ 4.2 รายงานผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นซึ่งวัดโดยโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว (FAM) และโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันภายในประเทศ (INT) โดยผลของสมการถดถอยให้ข้อมูลว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว (FAM) และโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันภายในประเทศ (INT) ไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ส่วนตัวแปรอื่น ได้แก่ อายุของกิจการ (AGE) อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย (GROWTH) และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (PBV) ส่งผลกระทบทางลบและทางบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 สำหรับตัวแปรที่ไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP)

อย่างไรก็ตาม หากพิจารณานัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 ผลของสมการถดถอยอธิบายว่าขนาดของกิจการ (SIZE) ส่งผลกระทบทางบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

จากผลของสมการถดถอยอธิบายได้ว่า เมื่ออัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย (GROWTH) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (PBV) และขนาดของกิจการ (SIZE) เพิ่มขึ้น ผลการดำเนินงาน

ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอจะเพิ่มขึ้นด้วย ในทางตรงกันข้ามเมื่ออายุของกิจการ (AGE) ลดลงหรือน้อยลง ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จะเพิ่มขึ้น



## บทที่ 5

### สรุปการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ อธิบายสรุปผลการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะได้ดังนี้

#### 1. สรุปการศึกษา

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) ศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้น และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และ (2) วิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยศึกษาจากประชากรคือ บริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีข้อมูลครบถ้วน และเป็นไปตามเงื่อนไขของการศึกษา จำนวน 60 บริษัท รวม 300 ข้อมูล ระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาคือ 5 ปี ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2561 ถึง วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2565 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาคือ ข้อมูลทฤษฎี ประกอบด้วย อัตราส่วนทางการเงิน และข้อมูลทางการเงินที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ สำหรับระยะเวลาเดียวกัน วิธีการที่ใช้ในการศึกษาคือ สมการถดถอยแบบ Fixed Effects และสถิติที่ใช้ในการศึกษา คือ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุดและสถิติที่ ผลการศึกษาพบว่า

**1.1 ในภาพรวมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ** มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นแบบครอบครัว โดยมีค่าสูงสุดประมาณร้อยละ 36.91 และโครงสร้างผู้ถือหุ้นของสถาบันภายในประเทศ อยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ โดยมีค่าสูงสุดประมาณร้อยละ 4.01 และผลการดำเนินงานซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม อยู่ในระดับที่ไม่ค่อยสูงนัก โดยมีค่าเฉลี่ยประมาณร้อยละ 8.43 ค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 59.07 และ 0.06 ตามลำดับ

**1.2 โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว และโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันภายในประเทศ** ไม่ส่งผลกระทบต่อหรือไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ส่วนปัจจัยอื่น ได้แก่ อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีและขนาดของกิจการ ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.10 เช่นกัน ในทางตรงกันข้ามอายุของกิจการส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สิน

ต่อส่วนของผู้อื้อหุ้น และผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศซึ่งวัดทางเศรษฐกิจไม่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

## 2. อภิปรายผล

จากผลการศึกษาอภิปรายผลได้ดังนี้

2.1 โครงสร้างผู้อื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ส่วนใหญ่เป็นแบบครอบครัว โครงสร้างผู้อื้อหุ้นสถาบันภายในประเทศมีอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ และผลการดำเนินซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์อยู่ในระดับที่ไม่ค่อยสูงมากนัก

2.2 โครงสร้างผู้อื้อหุ้นแบบครอบครัว ไม่มีผลกระทบกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับงานวิจัยของ (วีไล แซ่เจี๋ย, 2559) ที่ทดสอบความสัมพันธ์ของโครงสร้างความเป็นเจ้าของกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ พบว่า โครงสร้างความเป็นเจ้าของไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และสอดคล้องกับงานวิจัยของ (สุพัตรา ละดาตาศ และ การุณ สุขสองห้อง, 2562) ที่พบว่า โครงสร้างความเป็นเจ้าของธุรกิจแบบครอบครัวไม่ได้เป็นปัจจัยที่ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น เนื่องจากไม่มีความสัมพันธ์ทางสถิติกับผลการดำเนินงานของกิจการซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อีกทั้งโครงสร้างผู้อื้อหุ้นแบบครอบครัวมักจะมีการเปลี่ยนแปลงคณะกรรมการบริหารงานที่เป็นรุ่นถัดมาจากผู้ก่อตั้งบริษัทที่อาจทำให้ขาดศักยภาพในการบริหารงาน จึงอาจทำให้โครงสร้างความเป็นเจ้าของธุรกิจแบบครอบครัวไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Charfeddine & Elmarzougui (2010) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้อื้อหุ้นสถาบันและผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศฝรั่งเศส ผลปรากฏว่าไม่มีผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญ

2.3 โครงสร้างผู้อื้อหุ้นสถาบันภายในประเทศ ไม่มีผลกระทบกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับงานวิจัยของ (ปิยะฉัตร ฤกษ์พุดธม, 2561) ที่พบว่าสัดส่วนผู้อื้อหุ้นสถาบันภายในประเทศไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากการลงทุนแบบ Passive Fund อาจมีเหตุผลจากในปัจจุบันสัดส่วนผู้อื้อหุ้นสถาบันของภายในประเทศยังมีสัดส่วนไม่มากนัก เมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ จึงทำให้ยังไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทกับกลุ่มตัวอย่าง ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 แต่อย่างไรก็ตามก็ยังเห็นแนวโน้มที่ดีในสัดส่วนของนักลงทุนสถาบันภายในประเทศไทยที่มีแนวโน้มมากขึ้นเรื่อยๆ ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา หากมีการศึกษาซ้ำในอนาคตอาจพบความสัมพันธ์ดังกล่าวได้ และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Afza & Nazir (2015) ที่ทำการทดสอบสัดส่วนโครงสร้างผู้อื้อหุ้นสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานในประเทศจอร์แดน ฝรั่งเศส และปากีสถาน พบว่าสัดส่วนผู้อื้อหุ้นสถาบันภายในประเทศไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

กล่าวคือ การที่มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันเพิ่มขึ้น ก็ไม่ได้ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทเพิ่มขึ้นตามไปด้วย เนื่องจากผู้ถือหุ้นสถาบันไม่มีบทบาทเข้าไปเป็นส่วนหนึ่งในการบริหารงานของบริษัท

2.4 อัตราการเจริญเติบโตของยอดขายมีผลกระทบทางบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน นั้นสอดคล้องกับงานวิจัยของ (ฐิติพร โตรอด, 2563) เช่นกัน โดยอัตราการเจริญเติบโตของยอดขายมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 กล่าวคือ ยิ่งอัตราการเจริญเติบโตของยอดขายสูงมากเท่าใด ก็จะทำให้ผลการดำเนินงานอยู่ในระดับที่สูง เพราะการที่บริษัทมียอดขายเติบโตขึ้นนั้น เป็นสัญญาณที่บ่งบอกถึงควมมีประสิทธิภาพและโอกาสในการเติบโตของบริษัทนั้นมากขึ้น

2.5 อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี มีผลกระทบทางบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทนั้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ จินตนา วสุนรรากุล (2562) ที่กล่าวว่า อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ด้วยนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 เป็นไปได้ที่บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีผลการดำเนินงานที่สูง มีกำไรสูง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Majumdar (1997) ที่ศึกษาบริษัทกลุ่มตัวอย่างในประเทศอินเดีย พบว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีผลกำไรที่ดี เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีข้อได้เปรียบในเรื่องข้อจำกัด และนโยบายต่างๆ ด้านการลงทุนในประเทศอินเดีย รวมถึงมีความประหยัดจากขนาด (Economies of Scale) ดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Beiner, Drobetz & Zimmernan (2003) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน โดยนำขนาดของบริษัทเป็นตัวแปรควบคุม พบว่า ขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน

2.6 อายุของกิจการ ส่งผลกระทบทางลบต่อผลการดำเนินงานซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากผลการดำเนินงานของบริษัทไม่ได้ขึ้นอยู่กับอายุของกิจการหรือระยะเวลาที่บริษัทอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ แต่ขึ้นอยู่กับการบริหารงานของผู้บริหารในบริษัทว่าจะบริหารงานได้ดีแค่ไหน บางบริษัทอาจจะเพิ่งอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ได้ 2-3 ปี อาจจะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์มาแล้วเป็น 10 ปีก็ได้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ ฉันทพร จำเริญดารารัศมี (2558) ที่พบว่า อายุของกิจการหรือระยะเวลาที่บริษัทอยู่ในตลาดหลักทรัพย์นั้นมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานของกิจการ

2.7 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานนั้น อาจเป็นเพราะบริษัทลดความเสี่ยงของหนี้สิน ควบคุมระดับหนี้ให้เหมาะสม โดยอาจจะจัดหาจากแหล่งเงินทุนภายในบริษัทก่อน และดำรงไว้ซึ่งอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม เพื่อแสดงถึงศักยภาพและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทนั้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ บุญ

สิทธิ์ อธิธิวิภาต (2559) ที่พบว่าผลการดำเนินงานซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Qi et. al. (2000) ที่สรุปว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ

2.8 ผลผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศหรือภาวะเศรษฐกิจ ไม่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากผลผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศหรือภาวะเศรษฐกิจจะมีค่าสูงหรือต่ำไม่ได้เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของบริษัท แต่ผลการดำเนินงานของบริษัทจะดีหรือไม่ดีขึ้นอยู่กับความรู้ ความสามารถในการบริหารงานของผู้บริหารในการบริหารงานให้ผลการดำเนินงานและมีกำไรเพิ่มมากขึ้นในอนาคต สอดคล้องกับงานวิจัยของ ศุภกร วาณิชจะกุล (2560) ที่พบว่า ผลผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานของกิจการ

### 3. ข้อเสนอแนะ

#### 3.1 ข้อเสนอแนะจากผลการศึกษา

3.1.1 ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ควรให้ความสำคัญกับการกำหนดโครงสร้างผู้ถือหุ้นเพื่อให้ผลการดำเนินงาน และการบริหารการลงทุนของบริษัทดีขึ้น เนื่องจากผู้ถือหุ้นเป็นส่วนสำคัญในการบริหาร การบริหารด้วยความเป็นกลาง ด้วยความรู้ความสามารถ ไม่เห็นแก่ประโยชน์ของตนเองเป็นหลัก ถือเป็นผลดีต่อบริษัท ส่งผลให้บริษัทให้มีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น มีกำไรเพิ่มมากขึ้น มีภาพลักษณ์ที่ดี ทำให้บุคคลภายนอกสนใจบริษัทมากขึ้น

3.1.2 นักลงทุน ควรศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นเพิ่มมากขึ้น เพื่อนำมาประกอบการพิจารณาการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ และเพื่อช่วยลดความเสี่ยงในการลงทุน

#### 3.2 ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาครั้งต่อไป

3.2.1 ควรเพิ่มตัวแปรโครงสร้างผู้ถือหุ้นอื่นมาศึกษาเพิ่มเติมด้วย เช่น โครงสร้างผู้ถือหุ้นหน่วยงานรัฐบาล โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างผู้ถือหุ้นต่างชาติ เป็นต้น แล้วศึกษาว่าสัดส่วนของนักลงทุนเหล่านั้นส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทหรือไม่

3.2.2 ควรเพิ่มตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของบริษัทให้มากขึ้น เช่น ราคาหุ้น ความเสี่ยงทางการเงิน เป็นต้น เพื่อให้ผลการศึกษาเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนหรือผู้ที่สนใจศึกษาเพิ่มเติม



3.2.3 ควรเพิ่มตัวแปรตามที่สามารถตอบโจทย์ให้แก่ผู้ถือหุ้นโดยตรง คือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity หรือ ROE) เนื่องจากเป็นอัตราส่วนทางการเงินที่วัดประสิทธิภาพส่วนของผู้ถือหุ้นว่าให้ผลตอบแทนเท่าไร

3.2.4 ควรเพิ่มระยะเวลาในการศึกษาให้ยาวนานมากขึ้น จะส่งผลให้ผลการศึกษาน่าเชื่อถือและเพิ่มความชัดเจนได้มากขึ้น เพื่อให้พบความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือแบบครอบครัว ผู้ถือหุ้นสถาบัน และผลการดำเนินงานของบริษัทได้ชัดเจนมากยิ่งขึ้น





บรรณานุกรม

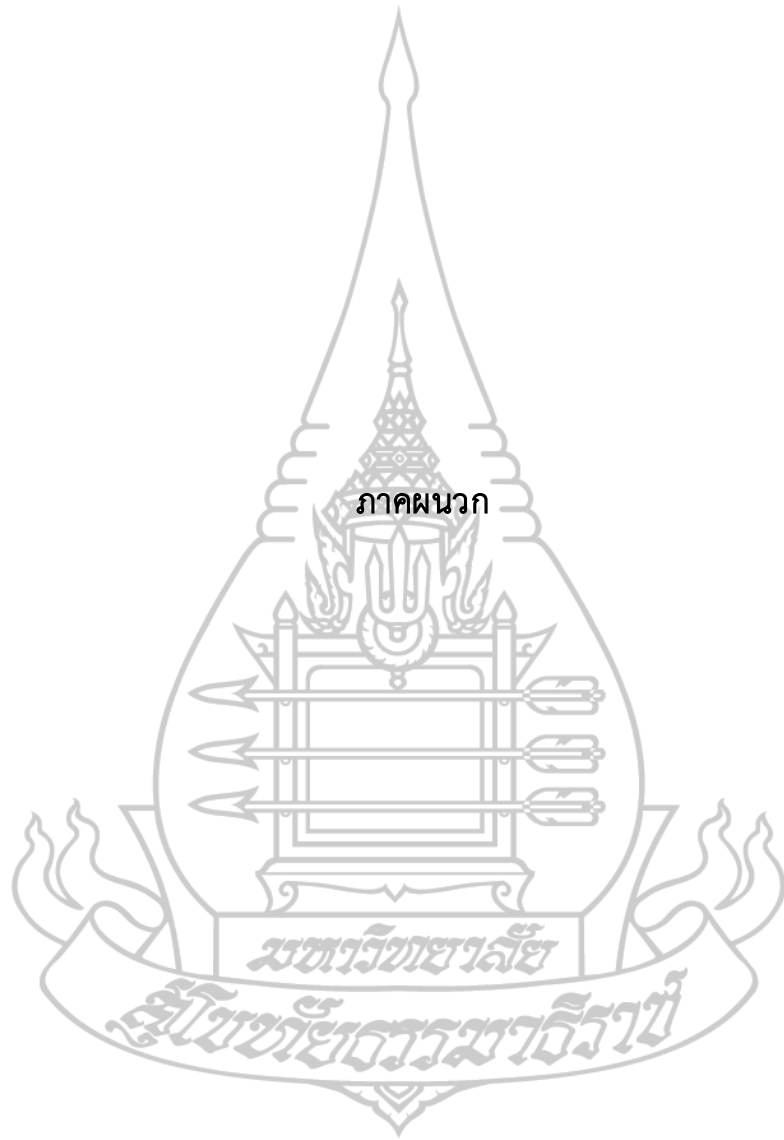
มหาวิทยาลัย

ศรีโชนัยธรรมราชวิทยาลัย

## บรรณานุกรม

- กัลยานี ภาคออต. (2563). การวิเคราะห์งบการเงินและการพยากรณ์ทางการเงินในการจัดการการเงิน  
ใน *เอกสารประมวลสาระชุดวิชาการจัดการการเงิน* (หน่วยที่ 3, น.3-56 ถึง 3-57).  
(พิมพ์ครั้งที่ 1). นนทบุรี: มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช, สาขาวิชาวิทยาการจัดการ.  
จิตอุษา ชันทอง และกัลยกิตต์ กิริตอังกูร. (2560). การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของ  
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจ  
ศรีนครินทรวิโรฒ*, 8(2), 42-50.
- จินตนา วสุนธรากุล. (2562). *ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับ  
ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)  
และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต  
ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.
- ฐิติพร โตรอด. (2563). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัท  
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต  
ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ณัฐนันท์ สุวิวัฒนา. (2556). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต  
ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยบูรพา.
- ปิยะณัฐ ฤนพุทธดม. (2561). *ผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการ คุณภาพการสอบบัญชีที่มีต่อ  
ผลการดำเนินงานผ่านการบริหารกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง  
ประเทศไทย*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชีปรัชญาดุษฎีบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์).  
มหาวิทยาลัยศรีปทุม.
- เปิดโครงสร้างผู้ถือหุ้นในตลาดหุ้นไทย ปี 2565. (2022). สืบค้นเมื่อ 10 กรกฎาคม 2566 จาก  
<https://www.set.or.th/th/about/setsource/insights/article/88-shareholder>.
- พิภัสสร อาชวพรวิฑูร. (2564). *ความสัมพันธ์ระหว่างบทบาทของคณะกรรมการและโครงสร้าง  
ผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
กลุ่ม SET100*. (การค้นคว้าอิสระปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์).  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ศวิตา วงศ์บุญเนตร. (2562). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการ และคุณภาพ  
การเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI*. (การค้นคว้าอิสระ  
ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

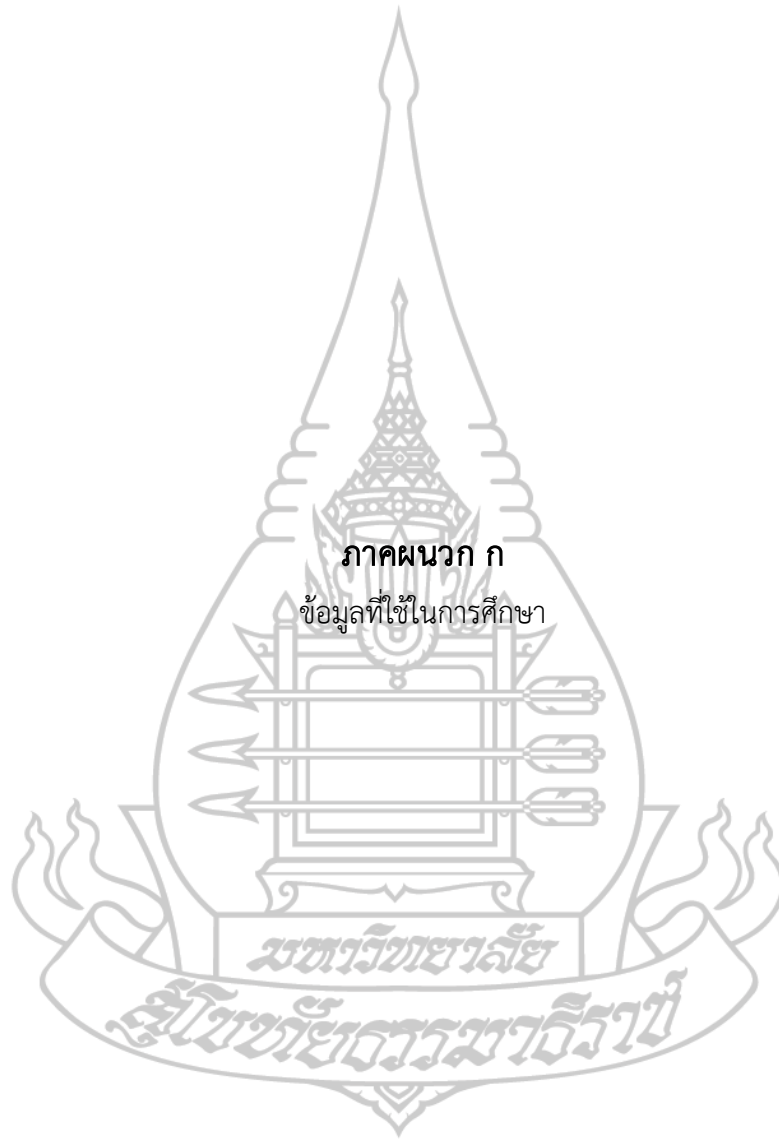
- สุพัตรา ละดาตาศ และการุณ สุขสองห้อง. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการสรรหา คณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทนและโครงสร้างความเป็นเจ้าของธุรกิจแบบ ครอบครัวกับผลการดำเนินงานของกิจการ. *วารสารศิลปะศาสตร์และวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยบูรพา*, 6(1), 30-45.
- อชิรญา จันทร์กุล และคณะ. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *การประชุมวิชาการและนำเสนอผลการวิจัยระดับชาติ ราชธานีวิชาการ ครั้งที่ 3 “นวัตกรรมที่พลิกโฉมสังคมโลก”*, 10-19.
- Abdul Adamu, and Joel Haruna. (2020) Ownership structures and firm performance in Nigeria: A canonical correlation analysis. *Journal of Research in Emerging Markets*, 25-30.
- Charfeddine & Elmarzougui. (2010). Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from France. *The IUP Journal of Behavioral Finance*, 7(4), 35-46.
- Hideaki Sakawa, and Naoki Watanabel. (2020). *Institutional Ownership and Firm Performance under Stakeholder-Oriented Corporate Governance*, Nagoya City University.
- Qi, D., Wu, W., & Zhang, H. (2000). Shareholdings structure and corporate performance of partially privatized firms: Evidence from listed Chinese companies. *Pacific Basin Finance Journal*, 8, 587-610.
- Sraer & Thesmar. (2007). Performance and Behavior of Family Firms: Evidence from the French Stock Market. *Journal of the European Economic Association*, 5(4), 709-751.
- Surachai Chancharat & Nongnit Chancharat. (2019). Board Structure, Ownership Structure, and Performance of Thai Listed Companies. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 13(3), 53-70.



ภาคผนวก

มหาวิทยาลัย

สุโขทัยธรรมมาธิราช



ภาคผนวก ก

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

มหาวิทยาลัยราชภัฏวชิรเวศน์

มหาวิทยาลัยราชภัฏวชิรเวศน์

บริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในการศึกษา	จำนวน (บริษัท)
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีข้อมูลครบถ้วน ดำเนินการต่อเนื่องตลอดระยะเวลาที่ทำการศึกษา	215
หัก บริษัทที่ผลการดำเนินงานเป็นลบ	140
หัก บริษัทที่มีข้อมูลที่ไม่แตกต่างจากประชากรส่วนใหญ่	15
N	60

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวน (บริษัท)
สินค้าอุตสาหกรรม	18
บริการ	15
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	6
ธุรกิจการเงิน	5
สินค้าอุปโภคบริโภค	5
เกษตรและอุตสาหกรรม	5
ทรัพยากร	4
เทคโนโลยี	2
N	60

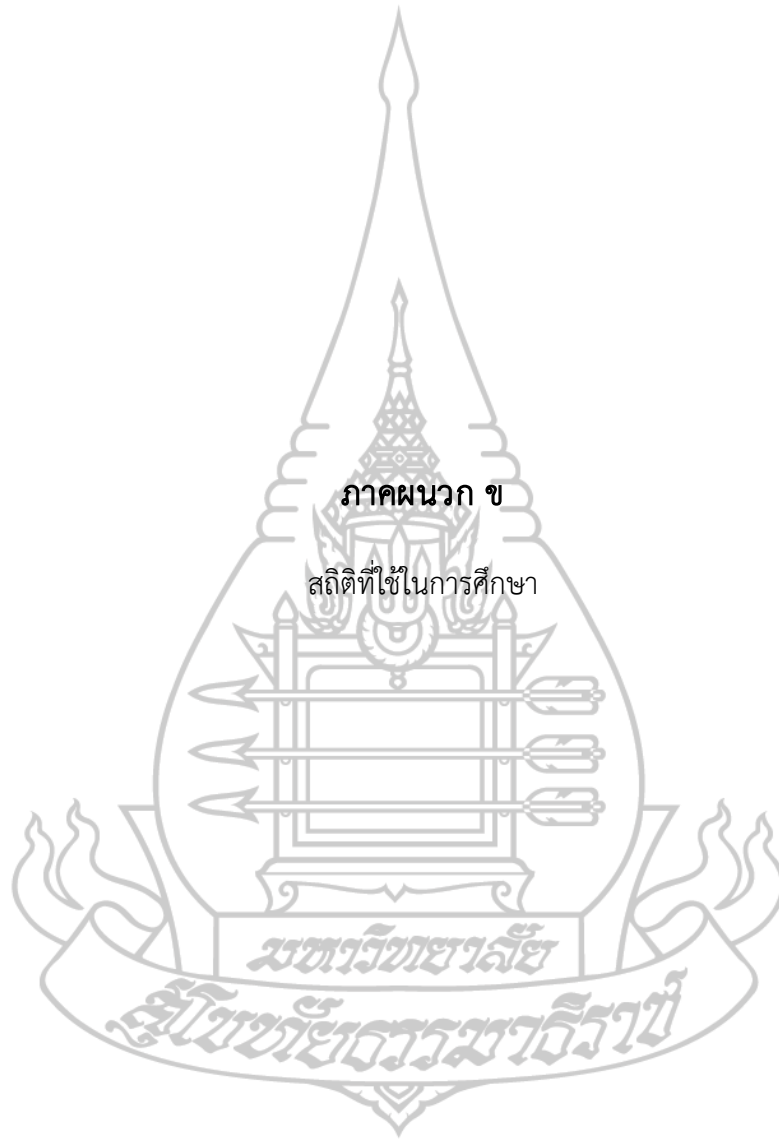
ลำดับ	ชื่อย่อหลักทรัพย์	ชื่อบริษัท	หมวดธุรกิจ
1	A5	บริษัท แอสเซท ไฟว์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
2	ACAP	บริษัท เอเชีย แคปปิตอล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเงิน
3	AF	บริษัท ไอร่า แพลตอริง จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเงิน
4	AKP	บริษัท อัครีปราการ จำกัด (มหาชน)	บริการ
5	AMA	บริษัท อามา มารีน จำกัด (มหาชน)	บริการ
6	ARIP	บริษัท เออาร์ไอพี จำกัด (มหาชน)	บริการ
7	ARROW	บริษัท แอร์โรว์ ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
8	ASN	บริษัท เอเอสเอ็น โบรกเกอร์ จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเงิน
9	ATP30	บริษัท เอทีพี 30 จำกัด (มหาชน)	บริการ
10	BGT	บริษัท บีจีที คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุปโภคบริโภค
11	BSM	บริษัท บีวเดอสมาร์ท จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
12	BTW	บริษัท บีที เบลธ์ อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
13	CHEWA	บริษัท เซาว์ สตีล อินดัสตรี จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม
14	CHO	บริษัท ช ทวี จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม
15	CIG	บริษัท ซี.ไอ.กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม
16	CMO	บริษัท ซีเอ็มโอ จำกัด (มหาชน)	บริการ
17	CPR	บริษัท ซีพีอาร์ โคมู อินดัสเตรียล จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม
18	ECF	บริษัท อีสดีเคสต์ เพอร์นิเทค จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุปโภคบริโภค
19	FPI	บริษัท ฟอร์จูน พาร์ท อินดัสตรี จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม
20	FSMART	บริษัท ฟอर्थ สมาร์ท เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	บริการ
21	GCAP	บริษัท จีแคปปิตอล จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเงิน
22	GTB	บริษัท เจตาแบค จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม
23	GTV	บริษัท กรีนเทค เวนเจอร์ จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
24	HARN	บริษัท หาญ เอ็นจิเนียริง โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)	บริการ
25	JUBILE	บริษัท ยูบิลลี่ เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุปโภคบริโภค
26	K	บริษัท คิงส์เมน ซี.เอ็ม.ที.ไอ. จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
27	KASET	บริษัท ไทยฮา จำกัด (มหาชน)	เกษตรและอุตสาหกรรม
28	KCM	บริษัท เค.ซี. เมททอลชีท จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม
29	KGEN	บริษัท คิง เจน จำกัด (มหาชน)	บริการ



ลำดับ	ชื่อย่อหลักทรัพย์	ชื่อบริษัท	หมวดธุรกิจ
30	KOOL	บริษัท มาสเตอร์คูล อินเทอร์เน็ตเซ็นแนล จำกัด (มหาชน)	บริการ
31	LDC	บริษัท แอลดีซี เด็นทัล จำกัด (มหาชน)	บริการ
32	LIT	บริษัท ลีช วิท จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเงิน
33	MBAX	บริษัท มัลติแบกซ์ จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม
34	MOONG	บริษัท มุ่งพัฒนา อินเทอร์เน็ตเซ็นแนล จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุปโภคบริโภค
35	PDG	บริษัท พรอดดีจี จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม
36	PHOL	บริษัท ผลธัญญา จำกัด (มหาชน)	บริการ
37	PICO	บริษัท ปิกอ (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)	บริการ
38	PIMO	บริษัท ไพโอเนียร์ มอเตอร์ จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม
39	QLT	บริษัท ควอลิตี้เทค จำกัด (มหาชน)	บริการ
40	SANKO	บริษัท ซังโกะ ไคคาซัง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม
41	SALEE	บริษัท สาลีอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม
42	SEAOIL	บริษัท ซีออยล์ จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
43	SELIC	บริษัท ซีลิก คอร์ป จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม
44	SIMAT	บริษัท ซิเมท เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี
45	SMART	บริษัท สมาร์ทคอนกรีต จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
46	SPVI	บริษัท เอส พี วี ไอ จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี
47	SWC	บริษัท เซอร์วิวด คอร์ปอเรชั่น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม
48	TACC	บริษัท ที.เอ.ซี. คอนซูเมอร์ จำกัด (มหาชน)	เกษตรและอุตสาหกรรม
49	TAKUNI	บริษัท ทาคูนี กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
50	TM	บริษัท เทคโนโลยีเมดิคัล จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุปโภคบริโภค
51	TMC	บริษัท ที.เอ็ม.ซี. อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม
52	TMI	บริษัท ทีระมงคล อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม
53	TMILL	บริษัท ที เอส ฟลาวมิลล์ จำกัด (มหาชน)	เกษตรและอุตสาหกรรม
54	TMW	บริษัท ไทยमितซูวา จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม
55	TNH	บริษัท โรงพยาบาลไทยนครินทร์ จำกัด (มหาชน)	บริการ
56	TNP	บริษัท ธนพิริยะ จำกัด (มหาชน)	บริการ
57	TPCH	บริษัท ทีพีซี เพาเวอร์โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร
58	UBIS	บริษัท ยูบิส (เอเชีย) จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม

ลำดับ	ชื่อย่อหลักทรัพย์	ชื่อบริษัท	หมวดธุรกิจ
59	WINNER	บริษัท วินเนอร์กรุ๊ป เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)	เกษตรและอุตสาหกรรม
60	XO	บริษัท เอ็กโซติค ฟู้ด จำกัด (มหาชน)	เกษตรและอุตสาหกรรม





ภาคผนวก ข

สถิติที่ใช้ในการศึกษา

มหาวิทยาลัยราชภัฏวชิรเวศน์

สภามหาวิทยาลัยราชภัฏวชิรเวศน์

สถิติที่ใช้ในการศึกษา คือ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด

	ROA	FAM	INT	SIZE	DE	GROWTH	PBV	GDP	AGE
MAX	0.5907	0.7856	0.1609	9.16	3.94	4.7784	9.05	3.90	20
MIN	0.0006	0.0180	0.0011	5.45	0.05	-0.6832	0.17	-4.10	3
AVERAGE	0.0843	0.3691	0.0401	7.15	1.00	0.1477	2.03	0.84	10
SD	0.0684	0.2072	0.0271	0.74	0.86	0.5606	1.41	2.66	4
Median	0.0671	0.3526	0.0323	7.05	0.73	0.0560	1.61	1.40	9

ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน

	FAM	INT	SIZE	DE	GROWTH	PBV	GDP	AGE
FAM	1							
INT	-0.2338	1						
SIZE	-0.0574	0.05583	1					
DE	-0.1387	0.13952	0.34335	1				
GROWTH	-0.0008	-0.0848	-0.0448	-0.1037	1			
PBV	-0.0041	-0.161	0.01879	0.07395	-0.0031	1		
GDP	-0.0127	0.0058	-0.0083	-0.0261	0.11761	0.12531	1	
AGE	-0.1385	-0.0033	0.06104	0.13186	0.04381	0.09623	-0.0684	1

NO	COMPANY	YEAR	ROA	FAM	INT	SIZE	DE	GROWTH	PBV	GDP	AGE
1	A5	2018	0.2875	0.4298	0.0312	7.4037	2.34	0.5800	3.65	3.90	16
2	A5	2019	0.0400	0.4604	0.0298	7.4680	2.21	0.4320	3.99	1.20	17
3	A5	2020	0.0525	0.4450	0.0298	7.5336	1.71	0.5955	4.32	-4.10	18
4	A5	2021	0.1262	0.5108	0.0354	7.0107	0.34	0.0340	6.56	1.90	19
5	A5	2022	0.0591	0.4860	0.0345	7.8207	1.70	-0.2237	5.46	1.40	20
6	AF	2018	0.0401	0.1213	0.0541	7.8251	3.76	0.0362	1.85	3.90	15
7	AF	2019	0.0405	0.1322	0.0540	7.8464	3.84	-0.0091	1.88	1.20	16
8	AF	2020	0.0390	0.1344	0.0541	7.6856	3.18	-0.1078	2.10	-4.10	17
9	AF	2021	0.0443	0.1375	0.0541	7.7457	3.36	-0.0577	3.30	1.90	18
10	AF	2022	0.0423	0.1025	0.0654	7.7767	3.54	0.1449	3.23	1.40	19
11	ACAP	2018	0.0678	0.1633	0.0352	8.4739	2.92	0.2307	3.67	3.90	14
12	ACAP	2019	0.0678	0.1633	0.0254	8.4739	2.92	0.2307	3.67	1.20	15
13	ACAP	2020	0.0678	0.1633	0.0352	8.4739	2.92	0.2307	3.67	-4.10	16
14	ACAP	2021	0.0678	0.1633	0.0352	8.4739	2.92	0.2307	3.67	1.90	17
15	ACAP	2022	0.0678	0.1633	0.0352	8.4739	2.92	0.2307	3.67	1.40	18
16	AKP	2018	0.1281	0.1098	0.0375	6.4601	0.21	0.0345	1.58	3.90	6
17	AKP	2019	0.0627	0.1900	0.0523	6.4477	0.18	-0.2500	0.81	1.20	7
18	AKP	2020	0.0686	0.1845	0.0426	6.5462	0.26	-0.1670	0.76	-4.10	8
19	AKP	2021	0.0851	0.1845	0.0426	6.5851	0.22	0.1002	1.47	1.90	9
20	AKP	2022	0.0544	0.1298	0.0336	6.5897	0.21	-0.0186	1.41	1.40	10
21	AMA	2018	0.0487	0.3002	0.0135	8.2072	0.78	0.1821	1.16	3.90	3
22	AMA	2019	0.0764	0.1141	0.0123	8.1307	0.64	0.0709	1.33	1.20	4
23	AMA	2020	0.0686	0.2970	0.0021	8.1647	0.65	-0.0487	1.28	-4.10	5
24	AMA	2021	0.0590	0.1057	0.0341	8.3233	0.70	0.1561	1.15	1.90	6
25	AMA	2022	0.1255	0.1024	0.0293	8.4040	0.55	0.5428	1.02	1.40	7
26	ARIP	2018	0.0192	0.1798	0.0567	5.4498	0.13	-0.1588	0.89	3.90	9
27	ARIP	2019	0.0137	0.1545	0.0623	5.4584	0.13	0.2120	0.89	1.20	10
28	ARIP	2020	0.0198	0.1645	0.0523	5.5219	0.20	0.3668	0.97	-4.10	11
29	ARIP	2021	0.0244	0.1645	0.0523	5.5521	0.21	-0.2483	2.22	1.90	12

NO	COMPANY	YEAR	ROA	FAM	INT	SIZE	DE	GROWTH	PBV	GDP	AGE
30	ARIP	2022	0.0544	0.1578	0.0456	5.5960	0.19	0.3388	1.91	1.40	13
31	ARROW	2018	0.1230	0.3062	0.0765	7.2958	0.33	0.0240	3.22	3.90	7
32	ARROW	2019	0.1463	0.3062	0.0541	7.3565	0.32	-0.0132	1.84	1.20	8
33	ARROW	2020	0.1372	0.3361	0.0654	7.4059	0.36	-0.1080	1.94	-4.10	9
34	ARROW	2021	0.1090	0.3125	0.0742	7.3753	0.29	-0.1672	1.63	1.90	10
35	ARROW	2022	0.0753	0.3100	0.0632	7.4491	0.41	0.2620	1.56	1.40	11
36	ASN	2018	0.1043	0.5819	0.0241	5.6654	0.14	-0.0911	1.86	3.90	3
37	ASN	2019	0.1244	0.5913	0.0241	5.7885	0.15	0.1027	3.02	1.20	4
38	ASN	2020	0.0480	0.5913	0.0241	5.9650	0.33	-0.0641	2.35	-4.10	5
39	ASN	2021	0.0444	0.5942	0.0244	6.3935	0.96	0.0276	2.14	1.90	6
40	ASN	2022	0.0325	0.5943	0.0245	6.3436	0.92	0.0148	2.03	1.40	7
41	ATP30	2018	0.0905	0.4551	0.0276	6.5897	1.17	0.2140	2.58	3.90	4
42	ATP30	2019	0.0912	0.4398	0.0321	6.6272	0.86	0.0831	1.94	1.20	5
43	ATP30	2020	0.0555	0.3776	0.0354	6.7107	0.95	-0.1441	1.43	-4.10	6
44	ATP30	2021	0.0560	0.3893	0.0236	7.0063	1.22	0.2651	3.02	1.90	7
45	ATP30	2022	0.0474	0.3978	0.0245	7.0738	1.33	0.2762	1.88	1.40	8
46	BGT	2018	0.1736	0.4900	0.0400	6.5409	0.37	0.1079	3.37	3.90	12
47	BGT	2019	0.2205	0.3600	0.0900	6.5282	0.37	0.1069	5.00	1.20	13
48	BGT	2020	0.0100	0.3461	0.0912	6.9862	1.61	-0.2877	0.90	-4.10	14
49	BGT	2021	0.0108	0.4964	0.0752	6.9207	1.56	-0.1599	1.17	1.90	15
50	BGT	2022	0.0119	0.4938	0.0752	6.7158	1.14	0.4863	1.12	1.40	16
51	BSM	2018	0.0655	0.3273	0.1100	7.3201	1.30	0.0461	1.87	3.90	11
52	BSM	2019	0.0239	0.3165	0.0400	7.5507	1.92	0.4434	1.18	1.20	12
53	BSM	2020	0.0186	0.3779	0.0312	7.5131	2.25	-0.1382	0.98	-4.10	13
54	BSM	2021	0.0296	0.3310	0.0312	7.3629	2.28	-0.1686	1.73	1.90	14
55	BSM	2022	0.0006	0.3626	0.0312	7.1990	1.98	0.2103	1.52	1.40	15
56	BTW	2018	0.0111	0.7856	0.0298	7.4643	0.30	-0.1255	0.72	1.20	3
57	BTW	2019	0.0342	0.7834	0.0521	7.5605	0.72	0.1393	0.48	1.20	4
58	BTW	2020	0.0413	0.7728	0.0645	7.4868	0.53	0.0199	0.51	-4.10	5

NO	COMPANY	YEAR	ROA	FAM	INT	SIZE	DE	GROWTH	PBV	GDP	AGE
59	BTW	2021	0.0305	0.7682	0.0645	7.4096	0.64	-0.1364	0.69	1.90	6
60	BTW	2022	0.0313	0.5088	0.0645	7.5511	0.82	0.7760	0.45	1.40	7
61	CPR	2018	0.1424	0.3233	0.1087	6.7504	0.13	0.1126	1.44	3.90	14
62	CPR	2019	0.1216	0.3250	0.0521	6.4560	0.16	0.0068	1.16	1.20	15
63	CPR	2020	0.0518	0.3268	0.0723	6.4539	0.16	-0.3703	1.01	-4.10	16
64	CPR	2021	0.1275	0.3267	0.0723	6.5335	0.15	0.2923	1.39	1.90	17
65	CPR	2022	0.0920	0.3236	0.0723	6.5638	0.12	-0.0589	1.52	1.40	18
66	CHEWA	2018	0.0937	0.6000	0.0160	8.4041	1.42	0.2994	0.76	3.90	3
67	CHEWA	2019	0.0214	0.6000	0.0150	8.7647	2.68	-0.5688	0.35	1.20	4
68	CHEWA	2020	0.0205	0.5998	0.0178	8.8073	2.59	0.4240	0.35	-4.10	5
69	CHEWA	2021	0.0252	0.6012	0.0223	8.8188	2.55	0.3002	0.70	1.90	6
70	CHEWA	2022	0.0357	0.6012	0.0125	8.7503	2.17	0.0054	0.48	1.40	7
71	CHO	2018	0.0643	0.5141	0.0321	8.2000	3.10	0.4294	2.27	3.90	6
72	CHO	2019	0.0640	0.4417	0.0320	8.0870	2.39	-0.3274	0.98	1.20	7
73	CHO	2020	0.0563	0.4888	0.0341	8.0514	2.35	-0.5884	0.65	-4.10	8
74	CHO	2021	0.0423	0.4888	0.0341	8.0777	2.66	-0.3199	1.99	1.90	9
75	CHO	2022	0.0248	0.3148	0.0540	8.0236	2.51	0.1971	0.82	1.40	10
76	CIG	2018	0.0163	0.2865	0.0468	7.0744	0.66	0.2522	0.35	3.90	14
77	CIG	2019	0.0079	0.3040	0.0346	6.9293	1.07	0.3451	0.30	1.20	15
78	CIG	2020	0.0210	0.2521	0.0521	6.7739	1.41	-0.3398	0.54	-4.10	16
79	CIG	2021	0.0203	0.2400	0.0623	6.7618	2.60	0.1333	2.52	1.90	17
80	CIG	2022	0.0298	0.3066	0.0216	6.6574	2.89	-0.0671	2.51	1.40	18
81	CMO	2018	0.0993	0.0468	0.0799	7.0535	1.31	0.0638	0.78	3.90	15
82	CMO	2019	0.1226	0.0468	0.0600	7.0781	1.13	-0.0766	0.71	1.20	16
83	CMO	2020	0.0786	0.0476	0.0600	7.1086	1.39	-0.4635	0.62	-4.10	17
84	CMO	2021	0.0829	0.0476	0.0748	6.9149	1.54	-0.3188	3.73	1.90	18
85	CMO	2022	0.0899	0.1441	0.0276	7.1040	1.33	1.4121	2.45	1.40	19
86	ECF	2018	0.0465	0.5090	0.0311	8.1302	1.35	0.0069	1.57	3.90	6
87	ECF	2019	0.0450	0.4941	0.0345	8.1862	1.47	-0.1378	0.83	1.20	7

NO	COMPANY	YEAR	ROA	FAM	INT	SIZE	DE	GROWTH	PBV	GDP	AGE
88	ECF	2020	0.0500	0.4945	0.0342	8.1732	1.86	0.1039	1.02	-4.10	8
89	ECF	2021	0.0514	0.4947	0.0345	8.2312	1.83	0.1301	1.41	1.90	9
90	ECF	2022	0.0508	0.4947	0.0345	8.2911	1.92	-0.0809	1.21	1.40	10
91	FPI	2018	0.0644	0.6114	0.0489	7.8452	0.52	-0.0321	1.69	3.90	7
92	FPI	2019	0.0918	0.5908	0.0520	7.9223	0.71	0.0594	1.87	1.20	8
93	FPI	2020	0.0184	0.5957	0.0452	8.2615	0.80	-0.1212	1.40	-4.10	9
94	FPI	2021	0.1338	0.6040	0.0345	8.0493	0.73	0.1560	3.07	1.90	10
95	FPI	2022	0.1551	0.5893	0.0428	8.2213	0.76	0.2543	2.31	1.40	11
96	FSMART	2018	0.1761	0.0508	0.0312	8.2729	2.13	0.0579	4.13	3.90	5
97	FSMART	2019	0.1889	0.0508	0.0312	8.1663	1.64	-0.0602	4.21	1.20	6
98	FSMART	2020	0.1559	0.0508	0.0312	8.1473	2.01	-0.0912	5.02	-4.10	7
99	FSMART	2021	0.1573	0.0508	0.0312	7.9852	1.61	-0.0627	8.64	1.90	8
100	FSMART	2022	0.1342	0.0520	0.0336	7.9497	1.51	-0.1550	9.05	1.40	9
101	GCAP	2018	0.0858	0.1075	0.1200	7.6434	3.92	0.1569	2.03	3.90	6
102	GCAP	2019	0.0761	0.1125	0.1026	7.9071	3.94	0.1444	1.24	1.20	7
103	GCAP	2020	0.0585	0.1263	0.1200	7.7761	3.62	-0.0734	0.98	-4.10	8
104	GCAP	2021	0.0240	0.4325	0.1093	7.5321	3.07	-0.3926	1.42	1.90	9
105	GCAP	2022	0.0112	0.4596	0.1093	7.2415	2.35	-0.1572	0.88	1.40	10
106	GTB	2018	0.0077	0.7500	0.0578	6.7521	0.41	-0.2632	0.95	3.90	3
107	GTB	2019	0.1008	0.7654	0.0456	6.8475	0.51	0.3914	0.95	1.20	4
108	GTB	2020	0.0408	0.7663	0.0562	6.4809	0.45	-0.1993	0.91	-4.10	5
109	GTB	2021	0.0489	0.7680	0.0565	6.4820	0.56	-0.2046	1.40	1.90	6
110	GTB	2022	0.0561	0.7749	0.0562	6.9106	0.43	0.1046	1.04	1.40	7
111	GTV	2018	0.0043	0.0776	0.0198	7.9250	0.07	3.9735	1.89	3.90	9
112	GTV	2019	0.0078	0.4210	0.0346	6.4691	0.06	3.5789	1.54	1.20	10
113	GTV	2020	0.0456	0.4352	0.0231	6.6298	0.05	3.6780	1.62	-4.10	11
114	GTV	2021	0.0139	0.4651	0.0198	6.9256	0.47	4.7784	1.59	1.90	12
115	GTV	2022	0.0098	0.4651	0.0198	8.6203	0.34	0.2119	0.65	1.40	13
116	HARN	2018	0.1115	0.3413	0.0265	7.3451	0.22	0.0453	1.17	3.90	5



NO	COMPANY	YEAR	ROA	FAM	INT	SIZE	DE	GROWTH	PBV	GDP	AGE
117	HARN	2019	0.1189	0.3418	0.0312	7.0280	0.21	0.0168	1.04	1.20	6
118	HARN	2020	0.0772	0.3429	0.0312	6.9555	0.26	-0.1570	0.98	-4.10	7
119	HARN	2021	0.0552	0.1689	0.0312	6.9239	0.28	-0.1054	1.08	1.90	8
120	HARN	2022	0.0658	0.3411	0.0416	7.4861	0.32	0.1875	0.99	1.40	9
121	JUBILE	2018	0.1951	0.4777	0.0289	7.1235	0.33	0.0037	2.88	3.90	10
122	JUBILE	2019	0.2397	0.4777	0.0236	7.3754	0.40	0.1669	3.33	1.20	11
123	JUBILE	2020	0.1928	0.4777	0.0236	7.4130	0.72	-0.0566	3.43	-4.10	12
124	JUBILE	2021	0.1385	0.4777	0.0236	7.4299	0.58	-0.0981	3.39	1.90	13
125	JUBILE	2022	0.1880	0.4777	0.0236	7.6781	0.43	0.1152	3.31	1.40	14
126	K	2018	0.0882	0.4539	0.0311	7.1405	1.69	0.8603	1.52	3.90	4
127	K	2019	0.0431	0.4450	0.0295	6.9842	2.10	-0.5278	1.04	1.20	5
128	K	2020	0.0495	0.4292	0.0312	6.8597	3.33	-0.3802	0.99	-4.10	6
129	K	2021	0.0498	0.4756	0.0312	6.6908	3.25	0.2530	3.39	1.90	7
130	K	2022	0.0120	0.3566	0.0178	6.7875	1.79	0.0800	3.31	1.40	8
131	KASET	2018	0.0249	0.2200	0.0099	6.6029	1.01	-0.1149	1.38	3.90	14
132	KASET	2019	0.0218	0.2200	0.0099	7.3054	0.97	-0.2601	0.98	1.20	15
133	KASET	2020	0.0203	0.2205	0.0098	7.6389	1.09	-0.2973	0.95	-4.10	16
134	KASET	2021	0.0152	0.1622	0.0103	7.6488	1.83	-0.1203	1.84	1.90	17
135	KASET	2022	0.0215	0.2631	0.0103	6.6568	0.97	-0.1147	1.40	1.40	18
136	KCM	2018	0.0158	0.7061	0.0276	6.3467	0.23	-0.0402	1.21	3.90	5
137	KCM	2019	0.0160	0.6143	0.0198	6.8098	0.24	-0.0944	0.83	1.20	6
138	KCM	2020	0.0144	0.7276	0.0143	6.6623	0.36	0.1606	0.73	-4.10	7
139	KCM	2021	0.0020	0.7076	0.0285	6.7501	0.43	0.0981	1.54	1.90	8
140	KCM	2022	0.0010	0.6305	0.0132	6.4232	0.43	-0.1775	0.97	1.40	9
141	KGEN	2018	0.0829	0.3941	0.0388	6.5677	0.54	1.6280	2.45	3.90	10
142	KGEN	2019	0.5907	0.4000	0.0500	6.4633	0.60	1.9348	1.99	1.20	11
143	KGEN	2020	0.0469	0.3941	0.0420	6.4419	0.46	1.3456	1.45	-4.10	12
144	KGEN	2021	0.0747	0.3845	0.0313	6.5073	0.54	-0.4533	1.89	1.90	13
145	KGEN	2022	0.0792	0.3916	0.0145	6.9075	0.60	-0.6832	3.45	1.40	14

NO	COMPANY	YEAR	ROA	FAM	INT	SIZE	DE	GROWTH	PBV	GDP	AGE
146	KOOL	2018	0.0152	0.1296	0.0999	6.1284	1.73	0.2387	2.98	3.90	4
147	KOOL	2019	0.0623	0.1098	0.0839	6.3246	1.44	0.0452	2.07	1.20	5
148	KOOL	2020	0.0157	0.1296	0.0900	6.4212	1.75	-0.2905	1.97	-4.10	6
149	KOOL	2021	0.0103	0.1129	0.0712	6.4565	0.57	-0.2561	2.48	1.90	7
150	KOOL	2022	0.0418	0.1279	0.0813	7.3516	0.12	0.0535	0.88	1.40	8
151	LDC	2018	0.0759	0.5500	0.0394	5.9396	0.35	0.2047	1.90	3.90	5
152	LDC	2019	0.0659	0.5236	0.0334	6.5383	0.34	0.1456	2.28	1.20	6
153	LDC	2020	0.0821	0.5116	0.0304	6.9542	1.20	-0.2182	3.43	-4.10	7
154	LDC	2021	0.0756	0.5112	0.0190	6.8575	1.22	-0.1286	4.04	1.90	8
155	LDC	2022	0.0843	0.3584	0.0190	6.1908	1.06	0.1757	3.01	1.40	9
156	LIT	2018	0.1043	0.0265	0.1289	7.8872	1.42	0.0206	1.18	3.90	5
157	LIT	2019	0.0607	0.0293	0.1022	6.1777	2.14	0.0572	0.89	1.20	6
158	LIT	2020	0.0661	0.0293	0.1239	6.2600	1.46	-0.1367	0.73	-4.10	7
159	LIT	2021	0.0010	0.0426	0.0612	6.4461	1.30	-0.1640	1.03	1.90	8
160	LIT	2022	0.0021	0.4263	0.0512	7.6096	0.82	-0.5275	0.71	1.40	9
161	MBAX	2018	0.0763	0.0812	0.0210	7.0391	1.17	-0.0548	1.49	3.90	12
162	MBAX	2019	0.0582	0.0766	0.0209	5.8297	1.33	-0.0772	1.23	1.20	13
163	MBAX	2020	0.1670	0.0770	0.0210	6.2462	1.43	0.3122	2.30	-4.10	14
164	MBAX	2021	0.0652	0.1240	0.0224	6.1483	1.67	-0.2066	1.93	1.90	15
165	MBAX	2022	0.1113	0.1252	0.0312	7.3364	1.60	0.3238	1.66	1.40	16
166	MOONG	2018	0.1517	0.6812	0.0256	6.8611	0.30	0.1048	1.55	3.90	10
167	MOONG	2019	0.0983	0.6667	0.0315	8.1749	0.30	-0.1151	0.82	1.20	11
168	MOONG	2020	0.0597	0.6638	0.0315	7.8803	0.26	0.0024	0.90	-4.10	12
169	MOONG	2021	0.0729	0.6621	0.0321	7.8309	0.29	0.0146	0.80	1.90	13
170	MOONG	2022	0.0296	0.6621	0.0246	7.2094	0.26	0.0214	0.76	1.40	14
171	PDG	2018	0.1052	0.1036	0.0099	6.5308	0.21	-0.0388	1.39	3.90	5
172	PDG	2019	0.1252	0.1036	0.0099	6.9176	0.16	-0.0683	1.39	1.20	6
173	PDG	2020	0.1741	0.1036	0.0099	6.9113	0.17	0.0913	1.55	-4.10	7
174	PDG	2021	0.0934	0.0592	0.0296	7.2188	0.30	0.0886	1.88	1.90	8

NO	COMPANY	YEAR	ROA	FAM	INT	SIZE	DE	GROWTH	PBV	GDP	AGE
175	PDG	2022	0.0691	0.0444	0.0241	6.5789	0.23	0.1077	1.77	1.40	9
176	PHOL	2018	0.0652	0.5074	0.0189	6.4802	1.39	-0.0623	1.19	3.90	9
177	PHOL	2019	0.0963	0.5085	0.0154	6.4727	0.88	-0.0136	1.23	1.20	10
178	PHOL	2020	0.1595	0.5085	0.0154	6.4125	0.85	0.1576	1.82	-4.10	11
179	PHOL	2021	0.1690	0.5085	0.0154	6.4608	0.83	0.1574	2.47	1.90	12
180	PHOL	2022	0.1121	0.4651	0.0207	6.4596	0.81	-0.1842	1.76	1.40	13
181	PICO	2018	0.0273	0.4187	0.0598	7.0337	0.11	-0.1415	0.92	3.90	15
182	PICO	2019	0.1073	0.1937	0.0487	6.5075	0.19	0.3055	0.97	1.20	16
183	PICO	2020	0.0607	0.2808	0.0562	6.5807	0.16	-0.1162	0.96	-4.10	17
184	PICO	2021	0.0139	0.5075	0.0420	6.6392	0.16	-0.0764	0.96	1.90	18
185	PICO	2022	0.0390	0.5210	0.0345	6.6442	0.18	0.1672	1.32	1.40	19
186	PIMO	2018	0.0235	0.1035	0.0322	6.1186	0.24	0.0122	1.21	3.90	4
187	PIMO	2019	0.0251	0.1035	0.0341	6.3406	0.22	-0.1150	1.14	1.20	5
188	PIMO	2020	0.0012	0.1035	0.0341	6.4069	0.24	-0.0401	0.89	-4.10	6
189	PIMO	2021	0.0031	0.0555	0.0284	6.4556	0.22	0.0872	1.45	1.90	7
190	PIMO	2022	0.0671	0.0555	0.0284	7.0145	0.19	0.2244	1.35	1.40	8
178	PHOL	2020	0.1595	0.5085	0.0154	6.4125	0.85	0.1576	1.82	-4.10	11
179	PHOL	2021	0.1690	0.5085	0.0154	6.4608	0.83	0.1574	2.47	1.90	12
180	PHOL	2022	0.1121	0.4651	0.0207	6.4596	0.81	-0.1842	1.76	1.40	13
181	PICO	2018	0.0273	0.4187	0.0598	7.0337	0.11	-0.1415	0.92	3.90	15
182	PICO	2019	0.1073	0.1937	0.0487	6.5075	0.19	0.3055	0.97	1.20	16
183	PICO	2020	0.0607	0.2808	0.0562	6.5807	0.16	-0.1162	0.96	-4.10	17
184	PICO	2021	0.0139	0.5075	0.0420	6.6392	0.16	-0.0764	0.96	1.90	18
185	PICO	2022	0.0390	0.5210	0.0345	6.6442	0.18	0.1672	1.32	1.40	19
186	PIMO	2018	0.0235	0.1035	0.0322	6.1186	0.24	0.0122	1.21	3.90	4
187	PIMO	2019	0.0251	0.1035	0.0341	6.3406	0.22	-0.1150	1.14	1.20	5
188	PIMO	2020	0.0012	0.1035	0.0341	6.4069	0.24	-0.0401	0.89	-4.10	6
189	PIMO	2021	0.0031	0.0555	0.0284	6.4556	0.22	0.0872	1.45	1.90	7
190	PIMO	2022	0.0671	0.0555	0.0284	7.0145	0.19	0.2244	1.35	1.40	8

NO	COMPANY	YEAR	ROA	FAM	INT	SIZE	DE	GROWTH	PBV	GDP	AGE
191	QLT	2018	0.0250	0.1139	0.0277	6.1846	1.03	0.2519	1.43	3.90	10
192	QLT	2019	0.0512	0.4300	0.0245	6.2961	1.10	0.3550	1.62	1.20	11
193	QLT	2020	0.0218	0.4265	0.0274	6.2475	0.55	-0.1851	1.02	-4.10	12
194	QLT	2021	0.1006	0.4123	0.0274	6.2283	0.85	1.1186	1.26	1.90	13
195	QLT	2022	0.1403	0.4263	0.0394	6.2611	0.68	0.9099	1.40	1.40	14
196	SANKO	2018	0.0281	0.6758	0.0198	5.9499	0.56	0.0053	1.93	3.90	6
197	SANKO	2019	0.1361	0.6818	0.0120	6.0797	2.68	1.3337	1.84	1.20	7
198	SANKO	2020	0.0878	0.6700	0.0136	6.0749	2.10	-0.1015	1.32	-4.10	8
199	SANKO	2021	0.0744	0.6463	0.0136	6.2159	1.63	0.1655	2.23	1.90	9
200	SANKO	2022	0.0332	0.5856	0.0219	6.2416	1.25	0.1082	1.77	1.40	10
201	SALEE	2018	0.1133	0.1128	0.0555	7.6278	0.24	2.1732	0.94	3.90	14
202	SALEE	2019	0.0414	0.1128	0.0580	7.5601	0.32	-0.2732	0.53	1.20	15
203	SALEE	2020	0.0366	0.1128	0.0580	7.5690	0.34	0.1372	0.66	-4.10	16
204	SALEE	2021	0.0479	0.1128	0.0580	7.5695	0.49	0.0382	0.86	1.90	17
205	SALEE	2022	0.0395	0.1128	0.0580	7.5857	0.65	0.2463	0.56	1.40	18
206	SEOIL	2018	0.2972	0.2097	0.0389	7.9173	1.47	0.1186	1.04	3.90	6
207	SEOIL	2019	0.0866	0.2708	0.0209	7.9955	1.76	0.1857	1.78	1.20	7
208	SEOIL	2020	0.0672	0.2366	0.0214	7.6978	1.60	-0.4921	3.56	-4.10	8
209	SEOIL	2021	0.0877	0.3645	0.0368	8.0381	0.53	-0.0531	3.17	1.90	9
210	SEOIL	2022	0.0670	0.3578	0.0432	8.1787	0.34	-0.0531	1.32	1.40	10
211	SELIC	2018	0.0283	0.2154	0.0431	6.3000	0.39	0.1882	0.97	3.90	3
212	SELIC	2019	0.0693	0.2036	0.0401	7.3737	0.24	0.1256	0.91	1.20	4
213	SELIC	2020	0.0749	0.2412	0.0431	7.3893	0.24	-0.1049	0.97	-4.10	5
214	SELIC	2021	0.0877	0.2412	0.0431	7.4713	0.53	-0.0541	3.12	1.90	6
215	SELIC	2022	0.0697	0.2546	0.0431	7.9309	0.23	0.2455	1.26	1.40	7
216	SIMAT	2018	0.2309	0.3100	0.0400	7.2464	0.47	0.1722	2.37	3.90	12
217	SIMAT	2019	0.1961	0.2563	0.0245	7.4412	0.85	0.0208	1.80	1.20	13
218	SIMAT	2020	0.0901	0.2036	0.0356	7.4475	0.70	-0.2183	2.47	-4.10	14
219	SIMAT	2021	0.1821	0.1974	0.0341	7.4734	0.71	0.4083	4.65	1.90	15

NO	COMPANY	YEAR	ROA	FAM	INT	SIZE	DE	GROWTH	PBV	GDP	AGE
220	SIMAT	2022	0.0457	0.1874	0.0263	7.4290	0.77	-0.0742	4.24	1.40	16
221	SMART	2018	0.0970	0.2956	0.0266	6.4349	0.46	0.0062	0.76	3.90	5
222	SMART	2019	0.0010	0.3278	0.0248	6.4177	0.43	0.1789	4.38	1.20	6
223	SMART	2020	0.2332	0.3052	0.0248	6.4561	0.40	-0.1352	5.52	-4.10	7
224	SMART	2021	0.2587	0.2641	0.0248	7.4734	0.43	0.0210	6.97	1.90	8
225	SMART	2022	0.2637	0.2456	0.0123	6.6156	0.55	0.1388	5.40	1.40	9
226	SPVI	2018	0.0530	0.5135	0.0566	6.3977	1.15	0.1831	3.42	3.90	6
227	SPVI	2019	0.0562	0.5150	0.0921	6.5913	0.94	0.3510	0.40	1.20	7
228	SPVI	2020	0.0496	0.3526	0.1600	6.7617	0.98	0.0005	0.42	-4.10	8
229	SPVI	2021	0.0847	0.3526	0.1609	6.6737	1.02	-0.1064	1.32	1.90	9
230	SPVI	2022	0.1160	0.3526	0.1609	6.9594	1.00	0.4241	2.60	1.40	10
231	SWC	2018	0.0944	0.6080	0.0423	6.8512	0.76	0.0244	1.53	3.90	15
232	SWC	2019	0.1089	0.6030	0.0410	7.1687	0.75	0.0654	1.77	1.20	16
233	SWC	2020	0.0787	0.6033	0.0425	7.0317	0.56	-0.0803	1.73	-4.10	17
234	SWC	2021	0.0637	0.6055	0.0485	7.1048	0.66	0.0694	2.50	1.90	18
235	SWC	2022	0.0296	0.5646	0.0625	7.1496	0.90	-0.0450	1.93	1.40	19
236	TACC	2018	0.0388	0.7407	0.0398	6.8685	1.17	-0.0234	2.69	3.90	4
237	TACC	2019	0.0028	0.7214	0.0256	6.9574	1.36	-0.0006	2.58	1.20	5
238	TACC	2020	0.0459	0.7183	0.0324	6.9192	1.23	0.1425	2.45	-4.10	6
239	TACC	2021	0.0155	0.5590	0.0523	6.9699	1.74	0.0825	3.99	1.90	7
240	TACC	2022	0.0605	0.6276	0.0428	7.0722	2.01	0.1692	4.54	1.40	8
241	TAKUNI	2018	0.0882	0.4834	0.0300	7.5568	0.60	0.0740	1.15	3.90	5
242	TAKUNI	2019	0.0918	0.5234	0.0274	7.7492	0.34	0.0548	1.13	1.20	6
243	TAKUNI	2020	0.1050	0.5312	0.0352	7.7990	0.35	-0.0079	1.21	-4.10	7
244	TAKUNI	2021	0.0942	0.5214	0.0452	7.9092	0.72	0.0113	1.43	1.90	8
245	TAKUNI	2022	0.0779	0.5423	0.0452	8.0644	0.93	0.3234	1.41	1.40	9
246	TM	2018	0.1416	0.2576	0.0189	6.5905	0.32	0.2000	0.93	3.90	3
247	TM	2019	0.0877	0.2253	0.0156	6.6593	0.36	0.1120	1.25	1.20	4
248	TM	2020	0.0249	0.2342	0.0200	6.6017	0.34	-0.1114	1.10	-4.10	5

NO	COMPANY	YEAR	ROA	FAM	INT	SIZE	DE	GROWTH	PBV	GDP	AGE
249	TM	2021	0.0450	0.1263	0.0289	6.7349	0.77	0.2400	0.62	1.90	6
250	TM	2022	0.0450	0.1148	0.0329	6.8349	0.27	0.2047	0.58	1.40	7
251	TMC	2018	0.2046	0.1364	0.0129	6.7361	0.20	0.0946	4.71	3.90	7
252	TMC	2019	0.1586	0.1364	0.0300	6.7820	0.20	0.0097	3.99	1.20	8
253	TMC	2020	0.1173	0.4862	0.0123	6.5886	0.16	-0.0678	3.04	-4.10	9
254	TMC	2021	0.1494	0.2642	0.0123	6.5642	0.19	0.9126	2.84	1.90	10
255	TMC	2022	0.1909	0.2541	0.0123	6.5992	0.20	0.2625	2.69	1.40	11
256	TMI	2018	0.0925	0.7230	0.0199	6.0271	0.29	0.1073	1.73	3.90	9
257	TMI	2019	0.1240	0.7230	0.0011	6.0497	0.23	0.1036	2.62	1.20	10
258	TMI	2020	0.1730	0.7231	0.0011	6.1353	0.31	0.1248	3.62	-4.10	11
259	TMI	2021	0.2149	0.7227	0.0032	6.4405	0.31	0.1947	4.95	1.90	12
260	TMI	2022	0.1529	0.7224	0.0032	6.6357	0.26	-0.0719	3.37	1.40	13
261	TMILL	2018	0.1159	0.3577	0.0233	7.3663	0.82	0.4278	1.50	3.90	7
262	TMILL	2019	0.0950	0.3512	0.0200	7.1999	1.11	0.0525	1.84	1.20	8
263	TMILL	2020	0.0623	0.3398	0.0199	7.2318	1.14	0.0824	1.67	-4.10	9
264	TMILL	2021	0.0505	0.3398	0.0199	7.5090	1.54	0.3848	1.58	1.90	10
265	TMILL	2022	0.0539	0.5849	0.0199	7.6485	1.36	0.1132	0.99	1.40	11
266	TMW	2018	0.2204	0.3110	0.0489	8.0378	0.80	0.1099	3.24	3.90	16
267	TMW	2019	0.1746	0.3295	0.0395	8.1113	0.63	0.1099	2.89	1.20	17
268	TMW	2020	0.1830	0.2749	0.0341	8.0996	0.76	0.1232	2.62	-4.10	18
269	TMW	2021	0.0689	0.4307	0.0253	8.0835	0.96	0.1328	2.78	1.90	19
270	TMW	2022	0.0072	0.5248	0.0199	8.1822	0.73	-0.1020	1.39	1.40	20
271	TNH	2018	0.1149	0.5086	0.0361	7.5376	0.87	-0.0138	1.86	3.90	14
272	TNH	2019	0.1004	0.5114	0.0245	7.6625	0.86	0.0114	1.43	1.20	15
273	TNH	2020	0.1051	0.5649	0.0254	7.7164	0.91	0.0330	0.86	-4.10	16
274	TNH	2021	0.1195	0.5611	0.0341	7.8441	0.88	0.0653	2.43	1.90	17
275	TNH	2022	0.0440	0.5152	0.0245	7.9962	1.25	0.1277	2.29	1.40	18
276	TNP	2018	0.2727	0.5999	0.0455	6.7324	0.37	0.2116	5.95	3.90	4
277	TNP	2019	0.1291	0.5405	0.0329	6.7684	0.17	-0.1347	3.05	1.20	5

NO	COMPANY	YEAR	ROA	FAM	INT	SIZE	DE	GROWTH	PBV	GDP	AGE
278	TNP	2020	0.3055	0.6354	0.0360	6.9395	0.23	0.2795	0.17	-4.10	6
279	TNP	2021	0.3692	0.5759	0.0392	7.0811	0.21	0.2058	8.25	1.90	7
280	TNP	2022	0.2420	0.5747	0.0428	7.1305	0.27	-0.0372	4.79	1.40	8
281	TPCH	2018	0.1333	0.0180	0.1200	8.6912	0.82	0.0266	1.67	3.90	4
282	TPCH	2019	0.1420	0.0180	0.1156	8.9646	0.62	-0.0640	1.94	1.20	5
283	TPCH	2020	0.1482	0.0180	0.1200	9.0697	0.59	-0.0866	0.62	-4.10	6
284	TPCH	2021	0.0850	0.2846	0.0652	9.1619	0.56	0.0897	1.85	1.90	7
285	TPCH	2022	0.0923	0.3285	0.0324	9.1333	0.54	0.1447	1.45	1.40	8
286	UBIS	2018	0.0949	0.2698	0.0267	6.5549	1.24	0.4707	2.86	3.90	12
287	UBIS	2019	0.0631	0.2103	0.0156	6.5935	0.93	-0.2395	1.99	1.20	13
288	UBIS	2020	0.0914	0.2110	0.0195	6.7289	0.79	-0.5246	1.90	-4.10	14
289	UBIS	2021	0.0494	0.2313	0.0105	6.8851	0.94	-0.1244	3.04	1.90	15
290	UBIS	2022	0.0396	0.2455	0.0105	7.1068	1.08	0.7220	3.13	1.40	16
291	WINNER	2018	0.0439	0.7494	0.0300	7.0528	0.42	-0.0363	8.08	3.90	6
292	WINNER	2019	0.0600	0.7284	0.0150	7.0407	0.42	0.1680	1.68	1.20	7
293	WINNER	2020	0.1153	0.6210	0.0264	7.0742	0.48	0.2322	2.69	-4.10	8
294	WINNER	2021	0.1492	0.6274	0.0294	7.1548	0.22	0.2680	3.96	1.90	9
295	WINNER	2022	0.1086	0.6157	0.0294	7.1858	0.34	0.2045	2.32	1.40	10
296	XO	2018	0.0626	0.2202	0.0486	6.8993	1.18	0.2433	1.84	3.90	5
297	XO	2019	0.0942	0.2709	0.0145	6.8392	1.07	-0.0971	1.24	1.20	6
298	XO	2020	0.0639	0.2935	0.0156	7.1264	1.51	-0.2575	1.72	-4.10	7
299	XO	2021	0.0410	0.3350	0.0098	7.2237	1.68	0.4446	2.92	1.90	8
300	XO	2022	0.0563	0.3347	0.0042	7.3586	1.46	0.1020	1.93	1.40	9



ภาคผนวก ค

ผลของสมการถดถอย

มหาวิทยาลัย

วชิรเวศน์ราชภัฏวชิรเวศน์



## 1. ผลของสมการถดถอย Ordinary Least Square (OLS)

Dependent Variable: ROA  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 02/05/24 Time: 21:06  
 Sample: 2018 2022  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 60  
 Total panel (balanced) observations: 300

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.011292	0.037150	-0.303952	0.7614
FAM	-0.011771	0.017477	-0.673525	0.5011
INT	0.114283	0.134904	0.847144	0.3976
SIZE	0.010784	0.004985	2.163080	0.0313
AGE	-0.000628	0.000809	-0.776089	0.4383
D_E_RATIO	-0.021832	0.004416	-4.943670	0.0000
GROWTH	0.007091	0.006294	1.126488	0.2609
PBV	0.021947	0.002533	8.664981	0.0000
GDP	-0.000305	0.001331	-0.229442	0.8187
R-squared	0.252249	Mean dependent var	0.082937	
Adjusted R-squared	0.231692	S.D. dependent var	0.068385	
S.E. of regression	0.059941	Akaike info criterion	-2.761355	
Sum squared resid	1.045558	Schwarz criterion	-2.650241	
Log likelihood	423.2032	Hannan-Quinn criter.	-2.716887	
F-statistic	12.27086	Durbin-Watson stat	1.388632	
Prob(F-statistic)	0.000000			

## 2. ผลของสมการถดถอย Fixed Effects

Dependent Variable: ROA  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 02/05/24 Time: 21:08  
 Sample: 2018 2022  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 60  
 Total panel (balanced) observations: 300

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002543	0.085129	0.029871	0.9762
FAM	-0.043133	0.050064	-0.861567	0.3898
INT	0.379957	0.259270	1.465489	0.1441
SIZE	0.019625	0.011791	1.664469	0.0974
AGE	-0.007695	0.002247	-3.424860	0.0007
D_E_RATIO	-0.007125	0.009546	-0.746421	0.4562
GROWTH	0.037902	0.008256	4.590755	0.0000
PBV	0.010356	0.003515	2.946316	0.0035
GDP	-0.001100	0.001161	-0.947414	0.3444

## Effects Specification

## Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.597222	Mean dependent var	0.082937
Adjusted R-squared	0.480903	S.D. dependent var	0.068385
S.E. of regression	0.049270	Akaike info criterion	-2.986706
Sum squared resid	0.563192	Schwarz criterion	-2.147182
Log likelihood	516.0059	Hannan-Quinn criter.	-2.650727
F-statistic	5.134324	Durbin-Watson stat	2.370235
Prob(F-statistic)	0.000000		

## 3. ผลของสมการถดถอยแบบ Random Effects

Dependent Variable: ROA  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 02/05/24 Time: 21:09  
 Sample: 2018 2022  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 60  
 Total panel (balanced) observations: 300  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.012223	0.043300	0.282281	0.7779
FAM	-0.019745	0.021148	-0.933642	0.3513
INT	0.173034	0.152202	1.136874	0.2565
SIZE	0.009487	0.005834	1.626204	0.1050
AGE	-0.001657	0.000970	-1.707032	0.0889
D_E_RATIO	-0.018015	0.005093	-3.537190	0.0005
GROWTH	0.019178	0.006411	2.991682	0.0030
PBV	0.017656	0.002630	6.712790	0.0000
GDP	-0.000450	0.001108	-0.406140	0.6849

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.026421	0.2233
Idiosyncratic random		0.049270	0.7767

Weighted Statistics			
R-squared	0.168995	Mean dependent var	0.053119
Adjusted R-squared	0.146150	S.D. dependent var	0.057076
S.E. of regression	0.052741	Sum squared resid	0.809444
F-statistic	7.397315	Durbin-Watson stat	1.698336
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.227961	Mean dependent var	0.082937
Sum squared resid	1.079520	Durbin-Watson stat	1.273444

## 4. การใช้ Hausman Test

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	50.440344	8	0.0000

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
FAM	-0.043133	-0.019745	0.002059	0.6063
INT	0.379957	0.173034	0.044055	0.3242
SIZE	0.019625	0.009487	0.000105	0.3224
AGE	-0.007695	-0.001657	0.000004	0.0029
D_E_RATIO	-0.007125	-0.018015	0.000065	0.1774
GROWTH	0.037902	0.019178	0.000027	0.0003
PBV	0.010356	0.017656	0.000005	0.0017
GDP	-0.001100	-0.000450	0.000000	0.0604

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: ROA

Method: Panel Least Squares

Date: 02/05/24 Time: 21:10

Sample: 2018 2022

Periods included: 5

Cross-sections included: 60

Total panel (balanced) observations: 300

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002543	0.085129	0.029871	0.9762
FAM	-0.043133	0.050064	-0.861567	0.3898
INT	0.379957	0.259270	1.465489	0.1441
SIZE	0.019625	0.011791	1.664469	0.0974
AGE	-0.007695	0.002247	-3.424860	0.0007
D_E_RATIO	-0.007125	0.009546	-0.746421	0.4562
GROWTH	0.037902	0.008256	4.590755	0.0000
PBV	0.010356	0.003515	2.946316	0.0035
GDP	-0.001100	0.001161	-0.947414	0.3444

## Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.597222	Mean dependent var	0.082937
Adjusted R-squared	0.480903	S.D. dependent var	0.068385
S.E. of regression	0.049270	Akaike info criterion	-2.986706
Sum squared resid	0.563192	Schwarz criterion	-2.147182
Log likelihood	516.0059	Hannan-Quinn criter.	-2.650727
F-statistic	5.134324	Durbin-Watson stat	2.370235
Prob(F-statistic)	0.000000		

## ประวัติผู้ศึกษา

ชื่อสกุล	นางสาวบุษกร มุ่งเขม้น
วัน เดือน ปี เกิด	21 มกราคม 2540
สถานที่เกิด	จังหวัดสิงห์บุรี
ที่อยู่ปัจจุบัน	33/3 หมู่ 10 ต.ไม้ดัด อ.บางระจัน จ.สิงห์บุรี
ประวัติการศึกษา	บัญชีบัณฑิต มหาวิทยาลัยราชภัฏเทพสตรี ปีที่สำเร็จการศึกษา พ.ศ. 2562
ประวัติการทำงาน	ห้างหุ้นส่วนจำกัด พัฒนาชาญสิทธิเทรตตั้ง จังหวัดสิงห์บุรี

