

ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท
กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
THE EFFECTIVENESS OF OWNERSHIP STRUCTURE AND RETURN ON EQUITY
OF TECHNOLOGY INDUSTRIAL GROUP OF LISTED COMPANIES
IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

จักรกฤษณ์ มะโหฬาร¹ และ สุมาลี นามโชติ¹

¹คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ ศูนย์สุพรรณบุรี
Jugkrit Mahoran¹ and Sumalee Namachote¹

¹Faculty of Business Administration and Information Technology, Rajamangala University of
Technology Suvarnabhumi, Suphan Buri Campus

(Received: May 3, 2020; Revised: May 22, 2020; Accepted: June 10, 2020)

บทคัดย่อ

การศึกษาวิจัยครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บข้อมูลเชิงประจักษ์จากงบการเงิน และแบบ 56-1 ของบริษัทที่มีอยู่ในดัชนี SET100 ระหว่างปี 2557 - 2561 จำนวนทั้งสิ้น 28 บริษัท วิเคราะห์และประมวลผลข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา และสถิติเชิงอนุมาน ได้แก่ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ ผลการวิจัยพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย (ST) และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ (MGF) ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (SF) และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทย (MGTH) ไม่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

คำสำคัญ: โครงสร้างผู้ถือหุ้น, ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ABSTRACT

This purpose of this research was to examine the effect of Ownership Structure on the Return on Equity of technology industrial group of listed companies in the Stock Exchange of Thailand, measured by the empirical study from financial statement and form 56-1 between 2014 to 2018 of 28 companies in the SET100 index. Then the data was analyzed by statistics including mean, standard deviation and multiple regression analysis for hypothesis test. The study found that ownership proportion of Thai investors (ST) and ownership proportion of foreign executive (MGF) significantly related to return on equity. In contrast, the ownership proportion of Foreign investors (SF) and ownership proportion of Thai executive (MGTH) did not related to Return on Equity.

Keywords: Ownership Structure, Return on Equity, Stock Exchange of Thailand

บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ถือเป็นแหล่งระดมเงินทุนที่สำคัญโดยทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์ ให้เป็นไปตามข้อกำหนดมีความคล่องตัวและยุติธรรม ซึ่งสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน ก่อให้เกิดการระดมเงินออมจากประชาชนไปลงทุนในกิจการต่างๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมของประเทศ โดยการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ถือเป็นกลไกสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศไทย และเป็นทางเลือกหนึ่งของการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูง แต่ก็มีความเสี่ยงสูงเช่นกัน ดังนั้น การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนต้องมีหลักเกณฑ์ในการพิจารณาปัจจัยที่มีผลต่อราคาของหลักทรัพย์ ก่อนตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ โดยวิธีการวิเคราะห์ที่สำคัญวิธีหนึ่งคือ การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานมาวิเคราะห์ตามลำดับขั้นตอนจากการวิเคราะห์เศรษฐกิจ การวิเคราะห์อุตสาหกรรม การวิเคราะห์บริษัท โดยการรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้อง เพื่อนำไปสู่การคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต ทั้งนี้เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่คาดหวัง และสามารถเลือกลงทุนในหลักทรัพย์และกลุ่มหลักทรัพย์ที่ดีและเหมาะสม การลงทุนในหลักทรัพย์ ไม่ได้มองเพียงแค่ผลการดำเนินงานของกิจการที่เป็นเพียงตัวเลขทางกำไรในงบกำไรขาดทุนเพียงอย่างเดียว แต่ควรต้องคำนึงถึงคุณภาพกำไรด้วย เพื่อให้การตัดสินใจลงทุนเกิดประสิทธิภาพ เพราะหากธุรกิจใดมีคุณภาพกำไรสูง ย่อมหมายถึงธุรกิจนั้นมีความเสี่ยงในการลงทุนต่ำ หลักทรัพย์ก็จะมีอัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรที่สูงด้วย ส่วนธุรกิจใดหากประเมินแล้วคุณภาพกำไรต่ำจะมีความเสี่ยงในการลงทุนสูงรวมทั้งจะส่งผลกระทบต่อตัดสินใจลงทุน รวมถึงการเลือกใช้นโยบายบัญชีการค้นหาลัญญาณเดือนกึ่งปีซึ่งเป็นตัวบ่งชี้การเปลี่ยนแปลงต่างๆ ที่จะเกิดขึ้นตามมาที่อาจจะส่งผลกระทบต่อคุณภาพกำไรของธุรกิจ ซึ่งตัวช่วยที่สำคัญของผู้ลงทุนคือ งบการเงินของกิจการ (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2549) ในขณะเดียวกันงบการเงินที่จัดทำขึ้น ก็เพื่อให้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับฐานะทางการเงิน ผลการดำเนินงาน และการเปลี่ยนแปลงฐานะทางการเงินของกิจการ โดยใช้ข้อมูลทางการเงินที่เกิดขึ้นในอดีต ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงินหลายกลุ่ม ในการนำไปใช้ตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจในอนาคต ข้อมูลจากงบการเงิน จะช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินประเมินความสามารถของกิจการในการก่อให้เกิดเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด รวมถึงจังหวะเวลาและความแน่นอนของการก่อให้เกิดเงินสดนั้นได้ดีขึ้น แสดงให้เห็นถึงความสามารถของกิจการในการจ่ายเงินให้แก่ลูกจ้างและผู้ขายสินค้า การจ่ายดอกเบี้ย การจ่ายคืนเงินกู้ และการแบ่งผลกำไรให้กับเจ้าของ รวมทั้งแสดงถึงความสามารถและความรับผิดชอบของฝ่ายบริหารในการบริหารทรัพยากรของกิจการ (วารกรณ์ วิบูลคณารักษ์, 2558)

ในปัจจุบัน เทคโนโลยีสารสนเทศเข้ามามีบทบาทสำคัญสำหรับองค์กร ซึ่งเข้ามาช่วยอำนวยความสะดวกในการดำเนินงาน การติดต่อสื่อสาร การประสานงานด้านต่างๆ สามารถส่งผ่านด้วยเทคโนโลยีสารสนเทศได้ เทคโนโลยีสารสนเทศทำให้สังคมเปลี่ยนจากสังคมอุตสาหกรรมมาเป็นสังคมสารสนเทศ ทำให้ระบบเศรษฐกิจเปลี่ยนจากระบบแห่งชาติไปเป็นเศรษฐกิจโลกที่ทำให้ระบบเศรษฐกิจของโลกผูกพันกับทุกประเทศ ความเชื่อมโยงของเครือข่ายสารสนเทศ ทำให้เกิดสังคมโลกาภิวัตน์จากรายงานสรุปผลการดำเนินงานของกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีพบว่ามียอดกำไรสุทธิในปี 2560 เท่ากับ 40,752 ล้านบาท และในปี 2561 เพิ่มขึ้นเป็น 53,785 ล้านบาท หรือเพิ่มขึ้นร้อยละ 31.98 โดยมียอดขายเพิ่มขึ้นร้อยละ 9.61 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562) เนื่องจากการแข่งขันของตลาดเทคโนโลยี มีการเปลี่ยนแปลงและเข้ามามีบทบาทสำคัญต่อการดำเนินงานในทุกภาคส่วน

ของประเทศอย่างรวดเร็ว จึงต้องอาศัยการใช้ระบบเครือข่ายคอมพิวเตอร์ และการสื่อสารโทรคมนาคมเป็นตัวสนับสนุน เพื่อให้เกิดการแลกเปลี่ยนข้อมูลได้ง่ายและรวดเร็ว ความก้าวหน้าทางด้านวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี ทำให้มีการพัฒนาคิดค้นสิ่งอำนวยความสะดวกต่อการดำรงชีวิตอย่างมาก เทคโนโลยีได้เข้ามาเสริมปัจจัยพื้นฐานต่อการดำรงชีวิตได้เป็นอย่างมาก (รัตนะ บัวสนธ์, 2551) เพราะฉะนั้น ธุรกิจอุตสาหกรรมเทคโนโลยีในปัจจุบันจึงเกิดเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและมีแนวโน้มที่จะขยายตัวเพิ่มขึ้น และมีโครงสร้างการถือหุ้นที่เพิ่มมากขึ้น

จากงานวิจัยในอดีตจะพบว่า โครงสร้างการถือหุ้นมีผลกระทบเชิงบวกกับผลการดำเนินงาน ซึ่งอาจจะวัดจากผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น หรือมูลค่าของกิจการ (Pongpanpatana, 2015) โดยสัดส่วนการถือหุ้นของประธานฝ่ายบริหาร มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Chidambaran et al., 2006) การถือหุ้นของชาวต่างชาติ ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น กิจการที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นบุคคลทั่วไป โดยปกติจะเป็นแบบครอบครัว มักจะส่งผลกระทบต่อเชิงลบกับผลการดำเนินงาน ซึ่งวัดจากผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยกิจการจะไม่สามารถสร้างกำไรสูงสุดได้ ยังมีผู้ถือหุ้นเป็นบุคคลภายนอกมากขึ้น ก็ยังทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการลดลงเช่นกัน (ภัทรา เตชะธนเศรษฐ์, อรรวรรณ เชื้อเมืองพาน และ พรชัย เตชะธนเศรษฐ์, 2561) เมื่อนักลงทุนที่เข้ามาลงทุนในประเทศไทย ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนไทยหรือต่างประเทศ ถือว่าเป็นส่วนประกอบของโครงสร้างการถือหุ้นที่เสมือนเป็นเจ้าของกิจการ โดยสามารถแบ่งออกเป็นส่วนของเจ้าของที่มีส่วนในการบริหาร และส่วนของเจ้าของที่ไม่มีส่วนในการบริหาร ในขณะที่โครงสร้างเหล่านี้จะบ่งบอกถึงลักษณะปัญหาของการเป็นตัวแทน ที่อาจขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น เช่น เมื่อผู้ถือหุ้นที่มีส่วนในการบริหารมีอำนาจในการบริหารงาน และมีอำนาจในการตัดสินใจ ที่คำนึงถึงเฉพาะผลประโยชน์ส่วนตน โดยที่การตัดสินใจดังกล่าว จะมาขัดขวางในการสร้างความมั่นคงให้กับผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนในการบริหาร โดยรูปแบบการถือหุ้นที่มีอำนาจในการบริหาร และควบคุมธุรกิจมักจะนำมาใช้เพื่อโอนถ่ายผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนในการบริหารมาเป็นของตนเอง (นวพร พงษ์ตันกุล, 2546) โดยเฉพาะการถือหุ้นแบบกระจุกตัว ผู้ที่มีอำนาจในการบริหารก็มักจะพยายามบริหารธุรกิจให้เกิดผลกำไร เพื่อให้ตนเองได้รับผลประโยชน์จากกำไร ซึ่งส่งผลกระทบในด้านลบต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นอย่างมาก (Fama & Jensen, 1983) และในขณะเดียวกัน การถือหุ้นแบบกระจาย ซึ่งไม่ได้กระจุกตัวอยู่ในเครือญาติ บริษัทในลักษณะนี้จะมีการแบ่งแยกระหว่างเจ้าของกิจการและอำนาจในการควบคุมอย่างชัดเจน (The Separation of Ownership and Control) ไม่มีผู้เข้ามาควบคุมอย่างจริงจัง ผู้บริหารมีความเป็นอิสระ จึงถือเป็นการเปิดโอกาสให้กับผู้บริหารในการใช้สิทธิออกเสียงเพื่อรักษาและแสวงหาผลประโยชน์ให้กับตนเองได้อย่างง่ายดาย

จากความสำคัญและปัญหาดังกล่าว ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ซึ่งวัดจากผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เพื่อเห็นถึงผลลัพธ์ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นกับความสามารถทำกำไรของธุรกิจ อันจะนำไปสู่การแนวทางการบริหารธุรกิจ และกลยุทธ์ รวมทั้งเห็นผลของตัวแปรที่สัมพันธ์กัน โดยที่หน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน สามารถที่จะนำไปใช้ในการกำหนดกฎเกณฑ์หรือแนวทางการป้องกันต่างๆ เพื่อมิให้โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวและกระจายตัว ส่งผลเสียหายแก่ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยของธุรกิจได้ในอนาคต

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของกลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานการวิจัย

H₁ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H₂ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H₃ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H₄ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

แนวคิดและทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษา

Qi, Wu & Zhang (2000) ศึกษาถึงเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีผลกระทบกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของ Shanghai ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1991 ถึง ค.ศ. 1996 พบว่า ผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ทางบวกกับสัดส่วนของหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันในประเทศ และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากการที่บริษัทมีผู้ถือหุ้นเป็นนักลงทุนสถาบันในประเทศนั้น จะทำให้มีแรงจูงใจในการตรวจสอบการบริหารงานของฝ่ายบริหาร เพื่อให้ผู้ถือหุ้นรายอื่นได้รับผลประโยชน์เช่นกัน ส่วนการที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติสูงยิ่งจะมีผลทำให้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นลดลง เช่นเดียวกับ Morck, Shleifer & Vishny (1988) ศึกษาโดยการทดสอบถึงความสัมพันธ์ระหว่างส่วนของผู้ถือหุ้นภายในและการทำกำไร มีกลุ่มตัวอย่าง 371 บริษัทขนาดใหญ่ในสหรัฐอเมริกา โดยจับกลุ่มความเป็นไปได้ที่ไม่เป็นเส้นตรงและพบหลักฐานของความสัมพันธ์ โดยความสัมพันธ์ที่ผู้บริหารถือหุ้นในช่วงร้อยละ 0 ถึงร้อยละ 5 จะมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าของบริษัท คือ ณ ระดับการถือหุ้นของคณะกรรมการเพิ่มขึ้นจะมีผลทำให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้นด้วย เนื่องจากคณะกรรมการมีการคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมากขึ้น จึงอาจตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีผลตอบแทนสูงขึ้น ในขณะที่เดียวกันผลการดำเนินงานที่สูงขึ้น ก็จะทำให้กรรมการได้รับหุ้นเป็นรางวัลยิ่งมากขึ้น และทำให้เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นเพิ่มมากขึ้น แต่เมื่อเปอร์เซ็นต์ความสัมพันธ์ที่ผู้บริหารถือหุ้นในช่วงที่มากกว่าร้อยละ 25 ก็จะเริ่มเข้าสู่การถือหุ้นที่ไม่กระจายตัว และจะทำให้เส้นเริ่มที่จะไม่เป็นเส้นตรง และส่งผลทำให้มูลค่าของบริษัทเริ่มมีการเปลี่ยนแปลง Kevin (2002) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นและผลการดำเนินงานของกิจการในปี ค.ศ. 1998 และ ปี ค.ศ. 1999 โดยใช้ผลตอบแทนของสินทรัพย์เป็นตัววัดผลการดำเนินงานของแต่ละปี ผลจากการศึกษาพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ เนื่องจากนักลงทุนต่างชาติจะมีแรงผลักดันในการตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหาร และนักลงทุนต่างชาติมีเงินทุนสนับสนุน

อย่างเพียงพอในส่วนของผู้ควบคุม พบว่า การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูง มีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนของความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงานของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวกับ Rashid (2020) พบว่า ผู้ถือหุ้นชาวต่างชาติ และกรรมการบริหาร มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของธุรกิจทั้งด้านบัญชีและการตลาด ในขณะที่การถือหุ้นของสถาบันจะมีอิทธิพลเชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางด้านบัญชีคือ ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และตัวแปรส่งผ่านที่มีความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานก็คือ ขนาดของคณะกรรมการ และคณะกรรมการอิสระ Zhou (2019) พบว่า ผู้ถือหุ้นต่างชาติ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการลดความเสี่ยงในการดำเนินงาน และผลกระทบนี้จะเกิดขึ้นกับโครงสร้างการถือหุ้นของระบบเศรษฐกิจตลาดที่เกิดขึ้นใหม่ (Emerging Markets) โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การถือหุ้นของชาวต่างชาติจากบริษัทข้ามชาติ จะมีระดับการถือหุ้นแบบกระจุกตัวที่สูงรวมทั้งผู้บริหารที่มีส่วนได้เสียในผลการดำเนินงานร่วมกับผู้ถือหุ้นรายอื่น และนักลงทุนสถาบันมีส่วนทำให้เกิดความเสี่ยงในการดำเนินงานลดน้อยลง ในทางตรงกันข้าม Al, Buachoom & Sun (2019) พบว่า โครงสร้างถือหุ้นแบบกระจุกตัวและแบบครอบครัว ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของธุรกิจ ในขณะที่การที่ผู้บริหารมีส่วนได้เสียในผลการดำเนินงานร่วมกับผู้ถือหุ้นรายอื่น กลับมีผลกระทบเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของธุรกิจ ยิ่งไปกว่านี้ ความคาดหวังต่อตัวแปรโครงสร้างคณะกรรมการ เช่น กรรมการอิสระ ขนาดการประชุม การควบคุมตำแหน่ง การประชุมของคณะกรรมการตรวจสอบ มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของธุรกิจในประเทศไทย ในขณะที่ นริสา เยาวลักษณ์ และ ศิลพร ศรีจันทพร (2558) พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่และนักลงทุนสถาบัน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากนักลงทุนสถาบันจะทำการติดตามการทำงานของผู้บริหารอย่างใกล้ชิด จึงช่วยลดโอกาสที่ผู้บริหารจะตัดสินใจโดยเอาผลประโยชน์ของตนเองเป็นที่ตั้งลงได้ และช่วยให้ผู้บริหารมีการตัดสินใจโดยคำนึงถึงมูลค่าสูงสุดให้แก่บริษัท โดยจากวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องจะทำให้เห็นถึงความสำคัญของโครงสร้างผู้ถือหุ้นทั้งคนไทยและต่างชาติ อันจะนำไปสู่การบริหารธุรกิจให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อธุรกิจ และนำไปสู่ผลลัพธ์ต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยของธุรกิจอีกด้วย

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้ ได้ดำเนินการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยมีขั้นตอนดังต่อไปนี้

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ที่อยู่ใน SET 100 ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557 - 2561 จำนวน 38 บริษัท

กลุ่มตัวอย่างการศึกษาในครั้งนี้ คัดเลือกจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการวิจัยจะใช้ข้อมูลในกลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรมเทคโนโลยี จำนวนทั้งสิ้น 38 บริษัท

และทำการตัดบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนออกจำนวน 10 บริษัท ซึ่งเก็บข้อมูลย้อนหลังจำนวน 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557 - 2561 คงเหลือจำนวนทั้งสิ้น 28 บริษัท รวมเป็น 140 กลุ่มข้อมูล

2. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย เป็นการเก็บข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยเก็บจากรายงานทางการเงิน และแบบ 56-1 รายงานประจำปี ที่เปิดเผยอยู่ในเว็บไซต์ และ SET SMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจัดเก็บย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557 - 2561 รวมเป็น 140 กลุ่มข้อมูล

3. การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาวิจัยครั้งนี้ เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ โดยเก็บข้อมูลจากหลักฐานเชิงประจักษ์ อันประกอบด้วย รายงานทางการเงิน แบบ 56-1 รายงานประจำปี ของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี เป็นการทดสอบถึงตัวแปรที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้สถิติดังต่อไปนี้

1) สถิติเชิงพรรณนา เป็นการอธิบายภาพรวมของตัวแปรในรูปของค่าสถิติพื้นฐาน ได้แก่ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด และค่าสูงสุด ของตัวแปรต้น และตัวแปรตาม

2) สถิติเชิงอนุมาน สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลโดยสถิติเชิงอนุมานในครั้งนี้ ใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Analysis) และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ในการทดสอบผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตัวแบบจำลองการศึกษา

$$ROE = \beta_0 + \beta_1(ST) + \beta_2(SF) + \beta_3(MGTH) + \beta_4(MGF)$$

ROE = อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

SF = สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ

MGTH = สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทย

ST = สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย

MGF = สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ

ผลการวิจัย

1. ผลการศึกษาข้อมูลทั่วไปของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี แสดงรายละเอียดของผลการวิเคราะห์ข้อมูล ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 การวิเคราะห์ข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้น

หน่วย : ร้อยละ

ตัวแปร	จำนวน	Minimum	Maximum	Mean	Std.
ROE	140	0.733	49.305	21.676	39.804
SF	140	8.776	99.969	71.939	28.039
ST	140	0.011	90.383	24.706	26.978
MGTH	140	5.095	98.553	58.516	28.676
MGF	140	0.634	94.535	29.413	30.707

จากตารางที่ 1 แสดงถึงการวิเคราะห์ภาพรวมของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี พบว่า อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยเฉลี่ยมีค่าเท่ากับร้อยละ 21.676 นั้นหมายความว่า การลงทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น ส่งผลทำให้เกิดกำไรหรือผลตอบแทนกลับมาร้อยละ 21.676 เมื่อพิจารณาในเรื่องของโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทกลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรมเทคโนโลยี พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (SF) มีสัดส่วนการถือหุ้นร้อยละ 71.939 ซึ่งถือว่าสูงมากเมื่อเทียบกับสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย (ST) ซึ่งมีสัดส่วนแค่ร้อยละ 24.706 และในขณะเดียวกันเมื่อพิจารณาในส่วนของผู้ถือหุ้นของผู้บริหารไทย (MGTH) พบว่า มีสัดส่วนการถือหุ้นถึงร้อยละ 58.516 แต่มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ (MGF) เพียงแค่ร้อยละ 29.413 เพราะฉะนั้นจากผลในภาพรวมจะเห็นว่า การถือหุ้นนั้นของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีในดัชนี SET 100 นั้น โดยส่วนใหญ่ จะเป็นชาวต่างชาติที่มีสัดส่วนการถือหุ้นมากกว่าสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยและผู้บริหารไทย

2. ผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น แสดงรายละเอียดผลการวิเคราะห์ข้อมูล ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 แสดงผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน

Variable		ROE	SF	ST	MGTH	MGF
ROE (ผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น)	Person Correlation	1				
SF (นักลงทุนต่างชาติ)	Person Correlation	.044	1			
ST (นักลงทุนไทย)	Person Correlation	.063	.616***	1		
MGTH (ผู้บริหารไทย)	Person Correlation	.064	.897***	.633***	1	
MGF (ผู้บริหารต่างชาติ)	Person Correlation	.063	.673***	.852***	.733***	1

*** ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.001

จากตารางที่ 2 พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย กับสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวก (0.616) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทย กับสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (0.897) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย (0.633) มีความสัมพันธ์เชิงบวก รวมทั้งสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ กับสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ

(0.673) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย (0.852) และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ (0.733) จากความสัมพันธ์ของตัวแปรดังกล่าว แสดงให้เห็นถึงความเป็นอิสระต่อกันของตัวแปร เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าระหว่าง 0.50 -0.90 ซึ่งมีความสัมพันธ์กันระดับปานกลาง โดยหากตัวแปรมีค่า 0.80 - 1.00 อาจจะทำให้เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองมากเกินไป (Multicollinearity) (Hinkle, 1998) จึงต้องมีการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ โดยการตรวจสอบ Multicollinearity โดยค่า Variance Inflation Factor (VIF) ที่เหมาะสมไม่ควรมีค่าเกิน 10 และค่า Tolerance ไม่ควรมีค่าเข้าใกล้ 0 แสดงว่ามีแนวโน้มในการเกิดปัญหา Multicollinearity จากผลการทดสอบค่า VIF มีค่าไม่เข้าใกล้ 10 และ Tolerance มีค่าไม่เข้าใกล้ 0 จึงแสดงให้เห็นว่าตัวแปรเป็นอิสระต่อกันและไม่เกิดค่า Multicollinearity ระหว่างตัวแปร ดังตารางที่ 3

3. ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณของโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น แสดงรายละเอียดผลการวิเคราะห์ข้อมูล ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression)

Model	Unstandardized Coefficients		t	Sig.	VIF	Tolerance
SF (นักลงทุนต่างชาติ)	.015	.318	.046	.963	1.013	0.785
ST (นักลงทุนไทย)	.223	.085	2.631	.010**	3.141	0.859
MGTH (ผู้บริหารไทย)	.048	.262	.185	.854	1.195	0.674
MGF (ผู้บริหารต่างชาติ)	-.245	.115	.2142	.034*	2.212	0.755
n = 140, Sig= 0.05, R ² =54%, Adjusted R ² = 0.26						

* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ; ** ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01

จากตารางที่ 3 พบว่า จากการเก็บข้อมูล จำนวน 140 ข้อมูล เพื่อเป็นกลุ่มตัวอย่าง โดยผลของค่า Adjust R² มีค่าเท่ากับ 0.26 หมายความว่า สมการถดถอยที่ได้มาจากการวิเคราะห์สามารที่จะอธิบายความแปรผันในตัวแปรตามของความสามารถในการทำกำไรของกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ถึงร้อยละ 26 โดยสามารถสรุปตัวแบบจำลองจากตารางที่ 3 ได้ดังนี้

$$ROE = 0.223(ST) + (-0.245)MGF$$

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ พบว่า

1) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย ส่งผลกระทบบในเชิงบวกกับผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเท่ากับ 0.223 ซึ่งหมายความว่า หากสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 ทำให้ธุรกิจมีผลการดำเนินงานในรูปของผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.223

2) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ ส่งผลกระทบในเชิงลบกับผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเท่ากับ 0.245 ซึ่งหมายความว่า หากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติเพิ่มขึ้นเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้ธุรกิจมีผลการดำเนินงานในรูปของผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงร้อยละ 0.245

อภิปรายผล

จากผลการวิจัยพบว่า มี 2 ปัจจัยด้วยกัน ที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนี้

1. สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เพราะว่าการลงทุนไทยต้องการที่จะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน ซึ่งจะออกมาในรูปของเงินปันผลมากกว่าในรูปแบบอื่น รวมทั้งส่วนมากแล้วการถือหุ้นของนักลงทุนไทยจะเป็นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership Structure) จึงทำให้ผลการดำเนินงานจะมองในรูปของผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นส่วนใหญ่ ถึงแม้ผลงานวิจัยพบว่า ผู้ถือหุ้นนักลงทุนไทยจะมีสัดส่วนร้อยละ 24.706 ก็ตาม ซึ่งเป็นเสียงส่วนน้อย แต่ในขณะเดียวกันนักลงทุนไทยก็มีส่วนร่วมในการกระตุ่นการบริหารธุรกิจให้เกิดผลการดำเนินงานในรูปของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ จิตอุษา ชันทอง และ กัลยจิตต์ กิริตองกูร (2560) พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทยที่ถือหุ้นแบบครอบครั้ว ส่งผลต่อการดำเนินงานในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของธุรกิจ อีกทั้งความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของนักลงทุนไทยจะส่งผลเชิงบวกกับผลการดำเนินงานเมื่อวัดจากผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และส่วนของผู้ถือหุ้น (Sraer & Thesmar 2007)

2. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในเชิงลบ อาจเป็นเพราะว่า ผู้บริหารต่างชาติอาจจะไม่ได้มองว่าผลการดำเนินงานของธุรกิจจะมีผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเพียงอย่างเดียว แต่อาจจะส่งผลต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์ หรือแม้กระทั่งออกมาในรูปของความยั่งยืนของธุรกิจมากกว่า จึงทำให้เกิดความเสี่ยงในการดำเนินงานลดลงซึ่งสอดคล้องกับ นริสา เยาวลักษณ์ และ ศิลพร ศรีจันทเพชร (2558) พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารส่งผลทางลบ (ผกผัน) ต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์ เนื่องจากการถือหุ้นของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เพิ่มขึ้น ช่วยลดความผันผวนของผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ในขณะที่ Zhou (2019) พบว่า ผู้ถือหุ้นต่างชาติส่งผลเชิงบวกกับการลดความเสี่ยงในการดำเนินงาน และผลกระทบนี้ จะเกิดขึ้นกับโครงสร้างการถือหุ้นของระบบเศรษฐกิจตลาดที่เกิดขึ้นใหม่ (Emerging Markets) โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การถือหุ้นของชาวต่างชาติจากบริษัทข้ามชาติ จะมีระดับการถือหุ้นแบบกระจุกตัวที่สูง รวมทั้งผู้บริหารที่มีส่วนได้เสียในผลการดำเนินงานร่วมกับผู้ถือหุ้นรายอื่น และนักลงทุนสถาบัน มีส่วนทำให้เกิดความเสี่ยงในการดำเนินงานลดน้อยลง รวมทั้งงานวิจัยของ Al, Buachoom & Sun (2019) พบว่า สำหรับในตลาดที่เกิดขึ้นใหม่ (emerging market) นั้น โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น และการถือหุ้นแบบครอบครั้ว ไม่ส่งผลกระทบกับผลภายใต้การดำเนินงานของธุรกิจ แต่การถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ กลับมีผลเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของธุรกิจ และยิ่งกว่านั้น โครงสร้างของคณะกรรมการ เช่น คณะกรรมการอิสระ ขนาดของธุรกิจ การ

ประชุม การควรวรรณตำแหน่งของคณะกรรมการบริหาร และการประชุมของคณะกรรมการตรวจสอบ ยังแสดงให้เห็นถึงผลกระทบเชิงบวกในการเพิ่มผลการดำเนินงานให้กับธุรกิจในประเทศไทย

แต่ในขณะเดียวกัน สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนชาวต่างชาติ และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไทยพบว่า ไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น นั่นอาจเป็นเพราะว่า ชาวต่างชาติและผู้บริหารไทย มองเห็นว่าการบริหารธุรกิจ สิ่งที่ธุรกิจพึงจะได้รับก็คือความยั่งยืน มากกว่าผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เพราะเมื่อใดก็ตามที่ธุรกิจเกิดความยั่งยืน สามารถผลิตหรือให้บริการผู้บริโภคได้ สิ่งที่จะตามมานั้นก็คือผลกำไร และก็จะส่งผลต่อมูลค่าหุ้น และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นตามมา ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ อุทัยวรรณ เสมอจิตร และ สุภาวดี สุขชีพนมอสส์ (2562) พบว่า หากกิจการใดมีผู้ถือหุ้นที่เป็นรัฐบาลมาก ก็จะทำให้ได้รับความเชื่อถือและความไว้วางใจจากนักลงทุน จึงทำให้นักลงทุนเกิดความมั่นใจในการลงทุน จะเป็นผลทำให้ต้นทุนของเงินลงทุนของกิจการลดลง และสร้างให้ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น ส่วนตัวต้นอื่นๆ เช่น ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นที่เป็นสถาบัน และผู้ถือหุ้นที่เป็นชาวต่างชาติ พบว่าไม่มีผลกระทบกับต้นทุนเงินทุน และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในทางตรงกันข้าม ภัทรา เตชะธนเศรษฐ์, อรรวรรณ เชื้อเมืองพาน และ พรชัย เตชะธนเศรษฐ์ (2561) พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานของรัฐ และนักลงทุนต่างชาติ เป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น แต่ไม่มีอิทธิพลต่ออัตรากำไรต่อหุ้น

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะสำหรับการนำผลการวิจัยไปใช้

1.1 จากการวิจัยพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย เป็นตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เพราะฉะนั้นหน่วยงานที่เกี่ยวข้องหรือผู้ที่ต้องการจะศึกษาการลงทุน ควรจะต้องให้ความสำคัญกับการพิจารณาถึงโครงสร้างผู้ถือหุ้นในส่วน of สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนไทย เพราะจากผลทำให้เห็นว่า สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนไทยจะส่งผลกระทบเชิงบวกกับผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น นั่นหมายความว่า นักลงทุนไทยจะช่วยสร้างบทบาทในการกระตุ้นการบริหารกิจการให้เกิดผลการดำเนินงานที่ดี และสร้างผลลัพธ์ที่ดีขึ้น จนท้ายสุดก็จะสะท้อนผลลัพธ์ออกมาในรูปของผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น

1.2 จากตัวแปรที่ศึกษาอีกหนึ่งตัวที่พบว่ามีผลกระทบต่อผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นก็คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ เนื่องจากบริบทการบริหารงานของผู้บริหารต่างชาติจะแตกต่างกับไทย ตรงที่ผู้บริหารต่างชาติจะเน้นถึงการบริหารธุรกิจให้เกิดความยั่งยืนมากกว่าที่จะได้รับผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น รวมทั้งการโครงสร้างการบริหารงานของผู้บริหารต่างชาติจะเน้นการทำงานแบบกระจายมากกว่าการกระจุกตัว จึงเป็นส่วนหนึ่งที่ผู้ที่จะลงทุนหรือผู้ประกอบการ รวมทั้งผู้ที่ต้องการนำข้อมูลมาใช้ในการพิจารณาและประเมินวางแผนการดำเนินงาน หรือตัดสินใจลงทุนต่อ ควรจะต้องให้ความสนใจต่อข้อมูลสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติเป็นอันดับต้นๆ

2. ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

2.1 การวิจัยครั้งต่อไป ควรทำการศึกษาเกี่ยวกับข้อมูลที่เป็นข้อมูลทางด้านการเงินและไม่ใช่ข้อมูลทางการเงิน และนำมาหาผลกระทบต่อการดำเนินงานของธุรกิจ ว่ามีปัจจัยใดบ้างที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของธุรกิจ อันจะนำไปสู่การพัฒนาการดำเนินงานของธุรกิจได้ในอนาคต

2.2 การวิจัยครั้งต่อไป ควรศึกษากลุ่มตัวอย่างที่อยู่ในดัชนีตลาดหลักทรัพย์ทุกบริษัท (All set) เพื่อให้ได้กลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่หลากหลาย และทำการจัดกลุ่มตัวอย่างออกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรม และนำมาเปรียบเทียบกับว่าแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม มีปัจจัยใดที่สัมพันธ์กับการดำเนินงานของธุรกิจ

2.3 ควรเพิ่มตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับบรรษัทภิบาล เพื่อให้เห็นผลถึงการทำบรรษัทภิบาลกับผลการดำเนินงานของธุรกิจ

เอกสารอ้างอิง

- จิตอุษา ชันทอง และ กัลยทิติ์ กิรติอังกูร. (2560). การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **วารสารบริหารธุรกิจ ศรีนครินทรวิโรฒ**, 8(2), 42-54.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2562). **สรุปสถิติสำคัญของตลาดหลักทรัพย์**. สืบค้นเมื่อ 5 กันยายน 2562, จาก https://www.set.or.th/th/market/market_statistics.html
- นริสา เยาวลักษณ์ และ ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2558). การถือหุ้นของบุคคลภายในและนักลงทุนสถาบันต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์. **วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ**, 4(2), 18-31.
- นภาพร พงษ์ตันกุล. (2546). **โครงสร้างการเป็นเจ้าของและคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. วิทยานิพนธ์ ปริญญาปรัชญาดุษฎีบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- นิวัฒน์ โพธิ์จิตร. (2554). **ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการ และคณะกรรมการตรวจสอบที่มีผลต่อการบริหารกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. ดุษฎีนิพนธ์ ปริญญาบริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.
- ภัทรา เตชะธนเศรษฐ์, อรวรรณ เชื้อเมืองพาน และ พรชัย เตชะธนเศรษฐ์. (2561). **โครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ผลการประเมินความยั่งยืน ที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. **วารสารมหาวิทยาลัยศิลปากร**, 38(5), 99-118.
- รัตน์ บัวสนธ์. (2551). **การสังเคราะห์เอกสารและงานวิจัยเกี่ยวกับธรรมาภิบาล ของมหาวิทยาลัยของรัฐและหน่วยราชการอื่นของไทย**. พิษณุโลก: คณะศึกษาศาสตร์ มหาวิทยาลัยนเรศวร
- วรศักดิ์ ทุมมานนท์. (2549). **มิติใหม่ของการเงินและการวิเคราะห์**. กรุงเทพฯ: ธรรมนิติเพรส.
- วราภรณ์ วิบูลคณารักษ์. (2558). **เจาะลึกวิเคราะห์หุ้นเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร**. สืบค้นเมื่อ 5 กันยายน 2562, จาก http://www.set.or.th/dat/vdoArticle/attachFile/AttachFile_1450949089751.pdf.

- อุทัยวรรณ เสมอจิตร และ สุภาวดี สุชีชีพ มอสรส์. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับ
ต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **วารสารรังสิต**
บัณฑิตในกลุ่มธุรกิจและสังคมศาสตร์, 5(2), 103-114.
- Al, F. O., Buachoom, W., & Sun, L. (2019). Board, audit committee, ownership
and financial performance – emerging trends from Thailand, **Pacific**
Accounting Review, 32(1), 54-81.
- Chidambaran, N. K., Palia, D., & Zheng, Y. (2006). **Does better corporate governance**
“Cause” better firm performance. Retrieved June 25, 2020, from
<http://media.terry.uga.edu/documents/finance/palia.pdf>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. **Journal of**
Law and Economics, 26(2), 301-325.
- Hinkle, D. E. (1998). **Applied Statistics for the Behavioral Sciences.** Boston:
Houghton Mifflin.
- Kevin, C. (2002). **Ownership structure and the operating performance of**
Hungarian firms. Retrieved September 25, 2019,
from [https://pdfs.semanticscholar.org/91e7/21212211e659fc99a4456158e316](https://pdfs.semanticscholar.org/91e7/21212211e659fc99a4456158e316918e70df.pdf?_ga=2.20040952.1729335599.1590844210-811440126.1590844210)
[918e70df.pdf?_ga=2.20040952.1729335599.1590844210-](https://pdfs.semanticscholar.org/91e7/21212211e659fc99a4456158e316918e70df.pdf?_ga=2.20040952.1729335599.1590844210-811440126.1590844210)
[811440126.1590844210](https://pdfs.semanticscholar.org/91e7/21212211e659fc99a4456158e316918e70df.pdf?_ga=2.20040952.1729335599.1590844210-811440126.1590844210)
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management Ownership and Market
Valuation. **Journal of Financial Economics**, 39(20), 293– 315.
- Pongpanpatana, J. (2015). Mechanism of good governance and firm performance: an
empirical evidence from Thai-Listed Firms. **Journal of Modern**
Management Science, 8(1), 67-77.
- Qi, D., Wu, W., & Zhang, H. (2000). Shareholdings structure and corporates
performance of partially privatized firms: Evidence from listed Chinese
companies. **Pacific basic finance journal**, 8(5), 587-610.
- Rashid, M. M. (2020). Ownership structure and firm performance: the mediating role
of board characteristics, **Corporate Governance**, 20(4), 719-737.
- Sraer, D., & Thesmar, D. (2007). Performance and Behavior of Family Firms: Evidence
from the France Stock Market. **Journal of the European Economic**
Association, 5(4), 709-751.
- Zhou, C. (2019). Effects of ownership structure on the relationship between
multinationality and downside risk: Evidence from China. **Cross Cultural &**
Strategic Management, 26(3), 401-421.
-