

ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น SET100 กับโครงการก่อสร้างถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2563

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น SET100 กับ โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 18 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2563



.....
นายปราบริปู พัฒนภูมิไท
ผู้วิจัย

.....
ผู้ช่วยศาสตราจารย์นริรัตน์ เตชพิรุณทอง

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

.....
รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคลิกา

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

.....
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ดวงพร อาภาศิลป์

Ph.D.

คณบดี

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

.....
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัสร ธาระวานิช

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์ เรื่องผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น SET100 กับโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำเร็จลุล่วงได้ด้วยความกรุณาและการสนับสนุนที่ดี จากผู้ช่วยศาสตราจารย์นริรัตน์ เตชพิรุณทอง อาจารย์ที่ปรึกษาในงานวิจัยครั้งนี้ที่ได้ให้คำปรึกษาและข้อเสนอแนะทั้งทางด้านการวิชาการและให้ความช่วยเหลือในการตรวจสอบแก้ไขเนื้อหาตลอดจนช่วยกำกับดูแล และกระบวนการจัดทำการศึกษาฉบับนี้ให้สำเร็จตามกำหนดเวลา ทั้งนี้ยังมี รองศาสตราจารย์ ดร.ชาติรี จันทร โคติกา และผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช ที่ได้ให้คำแนะนำในส่วนของหัวข้องานวิจัย เนื้อหาและการทดสอบแบบจำลองต่าง ๆ ซึ่งคณะผู้วิจัยขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ ที่นี้

นอกจากนี้คณะผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์ เจ้าหน้าที่ของวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดลทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้และให้คำปรึกษาตลอดระยะเวลาการศึกษาของคณะผู้วิจัย

คณะผู้วิจัยขอขอบพระคุณบิดามารดา นาย ฟื้น้อง ผู้บังคับบัญชา และเพื่อนๆ ที่ช่วยเหลือสนับสนุน และให้กำลังใจคณะผู้วิจัยมาโดยตลอด สุดท้ายนี้คณะผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าสารนิพนธ์ฉบับนี้ จะเป็นประโยชน์ต่อผู้สนใจไม่มากก็น้อย และเป็นแนวทางต่อผู้ที่จะทำการศึกษาเรื่องที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติมต่อไปในอนาคต หากสารนิพนธ์ฉบับนี้มี ข้อผิดพลาดประการใด คณะผู้วิจัยขอรับไว้ และขออภัยมา ณ ที่นี้

ปราบริบูรณ์ พัฒนภูมิไท

ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น SET100 กับ โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

OWANERSHIP STRUCTURE AND STOCK RETURN PERFORMANCE OF STOCK IN SET100 THAILAND

ปราวริปู พัฒนภูมิไท 6150102

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ธีรรัตน์ เตชพิรุณทอง, Ph.D.,
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคลิกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อต้องการศึกษาว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัวกับบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว ให้ผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ที่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยการศึกษาบริษัทที่อยู่และเคยอยู่ในการคำนวณดัชนี SET100 ระหว่างปี พ.ศ. 2553-2561 จำนวนทั้งหมด 153 บริษัท การศึกษาดังกล่าวได้วัดผลตอบแทนการถือหุ้นแบบรายเดือน เป็นตัวแปรวัดความสามารถของโครงสร้างบริษัทที่แตกต่างกัน และมีการใช้เทคนิค Fixed effects model และ Random effects model ในการวิเคราะห์

ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัวให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นมากกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว โดยประมาณ 0.34% ต่อเดือนหรือ 4.16% ต่อปี ผลการศึกษาตัวแปรอื่นเพิ่มเติมยังพบว่า ขนาดของกิจการ ความผันผวนของหลักทรัพย์ อัตราส่วนของผู้ถือหุ้นมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด สภาพคล่องของสินทรัพย์ อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรจากดำเนินงาน อัตราการก่อหนี้ของกิจการ อัตราส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์ และ อัตราการเติบโตของยอดขาย เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น

คำสำคัญ: โครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว/ ผลตอบแทนการถือหุ้นแบบรายเดือน

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ค
บทคัดย่อ	ง
สารบัญตาราง	ช
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)	4
2.1.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)	4
2.1.2 ทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพ (Efficient market hypothesis)	4
2.1.3 แบบจำลองสามปัจจัย	5
2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies)	5
2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)	5
2.2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพ (Efficient market hypothesis)	9
2.2.3 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับแบบจำลองสามปัจจัย	9
2.3 สมมติฐานงานวิจัย	10
บทที่ 3 ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ	11
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)	11
3.2 ตัวแปร (Variables)	11
3.2.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variables)	11
3.2.2 ตัวแปรต้น (Independent Variables)	12
3.3 วิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method)	17

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 4 ผลการทดสอบ	18
4.1 ผลการทดสอบปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทน	
การถือหุ้นแบบรายเดือนโดยใช้เทคนิค Fixed effects และ Random Effects	18
4.1.1. ลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership structure)	20
4.1.2. ตัวแปรด้านความเสี่ยง	20
4.1.3. โอกาสในการเติบโต (Growth opportunity)	21
4.2 การอภิปรายผลการศึกษา (Result Discussion)	22
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษา	24
5.1 สรุปผลการศึกษา	24
5.2 ข้อเสนอแนะ	25
บรรณานุกรม	26
ภาคผนวก	29
ภาคผนวก ก	30
ภาคผนวก ข	32
ประวัติผู้วิจัย	33

สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
1	สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ	15
2	จำนวนของตัวอย่างข้อมูลบริษัทที่อยู่หรือเคยอยู่ใน ดัชนีที่ใช้แสดงระดับราคาหุ้น สามัญ 100 ตัว ระหว่างปี พ.ศ.2553-2561	16
3	ตารางแสดงผลการวิจัย โดยใช้วิธีแบบจำลอง Firm-characteristic	19
4	ตารางแสดงการเปรียบเทียบผลการทดสอบ จากการวิเคราะห์ตัวแปรที่มี ความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น ด้วยการใช้เทคนิคการวิเคราะห์ ผลแบบ Fixed effects	23

บทที่ 1

บทนำ

จากอดีตถึงปัจจุบัน ได้มีการศึกษาอย่างมากเกี่ยวกับความแตกต่างระหว่าง บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัวกับบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว เนื่องจาก โครงสร้างการถือหุ้นดังกล่าวมีอยู่มากในหลายประเทศทั่วโลก แต่โดยส่วนใหญ่ของงานวิจัยที่ผ่านมา ไม่ว่าจะเป็นทั้งในประเทศและต่างประเทศ ส่วนมากจะเลือกศึกษาผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) กับมูลค่าของบริษัท (Tobin's Q) โดยเทียบกับ โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท ซึ่งพบว่ามีจำนวนน้อยมากที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของการถือหุ้น (stock performance) กับ โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท ทั้งที่เรื่องดังกล่าวมีความจำเป็นอย่างยิ่ง ที่นักลงทุนควรใช้ในการพิจารณาเพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุน

จากความเชื่อมั่นในทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด (Efficient market hypothesis) ที่กล่าวว่า ข้อมูลข่าวสารที่นักลงทุนได้รับควรที่จะสะท้อนเข้าไปในราคาของหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้ว ดังนั้นนักลงทุนจึงไม่สามารถหากำไรส่วนเกิน จากการใช้ข้อมูลข่าวสารได้ จึงเป็นสาเหตุให้หัวข้องานวิจัยดังกล่าวได้รับความสนใจที่ค่อนข้างน้อย แต่จากงานวิจัยของ Edmans (2011) พบว่านักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินจากการใช้ข้อมูลสาธารณะได้ โดยงานวิจัยดังกล่าวได้เลือกใช้ข้อมูลเปิดเผย คำนีความพึงพอใจของพนักงานที่มีต่อบริษัท จากบริษัทที่อยู่ในการจัดอันดับของ Forbes จำนวน 100 บริษัทแรก ขณะที่ Lilienfeld-Toal and Ruenzi (2014) ได้เลือกใช้ข้อมูลสาธารณะที่มีการเปิดเผยถึงระดับการถือหุ้นของผู้บริหาร (CEO) พบว่า ผู้บริหารที่มีสัดส่วนการถือหุ้นที่สูงจะส่งผลให้กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นตามไปด้วย จึงกล่าวได้ว่า แท้จริงแล้วตลาดยังไม่ได้รวมเอาข่าวสารทั้งหมดเข้าไปไว้ในราคา เนื่องจากความสามารถในการบริหารเป็นเรื่องที่ยากที่จะประเมินราคาออกมาได้ ดังนั้น จึงมีความเป็นไปได้ว่า ตลาดจะไม่สามารถประเมินมูลค่าความสามารถของบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัวได้ จึงเป็นโอกาสอันดีที่ผู้วิจัยจะเข้ามาศึกษาในประเด็นดังกล่าวว่า นักลงทุนยังสามารถใช้ข้อมูลสาธารณะที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างการถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มาปรับใช้เพื่อเป็นกลยุทธ์ในการลงทุนเพื่อหาผลตอบแทนส่วนเกินได้หรือไม่

งานวิจัยนี้ใช้เทคนิคการวิจัยแบบ Fixed Effect model และ Random effect model ในการศึกษาว่าโครงสร้างการถือหุ้นตามลักษณะแบบครอบครัว มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจาก

การลงทุนในหุ้นหรือไม่ โดยผลตอบแทนจากการลงทุน ผู้วิจัยเลือกใช้เป็นผลตอบแทนรายเดือน ซึ่งคิดจากผลการเปลี่ยนแปลงของเดือนปัจจุบันเทียบกับเดือนก่อน ข้อมูลที่ใช้ศึกษาได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่และเคยอยู่ในการคำนวณดัชนี SET100 ระหว่างปี พ.ศ. 2553-2561 โดยยกเว้นบริษัทในกลุ่มสถาบันการเงิน และบริษัทในกลุ่มที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ

ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัวให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น มากกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว จากการศึกษาพบว่า นักลงทุนหากลงทุนในบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว จะส่งผลให้ได้รับผลตอบแทนส่วนเกิน (Return family – Return non-family) โดยประมาณ 0.34% ต่อเดือน หรือ 4.09% ต่อปี โดยผลการวิจัยดังกล่าวผู้วิจัยได้ใช้วิธีการทดสอบแบบทั้ง Fixed effect model และ Random effect model ซึ่งผลที่ได้รับมีนัยสำคัญที่ระดับ 5 % ทั้งสองวิธีการทดสอบ

ผลการศึกษาดัชนีตัวแปรอื่นเพิ่มเติมยังพบว่า ขนาดของกิจการ, ความผันผวนของหลักทรัพย์, อัตราส่วนของผู้ถือหุ้นมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด, สภาพคล่องของสินทรัพย์, อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรจากดำเนินงาน, อัตราการก่อหนี้ของกิจการ, อัตราส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์ และ อัตราการเติบโตของยอดขาย เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น

วัตถุประสงค์ในการศึกษา

1. เพื่อต้องการศึกษาว่าโครงสร้างของบริษัทที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่
2. เพื่อต้องการศึกษานักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลสาธารณะที่มีการเปิดเผยโดยทั่วไปมาเป็นกลยุทธ์ในการลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้หรือไม่
3. ยังมีปัจจัยอื่นนอกเหนือจากปัจจัยโครงสร้างการถือหุ้นที่มีผลต่อราคาของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่

ขอบเขตงานวิจัย

1. ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาเฉพาะกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยคัดเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ที่อยู่และเคยอยู่ โดยมีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) และสภาพคล่องในการซื้อขายสูงสุด 100 อันดับแรก (SET100) ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2553-2561

2. ผู้วิจัยได้เลือกใช้ตัวแปรตาม เป็นผลตอบแทนของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งมีระยะเวลาในการคำนวณผลตอบแทนคือ 1 เดือน

3. ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับผู้ถือหุ้นและโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท นำมาจากแหล่งข้อมูลที่มีการเปิดเผยใน รายงานประจำปีของบริษัทและเอกสาร 56-1 ที่มีการรายงานต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4. กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยไม่ได้รวมบริษัทที่มีลักษณะดังต่อไปนี้

- (1) กิจการที่จดทะเบียนอยู่ในกลุ่มการเงินและธนาคาร
- (2) กิจการที่เข้าสู่กระบวนการฟื้นฟูปริษัท
- (3) กิจการที่ผู้วิจัยไม่สามารถเข้าถึงข้อมูลได้จากรายงานประจำปีและ

เอกสาร 56-1

รายงานฉบับนี้ได้ถูกแบ่งออกเป็นห้าส่วนได้แก่ บทนำ (Introduction), งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review), วิธีการดำเนินงานวิจัย (Methodology), ผลการวิจัย (Result) และสรุปผล (Conclusion) ตามลำดับ

บทที่ 2

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)

จากการศึกษาเรื่องโครงสร้างลักษณะการถือหุ้น พบว่าการศึกษาที่ผ่านมามีการใช้ทฤษฎีทางการเงินต่าง ๆ เข้ามาอธิบายผลการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทที่มีลักษณะโครงสร้างครอบครัว การศึกษานี้จึงได้ทำการรวบรวมทฤษฎีดังกล่าว เพื่อนำมาใช้เป็นตัวกำหนดปัจจัยที่ใช้อธิบายผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัวต่อไป

2.1.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) Jensen and Meckling (1976)

เสนอว่าปัญหาตัวแทน (Agency problem) เป็นตัวแปรหนึ่งที่มีผลกระทบต่อการดำเนินงานของบริษัท โดยการศึกษาที่ผ่านมาเชื่อว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัวจะช่วยลดปัญหาตัวกลางได้ เพราะผู้เป็นเจ้าของมีอำนาจคอยตรวจสอบการบริหารงานของตัวแทนอย่างเคร่งครัด ซึ่งการกระทำดังกล่าวจะช่วยลดปัญหาความสนใจที่ขัดแย้ง (Conflict of interest) และขณะในเดียวกัน ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ยังมีอำนาจพิจารณาการทำงานของตัวกลางได้ด้วย ซึ่งหากว่าตัวกลางดังกล่าวไม่มีคุณสมบัติเหมาะสมกับงานที่ทำ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะสามารถเสนอปลดออกจากตำแหน่ง และหาคนที่เหมาะสมกว่ามาดำรงตำแหน่งแทน ซึ่งเป็นการช่วยลดปัญหาการเลือกตัวแทนที่ไม่เหมาะสมได้อีกทางหนึ่ง (Adverse Selection) และเนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัวเป็นผู้ที่มีส่วนได้เสียโดยตรงกับผลประโยชน์ของบริษัท ดังนั้นจึงมีความต้องการที่จะทำให้บริษัทมีผลกำไรมากขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับความสนใจของนักลงทุนทั่วไป (Alignment of Interest)

2.1.2 ทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพ (Efficient market hypothesis) Fama (1970)

เสนอว่าตลาดที่มีประสิทธิภาพ คือ ตลาดที่ตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ และข่าวสารดังกล่าวได้สะท้อนไปยังราคาของสินทรัพย์นั้น ๆ อย่างรวดเร็ว โดยมีแนวคิดที่นักลงทุนได้ทำการรวบรวมข้อมูลข่าวสารที่ได้รับ ไปอยู่ในรูปแบบของราคาของสินทรัพย์เรียบร้อยแล้ว ดังนั้นไม่ว่านักลงทุนจะใช้ข้อมูลในอดีต ปัจจุบัน หรืออนาคต เข้ามาเป็นปัจจัยในการซื้อ-ขาย ก็ไม่สามารถ

ใช้ประโยชน์จากข่าวสารดังกล่าวได้ เพราะข้อมูลข่าวสารที่มี ได้รวบรวมราคาปัจจุบันของสินทรัพย์ เป็นที่เรียบร้อยแล้ว

แต่ถึงกระนั้นประสิทธิภาพของตลาดไม่ได้มีอยู่ตลอดเวลา ในทางทฤษฎีได้แบ่ง ประสิทธิภาพตลาดออกเป็น 3 ระดับ ได้แก่ ประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak-form), ประสิทธิภาพ ระดับกลาง (Semi-strong form) และ ประสิทธิภาพระดับสูง (Strong form) ซึ่งการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัย เชื่อว่า ตลาดมีประสิทธิภาพระดับกลาง ดังนั้นนักลงทุนจะสามารถใช้ข้อมูลสาธารณะที่มีการ เผยแพร่ เป็นตัวกำหนดกลยุทธ์ในการทำกำไรได้

2.1.3 แบบจำลองสามปัจจัย (Fama and French (1992))

เสนอว่าแบบจำลอง CAPM Markowitz (1952) มีการใช้เพียงตัวแปรเดียว ซึ่งไม่เพียงพอที่จะอธิบายผลตอบแทนจากการลงทุนได้ ต่อมาได้มีการพัฒนาแบบจำลองโดยนำตัวแปร ด้าน ขนาด (Size) นำสินทรัพย์ขนาดเล็กหักออกด้วยสินทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ (Small minus Big: SMB) และตัวแปรอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้น (Book-to-Market Ratio) นำสินทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้นสูงหักออกด้วยอัตราส่วนมูลค่าทาง บัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้นต่ำ (High minus Low: HML) ซึ่งมีสมมติฐานที่ว่า หุ้นขนาดเล็กมีความเสี่ยงมากกว่าหุ้นที่มีขนาดใหญ่ และบริษัทที่มีขนาดที่ดีคือบริษัทที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชี ต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้นต่ำ ควรจะมีความเสี่ยงที่น้อยกว่า เพราะนักลงทุนคาดการณ์ว่าบริษัท ดังกล่าวมีอนาคตที่ดี ดังนั้นผู้วิจัยจึงเห็นว่าแบบจำลองดังกล่าวสามารถที่จะนำมาอธิบาย ผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ได้เช่นเดียวกัน

2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies)

จากการศึกษาที่ผ่านมา ผู้วิจัยได้มีการอ้างอิงงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีต เพื่อนำมาใช้ เป็นแนวทางในการศึกษาหาข้อมูลเพิ่มเติมและสนับสนุน งานวิจัยเรื่องผลการดำเนินงานในการ ลงทุนหุ้นกับความสัมพันธ์ของบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครบครัน ซึ่งการศึกษารวบรวมได้ ดังต่อไปนี้

2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)

Eugster and Isakov (2019) ได้มีการศึกษาเกี่ยวกับผลตอบแทนของการถือหุ้นแบบราย เดือนระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครบครันและบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการ

ถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวในประเทศสวิตเซอร์แลนด์ ช่วงระหว่างปี ค.ศ.2003-2013 โดยไม่รวมถึงบริษัทที่เป็นสถาบันการเงิน ผลปรากฏว่า บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า บริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวโดยผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับจากการถือครองสินทรัพย์ของบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 2.8%-7.1% ต่อปี โดยงานวิจัยได้ใช้การวัดผลตอบแทนทั้งหมด 2 แบบจำลอง คือ Characteristic model และ Portfolio base ซึ่งวิธีการทั้งสองแบบนี้ให้ผลที่เหมือนกันคือบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวจะให้ผลตอบแทนแก่นักลงทุนที่สูงกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวเพราะบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวจะเข้ามาทำหน้าที่ช่วยลดปัญหาตัวกลางได้

Miralles-Marcelo, Miralles-Quirós, and Lisboa (2013) ได้มีการทำวิจัยเกี่ยวกับผลตอบแทนที่แตกต่างกันระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวและบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวโดยมีการวัดผลตอบแทนจากการถือครองหุ้นเป็นรายเดือนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศโปรตุเกสในช่วงระยะเวลา ค.ศ. 1999-2008 โดยการคำนวณจากราคาหุ้นปลายเดือน t ลบด้วยราคาของหุ้นปลายเดือน $t-1$ และการซื้อ-ขาย ดังกล่าวนั้นเป็นการซื้อ-ขาย แบบปราศจากค่าธรรมเนียม ผลปรากฏว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว โดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัทที่มีขนาดเล็กที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวจะให้ผลตอบแทนที่โดดเด่นมากกว่าบริษัทอื่น ๆ อย่างมีนัยสำคัญ

Lilienfeld-Toal and Ruenzi (2014) ได้ทำการวิจัยเกี่ยวกับผลตอบแทนส่วนเกินที่นักลงทุนจะได้รับจากการลงทุนบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว รวมไปถึงการที่บริษัทดังกล่าว ผู้ถือหุ้นใหญ่เป็นผู้ที่ทำหน้าที่บริหาร (CEO) บริษัทเองด้วย โดยกลุ่มตัวอย่างคือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด S&P 500 โดยผู้วิจัยใช้ระดับการถือครองสินทรัพย์ที่ 10% ผลปรากฏว่า นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนส่วนเกินจากการถือครองในหุ้นบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวสูงกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว โดยประมาณ 4%-10% ต่อปี เนื่องมาจากผู้ถือหุ้นใหญ่เข้ามาช่วยลดปัญหาตัวกลางและสอดคล้องกับแนวคิดความสนใจร่วม (Alignment of interest) จากผลการศึกษา ยิ่งผู้บริหารมีส่วนในกิจการมากจะส่งผลให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนมากขึ้น

Corstjens, Peyer, and Van der Heyden (2006) ได้มีการทำวิจัยเกี่ยวกับผลตอบแทนที่แตกต่างกันระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวและบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว ในประเทศและภูมิภาคต่างกัน ได้แก่ ประเทศ

สหรัฐอเมริกา เยอรมัน ฝรั่งเศส และอังกฤษ เพื่อต้องการศึกษาว่า บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้น ลักษณะแบบครอบครัว ที่อาศัยอยู่ในภูมิภาคที่แตกต่างกัน ผลตอบแทนจากการลงทุนและความเสี่ยงที่นักลงทุนจะได้รับจะมีลักษณะคล้ายกันหรือไม่ โดยการวัดผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นแบบรายเดือนในกิจการใหญ่ๆ ผลการดำเนินงานของกิจการ โดยใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์ (ROA) และมูลค่าของกิจการ (Tobin Q) ของประเทศกลุ่มตัวอย่าง ในช่วงระหว่างปี ค.ศ.1993-2002 จากผลวิจัยพบว่า นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวมากกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว และความเสี่ยงที่นักลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว จะแตกต่างกันไปตามแต่ละประเทศ โดยความเสี่ยงต่อผลตอบแทน การศึกษานี้ได้ใช้แบบจำลอง 4 ปัจจัย (four-factors model) เป็นเครื่องมือวัดความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุน โดยผลตอบแทนส่วนเกินที่นักลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวในประเทศฝรั่งเศสอยู่ที่ 8.08% โดยประมาณ ขณะที่ประเทศอื่น ๆ การศึกษาดังกล่าวไม่พบความสัมพันธ์

Anderson and Reeb (2003) ได้มีการศึกษาบริษัทที่อยู่ในตลาดหุ้น ประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งอยู่ในดัชนี Standard & Poor จำนวน 403 บริษัท ไม่รวมบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน ในช่วงระหว่างปี ค.ศ.1992-1999 ผลของการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว สามารถดำเนินงานได้มีประสิทธิภาพมากกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว โดยใช้มูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) เป็นเกณฑ์ในการชี้วัด อีกทั้งยังพบว่าเมื่อบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว มีสมาชิกหนึ่งในครอบครัวทำหน้าที่เป็นผู้บริหารงาน จะส่งผลให้บริษัทมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานมากขึ้น

Cella (2009) ได้มีการศึกษาบริษัทที่อยู่ในทวีปยุโรปจำนวนทั้งหมด 1,565 บริษัท โดยไม่นับบริษัทที่อยู่อุตสาหกรรมการเงิน ช่วงระยะเวลาการศึกษาระหว่างปี ค.ศ.1992-2006 พบว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว ให้ผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นมากกว่า บริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว โดยนักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนส่วนเกินจากการลงทุนในบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวประมาณ 0.27% ต่อเดือน

Fahlenbrach (2007) ได้มีการศึกษาบริษัทขนาดใหญ่ที่จดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกาจำนวนทั้งหมด 2,327 บริษัท ช่วงระยะเวลาการศึกษาปี ค.ศ.1992-2002 จากจำนวน 2,327 บริษัท พบว่า 361 บริษัท เป็นบริษัทที่ผู้ก่อตั้งหรือผู้ร่วมก่อตั้งเป็นผู้บริหารงาน ผลการศึกษาพบว่า นักลงทุนจะได้ผลตอบแทนจากการลงทุนในกิจการดังกล่าวประมาณ 10.7% ต่อปีโดยประมาณ

Villalonga and Amit (2006) ได้มีการศึกษาบริษัทที่อยู่ในการจัดอันดับของฟอร์จูน 500 (Fortune 500) ช่วงปีการศึกษา ค.ศ. 1994-2000 จำนวนทั้งหมด 508 บริษัท โดยใช้มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) เป็นเกณฑ์ในการวัดผลการดำเนินงาน จากการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวมูลค่าบริษัท (Premium Value) จะมีมากกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวหากว่าบริษัทดังกล่าวผู้ก่อตั้งและผู้บริหารเป็นบุคคลเดียวกัน

Maury (2006) ได้มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทและผลการดำเนินงาน ในประเทศยุโรปตะวันตกซึ่งประกอบไปด้วย ประเทศออสเตรีย, เบลเยียม, ฟินแลนด์, ฝรั่งเศส, เยอรมัน, ไอร์แลนด์, อิตาลี, นอร์เวย์, โปรตุเกส, สเปน, สวีเดน, สวิสเซอร์แลนด์ และ อังกฤษ จำนวนทั้งสิ้น 1,672 บริษัท พบว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวโดยหนึ่งในสมาชิกครอบครัวมีตำแหน่งหน้าที่ระดับบริหารหรือระดับหัวหน้า (Active Firm) บริษัทจะมีผลจากการดำเนินงานที่ดีกว่า บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวที่ไม่มีสมาชิกในครอบครัวคนใด มีตำแหน่งและหน้าที่ในบริษัทเลย (Passive Firm) โดยบริษัทที่เป็นลักษณะ Active Firm จะมีผลกำไรจากการดำเนินงานที่ดีกว่า และบริษัทมีมูลค่าเพิ่มมากกว่า (Value Premium) บริษัทที่เป็นแบบ Passive Firm แต่ถึงอย่างไรก็ตามบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวทั้งสองแบบ ยังคงมีมูลค่าเพิ่มของบริษัท (Value Premium) มากกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว

Harvey S. (1999) ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวจะมีการลงทุนที่มีประสิทธิภาพมากกว่า มีการลงทุนที่ระยะเวลายาวนานกว่า และความเสียหายที่น้อยกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว

Andres (2008) ได้มีการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศเยอรมันจำนวนทั้งหมด 275 บริษัท เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการดำเนินงานของกิจการกับลักษณะโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวจะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว ในกรณีที่สมาชิกหนึ่งในครอบครัวมีหน้าที่และอำนาจในการตัดสินใจภายในบริษัท หากปราศจากเงื่อนไขดังกล่าวแล้ว บริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว จะมีผลการดำเนินงานกิจการที่ดีกว่า

Chu (2009) ได้มีการวิจัยกลุ่มตัวอย่างในประเทศไต้หวัน จำนวนทั้งหมด 786 บริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไต้หวัน ช่วงระยะเวลา ค.ศ.2002-2007 เพื่อศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานและการถือหุ้นแบบครอบครัว ผลจากการศึกษาพบว่าเมื่อบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว และมีหนึ่งในสมาชิกของครอบครัวเข้ามา

ดำรงตำแหน่งสำคัญๆ ในบริษัท อาทิเช่น ผู้บริหาร กรรมการ ผู้จัดการระดับสูง จะส่งผลให้บริษัทดังกล่าวมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น แต่ในทางกลับกันหากว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว แต่ไม่มีสมาชิกคนใดเลยดำรงตำแหน่งสำคัญในบริษัท บริษัทดังกล่าวจะส่งผลการดำเนินงานที่อ่อนแอลงโดยเปรียบเทียบ

2.2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพ (Efficient market hypothesis)

(Edmans, 2011) ได้มีการศึกษาประสิทธิภาพของตลาด เก็บข้อมูลเปิดเผยจากบริษัทที่ถูกจัดอันดับใน 100 บริษัทที่ดีที่สุดในอเมริกา ช่วงระยะเวลาการศึกษาปีค.ศ. 1984-2009 เพื่อนำมาสร้างกลยุทธ์ในการลงทุน โดยใช้แบบจำลอง 4 ปัจจัย (Four-factor model) ผลการศึกษพบว่า ข้อมูลเปิดเผยสามารถนำไปสร้างกลยุทธ์การลงทุน และนักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนได้มากกว่าอุตสาหกรรมเปรียบเทียบโดยประมาณ 2.1% ต่อปี

Lilienfeld-Toal and Ruenzi (2014) ได้มีการใช้ข้อมูลสาธารณะที่มีการเปิดเผยในรายงานประจำปี เกี่ยวกับระดับการถือหุ้นของผู้บริหาร ผลจากการศึกษาพบว่าข้อมูลสาธารณะดังกล่าวสามารถนำมาสร้างกลยุทธ์ เพื่อให้ผลตอบแทนส่วนเกินแก่นักลงทุน โดยประมาณ 4%-10% ต่อปี

2.2.3 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับแบบจำลองสามปัจจัย (Fama French Three-factor model)

Rosenberg, Reid, and Lanstein (1985) มีการศึกษา กลยุทธ์ในการลงทุนโดยใช้กลุ่มข้อมูลตัวอย่างของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (NYSE), บริษัทที่อยู่ในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์อเมริกัน (AMEX) และบริษัทในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์แนสแด็ก คอมโพสิต (NASDAQ) จำนวนทั้งหมด 1400 บริษัท ระยะเวลาการศึกษาในช่วงระหว่าง มกราคม ค.ศ. 1973 – กันยายน 1984 ผลการศึกษพบว่า ผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้น (Book-to-Market Ratio) โดยกล่าวว่า บริษัทที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้นสูง (Book-to-Market Ratio) จะให้ผลตอบแทนสูง ขณะที่อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้นต่ำ (Book-to-Market Ratio) จะให้ผลตอบแทนที่ต่ำ

Chui and Wei (1998) ได้มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นกับอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้น (Book-to-Market Ratio) และขนาดของ

กิจการ (Size) ในตลาดประเทศเกิดใหม่จำนวน 5 ประเทศ ได้แก่ ประเทศไทย ฮองกง เกาหลีใต้ มาเลเซีย และ ไต้หวัน ผลการศึกษาพบว่า มีเพียงประเทศฮองกง ที่ตัวแปรอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้น (Book-to-Market Ratio) สามารถอธิบายผลของตัวแปรตามได้ ขณะที่ขนาดของกิจการพบว่าบริษัทขนาดใหญ่ในประเทศฮองกง ให้ผลตอบแทนดึกกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก ในทางตรงกันข้ามพบว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กในประเทศเกาหลีใต้ให้ผลตอบแทนมากกว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่

Daniel, Titman, and Wei (2001) ได้มีการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ญี่ปุ่น ช่วงระยะเวลาการศึกษาตั้งแต่ปี 1975-1997 ผลการศึกษาพบว่า พบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้น (Book-to-Market Ratio) โดยหุ้นที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้นสูง (Book-to-Market Ratio) จะให้ผลตอบแทนการลงทุนมากกว่าบริษัทที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้นต่ำ (Book-to-Market Ratio) ซึ่งนักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนส่วนเกิน 0.994% ต่อเดือน

2.3 สมมติฐานงานวิจัย

Eugster and Isakov (2019) และ Miralles-Marcelo et al. (2013) พบว่างานวิจัยดังกล่าว ได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทกับผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งผลที่ได้รับพบว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวนี้มีนัยสำคัญ ที่สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) (Jensen & Meckling, 1976) ซึ่งกล่าวว่า บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวจะสามารถลดความสนใจที่แตกต่างกันระหว่างตัวแทนและผู้ถือหุ้นได้ (Conflict of interest) จากทฤษฎีและงานวิจัยที่ผ่านนั้น นำไปสู่การทดสอบบริษัทที่อยู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีสมมติฐานดังต่อไปนี้

สมมติฐาน (Hypothesis)

H_0 : ผลตอบแทนในการลงทุนหุ้นของบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัวกับบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัวไม่มีความแตกต่างกัน

H_1 : ผลตอบแทนในการลงทุนหุ้นของบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัวกับบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัวมีความแตกต่างกัน

บทที่ 3

ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)

ผู้วิจัยได้ใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่และเคยอยู่ในการคำนวณดัชนี SET100 ระหว่างปี พ.ศ. 2553-2561 ระยะเวลาทั้งหมด 9 ปี โดยข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยไม่รวมกลุ่มของบริษัทในอุตสาหกรรมการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วยธุรกิจ ธนาคาร ธุรกิจทางการเงิน ธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต ซึ่งมีโครงสร้างทางการเงินและการกำกับดูแลที่แตกต่างจากธุรกิจอื่น ๆ รวมถึงบริษัทที่อยู่ในระหว่างหรือผ่านการฟื้นฟูกิจการเนื่องจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในบางช่วงเวลา มีลักษณะที่ผิดปกติ จึงเหลือบริษัทที่นำมาใช้ในการศึกษาวิจัยจำนวนทั้งสิ้น 153 บริษัท จากจำนวนทั้งหมด 205 บริษัท ตามกรอบของการศึกษาข้างต้น โดยวิธีการเก็บข้อมูล ผู้วิจัยได้เลือกใช้การเก็บข้อมูล จากแหล่งข้อมูล ได้แก่ SETSMART, REUTER EIKON และ การใช้วิธีการเก็บด้วยมือ โดยค้นหาจากรายงานประจำปี หรือแหล่งข่าวที่เกี่ยวข้องและหากว่าผู้ถือหุ้นใหญ่ในกิจการดังกล่าวเป็นบริษัทจดทะเบียนนอกตลาดหลักทรัพย์ ผู้วิจัยจะค้นหาไปจนถึงต้นตอสุดท้ายว่า ใครเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ในบริษัทจดทะเบียนนอกตลาดนั้น ๆ

3.2 ตัวแปร (Variables)

3.2.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

3.2.1.1 ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นรายเดือน (Monthly Stock performance)

ตัวแปรดังกล่าวคือ ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นของบริษัท i โดยคำนวณจากราคาปิดของเดือนปัจจุบัน(t) หักออกด้วยราคาปิดของเดือนก่อน ($t-1$) และหารด้วยราคาปิดของเดือนก่อน ($t-1$) ตามวิธีการศึกษาของ Eugster and Isakov (2019) ซึ่งราคาปิดของกิจการผู้วิจัยเก็บข้อมูลได้จากฐานข้อมูล Reuter Eikon

3.2.2 ตัวแปรต้น (Independent Variables)

3.2.2.1. ลักษณะ โครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership structure)

การศึกษาดังกล่าวเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัวกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น โดยสัดส่วนที่ผู้วิจัยเลือกใช้เป็นเกณฑ์ในการแบ่งความเป็นครอบครัวหรือไม่เป็นครอบครัว คือ สัดส่วนการถือหุ้นที่ 25% เพราะ ตามหลักกฎหมายในประเทศไทยกำหนดว่าต้องได้มติเห็นชอบจากที่ประชุมมากถึง 3/4 จึงจะดำเนินการได้ ดังนั้นผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนเกิน 25% จึงสามารถ “veto” หรือ “บล็อกล” การเปลี่ยนแปลงที่สำคัญๆ เหล่านี้ได้เสมอ ทั้งนี้ตัวเองมีหุ้นไม่ถึงกึ่งหนึ่งก็ตาม

ผู้วิจัยจะนับว่าเป็นบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว เมื่อสัดส่วนการถือครองหุ้น มีเกินกว่า 25% ไม่ว่าจะ เป็น บุคคล ซึ่งอาจจะ เป็น บุคคลเดียว หรือกลุ่มบุคคลที่มีนามสกุลเหมือนกัน แต่หากว่าเป็นบริษัทจดทะเบียนนอกตลาดหลักทรัพย์เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ในบริษัทดังกล่าว ผู้วิจัยจะค้นหาไปจนถึงต้นตอของการถือหุ้นว่าบริษัทดังกล่าวถูกจัดตั้งและถือครองโดยใครและมีนามสกุลที่เหมือนกันหรือไม่ โดยทั้งนี้ผู้วิจัยจะไม่นับว่าการถือครองหุ้นโดยภาครัฐเป็นบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว แม้บริษัทจะมีสัดส่วนการถือครองเกินกว่า 25% ก็ตาม แต่จะให้การถือครองของภาครัฐ เข้าข่ายตามลักษณะ บริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว เช่นเดียวกับบริษัทที่มีการถือครองหุ้นที่ต่ำกว่า 25% โดยบุคคล ซึ่งอาจจะ เป็น บุคคลเดียว หรือกลุ่มบุคคลที่มีนามสกุลเหมือนกัน รวมไปถึงบริษัทจดทะเบียนนอกตลาดหลักทรัพย์ด้วย ผู้วิจัยจะให้ตัวแปรดังกล่าวเป็นบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว โดยผู้วิจัยได้ใช้ข้อมูลของผู้ถือหุ้นใหญ่ 10 อันดับแรกของบริษัท ตั้งแต่ช่วงปี พ.ศ. 2553-2561 เป็นช่วงเวลาวิจัย

3.2.2.2. ความเสี่ยงและผลตอบแทน (Risk)

การศึกษานี้เป็นการศึกษาเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นของนักลงทุนและผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนในหุ้นมีทิศทางเป็นไปในลักษณะอย่างไร โดยตัวแปรที่เป็นตัวแปรทางด้านความเสี่ยง ผู้วิจัยได้เลือกใช้กลุ่มตัวแปรดังกล่าวได้แก่ อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้น (Book-to-Market Ratio), ขนาดของกิจการ (Log-Size), ระดับการกู้ยืมเงิน (Leverage) และ ความผันผวน (Volatility)

3.2.2.2.1 อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้น (Book-to-Market Ratio) มูลค่าทางบัญชีของบริษัทต่อมูลค่าตลาดส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ (Book to market ratio) ซึ่งสะท้อนถึงมูลค่าของกิจการ (Value effect) ที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งจากงานวิจัยของ Fama and French (1992) กล่าวว่า ปัจจัยหนึ่งในการวัดความเสี่ยงต่อผลตอบแทนจากการลงทุน คืออัตราส่วนมูลค่าผู้ถือหุ้นทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด ตัวแปรดังกล่าวเมื่อพิจารณาควบคู่กับขนาดของบริษัทสามารถอธิบายผลตอบแทนต่อความเสี่ยงได้ เมื่อกิจการมีมูลค่าทางบัญชีของบริษัทต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญที่สูง สามารถตีความได้ว่าหุ้นดังกล่าว นักลงทุนไม่เชื่อมั่นในอนาคตของหุ้น จึงทำให้ราคาของหุ้นตกลง เป็นผลทำให้อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของบริษัทต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญมีค่าที่สูง ในทางกลับกันหากว่าหุ้นดังกล่าว นักลงทุนมองว่าเป็นหุ้นที่มีโอกาสเติบโต อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของบริษัทต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญควรจะต้องมีค่าต่ำ เพราะนักลงทุนยินดีที่จะซื้อหุ้นดังกล่าวในราคาที่สูง เราจึงสรุปได้ว่า Book-to-market ratio มีความผกผันกับราคาของหุ้น

3.2.2.2.2 ขนาดของกิจการ (Log-Size) Eugster and Isakov (2019) ได้ใช้ข้อมูลของราคาปิดเดือนก่อนหน้า ($t-1$) คูณด้วยจำนวนหุ้นที่มีของบริษัทนั้น และนำค่าดังกล่าวมาใส่ค่า \log เพื่อควบคุมขนาดของบริษัทในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน เพื่อสะท้อนถึงขนาดของกิจการ มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ จากวิจัยของ Fama and French (1995) กล่าวว่า ปัจจัยด้านขนาดของบริษัทที่แตกต่างกัน จะส่งผลกระทบต่อราคาของสินทรัพย์ในตลาด สาเหตุมาจากความเสี่ยงที่นักลงทุนจะต้องได้รับเพิ่มขึ้น ดังนั้นนักลงทุนจึงมีความต้องการผลตอบแทนชดเชยมากขึ้นตามไปด้วย เมื่อขนาดของบริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้น นักลงทุนจะได้รับความเสี่ยงน้อยลงสาเหตุมาจาก บริษัทขนาดใหญ่ จะมีอำนาจในการผลิตมากขึ้น (Economy of scale)

3.2.2.2.3 ระดับการกู้ยืมเงิน (Leverage) ผู้วิจัยได้ใช้สัดส่วนของหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์จากรายงานงบดุล ที่นำเสนอต่อตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนเป็นรายไตรมาสก่อนหน้าเทียบกับราคาของหลักทรัพย์ในเดือนปัจจุบัน แต่เนื่องจากอัตราส่วนระดับการกู้ยืมเงิน (Leverage) ในกลุ่มตัวอย่างมีความเหลื่อมล้ำทางข้อมูลค่อนข้างมาก ผู้วิจัยจึงได้ทำการจัดกลุ่มข้อมูลดังกล่าว โดยใช้เกณฑ์การแบ่งที่เปอร์เซ็นต์ที่ 10% หากว่าค่าอัตราส่วนระดับการกู้ยืมเงิน (Leverage) มีค่าน้อยกว่า 0.0655 ผู้วิจัยจะกำหนดให้เป็นตัวแปรหุ่นที่ 1 แต่หากว่ามีค่ามากกว่า 0.0655 ผู้วิจัยจะกำหนดให้เป็นตัวแปรหุ่นที่ 0

ตามทฤษฎี Merton and Modigliani (1958) กล่าวว่าเมื่อบริษัทมีการกู้ยืมเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้บริษัทมีผลตอบแทนที่มากขึ้น เนื่องจากได้ผลประโยชน์จากการประหยัดภาษี แต่ขณะเดียวกันงานวิจัยของ Hull (1999) กล่าวว่า เมื่อบริษัทมีการกู้ยืมเงินที่สูงขึ้น จะส่งผลให้ราคา

ของหุ้นในบริษัทดังกล่าว มีราคาตกลงหากว่าการกู้เงินที่เพิ่มขึ้น มากกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม ในขณะที่เดียวกัน Anderson and Reeb (2003) กล่าวว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก มีแนวโน้มที่จะกู้เงินในต้นทุนที่แพงกว่า และการกู้เงินจะส่งผลกระทบต่อราคาเติบโตของบริษัท ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่าการกู้ยืมเงินที่เพิ่มขึ้น มีผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์

3.2.2.4. โอกาสในการเติบโต (Growth opportunity)

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นกับโอกาสในการเติบโตของบริษัทมีความสัมพันธ์กันหรือไม่ในตลาดหุ้นไทย ตามหลักการวิเคราะห์พื้นฐานทางการเงิน (Fundamental analysis) ราคาหุ้นของบริษัทควรมีการเคลื่อนไหวตามผลการดำเนินงานในทิศทางเดียวกัน ดังนั้นผู้วิจัยจึงกำหนดตัวแปรโอกาสการเติบโต เพื่อนำมาใช้ทดสอบความสัมพันธ์ดังต่อไปนี้

3.2.2.4.1 อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน (Operating margin) อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน มีแนวโน้มจะสัมพันธ์กับราคาหุ้นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากอัตรากำไรจากการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น แปลความหมายได้ว่าบริษัทมีต้นทุนการผลิตที่ลดลง หรือบริษัทสามารถขายสินค้าราคาสูงกว่าคู่แข่งได้ในอุตสาหกรรมเดียวกัน

3.2.2.4.2 อัตราส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์ (Sales to total assets) อัตราส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์ คือความสามารถในการขายของบริษัทเทียบกับสินทรัพย์ที่มีอยู่ เมื่ออัตราส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์มีค่ามากขึ้น แปลความหมายได้ว่ากิจการมีการใช้สินทรัพย์มีประสิทธิภาพมากขึ้น

3.2.2.4.3 อัตราส่วนการเติบโตของสินทรัพย์ ในระยะเวลา 1 ปี (Asset growth 1 year) อัตราส่วนการเติบโตของสินทรัพย์ ในระยะเวลา 1 ปี เป็นการสะท้อนการเติบโตของสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น เมื่อบริษัทมีการเติบโตมากขึ้น บริษัทจะมีความสามารถในการผลิตที่ประหยัดขึ้น (Economy of Scale) ส่งผลให้บริษัทมีกำไรมากขึ้นจากการดำเนินงาน

3.2.2.4.4 อัตราส่วนการเติบโตของยอดขาย ในระยะเวลา 1 ปี (Sales growth 1 year) อัตราส่วนการเติบโตของยอดขาย ในระยะเวลา 1 ปี (Sales growth 1 year) ตัวแปรดังกล่าวสามารถแปลความหมายได้ว่า สินค้าหรือบริการของบริษัท ยังเป็นที่ต้องการของผู้บริโภคหรือไม่

ตาราง 1 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ

กลุ่มตัวแปร	ชนิดตัวแปร	ตัวย่อ	ความสัมพันธ์กับราคา ของหุ้นในตลาด หลักทรัพย์
ลักษณะโครงสร้าง ผู้ถือหุ้น (Ownership structure)	สัดส่วนการถือครองหุ้น โดยใช้เกณฑ์ในการวัดที่ ระดับ 25%	- Fam หากกิจการ ดังกล่าวมีโครงสร้าง การถือหุ้นแบบ ครอบครัว	(+)
		- Nfam หากกิจการ ดังกล่าวไม่มีโครงสร้าง การถือหุ้นแบบ ครอบครัว	
ตัวแปรความเสี่ยง	อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชี ต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือ หุ้น (Book-to-Market Ratio)	BTM	(-)
	ขนาดของกิจการ (Log- Size)	L-size	(+)
	อัตราส่วนระดับการกู้ยืม เงิน (Leverage)	Lev	(-)
โอกาสในการ เติบโต (Growth opportunity)	อัตราส่วนกำไรจากการ ดำเนินงาน (Operating margin)	OPM	(+)
	อัตราส่วนยอดขายต่อ สินทรัพย์ (Sales to total assets)	STA	(+)
	อัตราส่วนการเติบโตของ สินทรัพย์ ในระยะเวลา 1 ปี (Asset growth 1 year)	AG_1	(+)
	อัตราส่วนการเติบโตของ ยอดขาย ในระยะเวลา 1 ปี (Sales growth 1 year)	SG_1	(+)

ตาราง 2 จำนวนของตัวอย่างข้อมูลบริษัทที่อยู่หรือเคยอยู่ในดัชนีที่ใช้แสดงระดับราคาหุ้นสามัญ 100 ตัว ระหว่างปี พ.ศ.2553-2561รวมทั้งสิ้น 13,122 ตัวอย่างที่เป็นแบบรายเดือน โดยผู้วิจัยได้ทำการแบ่งแยกจำนวนของกลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัวกับบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว

Variable	Type	N	Mean	SD	P50	Min	Max
Rt 1 m	Nfam	5,660	0.0073	0.0951	0.0000	-0.4231	0.4889
	Fam	7,462	0.0095	0.1034	0.0000	-0.4730	0.5000
BTM	Nfam	5,660	-0.7111	0.4694	-0.6495	-3.6724	-0.0256
	Fam	7,462	-0.5538	0.4487	-0.4302	-3.4431	-0.0203
L-size	Nfam	5,660	24.0471	1.5189	23.9632	19.3182	28.1149
	Fam	7,462	23.6949	1.2748	23.6045	19.1336	27.3960
Lev	Nfam	5,660	0.1876	0.3905	0.0000	0.0000	1.0000
	Fam	7,462	0.2501	0.4331	0.0000	0.0000	1.0000
OPM	Nfam	5,660	0.1299	0.2001	0.0956	-1.8344	1.8855
	Fam	7,462	0.1142	0.1565	0.0901	-1.3443	0.7270
STA	Nfam	5,660	0.2254	0.1794	0.1812	0.0080	1.0057
	Fam	7,462	0.2237	0.2147	0.1782	0.0054	2.2900
Ag_1	Nfam	5,660	0.0911	0.2172	0.0583	-0.5362	2.3826
	Fam	7,462	0.1595	0.3058	0.0908	-0.5035	2.9762
Sg_1	Nfam	5,660	0.0941	0.4015	0.0531	-0.9702	3.4957
	Fam	7,462	0.1548	0.4149	0.0868	-0.9459	3.9892

หมายเหตุ : Nfam = non-family, Fam = family, Rt 1 m =Return 1 month

ผู้วิจัยพบว่าบริษัทในประเทศไทยมีบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัวมากกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว โดยพิจารณาจากจำนวนของตัวอย่างทั้งหมด 13,122 ตัวอย่าง เป็นแบบรายเดือน โดยตัวอย่างทั้งหมดมีจำนวน 7,462 และ 5,660 ตัวอย่างตามลำดับ

3.3 วิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method)

ข้อมูลศึกษาในครั้งนี้ มีลักษณะเป็นหลายหน่วยหลายช่วงเวลา ซึ่งแต่ละช่วงเวลาอาจจะมีจำนวนข้อมูลตัวแปรที่ใช้ไม่เท่ากัน (Cross-sectional data) โดยข้อมูลของผลตอบแทนของแต่ละบริษัทครอบคลุมช่วงเวลาปีพ.ศ. 2553-2561 โดยทำการทดสอบทางสถิติด้วยวิธีสมการถดถอยหลายตัวแปร (Multiple regression model) ตามแบบจำลองการประเมินบริษัทตามลักษณะโครงสร้าง (Firm-characteristics) เป็นวิธีเดียวกันกับ Eugster and Isakov (2019) ใช้ในการประเมินความสัมพันธ์ของโครงสร้างการถือกับผลตอบแทนในการถือหุ้นในประเทศสวิตเซอร์แลนด์ ซึ่งวิธีดังกล่าวเป็นวิธีที่ผู้วิจัยสามารถนำตัวแปรต่าง ๆ ที่คิดว่าจะมีผลกระทบต่อราคาหุ้น เข้ามาศึกษาหาความสัมพันธ์ได้มากกว่าวิธีอื่น

เป้าหมายหลักของงานวิจัยครั้งนี้คือ การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทกับผลการดำเนินงานของหุ้นที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นแบบจำลองที่ใช้ในการทำการทดสอบ วิธีการสมการถดถอยหลายตัวแปร (Multiple regression model) มีดังนี้

$$R_{it} = \alpha_i + b_1 X_{it} + c_1 Z_{it} + e_{it}$$

เมื่อ R_{it} = ผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ สำหรับบริษัท i ในเดือน t

X_{it} = เป็นตัวแปรหุ่นที่ใช้จำลองลักษณะ โครงสร้างผู้ถือหุ้นของกิจการ i ในเดือน t

Z_{it} = ขนาดและทิศทางของกิจการ (Vector)

การวิเคราะห์ข้อมูล Panel data นี้ ผู้วิจัยได้ใช้เทคนิคการวิเคราะห์การถดถอยแบบ Fixed Effect Model และ Random effect model ในการวิเคราะห์การถดถอย

บทที่ 4

ผลการทดสอบ

ส่วนนี้เป็นการนำตัวแปรในแบบจำลอง มาทดสอบหาความสัมพันธ์ด้วยเทคนิคที่กำหนดไว้ โดยแบบจำลองที่ใช้เป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นรายเดือนกับโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท อีกทั้งยังมีการทดสอบตัวแปรอื่น ๆ ที่นำมาใช้แทนปัจจัยจากทฤษฎีต่าง ๆ โดยแบ่งตัวแปรทั้งหมดออกเป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มตัวแปรความเสี่ยงกับผลตอบแทน, กลุ่มสภาพคล่องการซื้อขายหลักทรัพย์ และกลุ่มโอกาสการเติบโตของบริษัท

4.1 ผลการทดสอบปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนการถือหุ้นแบบรายเดือน โดยใช้เทคนิค Fixed effects และ Random Effects

งานวิจัยนี้ได้ศึกษาและให้สนใจกับสมมติฐานหลัก ซึ่งศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นกับลักษณะโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท อีกทั้งยังมีการศึกษาเรื่อง มีตัวแปรอื่น ๆ ใดบ้างที่สามารถอธิบายผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ โดยวิธีการวิเคราะห์สมมติฐานผู้วิจัยได้เลือกใช้เทคนิควิเคราะห์ Fixed effects และเทคนิคการวิเคราะห์ Random effects

ตารางที่ 3 ได้แสดงผลรายงานการวิเคราะห์ด้วยเทคนิค Random effected และ Fixed effect model เพื่อใช้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นกับโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท และตัวแปรอื่น ๆ ซึ่งผลที่ได้จากการวิเคราะห์เราจะพิจารณาค่า Wald chi2 สำหรับค่าสถิติของแบบจำลอง Random Effects model และ ค่า F เป็นค่าสถิติของแบบจำลอง Fixed effects model จากผลเราสามารถสรุปได้ว่าทั้งสองแบบจำลองสามารถอธิบายตัวแปรได้อย่างมีนัยสำคัญ

ต่อมาผู้วิจัยได้ทำการประมาณค่าเทคนิคการวิเคราะห์สมมติฐานทั้งสองแบบ เนื่องจากเทคนิคการวิเคราะห์ทั้ง Fixed effects และ Random effects ตัวแปรในแบบจำลองสามารถอธิบายตัวแปรตามได้ทั้งสองเทคนิคการวิเคราะห์ ดังนั้นผู้วิจัยจึงใช้การวิเคราะห์ Hausman test เพื่อที่จะหาว่าเทคนิคการวิเคราะห์ แบบไหนให้ผลการวิเคราะห์ที่น่าเชื่อถือมากกว่ากัน

จากผลการทดสอบ Hausman test ผู้วิจัยพบว่าเทคนิคการวิเคราะห์แบบ Fixed effects ให้ผลการวิเคราะห์ตัวแปรในแบบจำลองมีความน่าเชื่อถือมากกว่าเทคนิคการวิเคราะห์แบบ Random effects

ตาราง 3 ตารางแสดงผลการวิจัย โดยใช้วิธีแบบจำลอง Firm-characteristic ซึ่งตารางด้านล่างเป็นวิธีการวิเคราะห์สมการถดถอยโดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบวิธี Fixed-effect model และ Random-effect model ในคอลัมน์ที่ 1 และ 2 และตัวแปรที่มีต่อโครงสร้างการถือหุ้นของแต่ละโครงสร้าง จัดแสดงอยู่ในคอลัมน์ที่ 3 และ 4

Variable	re		fe		fe_Nonf		fe_Fam	
family dummy	0.0033	**	0.0034	**				
BTM	-0.0091	***	-0.0090	***	-0.0076	**	-0.0118	***
L-size	0.0018	**	0.0020	**	0.0022	**	0.0018	
Lev	-0.0042	**	-0.0041	**	-0.0029		-0.0049	*
OPM	0.0382	***	0.0385	***	0.0345	***	0.0426	***
STA	0.0178	***	0.0175	***	0.0051		0.0260	***
AG_1	0.0005		0.0005		0.0019		-0.0004	
SG_1	0.0047	*	0.0045	*	0.0056	*	0.0038	
_cons	-0.0930	***	-0.0998	***	-0.0930	***	-0.1011	***
N	13122		13122		5660		7462	
N_g	108		108		108		108	
rss			88.8042		35.1706		52.6208	
F			11.9706		9.6928		11.1846	
chi2	130.7678							
p	0.0000		0.0000		0.0000		0.0000	
r2_a			0.0661		0.0561		0.0740	
r2_o	0.0259		0.0255		0.0208		0.0303	
Hausman			181.2500	***				

P<.01; *P<.05; *P<.1

ผลการศึกษาพบว่าแต่ละกลุ่มตัวแปรมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการถือหุ้นดังต่อไปนี้

4.1.1. ลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership structure)

จากผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่าโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนการลงทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 5% พบว่าหากนักลงทุนลงทุนในบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนส่วนเกิน (Return family-Return non-family) โดยประมาณ 0.34% ต่อเดือน หรือ 4.16% ต่อปี ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีผู้พิทักษ์ (Stewardship theory) Donaldson and Davis (1991) ที่กล่าวว่าผู้ถือหุ้นใหญ่จะใช้อำนาจและหน้าที่ตรวจสอบความไม่ชอบมาพากลของผู้บริหาร (Agent) เพื่อรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

4.1.2. ตัวแปรด้านความเสี่ยง

4.1.2.1 อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้น (Book-to-Market Ratio) ตัวแปรอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้น (Book-to-Market Ratio) จากตารางที่ 3 พบว่าเมื่อบริษัทมีอัตราส่วน Book-to-Market ratio เพิ่มขึ้น 1 % จะส่งผลให้ผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยลดลง 0.9% สอดคล้องกับทฤษฎีแบบจำลอง three factors model Fama and French (1995) และเมื่อพิจารณาโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท เป็นรายโครงสร้าง จากผลสามารถแปลความหมายได้ว่าบริษัทที่โครงสร้างลักษณะครอบครัวผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นมีผลกระทบต่อตัวแปรอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้นที่มากกว่า สอดคล้องกับทฤษฎี three factors model ที่กล่าวว่า บริษัทที่นักลงทุนมองว่ามีอนาคตมากกว่าจะให้ผลตอบแทนจากการลงทุนที่มากกว่ากิจการที่เติบโตแล้ว

4.1.2.3 ขนาดของกิจการ (Log-Size) จากการศึกษาพบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อบริษัทมีขนาดเพิ่มขึ้น 1% จะส่งผลให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนเพิ่มขึ้น 0.2% ที่ระดับนัยสำคัญที่ 5% แต่ไม่พบความสัมพันธ์ขนาดของบริษัทกับผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว แต่กลับพบความสัมพันธ์ดังกล่าวในบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว

4.1.2.4 ระดับการกู้ยืมเงิน (Leverage) จากตารางพบว่าการกู้ยืมหนี้สินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อกิจการมี

การกู้หนี้สินเพิ่มมากขึ้น จะส่งผลให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นมีการปรับตัวลดลง โดยผลจากการศึกษาพบว่า เมื่อบริษัทมีการก่อหนี้เพิ่มมากขึ้น 1% จะส่งผลให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นลดลง 0.4% สอดคล้องกับทฤษฎีที่กล่าวว่าเมื่อบริษัทมีระดับการกู้ยืมหนี้สินที่เพิ่มมากขึ้น จะส่งผลให้บริษัทมีความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นตามทฤษฎี Merton and Modigliani (1958) แต่เมื่อแยกพิจารณาผลของตัวแปรเป็นรายโครงสร้าง ไม่พบว่าผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นกับบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว มีความสัมพันธ์กัน แต่กลับพบในบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว

4.1.3. โอกาสในการเติบโต (Growth opportunity)

4.1.3.1 อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน (Operating margin) จากการศึกษาพบว่าอัตราส่วนดังกล่าวสามารถอธิบายตัวแปรผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นได้อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 1% เมื่อกิจการมีอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้น 1% จะส่งผลให้ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นเพิ่มขึ้น 0.038% ต่อเดือน ซึ่งผลที่ได้รับจากการวิเคราะห์เป็นไปตามหลักการวิเคราะห์มูลค่าพื้นฐานของบริษัท (Fundamental analysis)

4.1.3.2 อัตราขายต่อสินทรัพย์ (Sales to total assets) จากผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์ สามารถอธิบายตัวแปรผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นได้อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 1% เมื่อบริษัทมีอัตราส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์เพิ่มขึ้น 1% จะส่งผลให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นเพิ่มขึ้น 0.0175% ต่อเดือน ซึ่งเป็นไปตามหลักการวิเคราะห์มูลค่าพื้นฐานของบริษัท (Fundamental analysis) แต่เมื่อวิเคราะห์ผลแยกเป็นรายโครงสร้าง กลับพบว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว ไม่มีความสัมพันธ์ของผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นกับอัตราส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์ แต่ขณะเดียวกันกลับพบความสัมพันธ์ดังกล่าวในบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว

4.1.3.3 อัตราส่วนการเติบโตของยอดขาย ในระยะเวลา 1 ปี (Sales growth 1 year) จากการศึกษาพบว่าอัตราส่วนการเติบโตของยอดขาย ในระยะเวลา 1 ปี (Sales growth 1 year) สามารถอธิบายตัวแปรผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นได้อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 10% เมื่อบริษัทมีอัตราส่วนการเติบโตของยอดขายเพิ่มขึ้น 1% จะส่งผลให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนเพิ่มขึ้น 0.0045% ต่อเดือน สอดคล้องกับหลักการวิเคราะห์มูลค่าพื้นฐานของบริษัท (Fundamental analysis)

4.2 การอภิปรายผลการศึกษา (Result Discussion)

จากการศึกษาพบว่าผลการวิเคราะห์ตัวแปร โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท (Ownership structure) มีทิศทางสอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ที่ผ่านมา โดยงานของ Eugster and Isakov (2019) พบว่าบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว ในประเทศสวิสเซอร์แลนด์ให้ผลตอบแทนจากการลงทุนมากกว่า บริษัทที่ไม่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว เช่นเดียวกับงานของ Miralles-Marcelo et al. (2013) ที่ทำการศึกษาในบริษัทจดทะเบียนประเทศโปรตุเกส พบว่าผลการศึกษาของบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว ให้ผลตอบแทนมากกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว

ในขณะที่ตัวแปรความเสี่ยงของบริษัท อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้น (Book-to-Market Ratio) มีทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมาของ French, Schwert, and Stambaugh (1987) ที่กล่าวว่า บริษัทที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้น สูง เกิดจากนักลงทุนไม่เชื่อมั่นการเติบโตในอนาคตของบริษัท ขณะที่กิจการที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้นต่ำ นักลงทุนให้ความเห็นว่าหุ้นดังกล่าวเป็นหุ้นเติบโต (Growth stock) ตัวแปรด้านขนาด (Size) การศึกษานี้ พบว่าเครื่องหมายดังกล่าวมีทิศทางสอดคล้องกับงานศึกษาของ French et al. (1987) กล่าวว่า บริษัทที่มีขนาดเล็กควรที่จะให้ผลตอบแทนจากการลงทุนมากกว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ เนื่องจากมีความเสี่ยงมากกว่าดังนั้นควรที่จะให้ผลตอบแทนสูงกว่า แต่ในขณะที่ทฤษฎีทางการเงินได้กล่าว ว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะได้เปรียบบริษัทที่มีขนาดเล็กในเรื่องการผลิต เนื่องจากขนาดของกิจการจะส่งผลให้เกิด การผลิตที่ประหยัดต่อขนาด (Economies of scale)

ขณะที่ตัวแปรอัตราส่วนการกู้ยืมเงิน มีทิศทางตรงข้ามกับผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สอดคล้องกับการศึกษาของ Hull (1999) กล่าวว่าเมื่อบริษัทกู้ยืมเงินที่สูงขึ้น จะส่งผลให้นักลงทุนกังวลถึงความเสี่ยงในอนาคตและเป็นผลให้ราคาของหุ้นในบริษัทดังกล่าวมีราคาลดลง

การศึกษาตัวแปรโอกาสเติบโตในอนาคต พบว่าตัวแปรดังกล่าวสอดคล้องกับทฤษฎีทางการเงิน โดยตัวแปรโอกาสการเติบโตมีทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น

กรณีศึกษาของ Kebriaee-zadeh, Zartab, Fatemi, and Rashmanesh (2013) กล่าวว่า อัตราส่วนทางการเงิน มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้น โดยผู้วิจัยเลือกศึกษากลุ่มตัวอย่างบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมยาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เตหะราน พบว่าการวิเคราะห์เชิงพื้นฐาน (Fundamental analysis) มีทิศทางเดียวกันกับราคาของหุ้น Witkowska (2003) ได้ศึกษา

กลุ่มบริษัทตัวอย่างในตลาดหุ้น โปแลนด์ ผลการศึกษาพบว่า การวิเคราะห์เชิงพื้นฐาน (Fundamental analysis) มีทิศทางสอดคล้องกับราคาหุ้น

ตาราง 4 ตารางแสดงการเปรียบเทียบผลการทดสอบ จากการวิเคราะห์ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น ด้วยการใช้เทคนิคการวิเคราะห์ผลแบบ Fixed effects

ตัวแปร	เครื่องหมายที่คาดหวัง	เครื่องหมายที่ได้จากการศึกษา	ความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุน
ลักษณะโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว	(+)	(+)	มีนัยสำคัญ
อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้น	(-)	(-)	มีนัยสำคัญ
ขนาดของกิจการ	(+)	(+)	มีนัยสำคัญ
อัตราส่วนการกู้ยืมเงิน	(-)	(-)	มีนัยสำคัญ
อัตรากำไรจากการดำเนินงาน	(+)	(+)	มีนัยสำคัญ
อัตรายอดขายต่อสินทรัพย์	(+)	(+)	มีนัยสำคัญ
อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ใน 1 ปี	(+)	(+)	ไม่มีนัยสำคัญ
อัตราการเติบโตของยอดขายใน 1 ปี	(+)	(+)	มีนัยสำคัญ

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

จากการศึกษาโดยใช้เครื่องมือการวิเคราะห์ที่ตัวแปรแบบ Fixed Effects และ Random Effects ในกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่อยู่และเคยอยู่ในการคำนวณดัชนี SET100 ตั้งแต่ช่วงระยะเวลาปี พ.ศ.2553-2561 จำนวนทั้งหมด 153 บริษัท โดยที่ไม่นับกลุ่มบริษัททางการเงินและบริษัทที่มีการฟื้นฟูกิจการ

เราพบว่าโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท มีความสำคัญต่อผลตอบแทนในการถือหุ้น โดยการใช้แบบจำลอง Firm Characteristic เพื่อนำมาวิเคราะห์การถดถอยในช่วงระหว่างปี 2553-2561 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่และเคยอยู่ในดัชนี SET100 จากการศึกษาพบว่านักลงทุนหากลงทุนในบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว จะได้รับผลตอบแทนส่วนเกิน (Return family – Return non-family) โดยประมาณ 0.34% ต่อเดือนหรือ 4.16% ต่อปี โดยผลการวิจัยดังกล่าว ได้ใช้วิธีการทดสอบแบบทั้ง Fixed effect model และ Random effect model ซึ่งผลที่รับมียสำคัญที่ระดับ 5 % ทั้งสองวิธีการทดสอบ

ผลทดลองสอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมา อาทิเช่นงานEugster and Isakov (2019) ที่ทำการวิจัยบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศสวิตเซอร์แลนด์ งานวิจัยของ Miralles-Marcelo et al. (2013) ที่ทำการวิจัยผ่านทางตลาดหลักทรัพย์ในประเทศโปรตุเกส ซึ่งงานวิจัยทั้งสองพบว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว สามารถสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนได้มากกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว เพราะบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว สามารถลดปัญหาทฤษฎีตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นใหญ่ที่เข้าข่ายลักษณะความเป็นเจ้าของจะเข้ามาช่วยปกป้องผลประโยชน์ผู้ถือหุ้นรายย่อย สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Donaldson and Davis (1991)

ขณะที่ตัวแปรอื่น ที่นำเข้ามาพิจารณาความสัมพันธ์ของผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นในบริษัทตามแบบจำลอง Firm Characteristic ผลจากการศึกษาพบว่าตัวแปรดังกล่าว สามารถอธิบายผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นได้เช่นกัน ยกเว้น อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (Asset growth 1 year) เพียงตัวแปรเดียวที่ไม่พบว่ามีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์

จากการศึกษาผู้วิจัยได้พบว่าบางบริษัทมีการปกปิดข้อมูลความเป็นครอบครัว ซึ่งข้อมูลดังกล่าวมีผลกระทบต่อตัวแปร โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท หรือบางบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นคนละนามสกุลกันแต่มีความสัมพันธ์ที่ใกล้ชิดกัน รวมไปถึงบางบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นใหญ่เป็นบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นผู้ถือหุ้น และหากว่าในอนาคตผู้วิจัยท่านใดสามารถเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวได้จะเป็นเรื่องดียิ่งขึ้น เพราะผลที่ได้จากงานวิจัยจะใกล้เคียงกับความจริงมากขึ้นไปอีก

5.2 ข้อเสนอแนะ

สำหรับข้อเสนอแนะครั้งต่อไป เนื่องจากการศึกษานี้เป็นเพียงการศึกษาเรื่องผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับจากการลงทุนหุ้นเปรียบเทียบกับ โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทที่แตกต่างกัน แต่ไม่ได้คำนึงถึงการแบ่งสัดส่วนการถือหุ้นออกเป็นหลายระดับ ดังนั้นจึงเป็นโอกาสอันดีในอนาคตหากต้องการศึกษาถึงระดับการถือหุ้นที่แตกต่างกันในบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว จะให้ผลตอบแทนที่แตกต่างกันหรือไม่ ต่อไปนี้ในภาพหน้า

บรรณานุกรม

- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. **Journal of Finance**, 58(3), 1301-1328. doi:10.1111/1540-6261.00567
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership. **Journal of Corporate Finance**, 14(4), 431-445. doi:10.1016/j.jcorpfin.2008.05.003
- Cella, C. (2009). Ownership Structure and Stock Market Returns. **Kelley School of Business, Indiana University Working paper**. doi:10.2139/ssrn.1267268
- Chu, W. (2009). Family ownership and firm performance: Influence of family management, family control, and firm size. **Asia Pacific Journal of Management**, 28(4), 833-851. doi:10.1007/s10490-009-9180-1
- Chui, A. C. W., & Wei, K. C. J. (1998). Book-to-market, firm size, and the turn-of-the-year effect: Evidence from Pacific-Basin emerging markets. **Pacific-Basin Finance Journal**, 6, 275-293.
- Corstjens, M., Peyer, U., & Van der Heyden, L. (2006). Performance of Family Firms: Evidence from US and European firms and investors.
- Daniel, K., Titman, S., & Wei, K. C. J. (2001). Explaining the Cross-Section of Stock Returns in Japan: Factors or Characteristics? **The Journal of Finance**, 56(2).
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. **Australian Journal of Management**, 16(1), 49-64. doi:10.1177/031289629101600103
- Edmans, A. (2011). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. **Journal of Financial Economics**, 101(3), 621-640. doi:10.1016/j.jfineco.2011.03.021
- Eugster, N., & Isakov, D. (2019). Founding family ownership, stock market returns, and agency problems. **Journal of Banking & Finance**, 107. doi:10.1016/j.jbankfin.2019.07.020

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Fahlenbrach, R. (2007). Founder-CEOs, Investment Decisions, and Stock Market Performance. **Research in Financial Economics**.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **The Journal of Finance**, 25(2), 383-417.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. **The Journal of Finance**.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1995). Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. **The Journal of Finance**, 1.
- French, K. R., Schwert, G. W., & Stambaugh, R. F. (1987). Expected stock returns and volatility. **Journal of Financial Economics**, 19.
- Harvey S., J. (1999). Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm. **International Journal of the Economics of Business**, 6(1), 41-55. doi:10.1080/13571519984304
- Hull, R. M. (1999). Leverage Ratios, Industry Norms, and Stock Price Reaction: An Empirical Investigation of Stock-for-Debt Transactions. **Financial Management**, 28(2), 32-45.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of Firm : Managerial Behavior, Agency cost and Ownership structure. **Journal of Financial Economics** 3, 305-360.
- Kebriaee-zadeh, A., Zartab, S., Fatemi, S. F., & Rashmanesh, R. (2013). Fundamentals and Stock Return in Pharmaceutical Companies: a Panel Data Model of Iranian Industry. **Iranian Journal of Pharmaceutical Sciences**, 9, 55-60.
- Lilienfeld-Toal, U. V., & Ruenzi, S. (2014). CEO Ownership, Stock Market Performance, and Managerial Discretion. **The Journal of Finance**, 69(3), 1013-1050.
doi:10.1111/jofi.12139
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. **The Journal of Finance**, 7(1), 77-91.
- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. **Journal of Corporate Finance**, 12(2), 321-341.
doi:10.1016/j.jcorpfin.2005.02.002

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Merton, H. M., & Modigliani, F. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. **The American Economic Review**, 48(3), 261-297.
- Miralles-Marcelo, J. L., Miralles-Quirós, M. d. M., & Lisboa, I. (2013). The stock performance of family firms in the Portuguese market. **Applied Financial Economics**, 23(22), 1721-1732. doi:10.1080/09603107.2013.848025
- Rosenberg, B., Reid, K., & Lanstein, R. (1985). Persuasive evidence of market inefficiency. **Journal of Portfolio Management**, 11(3), 9-16.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? **Journal of Financial Economics**, 80(2), 385-417. doi:10.1016/j.jfineco.2004.12.005
- Witkowska, M. (2003). Fundamentals and stock returns on the Warsaw Stock Exchange. **Warsaw School of Economics**, 4-06.



ภาคผนวก ก

1. ตัวแปร ที่ใช้ในงานวิจัย

1. ตัวแปรที่ใช้แทน โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว (Family Dummy) ข้อมูลเก็บจากรายงานประจำปีและแบบฟอร์ม 56-1 โดยสัดส่วนการถือครองหุ้น นับเฉพาะผู้ถือหุ้นที่มีนามสกุลเดียวกัน หรือหากเป็นกลุ่มบริษัทเราจะหาไปจนถึงผู้ถือหุ้นภายในบริษัทดังกล่าวว่าเป็นบุคคลหรือภาครัฐ หากพบว่าเป็นบุคคล และมีสัดส่วนการถือครองหุ้นที่มีนามสกุลเหมือนกันเกิน 25% เราจะให้เป็นบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว แต่ถ้าหากต่ำกว่า 25% หรือเป็นภาครัฐ เราจะถือว่าเป็นบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว
2. ผลตอบแทนหุ้นรายเดือน (Return 1 month) คำนวณจากการนำราคาปิดของแต่ละสิ้นเดือนลบด้วยราคาปิดสิ้นเดือนก่อนหน้าและหารด้วยราคาปิดสิ้นเดือนก่อนหน้า หน่วยที่ได้จะเป็นเปอร์เซ็นต์ ข้อมูลเก็บจาก Setsmart และ Eikon Reuter
3. อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ 1 ปี (Asset growth) คำนวณจากการนำ สินทรัพย์ของเดือนปัจจุบันลบกับสินทรัพย์ในเดือนเดียวกันของปีก่อนหน้าและหารด้วยสินทรัพย์ในเดือนเดียวกันของปีก่อนหน้า หน่วยที่ได้จะเป็นเปอร์เซ็นต์ ข้อมูลเก็บจาก Setsmart และ Eikon Reuter
4. อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าทางตลาดของผู้ถือหุ้น (Book-to-market) คำนวณจากการนำ มูลค่าทางบัญชีหารด้วยมูลค่าทางตลาด โดยมูลค่าทางบัญชีเก็บจากรายงานงบดุลที่นำส่งตลาดหลักทรัพย์ มูลค่าทางตลาดคำนวณได้จากการนำราคาปิด ณ สิ้นเดือนนั้นคูณด้วยจำนวนหุ้นแล้วใช้ ข้อมูลเก็บจาก Setsmart และ Eikon Reuter
5. ขนาดของกิจการ (Log-size) คำนวณจากการนำราคาปิด ณ ราคาสิ้นเดือนคูณกับจำนวนหุ้นแล้วใช้ฟังก์ชัน LN ในโปรแกรม Excel คำนวณผลที่ได้ ข้อมูลเก็บจาก Setsmart และ Eikon Reuter
6. ค่าความผันผวน (Volatility) คำนวณจากการนำราคาปิดในแต่ละวัน หักออกด้วยค่าเฉลี่ยของราคาปิดในเดือนนั้น และนำค่าที่ได้ในแต่ละวันยกกำลังสองเพื่อจัดผลลบ หลังจากนั้นรวมค่าที่ได้ของแต่ละวันเข้าด้วยกัน และนำค่าดังกล่าว มาคำนวณหาค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน

โดยใช้ฟังก์ชัน stdev ในโปรแกรม excel และค่าที่ได้จะเป็นตัวแทนของค่าความผันผวนรายเดือน ข้อมูลเก็บจาก Setsmart และ Eikon Reuter

7. อัตราส่วนสภาพคล่องของสินทรัพย์ (Amihud's illiquidity ratio) คำนวณจากการนำผลตอบแทนรายวันที่เป็นค่าสัมบูรณ์หารด้วยปริมาณซื้อ-ขายในแต่ละวัน และนำมารวมเพื่อหาค่าเฉลี่ยเพื่อทำให้เป็นรายเดือน และนำผลรวมค่าเฉลี่ยในแต่ละเดือนคูณด้วย 1 หารจำนวนวันในเดือนดังกล่าว ข้อมูลเก็บจาก Eikon Reuter
8. อัตราส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Leverage) คำนวณจากการนำหนี้สินระยะยาวหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท ข้อมูลเก็บจาก Setsmart และ Eikon Reuter
9. อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน (Operating margin) คำนวณจากการนำรายได้ก่อนหักต้นทุนทางการเงินและภาษีหารด้วยยอดขาย ข้อมูลเก็บจาก Setsmart และ Eikon Reuter
10. อัตราส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์รวม (Sales-to-asset) คำนวณจากการนำยอดขายหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท ข้อมูลเก็บจาก Setsmart และ Eikon Reuter
11. อัตราการเติบโตของยอดขาย 1 ปี (Sales growth) คำนวณจากการนำยอดขายของเดือนปัจจุบันลบกับยอดขายในเดือนเดียวกันของปีก่อนหน้าและหารด้วยยอดขายในเดือนเดียวกันของปีก่อนหน้า หน่วยที่ได้จะเป็นเปอร์เซ็นต์ ข้อมูลเก็บจาก Setsmart และ Eikon Reuter

ภาคผนวก ข.

การกระจายตัวของข้อมูลอัตราส่วนการก่อกำเนิด

