

ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนกับลักษณะโครงสร้างของกิจการที่มี
โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100)



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

พ.ศ. 2563

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนกับลักษณะโครงสร้างของกิจการที่มี
โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100)

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 11 พฤษภาคม พ.ศ. 2563

.....
ปรัชญา ทิพย์มาบุตร

ผู้วิจัย

.....
ผศ. ดร. นาริรัตน์ เตชะพิรุณทอง

Ph.D. (Finance)

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์

.....
รศ. ดร. ธาตรี จัน โคลิกา

Ph.D. (Quantitative Economics)

กรรมการสอบวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์

.....
ผศ. ดร. ดวงพร อภาศิริปี่

คณบดี

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

.....
ผศ. ดร. ปิยภัสร ธาระวานิช

Ph.D. (Economics)

กรรมการสอบวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาค้นคว้าอิสระในครั้งนี้สำเร็จลุล่วงได้อย่างสมบูรณ์ เนื่องด้วยได้รับความอนุเคราะห์จาก

ผศ. ดร. นริรัตน์ เตชพิรุณทอง อาจารย์ที่ปรึกษาการศึกษาค้นคว้าอิสระ ซึ่งได้กรุณาสละเวลาอันมีค่าให้ความรู้ คำชี้แนะ แนวคิดการทำงาน คอยให้คำปรึกษาและช่วยเหลือในด้านต่าง ๆ ตลอดจนการตรวจสอบและแก้ไขในจุดบกพร่องจนการศึกษาค้นคว้าอิสระสามารถสำเร็จลุล่วงได้ด้วยดี คณะผู้วิจัยมีความซาบซึ้งในความกรุณาและขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้ ขอกราบขอบพระคุณ รศ.ดร. ธาตรี จันทระโคติกา และ ดร. ปิยภัทร ธาระวานิช คณะกรรมการสอบผู้ซึ่งได้ให้ความกรุณาให้ข้อเสนอแนะและคำแนะนำที่เป็นประโยชน์ต่อการศึกษาค้นคว้า ตลอดจนให้ความช่วยเหลือเป็นอย่างดี ทำให้การศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้สามารถออกมาได้อย่างสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น รวมไปถึงขอขอบพระคุณคณะอาจารย์ที่วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดลทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ ให้องค์ความรู้ควบคู่ไปกับคุณธรรมจนการศึกษาสำเร็จได้ด้วยดี ขอขอบคุณเพื่อนๆที่ให้ความช่วยเหลือกันเป็นอย่างดีตลอดช่วงระยะเวลาการศึกษา

สุดท้ายนี้ ประโยชน์และคุณค่าอันใดที่พึงได้รับจากการศึกษาค้นคว้าอิสระในครั้งนี้ ขอมอบแต่บิดามารดา คณาจารย์ ตลอดจนผู้มีอุปการะคุณทุกท่าน คณะผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าการศึกษาค้นคว้าอิสระจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจ และสามารถเป็นข้อมูลหรือแนวทางเพื่อต่อยอดในการศึกษาพัฒนาให้เกิดประโยชน์ต่อไป

ปรัชญา ทิพย์มาบุตร

ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนกับลักษณะโครงสร้างของกิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100)

The relationship of stock return and family firm concentrated ownership structure of SET100

ชื่อ ปรัชญา ทิพย์มาบุตร 6150024

กจ.ม

คณะกรรมการที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ : ผศ.ดร. นริรัตน์ เตชพิรุณทอง, Ph.D. (Finance), ดร. ชาตรี
จันทร โคลิกา Ph.D., (Quantitative Economics), ดร. ปิยภัสร ธาระวานิช, Ph.D. (Economics)

บทคัดย่อ

วัตถุประสงค์ของงานวิจัยฉบับนี้เพื่อทำการศึกษาดังกล่าวถึงผลกระทบจากลักษณะโครงสร้างของ
บริษัทจดทะเบียนที่มีลักษณะโครงสร้างแบบครอบครัวกับบริษัทที่ไม่ได้มีโครงสร้างการถือหุ้น
ลักษณะครอบครัวต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าว ว่าให้ผลกระทบที่
เหมือนหรือแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยรวบรวมตัวแปรจากทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ได้แก่
ทฤษฎีตัวแทน, ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด และแบบจำลองแบบพหุตัวแปร โดยการศึกษาให้
ความสำคัญกับตัวแปรที่เป็นตัวแทนของโครงสร้างการถือหุ้นของกิจการมากที่สุด ซึ่งการศึกษา
ดังกล่าวได้มีการใช้เทคนิค Fixed effects model และ Random effects model ในการศึกษาบริษัทที่อยู่
และเคยอยู่ในการคำนวณดัชนี SET100 ระหว่างปี พ.ศ. 2553-2561 จำนวนทั้งหมด 153 บริษัทที่
เกี่ยวข้อง โดยไม่รวมธุรกิจหมวดฟู้ดและธุรกิจหมวดการเงินธนาคาร

จากผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัวให้ผลตอบแทน
จากการลงทุนในหุ้นมากกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัวโดยประมาณ
0.34% ต่อเดือนหรือ 4.16% ต่อปี โดยผลการวิจัยดังกล่าวผู้วิจัยได้ใช้วิธีการทดสอบทั้งแบบ Fixed
effect model และ Random effect model ซึ่งผลที่ได้รับมีนัยสำคัญที่ระดับ 5 % ทั้งสองวิธีการทดสอบ

นอกจากนี้สำหรับตัวแปรที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ พบว่า ขนาดของกิจการ ความผันผวนของ
หลักทรัพย์ อัตราส่วนของผู้ถือหุ้นมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด สภาพคล่องของสินทรัพย์
อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรจากดำเนินงาน อัตราการก่อหนี้ของกิจการ อัตราส่วน

ยอดขายต่อสินทรัพย์ และ อัตราการเติบโตของยอดขาย เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น



สารบัญ

หน้า

กิตติกรรมประกาศ

บทคัดย่อ

บทที่ 1 บทนำ

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา 1

วัตถุประสงค์ในการศึกษา 2

ขอบเขตงานวิจัย 2

บทที่ 2 แนวความคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง 4

การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง 6

สมมติฐานงานวิจัย 11

บทที่ 3 กลุ่มตัวอย่างในการศึกษา แหล่งข้อมูล ตัวแปรและวิธีการวิจัย

กลุ่มตัวอย่างในการศึกษา 12

ตัวแปรที่เกี่ยวข้อง 12

วิธีการทางสถิติ 19

บทที่ 4 ผลการวิจัย และการวิเคราะห์ข้อมูล

ผลการวิจัย 20

การอภิปรายผลการศึกษา 24

บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

สรุปผลการวิจัย 26

ข้อเสนอแนะ 27

ภาคผนวก 31

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

มีการศึกษาจำนวนมากที่ได้ทำการศึกษาถึงความแตกต่างระหว่าง บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัวกับบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว โดยการศึกษาส่วนใหญ่มักจะเลือกศึกษาผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) กับมูลค่าของบริษัท (Tobin's Q) ซึ่งเป็นการวัดผลตอบแทนโดยตรงจากการบริหาร โดยเทียบกับโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท แต่ยังมีจำนวนน้อยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของการถือหุ้น (Stock performance) ซึ่งเป็นการเปลี่ยนแปลงในด้านราคาของหลักทรัพย์ในตลาดกับโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทจากความเป็นเจ้าของกิจการ โดยบุคคลหรือคณะบุคคลที่มีสัดส่วนการถือหุ้นเป็นจำนวนมากว่าปัจจัยดังกล่าวมีผลต่อประสิทธิภาพในการบริหารหรือประสิทธิภาพในการดำเนินงานซึ่งสะท้อนจากราคาหลักทรัพย์หรือไม่ และเนื่องจากเช่นเดียวกับการศึกษาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในงานวิจัยจำนวนมากก่อนหน้านี้ ตัวแปรอื่น ๆ ที่พบว่ามีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่สะท้อนถึงผลตอบแทนของหลักทรัพย์จึงถึงนำมาพิจารณาเพื่อพิจารณาเพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุนด้วย

ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงใช้หาความสัมพันธ์ของตัวแปร โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression) และเทคนิคการวิจัยแบบ Fixed Effect model และ Random effect model ในการศึกษาว่าโครงสร้างการถือหุ้นตามลักษณะแบบครอบครัว มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นหรือไม่ โดยผลตอบแทนจากการลงทุนโดยใช้ผลตอบแทนรายเดือนในการศึกษา ซึ่งคิดจากผลการเปลี่ยนแปลงของเดือนปัจจุบันเทียบกับเดือนก่อนหน้า โดยกลุ่มตัวอย่างวิจัยใช้ บริษัทหลักทรัพย์ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่และเคยอยู่ในการคำนวณดัชนี SET100 ระหว่างปี พ.ศ. 2553-2561 โดยยกเว้นบริษัทในกลุ่มสถาบันการเงินและบริษัทในกลุ่มที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ

ซึ่งผลการศึกษาพบว่าตัวแปรที่มุ่งศึกษาที่กำหนดเป็นตัวแปรสุ่มบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัวให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น มากกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว โดยบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว จะส่งผลให้ได้รับผลตอบแทนส่วนเกิน (Return family – Return non-family) โดยประมาณ 0.34% ต่อเดือนหรือ

4.09% ต่อปี โดยผลการวิจัยดังกล่าวผู้วิจัยได้ใช้วิธีการทดสอบแบบทั้ง Fixed effect model และ Random effect model ซึ่งผลที่ได้รับมีนัยสำคัญที่ระดับ 5 % ทั้งสองวิธีการทดสอบ

และผลการศึกษาค่าตัวแปรอื่นที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นตัวแปรที่มีผลต่อผลตอบแทนของกิจการที่ได้กล่าวไปแล้วในข้างต้น เช่น ขนาดของกิจการ, ความผันผวนของหลักทรัพย์, อัตราส่วนของผู้ถือหุ้นมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด, สภาพคล่องของสินทรัพย์, อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรจากดำเนินงาน, อัตราการก่อหนี้ของกิจการ, อัตราส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์ และ อัตราการเติบโตของยอดขาย เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นมีความสอดคล้องไปในทิศทางเดียวกันกับงานวิจัยหลาย ๆ งานก่อนหน้านี้สำหรับกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาดไทยที่ได้นำมาทำการศึกษา

1.2 วัตถุประสงค์ในการศึกษา

เพื่อมุ่งศึกษาถึงความสำคัญลักษณะทางโครงสร้างของกิจการในรูปแบบของกิจการที่มีความเป็นธุรกิจแบบครบวงจร ถึงผลกระทบต่อผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ว่ามีหรือไม่อย่างไรในตลาดไทย เพื่อที่จะได้นำผลลัพธ์จากการศึกษานั้นจะได้เป็นส่วนประกอบในการตัดสินใจสำหรับการเลือกลงทุนในกิจการต่าง ๆ ต่อไปในอนาคต

1.3 ขอบเขตงานวิจัย

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

2. ผู้วิจัยได้เลือกใช้ตัวแปรตาม เป็นผลตอบแทนของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งมีระยะเวลาในการคำนวณผลตอบแทนคือ 1 เดือน

3. ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับผู้ถือหุ้นและ โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท นำมาจากแหล่งข้อมูลที่มีการเปิดเผยใน รายงานประจำปีของบริษัทและเอกสาร 56-1 ที่มีการรายงานต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4. กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยไม่ได้รวมบริษัทที่มีลักษณะดังต่อไปนี้

- (1) กิจการที่จดทะเบียนอยู่ในกลุ่มการเงินและธนาคาร
- (2) กิจการที่เข้าสู่กระบวนการฟื้นฟูบริษัท

- (3) กิจการที่ผู้วิจัยไม่สามารถเข้าถึงข้อมูลได้จากรายงานประจำปีและ

เอกสาร 56-1



บทที่ 2

แนวความคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)

จากการศึกษาเรื่องโครงสร้างลักษณะการถือหุ้น พบว่าการศึกษาที่ผ่านมามีการใช้ทฤษฎีทางการเงินต่าง ๆ เข้ามาอธิบายผลการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทที่มีลักษณะโครงสร้างครอบครัว การศึกษานี้จึงได้ทำการรวบรวมทฤษฎีดังกล่าว เพื่อนำมาใช้เป็นตัวกำหนดปัจจัยที่ใช้อธิบายผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัวต่อไป

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

เสนอว่าปัญหาตัวแทน (Agency problem) เป็นตัวแปรหนึ่งที่มีผลกระทบต่อการทำงานของบริษัท โดยการศึกษาที่ผ่านมาเชื่อว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัวจะช่วยลดปัญหาตัวกลางได้ เพราะผู้เป็นเจ้าของมีอำนาจคอยตรวจสอบการบริหารงานของตัวแทนอย่างเคร่งครัด ซึ่งการกระทำดังกล่าวจะช่วยลดปัญหาความสนใจที่ขัดแย้ง (Conflict of interest) และขณะในเดียวกัน ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ยังมีอำนาจพิจารณาการทำงานของตัวกลางได้ด้วย ซึ่งหากว่าตัวกลางดังกล่าวไม่มีคุณสมบัติเหมาะสมกับงานที่ทำ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะสามารถเสนอปลดออกจากตำแหน่ง และหาคนที่เหมาะสมกว่ามาดำรงตำแหน่งแทน ซึ่งเป็นการช่วยลดปัญหาการเลือกตัวแทนที่ไม่เหมาะสมได้อีกทางหนึ่ง (Adverse Selection) และเนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัวเป็นผู้ที่มีส่วนได้เสียโดยตรงกับผลประโยชน์ของบริษัท ดังนั้น จึงมีความต้องการที่จะทำให้บริษัทมีผลกำไรมากขึ้น 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

แต่ถึงกระนั้นประสิทธิภาพของตลาดก็ไม่ได้มีอยู่ตลอดเวลา 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 French 3-factor model) 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 และบริษัทที่มีอนาคตที่ดีคือบริษัทที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชี ต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้นต่ำ ควรจะมีความเสี่ยงที่น้อยกว่า เพราะนักลงทุนคาดการณ์ว่าบริษัท ดังกล่าวมีอนาคตที่ดี ดังนั้นผู้วิจัยจึงเห็นว่าแบบจำลองดังกล่าวสามารถที่จะนำมาอธิบาย ผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ได้เช่นเดียวกัน

2.1.4 แนวคิดเกี่ยวกับสภาพคล่องและผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นในตลาด หลักทรัพย์

เสนอว่าความเสี่ยงจากสภาพคล่อง เป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนจาก การลงทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ โดยปกติแล้วตลาดที่มีสภาพคล่องจะหมายถึงนักลงทุนสามารถ ซื้อ-ขาย แลกเปลี่ยนสินทรัพย์กันได้อย่างรวดเร็วและมีต้นทุนต่ำ ซึ่งพิจารณาได้จากส่วนต่างราคา เสนอซื้อ-ขาย (Bid-ask spread) ที่มีความกว้างน้อย แต่หากว่าตลาดมีสภาพคล่องต่ำการซื้อ-ขาย แลกเปลี่ยนสินทรัพย์ต้องใช้ช่วงระยะเวลาหนึ่งจึงจะมีการซื้อ-ขาย เกิดขึ้น และมีต้นทุนที่สูง เพราะ นักลงทุนต้องการผลตอบแทนที่ชดเชยความเสี่ยงที่นักลงทุนจะได้รับ

2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies)

จากการศึกษาที่ผ่านมา ผู้วิจัยได้มีการอ้างอิงงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีต เพื่อนำมาใช้เป็นแนวทางในการศึกษาหาข้อมูลเพิ่มเติมและสนับสนุน งานวิจัยเรื่องผลการดำเนินงานในการลงทุน หุ่นกับความสัมพันธ์ของบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว ซึ่งการศึกษารวบรวมได้ดังต่อไปนี้

2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)

Eugster and Isakov (2019) ได้มีการศึกษาเกี่ยวกับผลตอบแทนของการถือหุ้นแบบรายเดือนระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวและบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวในประเทศสวิตเซอร์แลนด์ 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-ขายดังกล่าวเป็นการซื้อ-ขาย แบบปราศจากค่าธรรมเนียม ผลปรากฏว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว โดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัทที่มีขนาดเล็กที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัวจะให้ผลตอบแทนที่โดดเด่นมากกว่าบริษัทอื่น 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 ยิ่งผู้บริหารมีส่วนในกิจการมาก จะส่งผลให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนมากขึ้น

Corstjens, Peyer and Van der Heyden (2006) ได้มีการทำวิจัยเกี่ยวกับผลตอบแทนที่แตกต่างกันระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวและบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว ในประเทศและภูมิภาคต่างกัน ได้แก่ ประเทศสหรัฐอเมริกา เยอรมัน ฝรั่งเศส และอังกฤษ เพื่อต้องการศึกษาว่า บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว 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) ได้มีการศึกษาบริษัทที่อยู่ในตลาดหุ้นประเทศสหรัฐอเมริกา 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 พบว่าบริษัทที่มี

โครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว ให้ผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นมากกว่า บริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว โดยนักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนส่วนเกินจากการลงทุนในบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวประมาณ 0.27% ต่อเดือน

Fahlenbrach (2007) ได้มีการศึกษาบริษัทขนาดใหญ่ที่จดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกาจำนวนทั้งหมด 2,327 บริษัท ช่วงระยะเวลาศึกษาปี 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 และบริษัทที่มีมูลค่าเพิ่มมากกว่า (Value Premium) บริษัทที่เป็นแบบ Passive Firm แต่ถึงอย่างไรก็ตามบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวทั้งสองแบบ ยังคงมีมูลค่าเพิ่มของบริษัท (Value Premium) มากกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว

Harvey S. (1999) ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวจะมีการลงทุนที่มีประสิทธิภาพมากกว่า มีการลงทุนที่ระยะเวลายาวนานกว่า และความเสียหายที่น้อยกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว

Andres (2008) ได้มีการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศเยอรมันจำนวนทั้งหมด 275 บริษัท เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการดำเนินงานของกิจการกับลักษณะโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัวจะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว

ในกรณีที่มีสมาชิกหนึ่งในครอบครัวมีหน้าที่และอำนาจในการตัดสินใจภายในบริษัท หากปราศจากเงื่อนไขดังกล่าวแล้ว บริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว จะมีผลการดำเนินงานกิจการที่ต่ำกว่า

Chu (2009) ได้มีการวิจัยกลุ่มตัวอย่างในประเทศไต้หวัน จำนวนทั้งหมด 786 บริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไต้หวัน ช่วงระยะเวลา ค.ศ.2002-2007 เพื่อศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานและการถือหุ้นแบบครอบครัว ผลจากการศึกษาพบว่าเมื่อบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว และมีหนึ่งในสมาชิกของครอบครัวเข้ามาดำรงตำแหน่งสำคัญๆ ในบริษัท อาทิเช่น ผู้บริหาร กรรมการ ผู้จัดการระดับสูง จะส่งผลให้บริษัทดังกล่าวมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น แต่ในทางกลับกันหากว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะแบบครอบครัว แต่ไม่มีสมาชิกคนใดเลยดำรงตำแหน่งสำคัญในบริษัท บริษัทดังกล่าวจะส่งผลการดำเนินงานที่อ่อนแอลงโดยเปรียบเทียบ

2.2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพ

(Edmans, 2011) ได้มีการศึกษาประสิทธิภาพของตลาด เก็บข้อมูลเปิดเผยจากบริษัทที่ถูกจัดอันดับใน 100 บริษัทที่ดีที่สุดในอเมริกา ช่วงระยะเวลาการศึกษาปีค.ศ. 1984-2009 เพื่อนำมาสร้างกลยุทธ์ในการลงทุน โดยใช้แบบจำลอง 4 ปัจจัย (Four-factor model) ผลการศึกษาพบว่า ข้อมูลเปิดเผยสามารถนำไปสร้างกลยุทธ์การลงทุน และนักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนได้มากกว่าอุตสาหกรรมเปรียบเทียบโดยประมาณ 2.1% ต่อปี Lilienfeld-Toal and Ruenzi (2014) ได้มีการใช้ข้อมูลสาธารณะที่มีการเปิดเผยในรายงานประจำปี เกี่ยวกับระดับการถือหุ้นของผู้บริหาร ผลจากการศึกษาพบว่าข้อมูลสาธารณะดังกล่าวสามารถนำมาสร้างกลยุทธ์ เพื่อให้ผลตอบแทนส่วนเกินแก่นักลงทุน โดยประมาณ 4%-10% ต่อปี

2.2.3 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับแบบจำลองสามปัจจัย

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

อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้นต่ำ (Book-to-Market Ratio) จะให้ผลตอบแทนที่ต่ำ

Chui and Wei (1998) ได้มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นกับอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้น (Book-to-Market Ratio) และขนาดของกิจการ (Size) ในตลาดประเทศเกิดใหม่จำนวน 5 ประเทศ ได้แก่ ประเทศไทย ฮองกง เกาหลีใต้ มาเลเซีย และ ไต้หวัน ผลการศึกษาพบว่า มีเพียงประเทศฮองกง ที่ตัวแปรอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้น (Book-to-Market Ratio) สามารถอธิบายผลของตัวแปรตามได้ ขณะที่ขนาดของกิจการพบว่าบริษัทขนาดใหญ่ในประเทศฮองกง ให้ผลตอบแทนดีกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก ในทางตรงกันข้ามพบว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กในประเทศเกาหลีใต้ให้ผลตอบแทนมากกว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่

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

2.2.4 การศึกษาเชิงประจักษ์เกี่ยวข้องกับสภาพคล่องของสินทรัพย์ (Liquidity Risk)

Pástor and Stambaugh (2003) ได้ทำการศึกษาโดยใช้กลุ่มตัวอย่างจากหุ้นที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์เน็สแดค ช่วงระยะเวลาการศึกษาปี ค.ศ. 1966-1999 ซึ่งตัวแปรตามจากการศึกษาคือผลตอบแทนรายเดือนเปรียบเทียบกับสภาพคล่องของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่าหุ้นที่มีสภาพคล่องที่สูงจะให้ผลตอบแทนมากกว่าหุ้นที่มีสภาพคล่องต่ำโดยประมาณ 7.5% ต่อปี

Acharya and Pedersen (2005) ได้ทำการศึกษาความเสี่ยงของสภาพคล่องของหุ้นโดยใช้แบบจำลอง CAPM นำมาประยุกต์เป็นแบบจำลองเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการศึกษา โดยการศึกษาได้ใช้กลุ่มตัวอย่างจากดัชนี CRSP มาคำนวณเปรียบเทียบระหว่างผลตอบแทนรายวันกับปริมาณการซื้อขาย ช่วงระยะเวลาการศึกษาเริ่มตั้งแต่ปี ค.ศ. 1962-1999 จากการศึกษาพบว่า เมื่อนักลงทุนตระหนักถึงความเสี่ยงของสภาพคล่องของหุ้นจะส่งผลให้นักลงทุนเรียกร้องผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยง เป็นผลให้ผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นมีความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับสภาพคล่องของสินทรัพย์ แต่หากว่าความเสี่ยงของสภาพคล่องเป็นความเสี่ยงที่นักลงทุนไม่ได้ตระหนักว่าจะเกิดขึ้นหรือมีอยู่ หากสภาพคล่องดังกล่าวลดลงจะส่งผลให้ผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นมีผลการ

ดำเนินงานลดลงด้วย เพราะนักลงทุนจะเลือกขายหุ้นดังกล่าวเพื่อไปลงทุนในสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องและปลอดภัยมากกว่า

2.3 สมมติฐานงานวิจัย

Eugster and Isakov (2019) และ Miralles-Marcelo et al. (2013) พบว่างานวิจัยดังกล่าวได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทกับผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ 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

กลุ่มตัวอย่างในการศึกษา แหล่งข้อมูล ตัวแปรและวิธีการวิจัย

3.1 กลุ่มตัวอย่างในการศึกษา

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้เคยถูกนำมาใช้ในการคำนวณดัชนี SET100 ระหว่างปี พ.ศ. 2553-2561 ระยะเวลารวมทั้งหมด 9 ปี โดยข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยไม่รวมกลุ่มของบริษัทในอุตสาหกรรมการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วยธุรกิจ ธนาคาร ธุรกิจทางการเงิน ธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิตซึ่งมีโครงสร้างทางการเงินและการกำกับดูแลที่แตกต่างจากธุรกิจอื่น ๆ รวมถึงบริษัทที่อยู่ในระหว่างหรือผ่านการฟื้นฟูกิจการเนื่องจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่มีลักษณะที่ผิดปกติ จึงเหลือบริษัทที่นำมาใช้ในการศึกษาวิจัยจำนวนทั้งสิ้น 153 บริษัท จากจำนวนทั้งหมด 205 บริษัท ตามกรอบของการศึกษาข้างต้น

3.2 แหล่งข้อมูล

มีการเก็บข้อมูลที่เกี่ยวข้องสำหรับงานวิจัยจากแหล่งข้อมูลอันได้แก่ SETSMART, REUTER EIKON เพื่อนำตัวแปร หรือผลลัพธ์จากตัวแปรที่เกี่ยวข้องจากฐานข้อมูลข้างต้น มาทำการศึกษาผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายเดือนเปรียบเทียบกับลักษณะของโครงสร้างการถือหุ้นของกิจการซึ่งเป็นตัวแปรหลักที่มุ่งทำการศึกษา รวมถึงตัวแปรอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องว่ามีผลทำให้ผลตอบแทนของบริษัทเพิ่มขึ้นหรือลดลงหรือไม่ โดยเราสามารถจำแนกตัวแปรต่าง ๆ ออกได้เป็นดังต่อไปนี้

3.3 ตัวแปรที่เกี่ยวข้อง

3.3.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นรายเดือน (Monthly Stock performance)

ตัวแปรดังกล่าวคือ ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นของบริษัท (i) โดยคำนวณจากราคาปิดของเดือนปัจจุบัน(t) หักออกด้วยราคาปิดของเดือนก่อน (t-1) และหารด้วยราคาปิดของเดือน

ก่อน (t-1) ตามวิธีการศึกษาของ Eugster and Isakov (2019) ซึ่งราคาปิดของกิจการผู้วิจัยเก็บข้อมูลได้จากฐานข้อมูลของ Reuter Eikon

3.3.2 ตัวแปรต้นหรือตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

ลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership structure)

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

ผู้วิจัยจะนับว่าเป็นบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว เมื่อสัดส่วนการถือครองหุ้น มีเกินกว่า 25% ไม่ว่าจะเป็น บุคคล ซึ่งอาจจะเป็นคนคนเดียว หรือกลุ่มบุคคลที่มีนามสกุลเหมือนกัน แต่หากว่าเป็นบริษัทจดทะเบียนนอกตลาดหลักทรัพย์เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ในบริษัทดังกล่าว ผู้วิจัยจะค้นหาไปจนถึงต้นตอของการถือหุ้นว่าบริษัทดังกล่าวถูกจัดตั้งและถือครองโดยใคร และมีนามสกุลที่เหมือนกันหรือไม่ โดยทั้งนี้ผู้วิจัยจะไม่นับว่าการถือครองหุ้นโดยภาครัฐเป็นบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว แม้บริษัทจะมีสัดส่วนการถือครองเกินกว่า 25% ก็ตาม แต่จะให้การถือครองของภาครัฐ เข้าข่ายตามลักษณะ บริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว เช่นเดียวกันกับบริษัทที่มีการถือครองหุ้นที่ต่ำกว่า 25% โดยบุคคล ซึ่งอาจจะเป็นคนคนเดียว หรือกลุ่มบุคคลที่มีนามสกุลเหมือนกัน รวมไปถึงบริษัทจดทะเบียนนอกตลาดหลักทรัพย์ด้วย ผู้วิจัยจะให้ตัวแปรดังกล่าวเป็นบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว โดยผู้วิจัยได้ใช้ข้อมูลของผู้ถือหุ้นใหญ่ 10 อันดับแรกของบริษัท ตั้งแต่ช่วงปี พ.ศ. 2553-2561 เป็นช่วงเวลาวิจัย

ความเสี่ยงและผลตอบแทน (Risk)

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

อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้น (Book-to-Market Ratio)

มูลค่าทางบัญชีของบริษัทต่อมูลค่าตลาดส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ (Book to market ratio) ซึ่งสะท้อนถึงมูลค่าของกิจการ (Value effect) ที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งจากงานวิจัยของ Fama and French (1992) กล่าวว่า ปัจจัยหนึ่งในการวัดความเสี่ยงต่อผลตอบแทนจากการลงทุนคืออัตราส่วนมูลค่าผู้ถือหุ้นทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด ตัวแปรดังกล่าวเมื่อพิจารณาควบคู่กับขนาดของบริษัทสามารถอธิบายผลตอบแทนต่อความเสี่ยงได้ เมื่อกิจการมีมูลค่าทางบัญชีของบริษัทต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญที่สูง สามารถตีความได้ว่าหุ้นดังกล่าว นักลงทุนไม่เชื่อมั่นในอนาคตของหุ้น จึงทำให้ราคาของหุ้นตกลง เป็นผลทำให้อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของบริษัทต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญมีค่าที่สูง ในทางกลับกันหากว่าหุ้นดังกล่าว นักลงทุนมองว่าเป็นหุ้นที่มีโอกาสเติบโต อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของบริษัทต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญควรจะต้องมีค่าต่ำ เพราะนักลงทุนยินดีที่จะซื้อหุ้นดังกล่าวในราคาที่สูง เราจึงสรุปได้ว่า Book-to-market ratio มีความสัมพันธ์กับราคาของหุ้น

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)

ระดับการกู้ยืมเงิน (Leverage)

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

ตามทฤษฎี Merton and Modigliani (1958) กล่าวว่าเมื่อบริษัทมีการกู้หนี้เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้บริษัทมีผลตอบแทนที่มากขึ้น เนื่องจากได้ผลประโยชน์จากการประหยัดภาษี แต่ขณะเดียวกันงานวิจัยของ Hull (1999) กล่าวว่า เมื่อบริษัทมีการกู้ยืมเงินที่สูงขึ้น จะส่งผลให้ราคาของหุ้นในบริษัทดังกล่าว มีราคาตกลงต่ำกว่าการกู้เงินที่เพิ่มขึ้น มากกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม ในขณะเดียวกัน Anderson and Reeb (2003) กล่าวว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก มีแนวโน้มที่จะกู้เงินในต้นทุนที่แพงกว่า และการกู้เงินจะส่งผลกระทบต่อราคาของหุ้นของบริษัท ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่าการกู้ยืมเงินที่เพิ่มขึ้น มีผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์

ความผันผวน (Volatility)

ตัวแปรใช้วัดความเสี่ยงของสินทรัพย์ คำนวณจากราคาปิดของหลักทรัพย์ในแต่ละวัน หักออกด้วยค่าเฉลี่ยของราคาปิดในเดือนนั้น และนำมายกกำลังสองเพื่อจัดผลลบ นำผลที่ได้ในแต่ละวันทั้งหมดมารวมกันและหารด้วยจำนวนวันในเดือนนั้น หลังจากได้ค่าดังกล่าวแล้ว นำมาหาค่าความผันผวน โดยใช้สูตรหาค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนหลักทรัพย์ เพื่อหาค่าผันผวนรายเดือน (Standard deviation) ตามงานศึกษาก่อนหน้า Eugster and Isakov (2019)

งานวิจัยของ French, Schwert and Stambaugh (1987a) กล่าวว่า ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของสินทรัพย์และความผันผวน มีความสัมพันธ์ต่อกันอย่างมีนัยสำคัญ

สภาพคล่องในการซื้อขาย (Amihud's illiquidity ratio)

ตัวแปรใช้วัดสภาพคล่องของสินทรัพย์ คำนวณจากค่าสัมประสิทธิ์ของผลตอบแทนหลักทรัพย์รายวันเทียบกับปริมาณการซื้อขายรายวันของแต่ละวัน แล้วนำมาหารเพื่อหาค่าเฉลี่ยรายเดือนของหลักทรัพย์

รูปแสดงสูตรการคำนวณค่า Amihud's

$$Amihud_{mt} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^t \frac{|r_{dt}|}{Volume_{dt}}$$

โดยที่	r_{dt}	คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายวัน
	$Volume_{dt}$	คือ ปริมาณซื้อขายของหลักทรัพย์ในแต่ละวันในรูปของเงินบาท
และ	n	คือ จำนวนวันที่มีการซื้อขายของหลักทรัพย์ในแต่ละเดือน

เนื่องจากข้อมูลของกลุ่มตัวอย่าง มีการกระจุกตัวกันเป็นจำนวนมาก ผู้วิจัยจึงทำการสร้างตัวแปรหุ่น โดยแบ่งออกเป็นสองกลุ่ม และใช้เกณฑ์ในการแบ่งที่ระดับเปอร์เซ็นต์ที่ 90% หากมีค่ามากกว่า 0.0033 ตัวแปรหุ่นจะมีค่าเท่ากับ 1 หากน้อยกว่าตัวแปรหุ่นจะมีค่าเท่ากับ 0

Amihud (2002) กล่าวว่า สภาพคล่องของสินทรัพย์ มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของสินทรัพย์ เมื่อสินทรัพย์มีสภาพคล่องที่ลดลงจะส่งผลให้นักลงทุนคาดหวังผลตอบแทนที่สูงขึ้น เนื่องมาจากการการขาดสภาพคล่องเป็นความเสี่ยง และควรชดเชยด้วยผลตอบแทนที่สูงขึ้น แต่หากเป็นการขาดสภาพคล่องที่นักลงทุนไม่ได้คาดหวัง เมื่อหลักทรัพย์มีสภาพคล่องลดลงจะส่งผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ลดลงไปด้วย เนื่องจากนักลงทุนจะเลือกขายสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำไปสู่สินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องที่สูงกว่า (flight to liquidity)

อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน (Operating margin)

อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน มีแนวโน้มจะสัมพันธ์กับราคาหุ้นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากอัตรากำไรจากการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น แปลความหมายได้ว่าบริษัทมีต้นทุนการผลิตที่ลดลง หรือบริษัทสามารถขายสินค้าราคาสูงกว่าคู่แข่งได้ในอุตสาหกรรมเดียวกัน

อัตราส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์ (Sales to total assets)

อัตราส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์ คือความสามารถในการขายของบริษัทเทียบกับสินทรัพย์ที่มีอยู่ เมื่ออัตราส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์มีค่ามากขึ้น แปลความหมายได้ว่ากิจการมีการใช้สินทรัพย์มีประสิทธิภาพมากขึ้น

อัตราส่วนการเติบโตของสินทรัพย์ ในระยะเวลา 1 ปี (Asset growth 1 year)

อัตราส่วนการเติบโตของสินทรัพย์ ในระยะเวลา 1 ปี เป็นการสะท้อนการเติบโตของสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น เมื่อบริษัทมีการเติบโตมากขึ้น บริษัทจะมีความสามารถในการผลิตที่ประหยัดขึ้น (Economy of Scale) ส่งผลให้บริษัทมีกำไรมากขึ้นจากการดำเนินงาน

อัตราส่วนการเติบโตของยอดขาย ในระยะเวลา 1 ปี (Sales growth 1 year)

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

ตารางที่ 1 แสดงสรุปตัวแปรที่เกี่ยวข้องสำหรับการทดสอบเป็นกลุ่มต่าง ๆ ได้ดังนี้

กลุ่มตัวแปร	ชนิดตัวแปร	ตัวย่อ	ความสัมพันธ์กับราคาของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์
ลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership structure)	สัดส่วนการถือครองหุ้นโดยใช้เกณฑ์ในการวัดที่ระดับ 25%	- Fam หากกิจการดังกล่าวมีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว - Nfam หากกิจการดังกล่าวไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว	(+)
ตัวแปรความเสี่ยง	อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้น (Book-to-Market Ratio)	BTM	(-)
	ขนาดของกิจการ (Log-Size)	L-size	(+)
	ความผันผวน (Volatility)	Vol	(+)
	อัตราส่วนระดับการกู้ยืมเงิน (Leverage)	Lev	(-)
สภาพคล่องในการซื้อขาย	(Amihud's illiquidity ratio)	Amihud's	(-)
โอกาสในการเติบโต (Growth opportunity)	อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน (Operating margin)	OPM	(+)
	อัตราส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์ (Sales to total assets)	STA	(+)
	อัตราส่วนการเติบโตของสินทรัพย์ ในระยะเวลา 1 ปี (Asset growth 1 year)	AG_1	(+)
	อัตราส่วนการเติบโตของยอดขาย ในระยะเวลา 1 ปี (Sales growth 1 year)	SG_1	(+)

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

ตารางที่ 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
Vol	Nfam	5,660	1.9482	1.0253	1.7349	0.0000	9.8004
	Fam	7,462	2.0651	1.0021	1.8741	0.2278	10.8834
Amihud's	Nfam	5,660	0.1023	0.3031	0.0000	0.0000	1.0000
	Fam	7,462	0.1059	0.3077	0.0000	0.0000	1.0000
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

3.4 วิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method)

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

เป้าหมายหลักของงานวิจัยครั้งนี้คือ การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทกับผลการดำเนินงานของหุ้นที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นแบบจำลองที่ใช้ในการทำการทดสอบ วิธีการสมการถดถอยหลายตัวแปร (Multiple regression model) มีดังนี้

$$R_{it} = \alpha_i + b_i X_{it} + c_i Z_{it} + e_{it}$$

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

ผลการวิจัย และการวิเคราะห์ข้อมูล

4.1 ผลการวิจัย

จากการวิเคราะห์การถดถอยแบบหลายตัวแปร (Multivariate regression) ของความสัมพันธ์ระหว่างกิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวและกิจการที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นที่แบบครอบครัวกับผลการดำเนินงานของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ (stock performance) โดยการใช้แบบจำลอง Characteristic approach ผลการวิจัยซึ่งแสดงในตารางด้านล่าง โดยผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์สมการถดถอยออกเป็นสองแบบคือ Fixed-effect Model และ Random-effect model โดยในตารางคอลัมน์แรกผู้วิจัยได้แสดงผลการทดลองที่มีการใช้แบบจำลอง Random-effect model และแบบจำลอง Fixed-effect model ในคอลัมน์ที่สอง และผู้วิจัยได้มีการวิเคราะห์การถดถอยของตัวแปรอื่น ๆ โดยแบ่งออกเป็นกิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวกับกิจการที่ไม่มีการถือหุ้นแบบครอบครัวเพียงอย่างเดียวอย่างใดอย่างหนึ่ง

จากตารางเราพบว่าโมเดลแบบจำลองทั้งสองให้ผลการวิจัยว่า กิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวให้ผลตอบแทนที่ดีกว่ากิจการที่ไม่มีการถือหุ้นแบบครอบครัวอย่างมีนัยยะสำคัญ (ที่ระดับ 5%) โดยกิจการที่มีการถือหุ้นตามลักษณะโครงสร้างแบบครอบครัวนั้นจะให้ผลตอบแทนโดยประมาณที่มากกว่ากิจการที่ไม่มีการถือหุ้นตามลักษณะโครงสร้างแบบครอบครัวอยู่ 0.34% ต่อเดือนหรือ 4.09% ต่อปี

นอกจากนั้นผู้วิจัยยังพบว่ากิจการที่มีโครงสร้างกิจการแบบครอบครัวและกิจการที่ไม่ได้มีโครงสร้างแบบครอบครัวมีระดับความเสี่ยงต่อตัวแปรอื่น ๆ ที่แตกต่างกัน จากการทดสอบ Hausman Test ผู้วิจัยจึงเลือกใช้แบบจำลอง Fixed effect model ในการวิเคราะห์ความเสี่ยงที่แตกต่างกันของแต่ละประเภท ซึ่งจากการวิเคราะห์ผู้วิจัยพบว่ากิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวมีความเสี่ยงมากกว่ากิจการที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวโดยเปรียบเทียบโดยมีตัวแปร Book-to-market ratio จากตารางเราจะพบว่ากิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวนั้นมีความเสี่ยงที่มากกว่ากิจการที่ไม่มีการถือหุ้นแบบครอบครัว ซึ่งสอดคล้องไปกับทฤษฎีของ (EUGENE F. FAMA & FRENCH, 1992) กล่าวว่าหุ้นที่เป็นหุ้นเติบโตมีแนวโน้มที่อัตรา Book-to-market จะต่ำกว่าหุ้นที่ไม่ใช่หุ้นเติบโตหรืออีกนัยหนึ่งคือ หุ้นที่ไม่ใช่หุ้นเติบโตจะมีอัตรา Book-to-market สูงกว่าหุ้นเติบโต จากงานเขียนของ (Stein, 1988) กล่าวว่ากิจการที่มีโครงสร้างการ

ถือหุ้นแบบครอบครัวมีแนวโน้มที่จะลงทุนในระยะยาวมากกว่าระยะสั้น โดยเหตุผลเพื่อส่งต่อธุรกิจให้กับสมาชิกรุ่นหลังต่อไป

ตาราง 3: ตารางแสดงผลการวิจัย โดยใช้วิธีแบบจำลอง Firm-characteristic

ผลจากการวิเคราะห์การถดถอยแบบวิธี Fixed-effect model และ Random-effect model โดยจำนวนของกลุ่มตัวอย่างข้อมูลบริษัทที่อยู่หรือเคยอยู่ในดัชนีที่ใช้แสดงระดับราคาหุ้นสามัญ 100 ตัว ระหว่างปี พ.ศ.2553-2561รวมทั้งสิ้น 13,122 กลุ่ม ตัวแปรที่ผู้วิจัยสนใจมากที่สุดคือตัวแปรหุ่นที่เป็นตัวแทนของบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัวและบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว ซึ่งปรากฏอยู่ในคอลัมน์ที่ 1 และ 2 และผู้วิจัยได้ทำการทดสอบผลกระทบของตัวแปรที่มีต่อโครงสร้างการถือหุ้นของแต่ละโครงสร้าง จัดแสดงอยู่ในคอลัมน์ที่ 3 และ 4 โดยวิธีการคำนวณตัวแปรผู้วิจัยได้แสดงไว้ในภาคผนวก ก. ในขณะที่

* เป็นสัญลักษณ์แทนนัยยะสำคัญที่ระดับ 10%

** เป็นสัญลักษณ์แทนนัยยะสำคัญที่ระดับ 5%

*** เป็นสัญลักษณ์แทนนัยยะสำคัญที่ระดับ 1%

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	
Vol	0.0219	***	0.0223	***	0.0191	***	0.0252	***
Lev	-0.0042	**	-0.0041	**	-0.0029		-0.0049	*
Amihud's	-0.0066	**	-0.0057	**	-0.0045		-0.0065	*
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		***			

หมายเหตุ : Nfam = non-family, Fam = family, Rt 1 m = Return 1 month, Btm = Book-to-market, L-size = Log-size, Vol = Volatility, Amihud's = Amihud's illiquidity ratio, Lev = Leverage, OPM = Operating Margin, STA = Sales-to-asset, AG_1 = Asset growth 1 year, SG_1 = Sales growth 1 year

จากผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่าโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนการลงทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 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

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

ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อบริษัทมีขนาดเพิ่มขึ้น 1% จะส่งผลให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนเพิ่มขึ้น 0.2% ที่ระดับนัยสำคัญที่ 5% แต่ไม่พบความสัมพันธ์ขนาดของบริษัทกับผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว แต่กลับพบความสัมพันธ์ดังกล่าวในบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว

ความผันผวนของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์กับการลงทุนในหุ้น โดยกล่าวว่าเมื่อราคาหุ้นของบริษัทมีความผันผวนที่มากขึ้น จะส่งผลให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนมากขึ้น เมื่อความผันผวนเพิ่มขึ้น 1% จะส่งผลให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนโดยประมาณเพิ่มขึ้น 0.023% ต่อเดือน

หากพิจารณาการลงทุนออกเป็นรายโครงสร้างแล้วเราจะพบว่าบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว จะให้ผลตอบแทนต่อความเสี่ยงเรื่องความผันผวน มากกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว โดยผลตอบแทนจากการลงทุนที่นักลงทุนจะได้รับจากการลงทุนคือ 0.025% และ 0.019% ตามลำดับ

จากตารางพบว่าการกู้ยืมหนี้สินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อกิจการมีการกู้หนี้สินเพิ่มมากขึ้น จะส่งผลให้ผลตอบแทนจาก

การลงทุนในหุ้นมีการปรับตัวลดลง โดยผลจากการศึกษาพบว่า เมื่อบริษัทมีการก่อหนี้เพิ่มมากขึ้น 1% จะส่งผลให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นลดลง 0.4% สอดคล้องกับทฤษฎีที่กล่าวว่าเมื่อบริษัทมีระดับการกู้ยืมหนี้สินที่เพิ่มมากขึ้น จะส่งผลให้บริษัทมีความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นตามทฤษฎี Merton and Modigliani (1958) แต่เมื่อแยกพิจารณาผลของตัวแปรเป็นรายโครงสร้าง ไม่พบว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นกับบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว มีความสัมพันธ์กัน แต่กลับพบในบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว

ในขณะที่สภาพคล่องของหลักทรัพย์สามารถอธิบายผลของตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 5% เมื่อบริษัทมีสภาพคล่องลดลงจะส่งผลให้ผลตอบแทนจากการลงทุนลดลง โดยประมาณ 0.0057% ต่อเดือน ซึ่งสอดคล้องกับปรากฏการณ์ Flight-to-liquidity ที่กล่าวว่านักลงทุนจะเลือกขายสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ เพื่อไปลงทุนในสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องที่สูงกว่า

จากการศึกษาพบว่าอัตราส่วนดังกล่าวสามารถอธิบายตัวแปรผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นได้อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 1% เมื่อกิจการมีอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้น 1% จะส่งผลให้ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นเพิ่มขึ้น 0.038% ต่อเดือน ซึ่งผลที่ได้รับจากการวิเคราะห์เป็นไปตามหลักการวิเคราะห์มูลค่าพื้นฐานของบริษัท (Fundamental analysis)

อัตราส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์ สามารถอธิบายตัวแปรผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นได้อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 1% เมื่อบริษัทมีอัตราส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์เพิ่มขึ้น 1% จะส่งผลให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นเพิ่มขึ้น 0.0175% ต่อเดือน ซึ่งเป็นไปตามหลักการวิเคราะห์มูลค่าพื้นฐานของบริษัท (Fundamental analysis) แต่เมื่อวิเคราะห์ผลแยกเป็นรายโครงสร้าง กลับพบว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว ไม่มีความสัมพันธ์ของผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นกับอัตราส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์ แต่ขณะเดียวกันกลับพบความสัมพันธ์ดังกล่าวในบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว

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

4.2 การอภิปรายผลการศึกษา (Result Discussion)

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

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

ความผันผวน (Volatility) จากการศึกษาพบว่าทิศทางดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมา Comin and Philippo (2005) กล่าวว่าเมื่อหลักทรัพย์ของบริษัท มีความผันผวนสูงขึ้น จะส่งผลให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้นด้วย เพื่อชดเชยความเสี่ยงของสินทรัพย์ดังกล่าว ขณะที่ตัวแปรอัตราส่วนการกู้ยืมเงิน มีทิศทางตรงข้ามกับผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สอดคล้องกับการศึกษาของ Hull (1999) กล่าวว่าเมื่อบริษัทกู้ยืมเงินที่สูงขึ้น จะส่งผลให้นักลงทุนกังวลถึงความเสี่ยงในอนาคตและเป็นผลให้ราคาของหุ้นในบริษัทดังกล่าวมีราคาลดลง

การศึกษารื่องสภาพคล่องของสินทรัพย์ จากการตารางแสดงผลพบว่า สัมประสิทธิ์จากการศึกษาสอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมา กล่าวคือเมื่อบริษัทมีสภาพคล่องที่ลดลงจะส่งผลให้ผลตอบแทนจากการลงทุนลดลงด้วย หากว่าเป็นการขาดสภาพคล่องที่นักลงทุนไม่ได้คาดหวัง โดยงานของ Yakov, Haim and Wood (1990) กล่าวว่า เมื่อหลักทรัพย์มีสภาพคล่องที่ลดลง นักลงทุนจะเลือกขายสินทรัพย์ดังกล่าวทิ้งเพื่อ ไปซื้อสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องและปลอดภัยกว่า

การศึกษาตัวแปรโอกาสเติบโตในอนาคต พบว่าตัวแปรดังกล่าวสอดคล้องกับทฤษฎีทางการเงิน โดยตัวแปรโอกาสการเติบโตมีทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น

กรณีศึกษาของ Kebriaee-zadeh,Zartab,Fatemi and Rashmanesh (2013) กล่าวว่าอัตราส่วนทางการเงิน มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้น โดยผู้วิจัยเลือกศึกษากลุ่มตัวอย่างบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมยางคทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เตหะราน พบว่าการวิเคราะห์เชิงพื้นฐาน (Fundamental analysis) มีทิศทางเดียวกันกับราคาของหุ้น Witkowska (2003) ได้ศึกษากลุ่มบริษัทตัวอย่างในตลาดหุ้นโปแลนด์ ผลการศึกษาพบว่า การวิเคราะห์เชิงพื้นฐาน (Fundamental analysis) มีทิศทางสอดคล้องกับราคาหุ้น

ตารางที่ 4 ค่าที่คาดหวังเปรียบเทียบผลการทดสอบที่ได้จากการศึกษา

ตัวแปร	เครื่องหมายที่คาดหวัง	เครื่องหมายที่ได้จากการศึกษา	ความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ลักษณะโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว	(+)	(+)	มีนัยสำคัญ
อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้น	(-)	(-)	มีนัยสำคัญ
ขนาดของกิจการ	(+)	(+)	มีนัยสำคัญ
ความผันผวน	(+)	(+)	มีนัยสำคัญ
อัตราส่วนการกู้ยืมเงิน	(-)	(-)	มีนัยสำคัญ
สภาพคล่องในการซื้อขาย (Amihud's illiquidity)	(-)	(-)	มีนัยสำคัญ
อัตรากำไรจากการดำเนินงาน	(+)	(+)	มีนัยสำคัญ
อัตรายอดขายต่อสินทรัพย์	(+)	(+)	มีนัยสำคัญ
อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ในระยะเวลา 1 ปี	(+)	(+)	ไม่มีนัยสำคัญ
อัตราการเติบโตของยอดขาย ในระยะเวลา 1 ปี	(+)	(+)	มีนัยสำคัญ

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

จากการศึกษาโดยใช้เครื่องมือการวิเคราะห์ที่ตัวแปรแบบ Fixed Effects และ Random Effects ในกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่อยู่และเคยอยู่ในการกำหนดดัชนี 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 ซึ่งผลที่รับมีนัยสำคัญที่ระดับ 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 เนื่องจากการศึกษานี้เป็นเพียงการศึกษาเรื่องผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับจากการลงทุนหุ้นเปรียบเทียบกับโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทที่แตกต่างกัน แต่ไม่ได้คำนึงถึงการแบ่งสัดส่วนการถือหุ้นออกเป็นหลายระดับ ดังนั้นจึงเป็นโอกาสอันดีในอนาคตหากต้องการศึกษาถึงระดับการถือหุ้นที่แตกต่างกันในบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว จะให้ผลตอบแทนที่แตกต่างกันหรือไม่ ต่อไปในภายหน้า

บรรณานุกรม

- Acharya, V. V. and Pedersen, L. H. (2005). Asset pricing with liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 375-410. doi:10.1016/j.jfineco.2004.06.007
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets* 5, 31-56.
- Anderson, R. C. and 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. and 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.
- Comin, D. and Philippon, T. (2005). The Rise in Firm-Level Volatility: Causes and Consequences. *National Bureau of Economic Research* 20.
- 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).

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Donaldson, L. and 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. and 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
- 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. and French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*.
- Fama, E. F. and 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. (1987a). Expected stock returns and volatility. *Journal of Financial Economics*, 19(1), 3-29. doi:10.1016/0304-405x(87)90026-2
- French, K. R., Schwert, G. W., & Stambaugh, R. F. (1987b). 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. and Meckling, W. H. (1976). Theory of Firm : Managerial Behavior, Agency cost and Ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- 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. and 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
- Merton, H. M. and 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
- Pástor, L. and Stambaugh, R. F. (2003). Liquidity Risk and Expected Stock Returns. *Journal of Political Economy*, 111(3), 642-685.
- Rosenberg, B., Reid, K., & Lanstein, R. (1985). Persuasive evidence of market inefficiency. *Journal of Portfolio Management*, 11(3), 9-16.
- Villalonga, B. and 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.
- Yakov, A., Haim, M., & Wood, R. A. (1990). Liquidity and the 1987 stock market crash. *The Journal of Portfolio Management*, 16(3), 65-69. doi:10.3905/jpm.1990.409268



ภาคผนวก ก

ตัวแปร ที่ใช้ในงานวิจัย

1. ตัวแปรที่ใช้แทนโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว (Family Dummy) ข้อมูลเก็บจากรายงานประจำปีและแบบฟอร์ม 56-1 โดยสัดส่วนการถือครองหุ้น นับเฉพาะผู้ถือหุ้นที่มีนามสกุลเดียวกัน หรือหากเป็นกลุ่มบริษัทเราจะหาไปจนถึงผู้ถือหุ้นภายในบริษัทดังกล่าว ว่าเป็นบุคคลหรือภาครัฐ หากพบว่าเป็นบุคคล และมีสัดส่วนการถือครองหุ้นที่มีนามสกุลเหมือนกันเกิน 25% เราจะให้เป็นบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะครอบครัว แต่หากต่ำกว่า 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) คำนวณจากการนำมูลค่าทางบัญชีหารด้วยมูลค่าทางตลาด โดยมูลค่าทางบัญชีเก็บจากรายงานงบดุลที่นำส่งตลาดหลักทรัพย์ มูลค่าทางตลาดคำนวณได้จากการนำราคาปิด ณ สิ้นเดือนนั้นคูณด้วยจำนวนหุ้นแล้วใช้ ข้อมูลเก็บจาก Setsmart และ Eikon Reuter
5. ขนาดของกิจการ (Log-size) คำนวณจากการนำราคาปิด ณ ราคาสิ้นเดือนคูณกับจำนวนหุ้น แล้วใช้ฟังก์ชัน 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 และนำมารวมเพื่อหาค่าเฉลี่ยเพื่อทำ

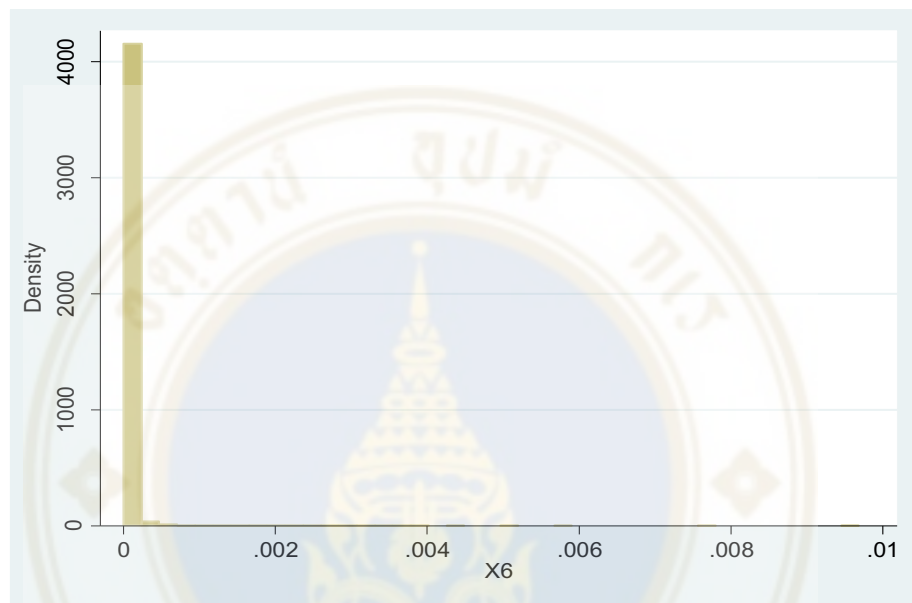
ให้เป็นรายเดือน และนำผลรวมค่าเฉลี่ยในแต่ละเดือนคูณด้วย 12หารจำนวนวันในเดือนดังกล่าว
ข้อมูลเก็บจาก Eikon Reuter

8. อัตราส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Leverage) คำนวณจากการนำหนี้สินระยะยาวหารด้วย
สินทรัพย์รวมของบริษัท ข้อมูลเก็บจาก Setsmart และ Eikon Reuter
9. อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน (Operating margin) คำนวณจากการนำรายได้ก่อนหักต้นทุน
ทางการเงินและภาษีหารด้วยยอดขาย ข้อมูลเก็บจาก Setsmart และ Eikon Reuter
10. อัตราส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์รวม (Sales-to-asset) คำนวณจากการนำยอดขายหารด้วยสินทรัพย์
รวมของบริษัท ข้อมูลเก็บจาก Setsmart และ Eikon Reuter
11. อัตราการเติบโตของยอดขาย 1 ปี (Sales growth) คำนวณจากการนำ ยอดขายของเดือนปัจจุบัน
ลบกับยอดขายในเดือนเดียวกันของปีก่อนหน้าและหารด้วยยอดขายในเดือนเดียวกันของปีก่อน
หน้า หน่วยที่ได้จะเป็นเปอร์เซ็นต์ ข้อมูลเก็บจาก Setsmart และ Eikon Reuter



ภาคผนวก ข
การกระจายตัวข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่าง

กราฟกระจายตัวของข้อมูลสภาพคล่อง (Amihud's illiquidity)



กราฟกระจายตัวของข้อมูลอัตราการก่อหนี้ของกิจการ (Leverage)

