

ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันและสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาลกับผลการดำเนินงานของบริษัท

THE RELATIONSHIP BETWEEN INSTITUTIONAL OWNERSHIP AND GOVERNMENT OWNERSHIP ON FIRM PERFORMANCE

Received: April 11, 2020

Revised: September 10, 2020

Accepted: September 14, 2020

ปิยานันท์ ณัฐจุโรจน์*

Piyanan Nutrujiroj*

ศิลปพร ศรีจันเพชร**

Sillapaporn Srijunpetch**

* ผู้ช่วยผู้สอบบัญชี บริษัท เคพีเอ็มจี ภูมิภาคเอเชีย สอบบัญชี จำกัด

* Audit Assistance, KPMG Phoomchai Holdings Co., Ltd.

* Email: longchinpeam@gmail.com

** รองศาสตราจารย์ และหัวหน้าภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

** Associate Professor, Head, Department of Accounting, Thammasat University

** E-mail: Sillapaporn@tbs.tu.ac.th

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันและสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาลกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับประกาศชื่อในการคำนวณดัชนีราคาหุ้นขนาดใหญ่ที่สุด 100 อันดับแรก (SET100) ในช่วงปี พ.ศ. 2558-2560 รวม 239 กลุ่มตัวอย่าง โดยในด้านผลการดำเนินงานวัดผลใน 3 ด้าน คือ ด้านการเงิน ซึ่งวัดผ่านอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) ด้านการตลาด วัดผ่านอัตราส่วน Tobin's Q และด้านการบัญชี วัดผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)

จากการศึกษาพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาคเอกชนกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วน Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่ายิ่งสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาคเอกชนเข้ามาครอบครองหุ้นเพิ่มมากขึ้น ผลการดำเนินงานของบริษัทจะยิ่งดีขึ้นตามในด้านการเงินและการตลาด นอกจากนี้ ยังพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) อย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่ายิ่งหน่วยงานรัฐหรือรัฐวิสาหกิจต่าง ๆ เข้ามาครอบครองหุ้นมากขึ้น จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทในด้านการบัญชีแย่ลง อย่างไรก็ตาม งานวิจัยชิ้นนี้ยังไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาครัฐกับผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ: ผู้ถือหุ้นสถาบัน ผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาล สัดส่วนการถือหุ้น ผลการดำเนินงาน

Abstract

This independent study aims to study the relationship between institutional ownership and government ownership on firm performance, using the stock exchange of Thailand in SET100, 239 samples from three years 2015-2017. Firm performance is measured in three dimensions; (1) Financial by Return on Equity (ROE) (2) Marketing by Tobin's Q ratio and (3) Accounting by Economic Value Added (EVA)

The results showed that private institutional ownership has significantly positive correlation with firm performance by Return on Equity (ROE) and Tobin's Q ratio. So we can conclude that that greater of private institutional ownership proportion, the company's performance will be better in terms of finance and marketing. On the contrary, government ownership has significantly negative correlation with firm performance by Economic value added (EVA). So we can conclude that the greater of government ownership proportion will result in the performance of the company in the field of accounting deteriorate. However, this study has not found significantly associated between government institutional ownership and firm performance.

Keywords: Institutional Ownership, Government Ownership, Firm Performance

บทนำ

“การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Governance) และภาวะความเป็นผู้นำ (Leadership) เปรียบเสมือนหยินและหยางที่จะต้องสร้างความสมดุล หากบริษัทใดมีผู้นำที่มีความสามารถ แต่ปราศจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อการถูกปกครองแบบกดขี่และง่ายต่อการทุจริต ในขณะที่หากบริษัทใดมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีแต่ไร้ซึ่งภาวะผู้นำก็จะส่งผลให้บริษัทนั้นเสี่ยงต่อการเสื่อมถอยลงเนื่องจากการทำงานแบบเฉื่อยชาและไม่สนใจกัน” คำกล่าวของ Mark Goyder (2015) นี้ชี้ให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสำคัญไม่แพ้กับการมีผู้นำที่มีความสามารถ บทเรียนในอดีตอย่างบริษัท Enron Worldcom หรือ Satyam เป็นหนึ่งในตัวอย่างของบริษัทที่ละเลยด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีจนต้องพบกับจุดจบที่ไม่สวยงาม ปัจจุบันจึงปฏิเสธไม่ได้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสำคัญยิ่งและขาดไม่ได้หากต้องการให้บริษัทเติบโตและสามารถดำรงอยู่ได้อย่างยั่งยืน

โครงสร้างการถือหุ้นถือเป็นหนึ่งในกลไก (Mechanism) การกำกับดูแลกิจการที่ดี เนื่องจากเป็นที่ยอมรับกันทั่วไปเมื่อใดก็ตามที่บริษัทมีผู้ถือหุ้น (ซึ่งมีฐานะเป็นเจ้าของของบริษัท) และผู้บริหาร (ที่ถูกแต่งตั้งให้เป็นตัวแทนในการบริหารงาน) มักเกิดปัญหาความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ที่เป็นไปตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) เนื่องจากเจ้าของบริษัทเกิดความไม่ไว้วางใจว่าผู้บริหารจะทำงานเพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดแก่บริษัทหรือไม่ โครงสร้างผู้ถือหุ้นจึงเข้ามาเป็นหนึ่งในปัจจัยที่ช่วยบรรเทาความขัดแย้งดังกล่าว (Jensen and Meckling, 1976)

การศึกษาวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัทมีในหลากหลายด้านทั้งในด้านของสัดส่วนการถือหุ้นในรูปแบบการกระจุกตัวและกระจายตัว รวมถึงลักษณะและประเภทของผู้ถือหุ้นแต่ละชนิดว่าจะส่งผลต่อการดำเนินงานของบริษัทอย่างไร ซึ่งผลการศึกษาค่อนข้างหลากหลายและเปลี่ยนแปลงไปตามบริบทของกลุ่มตัวอย่างและประเทศที่ศึกษา ในด้านสัดส่วนโครงสร้างการถือหุ้น การถือหุ้นแบบกระจุกตัวถูกมองว่าเป็นกลไกที่ดีในการกำกับดูแลกิจการเนื่องจากผู้ถือหุ้นกลุ่มใหญ่จะมีอำนาจในการติดตามการทำงานของผู้บริหารมาก เนื่องจากมีแรงจูงใจมากพอที่จะปกป้องผลประโยชน์ที่พวกเขาจะได้รับ อย่างไรก็ตาม มีบางงานวิจัยเช่นกันที่แย้งว่าผู้ถือหุ้นกลุ่มใหญ่จะเป็นประโยชน์ต่อการกำกับดูแลผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นเท่านั้น แต่ไม่มีบทบาทเข้าไปควบคุมกระแสเงินสดของกิจการหรือสร้างมูลค่าให้แก่กิจการ (Denis and McConnell, 2003)

ในด้านประเภทของผู้ถือหุ้น ผู้ถือหุ้นสถาบัน (Institutional Ownership) ถือเป็นนักลงทุนที่มีความรู้และความเชี่ยวชาญในด้านการลงทุน และมักจะถือครองหุ้นในขนาดใหญ่ ซึ่งส่งผลต่อกิจการในการกำกับดูแลการทำงาน อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันกับผลการดำเนินงานของบริษัทยังพบว่า เป็นข้อถกเถียงกันในหลายงานวิจัยว่าจะส่งผลดีต่อบริษัทหรือไม่

ส่วนประเภทของผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาล (Government Ownership) ในด้านหนึ่งมีความเห็นว่าผู้ถือหุ้นจากภาครัฐส่งผลดีต่อผลการดำเนินงาน เนื่องจากภาครัฐมีอำนาจต่อตลาดและมีเครือข่ายที่กว้างขวาง (Tan, 2002) รวมถึงสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนและเทคโนโลยีต่าง ๆ ได้มากกว่า (Labra, 1980) ส่วนอีกด้านมองว่าบริษัทที่มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นเป็นหน่วยงานรัฐบาลอยู่สูง มักจะถูกควบคุมโดยตรงจากอิทธิพลของรัฐบาล โดยอาจใช้การควบคุมเพื่อผลประโยชน์ทางการเมืองที่จะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากความเป็นภาครัฐมักมองที่ผลประโยชน์ทางสังคมมากกว่ากำไรของบริษัทในบางครั้ง (Zeitun and Tian, 2007) ซึ่งในประเทศไทยเองก็มีหน่วยงานรัฐบาลที่ถือหุ้นในกลุ่มบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ในสัดส่วนที่มากพอสมควร อ้างอิงได้จากข้อมูลของกระทรวงการคลังที่มีมูลค่าการลงทุนทั้งสิ้น 1.43 ล้านล้านบาท (ณ 23 ก.ค. 61) สำนักงานประกันสังคมมูลค่าการลงทุนทั้งสิ้น 2.02 แสนล้านบาท (ณ วันที่ 26 มิ.ย. 61) เป็นต้น

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาครัฐ¹ และภาคเอกชน² กับผลการดำเนินงานของบริษัทโดยวัดจากอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วน Tobin's Q และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA)
2. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาล³ กับผลการดำเนินงานของบริษัทโดยวัดจากอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วน Tobin's Q และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA)

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen and Meckling (1976) ได้อธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวการ (Principal) และตัวแทน (Agent) ไว้ว่าเมื่อเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานเพียงผู้เดียว ตัวการจึงได้แต่งตั้งตัวแทนขึ้นมาบริหารงานแทน โดยตราใบที่ผู้บริหรยังคงตัดสินใจและบริหารงานต่าง ๆ เพื่อผลตอบแทนและผลประโยชน์สูงสุดแก่เจ้าของกิจการ ความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารและเจ้าของกิจการจะยังคงมีประสิทธิผล แต่เมื่อใดก็ตามที่ผลประโยชน์ของผู้บริหารและเจ้าของกิจการไม่สอดคล้องกัน เนื่องจากทั้งสองฝ่ายต่างคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเป็นสำคัญ (Conflict of interest) จะทำให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ขึ้น ซึ่งมีสาเหตุมาจากความไม่เท่าเทียมกันระหว่างข้อมูล (Asymmetric Information) ของผู้บริหารที่สามารถเข้าถึงข้อมูลต่าง ๆ ได้มากกว่าเจ้าของที่เป็นเพียงผู้ถือหุ้นจึงเกิดความไม่ไว้วางใจกันว่าผู้บริหารจะตัดสินใจในการทำงานต่าง ๆ โดยคำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดของเจ้าของกิจการหรือไม่

เพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าวจึงมีแนวความคิดเกี่ยวกับประเภทของผู้ถือหุ้นที่เป็นเจ้าของกิจการว่ามีส่วนในการช่วยแก้ปัญหาความขัดแย้งอันจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น โดย Solomon (2004); Fitri, Irianto, and Mardiaty (2017) กล่าวว่าผู้ถือหุ้นสถาบันมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งโดยปกติแล้ว ผู้ถือหุ้นสถาบันมักถือหุ้นในจำนวนที่มีสาระสำคัญในการเป็นเจ้าของ ทำให้พวกเขามีแนวโน้มสูงในการเข้ามาดูแลรักษาและปกป้องผลประโยชน์ของตน อีกทั้งพวกเขายังมีอิทธิพลต่อผู้บริหารและต่อการบริหารจัดการบริษัทอีกด้วย เนื่องจากพวกเขาเป็นนักลงทุนที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญและมีต้นทุนในการกำกับดูแลติดตามต่ำกว่านักลงทุนรายย่อย จึงทำให้สามารถกำกับดูแลได้ดีและใกล้ชิดกว่าผู้ถือหุ้นรายย่อยทั่วไป (Pound, 1988) เห็นได้จากงานวิจัยของ Al-Khouri (2006) ที่พบว่าการที่บริษัทมีผู้ถือหุ้นสถาบันและผู้ถือหุ้นภายในถือหุ้นเกิน 25% จะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น อย่างไรก็ตาม ผลจะออกมาตรงกันข้าม หากมีผู้ถือหุ้นสถาบันและผู้ถือหุ้นภายในน้อยกว่า 5% อีกทั้งยังมีผลวิจัยที่ชี้ให้เห็นว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นภายใน ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้ถือหุ้นสถาบันมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท เมื่อวัดผลจาก ROA และ ROE โดยสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันยังมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ เนื่องจากผู้ถือหุ้นสถาบันติดตามการทำงานของผู้บริหารอย่างใกล้ชิด ทำให้ผู้บริหารตัดสินใจบริหารงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดของบริษัท และลดโอกาสที่จะตัดสินใจเพื่อทำประโยชน์ให้แก่ตนเอง (นริสา เยาวลักษณ์ และศิลาพร ศรีจันทพร, 2558)

¹ ผู้ถือหุ้นสถาบันของภาครัฐ หมายถึง ผู้ลงทุนประเภทสถาบันที่มีลักษณะใดลักษณะหนึ่งตามประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และ ตลาดหลักทรัพย์ที่ กจ. 17/2551 เรื่อง การกำหนดบทนิยามในประกาศเกี่ยวกับการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ อันมีรัฐเข้าถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 50

² ถือหุ้นสถาบันของเอกชน หมายถึง ผู้ลงทุนประเภทสถาบันที่มีลักษณะใดลักษณะหนึ่งตามประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และ ตลาดหลักทรัพย์ที่ กจ. 17/2551 เรื่อง การกำหนดบทนิยามในประกาศเกี่ยวกับการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ อันมีภาคเอกชนเข้าถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 50

³ ผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาล หมายถึง ผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานทางราชการของภาครัฐ นอกจากนี้ยังหมายความว่าผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐวิสาหกิจ ที่มีรัฐถือครองหุ้นมากกว่าร้อยละ 50 อันมีรัฐเป็นผู้ทำหน้าที่เจ้าของกิจการ มีประชาชนเป็นลูกค้า และมีพนักงาน ลูกจ้าง หรือสังคมเป็นผู้มีส่วนได้เสียที่สำคัญ

McConnell and Servaes (1990) ชี้ให้เห็นว่ายิ่งสัดส่วนของผู้ถือหุ้นสถาบันเพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้อัตราส่วน Tobin's Q สูงขึ้นตาม นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยที่ศึกษาแยกกันระหว่างผู้ถือหุ้นสถาบันภายในประเทศกับผู้ถือหุ้นสถาบันจากนอกประเทศพบว่าทั้งคู่มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับผลการดำเนินงาน (Nashier and Gupta, 2016) ในขณะเดียวกันก็ยังมีผลการศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างบริษัทในประเทศอินโดนีเซียที่พบว่าผู้ถือหุ้นสถาบันส่งผลลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทเมื่อวัดจาก Tobin's Q (Fauzi, Musallam, and Nagu, 2018) งานวิจัยของ Lee and Chuang (2009) ที่ศึกษาเจาะลึกลงไปในประเทศของญี่ปุ่นพบว่าผู้ถือหุ้นสถาบันชี้ให้เห็นว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันที่เป็นหน่วยงานของภาครัฐจะมีความสัมพันธ์เป็นลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท ในทางตรงข้าม ผู้ถือหุ้นสถาบันที่เป็นกองทุนหรือทรัสต์ต่าง ๆ ในภาคเอกชนจะมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท

ในด้านผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาล (Government Ownership) หมายถึง ผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานทางราชการของภาครัฐ เช่น กระทรวงการคลัง กระทรวงคมนาคม กระทรวงพลังงาน เป็นต้น นอกจากนี้ ยังหมายความว่าผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐวิสาหกิจ อันมีรัฐเป็นเจ้าของกิจการ มีประชาชนเป็นลูกค้า และมีพนักงาน ลูกจ้าง หรือสังคมเป็นผู้มีส่วนได้เสียที่สำคัญ โดยรัฐวิสาหกิจนั้นมีความสำคัญต่อความเป็นอยู่ของประชาชนและการพัฒนาประเทศอย่างมาก เนื่องจากเป็นหน่วยงานที่ดูแลจัดหาบริการพื้นฐานของประเทศในด้านพลังงาน การคมนาคม การประปา และระบบโทรคมนาคมและการสื่อสาร เป็นต้น อีกทั้งยังเป็นหนึ่งในกลไกที่กระตุ้นและฟื้นฟูเศรษฐกิจ เนื่องจากเม็ดเงินของขนาดของการลงทุนและค่าใช้จ่ายที่สูงในแต่ละปี (Anyu Khanthavit, 2009)

ในประเทศไทยพบว่าหน่วยงานรัฐบาลหลายแห่งมีบทบาทในการเข้าไปลงทุนในตลาดทุนสำหรับบริษัทต่างๆ เช่น กระทรวงการคลัง สำนักงานประกันสังคม เป็นต้น ซึ่งหากรัฐถือหุ้นเกินกว่า 50% จะถือว่าเป็นหน่วยงานรัฐวิสาหกิจ การเข้าไปลงทุนดังกล่าวก่อให้เกิดรายได้แก่รัฐบาล เรียกว่า "รายได้รัฐพาณิชย์" อันเกิดจากผลกำไรของหน่วยงานธุรกิจที่รัฐบาลเป็นเจ้าของ รวมถึงเงินปันผลจากบริษัทต่างๆ ที่รัฐได้เข้าไปลงทุนไว้

ยังคงเป็นที่ถกเถียงกันว่าการมีผู้ถือหุ้นเป็นหน่วยงานภาครัฐจะส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทหรือไม่ ในด้านหนึ่งมีความเห็นว่าผู้ถือหุ้นจากภาครัฐส่งผลดีต่อผลการดำเนินงาน เนื่องจากข้อได้เปรียบด้านอำนาจต่อรองและความสามารถในการเข้าถึงทรัพยากร แหล่งเงินทุน รวมถึงเทคโนโลยีต่าง ๆ ข้อได้เปรียบเหล่านี้ทำให้บริษัทสามารถลดต้นทุนในการทำธุรกรรมต่างๆ และเข้าถึงแหล่งทรัพยากรที่ขาดแคลนได้มากขึ้น เช่น แรงงาน วัตถุดิบ เงินทุน ช่องทางการขาย และเทคโนโลยี เป็นต้น ปัจจัยดังกล่าวจึงช่วยเพิ่มความสามารถในการแข่งขันให้แก่บริษัท (Borisova and Megginson, 2011) เป็นไปตามผลงานวิจัยของ Aljifri and Moustafa (2007); Omran, Bolbol, and Fatheldin (2008) ที่ศึกษากลุ่มตัวอย่างของบริษัทในประเทศคูเวต รวมถึง Fauzi and Musallam (2015) ในประเทศมาเลเซียพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทกับการถือหุ้นโดยภาครัฐ เมื่อวัดผลจาก Tobin's Q และ ROA รวมถึงงานวิจัยในเวียดนามของ Tran, Nonneman, and Jorissen (2014) เมื่อวัดผลด้วย ROE และ ROA

ในอีกด้านหนึ่งยังเห็นแย้งว่าการถือหุ้นโดยภาครัฐจะทำให้บริษัทมีประสิทธิภาพน้อยกว่าผู้ถือหุ้นประเภทอื่นๆ เนื่องจากรัฐบาลมักจะมิเป้าหมายสร้างมูลค่าทางสังคมและการเมืองมากกว่าการที่จะทำประโยชน์สูงสุดให้กับบริษัท (Ongore, 2011; Pervan, Pervan, and Todorić, 2012; Yupana Wiwattanakantang, 2001) บริษัทที่มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นเป็นหน่วยงานรัฐบาลอยู่สูงมักจะถูกควบคุมโดยตรงจากอิทธิพลของรัฐบาล ซึ่งอาจใช้การควบคุมเพื่อผลประโยชน์ทางการเมืองที่จะส่งผลลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท จะเห็นได้ว่าความเป็นภาครัฐจึงมักมองที่ผลประโยชน์ทางสังคมมากกว่ากำไรของบริษัทในบางครั้ง (Zeitun and Tian, 2007) รวมถึงผู้ถือหุ้นประเภทนี้มีความสนใจและแรงจูงใจในการกำกับดูแลบริษัทต่างจากผู้ถือหุ้นทั่วไป เนื่องจากประโยชน์จะเกิดแก่รัฐแต่ไม่ใช่ประโยชน์ที่เกิดกับตนเอง โดยมีงานวิจัยที่สอดคล้องไปในแนวทางเดียวกัน เช่น Wang and Shailer (2018) ที่พบว่าบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นเป็นภาครัฐจะมีผลการดำเนินงานที่แย่กว่าผลการดำเนินงานของบริษัทที่ถือหุ้นโดยภาคเอกชน นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่บ่งชี้ว่าบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นเป็นหน่วยงานรัฐบาลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลพินิจ หรือมีแนวโน้มในการจัดการกำไรมากกว่า เพื่อให้ตัวเลขผลการดำเนินงานเป็นไปตามต้องการ (Sillapaporn Srijunpetch, 2019)

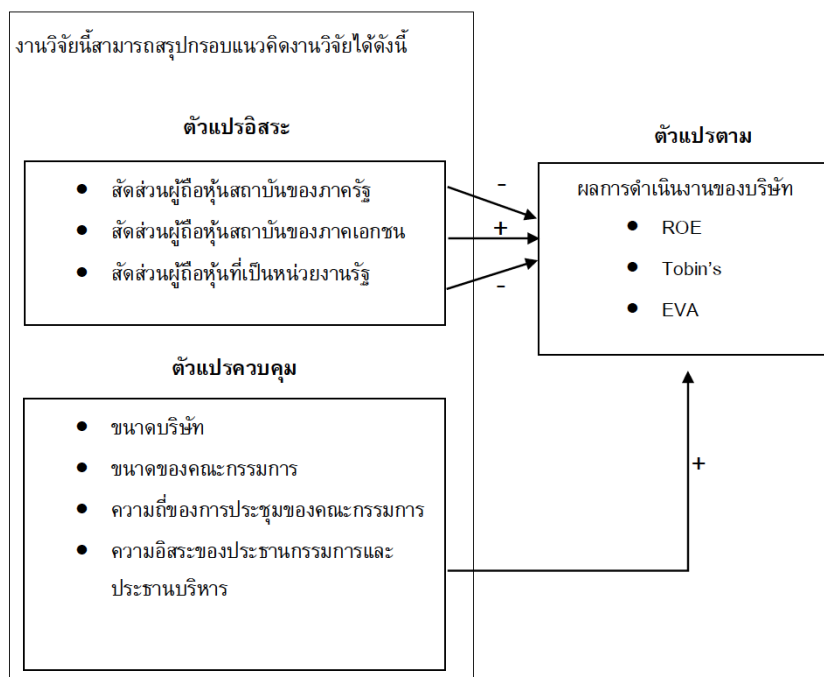
ในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัท ขนาดของบริษัทมักเป็นตัวแปรพื้นฐานที่นำมาใช้ เนื่องจากมีหลายเหตุผลที่นำมาอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของบริษัทกับผลการดำเนินงาน เช่น การที่บริษัทมีขนาดใหญ่ก่อให้เกิดการประหยัดจากขนาด (Economies of scale) ทำให้มีข้อได้เปรียบทั้งในด้านในการผลิต การฝึกสอนพนักงาน และสามารถคิดค้นนวัตกรรมใหม่ ๆ ด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่า (Barron, Black and Lowenstein, 1989) อีกทั้งยังได้ประโยชน์จากการประหยัดต่อขอบเขต (Economies of Scope) โดยการกระจายตลาดและผลิตสินค้าประเภทอื่น ๆ โดยใช้อุปกรณ์หรือเครื่องมือเดิมที่มีอยู่แล้ว (Fiegenbaum and Karnani, 1991; Winter, 1994; Goddard, Tavakoli, and Wilson, 2005) ในโลกทุกวันนี้บริษัทสมัยใหม่ต่าง ๆ จึงพยายามหาทางที่จะขยายขนาดบริษัทตนเองเพื่อที่จะสามารถสร้างประโยชน์ทางการแข่งขันและเพิ่มส่วนแบ่งการตลาดให้ได้มากขึ้น ซึ่งงานวิจัยส่วนมากก็สอดคล้องไปในแนวทางเดียวกันที่เห็นว่าขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับผลการดำเนินงาน เป็นไปตามโมเดล Economies of scope and scale เช่น งานวิจัยของ Babalola (2013); Kartikasari and Merianti (2016); Kumar and Kaur (2016) เป็นต้น

ในด้านขนาดของคณะกรรมการก็มีการศึกษาวิจัยหลายชิ้นเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการกับผลการดำเนินงาน โดยจากผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์เป็นบวกและเป็นลบ งานวิจัยของ Weisbach (1988); Pearce and Zahra (1992); Daily and Dalton (1993); Rosenstein and Wyatt (1994); MacAvoy and Millstein (1999); Krivogorsky (2006) พบว่ามีความสัมพันธ์เป็นบวกระหว่างขนาดของคณะกรรมการกับผลการดำเนินงาน โดยมองว่าคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่จะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการกำกับดูแลผู้บริหาร (Kiel and Nicholson, 2003) และช่วยลดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ซึ่งจะส่งผลให้การทำงานของผู้บริหารตัดสินใจเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทและช่วยให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น ส่วนในด้านความสัมพันธ์เป็นลบอธิบายว่าจำนวนของคณะกรรมการที่มากเกินไปจะทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทแย่ลง เนื่องจากการสื่อสาร การทำงานร่วมกันและการตัดสินใจต่าง ๆ ในกลุ่มใหญ่เป็นเรื่องที่ยากกว่าการพูดคุยกันในกลุ่มเล็ก Jensen (1993) ระบุว่าการศึกษาขนาดของคณะกรรมการให้มีขนาดเล็กจะช่วยพัฒนาผลการดำเนินงานของบริษัทได้ การมีจำนวนคณะกรรมการเกินกว่า 7-8 คนจะมีแนวโน้มที่การทำงานจะมีประสิทธิภาพลดลงและง่ายต่อการถูกควบคุมโดยประธานกรรมการบริหาร (CEO) Lipton and Lorsch (1992) เห็นด้วยว่าขนาดของคณะกรรมการควรมีขนาดเล็กและจำนวนคณะกรรมการที่เหมาะสมควรอยู่ที่ 7-8 คน

ด้านความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ เนื่องจากคณะกรรมการเป็นองค์ประกอบที่สำคัญของกลไกในการกำกับดูแลกิจการ การประชุมที่บ่อยจะช่วยส่งผลให้การดำเนินงานของบริษัทมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น เป็นผลจากการที่คณะกรรมการมีโอกาสในการพูดคุยด้านการกำกับดูแล ติดตามผลและประเมินผลการดำเนินงานของผู้บริหารเพิ่มมากขึ้น งานวิจัยของ Vafeas (1999) ชี้ให้เห็นว่าการประชุมของคณะกรรมการเป็นกิจกรรมที่มีความสำคัญ เพราะความถี่ในการประชุมจะช่วยให้บริษัทสามารถพัฒนาและแก้ไขเมื่อบริษัทเกิดผลในการดำเนินงานที่ไม่ดี งานวิจัยของ Evans, Evans, and Loh (2002) พบว่าเมื่อผลการดำเนินงานของบริษัทแย่ลง คณะกรรมการจะเพิ่มความถี่ในการประชุมเพื่อพยายามแก้ปัญหาที่เกิดขึ้น อย่างไรก็ตาม ต้องขึ้นกับคุณภาพในการประชุมเป็นส่วนในการพิจารณาด้วย

ความอิสระของประธานกรรมการและประธานบริหาร คือการที่บริษัทมีประธานกรรมการ (Chairman) และประธานบริหาร (CEO) เป็นคนละคนกัน จากการศึกษาส่วนใหญ่พบว่าบริษัทที่มีการควบตำแหน่งทั้งประธานกรรมการและกรรมการบริหาร (CEO Duality) จะมีความสัมพันธ์เป็นลบกับผลการดำเนินงาน ซึ่งเป็นไปตามผลการวิจัยของ Gill and Mathur (2011); Aygün and çı (2010); Ujunwa (2012); Chen, Cheung, and Stouraitis (2005) เนื่องจากปกติแล้วประธานบริหารจะมีหน้าที่บริหารงาน กำหนดกลยุทธ์ วางแผนงานและนโยบายเพื่อให้บริษัทสามารถมุ่งไปสู่เป้าหมายที่กำหนดไว้ ส่วนประธานกรรมการจะมีหน้าที่คอยกำกับดูแล ตรวจสอบและติดตามผลงานของฝ่ายบริหารอีกทีหนึ่ง ดังนั้น เพื่อไม่ให้เกิดผลประโยชน์ที่ขัดแย้งกันจึงควรแยกบุคคลกันระหว่างผู้ที่รับตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหาร (Aygün and çı, 2010)

กรอบแนวคิดงานวิจัย



วิธีการวิจัย

การวิจัยเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันและสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาลกับผลการดำเนินงานของบริษัท ตามแนวคิดอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วน Tobin's Q และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA) ใช้ข้อมูลหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับประกาศชื่อในการคำนวณดัชนีราคาของหุ้นขนาดใหญ่ที่สุด 100 อันดับแรก (SET100) ในแต่ละปี เป็นระยะเวลา 3 ปี ตั้งแต่พ.ศ. 2558-2560 ไม่รวมบริษัทในกลุ่มสถาบันการเงิน หลักทรัพย์ ประกันภัย บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ และบริษัทที่มีระยะเวลาสั้นรอบบัญชีไม่ตรงกับวันที่ 31 ธันวาคม รวมถึงตัดรายการที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนออกไป ดังนั้น กลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยนี้ จึงมีจำนวนทั้งสิ้น 239 ชุดข้อมูล ซึ่งใช้ข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทศนิยม ประกอบด้วยสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาครัฐ ภาคเอกชน และสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาล รวมถึงข้อมูลทางบัญชีเงินบการเงินเพื่อวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน

ตารางที่ 1 แสดงกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาจำแนกตามประเภทอุตสาหกรรม

ประเภทอุตสาหกรรม	จำนวน	ร้อยละ
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	70	29.29%
บริการ	64	26.78%
ทรัพยากร	50	20.92%
เทคโนโลยี	28	11.72%
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	21	8.79%
สินค้าอุตสาหกรรม	6	2.50%
รวม	239	100%

การวิเคราะห์ข้อมูลแบ่งออกเป็น 2 ส่วน โดยส่วนแรกจะวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Analysis) เพื่ออธิบายข้อมูลทางสถิติเบื้องต้น ส่วนที่สองจะใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) วิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) เพื่อหาค่าความสัมพันธ์ Pearson Correlation และการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ทั้งนี้ แบบจำลองงานวิจัยแบ่งออกเป็น 3 แบบจำลอง ได้แก่

แบบจำลองที่ 1 ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันและสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาลกับอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) โดยคาดว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาครัฐมีความสัมพันธ์เป็นลบกับผลการดำเนินงานบริษัทเมื่อวัดด้วย ROE สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาคเอกชนมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับผลการดำเนินงานบริษัทเมื่อวัดด้วย ROE และสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐมีความสัมพันธ์เป็นลบกับผลการดำเนินงานบริษัทเมื่อวัดด้วย ROE ตามสมการที่ 1

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 GovInstiOwn + \beta_2 PvInstiOwn + \beta_3 GovOwn + \beta_4 Fmsize + \beta_5 Bdsiz + \beta_6 Freqmeet + \beta_7 Dual + e \quad (1)$$

แบบจำลองที่ 2 ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันและสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาลกับอัตราส่วน Tobin's Q โดยคาดว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาครัฐที่เป็นหน่วยงานรัฐมีความสัมพันธ์เป็นลบกับผลการดำเนินงานบริษัทเมื่อวัดด้วย Tobin's Q สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาคเอกชนมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับผลการดำเนินงานบริษัทเมื่อวัดด้วย Tobin's Q และสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐมีความสัมพันธ์เป็นลบกับผลการดำเนินงานบริษัทเมื่อวัดด้วย Tobin's Q ตามสมการที่ 2

$$Tobinq = \beta_0 + \beta_1 GovInstiOwn + \beta_2 PvInstiOwn + \beta_3 GovOwn + \beta_4 Fmsize + \beta_5 Bdsiz + \beta_6 Freqmeet + \beta_7 Dual + e \quad (2)$$

แบบจำลองที่ 3 ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันและสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาลกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) โดยคาดว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาครัฐที่เป็นหน่วยงานรัฐมีความสัมพันธ์เป็นลบกับผลการดำเนินงานบริษัทเมื่อวัดด้วย EVA สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาคเอกชนมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับผลการดำเนินงานบริษัทเมื่อวัดด้วย EVA และสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐมีความสัมพันธ์เป็นลบกับผลการดำเนินงานบริษัทเมื่อวัดด้วย EVA ดังสมการที่ 3

$$EVA = \beta_0 + \beta_1 GovInstiOwn + \beta_2 PvInstiOwn + \beta_3 GovOwn + \beta_4 Fmsize + \beta_5 Bdsiz + \beta_6 Freqmeet + \beta_7 Dual + e \quad (3)$$

โดยกำหนดตัวแปรและการวัดค่าในสมการได้ดังนี้

GovInstiOwn	=	สัดส่วนการถือหุ้นสามัญที่ออกและชำระแล้วโดยผู้ถือหุ้นสถาบันของภาครัฐ
PvInstiOwn	=	สัดส่วนการถือหุ้นสามัญที่ออกและชำระแล้วโดยผู้ถือหุ้นสถาบันของภาคเอกชน
GovOwn	=	สัดส่วนการถือหุ้นสามัญที่ออกและชำระแล้วโดยหน่วยงานรัฐบาล

โดยข้อมูลเกี่ยวกับสัดส่วนความเป็นเจ้าของของผู้ถือหุ้นสถาบัน และสัดส่วนความเป็นเจ้าของของผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาล บริษัทจะเปิดเผยในรายงานประจำปี 56-1 ซึ่งบังคับให้เปิดเผยรายชื่อของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 10 อันดับแรก โดยใช้แหล่งข้อมูลจากเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (<https://www.sec.or.th>) สำหรับคำจำกัดความของผู้ถือหุ้นสถาบันจะอ้างอิงตามประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ฉบับที่ 4/2560 มีคำอธิบายตัวอย่างต่อไปนี้

- ROE = อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น คำนวณจากกำไรสุทธิของกิจการ หักด้วยเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ และหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญทั้งหมด
- Tobinq = อัตราส่วน Tobin's Q คำนวณจากผลรวมของมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญและหนี้สินทั้งหมดหารด้วยสินทรัพย์ทั้งหมด
- EVA = มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ คำนวณจากกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังจากหักภาษี หักด้วยต้นทุนในส่วนของหนี้สินและผู้ถือหุ้น โดยในการการคำนวณหาต้นทุนของเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ในส่วนของส่วนชดเชยความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ (Default Risk Spread) ซึ่งนำมาใช้คำนวณหาต้นทุนการก่อหนี้ () คำนวณโดยพิจารณาจากการใช้อันดับความน่าเชื่อถือจำลองจากอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio) ซึ่งอาจไม่ใช่ต้นทุนที่ถูกต้องที่สุดของต้นทุนการก่อหนี้ที่แท้จริงในแต่ละกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา อาจมีผลให้ WACC คลาดเคลื่อนไปได้ นอกจากนี้ การคำนวณจำเป็นต้องมีการปรับปรุงรายการเพื่อเปลี่ยนจากมูลค่าทางบัญชีเป็นมูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์ โดยงานวิจัยนี้ได้ปรับปรุงตามโมเดลของงานวิจัยในอดีต (อ้างอิงจาก Chanyawan Chitvorapan, 2003) ซึ่งหลายรายการที่ใช้ปรับปรุงมีความซับซ้อน งบการเงินไม่สามารถเปิดเผยได้อย่างเพียงพอ จึงอาจส่งผลให้ค่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) เกิดการคลาดเคลื่อนได้
- Fmsize = ขนาดของบริษัท วัดจากลอการิทึมฐานธรรมชาติของสินทรัพย์ทั้งหมด
- Bdsize = จำนวนคณะกรรมการ โดยใช้แหล่งข้อมูลรายงานประจำปี 56-1
- Freqmeet = จำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการใน 1 ปี โดยใช้แหล่งข้อมูลรายงานประจำปี 56-1
- Dual = ความอิสระของประธานกรรมการและประธานบริหาร โดยใช้แหล่งข้อมูลรายงานประจำปี 56-1
- e = ค่าความคลาดเคลื่อน (Error Term)

ผลการศึกษา

ในส่วนของการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาจากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดพบว่าผู้ถือหุ้นสถาบันของภาครัฐมีสัดส่วนการถือครองสูงสุดที่ 30% ต่ำสุดที่ 0% มีค่าเฉลี่ยที่ 1.62 % และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 3.59 ผู้ถือหุ้นสถาบันของภาคเอกชนมีสัดส่วนการถือครองสูงสุดที่ 47% ต่ำสุดที่ 0% มีค่าเฉลี่ยที่ 12.61 % และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 8.46

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน ในส่วนของการวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Analysis) พบว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาลมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วน Tobin's Q และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ -0.153 -0.227 และ -0.367 ตามลำดับ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ด้านสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาคเอกชนมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ 0.186 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

นอกจากนี้ด้านตัวแปรควบคุม พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างจำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์ -0.138 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างขนาดของคณะกรรมการ จำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการ และขนาดของบริษัทกับอัตราส่วน Tobin's Q ด้วยค่าสัมประสิทธิ์ -0.193 -0.184 และ -0.447 ตามลำดับ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างความอิสระของประธานกรรมการและประธานบริหารกับอัตราส่วน Tobin's Q ด้วยค่าสัมประสิทธิ์ 0.153 ระดับนัยสำคัญ 0.05 รวมถึงความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างขนาดของคณะกรรมการ จำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการและขนาดของบริษัทกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์ -0.207 -0.211 และ -0.243 ตามลำดับ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน ในส่วนของการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) พบว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาคเอกชน (PvInstiOwn) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์เท่ากับ 0.180 แสดงว่ายิ่งสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นสถาบันของภาคเอกชนเพิ่มมากขึ้น ผลการดำเนินงานของบริษัทจะยิ่งดีขึ้นเมื่อวัดผลจาก ROE

สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาคเอกชน (PvInstiOwn) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราส่วน Tobin's Q ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์เท่ากับ 0.132 แสดงว่ายิ่งสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นสถาบันของภาคเอกชนเพิ่มมากขึ้น ผลการดำเนินงานของบริษัทจะยิ่งดีขึ้นเมื่อวัดผลจากอัตราส่วน Tobin's Q

นอกจากนี้ ยังพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างขนาดของบริษัท (Fmsize) กับผลการดำเนินงานของบริษัทเมื่อวัดผลจากอัตราส่วน Tobin's Q และสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาล (GovInstiOwn) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์เท่ากับ -0.372 แสดงว่ายิ่งสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาลเพิ่มขึ้น ผลการดำเนินงานของบริษัทจะแย่ลงเมื่อวัดผลจาก EVA ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 เปรียบเทียบผลการศึกษาจากแบบจำลองต่างๆ

Model	ROE		Tobin's Q		EVA	
	Beta	Sig	Beta	Sig	Beta	Sig
GovInstiOwn	0.041	0.594	-0.030	0.665	0.137	0.061
PvInstiOwn	0.180	0.007	0.132	0.030	0.064	0.313
GovOwn	-0.151	0.089	0.008	0.922	-0.372	0.000
Bdsize	-0.079	0.333	0.125	0.093	-0.073	0.346
Freqmeet	-0.099	0.200	0.003	0.971	-0.026	0.726
Dual	0.057	0.393	0.081	0.187	-0.028	0.661
Fmsize	0.108	0.215	-0.529	0.000	-0.059	0.479

อภิปรายและสรุปผลการวิจัย

จากผลการศึกษาข้างต้นสรุปได้ว่าพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาคเอกชนกับผลการดำเนินงานของบริษัท เมื่อวัดผลด้วยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วน Tobin's Q รวมถึงพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาลกับผลการดำเนินงาน เมื่อวัดผลด้วยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยผลการวิจัยพบว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาคเอกชนมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทเมื่อวัดผลด้วยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วน Tobin's Q แสดงว่ายิ่งผู้ถือหุ้นสถาบันที่เป็นภาคเอกชนเข้ามาถือครองหุ้นเพิ่มมากขึ้น ผลการดำเนินงานของบริษัทก็จะยิ่งดีขึ้นตาม สอดคล้องกับการทบทวนวรรณกรรมที่ว่าด้วยทฤษฎีตัวแทน ซึ่งอธิบายว่าโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวจะช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่เป็นอุปสรรคต่อผลการดำเนินงานที่ดี เนื่องจากผู้ถือหุ้นสถาบันมักมีการลงทุนในสัดส่วนที่มากและเป็นผู้ถือหุ้นที่มีความรู้และความเชี่ยวชาญส่งผลให้การกำกับดูแลกิจการของบริษัทมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น จากการลดต้นทุนและระยะเวลาในการบริหารงาน อีกทั้งผลการศึกษา ยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Lee and Chuang (2009) ที่พบว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาคเอกชน เช่น กองทุนหรือทรัสต์ต่าง ๆ มักส่งผลบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากการบริหารกองทุนแบบเชิงรุก Active Fund นอกจากนี้ ผลการวิจัยยังพบว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาลมีความสัมพันธ์เป็นลบกับผลการดำเนินงานของบริษัทเมื่อวัดผลด้วยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) แสดงว่ายิ่งหน่วยงานของภาครัฐเข้ามาครอบครองหุ้นในสัดส่วนที่เพิ่มขึ้น จะทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทแยลง ซึ่งสอดคล้องกับการทบทวนวรรณกรรมที่กล่าวว่าการถือหุ้นโดยภาครัฐจะทำให้บริษัทมีประสิทธิภาพน้อยกว่าผู้ถือหุ้นประเภทอื่น ๆ เนื่องจากรัฐบาลมักจะมิเป้าหมายสร้างมูลค่าทางสังคมและการเมือง มากกว่าการที่จะทำประโยชน์สูงสุดให้กับบริษัท บริษัทที่มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นเป็นหน่วยงานรัฐบาลอยู่สูงมักจะถูควบคุมโดยตรงจากอิทธิพลของรัฐบาล โดยอาจใช้การควบคุมเพื่อผลประโยชน์ทางการเมือง ซึ่งส่งผลลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท รวมถึงการกำกับดูแลกิจการของภาครัฐมักมีประสิทธิภาพน้อยกว่าบริษัทเอกชนเนื่องมาจากความซับซ้อนของโครงสร้างและขาดความชัดเจนในการแบ่งหน้าที่การกำกับดูแล ซึ่งก็สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kun Tracy Wang และ Greg (2018) ที่พบว่าบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นเป็นภาครัฐจะมีผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่าผลการดำเนินงานของบริษัทที่ถือหุ้นโดยภาคเอกชน

อย่างไรก็ตาม ผลงานวิจัยนี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาครัฐกับผลการดำเนินงานของบริษัทเมื่อวัดผลด้วยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วน Tobin's Q และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Lee and Chuang (2009) ที่พบว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาครัฐจะส่งผลลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากการลงทุนแบบเชิงรับ (Passive Fund) อาจมีเหตุผลจากในปัจจุบันสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาครัฐยังมีสัดส่วนไม่มากนัก เมื่อเทียบกับประเทศอื่น ๆ จึงทำให้ยังไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทกับกลุ่มตัวอย่าง อย่างไรก็ตาม เนื่องจากสัดส่วนของนักลงทุนสถาบันของภาครัฐที่มีแนวโน้มมากขึ้นเรื่อย ๆ ในช่วงหลายปีที่ผ่านมาหากมีการศึกษาซ้ำในอนาคตอาจพบความสัมพันธ์ดังกล่าวได้

ข้อจำกัด

ปัจจุบันในประเทศไทยยังคงมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันที่เป็นหน่วยงานรัฐบาลที่น้อยและมีเพียงไม่กี่รายเมื่อเทียบกับต่างประเทศ จึงทำให้งานวิจัยนี้ยังไม่สามารถพบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันที่เป็นหน่วยงานรัฐบาลกับผลการดำเนินงานของบริษัทเมื่อวัดผลจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วน Tobin's Q และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ได้

ข้อเสนอแนะ

1. งานวิจัยในอนาคตอาจมีการศึกษาซ้ำในส่วนของความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาครัฐกับผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากในปัจจุบันประเทศไทยยังคงมีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทนี้ไม่มากนัก จึงทำให้งานวิจัยนี้ยังไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว แต่ในอนาคตมีแนวโน้มที่จะเติบโตเพิ่มมากขึ้น จึงควรมีการศึกษาซ้ำอีกครั้งหนึ่ง
2. การศึกษาในอนาคตอาจมีการแบ่งประเภทของผู้ถือหุ้นสถาบันได้หลากหลายมากขึ้น เช่น การแบ่งประเภทของผู้ถือหุ้นสถาบันตามลักษณะหรือนโยบายการลงทุน ว่าเป็นลักษณะเชิงรุก (Active Fund) หรือ เชิงรับ (Passive Fund) แล้วศึกษาว่าสัดส่วนของนักลงทุนเหล่านั้นส่งผลต่อการดำเนินงานของบริษัทอย่างไร
3. การศึกษาในอนาคตอาจเพิ่มตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทที่หลากหลายเพิ่มมากขึ้น เนื่องจากในงานวิจัยชิ้นนี้แม้จะวัดผลการดำเนินงานใน 3 ด้าน คือด้านการเงิน การบัญชี และการตลาด แต่ก็มิได้ใช้ตัววัดผลที่ครอบคลุมทั้งหมดในทุก ๆ ด้าน
4. งานวิจัยชิ้นนี้พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาคเอกชนกับผลการดำเนินงานของบริษัท เมื่อวัดผลด้วยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วน Tobin's Q รวมถึงพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาลกับผลการดำเนินงาน เมื่อวัดผลด้วยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) แต่ยังไม่ได้ศึกษาต่อถึงสัดส่วนความเป็นเจ้าของที่เหมาะสมในอนาคตอาจศึกษาต่อไปได้ถึงสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนประเภทต่างๆที่จะส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้มากที่สุด
5. การขยายระยะเวลาในการศึกษาให้ยาวนานมากขึ้น จะส่งผลให้ผลการศึกษาน่าเชื่อถือและเพิ่มความชัดเจนได้มากขึ้น เพื่อให้พบความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นสถาบันประเภทต่าง ๆ และผลการดำเนินงานของบริษัทได้ชัดเจนมากยิ่งขึ้น

บรรณานุกรม

- นริสา เยาวลักษณ์, และศิลปพร ศรีจันทะพร. (2558). การถือหุ้นของบุคคลภายในและนักลงทุนสถาบัน ต่อผลการดำเนินงาน และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์. *วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ สมาคมสถาบันอุดมศึกษาแห่งประเทศไทย*, 4(2), 18–31. สืบค้นจาก <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/apheitvu/article/view/95213>
- Aljifri, K., & Moustafa, M. (2007). The impact of corporate governance mechanisms on the performance of UAE firms: An empirical analysis. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 23(2), 71–93. Retrieved from <https://doi.org/10.1108/10264116200700008>
- Al-Khouri, R. (2006). Corporate governance and firms value in emerging markets. *Journal of Transnational Management*, 12(1), 25–49. https://doi.org/10.1300/J482v12n01_03
- Anyu Khanthavit. (2009). Governance for firm value. Bangkok: The stock Exchange of Thailand .
- Aygün, M., & İç, S. (2010). Genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu yesi olması firma performansını etkiler mi? *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 47, 192-201. Retrieved from <https://dergipark.org.tr/tr/pub/mufad/395985>
- Babalola, Y. A. (2013). The effect of firm size on firms profitability in Nigeria. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 4(5), 90–94. Retrieved from <https://www.iiste.org/Journals/index.php/JEDS/article/view/4857>
- Barron, J., Black, D., & Loewenstein, M. A. (1989). Job matching and on-the-job training. *Journal of Labor Economics*, 7(1), 1–19. Retrieved from https://econpapers.repec.org/article/ucplabec/v_3a7_3ay_3a1989_3ai_3a1_3ap_3a1-19.htm
- Borisova, G., & Megginson, W. L. (2011). Does government ownership affect the cost of debt? evidence from privatization. *Review of Financial Studies*, 24(8), 2693–2737. Retrieved from https://econpapers.repec.org/article/ouprfinst/v_3a24_3ay_3a2011_3ai_3a8_3ap_3a2693-2737.htm
- Chanyawan Chitvorapan (2003). *Economic value added, market value added, accounting ratios and stock returns: evidence from Thailand*. Bangkok: Chulalongkorn University.
- Chen, Z., Cheung, Y.-L., Stouraitis, A., & Wong, A. W. S. (2005). Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4), 431–449. Retrieved from https://econpapers.repec.org/article/eeepacfin/v_3a13_3ay_3a2005_3ai_3a4_3ap_3a431-449.htm
- Daily, C. M., & Dalton, D. R. (1993). Board of directors leadership and structure and corporate performance in entrepreneurial firms. *Journal of Business Ventures*, 7(5), 375-386.
- Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36. doi:10.2307/4126762
- Evans, J., Evans, R., & Loh, S. (2002). Corporate governance and declining firms performance. *International Journal of Business Studies*, 10(1). Retrieved from <https://espace.curtin.edu.au/handle/20.500.11937/34848>
- Fauzi, H., Musallam, S. R. M., & Nagu, N. (2018). Institutional investors ownerships and corporate performance: The case of Indonesia. *Social Responsibility Journal*, 14(4), 41-55.

- Fauzi, H., & Musallam, S. R. M. (2015). Corporate ownership and company performance: A study of Malaysian listed companies. *Social Responsibility Journal*, 11(3), 439-448. doi: 10.1108/SRJ-05-2014-0064
- Fiegenbaum, A., & Karnani, A. (1991). Output flexibility—A competitive advantage for small firms. *Strategic Management Journal*, 12(2), 101–114. <https://doi.org/10.1002/smj.4250120203>
- Fitri, N., Irianto, G., & Mardiaty, E. (2017). The effect of ownership structure on the expropriation risk. *International Business Management*, 11(2), 392-396. doi: 10.36478/ibm.2017.392.396
- Gill, A., & Mathur, N. (2011). Board size, CEO duality and the value of Canadian manufacturing firms. *Journal of Applied Finance & Banking*, 1(3), 1-13.
- Goddard, J., Tavakoli, M., & Wilson, J. O. S. (2005). Determinants of profitability in European manufacturing and services: Evidence from a dynamic panel model. *Applied Financial Economics*, 15(18), 1269–1282. <https://doi.org/10.1080/09603100500387139>
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880. Retrieved from <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. Retrieved from [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kartikasari, D., & Merianti, M. (2016). The effect of leverage and firm size to profitability of public manufacturing companies in Indonesia. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(2), 409–413. Retrieved from <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/1763>
- Kiel, G. C., & Nicholson, G. J. (2003). Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3), 189–205. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00318>
- Krivogorsky, V. (2006). Ownership, board structure, and performance in continental Europe. *The International Journal of Accounting*, 41(2), 176–197. Retrieved from https://econpapers.repec.org/article/eeeaccoun/v_3a41_3ay_3a2006_3ai_3a2_3ap_3a176-197.htm
- Kumar, N., & Kaur, K. (2016). Firm size and profitability in Indian automobile industry: An analysis. *Pacific Business Review International*, 8(7), 67-78.
- Labra, A. (1980). Public enterprise in an underdeveloped and dependent economy. In W. J. Baumol (Ed.), *Public and Private Enterprise in a Mixed Economy: Proceedings of a Conference held by the International Economic Association in Mexico City* (pp. 36–40). London: Palgrave Macmillan UK. https://doi.org/10.1007/978-1-349-16394-6_5
- Lee, Shin-ping, & Chuang, Tsung-Hsien. (2009). The determinants of corporate performance: A viewpoint from insider ownership and institutional ownership. *Managerial Auditing Journal*, 24(3), 233-247. doi: 10.1108/02686900910941122
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*, 48(1), 59–77. JSTOR. Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/40687360>
- MacAvoy, P. W., & Millstein, I. M. (1999). The active board of directors and its effect on the performance of the large publicly traded corporation. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(4), 8–20. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1999.tb00510.x>

- Mark, Goyder. (2015). *What matters in corporate governance?*. Retrieved from <https://quotepark.com/quotes/1813875-mark-goyder-governance-and-leadership-are-the-yin-and-the-yang/>.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595–612. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90069-C](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90069-C)
- Nashier, Tripti, & Gupta, Amitabh. (2016). The effect of institutional ownership on firm performance. *The IUP Journal Corporate Governance*, 15(3), 36-56. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2962286
- Omran, M. M., Bolbol, A., & Fatheldin, A. (2008). Corporate governance and firm performance in Arab equity markets: Does ownership concentration matter?. *International Review of Law and Economics*, 28(1), 32–45. Retrieved from <https://ideas.repec.org/a/eee/irlaec/v28y2008i1p32-45.html>
- Ongore V. (2011). The relationship between ownership structure and firm performance: an empirical analysis of listed companies in Kenya. *African Journal of Business Management*, 5(3), 2120-2128. doi: 10.5897/AJBM10.074
- Pearce, J., & Zahra, S. (1992). Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, 29, 411-438. doi: 10.1111/j.1467-6486.1992.tb00672.x
- Pervan, M., Pervan, I., & Todorčić, M. (2012). Firm ownership and performance: evidence for croatian listed firms. *International Journal of Social and Human Sciences*, 6, 89–95. Retrieved from <https://www.bib.irb.hr/571017>
- Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics*, 20(1–2), 237–265. Retrieved from https://econpapers.repec.org/article/eeejfinec/v_3a20_3ay_3a1988_3ai_3a_3ap_3a237-265.htm
- Rosenstein, S., & Wyatt, J. G. (1994). Shareholder wealth effects when an officer of one corporation joins the board of directors of another. *Managerial and Decision Economics*, 15(4), 317–327. <https://doi.org/10.1002/mde.4090150406>
- Sillapaporn Srijunpetch. (2019). Government ownership and earnings management in Thai listed company. *Journal of Business Administration*, 8(2), 154-168.
- Solomon, J., & Solomon, A. (2004). *Corporate governance and accountability*. West Sussex: John Wiley & Sons.
- Tan, J. (2002). Impact of ownership type on environment–strategy linkage and performance: Evidence from a transitional economy. *Journal of Management Studies*, 39(3), 333–354. Retrieved from <https://doi.org/10.2139/ssrn.1552271>
- Tran, N. M., Nonneman, W., & Jorissen, A. (2014). Government ownership and firm performance: The case of Vietnam. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 4(3), 628–650. Retrieved from <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/827>
- Ujunwa, A. (2012). Board characteristics and the financial performance of Nigerian quoted firms. *Corporate Governance*, 12(5), 1-30.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 13–142. Retrieved from https://econpapers.repec.org/article/eeejfinec/v_3a53_3ay_3a1999_3ai_3a1_3ap_3a113-142.htm

- Wang, K. T., & Shailer, G. (2018). Does ownership identity matter? A meta-analysis of research on firm financial performance in relation to government versus private ownership. *Abacus*, 54(1), 1–35. Retrieved from <https://ideas.repec.org/a/bla/abacus/v54y2018i1p1-35.html>
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431–460. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90053-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90053-0)
- Winter, R. (1994). The dynamics of competitive insurance markets. *Journal of Financial Intermediation*, 3(4), 379–415. Retrieved from https://econpapers.repec.org/article/eeejfin/v_3a3_3ay_3a1994_3ai_3a4_3ap_3a379-415.htm
- Yupana Wiwattanakantang. (2001). Controlling shareholders and corporate value: evidence from Thailand. *Pacific-Based Finance Journal*, 9(4), 323-362. doi: 10.1016/S0927-538X(01)00022-1
- Zeitun, R., & Tian, G. G. (2007). Does ownership affect a firm's performance and default risk in Jordan?. *The International Journal of Business in Society*, 7(1), 66-82. Retrieved from <https://papers.ssrn.com/abstract=987601>