

บริษัทครอบครัว การถือครองเงินสด ความซับซ้อนทางธุรกิจ และมูลค่า
กิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ประเทศไทย
Family Business, Cash holdings, Business Complexity and Firm Value of
Companies Listed in Market Alternative Investment (MAI), Thailand

มลฤดี ธรรมรงค์¹, พัทธนันท์ เพชรเชิดชู²

ศิริเดช คำสุพรหม³, และ พนารัตน์ ปานมณี⁴

Monrudee Thammarong¹, Pattanant Petchchedchoo²

Siridech Kumsuprom³, and Panarat Panmanee⁴

สาขาวิชาการบัญชี วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

Accountancy program, College of Innovative Business and Accountancy, Dhurakij Pundit University, Thailand

¹Corresponding Author. E-mail: Monludee.tha@mahidol.edu

Received June 13, 2024; Revised August 5, 2024; Accepted August 30, 2024

Abstract

This research aims to 1) study and analyze the relationship between the shareholding structure of family companies, 2) study and analyze the relationship between cash holdings, and 3) study and analyze the relationship between business complexity and business value. The study is quantitative research; the sample group used in this research is 170 companies listed on the MAI Stock Exchange. The statistics used to analyze this research are multiple regression analyses. The results of the research found that 1) the shareholding structure of family companies is related to the value of the business in the same direction, and the market value of common stock prices is related to the value of the business in the same direction. The proportion of ownership and chairman of the board of a family company is not related to the value of the business. 2) Cash holdings are related to the value of the business in the same direction. 3) the number of branches and the number of subsidiaries. Location of subsidiaries in the country Location of overseas subsidiaries and the number of types of businesses operating, there is no relationship with the business value of companies listed on the MAI Stock Exchange.

Keywords: family business; cash holdings; business complexity; firm value

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นแบบบริษัทครอบครัว 2) ศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสด และ 3) ศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างความซับซ้อนทางธุรกิจ และมูลค่ากิจการ ซึ่งเป็นการวิจัยเชิงปริมาณ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้การวิจัยคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ จำนวน 170 บริษัท สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์งานวิจัยนี้ คือ การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ ผลการวิจัยพบว่า 1) โครงสร้างการถือหุ้นแบบบริษัทครอบครัวมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการในทิศทางเดียวกัน มูลค่าตลาดของราคาหุ้นสามัญมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการในทิศทางเดียวกัน สัดส่วนความเป็นเจ้าของและประธานกรรมการของบริษัทครอบครัวไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ 2) การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการในทิศทางเดียวกัน 3) จำนวนสาขา จำนวนของบริษัทย่อย ที่ตั้งของบริษัทย่อยในประเทศ ที่ตั้งของบริษัทย่อยในต่างประเทศ และจำนวนประเภทธุรกิจที่ประกอบกิจการ ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

คำสำคัญ: บริษัทครอบครัว; การถือครองเงินสด; ความซับซ้อนทางธุรกิจ; มูลค่ากิจการ

บทนำ

โครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Structure) ของธุรกิจส่วนใหญ่ของประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้มีพื้นฐานมาจากบริษัทครอบครัว และอำนาจการบริหารในบริษัทยังคงเป็นของสมาชิกในครอบครัว ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของธนาคารเพื่อพัฒนาเอเชีย (ADB) ที่ได้ศึกษาโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนของ 5 ประเทศ คือ อินโดนีเซีย เกาหลีใต้ มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ และไทย พบว่า มีการกระจุกตัวของการถือหุ้นอยู่ในระดับที่สูงมาก สำหรับประเทศไทยบริษัทส่วนใหญ่ มักเริ่มต้นด้วยธุรกิจครอบครัว และเมื่อธุรกิจครอบครัวเหล่านี้มีการขยายกิจการและเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) หรือตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) เพื่อระดมทุนผู้ก่อตั้งซึ่งเป็นบุคคลภายในครอบครัวยังคงเข้าควบคุมบริษัทอยู่

เงินสด (Cash) จัดเป็นสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีสภาพคล่องมากที่สุด ซึ่งแสดงเป็นรายการหนึ่งอยู่ในงบแสดงฐานะการเงิน เงินสดเป็นส่วนสำคัญในระบบการบริหารเงินสด คือ การบริหารสภาพคล่องประสิทธิภาพในการเก็บรวบรวมเงินสด การจ่ายเงินสด และการลงทุนในหลักทรัพย์ชั่วคราว เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดจากเงินสดที่มีอยู่ ซึ่งในการดำเนินธุรกิจส่วนใหญ่มักเกิดคำถามที่ว่า กิจการควรถือครองเงินสด ไว้ปริมาณมากหรือน้อยเพียงใด เพื่อให้เพียงพอต่อการดำเนินธุรกิจ

ในความเป็นจริงแล้วกิจการควรจะมีเงินสดในปริมาณที่เพียงพอสำหรับการดำเนินการดำเนินธุรกิจ เช่น การซื้อสินค้า การจ่ายเงินเดือนพนักงาน และการจ่ายชำระหนี้สิน เป็นต้น ในส่วนของประโยชน์ของการถือครองเงินสดนั้นมีหลากหลาย Keynes (1936) นักเศรษฐศาสตร์ชาวอังกฤษ กล่าวว่าเหตุผลที่บุคคลและกิจการต้องถือเงินสดนั้น มีอยู่ด้วยกันทั้งหมด 3 ประการ คือ การถือเงินสดไว้เพื่อใช้ในการดำเนินธุรกิจประจำวัน การถือเงินสดไว้เพื่อใช้ในการฉุกเฉิน และการถือเงินสดไว้เพื่อรอจังหวะการลงทุนในอนาคต ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น ได้แก่ 1) แหล่งเงินทุนภายใน 2) แหล่งเงินทุนภายนอก 3) การออกหุ้นสามัญเพิ่ม แต่อย่างไรก็ตามการถือครองสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงอย่างเงินสดไว้ จะก่อให้เกิดต้นทุนค่าเสียโอกาส จากการที่กิจการไม่ได้บริหารสินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์สูงสุด Jensen (1986) กล่าวว่า สภาพคล่องและกระแสเงินสดอิสระของกิจการสามารถก่อให้เกิดปัญหา

จากตัวแทน ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น และอาจทำให้ผู้บริหารตัดสินใจโดยใช้ดุลยพินิจซึ่งขัดแย้งกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ซึ่งจากเหตุผลที่กล่าวมาข้างต้นทำให้เกิดคำถามที่ว่า กิจกรรมการถือครองเงินสดไว้ในปริมาณเท่าใดจึงจะเหมาะสมและเพียงพอสำหรับใช้ในการดำเนินธุรกิจและเกิดความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนและประโยชน์ที่กิจการได้รับ

งานวิจัยของต่างประเทศในอดีตที่ผ่านมาจะมุ่งศึกษาเรื่องการถือครองเงินสดของกิจการ โดยจะศึกษาเกี่ยวกับมูลค่าส่วนเพิ่มของเงินสดจากหลากหลายมุมมอง มีการอภิปรายถึงมูลค่าและความจำเป็นของเงินสด โดยศึกษาการเพิ่มขึ้นของมูลค่าของผู้ถือหุ้น เมื่อกิจการถือเงินสดเพิ่มขึ้นทุก 1 ดอลลาร์ แม้จะมีงานวิจัยเกี่ยวกับการถือครองเงินสดของกิจการออกมาหลากหลาย แต่ยังไม่มียงานวิจัยที่ศึกษาถึงความสัมพันธ์โดยตรงระหว่างการถือครองเงินสดกับมูลค่าของกิจการ ซึ่งการที่กิจการถือครองเงินสดนั้นจะเป็นการแลกเปลี่ยนชดเชย (Trade-off) ระหว่างต้นทุนที่เสียไปกับประโยชน์ที่ได้รับ จึงน่าจะมีระดับการถือครองเงินสดที่เหมาะสมที่ทำให้มูลค่าของกิจการสูงที่สุด

ผู้วิจัยจึงสนใจทำการศึกษาโดยใช้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment) เพื่อเป็นการเพิ่มพูนความรู้เกี่ยวกับโครงสร้างการถือหุ้นแบบบริษัทครอบครัว ให้กับแวดวงวิชาการทางการบัญชีและการเงิน

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นแบบบริษัทครอบครัว กับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสด กับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ประเทศไทย
3. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างความซับซ้อนทางธุรกิจ กับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ประเทศไทย

ขอบเขตการวิจัย

1. **ขอบเขตด้านเนื้อหา** ในการศึกษาครั้งนี้ได้เก็บข้อมูลจากฐานข้อมูลออนไลน์ของตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ จำนวนทั้งสิ้น 170 บริษัท รวมทั้งสิ้น 510 ข้อมูล ซึ่งเป็นข้อมูลทุติยภูมิ ประกอบด้วย รายงานประจำปี (แบบ 56-2) แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) หมายเหตุประกอบงบการเงิน เพื่อนำไปสู่การสร้างตัวแปรที่ใช้ศึกษาในงานวิจัย คือ 1) ตัวแปรตาม คือ มูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin' Q ตามแนวทางของ Chung and Pruitt (1994) เพื่อวัดมูลค่ากิจการ (Firm Value) และสะท้อนให้เห็นถึงผลดำเนินงานด้านมูลค่าตลาดที่เกิดขึ้นของกิจการ และ 2) ตัวแปรอิสระ คือ บริษัทครอบครัว ตามแนวทางของ Saleh et al. (2017), Pukthuanthong et al. (2013), and Moolchandani and Kar et al. (2022) การถือครองเงินสด (Karim & Ilyas (2021) และความซับซ้อนทางธุรกิจ (Chan et al., 1993)
2. **ขอบเขตด้านประชากรและกลุ่มตัวอย่าง** ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ ข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ยกเว้น กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ที่มีรอบระยะเวลาบัญชี สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม ในช่วงปี พ.ศ. 2563-2565 จำนวนทั้งสิ้น 170 บริษัท รวมทั้งสิ้น 510 ข้อมูล
3. **ขอบเขตด้านพื้นที่** ในการศึกษาครั้งนี้ ศึกษาข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ จำนวนทั้งสิ้น 170 บริษัท รวมทั้งสิ้น 510 ข้อมูล

4. **ขอบเขตด้านเวลา** ระยะเวลาที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล คือ รอบระยะเวลาบัญชี สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม ในช่วงปี พ.ศ. 2563–2565 จำนวนทั้งสิ้น 170 บริษัท รวมทั้งสิ้น 510 ข้อมูล

ทบทวนวรรณกรรม

จากการวิจัยดังกล่าว ผู้วิจัยได้ศึกษาทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

1. ทฤษฎีความพอใจในสภาพคล่อง (Liquidity Preference Theory) เป็นทฤษฎีที่ถูกริเริ่มโดย Keynes (1936) ได้กล่าวว่า เงินสดเป็นสินทรัพย์ชนิดหนึ่งที่มีอรรถประโยชน์มาก เนื่องจากเป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงที่สุดในบรรดาสินทรัพย์ต่าง ๆ ดังนั้นในบางคราวกิจการอาจต้องการเงินไว้เพื่อจุดมุ่งหมายอื่น ๆ ที่นอกเหนือไปจากการใช้ เป็นสื่อกลางในการแลกเปลี่ยน ซึ่งทฤษฎีนี้ได้แบ่งจุดมุ่งหมายในการถือเงินออกเป็น 3 ประการ คือ ความต้องการถือ เงินสดไว้เพื่อใช้ในการดำเนินธุรกิจประจำวัน เพื่อสำรองไว้ใช้ในกรณีฉุกเฉิน และเพื่อรอจังหวะการลงทุนในอนาคต

2. ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ของ Myers and Majluf (1984) ที่กล่าวถึง แหล่งเงินทุนที่เหมาะสมที่กิจการควรจะไปใช้ในการลงทุนตามลำดับก่อน-หลัง เนื่องจากต้นทุนของเงินทุนที่ แตกต่างกัน และความไม่สมมาตรหรือความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุน ซึ่งผู้บริหาร จะต้องพิจารณาถึงความแตกต่างของต้นทุนจากแหล่งเงินทุนต่าง ๆ โดยสามารถเรียงลำดับการจัดหาเงินทุนได้ คือ แหล่งเงินทุนภายใน แหล่งเงินทุนจากแหล่งหนี้ และแหล่งเงินทุนภายนอก

3. ทฤษฎีการแลกเปลี่ยนชดเชย (Trade-off Theory) Modigliani and Miller (1958) กล่าวว่า ไม่ว่ากิจการจะมี โครงสร้างเงินทุนในรูปแบบใดล้วนแต่ไม่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ แต่มูลค่าของกิจการจะขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและการ ตัดสินใจลงทุนของกิจการ ภายใต้เงื่อนไขที่ว่าตลาดสมบูรณ์และมีประสิทธิภาพ Myers (1977) และเป็นการ เปรียบเทียบต้นทุนและประโยชน์จากการก่อหนี้และหาโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุด เมื่อบริษัทมีหนี้มาก ผู้บริหารต้อง ทำงานหนักมากขึ้นเพื่อให้บริษัทมีกระแสเงินสดมาบริหารจัดการองค์กรให้ราบรื่น และสามารถชำระหนี้สินได้ การมี หนี้สินจึงเป็นกลไกหนึ่งในการควบคุมผู้บริหารให้ทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ (Sakyajiwakit & Chandrakolika, 2016) ทั้งนี้ Opler et al. (1999) ได้ศึกษาระดับการถือครองเงินสดของกิจการ โดยเน้นไปที่การแลกเปลี่ยนชดเชยระหว่าง ต้นทุนที่เสียไป กับประโยชน์ที่จะได้รับการถือครองเงินสด ซึ่งน่าจะนำไปสู่ระดับของเงินสดที่เหมาะสมที่กิจการ ควรจะถือครอง เนื่องจากเงินสดถือเป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูง

4. ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) เป็นทฤษฎีที่กล่าวถึงกรณีที่เจ้าของกิจการจะต้องมีบุคคลอื่นเข้ามาช่วยใน การบริหารแทน เนื่องจากไม่สามารถบริหารงานได้แต่เพียงผู้เดียวจึงเกิดเป็นความสัมพันธ์ของบุคคล 2 ฝ่าย จึงมี ความจำเป็นให้มีการมอบหมายหน้าที่และความรับผิดชอบให้กับตัวแทนเพื่อดำเนินการบริหารและสร้างผลตอบแทน (Jensen & Meckling, 1976) ผู้เป็นเจ้าของหรือตัวการมักอยากได้ผลตอบแทนสูงสุดหรือความมั่งคั่ง และส่วนผู้บริหาร หรือตัวแทนที่ได้รับเลือกเข้ามาให้บริหารงานให้กับเจ้าของกิจการอาจคำนึงถึงผลตอบแทนส่วนตนมากกว่าสร้าง ผลประโยชน์สูงสุดให้กับกิจการ จึงกลายมาเป็นปัญหาที่เรียกว่าปัญหาตัวแทนขึ้น และเมื่อพยายามที่จะลดความ ขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารจะทำให้เกิดสิ่งที่เรียกว่าต้นทุนตัวแทนขึ้น โดยเป็นค่าใช้จ่ายที่มุ่งการตรวจสอบ การทำงานของผู้บริหาร และสร้างภาระผูกพันจิตใจให้ผู้บริหารทำงานให้กับกิจการและผู้ถือหุ้นได้อย่างมีประสิทธิภาพ มาก

จากการวิจัยดังกล่าว ผู้วิจัยได้ศึกษาแนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

1. แนวคิดและงานวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างการถือหุ้นแบบบริษัทครอบครัว ธุรกิจครอบครัวที่ประสบความสำเร็จจะระดับโลก และเป็นตัวจักรตัวหนึ่งในเศรษฐกิจโลกในยุคปัจจุบัน คิดเป็น 80-90% ของธุรกิจทั้งหมดในโลกเสรี 37% ของบริษัทใน Fortune 500 เป็นธุรกิจครอบครัวในประเทศสหรัฐอเมริกา ได้สร้างรายได้คิดเป็น 49% ของ GDP และธุรกิจครอบครัวสร้างรายได้ไม่ต่ำกว่า 75% ของ GDP ในประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก และสุดท้ายธุรกิจครอบครัวว่าจ้างแรงงานไม่ต่ำกว่า 85% ของแรงงานทั้งโลก (Rosapitak, 2009) สำหรับผลการดำเนินงานของกิจการสามารถแบ่งเป็น 2 ด้าน คือ 1) ผลการดำเนินงานทางด้านบัญชีใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่เป็นอัตราส่วนที่วัดความสามารถของบริษัทในการสร้างผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่ง Nanarong (2006), and Qi et al., (2000) กล่าวว่า สัดส่วนของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนในประเทศมีความสัมพันธ์ที่เป็นบวกกับผลการดำเนินงานทางบัญชีที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ผลการดำเนินงานทางด้านตลาดใช้อัตราส่วน Tobin's Q ในการวัดผลการดำเนินงาน ซึ่งเป็นแนวคิดของ Professor James T. Tobin โดย Tobin's Q เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาด โดยเป็นอัตราส่วนที่มีความสัมพันธ์ของอัตราส่วนระหว่างมูลค่าสินทรัพย์ของบริษัทในตลาดหุ้นกับต้นทุนทดแทนของสินทรัพย์ของบริษัท เมื่อใดที่อัตราส่วน Tobin's Q มีค่ามากกว่าหนึ่ง แสดงว่าบริษัทย่อมหากำไรได้ด้วย

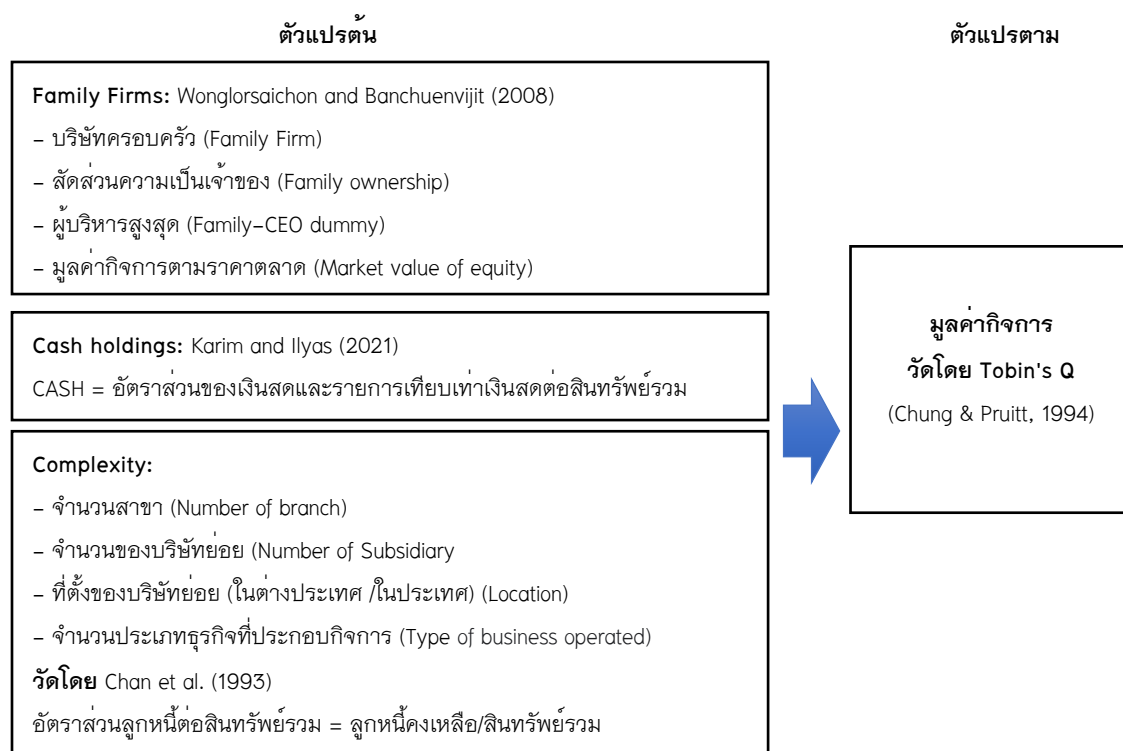
2. แนวคิดและงานวิจัยเกี่ยวกับการถือครองเงินสด จากการค้นคว้างานวิจัยในต่างประเทศพบว่า ประเด็นของงานศึกษาในช่วงแรกจะมุ่งเน้นเกี่ยวกับเรื่องการถือครองเงินสดของกิจการ โดยจะสมมติให้ระดับเงินสดที่เหมาะสมมีอยู่จริง และทำการพิสูจน์ว่าการตัดสินใจที่เกี่ยวข้องกับเงินสดเป็นไปตาม Partial Adjustment Model (Kim et al., 1998; Opler et al., 1999) ต่อมาได้หันมาศึกษาเกี่ยวกับมูลค่าส่วนเพิ่มของเงินสดในหลายมุมมอง มีการศึกษาถึงคุณค่าและความจำเป็นของเงินสด โดยวิเคราะห์การเพิ่มขึ้นของมูลค่าของผู้ถือหุ้นต่อการที่กิจการถือเงินสดเพิ่มขึ้นทุก 1 ดอลลาร์ และแยกกลุ่มตัวอย่างออกเป็นกลุ่มย่อยเพื่อให้สอดคล้องกับลักษณะของกิจการในแต่ละประเภท โดยจะใช้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ เป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา เพื่อให้ผลลัพธ์ที่ได้สอดคล้องกับลักษณะของบริษัทในประเทศไทย และสามารถนำผลลัพธ์มาประยุกต์ใช้ในประเทศไทยได้อย่างน่าเชื่อถือมากขึ้น

3. แนวคิดและงานวิจัยเกี่ยวกับความซับซ้อนทางธุรกิจ ประกอบด้วย ความสลับซับซ้อนในรายละเอียด ความสลับซับซ้อนเชิงพลวัต ความสลับซับซ้อนด้านสังคม และความสลับซับซ้อนด้านผลิตภาพ (Ajmi, 2014) โดยปัจจัยที่ส่งเสริมให้การจัดการความสลับซับซ้อนบรรลุผลได้ด้วยภาวะผู้นำเชิงกลยุทธ์ ซึ่งเป็นผู้บริหารสูงสุดที่กำหนดทิศทางและทางเลือกเชิงกลยุทธ์ขององค์กร (Hambrick, 2007) ภายใต้สภาพแวดล้อมที่สลับซับซ้อนทำให้ภาวะผู้นำต้องมีบทบาทในการสร้างสรรค์นวัตกรรมขององค์กรเพื่อสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขัน (Bouhadi et al., 2015) จากผลวิจัยวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) พบว่า ธุรกิจครอบครัวส่วนใหญ่จะมีอายุสั้นและล้มละลายในรุ่นที่ 1 โดยการดำเนินธุรกิจครอบครัวให้สามารถอยู่รอดไปสู่รุ่นที่ 3 มีจำนวนต่ำกว่าร้อยละ 10 (Cuhadar & Ozmen, 2008) ดังนั้น ผู้ประกอบการจึงต้องตระหนักและมีความรู้ความเข้าใจในการจัดการความสลับซับซ้อน เพื่อให้ธุรกิจสามารถอยู่รอดและสามารถสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันท่ามกลางปัจจัยแวดล้อมที่มีความสลับซับซ้อนในปัจจุบัน

4. แนวคิดและงานวิจัยเกี่ยวกับมูลค่าของกิจการ Tobin's Q ถูกคิดค้นเมื่อปี ค.ศ.1977 เป็นแนวคิดที่นำเสนอโดย Professor James T. Tobin ที่กล่าวว่า Tobin's Quotient เป็นผลลัพธ์ของการหารเป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาด คำนวณโดยการหารราคา

ตลาดของสินทรัพย์ขององค์กรด้วยราคาเปลี่ยนแปลงแทนของสินทรัพย์นั้น ซึ่งราคาตลาดของสินทรัพย์จะวัดจากมูลค่าทางการตลาดของหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้นและหนี้สิน Hern and Lowe (2006) กล่าวว่า ค่าของ Tobin's Q ในอดีตสามารถสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าของ Wall Street ในแต่ละช่วงเวลาได้ดีกว่าอัตราส่วน Price/Earning (P/E Ratio) สำหรับประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้ Tobin's Q ในการวิเคราะห์วัฏจักรและแนวโน้มการลงทุนภาคเอกชน

สำหรับงานวิจัยเรื่องนี้ ใช้การคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Chung and Pruitt (1994) มาประยุกต์ใช้เนื่องจากมีหลักฐานเชิงประจักษ์ว่าข้อมูลที่นักวิจัยใช้ส่วนใหญ่เป็นข้อมูลที่องค์กรเปิดเผยต่อบุคคลภายนอก และเป็น การคำนวณเกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงานด้านมูลค่าทางการตลาดขององค์กร โดยใช้มูลค่าทางบัญชีเป็นตัวแทนของมูลค่าทางการตลาด ซึ่งเป็นอัตราส่วนแบบ Tobin's Q ถัวเฉลี่ย (Average Q) โดยองค์กรที่มีค่า Tobin's Q มากกว่า 1 จัดว่าเป็นองค์กรที่สามารถใช้ทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพที่จะทำให้องค์กรได้รับผลตอบแทนของเงินลงทุนในอัตราที่สูงกว่าต้นทุนของเงินทุนซึ่งส่งผลให้มูลค่าทางการตลาดขององค์กรมีค่ามากกว่ามูลค่าของสินทรัพย์ที่ใช้ไปเพื่อก่อให้เกิดมูลค่านั้น ในทางตรงกันข้ามองค์กรที่มีค่า Tobin's Q น้อยกว่า 1 แสดงถึงองค์กรไม่สามารถใช้สินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์อย่างเต็มที่ ดังนั้น ค่า Tobin's Q จึงจะสะท้อนให้เห็นถึงคุณภาพของการตัดสินใจในการลงทุนที่ผ่านมาว่าสามารถตัดสินใจในโครงการที่ให้ผลตอบแทนจากการลงทุนคุ้มค่าหรือไม่ ซึ่งจะสะท้อนถึงโอกาสในการเติบโตได้อย่างยั่งยืนขององค์กรในอนาคต



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

Figure 1 Research Conceptual Framework

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยใช้ระเบียบวิธีการดำเนินการวิจัย ดังนี้

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง ผู้วิจัยได้กำหนดประชากรและกลุ่มตัวอย่างดังนี้

1) ประชากร คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน จำนวนทั้งสิ้น 170 บริษัท รวมทั้งสิ้น 510 ข้อมูล

2) กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ที่มีรอบระยะเวลาบัญชี สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม ทำการเก็บข้อมูลระหว่างปี 2563 – 2565 จำนวนทั้งสิ้น 170 บริษัท รวมทั้งสิ้น 510 ข้อมูล โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจากฐานข้อมูล SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) งบแสดงฐานะการเงิน รายงานประจำปี (แบบ 56-1) ของแต่ละบริษัท

2. เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล

1) แหล่งข้อมูล ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลของแต่ละบริษัทตามกลุ่มตัวอย่างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปี 2563-2565

2) ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทครอบครัว ได้แก่ โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว สัดส่วนความเป็นเจ้าของผู้บริหารสูงสุด มูลค่ากิจการตามราคาตลาด

3) ข้อมูลเกี่ยวกับการถือครองเงินสด วัดโดยอัตราส่วนของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต่อสินทรัพย์รวม

4) ข้อมูลเกี่ยวกับความซับซ้อนของธุรกิจ ได้แก่ จำนวนสาขา จำนวนของบริษัทย่อย ที่ตั้งของบริษัทย่อย จำนวนประเภทธุรกิจที่ประกอบกิจการ วัดโดยอัตราส่วนลูกหนี้ต่อสินทรัพย์รวม=ลูกหนี้คงเหลือ/สินทรัพย์รวม

5) ข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ได้แก่ มูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ (MVP)

3. การสร้างเครื่องมือในการรวบรวมข้อมูล เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ ผู้วิจัยได้มีการทบทวนวรรณกรรมและสร้างสมมติฐาน เพื่อนำไปสู่การสร้างตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาในงานวิจัย ดังนี้

1) ตัวแปรตาม คือ มูลค่ากิจการวัดโดยใช้ทฤษฎีของ Tobin's Q ตามแนวทางของ Chung and Pruitt (1994)

2) ตัวแปรอิสระ คือ บริษัทครอบครัว ตามแนวทางของ Saleh et al. (2017), Pukthuanthong et al. (2011), Moolchandani and Kar et al. (2022) การถือครองเงินสด (Karim & Ilyas (2021) และความซับซ้อนทางธุรกิจ (Chan et al., 1993)

4. วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งต่าง ๆ ได้แก่ ฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) เว็บไซต์ของบริษัท เว็บไซต์ของหน่วยงานกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียน รายงานประจำปีของบริษัท หนัารายงานของผู้สอบบัญชีรับอนุญาตและข้อมูลอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง เช่น วารสาร บทความ และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทั้งในประเทศและต่างประเทศที่เผยแพร่ ซึ่งเป็นข้อมูลทุติยภูมิ

5. การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้ ในการวิจัยครั้งนี้ ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ เช่น ร้อยละ (Percentile) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation) และวิเคราะห์ข้อมูลด้วยการวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis)

ผลการวิจัย

การวิจัยบริษัทครอบครัว การถือครองเงินสด ความซับซ้อนทางธุรกิจ และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ประเทศไทย ในครั้งนี้ ซึ่งผลการศึกษา มีดังนี้

1. วัตถุประสงค์ข้อที่ 1 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นแบบบริษัทครอบครัวกับมูลค่ากิจการ พบว่า (1) โครงสร้างการถือหุ้นแบบบริษัทครอบครัว มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่าโครงสร้างการถือหุ้นแบบบริษัทครอบครัวเพิ่มขึ้นจะทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น และหากโครงสร้างการถือหุ้นแบบบริษัทครอบครัวลดลงจะทำให้มูลค่ากิจการลดลงด้วย (2) มูลค่าตลาดของราคาหุ้นสามัญ มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ซึ่งแสดงว่ามูลค่าตลาดของราคาหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นจะทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น และหากมูลค่าตลาดของราคาหุ้นสามัญลดลง จะทำให้มูลค่ากิจการลดลงด้วย (3) สัดส่วนความเป็นเจ้าของ ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ และ (4) ประสิทธิภาพการของบริษัทครอบครัว ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ

2. วัตถุประสงค์ข้อที่ 2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสด กับมูลค่ากิจการ พบว่า การถือครองเงินสด มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ซึ่งแสดงว่า การถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น จะทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น และหากการถือครองเงินสดลดลง จะทำให้มูลค่ากิจการลดลงด้วย

3. วัตถุประสงค์ข้อที่ 3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างความซับซ้อนทางธุรกิจ กับมูลค่ากิจการ พบว่า (1) จำนวนสาขา ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ (2) จำนวนของบริษัทย่อย ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ (3) ที่ตั้งของบริษัทย่อยในประเทศ ไม่มีความสัมพันธ์กับต่อมูลค่าของกิจการ (4) ที่ตั้งของบริษัทย่อยในต่างประเทศ ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ และ (5) จำนวนประเภทธุรกิจที่ประกอบกิจการ ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ

ตารางที่ 1 แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ

Table 1 Displays the results of Multiple Regression Analysis

ตัวแปร	Std. Dev	Enter Method		t	p-value
		Unstandardized Coefficients B	Unstandardized Coefficients Beta		
(Constant)	0.321	1.272	-0.050	3.964	0.000**
Family Firms	0.159	-0.355	-0.004	-2.237	0.026*
Family ownership	0.304	-0.054	-0.017	-0.176	0.860
Family CEO	0.133	-0.108	0.905	-0.815	0.416
Market value of equity	0.000	5.144E-010	0.046	45.693	0.000**
Cash holdings	0.486	1.073	0.021	2.207	0.028*
Number of Branch	0.001	0.001	-0.019	0.940	0.348
Number of Subsidiary	1.020	-0.015	-0.060	-0.015	0.988
In house	1.020	-0.052	-0.017	-0.051	0.959
Overseas	1.019	-0.038	0.000	-0.038	0.970
Type of business operated	0.053	0.001	-0.050	0.014	0.989
R ²	0.838				
Adj. R ²	0.834				
F	217.611				
Sig. F	0.000				

หมายเหตุ * ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

** ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

Note * Statistical significance level 0.05

** Statistical significance level 0.01

จากการวิเคราะห์ตารางผลการวิจัยสามารถสรุปได้ว่า โครงสร้างการถือหุ้นแบบบริษัทครอบครัว มูลค่าตลาดของราคาหุ้นสามัญ การถือครองเงินสด มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) ส่วนสัดส่วนความเป็นเจ้าของ ประสิทธิภาพการของบริษัครอบครัว จำนวนสาขา จำนวนของบริษัทย่อย ที่ตั้งของบริษัทย่อยในประเทศ ที่ตั้งของบริษัทย่อยในต่างประเทศ จำนวนประเภทธุรกิจที่ประกอบกิจการ ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

อภิปรายผล

1. โครงสร้างการถือหุ้นแบบบริษัทครอบครัวมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในทิศทางเดียวกัน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Saleh et al. (2017) ที่ได้ศึกษาวิกฤตการเงินโลก โครงสร้างความเป็นเจ้าของ และผลประกอบการทางการเงินที่มั่นคง พบว่า การวัดประสิทธิภาพทางการเงินของกิจการด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นมีผลลัพธ์เชิงประจักษ์แสดงให้เห็นว่า กิจการแบบครอบครัวที่เจ้าของกิจการให้ความสำคัญจะมีประสิทธิภาพดีกว่า กิจการที่ไม่ใช่ครอบครัวและโครงสร้างความเป็นเจ้าของกิจการกระจายตัว การให้ความสำคัญของเจ้าของกิจการมีผลกระทบเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับ กิจการแบบครอบครัวและกิจการที่ไม่ใช่ครอบครัวในช่วงเวลาของวิกฤตการเงินโลก และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Pukthuanthong et al. (2013) ที่ได้ศึกษาความเป็นเจ้าของกิจการจะสร้างหรือทำลายมูลค่ากิจการ กรณีศึกษาใน

ประเทศแคนาดา พบว่า กลไกส่งเสริมการควบคุมที่ใช้ในกิจการแบบครอบครัวจะสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ ความขัดแย้งในกิจการระหว่างความเป็นเจ้าของและการบริหารจัดการมีค่าใช้จ่ายน้อยกว่า ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่และผู้ถือหุ้นส่วนน้อย

ส่วนสัดส่วนความเป็นเจ้าของไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Pascucci et al. (2022) ที่ได้ศึกษาความเป็นเจ้าของครอบครัวและประสิทธิภาพการส่งออกของ SMEs กรณีบทบาทการกลั่นกรองข้อจำกัดทางการเงินและความยืดหยุ่น พบว่า มีความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นเจ้าของครอบครัวและการส่งออก ประสิทธิภาพการส่งออกในระดับสูงสุด สอดคล้องกับความเป็นเจ้าของครอบครัวที่ระดับต่ำสุดและสูงสุด และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Moolchandani and Kar et al. (2022) ที่ได้ศึกษาการควบคุมครอบครัว ความขัดแย้งในหน่วยงาน การถือครองเงินสดขององค์กรและมูลค่าของกิจการ พบว่า การควบคุมโดยครอบครัวส่งผลเสียต่อการถือครองเงินสดในประเทศอินเดีย นอกจากนี้ การสะสมเงินสดของบริษัทครอบครัวยังส่งผลเสียต่อการประเมินมูลค่าตลาดของบริษัทอีกด้วย

ประธานกรรมการของบริษัทครอบครัวไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Eklund et al. (2010) ที่ได้ศึกษาความเป็นเจ้าของครอบครัวและผลตอบแทนจากการลงทุน-ผู้ก่อตั้งทายาทและผู้จัดการภายนอก พบว่า ผู้บริหาร ผู้ก่อตั้ง ไม่มีผลกระทบต่อการลงทุน ผลการดำเนินงานของบริษัทครอบครัว ในขณะที่การจัดการลูกหลานมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทน ในการลงทุนการมีผู้จัดการที่ได้รับการว่าจ้างจากภายนอกช่วยเพิ่มการลงทุนได้อย่างมาก และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Amran and Che Ahmad (2009) ที่ได้ศึกษาธุรกิจครอบครัว พลวัตของคณะกรรมการ และมูลค่ากิจการ: กรณีศึกษาจากประเทศมาเลเซีย พบว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการในมาเลเซีย อย่างไรก็ตามไม่ใช่ทุกองค์ประกอบของกลไกการกำกับดูแลที่มีนัยสำคัญ และผลกระทบที่แตกต่างกันระหว่างธุรกิจครอบครัวและธุรกิจไม่ใช่ครอบครัว ผลลัพธ์ระบุตามที่คาดไว้ว่า ขนาดของคณะกรรมการและโครงสร้างความเป็นผู้นำส่งผลกระทบท่อมูลค่าบริษัทของทุกบริษัท

2. การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในทิศทางเดียวกัน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Yun et al. (2021) ที่ได้ศึกษาการถือครองเงินสดและความสัมพันธ์ในผลการดำเนินงานของบริษัท: ปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่มีความสำคัญ พบว่า การศึกษานี้แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดกับผลการดำเนินงานของกิจการจากปัจจัยต่าง ๆ เมื่อพิจารณากลุ่มตัวอย่างในกิจการของประเทศจีน พบว่า การถือครองเงินสดและประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการส่งผลต่อกิจการที่มีคุณลักษณะเฉพาะอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ กิจการที่มีเจ้าของเป็นครอบครัวและกระจุกตัวรวมกัน จะส่งผลกระทบเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างเงินสดและผลการดำเนินงาน และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ameer (2012) ที่ได้ศึกษาผลกระทบของการถือครองเงินสดและการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของต่อการประเมินมูลค่าบริษัท พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการถือครองเงินสดและอัตราส่วนคิของกิจการในประเทศออสเตรเลีย โครงสร้างความเป็นเจ้าของกิจการส่งผลต่อการถือครองเงินสดและอัตราส่วนคิกันอย่างแพร่หลาย และพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการถือครองเงินสดและอัตราส่วนคิในกิจการที่มีการกระจายตัวของเจ้าของ และยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Habib et al. (2021) ที่ได้ศึกษาการบริหารจัดการในการถือครองเงินสดและมูลค่ากิจการ พบว่า การถือครองเงินสดเป็นสิ่งสำคัญสำหรับผู้ผลิตของจีนในการรับมือกับต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มขึ้นและภาวะเศรษฐกิจที่ยากลำบาก และพบความสัมพันธ์แบบไม่เชิงเส้นระหว่างการถือครองเงินสดและมูลค่ากิจการ และการถือครองเงินสดในระดับที่สูงขึ้นของ

กิจการที่มีข้อจำกัดทางการเงินจะส่งผลเสียต่อมูลค่ากิจการ งานวิจัยนี้ได้สร้างองค์ความรู้ใหม่ด้วยการใช้มาตรการใหม่ของการบริหารจัดการการถือครองเงินสดและมุมมองเชิงบวกส่งผลอย่างไรต่อกิจการ พบว่ามุมมองเชิงบวกของผู้บริหารมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจถือครองเงินสดบริษัทและส่งผลอย่างมากต่อกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน ทั้งนี้ การถือครองเงินสดเพิ่มขึ้นจะทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น และหากการถือครองเงินสดลดลงจะทำให้มูลค่ากิจการลดลงด้วย อีกทั้งการถือครองเงินสดจะช่วยให้กิจการสามารถลดปัญหาความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดได้ และกิจการยังสามารถลงทุนในโครงการต่าง ๆ ผ่านการระดมเงินทุนจากการเงินทุนภายใน โดยไม่จำเป็นต้องกู้ยืมจากแหล่งเงินทุนภายนอกที่มีต้นทุนทางการเงินที่สูงกว่า

3. ความซับซ้อนทางธุรกิจไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Liljeblom et al. (2020) ที่ได้ศึกษาความเป็นเจ้าของของรัฐที่ซับซ้อน การแข่งขันและผลการดำเนินงานของบริษัท กรณีศึกษาในประเทศรัสเซีย พบว่า ความแตกต่างที่มีนัยสำคัญของการดำเนินกิจการที่เกี่ยวข้องกับรูปแบบของกิจการที่รัฐเป็นเจ้าของที่แตกต่างกัน การควบคุมของรัฐมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการประเมินมูลค่าบริษัทและอัตราส่วนยอดขายต่อพนักงาน ประสิทธิภาพจะอ่อนแอที่สุดเมื่อความเป็นเจ้าของของรัฐลงมาถึงกิจการขนาดเล็ก กิจการในภูมิภาค และกิจการที่มีเจ้าของโดยตรง บริษัทที่มีการถือหุ้นใหญ่โดยรัฐมักมีประสิทธิภาพเหนือกว่าบริษัทที่ไม่ได้มีการถือหุ้นใหญ่โดย และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Neu et al. (2008) ที่ได้ศึกษาผู้ผลิตที่ประสบความสำเร็จในธุรกิจการให้บริการผลิตภัณฑ์ที่ซับซ้อน พบว่า การสร้างธุรกิจการให้บริการผลิตภัณฑ์ให้มีประสิทธิภาพสูง ส่วนใหญ่มาจากความสามารถของผู้บริหารในการสร้างความสอดคล้องภายในองค์กรให้ปัจจัยต่าง ๆ ผสมเข้าด้วยกัน ข้อมูลเชิงลึกจากการศึกษานี้สามารถช่วยให้ผู้บริหารสามารถออกแบบการให้บริการผลิตภัณฑ์ เพื่อสนับสนุนความซับซ้อนของธุรกิจ ในขณะที่ธุรกิจผลิตขยายตัวไปสู่ธุรกิจการให้บริการผลิตภัณฑ์อย่างแพร่หลายในทางปฏิบัติ การขยายตัวดังกล่าวกลับได้รับความสนใจเพียงเล็กน้อยในทางวิชาการ

สรุปผล

จากผลการวิจัย ผู้วิจัยสรุปผลการวิจัย ดังนี้

1. โครงสร้างการถือหุ้นแบบบริษัทครอบครัวมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการในทิศทางเดียวกัน และมูลค่าตลาดของราคาหุ้นสามัญมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการในทิศทางเดียวกัน ส่วนสัดส่วนความเป็นเจ้าของและประจํากรรมการของบริษัทครอบครัวไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ
2. การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม คือ มูลค่าของกิจการในทิศทางเดียวกัน
3. จำนวนสาขา จำนวนของบริษัทย่อย ที่ตั้งของบริษัทย่อยในประเทศ ที่ตั้งของบริษัทย่อยในต่างประเทศ จำนวนประเภทธุรกิจที่ประกอบกิจการ พบว่า ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะสำหรับองค์กรหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง

1. การศึกษานี้เป็นประโยชน์แก่ผู้บริหารกิจการหรือผู้ประกอบการธุรกิจ เพื่อพิจารณาลักษณะโครงสร้างการถือหุ้นแบบบริษัทครอบครัว ซึ่งจะสามารถควบคุมการกำกับนโยบายการบริหาร การดำเนินงานของบริษัทให้มีมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น ในลักษณะของการส่งผ่านจากทายาทรุ่นหนึ่งไปยังทายาทอีกรุ่นหนึ่ง เพื่อให้เกิดความยั่งยืนของกิจการ

2. ข้อเสนอแนะสำหรับนักลงทุน อาจใช้แนวทางจากการศึกษานี้มาพิจารณาร่วมกับข้อมูลทางการเงินที่มี เพื่อพิจารณาก่อนการตัดสินใจเข้าไปลงทุนในกิจการนั้น ๆ

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป

1. ควรพิจารณาโครงสร้างการถือหุ้นแบบบริษัทครอบครัวในด้านอื่น ๆ เพิ่มเติม และควรมองหาประเด็นใหม่ ๆ นอกจากนี่ยังวิจัยในอนาคตอาจทำการเปรียบเทียบความสัมพันธ์บริษัทครอบครัว การถือครองเงินสด ความซับซ้อนทางธุรกิจ และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ และที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. การศึกษามูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q โดยใช้สูตรการคำนวณตามแนวทางของ Chung and Pruitt (1994) ดังนั้น ในการศึกษาครั้งต่อไป ผู้วิจัยอาจใช้อัตราส่วนอื่นในการวัดมูลค่าของกิจการ เนื่องจากแต่ละอัตราส่วนมีมุมมองและวัตถุประสงค์แตกต่างกันไป เช่น อัตราผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS)

องค์ความรู้ใหม่

1. ผลการศึกษานี้ยืนยันถึงบริษัทครอบครัว ที่มีข้อบ่งชี้ว่าหากโครงสร้างการถือหุ้นแบบบริษัทครอบครัวเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น ความเป็นเจ้าของกิจการแบบครอบครัวช่วยแก้ไขข้อขัดแย้งในกิจการระหว่างความเป็นเจ้าของ กลไกส่งเสริมการควบคุม ที่ใช้ในกิจการแบบครอบครัวจะสร้างมูลค่าเพิ่มขึ้นให้กับกิจการ และการจัดการยังเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการแบบครอบครัวที่เจ้าของกิจการให้ความสำคัญจะมีประสิทธิภาพดีกว่ากิจการที่ไม่ใช่ครอบครัว นอกจากนี้มูลค่าตลาดของราคาหุ้นสามัญที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นด้วยเช่นเดียวกัน

2. งานวิจัยนี้ได้สร้างองค์ความรู้ใหม่ ด้วยการใช้มาตรการใหม่ของการบริหารจัดการ การถือครองเงินสด และมุมมองเชิงบวกของผู้บริหารมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจถือครองเงินสดของบริษัท และส่งผลอย่างมากต่อกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน การถือครองเงินสดจะช่วยให้กิจการสามารถลดปัญหาความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดได้ และกิจการยังสามารถลงทุนในโครงการต่าง ๆ ผ่านการระดมเงินทุนจากเงินทุนภายใน โดยไม่จำเป็นต้องกู้ยืมจากแหล่งเงินทุนภายนอกที่มีต้นทุนทางการเงินที่สูงกว่า

References

- Ajmi, M. (2014). *Human consultation and interaction using the learning approach Saneei publication*. Tehran (in Persian).
- Ameer, R. (2012). Impact of cash holdings and ownership concentration on firm valuation: Empirical evidence from Australia. *Review of Accounting and Finance*, 11(4), 448–467. DOI:10.1108/14757701211279196
- Amran, N. A., & Che Ahmad, A. (2009). Family business, board dynamics and firm value: evidence from Malaysia. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 7, 53–74. <https://doi.org/10.1108/19852510980000641>
- Bouhali, R., Mekdad, Y., Lebsir, H., & Ferkha, L. (2015). Leader roles for innovation: Strategic thinking and planning. *Procedia–Social and Behavioral Sciences*, 181(3rd International Conference on Leadership, Technology and Innovation Management), 72–78.
- Chan, H.W.H., Lu, Y., & Zhang, H.F. (2013). The effect of financial constraints, investment policy, product market competition and corporate governance. *Accounting and Finance*, 53(2), 339–366. DOI:10.1111/j.1467–629X.2011.00463.x
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994) A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23, 70–74. <https://doi.org/10.2307/3665623>
- Cuhadar, T., & Ozmen, H. I. (2008). *Mission statement in institutional family business: A content analysis*. First international conference on management and economics (ICME'08), Tirana, Albania, 28–29 March, 120–132.
- Habib, A., Bhatti, M. I., Khan, M. A., & Azam, Z. (2021). Cash holding and firm value in the presence of managerial optimism. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(8), 356.
- Hambrick, D.C. (2007). Upper echelons theory: An update. *Academy of Management Review*, 32, 334–343. <https://doi.org/10.2307/20159303>
- Hern, R., & Lowe, P. (2006, Oct. 24). *Review of Smithers & Co's 2006 report on the cost of capital: a report for Macquarie bank*. NERA Economic Consulting. <https://www.ofgem.gov.uk/sites/default/files/docs/2006/11/16297–024b–macquarie–bank–nera–on–smithers.pdf>
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.

- 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.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Karim, S., & Ilyas, M. (2021). Foreign institutional investors and the contribution of cash and dividend to firm's value, *Managerial Finance*, 47(3), 310–325.
- Keynes, J.M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. Palgrave Macmillan.
- Kim, C.S., Mauer, D.C., & Sherman, A.E. (1998). Antecedents of corporate liquidity: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33, 305–334.
<https://doi.org/10.2307/2331099>
- Liljeblom, E., Maury, B., & Hörhammer, A. (2020). Complex state ownership, competition, and firm performance—Russian evidence. *International Journal of Emerging Markets*, 15(2), 189–221. DOI:10.1108/IJOEM-08-2017-0287
- Modigliani, F., & Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48, 261–297.
- Moolchandani, R., & Kar, S. (2022). Family control, agency conflicts, corporate cash holdings and firm value. *International Journal of Emerging Markets*, 17(10), 2636–2654.
- Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147–175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Myers, S.C., & Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nanarong, P. (2006). *Relationship between shareholder structure in companies listed on the Stock Exchange of Thailand. Thailand and accounting profitability*[Master's thesis, Chulalongkorn University].
- Neu, W. A., & Brown, S. W. (2008). Manufacturers forming successful complex business services: Designing an organization to fit the market. *International Journal of Service Industry Management*, 19, 232–251. <https://doi.org/10.1108/09564230810869757>
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). Antecedents and implications of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3–46. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3)
-

- Pascucci, F., Domenichelli, O., Peruffo, E., & Gregori, G.L. (2022). Family ownership and the export performance of SMEs: the moderating role of financial constraints and flexibility. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 29(4), 602–626.
<https://doi.org/10.1108/JSBED-03-2021-0113>
- Pukthuanthong, K., Walker, T., & Thiengtham, N.D. (2013). Does family ownership create or destroy value? Evidence from Canada. *International Journal of Managerial Finance*, 9(1), 13–48. DOI:10.1108/17439131311298511
- Qi, D., Wu, W., & Zhang, H. (2000). Shareholding structure and corporate performance of partially privatized firms: Evidence from listed Chinese companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 8(5), 587–610. DOI:10.1016/S0927-538X(00)00013-5
- Rosapitak, U. (2009). *A study of the transfer process of family businesses in large industrial factories*[Master's thesis, King Mongkut's University of Technology Thonburi].
- Sakyajiwakit, W., & Chandrakolika, K. (2016). Factors determining the appropriate capital structure of listed companies. Registered in the ASEAN market. *Accounting Profession Journal*, 12(33), 52–52.
- Saleh, A. S., Halili E., Zeitun, R., & Salim S. (2017). Global financial crisis, ownership structure and firm financial performance: An examination of listed firms in Australia. *Studies in Economics and Finance*, 34(4), 447–465. DOI:10.1108/SEF-09-2016-0223
- Tobin, J., & Brainard, W.C. (1977). *Asset markets and the cost of capital*. In: Fellner, W., Balassa, B.A., and Nelson, R.R., Eds., *Economic progress, private values and public policy, essays in honor of William Fellner*, North-Holland, 235–262. https://www.researchgate.net/publication/4743481_Asset_Markets_and_the_Cost_of_Capital
- Wonglorsaichon, P., & Banchuenvijit, B. (2008). Family business companies listed on SET. *University of the Thai Chamber of Commerce Journal*, 28(3).
<https://hdl.handle.net/20.500.14437/3978>
- Yun, J., Ahmad, H., Jebran, K., & Muhammad, S. (2021). Cash holdings and firm performance relationship: Do firm-specific factors matter?, *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 34(1), 1283–1305. DOI:10.1080/1331677X.2020.1823241