

ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัว กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์: บทบาทของการกำกับดูแลกิจการที่ดี

Relationship between Family Members' Shareholding Proportion and Economic Value Added: the Role of Effective Corporate Governance¹

ณัฐ ศรีเมืองทอง² และกฤตยาวัต เกตุวงศา³
Nath Srimaungton² and Krittayawadee Gatewongsa³

Received: March 1, 2025

Revised: March 24, 2025

Accepted: May 23, 2025

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ โดยพิจารณาจากบทบาทของการกำกับดูแลกิจการที่ดี เก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2559 - 2561 จำนวน 1,379 ตัวอย่าง โดยใช้สถิติเชิงพรรณนาและการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัวและสัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัว มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ดังนั้น หากคณะกรรมการขาดความเป็นอิสระอาจจะก่อให้เกิดปัญหาผลประโยชน์ทับซ้อนและส่งผลในทางลบต่อคุณภาพของข้อมูลทางการเงินของบริษัทครอบครัว ดังนั้นบริษัทควรสร้างสมดุลระหว่างการควบคุมของครอบครัวและการกำกับดูแลที่มีความเป็นมืออาชีพ เพื่อสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น ๆ

คำสำคัญ: มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ สัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัว สัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัวต่อคณะกรรมการ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ การกำกับดูแลกิจการที่ดี

¹ โครงการวิจัยนี้ได้รับการสนับสนุนจากเงินทุนอุดหนุนการวิจัยงบประมาณเงินรายได้ ประจำปี 2562 คณะการบัญชีและการจัดการ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม

² อาจารย์ คณะการบัญชีและการจัดการ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม 44150 Lecturer in Department of Accounting, Mahasarakham Business School, Mahasarakham University Tel. 089-7122243 e-mail: nath.s@acc.msu.ac.th

³ อาจารย์ ดอกเตอร์ คณะการบัญชีและการจัดการ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม 44150 Doctor in Department of Accounting, Mahasarakham Business School, Mahasarakham University Tel. 081-2638787 e-mail: krittayawadee.g@acc.msu.ac.th (Corresponding author)

Abstract

This study aims to investigate the relationship between family members' shareholding proportion and economic value added (EVA) through an analysis based on the role of effective corporate governance. The samples were collected from 1,379 firms listed on the stock exchange of Thailand between 2016 and 2018. Descriptive statistics and multiple regression analysis methods were employed to examine the hypothesized relationships. The empirical findings revealed that both the proportion of shares held by family members and the proportion of board members who are family members are significantly and negatively associated with EVA. These results illustrated that excessive family control can lead to a lack of board independence, thereby increasing the potential for conflicts of interest and adversely affecting the quality of financial information in family business. Consequently, striking a balance between family control and professional governance practices is crucial to enhance investor confidence and safeguard the interests of other stakeholders.

Keywords: Economic Value Added; Proportion of Family Holdings; Proportion of Family Members to the Board; Listed Companies in the Stock Market; Good Corporate Governance

บทนำ

ลักษณะการถือหุ้นแบบกระจุกตัวโดยเฉพาะในธุรกิจครอบครัวเป็นประเด็นสำคัญที่มีผลต่อธรรมาภิบาลของกิจการในประเทศไทย โดยเฉพาะในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีธุรกิจครอบครัวอยู่ถึงร้อยละ 67 ของจำนวนบริษัททั้งหมด และครอบครองมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดรวมเกือบครึ่งหนึ่งของตลาด (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2567) บริษัทเหล่านี้มักมีสมาชิกในครอบครัวเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และดำรงตำแหน่งในคณะกรรมการหรือฝ่ายบริหาร ส่งผลให้เกิดความกังวลเกี่ยวกับความเป็นอิสระของการตัดสินใจและความเสี่ยงต่อปัญหาผลประโยชน์ทับซ้อน (Wiwattanakantang, 2000) ดังนั้นเพื่อเป็นการป้องกันไม่ให้เกิดปัญหาดังกล่าวอีกในอนาคต คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงกำหนดให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะต้องมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance) หรือบรรษัทภิบาล โดยเริ่มในปี พ.ศ. 2549 และมีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างต่อเนื่องในปี พ.ศ. 2560 ซึ่งแนวคิดนี้กำหนดแนวทางปฏิบัติสำหรับการจัดโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างผู้ที่มีหน้าที่กำกับดูแลกับฝ่ายบริหารเพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน นำไปสู่ความเจริญเติบโตและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น ซึ่งการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยเพิ่มมูลค่าตลอดจนส่งเสริมการเติบโตที่ยั่งยืนของบริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560)

ที่ผ่านมางานวิจัยจำนวนมากไม่น้อยได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นแบบครอบครัวกับกำไรทางบัญชีซึ่งเป็นตัวชี้วัดดั้งเดิมของผลการดำเนินงาน อย่างไรก็ตาม กำไรทางบัญชีอาจไม่สะท้อนมูลค่าทางเศรษฐกิจที่แท้จริงของกิจการ เนื่องจากสามารถถูกควบคุมหรือปรับแต่งได้โดยฝ่ายบริหาร ด้วยเหตุนี้แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) จึงได้รับการยอมรับว่าเป็นเครื่องมือที่มีประสิทธิภาพมากกว่าในการประเมินความสามารถของกิจการในการสร้างมูลค่าอย่างแท้จริงให้แก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาว (Stewart, 2013)

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของสมาชิกในครอบครัวและบทบาทของคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลช่วงก่อนการระบาดของ COVID-19 (พ.ศ. 2559 - 2561) เพื่อหลีกเลี่ยงผลกระทบจากปัจจัยภายนอก งานวิจัยนี้คาดว่าจะมีส่วนช่วยเสริมความเข้าใจด้านธรรมาภิบาลของธุรกิจครอบครัว และเป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุน ผู้บริหาร และหน่วยงานกำกับดูแลในอนาคต

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

สมมติฐานการวิจัย

1. สัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัวมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
2. สัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัวมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

ขอบเขตการวิจัย

งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด 7 อุตสาหกรรม ประกอบด้วยเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุปโภคบริโภค สินค้าอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ท่องเที่ยว บริการ และเทคโนโลยี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2559 - 2561 รวมระยะเวลา 3 ปี คิดเป็น 1,379 ตัวอย่าง โดยไม่รวมถึงกลุ่มข้อมูลอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานและบริษัทจดทะเบียนที่ถูกถอดถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากอุตสาหกรรมดังกล่าวมีรายการในงบการเงินแตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น ตลอดจนบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนตามวัตถุประสงค์งานวิจัย

การเก็บรวบรวมในงานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลจากงบการเงินและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) ของบริษัทตัวอย่าง ซึ่งถือเป็นแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยรวบรวมจากเว็บไซต์

ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและข้อมูลจาก SETSMART สำหรับข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยเป็นแบบภาคตัดขวาง (Cross sectional Data)

การทบทวนวรรณกรรม

การวิจัยความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์: บทบาทของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผู้ศึกษาได้รวบรวมข้อมูลและแบ่งรายละเอียดแนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรม ดังนี้

1. ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen และ Meckling (1976) อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างเจ้าของกิจการ (Principal) และผู้บริหารหรือตัวแทน (Agent) ที่ได้รับมอบอำนาจให้บริหารจัดการกิจการแทนเจ้าของ โดยมีข้อสมมติสำคัญว่า ทั้งสองฝ่ายต่างมีเป้าหมายและแรงจูงใจที่แตกต่างกัน ซึ่งอาจนำไปสู่ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) หากไม่มีการกำกับดูแลที่เหมาะสม

ปัญหาหลักที่เกิดขึ้น คือ ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจเพื่อประโยชน์ของตนเองมากกว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น เช่น การตกแต่งงบการเงิน หรือการบริหารต้นทุนเพื่อให้ได้โบนัสที่สูงขึ้น ส่งผลให้เกิดต้นทุนจากการมอบอำนาจ (Agency Costs) ซึ่งรวมถึงต้นทุนในการตรวจสอบ (Monitoring Costs) และต้นทุนในการจูงใจ (Incentive Costs) ให้ผู้บริหารดำเนินงานอย่างซื่อสัตย์และโปร่งใส Core et al. (1999) พบว่า องค์กรที่มีระบบค่าตอบแทนผู้บริหารเกินควร จะยิ่งเพิ่มปัญหาตัวแทนและลดประสิทธิภาพของกิจการในระยะยาว

แนวทางแก้ไขสำคัญ คือ การจัดให้มีระบบแรงจูงใจที่เหมาะสม เช่น การให้ผู้บริหารถือหุ้นในบริษัท (Managerial Ownership) เพื่อให้ผู้บริหารมีเป้าหมายร่วมกับผู้ถือหุ้น และการตั้งคณะกรรมการตรวจสอบที่มีอิสระ (Independent Monitoring) เพื่อทำหน้าที่ตรวจสอบการดำเนินงานแทนผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม กลไกการตรวจสอบอาจประสบปัญหา “Free Rider” หรือผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ไม่ต้องการแบกรับต้นทุนการตรวจสอบเอง แต่หวังผลประโยชน์จากการที่ผู้อื่นตรวจสอบให้แทน ด้วยเหตุนี้ องค์กรจึงจำเป็นต้องออกแบบโครงสร้างธรรมาภิบาลที่รัดกุม และตั้งคณะกรรมการที่มีความเป็นอิสระเพื่อสร้างความเชื่อมั่นในการดำเนินงานและลดต้นทุนจากปัญหาดังแทนในระยะยาว

2. การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) หรือบรรษัทภิบาลตามความหมายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ ระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน นำไปสู่ความเจริญเติบโตและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555)

การกำกับดูแลกิจการเป็นความสัมพันธ์ในเชิงการกำกับดูแล รวมทั้งกลไกมาตรการที่ใช้กับการตัดสินใจของคนในองค์กรให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ ซึ่งรวมถึง 1) การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลัก 2) การกำหนดกลยุทธ์ นโยบาย และพิจารณาอนุมัติแผนงานและงบประมาณ และ 3) การติดตาม ประเมิน และดูแลการรายงานผลการดำเนินงาน นำไปสู่การสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน บริษัทจะสามารถปรับตัวเพื่อให้มีความสามารถที่จะสร้างความมั่งคั่งสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นระยะยาวภายใต้ความสัมพันธ์ที่ดีต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียโดยคำนึงถึงสิทธิ จริยธรรม ความรับผิดชอบ

ทั้งต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียภายในและภายนอก ตลอดจนสิ่งแวดล้อม นอกจากผลประโยชน์ทางธุรกิจและความเชื่อมั่นของนักลงทุน (หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของประเทศไทย (CG Code) พ.ศ. 2560., 2560)

จากที่กล่าวมาข้างต้น โครงสร้างของคณะกรรมการที่บริษัทกำหนดควรประกอบด้วยกรรมการที่มีคุณสมบัติหลากหลาย ทั้งในด้านทักษะประสบการณ์ ความสามารถเฉพาะด้านที่เป็นประโยชน์กับบริษัท ซึ่งควรมีกรรมการอิสระที่สามารถให้ความเห็นเกี่ยวกับการทำงานของฝ่ายจัดการได้อย่างอิสระ โดยควรพิจารณาคุณสมบัติของบุคคลที่จะเป็น “กรรมการอิสระ” เพื่อบุคคลเหล่านี้มีความเป็นอิสระอย่างแท้จริง และเพื่อให้เชื่อมั่นได้ว่าการดำเนินงานสรรหาประธานกรรมการนั้น คณะกรรมการสามารถใช้ดุลยพินิจตัดสินใจได้อย่างอิสระ โดยประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการมีหน้าที่ความรับผิดชอบต่างกัน คณะกรรมการควรกำหนดอำนาจหน้าที่ของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการให้ชัดเจน และเพื่อไม่ให้คนใดคนหนึ่งมีอำนาจโดยไม่จำกัด ควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการออกจากบุคคลที่ดำรงตำแหน่งกรรมการผู้จัดการ โดยประธานกรรมการควรพิจารณาคัดเลือกจากกรรมการอิสระในการดำรงตำแหน่ง รวมถึงควรให้ความสำคัญกับสัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัวเดียวกัน

สัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัว หมายถึง บริษัทหนึ่งจะถือเป็นครอบครัวก็ต่อเมื่อมีสมาชิกครอบครัวถือหุ้นมากกว่า 25% มีอำนาจควบคุมทางตรงหรือทางอ้อมในบริษัท โดยทำงานอยู่ในคณะกรรมการบริษัทหรือคณะผู้บริหารและตัวแปรต่อเนื่องที่วัดร้อยละของหุ้นที่สมาชิกในครอบครัวถืออยู่ ไม่ว่าจะผ่านบุคคลธรรมดาหรือนิติบุคคลก็ตาม (Wiwattanakantang, 2000) ในการศึกษาเรื่องคุณภาพกำไรของบริษัทครอบครัวไทย จำนวน 327 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2551 - 2553 ของสังจวัฒน์ จันทรหอม และศิลปพร ศรีจันทเพชร (2555) พบว่า การเป็นบริษัทครอบครัวไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับเสถียรภาพของกำไร ขนาดรายการคงค้างเกินปกติ และความสามารถในการให้ข้อมูลของกำไร แต่กลับมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการรับรู้การขาดทุนอย่างทันเวลาแทน ซึ่งหมายความว่า บริษัทครอบครัวรับรู้การขาดทุนช้ากว่าหรือมีความระมัดระวังทางการบัญชีน้อยกว่าบริษัทที่ไม่ใช่ครอบครัว สาเหตุที่บริษัทครอบครัวมักรับรู้การขาดทุนช้ากว่านั้น อาจเกิดจากการที่ผู้ถือหุ้นครอบครัวต้องการตัวเลขผลประกอบการที่ดีมากกว่าคุณภาพของกำไร ดังนั้น ผู้ถือหุ้นรายย่อยควรสนใจนโยบายบัญชีที่เกี่ยวกับการรับรู้ขาดทุนเป็นพิเศษ โดย Lins (2003) ได้ศึกษาบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นในสัดส่วนสูง (กระจุกตัว) แต่ไม่ได้บริหาร บริษัทจะมีมูลค่าสูงกว่าบริษัทที่ถูกบริหารงานโดยกลุ่มของผู้ถือหุ้น (กระจุกตัว) สอดคล้องกับการศึกษาของศิรินาถ เบ้าหล่อเพ็ชร และคนอื่น ๆ (2564); Firth et al. (2007); Francis et al. (2005) ที่ได้ศึกษาโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์เชิงลบกับคุณภาพกำไร และงานวิจัยของหุตา วงษ์ยัม (2561) ที่ได้ศึกษากิจการที่มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยครอบครัวสูงหรือมีการถือหุ้นแบบกระจุกตัว มีแนวโน้มที่จะจัดการกำไร (Earning Management) มากกว่ากิจการที่มีการถือหุ้นแบบกระจายตัว และส่งผลในทางลบต่อคุณภาพของข้อมูลทางการเงินของบริษัทครอบครัว

ดังนั้น สัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัว คือ จำนวนคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัวต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด จากงานวิจัยของ Prencipe and Bar-Yosef (2011) ที่ได้ศึกษาในประเทศอิตาลี พบว่า กรรมการอิสระของบริษัทครอบครัวมีความสามารถในการป้องกันการตกแต่งบัญชีได้น้อยกว่ากรรมการของบริษัทที่ไม่ใช่ครอบครัว โดยจะมีสมาชิกในครอบครัวดำรงตำแหน่งในคณะกรรมการหรือประธานกรรมการหรือประธานฝ่ายบริหาร Wang et al. (2015) ศึกษาพบว่าบริษัทที่ใช้การจัดการกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งการจัดการกำไรทำให้ตัวเลขกำไรดูดีชั่วคราว มักมีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ต่ำลง เพราะไม่ได้สร้างมูลค่าทางเศรษฐกิจจริง ซึ่งคุณภาพกำไรที่สูงสนับสนุนการเติบโตของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างยั่งยืน ในขณะที่กำไรคุณภาพต่ำอาจทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ดูดีในระยะสั้นแต่เสี่ยงในระยะยาว โดยที่ Li et al. (2011) ได้ศึกษาเศรษฐศาสตร์ของค่าตอบแทนผู้บริหารในบริษัทครอบครัว โดยศึกษาจากบริษัทในตลาดหลักทรัพย์อเมริกา (The Standard and Poors 1500 : S&P 1500) ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัวต่อคณะกรรมการนั้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญ โดยระบุว่าเมื่อสมาชิกครอบครัวทำหน้าที่อยู่ในคณะกรรมการบริหารของบริษัทนั้น จะมีความรับผิดชอบมากกว่าบริษัทที่ไม่ใช่ครอบครัว และยังพบอีกว่า การถือหุ้นแบบกระจุกตัวช่วยลดความขัดแย้งระหว่างฝ่ายจัดการและผู้ถือหุ้น ตลอดจนปัญหาผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เอาเปรียบผู้ถือหุ้นส่วนน้อยอีกด้วย

จากการศึกษาของศิลปพร ศรีจันเพชร (2551) ได้ศึกษาความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างของผู้ถือหุ้นกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ จากข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2547 - 2549 โดยเก็บข้อมูลจากข้อมูลแบบฟอร์ม 56-1 ผลสรุป คือ การที่ประธานกรรมการมีความเป็นอิสระมากเท่าใด ยิ่งทำให้หลีกเลี่ยงการเกิดปัญหาในเรื่องการขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) โดยการศึกษาครั้งนี้แสดงให้เห็นว่า ความเป็นอิสระของประธานกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ ความเป็นอิสระของประธานกรรมการเป็นการหลีกเลี่ยงการเกิดปัญหาในเรื่องความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) โดยกรรมการที่เป็นอิสระนั้นจะบริหารงานอย่างซื่อตรงและมุ่งประโยชน์เพื่อกิจการเป็นสำคัญ และส่งผลให้เกิดมูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์ที่สูงขึ้น ซึ่งหากผู้ถือหุ้นมีการกระจุกตัวจะมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ เมื่อมีการกระจุกตัวของส่วนผู้ถือหุ้นมากจะทำให้มูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ลดลง โดยงานวิจัยของ Belcredi, & Bozzi (2019) พบว่าเมื่อประธานกรรมการเป็นอิสระจะทำให้บริษัทมีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่สูงเกินกว่าความเป็นจริง ซึ่งแสดงให้เห็นว่าความเป็นอิสระของกรรมการส่งผลให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เพิ่มขึ้น ในขณะที่งานวิจัยของภัทรพร พานิชสุสวัสดิ์ และศิลปพร ศรีจันเพชร (2551) พบว่า ประธานกรรมการที่มาจากการกรรมการอิสระจะไม่เข้าไปบริหารงานของกิจการ จึงทำให้ไม่มีปัญหาในเรื่องของความขัดแย้งทางผลประโยชน์ส่วนตัวและผลประโยชน์ของกิจการ ดังนั้น การบริหารจึงมุ่งไปสู่ประโยชน์ของกิจการเป็นหลัก ส่งผลให้มูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์เพิ่มสูงขึ้น และงานวิจัยของปิยะณัฐ ฤณพุทธมและนฤมล อริยพิมพ์ (2564); อวยชัย ศุภพร และกุสุมา คำพิทักษ์ (2565) ได้ศึกษาพบว่า สัดส่วนกรรมการอิสระของบริษัทส่งผลกระทบทงลบต่อการบริหารกำไร ดังนั้น การบริหารจึงมุ่งไปสู่ประโยชน์

ของกิจการเป็นหลักส่งผลให้มูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งแสดงให้เห็นถึงการบริหารงานที่มีประสิทธิภาพและประสิทธิผล แสดงให้เห็นถึงการที่มีประสิทธิภาพการเป็นอิสระนั้นจะนำมาซึ่งประโยชน์แก่บริษัทและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่ายอย่างเท่าเทียม

จากแนวคิดดังกล่าวสรุปได้ว่า กรรมการบริษัทมีความสำคัญและมีบทบาทอย่างยิ่งในการกำกับดูแลที่ดีที่จะทำให้บริษัทสามารถอยู่รอดและเกิดความยั่งยืนต่อไป

3. แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

ตามทฤษฎีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) โดย Stern Steward & Co. เป็นตัววัดผลการดำเนินงานที่ได้จากต้นทุนทางการเงินทั้งหมด ไม่ว่าจะเป็นต้นทุนจากหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบระหว่างกำไรทางบัญชีและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์แล้วพบว่า กำไรทางบัญชีมีมูลค่าสูงกว่าเพราะวัดแต่เฉพาะต้นทุนจากหนี้สินเท่านั้น ดังนั้นมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จึงเป็นเครื่องมือที่วัดผลการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพและเห็นถึงคุณค่าในการใช้สินทรัพย์เพื่อสร้างประโยชน์สูงสุดให้กับกิจการ

มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) คือ การประมาณการเศรษฐกิจในรูปกำไรของบริษัทหรือมูลค่าที่เกิดขึ้นในส่วนของผลตอบแทนที่ต้องการของผู้ถือหุ้นของบริษัท เป็นกำไรก่อนภาษีที่หักด้วยค่าเฉลี่ยต้นทุนทางการเงินกับเงินลงทุนที่ใช้ไปในการดำเนินงาน จากการศึกษาของ Stewart (2013) พบว่า EVA มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่สะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไรจากการใช้ทุน ในงานวิจัยของ Thilakerathne (2015) ผลการศึกษาพบว่า EVA ไม่ได้มีความสัมพันธ์ชัดเจนกับผลการดำเนินงานของกิจการในทุกบริษัท ซึ่งปัจจัยที่ส่งผลให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เปลี่ยนแปลงเป็นผลจากหลายปัจจัยทั้งภายนอก-ภายใน โดยเฉพาะเมื่อบริษัทมีโครงสร้างทุนที่แตกต่างกันหรือมีการจัดการที่ซับซ้อน สอดคล้องกับ Fernandez (2019) ได้ศึกษาและวิเคราะห์ พบว่า EVA (Economic Value Added) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของบริษัท (Market Value Added: MVA) ส่งผลให้ EVA ไม่สามารถใช้ในการประเมินว่าบริษัทได้สร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นหรือไม่ ขัดแย้งกับงานวิจัยของ Wang et al. (2015) ที่พบว่า การจัดการกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการสร้างมูลค่าทางเศรษฐกิจที่แท้จริง เนื่องจากการจัดการกำไรทำให้ EVA ที่ปรับปรุงแล้ว ลดลง การปรับปรุง EVA เพื่อลดผลกระทบจากการตกแต่งบัญชีสามารถสะท้อนศักยภาพในการสร้างมูลค่าของบริษัทได้อย่างถูกต้องและแม่นยำมากขึ้น การกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้นสามารถอธิบายมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการได้แค่เพียงบางส่วนเนื่องจากระดับความสัมพันธ์อยู่ในระดับที่ค่อนข้างต่ำ โดยที่

EVA = 0 แสดงว่าบริษัทดำเนินงานสร้างผลตอบแทนได้เท่ากับต้นทุนของเงินทุน

EVA < 0 แสดงว่าบริษัทดำเนินงานสร้างผลตอบแทนได้น้อยกว่าต้นทุนของเงินทุน
ซึ่งส่งผลให้มูลค่าของบริษัทลดลง

EVA > 0 แสดงว่าบริษัทดำเนินงานสร้างผลตอบแทนได้มากกว่าต้นทุนของเงินทุน
ส่งผลให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้น

กรอบแนวคิดในการวิจัย

บริษัทครอบครัว หมายถึง บริษัทหนึ่งจะถือเป็นครอบครัวก็ต่อเมื่อมีสมาชิกครอบครัวต้องถือหุ้นมากกว่า 25% ในบริษัท

กรอบแนวคิดที่ใช้ศึกษาเกี่ยวกับสมาชิกในครอบครัวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มีรายละเอียดดังนี้

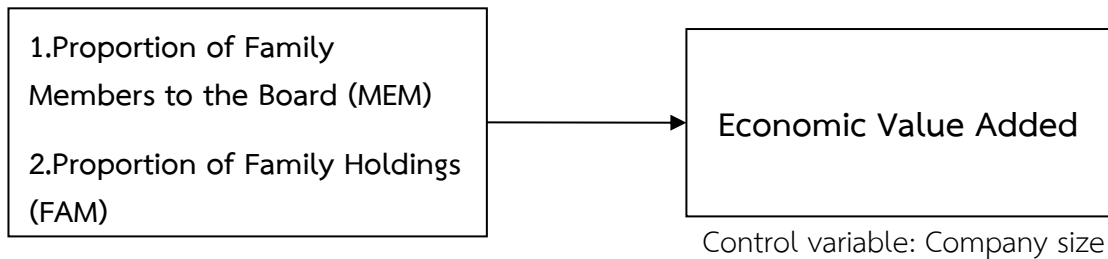


Figure 1 Conceptual Framework

Table 1 Summary of Variables in all Studies.

Variable	No.		Symbol	Past studies
Dependent Variable	1.	Economic Value Added	EVAit	Thilakerathne (2015), Fernandez (2019), Stewart (2013) และ Wang et al. (2015)
Independent Variables	1	Proportion of Family Members to the Board	FAMit	Firth et al. (2007), Francis et al. (2005), Lins (2003), Yupana Wiwattanakantang (2000), ศิรินาถ เป้าหล่อเพ็ชร และคนอื่น ๆ (2564), สัจจวัฒน์ จันทร์หอม และศิลปพร ศรีจันทพร (2555) และหุตา วงษ์ยม. (2561)
	2	Proportion of Family Holdings	MEMit	Belcredi, & Bozzi (2019), Li et al. (2011), Prencipe and Bar-Yosef (2011), Wang et al. (2015), ปิยะณัฐ ฤณพุดตม และนฤมล อริยพิมพ์ (2021), ภัทรพร พานิชสุสวัสดิ์ และศิลปพร ศรีจันทพร (2551), ศิลพร ศรีจันทพร (2551) และอวยชัย ศุภพร และกุสุมา คำพิทักษ์ (2565)
Control Variables	1	Company Size	Size	Lins (2003) และหุตา วงษ์ยม. (2561)

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการเก็บข้อมูลย้อนหลังจำนวน 3 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2559 - 2561 จำนวนตัวอย่าง ปี พ.ศ. 2559, 2560 และ 2561 ได้แก่ จำนวน 463 439 และ 477 ตัวอย่างตามลำดับ รวม 1,379 ตัวอย่าง (เนื่องจากเป็นช่วงเวลาก่อนภาวะวิกฤติระบาดใหญ่ของไวรัสโคโรนา 2019 (COVID-19) ซึ่งส่งผลกระทบโดยตรงต่อผลการดำเนินธุรกิจที่ไม่เป็นปกติ จึงไม่สามารถวัดผลการดำเนินงานได้เมื่อปีที่ผ่าน ๆ มา)

วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยชิ้นนี้เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยการเก็บรวบรวมข้อมูลงบการเงินจาก SETSMART ข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนี้

1. รวบรวมข้อมูลงบการเงินจาก SETSMART สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. รวบรวมข้อมูลจากข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ในส่วนของตัวแปรมูลค่าที่เพิ่มขึ้นทางเศรษฐศาสตร์
3. รวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในส่วนของตัวแปรสัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัว และตัวแปรสัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัว

การวิเคราะห์ข้อมูลและการวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย

การวิเคราะห์ข้อมูลที่มีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Regression Analysis) โดยใช้ทดสอบนัยสำคัญเพื่อตัดสินใจเชิงสถิติและใช้วิธีวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เป็นเทคนิคในการวิเคราะห์ทางสถิติเพื่อหาความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละตัวแปรที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม โดยเป็นการทำนายเพื่อศึกษาว่า การใช้ตัวแปรดังกล่าวจะช่วยอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้มากกว่าตัวแปรอิสระหรือไม่ และพิจารณาสมมติฐานจากค่าสถิติ t-test โดยจะเป็นไปตามสมมติฐานเมื่อระดับนัยสำคัญที่ได้มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 และพิจารณาทิศทางความสัมพันธ์จากค่าสัมประสิทธิ์การวิเคราะห์ความถดถอยความสัมพันธ์สัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัว และตัวแปรสัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ โดยใช้แบบจำลองดังนี้

$$EVA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 FAM_{i,t} + \beta_2 FAM_{i,t} * MEM_{i,t} + \beta_3 MEM_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad \text{Model 1}$$

$$EVA_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 FAM_{i,t} + \beta_2 FAM_{i,t} * MEM_{i,t} + \beta_3 MEM_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad \text{Model 2}$$

$$EVA_{i,t+2} = \alpha_0 + \beta_1 FAM_{i,t} + \beta_2 FAM_{i,t} * MEM_{i,t} + \beta_3 MEM_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad \text{Model 3}$$

โดยที่

$EVA_{i,t}$ = มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added) ของบริษัท i ปีที่ t

$EVA_{i,t+1}$ = มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added) ของบริษัท i ปีที่ $t+1$

$EVA_{i,t+2}$ = มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added) ของบริษัท i ปีที่ $t+2$

α_0 = สัมประสิทธิ์ค่าคงที่ (Intercept)

β = สัมประสิทธิ์ตัวแปรอิสระ (Slope Coefficients)

FAM_{it} = สัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัว ของบริษัท i ปีที่ t

MEM_{it} = สัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัว ของบริษัท i ปีที่ t

ϵ_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อน (Error Term)

ในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยเลือกใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุด้วยวิธี Stepwise Method เนื่องจากเป็นวิธีที่สามารถป้องกันการเกิดปัญหาที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) ได้และเป็นวิธีที่นิยมใช้มากที่สุด (กลยา วาณิชยบัญชา, 2555) โดยวิธีนี้จะคัดเลือกตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์สูงสุดกับตัวแปรตามเข้าสมการเป็นอันดับแรก แล้วจึงพิจารณาตัวแปรอิสระที่เหลืออยู่ซึ่งมีความสัมพันธ์เชิงส่วนกับตัวแปรตามมากที่สุดเข้าไปในตัวแบบและพร้อมกันนั้นก็พิจารณาว่าตัวแปรอิสระที่เข้าไปในสมการก่อนหน้านี้ทุกตัวยังควรที่จะอยู่ในตัวแบบต่อไปอีกหรือไม่เมื่อเพิ่มตัวแปรอิสระใหม่เข้าไป หากไม่ควรอยู่ก็ต้องถูกตัดออก แต่ถ้าควรอยู่ก็พิจารณาตัวแปรอิสระใหม่ได้เลย (อักรพงศ์ อันทอง, 2550)

การวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย

มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA_{it}) คือ การประมาณการเศรษฐกิจในรูปกำไรของบริษัท หรือมูลค่าที่เกิดขึ้นในส่วนของผลตอบแทนที่ต้องการของผู้ถือหุ้นของบริษัท เป็นกำไรก่อนภาษีที่หักด้วยค่าเฉลี่ยต้นทุนทางการเงินกับเงินลงทุนที่ใช้ไปในการดำเนินงาน คำนวณได้ดังนี้

$$EVA_{i,t} = NOPAT - (WACC * IC)$$

โดยที่

NOPAT (Net Operating Profit After Tax) คือ กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีที่เป็นกำไรทางบัญชีซึ่งอาจมีปัญหาเรื่องการตกแต่งตัวเลขและการเปิดเผยข้อมูลที่ไม่ถูกต้องครบถ้วน จำเป็นต้องมีการปรับปรุงตัวเลขก่อนที่จะนำไปคำนวณ EVA ดังนี้ (Biddle et al., 1997; Vijayakumar 2008; Lai & Shad 2017)

ดอกเบี้ยจ่าย (Interest Expenses) เนื่องจากเป็นค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการกู้ยืมเงินถือว่าเป็นต้นทุนทางการเงิน จึงถูกตัดออกในการคำนวณเพื่อไม่ให้ไปซ้ำกับต้นทุนของเงินลงทุนอีก

กำไรขาดทุนจากการลงทุน (Gain or Loss on Investment) เนื่องจากผู้บริหารสามารถเลือกช่วงเวลาในการรับรู้รายการได้ ซึ่งอาจมีการตกแต่งตัวเลขและข้อมูลที่บิดเบือนไปจากความเป็นจริง เพื่อไม่ให้เกิดปัญหาดังกล่าว จึงมีการตัดออกจากการคำนวณ แต่จะนำไปเป็นส่วนหนึ่งของเงินทุน

กำไรขาดทุนจากการขายสินทรัพย์ (Gain or Loss On Capital Asset) เนื่องจากไม่ใช้การดำเนินธุรกิจตามปกติของกิจการในการคำนวณ NOPAT จึงไม่นำมาคำนวณรวม เพื่อเป็นการตัดปัญหาไม่ให้ผู้บริหารตกแต่งตัวเลขโดยการขายสินทรัพย์ที่มีกำไร และขายสินทรัพย์ที่ไม่ได้ใช้ในราคาที่ต่ำกว่าเป็นจริงเพื่อให้กิจการมีปริมาณเงินที่มากขึ้นจากการขาย ซึ่งเป็นผลมาจากการตกแต่งตัวเลขของผู้บริหาร

ค่าเผื่อการสูญเสีย (Provisions or Allowance) เนื่องจากการกำหนดประมาณการ เช่น ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ ประมาณการด้อยค่าสินค้าโดยอาศัยประสบการณ์ ข้อมูลภายในของบริษัท ซึ่งอาจมีอคติ ตลอดจนแรงจูงใจแอบแฝง ซึ่งค่าเผื่อที่ตั้งขึ้นนี้อาจไม่ได้เกิดจากการด้อยค่าของสินทรัพย์นั้นจริง ทางเศรษฐศาสตร์จะยอมรับให้เป็นค่าใช้จ่ายก็ต่อเมื่อตัดสินทรัพย์นั้นออกจากบัญชี (Write-offs) เท่านั้น

ค่าเผื่อการปรับมูลค่าของเงินลงทุน (Allowance for Revaluation of Securities) เนื่องจากมูลค่าเงินลงทุนใช้มูลค่ายุติธรรมไม่ใช่มูลค่าในอดีตที่มีการลงทุนตามจริง ซึ่งเป็นการประเมินราคาตามมูลค่ายุติธรรม ในทางเศรษฐศาสตร์จึงตัดออกเพื่อให้เห็นเงินที่ผู้ลงทุนได้ลงจริง

WACC (Weighted Average Cost of Capital) คือ ค่าเฉลี่ยต้นทุนของเงินทุน มีประโยชน์เพื่อใช้ในการตัดสินใจว่าควรลงทุนหรือไม่ควรลงทุนในโครงการใดบ้างของบริษัท โดยคำนวณผลตอบแทนจากอัตราขั้นต่ำที่ของเงินเจ้าของกู้และเงินที่เจ้าของใช้ในการลงทุน (Biddle et al.,1997; Chen & Dodd 1997; Farber et al.,2006)

$$WACC = [K_d \times (D/(D+E))] + [K_e \times (E/(D+E))]$$

$$D = \text{เงินกู้ยืมหรือหนี้สินที่มีดอกเบี้ย (Debt)}$$

$$E = \text{มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity)}$$

$$K_d = \text{อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมหรือหนี้สิน}$$

$$K_e = \text{อัตราผลตอบแทนที่ผู้เป็นเจ้าของต้องการจากการลงทุน}$$

IC (Investment Capital) คือ เงินทุนที่ลงไปเพื่อใช้ในการดำเนินงาน คำนวณจากการนำสินทรัพย์เฉพาะที่ใช้ในการดำเนินงาน หักหนี้สินที่ไม่มีดอกเบี้ย ดังนี้

$$IC = OCA + ONCA - NIB$$

$$OCA = \text{สินทรัพย์หมุนเวียนที่ใช้ในการดำเนินงาน}$$

$$ONCA = \text{สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนที่ใช้ในการดำเนินงาน}$$

$$NIBCL = \text{หนี้สินหมุนเวียนที่ไม่มีดอกเบี้ย}$$

สัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัว (FAMit) คือ จำนวนหุ้นที่สมาชิกในครอบครัวถือครอง ต่อจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่ชำระแล้ว รวบรวมข้อมูลจากแบบ 56-1

สัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัว (MEMit) คือ จำนวนคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัว ต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด รวบรวมข้อมูลจากแบบ 56-1

ขนาดของบริษัท คือ ยอดสินทรัพย์รวมของบริษัท ณ วันสิ้นรอบในแต่ละปีรวบรวมข้อมูลจากแบบฟอร์ม 56-1

ผลการวิจัย

1. ลักษณะของประชากร

ในส่วนที่ 1 จะบรรยายลักษณะของข้อมูล ปัจจัยต่าง ๆ จากการเก็บรวบรวมข้อมูล โดยการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาของแต่ละตัวแปรโดยแบ่งเป็นตัวแปรตาม คือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ แสดงในตารางที่ 1

Table 1 Minimum, Maximum, Mean and Standard Deviation of Dependent Variables, 2016-2018

Year	Minimum	Maximum	Mean	Std.
2016	-5,102.12	3,514.63	88.23	494.81
2017	-4,161.00	12,224.08	87.03	732.50
2018	-11,543.24	10,783.99	56.73	788.52
Total	-11,543.24	12,224.08	77.01	684.06

จาก Table 1 พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ภาพรวมตั้งแต่ปี พ.ศ. 2559 - 2561 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 77.01 ล้านบาท โดยในปี พ.ศ. 2559 มีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เฉลี่ยอยู่ที่ 88.23 ล้านบาท ในปี พ.ศ. 2560 มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เฉลี่ยอยู่ที่ 87.03 ล้านบาท และในปี พ.ศ. 2561 มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เฉลี่ยอยู่ที่ 56.73 ล้านบาท ซึ่งมีการเปลี่ยนแปลงลดลง

Table 2 Minimum, Maximum, Mean and Standard Deviation of Independent Variables, 2016-2018

Year	Minimum	Maximum	Mean	Std
Proportion of Family Holdings				
2016	25.00	100.00	48.20	19.29
2017	25.00	95.76	47.10	16.51
2018	25.00	100.00	49.33	17.31
Total	25.00	100.00	48.23	17.76
Proportion of Family Members to the Board				
2016	0.00	0.75	0.16	0.15
2017	0.00	0.67	0.28	0.13
2018	0.00	5.00	0.27	0.46
Total	0.00	5.00	0.22	0.30
Size				
2016	0.50	294,422.98	5,006.74	27,413.86
2017	0.15	223,231.42	3,206.81	16,252.65
2018	0.33	311,675.02	3,749.65	21,453.03
Total	0.15	311,675.02	3,997.44	22,250.56

จาก Table 2 สามารถวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอิสระแยกเป็นแต่ละตัวแปร ได้ดังนี้
 สัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัว จาก Table 2 พบว่า (ร้อยละ) มีน้อยที่สุดและมากที่สุดเท่ากับ 25.00 และ 100.00 และค่าเฉลี่ยในปี พ.ศ. 2559, 2560 และ 2561 เท่ากับ 48.20, 47.10 และ 49.33 ตามลำดับ

สัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัวต่อคณะกรรมการจาก Table 2 พบว่า (ร้อยละ) มีน้อยที่สุดและมากที่สุดเท่ากับ 0.00 และ 5.00 และค่าเฉลี่ยในปี พ.ศ. 2559, 2560 และ 2561 เท่ากับ 0.16, 0.28 และ 0.27 ตามลำดับ

ขนาดของบริษัท (Size) จาก Table 2 พบว่า ขนาดของบริษัท (หน่วย: ล้านบาท) น้อยที่สุดและมากที่สุดมีค่าเท่ากับ 0.15 และ 311,675.02 โดยค่าเฉลี่ยในปี พ.ศ. 2559, 2560 และ 2561 เท่ากับ 5,006.74, 3,206.81 และ 3,749.65 ตามลำดับ

2. ผลการทดสอบเงื่อนไขการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression)

การทดสอบเงื่อนไขเพื่อป้องกันการเกิดปัญหาที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) คือ ปัญหาที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองเกินกว่าระดับที่ยอมรับได้ เพราะถ้าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองมากเกินไปจะละเมิดสมมติฐานที่ว่าตัวแปรอิสระต้องไม่มีความสัมพันธ์เชิงเส้นต่อกัน ทำให้ค่าตัวแปรอิสระเกิดความผิดพลาดและไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยใช้เทคนิควิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) พบว่าเป็นไปตามเงื่อนไข

Table 3 Results of Test Conditions

List	Test Results
1. The Error Value must be Normally Distributed.	
Year 2016	Normal
Year 2017	Normal
Year 2018	Normal
Total 3 Years	Normal
2. The Mean Error is Zero.	
Year 2016	0
Year 2017	0
Year 2018	0
Total 3 Years	0
3. The Variance of the Error is an Unknown Constant.	
- Consider the Distribution	
Year 2016	Normal
Year 2017	Normal
Year 2018	Normal
Total 3 Years	Normal

List	Test Results
4. All Independent Variables must be Independent of Each Other.	
- Correlation Analysis	
Year 2016	-0.265 - 0.604
Year 2017	-0.114 - 0.699
Year 2018	-0.038 - 0.507
Total 3 Years	-0.101 - 0.549
- Normally, the Calculation of Variance Inflation Factor (VIF) has a Value Less than 10.	
Year 2016	1.062 - 6.020
Year 2017	1.033 - 8.190
Year 2018	1.063 - 3.055
Total 3 Years	1.035 - 2.413

จาก Table 3 พบว่า เป็นไปตามสมมติฐาน และจากการตรวจสอบปัญหาที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองหรือที่เรียกกันว่าการเกิดปัญหา Multicollinearity โดยใช้สถิติทดสอบ Pearson Correlation เพื่อดูความสัมพันธ์ตัวแปรอิสระแต่ละคู่ พบว่า มีค่าสัมพันธ์กันสูงสุดอยู่ในระดับที่ต่ำกว่า 0.80 จึงไม่เกิดปัญหาที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง และเพื่อให้เกิดความมั่นใจว่าจะไม่เกิดปัญหา Multicollinearity ขึ้น จึงทำการทดสอบโดยคำนวณค่า Variance Inflation Factor (VIF) ซึ่งเป็นค่าที่ใช้วัดว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวถูกอธิบายโดยตัวแปรอิสระอื่นในระดับใด ค่า VIF มากกว่า 10 ขึ้นไปจะถือว่าอยู่ในระดับที่ก่อให้เกิดปัญหาได้ ซึ่งการตรวจสอบพบว่าค่า VIF สูงสุด ในการศึกษาครั้งนี้ต่ำกว่า 10 ดังนั้น จึงสามารถสรุปได้ว่าการศึกษานี้จะไม่เกิดปัญหา Multicollinearity

3. ความสัมพันธ์ของตัวแปรกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

ความสัมพันธ์ของสัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัวและสัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัวต่อคณะกรรมการตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ โดยศึกษาเป็นรายปี พ.ศ. 2559, 2560 และ 2561 รวม 3 ปี มีผลวิจัย ดังนี้

Table 4: Relationship of Independent Variables Influencing Economic Value Added

Variables	Model 1 : $EVA_{i,t}$			Model 2 : $EVA_{i,t+1}$			Model 3 : $EVA_{i,t+2}$		
	B	T	p-value	B	T	p-value	B	T	p-value
$FAM_{i,t}$	-159.870	-1.974	0.049**	-101.737	-1.752	0.081*	-228.498	-1.607	0.109
$MEM_{i,t}$	-255.031	-3.897	0.000***	-25.186	-0.449	0.654	-80.798	-0.504	0.615
$FAM_{i,t} * MEM_{i,t}$	10.114	2.241	0.026**	3.332	0.980	0.328	1.362	0.384	0.702
Size	0.011	16.314	0.000***	0.004	1.994	0.047*	0.029	2.606	0.010*
R^2	0.731			0.194			0.198		
Adj. R^2	0.534			0.037			0.039		
Max.VIF	6.020			8.190			3.055		
D.W.	2.273			2.017			1.821		
n	463			439			477		

*** Significant at the 0.01 level, ** Significant at the 0.05 level, * Significant at the 0.10 level

จากการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุใน 3 โมเดล พบว่า ในปี พ.ศ. 2559 (Model 1) ตัวแปรสัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัว (FAM) และสัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัว (MEM) มีผลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) โดยค่าผลกระทบรวม (Interaction Term: $FAM * MEM$) แสดงผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ แสดงถึงผลกระทบร่วมกันในทางกลับกันต่อ EVA ขณะที่ตัวแปรขนาดกิจการ (Size) มีผลเชิงบวกชัดเจน ในปี พ.ศ. 2560 (Model 2) พบว่า เฉพาะตัวแปร FAM เท่านั้นที่ยังคงมีผลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อ EVA ส่วนตัวแปร MEM และ Interaction Term ไม่มีนัยสำคัญ และในปี พ.ศ. 2561 (Model 3) ไม่มีตัวแปรใดแสดงผลสัมพันธ์ต่อ EVA อย่างมีนัยสำคัญ

โดยสรุป ความสัมพันธ์ของ FAM และ MEM ต่อ EVA เด่นชัดเฉพาะในระยะสั้น (Model 1) ในขณะที่ค่าความแปรปรวนที่อธิบายได้ (R^2) ลดลงในปีถัดไป สะท้อนว่าโมเดลมีประสิทธิภาพในการทำนายเฉพาะปีปัจจุบันเท่านั้น

Table 5: Relationship of Variables with Economic Value Added over Three Years

Variables	B	T	p-value
$FAM_{i,t}$	-137.494	-2.557	0.011**
$MEM_{i,t}$	-128.078	-2.489	0.013**
$FAM_{i,t} * MEM_{i,t}$	3.144	1.824	0.068*
Size	0.011	10.590	0.00***
R^2	0.386		
Adj. R^2	0.149		
Max.VIF	2.413		
D.W.	1.946		
n	1,379		

*** Significant at the 0.01 level, ** Significant at the 0.05 level, * Significant at the 0.10 level

จาก Table 5 พบว่า ในช่วงปี พ.ศ. 2559 - 2561 ตัวแปร FAM (สัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัว) และ MEM (สัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัว) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยค่าความสัมพันธ์ R^2 เท่ากับ 0.149 แสดงว่าตัวแปรทั้งสองอธิบายความแปรปรวนของ EVA ได้ร้อยละ 14.9 ตัวแปร FAM มีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย $B = -137.494$ และ MEM มีค่า $B = -128.078$ แสดงว่าหากตัวแปรเหล่านี้เพิ่มขึ้น 1% จะทำให้ EVA ลดลงตามลำดับ ในขณะที่ผลกระทบรวม (FAM * MEM) แสดงค่า $B = 3.144$ อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.10 ในทิศทางบวก

ผลการวิเคราะห์ยืนยันสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่า สัดส่วนการถือครองหุ้นของครอบครัวและสัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัวมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

Table 6: Summary of Research Hypothesis Testing Results

Independent Variable	Expected Direction	Year				Test Results
		2559	2560	2561	3 Years	
1. Proportion of Family Holdings	Negative	(-)**	(-)*		(-)**	Consistent
2. Proportion of Family Members to the Board	Negative	(-)**			(-)**	Consistent

Note: *** Significant at the 0.01 level, ** Significant at the 0.05 level, * Significant at the 0.01 level

(+) or (-) means Direction of positive or negative relationship

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1 ซึ่งผู้วิจัยได้กำหนดไว้ คือ สัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัวมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

จากผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า ในปี พ.ศ. 2559, 2560 และรวมทุกปี สัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัวมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ เป็นไปตามสมมติฐานกล่าวคือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สะท้อนให้เห็นประสิทธิภาพการเศรษฐกิจในรูปกำไรของบริษัทหรือมูลค่าที่เกิดขึ้นในส่วนของผลตอบแทนที่ต้องการของผู้ถือหุ้นของบริษัท เป็นกำไรก่อนภาษีที่หักด้วยค่าเฉลี่ยต้นทุนทางการเงิน ซึ่งสอดคล้องกับสัจจวัฒน์ จันทร์หอม และศิลปพร ศรีจันทเพชร (2555) ผู้ถือหุ้นครอบครัวต้องการตัวเลขผลประกอบการที่ดีมากกว่าคุณภาพของกำไร และ Firth et al. (2007) ที่ศึกษาบริษัทครอบครัวในประเทศจีน พบว่า โครงสร้างที่มีการถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีความสัมพันธ์เชิงลบกับคุณภาพกำไร และ Kiatapiwat (2010) พบว่า ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมจะมุ่งเน้นกำไรโดยขาดความระมัดระวัง โดยที่ Yoe et al. (2002) พบว่า สัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคุณภาพกำไร แต่หากถือครองมากจนเกินไปจะกลับทำให้คุณภาพกำไรลดลง ทำให้เห็นว่า สัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัวบริษัทเป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งสามารถใช้ในการตัดสินใจลงทุน

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2 ซึ่งผู้วิจัยได้กำหนดไว้ว่า สัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัวต่อคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ จากผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า ในปี พ.ศ. 2559 และรวมทุกปี สัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัวต่อคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการที่ประธานกรรมการมีความเป็นอิสระมาก จะทำให้สามารถหลีกเลี่ยงการเกิดปัญหาในเรื่องการขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) โดยศิลปพร ศรีจันทเพร (2551) พบว่า กรรมการที่เป็นอิสระนั้นจะบริหารงานอย่างซื่อตรง มุ่งประโยชน์เพื่อกิจการเป็นสำคัญ สอดคล้องกับงานวิจัยของภัทรพรพานิชสุสวัสดิ์ และศิลปพร ศรีจันทเพร (2551); อภิชาติ ไตรุ่ง และศิลปพร ศรีจันทเพร (2553); Belcredi, & Bozzi (2019); Lew et al. (2018) ที่พบว่า กำไรทางบัญชีที่อาจจะมีข้อจำกัดเรื่องการใช้ดุลยพินิจตลอดจนการตกแต่งตัวเลขของฝ่ายบริหาร การกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้น สามารถอธิบายมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการได้แค่เพียงบางส่วนเนื่องจากระดับความสัมพันธ์อยู่ในระดับที่ค่อนข้างต่ำ

อภิปรายผล

การศึกษาในครั้งนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างปี พ.ศ. 2559 - 2561 คิดเป็นจำนวน 1,379 ตัวอย่าง โดยทดสอบสมมติฐานงานวิจัยด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Regression Analysis) สามารถสรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัวมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ โดยสาเหตุสำคัญจากโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวและการบริหารงานโดยกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัว ซึ่งมักขาดความเป็นอิสระและก่อให้เกิดปัญหาผลประโยชน์ทับซ้อน (Conflict of Interest) ซึ่งจากการศึกษาของศิรินาถ เบ้าหล่อเพ็ชร และคนอื่น ๆ (2564); Firth et al. (2007); Francis et al. (2005) พบว่า โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์เชิงลบกับคุณภาพกำไร เนื่องจากการที่ถือหุ้นแบบครอบครัวและมีการบริหารงานโดยกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัว ทำให้ขาดความเป็นอิสระและเกิดปัญหา (Conflict of Interest) โดยที่ตัวแทน (Agent) เน้นการบริหารงานที่มุ่งเน้นกำไรทางบัญชีมากกว่าคุณภาพกำไร โดยหากบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นในสัดส่วนสูง (กระจุกตัว) แต่ไม่ได้บริหารบริษัท จะมีมูลค่าสูงกว่าบริษัทที่ถูกบริหารงานโดยกลุ่มของผู้ถือหุ้น (กระจุกตัว) Lins (2003) และงานวิจัยของหุดาวงษ์ยิม (2561) ที่ได้ศึกษากิจการที่มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยครอบครัวสูงหรือมีการถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีแนวโน้มที่จะจัดการกำไร (Earning Management) มากกว่ากิจการที่มีการถือหุ้นแบบกระจายตัวและส่งผลในทางลบต่อคุณภาพของข้อมูลทางการเงินของบริษัทครอบครัว ซึ่งบริษัทที่มีการบริหารงานแบบครอบครัวจะสร้างอรรถประโยชน์สูงสุดให้กับตนเองโดยไม่คำนึงถึงว่า การกระทำเช่นนั้นจะก่อให้เกิดประโยชน์หรือความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ตัวผู้เป็นเจ้าของกิจการ (Principle) นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ สะท้อนว่า บริษัท

ครอบครัวขนาดใหญ่มีแนวโน้มดำเนินงานได้มีประสิทธิภาพมากกว่าบริษัทครอบครัวขนาดเล็กโดยมักเน้นการวัดผลความสำเร็จจากกำไรทางบัญชีเป็นหลัก

ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัวต่อคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ เนื่องจากประธานกรรมการอิสระจะบริหารงานด้วยความโปร่งใส มุ่งเน้นประโยชน์สูงสุดต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย โดยกรรมการอิสระเหล่านี้ประกอบไปด้วยผู้ที่มีความสามารถที่จะปฏิบัติงานให้บรรลุตามวัตถุประสงค์ นำมาซึ่งชื่อเสียงและความน่าเชื่อถือของบริษัทด้วย ซึ่งส่งผลถึงผลประโยชน์การ ไม่ว่าจะเป็นกำไรทางบัญชีและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ สอดคล้องกับปิยะณัฐ ฤณพุทธม และนฤมล อริยพิมพ์ (2562) และอวยชัย ศุภพร และกุสุมา คำพิทักษ์ (2565) พบว่า สัดส่วนกรรมการอิสระของบริษัทส่งผลกระทบทางลบต่อการจัดการกำไร โดยกรรมการอิสระจะนำมาซึ่งประโยชน์แก่บริษัทและผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายอย่างเท่าเทียม ดังนั้นการบริหารจึงมุ่งไปสู่ประโยชน์ของกิจการเป็นหลัก ส่งผลให้มูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์เพิ่มสูงขึ้น Wang et al. (2015) ศึกษาพบว่า บริษัทที่ใช้การจัดการกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ โดย Prencipe and Bar-Yosef (2011) ได้ศึกษาในประเทศอิตาลี พบว่า กรรมการอิสระของบริษัทครอบครัวมีความสามารถในการป้องกันการตกแต่งบัญชีได้ และ Belcredi, & Bozzi (2019) พบว่า เมื่อประธานกรรมการเป็นอิสระส่งผลให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เพิ่มขึ้น สอดคล้องกับศิลปพร ศรีจันเพชร (2551) ที่พบว่า ความเป็นอิสระของประธานกรรมการเป็นการหลีกเลี่ยงการเกิดปัญหาในเรื่องความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) โดยกรรมการที่เป็นอิสระนั้นจะบริหารงานอย่างซื่อตรงและมุ่งประโยชน์เพื่อกิจการเป็นสำคัญและส่งผลให้เกิดมูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์ที่สูงขึ้น แต่หากมีการกระจุกตัวของส่วนผู้ถือหุ้นมากจะทำให้มูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ลดลง รวมถึงภัทราพรพานิชสุสวัสดิ์ และศิลปพร ศรีจันเพชร (2551) พบว่า ประธานกรรมการที่มาจากกรรมการอิสระซึ่งไม่เข้าไปบริหารงานของกิจการ จึงทำให้ไม่มีปัญหาในเรื่องของความขัดแย้งทางผลประโยชน์จึงมุ่งบริหารงานเพื่อประโยชน์ของกิจการอย่างแท้จริง ส่งผลให้มูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์เพิ่มสูงขึ้น

ผลการศึกษาพบว่า ผลกระทบร่วมระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัว และสัดส่วนคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัวต่อคณะกรรมการ (FAM × MEM) ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่า การมีทั้งการถือหุ้นของครอบครัวและการถือหุ้นของผู้บริหารในระดับสูงพร้อมกัน จะสามารถลดทอนผลกระทบเชิงลบของกันและกันได้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Chu (2011) ที่พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของครอบครัวและผลการดำเนินงานของบริษัทมีความแข็งแกร่งมากขึ้น เมื่อสมาชิกในครอบครัวมีบทบาทในการบริหารจัดการบริษัท และความสัมพันธ์นี้มีความชัดเจนมากขึ้นในบริษัทขนาดเล็กและขนาดกลาง

อย่างไรก็ตาม ผลการวิจัยของสวรส สรกล และกนกศักดิ์ สุขวัฒนาสินธิ์ (2563) พบว่า กิจการที่มีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) เป็นบวก ราคาหุ้นของกิจการจะสูงขึ้น ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเป็นการเพิ่มของกำไรที่ได้หักต้นทุนทางการเงินทั้งหมดของกิจการ และในทางตรงกันข้ามหากกิจการมีค่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) เป็นลบ ก็จะมีผลทำให้ราคาหุ้นลดลง ดังนั้น มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ จึงเป็นปัจจัยหนึ่งที่วัดความสำเร็จของบริษัทผู้ลงทุน ตลอดจนผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย

ควรให้ความสำคัญกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ นอกจากจะให้ความสำคัญกับผลประโยชน์ทางบัญชีเพียงอย่างเดียว

ข้อเสนอแนะเพื่อนำผลการวิจัยไปใช้

1. ผู้ลงทุนและผู้ให้กู้ควรให้ความสำคัญกับโครงสร้างการถือหุ้น โดยเฉพาะสัดส่วนการถือครองหุ้นของสมาชิกในครอบครัวและคณะกรรมการที่เป็นสมาชิกในครอบครัว เนื่องจากผลการวิจัยพบว่าปัจจัยเหล่านี้มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการสร้างมูลค่าและผลตอบแทนของกิจการ การวิเคราะห์โครงสร้างการถือหุ้นควรเป็นส่วนหนึ่งในการประเมินความเสี่ยงก่อนการลงทุนหรือให้สินเชื่อ เพื่อหลีกเลี่ยงบริษัทที่มีลักษณะการควบคุมแบบครอบครัวที่อาจนำไปสู่การบริหารงานแบบไม่คำนึงถึงผู้ถือหุ้นโดยรวม ผู้ลงทุนควรใช้ข้อมูลจากหมายเหตุประกอบงบการเงินและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) เกี่ยวกับการถือหุ้นของครอบครัวเพื่อประกอบการตัดสินใจได้อย่างมีเหตุผลและแม่นยำ

2. นักบัญชีควรเข้าใจผลกระทบของโครงสร้างการถือหุ้นต่อการสร้างมูลค่าของบริษัท เพื่อช่วยให้ฝ่ายบริหารสามารถวางแผนโครงสร้างการจัดการที่เหมาะสมต่อการเติบโตอย่างยั่งยืน และจัดการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น และองค์ประกอบคณะกรรมการ อย่างโปร่งใส ครบถ้วน และเป็นปัจจุบัน โดยเฉพาะข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับสมาชิกในครอบครัว

3. ผู้สอบบัญชีควรมีบทบาทในการประเมินความเพียงพอและความถูกต้องของข้อมูลที่บริษัทเปิดเผยในหมายเหตุประกอบงบการเงิน รวมถึงเสนอแนะให้บริษัทพัฒนาแนวทางรายงานเพิ่มเติม หากพบว่าข้อมูลอาจกระทบต่อการตัดสินใจของผู้ใช้งบ

4. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ควรทบทวนโครงสร้างการบริหารและถือหุ้นของบริษัท โดยเฉพาะในกรณีที่บริษัทมีสัดส่วนการถือครองหุ้นหรือคณะกรรมการจากครอบครัวในระดับสูง เพราะอาจเป็นข้อจำกัดต่อการเพิ่มขึ้นของมูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์ บริษัทควรสร้างสมดุลระหว่างการควบคุมของครอบครัวและการกำกับดูแลที่มีความเป็นมืออาชีพ เพื่อสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น ๆ

5. หน่วยงานกำกับดูแลควรสนับสนุนให้มีการวิจัยเชิงลึกต่อไปในกลุ่มบริษัทครอบครัว เพื่อประเมินผลกระทบในระดับอุตสาหกรรม และพัฒนารอบกำกับที่เหมาะสมกับโครงสร้างกิจการแบบครอบครัวในประเทศไทย

ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาค้างต่อไป

1. ควรมีการเปรียบเทียบมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ระหว่างบริษัทที่มีลักษณะโครงสร้างแบบครอบครัวที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. ควรมีการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับปัจจัยอื่น ๆ เช่น ESG Score สัดส่วนกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญต่อความโปร่งใสและ

การตรวจสอบภายในองค์กรและความเป็นอิสระของประธานกรรมการที่แยกจากผู้บริหารสูงสุด (CEO) ซึ่งมีบทบาทในการตรวจสอบและถ่วงดุลการบริหาร เป็นต้น

3. เนื่องจากบริษัทในตลาดหลักทรัพย์มีลักษณะแตกต่างกันในด้านขนาดของสินทรัพย์ ทักษะของผู้บริหารและประเภทของอุตสาหกรรม การศึกษาครั้งต่อไปควรแยกวิเคราะห์เป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรมหรือจำแนกตามขนาดบริษัท เพื่อดูว่าแต่ละกลุ่มมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์แตกต่างกันอย่างไร

4. เนื่องจากการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณจะช่วยลดปัญหาจาก Omitted Variables Bias ได้บางกรณี แต่ไม่สามารถแก้ปัญหา Endogeneity ได้ทั้งหมด โดยเฉพาะเมื่อมันเกิดจากสาเหตุอื่น ๆ เช่น Simultaneous Causality หรือ Measurement Error งานในอนาคตควรใช้เทคนิคการวิเคราะห์แบบ Panel Data เพื่อให้ผลการวิเคราะห์ข้อมูลน่าเชื่อถือมากขึ้น

เอกสารอ้างอิง

- กัลยา วาณิชย์บัญชา. (2555). *การใช้ SPSS for Windows ในการวิเคราะห์ข้อมูล*. ธรรมสาร.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2555). *คู่มือการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน พ.ศ. 2555*. <https://setsustainability.com/download/vejm1kpd3874zgo>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2560). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน*. ผู้แต่ง.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2567) *ธุรกิจครอบครัวกับบทบาทในการสร้างการเติบโตให้เศรษฐกิจไทย*. ผู้แต่ง. <https://www.set.or.th/th/about/mediacenter/news-release/article/565-family-business>
- ปิยะณัฐ ฤณพุทธม และนฤมล อริยพิมพ์. (2562). ผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนของเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิทยาลัยพาณิชยศาสตร์บูรพาปริทัศน์*, 14(2), 95-111. <https://ojs.lib.buu.ac.th/index.php/parituch/article/view/6720>
- ภัทราพร พานิชสุสวัสดิ์ และศิลปพร ศรีจันเพชร. (2551). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่มิมองด้านบทบาทความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัทและมูลค่าเพิ่มของกิจการ (EVA) กรณีศึกษา: บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 50). *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 4(9), 42-54. <http://www.jap.tbs.tu.ac.th/files/Article/Jap09/Full/JAP09Sinlapaporn.pdf>
- ศิรินาถ เบ้าหล่อเพ็ชร, ศิรดา จารุตากานนท์ และกรวิภา เทียนภาสกร (2564). คุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว. *วารสารการจัดการธุรกิจ มหาวิทยาลัยบูรพา*, 10(1), 1-19. <https://so01.tci-thaijo.org/index.php/BJBM/article/view/244763/167624>

- ศิลปพร ศรีจันทเพชร. (2551). ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างของผู้ถือหุ้นกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์. *วารสารวิชาชีวะบัญชี*, 4(10), 26-39. <http://www.jap.tbs.tu.ac.th/files/Article/Jap10/Full/JAP10Sinlapaporn.pdf>
- สวรส สรกล และกนกศักดิ์ สุขวัฒนาสินธิ์. (2563). ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และความสามารถในการทำกำไรที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์และผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยการจัดการและเทคโนโลยีอีสเทิร์น*, 7(2), 117-130. <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/umt-poly/article/view/243060>
- สัจจวัฒน์ จันทร์หอม และศิลปพร ศรีจันทเพชร. (2555). คุณภาพกำไรของบริษัทครอบครัวไทย. *วารสารวิชาชีวะบัญชี*, 8(21), 78-88. <http://www.jap.tbs.tu.ac.th/files/Article/Jap21/Full/Jap21SachSin.pdf>
- หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของประเทศไทย (CG Code) พ.ศ. 2560. (2560). สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. https://www.sec.or.th/TH/Documents/CompanyHandbooksandGuidelines/CGcode2560_th.pdf
- หุดา วงษ์ยิ้ม. (2561). ผลกระทบของโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวที่มีต่อระดับการจัดการ กำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยราชภัฏสวนสุนันทา (บ.ก.), *การประชุมวิชาการและนำเสนอผลงานวิจัยระดับชาติและนานาชาติ ครั้งที่ 9 “Local & Global Sustainability: Meeting the Challenges & Sharing the Solutions”* (น. 1460-1472). มหาวิทยาลัยราชภัฏสวนสุนันทา. <http://journalgrad.ssru.ac.th/index.php/8thconference/article/view/1352>
- อภิชาติ โตรุ่ง และศิลปพร ศรีจันทเพชร. (2553). ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์. *วารสารวิชาชีวะบัญชี*, 6(17), 72-85. <http://www.jap.tbs.tu.ac.th/files/Article/Jap17/Full/Jap17Sillapaporn.pdf>
- อวยชัย ศุภพร และกุสุมา คำพิทักษ์ (2565). อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการกรรมการอิสระคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Journal of Humanities and Social Sciences, Rajapruk University*, 8(1), 19-32.
- อักรพงศ์ อ้นทอง. (2550). *คู่มือการใช้โปรแกรม EViews เบื้องต้น: สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูล เศรษฐมิติ*. สถาบันวิจัยสังคม มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- Belcredi, M., & Bozzi, S. (2019). Remuneration of independent directors: Determinants and policy implications [Special issue]. *Corporate Ownership & Control*, 17(1), 278-291. <https://doi.org/10.22495/cocv17i1siart10>
- Biddle, G. C., Bowen, R. M., & Wallace, J. S. (1997). Does EVA® beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. *Journal of accounting and economics*, 24(3), 301-336.

- Chen, S., & Dodd, J. L. (1997). Economic value added (EVA™): An empirical examination of a new corporate performance measure. *Journal of Managerial Issues*, 9(3), 318-333. <https://www.jstor.org/stable/40604150?seq=1>
- Chu, W. (2011). Family Ownership and Firm Performance: Influence of Family Management, Family Control, and Firm Size. *Asia Pacific Journal of Management*, 28(4), 833-851. <https://doi.org/10.1007/s10490-009-9180-1>
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, 51(3), 371-406. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X98000580/pdf?md5=513d0522f202c88fb2a0073bfc5af2d2&pid=1-s2.0-S0304405X98000580-main.pdf>
- Farber, A., Gillet, R. L., & Szafarz, A. (2006). A General Formula for the WACC. *International Journal of Business*, 11(2), 211-218. <https://ijb.cyut.edu.tw/var/file/10/1010/img/852/V112-8.pdf>
- Fernandez, P. (2019). *EVA and cash value added do not measure shareholder value creation*. SSRN.
- Firth, M., Fung, P. M., & Rui, O. M. (2007). Ownership, two-tier board structure, and the informativeness of earnings—Evidence from China. *Journal of accounting and public policy*, 26(4), 463-496. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2007.05.004>
- Francis, J., Schipper, K., & Vincent, L. (2005). Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of accounting and economics*, 39(2), 329-360. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.001>
- 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.
- Kiatapiwat, W. (2010). *Controlling shareholders, audit committee effectiveness, and earnings quality: The case of Thailand* [Doctoral dissertation, University of Maryland]. DRUM - Digital Repository at the University of Maryland. <https://drum.lib.umd.edu/handle/1903/10581>
- Lai, F. W., & Shad, M. K. (2017). The relationship between corporate governance and financial performance: Evidence from Asia. *International Journal of Financial Studies*, 5(2), 87-101.

- Lew, Y. K., Yu, J., & Park, J. Y. (2018). The impacts of independent director and CEO duality on performance in the Chinese post-institutional-transition era. *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, 35(4), 620-634. <https://doi.org/10.1002/cjas.1468>
- Li, Z., H. E. Ryan, Jr. and L. Wang. (2011). *The Economics of executive compensation in family firms*. [Working paper, n.p.]. ResearchGate. https://www.researchgate.net/publication/268347108_The_Economics_of_Executive_Compensation_in_Family_Firms#read
- Lins, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of financial and quantitative analysis*, 38(1), 159-184. <https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-financial-and-quantitative-analysis/article/abs/equity-ownership-and-firm-value-in-emerging-markets/FE0850AC6250A912BE911E2B227F2942>
- Prencipe, A., & Bar-Yosef, S. (2011). Corporate governance and earnings management in family-controlled companies. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 26(2), 199-227. <https://doi.org/10.1177/0148558X11401212>
- Stewart, G. B. (2013). *The quest for value: A guide for senior managers*. Harper Business.
- Thilakerathne, P. M. C. (2015). Economic Value Added (EVA) disclosure practices of Sri Lankan listed companies. *Journal of Finance and Accounting*, 3(5), 117-127. <https://doi.org/10.11648/j.jfa.20150305.12>
- Vijayakumar, A. (2008). Linkage between Market Value Added (MVA) and other Financial Variables: An Analysis in Indian Automobile Industry. *Management and Labour Studies*, 33(4), 504-521. <https://doi.org/10.1177/0258042X0803300405>
- Wang, Y., Jiang, X., Liu, Z., & Wang, W. (2015). Effect of earnings management on economic value added: A China study. *Accounting and Finance Research*, 4(3), 9-19. <https://doi.org/10.5430/afr.v4n3p9>
- Wiwattanakantang, Y. (2000). *The equity ownership structure of Thai firms*. Hitotsubashi University. https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID271358_code010711100.pdf?abstractid=271358&mirid=1
- Yoe, G. H. H., Tan, P. M. S., Ho, K., and Chen, S. S. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of earnings. *Journal of Business Finance and Accounting*, 29(7-8), 1023-1046.