

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น และ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



นางสาวพัชรา สีสสุวรรณ

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต


สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2543

ISBN 974-346-259-7

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

THE RELATION BETWEEN OWNERSHIP STRUCTURE AND PERFORMANCE OF
THAI LISTED COMPANIES



MISS PATCHA SITASUWAN

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Science in Finance

Department of Banking and Finance
Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic Year 2000

ISBN 974-346-259-7

หัวข้อวิทยานิพนธ์	ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น และ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
โดย	นางสาว พัดชา สีสวรรณ
ภาควิชา	การธนาคารและการเงิน
อาจารย์ที่ปรึกษา	อาจารย์ ดร. สันติ ทิรพัฒน์

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้หัวข้อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วน
หนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ

..... คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. วิรัช อภิเมธีธำรง)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. วิรัช อภิเมธีธำรง)

..... อาจารย์ที่ปรึกษา
(อาจารย์ ดร. สันติ ทิรพัฒน์)

..... กรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. โสติกกร มัลลิกะมาส)

สภามหาวิทยาลัย
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

พัตชา สีสสุวรรณ: ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Relation Between Ownership Structure and Performance of Thai Listed Companies), อ. ที่ปรึกษา: อาจารย์ ดร.สันติ ธิรพัฒน์, 76หน้า. ISBN 974-346-259-7.

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์ เพื่อทำการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น ต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยได้วัดผลการดำเนินงาน ทั้งรูปแบบทางบัญชีและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของแต่ละบริษัทและศึกษาผลกระทบของโครงสร้างการถือหุ้น ในรูปของเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร ในช่วงปี พ.ศ. 2539 -2541

ผลการศึกษาพบว่า การถือหุ้นของผู้บริหารไม่ได้มีความสัมพันธ์ในลักษณะเดียวกันโดยตลอดกับ อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น โดยพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างระดับการถือหุ้นของผู้บริหาร และ ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ได้แบ่งออกเป็น 3 ระดับ คือ การถือหุ้น 0-25%, 25-75% และ 75% ขึ้นไป แต่เมื่อทำการศึกษาผลกระทบโดยควบคุมปัจจัยทางด้านขนาดของบริษัท และ อัตราส่วนหนี้ต่อทุน พบว่า การถือหุ้นของผู้บริหารนั้นไม่ได้มีผลกระทบกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นนั้น โดยตรง กล่าวคือ การถือหุ้นของผู้บริหารที่แตกต่างกันมีผลกระทบต่ออัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมดซึ่งเป็นส่วนประกอบส่วนหนึ่งของอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น จากการวิเคราะห์ Du Pont Analysis นอกจากนี้พบว่า การถือหุ้นของผู้บริหารไม่ได้สะท้อนผลกระทบในผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน
สาขาวิชา การเงิน
ปีการศึกษา 2543

ลายมือชื่อนิสิต.....
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษาร่วม

4282323526 : MAJOR FINANCE

KEY WORD: OWNERSHIP STRUCTURE / INSIDER OWNERSHIP / DU PONT ANALYSIS

PATCHA SITASUWAN: THE RELATION BETWEEN OWNERSHIP STRUCTURE AND PERFORMANCE OF THAI LISTED COMPANIES. THESIS ADVISOR: SUNTI TIRAPAT, Ph.D., 76 pp. ISBN 974-346-259-7.

This study examines the effect of ownership structure on performance of Thai listed companies, which the study uses both return on equity and excess return from capital asset pricing model as proxy for performance and proxies ownership structure by percent of insider ownership of each firm in 1996-1998 as proxy for ownership structure..

The result shows that the effect of percent of insider ownership on the return on equity is nonmonotonic, which the relation can divide into three parts as 0%-25%, 25%-75%, and 75%-100%. However, as control the size effect and debt-to-equity ratio, I find out that ownership structure does not effect return on equity directly. In the other words, difference in ownership structure effect on total asset turnover, which is the component of return on equity from Du Pont Analysis. Moreover, the ownership effect is not shown in excess return from capital asset pricing model.

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Department Banking and Finance

Field of study Finance

Academic Year 2000

Student's signature.....

Advisor's signature

Co-advisor's signature

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดีด้วยความช่วยเหลือของ อาจารย์ ดร.สันติ ทิรพัฒน์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ได้ให้คำแนะนำ และการชี้แนะแนวทางตลอด การทำวิทยานิพนธ์ของผู้เขียน รวมทั้งกรุณาตรวจสอบและแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ ให้แก่ผู้เขียน ผู้เขียนขอขอบพระคุณท่านเป็นอย่างยิ่ง นอกจากนี้ผู้เขียนขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. วิรัช อภิเมธีธำรง ที่ให้ความกรุณาในการรับเป็นประธานในการสอบวิทยานิพนธ์ และ อาจารย์ โสติดิธร มัลลิกะมาส ที่ให้ความกรุณาเป็นกรรมการในการสอบวิทยานิพนธ์ ซึ่งทุกท่านได้ให้คำแนะนำอันเป็นประโยชน์สำหรับวิทยานิพนธ์นี้ให้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

สุดท้ายนี้ ขอขอบพระคุณ บิดา และ มารดา ที่เป็นกำลังใจ และคอยให้ความช่วยเหลือที่สำคัญอย่างยิ่ง ซึ่งประโยชน์ของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ผู้เขียนขอมอบแด่ผู้มีพระคุณทุกท่าน หากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความผิดพลาดหรือความคลาดเคลื่อนใดๆ ทางผู้เขียนขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

พัชชา สีสสุวรรณ

กรกฎาคม 2543

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ	ช
สารบัญตาราง.....	ญ
บทที่ 1 บทนำ	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	3
ขอบเขตของการวิจัย.....	3
ข้อจำกัดของการวิจัย.....	4
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	4
วิธีดำเนินการวิจัย.....	5
ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย.....	5
บทที่ 2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	6
เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	6
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย	13
แบบจำลอง	13
คำจำกัดความตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย	15
สมมติฐานการวิจัย.....	16
ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย.....	18
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	20
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น	20
ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัย	37
ผลการวิเคราะห์เชิงปริมาณ.....	44
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย และ ข้อเสนอแนะ.....	58
สรุปผลการวิจัย.....	58
ข้อจำกัดในการวิจัย.....	59

ข้อเสนอแนะ.....	60
รายการอ้างอิง.....	61
ภาคผนวก.....	64
ก. กราฟแสดงข้อมูลโดยสรุปของมูลค่าตามตลาดของบริษัท	65
ข. กราฟแสดงข้อมูลโดยสรุปของอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และราคาต่อหุ้น	66
ค. กราฟแสดงข้อมูลโดยสรุปของผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่ปรับแล้ว.....	66
ง. กราฟแสดงข้อมูลโดยสรุปของผลตอบแทนส่วนเกินจากCAPM	67
จ. กราฟแสดงข้อมูลโดยสรุปของผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาด	67
ฉ. กราฟแสดงข้อมูลโดยสรุปของอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด.....	68
ช. กราฟแสดงข้อมูลโดยสรุปของอัตราส่วนหนี้ต่อทุน.....	68
ซ. ตารางแสดงความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารและ อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่ปรับผลจากอุตสาหกรรมแล้ว	69
ฌ. ตารางแสดงความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารและ อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด	70
ญ. ตารางแสดงความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารและ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย	70
ฎ. ตารางแสดงความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารและ ผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาหลักทรัพย์.....	71
ฏ. ตารางแสดงความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารและ ผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับผลตอบแทนของตลาด	71
ฐ. ตารางแสดงความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารที่เป็นพาราโบลาและ อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น	72
ฑ. ตารางแสดงความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารที่เป็นพาราโบลาและ ผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาหลักทรัพย์.....	72
ฒ. ตารางแสดงความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารที่เป็นพาราโบลาและ ผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับผลตอบแทนของตลาด	73
ณ. ตารางสรุปบริษัทในแต่ละอุตสาหกรรมในปี พ.ศ. 2539	73
ด. ตารางสรุปบริษัทในแต่ละอุตสาหกรรมในปี พ.ศ. 2540	74

ต. ตารางสรุปบริษัทในแต่ละอุตสาหกรรมในปี พ.ศ. 2541	75
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์	76



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ (ต่อ)

ญ

หน้า

ตารางที่1	ข้อมูลเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารในแต่ละอุตสาหกรรม.....	21
ตารางที่2	ข้อมูลอัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น.....	29
ตารางที่3	ข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกินจากรูปแบบการหาราคาหลักทรัพย์.....	30
ตารางที่4	ข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนของตลาด.....	31
ตารางที่5	ข้อมูลทางด้านมูลค่าตามตลาดของบริษัท.....	32
ตารางที่6	ข้อมูลอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และราคาปิดต่อหุ้น.....	33
ตารางที่7	ข้อมูลอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย.....	34
ตารางที่8	ข้อมูลอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด.....	36
ตารางที่9	ข้อมูลอัตราส่วนหนี้ต่อทุน.....	37
ตารางที่10	ข้อมูลการแบ่งกลุ่มตามขนาด และ เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร.....	38
ตารางที่11	ข้อมูลการแบ่งกลุ่มตามขนาด และ อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น และ ราคาต่อหุ้น.....	40
ตารางที่12	ข้อมูลการแบ่งกลุ่มตามเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร และ อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และราคาต่อหุ้น.....	41
ตารางที่13	ข้อมูลการแบ่งกลุ่มตามเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร และ อัตราส่วนหนี้ต่อทุน.....	42
ตารางที่14	ข้อมูลการแบ่งกลุ่มตามขนาด และ อัตราส่วนหนี้ต่อทุน.....	43
ตารางที่15	ผลกระทบการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีต่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่รับผล ทางด้านอุตสาหกรรม จากข้อมูลตัวอย่างปี พ.ศ. 2539-2541.....	46
ตารางที่16	ผลกระทบการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีต่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่รับผล ทางด้านอุตสาหกรรม ในแต่ละปี พ.ศ. 2539-2541.....	48
ตารางที่17	ผลกระทบการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีต่ออัตราการหมุนเวียนของ สินทรัพย์ทั้งหมด ในแต่ละปี พ.ศ. 2539-2541.....	50
ตารางที่18	ผลกระทบการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีต่ออัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย ในแต่ละปี พ.ศ. 2539-2541.....	53
ตารางที่19	ผลกระทบการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีต่อผลตอบแทนส่วนเกิน เมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาหลักทรัพย์ ปี พ.ศ. 2539-2541.....	55
ตารางที่20	ผลกระทบการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีต่อผลตอบแทนส่วนเกิน เมื่อเทียบกับผลตอบแทนของตลาด ปี พ.ศ. 2539-2541.....	56



ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในปัจจุบันนอกจากจะมีการให้ความสนใจทางด้านโครงสร้างเงินทุนที่แบ่งออกเป็น ส่วนของเจ้าของ และ ส่วนของหนี้แล้ว ได้มีการให้ความสนใจทางด้านของสัดส่วนของโครงสร้างของการถือหุ้นในส่วนของเจ้าของด้วย ซึ่งสามารถแบ่งออกเป็นในส่วนของเจ้าของที่ไม่ได้มีส่วนในการบริหาร และ ส่วนของเจ้าของที่มีส่วนในการบริหาร ซึ่งลักษณะโครงสร้างการถือหุ้นที่แตกต่างกัน มีส่วนทำให้ผลการดำเนินงานของแต่ละบริษัทแตกต่างกัน ส่วนหนึ่งอาจเนื่องมาจากการที่มีผลประโยชน์ที่ไม่สอดคล้องในทิศทางเดียวกัน ผู้บริหารนั้นโดยทั่วไปจะให้ความสนใจใน ส่วนของการดำเนินงาน ทำให้ต้องเกี่ยวข้องกับ ลูกค้า Suppliers และพนักงานในบริษัทมากกว่าที่จะมีความเกี่ยวข้องกับผู้ถือหุ้น ทำให้การตัดสินใจในบางครั้ง ผู้บริหารคำนึงในผลประโยชน์ของส่วนอื่นๆ รวมทั้งผลประโยชน์ของผู้บริหารเอง มากกว่าการทำให้ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นสูงสุด จึงทำให้เกิดปัญหาที่เรียกว่าปัญหาความขัดแย้งภายในองค์กร

ปัญหาในเรื่องความขัดแย้งภายในองค์กร (Agency Problem) นี้เป็นปัญหาที่เกิดจากการที่เจ้าของ หรือ Principal ได้ทำการว่าจ้างบุคคลอีกกลุ่มขึ้นเป็นตัวแทน หรือที่เรียกว่า Agent เพื่อให้ทำงานให้ พร้อมกับได้มอบอำนาจในการตัดสินใจให้คนกลุ่มนี้ด้วย จากการที่บุคคลทั้งสองกลุ่ม มีผลประโยชน์ที่แตกต่างกัน กล่าวคือผู้บริหารได้รับผลตอบแทน เป็นเงินเดือน ซึ่งเป็นผลตอบแทนที่ไม่ขึ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัท จากการทำงาน แต่ผู้ถือหุ้น หรือส่วนของเจ้าของ ได้รับผลตอบแทน ซึ่งขึ้นกับผลการดำเนินงาน และจำกัดความรับผิดชอบในกรณีที่ขาดทุน โดยต่างฝ่ายต่างก็ต้องการทำให้เป็นไปตามผลประโยชน์ของตนเอง ผู้บริหารจะได้ความพอใจมากยิ่งขึ้นเมื่อหลีกเลี่ยงงานได้ แต่กลับทำให้เกิดการเสียผลประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น

นอกจากนี้เมื่อมองในแง่ของระดับความชอบความเสี่ยงแล้ว ผู้บริหารซึ่งมีอนาคตในการทำงานขึ้นกับอนาคตของบริษัทจึงมีลักษณะที่กลัวความเสี่ยง (Risk Averse) ส่วนผู้ถือหุ้นสามารถทำการถือหุ้นของหลายบริษัทเพื่อกระจายความเสี่ยงได้ และจากการที่การจำกัดความรับผิดชอบ ผู้ถือหุ้นจึงมีลักษณะที่ชอบความเสี่ยง (Risk Lover) ที่มักจะมาพร้อมกับโอกาสที่จะได้ผลตอบแทนสูงด้วย แต่จากการที่ไม่ว่าบริษัทจะได้ผลตอบแทนสูงแค่ไหน ผู้บริหารก็ยังคงมีผลตอบแทนที่คงที่ ทำให้การตัดสินใจของผู้บริหารในฐานะตัวแทนของผู้ถือหุ้นจึงอาจไม่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดกับผู้ถือหุ้นได้ ประกอบกับพื้นฐานของปัญหาที่มาจากความไม่เท่าเทียม

กันทางด้านข้อมูล (Asymmetric Information) ทำให้ผู้ถือหุ้นไม่สามารถเข้าไปดูแลการทำงานในแต่ละวันของผู้บริหารได้ จึงทำให้เกิดปัญหาระหว่างตัวแทนและเจ้าของขึ้น

ในการแก้ปัญหาส่วนนี้ ส่วนของผู้ถือหุ้นก็พยายามเข้ามามีส่วนร่วมผ่านทางเครื่องมือควบคุมการทำงาน (Control Mechanism) ซึ่งทำได้ 2 รูปแบบด้วยกัน ทางหนึ่งมาจากการตรวจสอบ (Monitoring) ซึ่งในแต่ละบริษัทที่มีลักษณะความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้นและผู้บริหารแตกต่างกัน ก็จะส่งผลถึงระดับในการเข้ามาตรวจสอบต่างกัน แต่โดยทั่วไปอาจทำได้โดย การตรวจสอบงบการเงิน การตั้งคณะกรรมการจากบุคคลภายนอกคอยดูแลการทำงาน ส่วนอีกรูปแบบหนึ่งที่สามารถทำได้ก็คือ การให้รางวัลเป็นการจูงใจในการทำงาน โดยอาจทำได้จากการให้โบนัส หรือการให้สิทธิในการถือหุ้นของบริษัท ซึ่งจากวิธีนี้ผู้ถือหุ้นคาดว่าจะเป็นการจูงใจให้ผู้บริหารทำงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมากขึ้น

อย่างไรก็ดีแม้ว่าในส่วนของผู้ถือหุ้นได้พยายามใช้เครื่องมือในการควบคุมการทำงานในด้านต่างๆ ในส่วนของผู้บริหารก็จะเลือกทำในสิ่งที่ให้ผลประโยชน์แก่ตนเองเป็นหลัก กล่าวคือผู้บริหารจะคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนตัว ประกอบกับการอุดหนุนของบริษัทควบคู่กันไป ซึ่งจากสาเหตุนี้ทำให้อย่างไรก็ดี ผู้ถือหุ้นก็ไม่สามารถผลักดันให้ผู้บริหารดำเนินงานเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นได้ ทำให้ในความเป็นจริง แต่ละบริษัทก็ยังเผชิญปัญหาในเรื่องความขัดแย้งภายในองค์กร (Agency Problem) และปัญหานี้ก็ส่งผลให้เกิดต้นทุนที่เกิดจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ของตัวแทนและเจ้าของ (Agency Costs) ซึ่งเป็นต้นทุนที่มาจากความแตกต่าง ระหว่างมูลค่าของบริษัทที่เกิดขึ้นจริง และมูลค่าของบริษัทที่มีสมมติฐาน ให้ส่วนของการบริหารและส่วนของผู้ถือหุ้น มีผลประโยชน์สอดคล้องกัน และจากการที่เกิดปัญหาความขัดแย้งนี้เอง ทำให้น่าจะเป็นปัจจัยหนึ่งในการกำหนดผลการดำเนินงานของบริษัท และทำให้เป็นหัวข้อหนึ่งทางการเงินในการศึกษา

อย่างไรก็ดีจากการศึกษาในต่างประเทศในส่วนของการให้ผู้บริหารถือหุ้นซึ่งการศึกษานี้ให้ความสนใจนั้น ก็ยังมีอีกหลายฝ่ายที่ไม่คิดว่าจะมีส่วนในการกำหนดผลการดำเนินงานของบริษัท และที่ไม่เห็นด้วยกับการที่ผู้ถือหุ้นให้สิทธิในการถือหุ้นเป็นรางวัลในการทำงาน และคาดว่าจะมีผลในการจูงใจผู้บริหารได้ เพราะยังไม่ได้มีข้อสรุปที่แน่นอนว่าผลตอบแทนในหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กันโดยตรงกับผลการดำเนินงานของผู้บริหาร โดยผลตอบแทนในหลักทรัพย์นั้นอาจเป็นผลมาจากปัจจัยอื่นๆในตลาดก็เป็นได้ จึงทำให้เป็นสาเหตุที่มีผู้สนใจศึกษาความสัมพันธ์

ระหว่างโครงสร้างของผู้ถือหุ้น และ ผลการดำเนินงาน ตลอดจนผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทต่างๆมาโดยตลอด

ในส่วนของประเทศไทยนั้น ลักษณะโครงสร้างการถือหุ้นมีลักษณะที่หลากหลาย มีทั้งแบบกระจาย และลักษณะการถือหุ้นเป็นกลุ่ม ทั้งแบบครอบครัว สถาบัน ตลอดจนการถือหุ้นโดยรัฐบาล ซึ่งผู้ถือหุ้นบางคนก็เข้ามามีส่วนในการบริหารค่อนข้างมาก ในขณะที่บางบริษัทแทบจะไม่มีถือหุ้นของผู้บริหารอยู่เลย ในส่วนนี้มีส่วนทำให้เกิดผลการดำเนินงานที่แตกต่างกัน จึงทำให้เป็นที่น่าสนใจในการศึกษา ประกอบกับแม้ในปัจจุบันนั้นได้มีการให้ความสนใจในส่วนของโครงสร้างการถือหุ้นมากขึ้น แต่ยังไม่ค่อยมีการศึกษาในเรื่องของการถือหุ้นของผู้บริหารมากนัก ส่วนใหญ่จะเน้นในเรื่องของการกำกับดูแลเป็นส่วนใหญ่ ดังนั้นการวิจัยนี้จึงได้ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างการถือหุ้นของผู้บริหาร ที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ว่ามีลักษณะเช่นเดียวกับในกรณีของต่างประเทศหรือไม่ และระดับการถือหุ้นของผู้บริหารส่วนนี้ มีส่วนสะท้อนในผลการดำเนินงานในความคิดนักลงทุนหรือไม่

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

ศึกษาผลกระทบของการถือหุ้นของผู้บริหาร ต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยวัดผลการดำเนินงานทั้งในรูปแบบทางบัญชี และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ตลอดจนทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ถึงองค์ประกอบของผลการดำเนินงาน กับ การถือหุ้นของผู้บริหาร

ขอบเขตของการวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้จะทำการศึกษาข้อมูลโครงสร้างการถือหุ้นของผู้บริหารโดยใช้เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของ ผู้บริหาร (Insider)¹ ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อจะได้ข้อมูลที่อยู่บนพื้นฐานของกฎระเบียบ ข้อบังคับที่เหมือนกัน โดยข้อมูลที่ใช้จะเป็นตั้งแต่ปีพ.ศ. 2539 ถึง พ.ศ. 2541 เนื่องจากในประเทศไทย ได้มีประกาศจากคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ให้เปิดเผย ข้อมูลการถือหุ้นของผู้บริหาร เริ่มตั้งแต่ในปี พ.ศ. 2539 เป็นต้นมา และเพื่อเป็นการ

¹ Insider หมายความว่า ผู้บริหารตามการกำหนดของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กล่าวคือ กรรมการ กรรมการบริหาร ผู้จัดการ พนักงานระดับผู้จัดการฝ่ายขึ้นไป หรือผู้ซึ่งดำรงตำแหน่งเทียบเท่าที่เรียกชื่ออย่างอื่นที่มีอำนาจในการจัดการบริษัท และรวมถึงบุคคลซึ่งบริษัททำสัญญา ให้มีอำนาจทั้งหมด หรือบางส่วนในการบริหารงานของบริษัท แต่จะไม่รวมผู้บริหารที่ถือหุ้นในนามของบริษัทอื่น

ทดสอบความแน่นอนของรูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารและ ผลตอบแทน ส่วนเกินของแต่ละบริษัทในแต่ละช่วงเวลา ตลอดจนในช่วงที่ประเทศไทยได้ประสบกับปัญหาภาวะ เศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ด้วย โดยการวิจัยจะใช้ข้อมูลในทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นในส่วนของ ธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิตและประกันภัย ซึ่งจำนวนบริษัทโดยประมาณจะมีจำนวน 200 บริษัท ในแต่ละปี ทั้งนี้เนื่องจากการที่ในประเทศไทยมีกฎหมายที่กำกับดูแลที่แตกต่างออกไป ในธุรกิจเหล่านี้ จึงเห็นว่าไม่ควรรวมข้อมูลใน ส่วนธุรกิจ เหล่านี้มาด้วย จะทำให้เกิดการเบี่ยงเบน ในข้อมูลได้

ข้อจำกัดของการวิจัย

เนื่องจากการศึกษาในครั้งนี้ได้ทำการเก็บข้อมูลเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร ในแต่ละบริษัทจากรายงานประจำปี และรายงานทางการเงินเพิ่มเติม จากตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งใน แต่ละบริษัทจะมีการระบุตำแหน่งหน้าที่การงาน แตกต่างกันไป ข้อจำกัดของการวิจัยจึงถือว่า ข้อมูลที่แต่ละบริษัทได้เปิดเผยการถือหุ้นของผู้บริหารในแต่ละตำแหน่งที่ระบุแตกต่างกันเป็นข้อมูล ที่ครบถ้วนแล้ว

นอกจากนี้ในเรื่องของตราสารสิทธิในการซื้อหุ้นสามัญ (Stock Option) ยังอาจมี ส่วนทางด้านผลกระทบของการให้สิทธิในการถือหุ้นของผู้บริหารในอนาคต แต่ข้อมูลในเรื่องนี้ยังไม่ได้มีข้อบังคับให้ทำการเปิดเผยอย่างเป็นทางการ จึงเป็นข้อจำกัดที่สำคัญของการวิจัยนี้อีกส่วน หนึ่งที่ควรคำนึงถึงด้วย

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ประโยชน์ของบริษัท การศึกษานี้เพื่อทดสอบให้ทราบถึงผลกระทบของระดับการ ถือหุ้นของผู้บริหาร ที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ทั้งในรูปแบบผลการดำเนินงานทางบัญชี และในแง่ผลการดำเนินงานที่สะท้อนในตลาดทุน ซึ่งการถือหุ้นในระดับที่แตกต่างกัน เมื่อเปลี่ยนแปลงการถือหุ้นจะทำให้ทราบว่าผลที่จะกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทนั้นๆ และสามารถ นำไปใช้ในการศึกษาควบคู่กับเครื่องมือในการควบคุมการทำงานของผู้ถือหุ้นอื่นๆ

ประโยชน์ของนักลงทุน การศึกษานี้มีประโยชน์ต่อการสังเกตพฤติกรรมการลงทุน ซึ่งจะทำให้สามารถทราบว่า นอกจากปัจจัยทางด้านความเสี่ยงต่อตลาดจะมีส่วนในการกำหนดผล ตอบแทนที่คาดหวังของนักลงทุน ยังมีปัจจัยอื่นๆที่มีผลต่อผลตอบแทนนั้นด้วย เช่น ในเรื่องของ ขนาดบริษัท อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และ ราคาต่อหุ้น และ การถือหุ้นของผู้บริหารภายใน

วิธีดำเนินการวิจัย

ในการศึกษานี้จะแบ่งการศึกษาออกเป็นสองส่วนด้วยกัน คือ

1. การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive Method) เป็นการรวบรวมข้อมูลต่างๆเกี่ยวกับการถือหุ้นของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยเป็นการอธิบายถึงภาพโดยรวม และเปรียบเทียบในแต่ละอุตสาหกรรม
2. การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Method) เป็นการนำข้อมูลที่รวบรวมมาได้ มาทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยวิธีการทางเศรษฐมิติ กล่าวคือ โดยวิธีสมการถดถอยอย่างง่าย (Ordinary Least Square) ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของความสัมพันธ์ดังกล่าว และอาศัยหลักในการถ่วงน้ำหนักด้วยค่าความแปรปรวน ในกรณีที่เกิดปัญหา Heteroscedastic เพื่อให้ผลจากการประมาณความสัมพันธ์ที่มีประสิทธิภาพมากที่สุด

ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

เนื้อหาในแต่ละบทของวิทยานิพนธ์เล่มนี้ สามารถสรุปได้ดังนี้ บทที่ 2 กล่าวถึงวรรณกรรมปริทัศน์ที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาทั้งการศึกษาในต่างประเทศ และในประเทศไทย บทที่ 3 กล่าวถึง วิธีการที่ใช้วิเคราะห์ข้อมูลขั้นต้น และวิธีที่ใช้ในการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้น และ ผลการดำเนินงานของบริษัท บทที่ 4 กล่าวถึง การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น และ ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหาร กับ ผลการดำเนินงานของบริษัท บทที่ 5 กล่าวถึงบทสรุปของการศึกษา รวมถึงปัญหาที่พบและข้อเสนอแนะเกี่ยวกับนโยบาย และงานวิจัยที่ควรทำการศึกษาค้างต่อไป



บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในส่วนของการศึกษาทางด้านปัญหาที่เกิดจากความขัดแย้งระหว่างตัวแทนก็ได้มีการศึกษากันมาตั้งแต่ในอดีต โดยได้มีการศึกษาของ Jensen and Meckling (1976) ซึ่งได้โยงแนวคิดทางด้านต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นในเรื่องของสิทธิและความรับผิดชอบ เรื่องของปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทน และการจัดหาเงิน เพื่อทำการศึกษา โครงสร้างการถือหุ้นของแต่ละบริษัท โดยได้แยกมองว่าปัญหาที่เกิดจากความขัดแย้งภายในองค์กร สามารถแบ่งออกเป็น 2 ส่วนด้วยกัน กล่าวคือ ความขัดแย้งระหว่างส่วนของเจ้าของที่ไม่ได้ทำการบริหาร และส่วนของผู้บริหาร (Managerial Agency or Managerialism) และความขัดแย้งระหว่างส่วนของเจ้าของ และ ส่วนของเจ้าหนี้ (Debt Agency)

โดยความขัดแย้งระหว่างส่วนของเจ้าของและส่วนของผู้บริหารในส่วนแรกนั้น เป็นปัญหาที่เกิดจากปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล (Asymmetric information) ประกอบกับปัญหา Moral Hazard ทำให้ผู้บริหารทำงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น โดยในการศึกษาได้มองเปรียบเทียบระหว่าง เมื่อผู้ถือหุ้นได้ทำการบริหารเองทั้งหมด ผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นก็จะเป็นของผู้ถือหุ้น แต่เมื่อมีการเพิ่มทุน และมีผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้มีส่วนในการบริหาร ทำให้ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนในการบริหารน้อยลง จึงอาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์กับผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้มีส่วนในการบริหาร อาจมีทั้งในเรื่องของการไม่ กระตือรือร้น ละเลยในการทำงาน หาผลประโยชน์ใส่ตัว เช่น สร้างตึกอาคารหรูหรา กำหนดสวัสดิการพนักงานดีเกินไป มีรถยนต์ประจำตำแหน่ง ไม่ยอมทำงานหนัก ไม่ลงทุนในโครงการที่มีผลกำไรดีเสี่ยงมากนัก โดยยอมให้มีผลการดำเนินงานเท่าเดิม

ส่วนความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและเจ้าหนี้นั้น ก็เกิดจากการที่ส่วนของผู้ถือหุ้นนั้นมีการจำกัดความรับผิดชอบ ทำให้ผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยงน้อยกว่าส่วนของเจ้าหนี้ แต่เมื่อพิจารณาในแง่ของเมื่อบริษัทมีการเลิกกิจการ เจ้าหนี้ก็จะได้รับสิทธิก่อนผู้ถือหุ้น ทำให้เกิดความขัดแย้งในการที่จะเข้ามาดูแลผลประโยชน์ส่วนของตนเอง ในขณะที่ส่วนของผู้บริหารก็มาจากการแต่งตั้งของคณะกรรมการบริษัท ซึ่งเลือกมาจากส่วนของผู้ถือหุ้น ทำให้การตัดสินใจอาจคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมากกว่าส่วนของเจ้าหนี้ กล่าวคือ ผู้บริหารจะพยายามลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง เพราะการลงทุนที่มีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น ถ้าประสบความสำเร็จ ผู้ถือหุ้นจะได้กำไรมาก

ขึ้น แต่ถ้าไม่ประสบความสำเร็จ หรือเกิดการขาดทุน จะทำให้มูลค่าหุ้นลดลง อย่างไรก็ตามในการศึกษานี้จะเน้นในส่วนของความขัดแย้งที่เกิดขึ้นระหว่างส่วนของเจ้าของ และ ส่วนของผู้บริหาร ซึ่งจะมีผลต่อผลการดำเนินงานของแต่ละบริษัทแตกต่างกันไป

ในส่วนของปัญหาความขัดแย้งที่เกิดขึ้นนั้น ส่วนของเจ้าของก็ได้มีความพยายามให้เครื่องมือในการควบคุมดูแลการทำงานของผู้บริหาร ซึ่งแยกออกเป็น 2 ส่วนด้วยกัน กล่าวคือ การใช้การตรวจสอบ (Monitor) ซึ่งอาจทำได้โดยตรวจสอบวัดผลการดำเนินงานของผู้บริหาร ออกนโยบายตลอดจนกฎระเบียบในการควบคุมการทำงาน ตั้งงบประมาณ ส่วนอีกวิธีหนึ่งก็คือ การสร้างแรงจูงใจในการทำงาน ทั้งในเรื่องของการให้เงินพิเศษปลายปี (Bonus) การให้ผู้บริหารถือหุ้นของบริษัทด้วย รวมถึงการให้ผู้บริหารมีสิทธิในการที่จะถือหุ้น แต่เครื่องมือในการควบคุมดูแลผู้บริหารก็ไม่สามารถกำจัดความขัดแย้งให้หมดได้ จึงทำให้เกิดต้นทุน ซึ่งสามารถแยกออกได้เป็น 3 ส่วนกล่าวคือ ค่าใช้จ่ายในการควบคุมดูแล (Monitoring Expenditures) ค่าใช้จ่ายในการสร้างแรงจูงใจในการทำงาน (Bonding Expenditures) และต้นทุนที่เกิดจากปัญหาที่ไม่สามารถแก้ไขได้ (Residual Loss) ซึ่งแต่ละบริษัทจะมีต้นทุนในแต่ละส่วนแตกต่างกัน ขึ้นกับลักษณะเครื่องมือที่บริษัทเลือกใช้ในการควบคุมดูแลการทำงานของผู้บริหาร และจากการศึกษาชิ้นนี้ ทำให้ได้มีการพัฒนาการศึกษาต่อมา ในเรื่องของสัดส่วนของการถือหุ้นที่มีต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งวัดได้หลายอย่างไม่ว่าจะเป็น ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ที่เป็นการวัดผลการดำเนินงานทางด้านบัญชี และวัดผลการดำเนินงานจากตลาด จาก Tobin's Q หรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ในส่วนของผลการดำเนินงานที่วัดในรูปแบบของผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นได้มีการศึกษาหลายงานที่ได้ทดสอบความผิดปกติที่คาดว่าเป็นผลจากการที่รูปแบบการหาราคาหลักทรัพย์นั้นขาดปัจจัยบางตัวที่สามารถอธิบายได้ไป โดยจากเดิมได้มีการศึกษาของ Basu (1977, 1983) ที่เชื่อว่าอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และ ราคาต่อหุ้น มีส่วนในการบ่งชี้ถึงผลการดำเนินงานในอนาคต ในขณะที่เดียวกันก็มีงานของ Banz (1981) และของ Reinganum (1981) ที่ต่างก็ได้ศึกษาปัจจัยทางด้านขนาดของบริษัท และ อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และราคาต่อหุ้น พร้อมกัน และพบว่าผลทางด้านขนาดนั้นมีมากกว่า ผลจากทางด้านอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และราคาต่อหุ้น นอกจากนี้ยังได้มีงานศึกษาทางด้านความผิดปกติที่เกิดเฉพาะเดือนมกราคมของ David and Charlie (1996) ซึ่งผลที่ได้นั้นพบความผิดปกติที่สูงในเดือนมกราคมแม้ว่าจะมีการควบคุมปัจจัยทางด้านขนาดของบริษัท และ อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และราคาต่อหุ้น และขณะเดียวกัน ผลทางด้านขนาดของบริษัทก็ยังมิได้อยู่ ส่วนในแง่ของปัญหาความขัดแย้งภายในองค์กร ก็ได้มีงานของ Lloyd, Jahera and Goldstein (1986) ที่ได้ทำการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้น จาก

เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นที่มากที่สุดโดยควบคุมปัจจัยทางด้านขนาดของบริษัท และการศึกษาของ Hudson, Jahera and Lloyd (1992) ที่แตกต่างตรงที่ศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นจากเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร และทำการควบคุมปัจจัยทางด้านขนาดของบริษัท และอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และราคาต่อหุ้น แต่อย่างไรก็ดี การศึกษาทั้งสองต่างก็ไม่พบความสัมพันธ์ใดๆต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ นอกจากผลจากทางด้านขนาดของบริษัท

นอกจากนี้ในส่วนของการวัดผลการดำเนินงานด้วย Tobin's Q นั้นก็ได้มีการศึกษาของ Morck (1988) ที่ได้ทำการศึกษา เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของคณะกรรมการ (Board of Directors) ที่มีการถือหุ้นมากกว่า 0.2 % กับมูลค่าของบริษัท ซึ่งใช้ Tobin's Q เป็นตัววัด โดยได้ทำการแบ่งข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้น ออกเป็น 3 ช่วงด้วยกัน คือ 0-5%, 5-25% และมากกว่า 25% ขึ้นไป ด้วยเหตุผลอ้างอิงของ Herman (1981) ว่า ณ จุด 5% เป็นจุดที่ SEC บังคับให้ทุกบริษัทเปิดเผยเปอร์เซ็นต์ในการเป็นเจ้าของ ส่วนจากการอ้างอิง Weston (1979) บอกว่า 20-30 % เป็นช่วงการถือหุ้นที่สามารถป้องกันการตัดสินใจที่มีผลกระทบกับบริษัทในทางไม่ได้ กล่าวคือ ไม่มีบริษัทใดที่ผู้บริหารภายในถือหุ้นมากกว่า 30 % แล้วถูกครอบงำกิจการ (Takeover) แม้ไม่มีกฎหมายในการกำหนดจุดนี้ไว้อย่างแน่นอน แต่ก็ได้มีการทำการศึกษามาก่อนแล้ว ว่าจุดหักเปลี่ยนความชันนี้ให้ข้อผิดพลาดที่น้อยที่สุด จากการดู Least Square Error และผลที่ได้จากการศึกษานี้ พบว่า ในระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้น 0-5 % มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของบริษัท คือ ณ ระดับการถือหุ้นของคณะกรรมการต่ำ การเพิ่มขึ้นของการถือหุ้นจะมีผลทำให้ มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้นด้วย เนื่องจากกรรมการมีการคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมากขึ้น อาจตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีผลตอบแทนสูงขึ้น ในขณะที่เดียวกันทำให้ผลการดำเนินงานสูงขึ้น และน่าจะมีผลให้กรรมการได้รับหุ้นเป็นรางวัล ยิ่งทำให้เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นเพิ่มมากขึ้นด้วย แต่เมื่อเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นเพิ่มขึ้นในระดับ 5-25 % การเพิ่มขึ้นของการถือหุ้นกลับมีผลทำให้มูลค่าบริษัทลดลง เหตุผลส่วนนี้ Morck คาดว่าเป็นผลจากการที่กรรมการมีการยึดติดกับการครอบครอง (Entrenchment) มากเกินไป หรือเพราะการที่มีคณะกรรมการที่ถือหุ้นมาก เกิดจากความล่าช้าในการตัดสินใจ ตลอดจนมีการจ้างผู้บริหารงานที่มีความชำนาญจากข้างนอกน้อย แต่เมื่อมีเปอร์เซ็นต์ในการถือหุ้นของกรรมการเกิน 25 % จะทำให้กรรมการมีการครอบครองการตัดสินใจ และสามารถปฏิเสธการตัดสินใจจากภายนอกได้อย่างเต็มที่ เป็นช่วงที่แสดงให้เห็นถึงการปรับผลประโยชน์ให้ตรงกันอย่างแท้จริง (Pure Convergence-of-Interest effect) ในขณะการศึกษาในประเทศไทย ของ ญัฐ รัตติธรรม (1998) ก็มีการศึกษาในส่วนของกลไกการกำกับ และควบคุมดูแล โดยในศึกษาในแง่โครงสร้างผู้ถือหุ้นหลักเฉพาะในกลุ่มธนาคาร และสถาบันการเงิน พบว่าผู้ถือหุ้นหลักที่เป็นบุคคลจะมีการตรวจสอบค่อนข้างมากกว่าผู้ถือหุ้นหลักที่เป็นสถาบัน แต่เมื่อแยกออกเป็นผู้ถือหุ้นหลักที่เป็นสถาบันต่าง

ประเทศ และในประเทศกลับไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน ส่วนอีกงานหนึ่งนั่นคือ ของ กาญจนา ตั้งภากรณ์ (1999) ก็ได้ทำการศึกษาทางด้านกลไกการกำกับและดูแล ที่มีผลต่อการ ดำเนินงานเช่นกัน โดยศึกษาในส่วนของกรรมการบริษัท ซึ่งจากการศึกษานี้พบว่า สัดส่วน กรรมการอิสระ จำนวนกรรมการอิสระที่มากกว่า 2 คน กรรมการต่างประเทศ และกรรมการที่มี ตำแหน่งในบริษัทอื่นนั้น ไม่ได้มีนัยสำคัญทางสถิติต่อผลการดำเนินงานเลย แต่พบว่ากรรมการที่มี นามสกุลเหมือนกันมีส่วนส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน เนื่องจากมีการผูกขาดอำนาจ ส่วนในเรื่อง ของการถือหุ้นของคณะกรรมการนั้น พบว่าเมื่อมีการถือหุ้นมากกว่า หรือเท่ากับ 5 % ทำให้ผลการ ดำเนินงานกลับแย่ลง ซึ่งคาดว่าเป็นผลจากการที่การกระตุ้นแรงจูงใจในการเข้ามามีส่วนในการ ตรวจสอบการดำเนินงาน แต่เมื่อมีการถือหุ้นมากกว่าหรือเท่ากับ 15% และในกรณีถือหุ้นมากกว่า หรือเท่ากับ 50% ต่างก็มีส่วนเพิ่มผลการดำเนินงานได้ ซึ่งแสดงว่ากรรมการมีส่วนได้เสียที่ ยาก พอที่จะเป็นแรงจูงใจให้เข้ามาตรวจสอบการดำเนินงานได้

ในส่วนของการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานทางบัญชีนั้น ได้มีการ ศึกษาผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นมากขึ้นในช่วงหลัง เนื่องจากเดิมจะมีการนิยมใช้ผลตอบแทนจาก การลงทุนมากกว่า จากงานศึกษาของ Kristy (1995) ที่ได้ทำการศึกษาและมองว่าผู้บริหารทางการเงินส่วนใหญ่ มักนิยมใช้อัตราส่วนทางด้านผลตอบแทนจากการลงทุน ซึ่งมีมากมายหลายรูปแบบ มากโดยแตกต่างกันในแต่ละวัตถุประสงค์ในการวิเคราะห์ ทำให้เกิดความยุ่งยากในการบริหาร และได้นำมาสู่ความนิยมใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่สามารถใช้ได้หลากหลายมากกว่า นอก จากนี้ก็ยังมียางานของ Bart (1995) ที่ได้มองสนับสนุนการใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น จากการ ที่มองว่าอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นนี้เป็นตัวสะท้อนผลของการบริหารผลกำไรจากการดำเนินงาน และ ผลของสัดส่วนการใช้เงินทุน และเป็นจุดแรกในการวิเคราะห์โอกาสในการเติบโตของ อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (Earning Per Share) นอกจากนี้ผลจากการเติบโตทางด้านรายได้ ต้อง พิจารณาประกอบกับเงินปันผล ในการมองแนวโน้มของการเติบโตของราคาหลักทรัพย์ในตลาดได้

นอกจากนี้ยังมีงานศึกษาของ Elsemann (1997) ที่ได้ทำการวิเคราะห์ต่อในส่วน ของการทำการวิเคราะห์ที่แยกส่วนประกอบของผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นออกเป็น 3 ส่วนด้วยกัน ที่ เรียกว่า Du Pont Analysis ที่ได้มองว่าการวิเคราะห์อัตราส่วนนี้จะมีประโยชน์มากจากการที่ สามารถระบุปัญหาในส่วนต่างๆได้ ทั้งจากทางด้านการจัดการงบกำไรขาดทุน การบริหารสินทรัพย์ และ การจัดการทางด้านความเสี่ยงในการล้มละลาย (Solvency Risks) เพราะบางครั้งผลการ ดำเนินงานอาจออกมาไม่ดี แต่เมื่อพิจารณาในแต่ละส่วนบริษัทอาจมีเหตุผลที่ดีกว่าในการอธิบาย กล่าวคือ บางบริษัทอาจทำการบริหารทางด้านกำไร ทางด้านจำนวนการขาย หรือ การบริหารโดย

การก่อกู้ (Leverage Management) การมองแต่ละอัตราส่วนอาจทำให้เห็นภาพรวมของบริษัท ไม่ได้ดีนัก แต่การวิเคราะห์อัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นด้วย Du Pont Analysis จะช่วยใน ส่วนนี้ได้ จึงทำให้ในการศึกษาในภายหลังนิยมใช้การวิเคราะห์ผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นกันมากยิ่งขึ้น

โดยงานหนึ่งที่ได้ศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นในแง่ของบริษัทที่เข้าตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากคาดว่าจะมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างอย่างเห็นได้ชัด จากการศึกษาของ Wayne, Megan and Kshitij (1997) แต่ผลที่ได้นั้น พบว่ายังไม่สามารถหาความสัมพันธ์ได้อย่างแท้จริง เนื่องมาจากการคาดการณ์ที่ว่าเข้าตลาดหลักทรัพย์แล้ว จะทำให้โครงสร้างเปลี่ยนแปลงไป แต่ใน บางบริษัทก็ไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงการถือหุ้นในทันที จึงไม่สามารถวัดผลกระทบที่มีต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้อย่างชัดเจน นอกจากนี้ยังได้มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นและวัดผลการดำเนินงานด้วยผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นก็มีการศึกษาของ Han, Suk, and David (1999) จากที่ได้มองว่าการวัดผลการดำเนินงานที่ส่วนใหญ่ได้ทำการศึกษา นั้น จะใช้ Tobin's Q ซึ่งเป็นการวัดผลการดำเนินงานที่ขึ้นกับการประเมินของตลาดมากเกินไป และเป็นตัวที่ อาจได้ผลกระทบจากแต่ละอุตสาหกรรมด้วย ส่วนการวัดผลการดำเนินงานด้วยผลตอบแทนของ หุ้นสามัญ ก็เป็นการวัดที่แปรปรวนมากเกินไป ในการศึกษาครั้งนี้จึง หาความสัมพันธ์ระหว่าง เปรอร์เซ็นต์การถือหุ้นระหว่างผู้บริหาร และ อัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity) และอัตราส่วนทางการเงินที่มูลค่าตามตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี และมีการควบคุมปัจจัยทางด้าน ขนาดของบริษัท สัดส่วนหนี้ต่อทุน และ อุตสาหกรรม จากการศึกษาที่คาดว่า ขนาดบริษัทที่มีขนาดใหญ่ มากขึ้น น่าจะเป็นผลให้การบริหารงานทำได้ยากขึ้น และมีผลต่ออัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ใน ส่วนของอัตราส่วนหนี้ต่อทุนนั้น เป็นไปตามทฤษฎีทางด้านตัวแทน ก็คือ การใช้เงินทุนจากการก่อกู้ นี้มีประสิทธิภาพมากกว่าการให้ทุน และทำให้มีสัดส่วนในการตรวจสอบจากภายนอกมากขึ้น ซึ่งสัดส่วนนี้ยิ่งสูงน่าจะมีส่วนทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น ส่วนอุตสาหกรรมนั้น ในการศึกษานี้ได้คาดว่า ปัจจัยทางด้านอุตสาหกรรมน่าจะมีส่วนในการกำหนดผลการดำเนินงาน กล่าวคือ ในช่วงวงจร ธุรกิจของแต่ละอุตสาหกรรม การลงทุนในการวิจัย ซึ่งในการศึกษานี้ต้องการควบคุมปัจจัยที่เป็นผล จาก อุตสาหกรรมเท่านั้น จึงได้ทำการศึกษาแบบ ตัวแปรหุ่นจำลอง (Dummy Variable)

ซึ่งผลที่ได้จากการศึกษาขั้นต้นนี้ได้ พบว่าขนาดของบริษัทมีส่วนในการกำหนดผลการดำเนินงาน แต่เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร ไม่ได้มีนัยสำคัญทางสถิติเลย ทำให้การศึกษานี้ได้ทำการศึกษาต่อโดยอาศัยการวิเคราะห์แบบ Du Pont analysis คือได้ทำการวิเคราะห์ต่อโดย

แยกส่วนประกอบของ อัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ออกเป็น อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Total Assets Turnover) และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย (Net Profit Margin)

อัตราส่วนอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์นั้น เป็นค่าวัดความสามารถของบริษัทในการสร้างยอดขายจากสินทรัพย์ทั้งหมดที่ตนลงทุนไป โดยทั่วไป หากกิจการใดมีค่าอัตราส่วนนี้สูง แสดงว่ากิจการนั้นสามารถใช้สินทรัพย์จำนวนน้อยไปสร้างยอดขาย ทำให้สร้างผลกำไรได้ดี ในกรณีที่บริษัทใดมีอัตราส่วนข้างต้นต่ำกว่า ระดับเฉลี่ยของอุตสาหกรรมนั้น หรือต่ำกว่าระดับในอดีตของบริษัทดังกล่าว แสดงว่าบริษัทนั้นมีการลงทุนในสินทรัพย์โดยรวมมากเกินไป หรือมียอดขายชะลอลดตัวลง

สำหรับอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขายนั้น เป็นค่าที่ใช้วัดความสามารถทำกำไรของบริษัท หลังจากได้นำรายได้ และค่าใช้จ่ายทุกประเภทเข้าพิจารณาแล้ว (รวมทั้ง ค่าดอกเบี้ยจ่าย รายการพิเศษต่างๆ นอกเหนือการดำเนินงานปกติ และค่าภาษีเงินได้)

โดยในการศึกษานี้คาดว่าการศึกษาการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์แบบมีนัยสำคัญทางสถิติอย่างสม่ำเสมอ คือในทุกช่วงปีที่ทำการศึกษา อาจเป็นเพราะ ในความเป็นจริงแล้ว การถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับ อัตราส่วนสองตัวนี้ ซึ่งผลการศึกษาที่ได้นั้น พบว่าในบริษัทที่มีขนาดใหญ่มากขึ้นจะมีส่วนทำให้อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ต่ำลง กล่าวคือเมื่อบริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้น อาจมีส่วนทำให้ การบริหารงานทำได้ยากมากขึ้น ส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารนั้นมีส่วนในการพัฒนาประสิทธิภาพในการทำงานได้ดีขึ้น นอกจากนี้ยังพบว่าการศึกษาที่มีการถือหุ้นมากขึ้นมีผลในทางลบกับอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย ทั้งนี้คาดว่า เป็นเพราะผลทางด้านค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย และการถือหุ้นของผู้บริหารมีส่วนในการเพิ่มอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขายนี้

จากการศึกษาในอดีตที่ผ่านมา ทั้งในประเทศไทย และต่างประเทศ มีการทดสอบผลกระทบของปัจจัยที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท การที่แต่ละบริษัทมีโครงสร้างผู้ถือหุ้น แตกต่างกันไป น่าจะมีส่วนในผลการดำเนินงานของแต่ละบริษัทต่างกัน และ มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์เช่นเดียวกัน การศึกษาในครั้งนี้ จึงได้มุ่งดูความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้น โดยเฉพาะในการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นของผู้บริหาร ได้ศึกษาตามงานของ Morck (1988) ที่มีการแบ่งระดับเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของคณะกรรมการ ด้วยเหตุผลที่ว่า การถือหุ้นจำนวนต่างกัน น่าจะมีผลกระทบต่อผลตอบแทนในระดับที่แตกต่างกัน และเนื่องจากการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นสามารถศึกษาได้ 2 วิธีด้วยกัน คือ หนึ่งโดยการศึกษาการถือหุ้นในจำนวนที่แตกต่างกันของแต่ละบริษัท และสอง คือการศึกษาจากเหตุการณ์การเปลี่ยนแปลงโครงสร้าง

สร้างผู้ถือหุ้นอย่างเด่นชัด แต่จากที่ได้เห็นปัญหาจากการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้น โดยใช้ข้อมูลในช่วงที่มีการเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ ที่น่าจะมีการเปลี่ยนแปลงการถือหุ้นของผู้บริหารอย่างชัดเจน และน่าจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทน แต่เนื่องจากในความเป็นจริงการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างผู้ถือหุ้นไม่ได้เกิดในทันที และมีปัจจัยอื่นๆมากระทบ จึงเห็นว่าวิธีการในการอาศัยข้อมูลในอดีตของหลายบริษัทแบบภาคตัดขวาง (Cross Sectional) น่าจะทำให้ การทดสอบนี้สมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้จากการที่การศึกษาที่ผ่านมา การศึกษาส่วนใหญ่ จะทำการศึกษาผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วน Tobin's Q ซึ่งเป็นกรมองผลการดำเนินงานในรูปแบบของการประเมินจากตลาดทุน ซึ่งส่วนหนึ่งอาจเป็นการประเมินจากข้อมูลในอดีต การวิจัยนี้จึงได้ศึกษาผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นของผู้บริหารภายใน ที่มีต่อผลการดำเนินงานทั้งในรูปแบบทางการบัญชี และ ผลการดำเนินงานในรูปแบบผลตอบแทนส่วนเกินจากหลักทรัพย์ ควบคู่กันไป โดยทำการอ้างอิงจากงานศึกษาของ Han, Suk, and David (1999) และการศึกษาของ Hudson, Jaheera and Lloyd (1992)



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 3
วิธีดำเนินการวิจัย

แบบจำลอง

วิธีการศึกษาจะอาศัยพื้นฐานของแบบจำลองที่เสนอโดย Morck, Shleifer and Vishny (1988) โดยจะนำมาปรับให้เหมาะสมกับวัตถุประสงค์ของการศึกษาและข้อมูลที่สามารถหาได้ในการศึกษาในประเทศไทย ซึ่งวิธีการศึกษาจะเน้นที่การหาความสัมพันธ์ที่ให้อธิบายผลที่น้อยที่สุด โดยสามารถเขียนเป็นสมการ¹ ได้ดังนี้

$$ADJROE_i = \beta_0 + \beta_1 * OWNER^2 + u_1 \quad \text{-----}(1)$$

$$ADJROE_i = \beta_0 + \beta_1 * OWNER_{1i} + \beta_2 * OWNER_{2i} + \beta_3 * OWNER_{3i} + u_2 \quad \text{---}(2)$$

$$ADJROE_i = \beta_0 + \beta_1 * OWNER_{1i} + \beta_2 * OWNER_{2i} + \beta_3 * OWNER_{3i} + \beta_4 * OWNER_{4i} + u_3 \quad \text{-----}(3)$$

ทำการศึกษาลักษณะของเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร ที่มีต่อผลการดำเนินงานในรูปแบบต่างๆ ตามสมการดังนี้

$$ADJROE_i = \beta_0 + \beta_1 * Owner_{1i} + \beta_2 * Owner_{2i} + \beta_3 * Owner_{3i} + \beta_4 * Size_{1i} + \beta_5 * Size_{2i} + \beta_6 * DE_i + u_4 \quad \text{-----}(4)$$

$$EXCAPM_i = \beta_0 + \beta_1 * Owner_{1i} + \beta_2 * Owner_{2i} + \beta_3 * Owner_{3i} + \beta_4 * Size_{1i} + \beta_5 * Size_{2i} + \beta_6 * EP_i + u_5 \quad \text{-----}(5)$$

$$EXMKT_i = \beta_0 + \beta_1 * Owner_{1i} + \beta_2 * Owner_{2i} + \beta_3 * Owner_{3i} + \beta_4 * Size_{1i} + \beta_5 * Size_{2i} + \beta_6 * EP_i + u_6 \quad \text{-----}(6)$$

ทำการศึกษาเพิ่มเติมโดยอาศัยการวิเคราะห์ Du Pont Analysis ในการแยกส่วนประกอบของผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น แล้วหาความสัมพันธ์กับการถือหุ้นของผู้บริหาร ตามสมการดังนี้

¹ โดยใช้วิธีประมาณการความถดถอยอย่างง่าย (Ordinary Least Square)

$$\begin{aligned} \text{Asset_Turnover}_i = & \beta_0 + \beta_1 * \text{Owner}_{1i} + \beta_2 * \text{Owner}_{2i} + \beta_3 * \text{Owner}_{3i} \\ & + \beta_4 * \text{Size}_{1i} + \beta_5 * \text{Size}_{2i} + \beta_6 * \text{DE}_i + u_7 \end{aligned} \quad \text{-----}(7)$$

$$\begin{aligned} \text{Net_Profit_Margin}_i = & \beta_0 + \beta_1 * \text{Owner}_{1i} + \beta_2 * \text{Owner}_{2i} + \beta_3 * \text{Owner}_{3i} \\ & + \beta_4 * \text{Size}_{1i} + \beta_5 * \text{Size}_{2i} + \beta_6 * \text{DE}_i + u_8 \end{aligned} \quad \text{-----}(8)$$

โดยที่

Owner_{1i} = การถือหุ้นของผู้บริหาร 0 - X_1 %

Owner_{2i} = การถือหุ้นของผู้บริหาร X_1 - X_2 %

Owner_{3i} = การถือหุ้นของผู้บริหาร X_2 % ขึ้นไป

Size_{1i} = ขนาดของบริษัทที่น้อยกว่า ขนาดของบริษัทโดยเฉลี่ย

Size_{2i} = ขนาดของบริษัท ที่มากกว่า ขนาดของบริษัทโดยเฉลี่ย

DE_i = อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และ ราคาต่อหุ้น

EXMKT_i = ผลตอบแทนส่วนเกินจากการเทียบกับผลตอบแทนของตลาด

EXCAPM_i = ผลตอบแทนส่วนเกินจากรูปแบบการหาราคาลัทธิภัย

ASSET_i = อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด

PROFIT_i = อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย

EP_i = อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และ ราคาต่อหุ้น

u_i = ค่าความผิดพลาดของสมการ โดย $i = 0, 1, 2, 3, \dots$

และ $u \sim N(0,1)$

คำจำกัดความตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

1. ขนาดของบริษัท (Size) จะหมายถึงตัวแปรทางด้านมูลค่าทางตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัท โดยมองจากแนวความคิดของนักลงทุน คำนวณมาจาก ราคาปิดของหลักทรัพย์ของแต่ละบริษัทในวันสิ้นงวด คูณกับ จำนวนหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนของแต่ละบริษัท

$$SIZE = CLOSING PRICE * NUMBER OF AUTHORIZED CAPITAL$$

2. อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้นและราคาต่อหุ้น (Earning To Price Ratio, EP) จะหมายถึงตัวแปรที่สะท้อนการเปรียบเทียบระหว่างผลการดำเนินงานที่ผ่านมา และ ราคาของหลักทรัพย์ในตลาดเป็นการมองการเติบโตของบริษัท โดยคำนวณมาจากกำไรสุทธิหลังหักดอกเบี้ย และภาษี แต่ไม่รวมรายการพิเศษ (Extraordinary items) ต่อ มูลค่าทางตลาดของบริษัท

$$EP = [(NET INCOME + EXTRAORDINARY ITEMS)_{t-1}] / MARKET CAPITALIZATION_t$$

3. ผู้บริหาร (Insider Ownership) จากการกล่าวอ้างถึง ประกาศคณะกรรมการหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ในปี 2539 และจุดประสงค์ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของส่วนของตัวแทนที่ทำหน้าที่ในการตัดสินใจ กับ ผลการดำเนินงานของบริษัท ผู้บริหารในการวิจัยนี้ จะหมายถึงความถึง กรรมการ กรรมการบริหาร ผู้จัดการ พนักงานระดับผู้จัดการฝ่ายขึ้นไป หรือผู้ซึ่งดำรงตำแหน่งเทียบเท่าที่เรียกชื่ออย่างอื่นที่มีอำนาจในการจัดการบริษัท และรวมถึงบุคคลซึ่งบริษัททำสัญญา ให้มีอำนาจทั้งหมด หรือบางส่วนในการบริหารงานของบริษัท

4. ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity, ROE) เป็นตัวแปรทางด้านผลตอบแทนของบริษัทอีกส่วนหนึ่ง เมื่อมองในทางด้านหลักการบัญชี โดยคำนวณมาจาก กำไรสุทธิหลังหักดอกเบี้ย และภาษีในสิ้นงวดปีนั้น ต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย เป็นอัตราส่วนที่วัดความสามารถของบริษัทในการทำผลกำไรให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญ

$$ROE = NET INCOME_t / AVERAGE EQUITY$$

5. อัตราส่วนหนี้ต่อทุน (Debt-to-Equity Ratio, DE) เปรียบเทียบสัดส่วนเงินทุนที่ใช้ในการดำเนินงานที่มาจากหนี้กับ เงินทุนที่มาจากส่วนของผู้ถือหุ้น

$$DE = TOTAL LIABILITIES / TOTAL EQUITY$$

6. อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย (Net Profit Margin) เป็นค่าที่ใช้วัดความสามารถทำกำไรของบริษัท หลังจากได้นำรายได้ และค่าใช้จ่ายทุกประเภทเข้าพิจารณาแล้ว (รวมทั้ง ค่าดอกเบี้ยจ่าย รายการพิเศษต่างๆ นอกเหนือการดำเนินงานปกติ และค่าภาษีเงินได้)

$$\text{NET PROFIT MARGIN} = \text{NET INCOME} / \text{TOTAL REVENUE}$$

7. อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด (Asset Turnover) เป็นค่าวัดความสามารถของบริษัท ในการสร้างยอดขายจากสินทรัพย์ทั้งหมดที่ลงทุนไป โดยทั่วไป หากกิจการใดมีค่าอัตราส่วนนี้สูง แสดงว่ากิจการนั้นสามารถใช้สินทรัพย์จำนวนน้อยไปสร้างยอดขาย ทำให้สร้างผลกำไรได้ดี ในกรณีที่บริษัทใดมีอัตราส่วนข้างต้นต่ำกว่า ระดับเฉลี่ยของอุตสาหกรรมนั้น หรือต่ำกว่าระดับในอดีตของบริษัทดังกล่าว แสดงว่าบริษัทนั้นมีการลงทุนในสินทรัพย์โดยรวมมากเกินไป หรือมียอดขายชะลอลดตัวลง แต่ก็อาจเป็นเพราะว่าบริษัทดังกล่าวมีการลงทุนพัฒนาโรงงานให้มีความทันสมัยก็ได้

$$\text{ASSET TURNOVER} = \text{NET SALE} / \text{AVERAGE ASSET}$$

สมมติฐานการวิจัย

ในส่วนของ การวิจัยนี้ จะมีการศึกษาในเรื่องของการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีผลกระทบต่อ การดำเนินงาน ดังนั้นจึงได้แบ่งสมมติฐานออกเป็น สมมติฐานทางด้านการถือหุ้นของผู้บริหาร ซึ่งเป็นสมมติฐานหลัก และ สมมติฐานทางด้านขนาดของบริษัท อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และราคาต่อหุ้น อัตราส่วนหนี้ต่อทุน ซึ่งเป็นสมมติฐานรอง ที่เป็นการควบคุมปัจจัยอื่นที่เกี่ยวข้อง โดยสามารถอธิบายได้ดังนี้

1. สมมติฐานทางด้านการถือหุ้นของผู้บริหาร

เนื่องจากการที่มีสมมติฐานว่า การที่เกิดปัญหาความขัดแย้งภายในองค์กรนั้น สามารถควบคุมปัญหาได้ส่วนหนึ่งโดย การให้ผู้บริหารมีส่วนร่วมในความเป็นเจ้าของบ้าง ในการวิจัยนี้จึงได้ทำการศึกษาโดยมีสมมติฐานว่า การที่ผู้บริหารในแต่ละบริษัท มีการถือหุ้นอยู่ในระดับที่แตกต่างกัน มีส่วนทำให้ผลการดำเนินงานที่วัดในรูปของผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นแตกต่างกัน และการเพิ่มส่วนของการถือหุ้นจำนวนเท่ากัน ในบริษัทที่มีการถือหุ้นของผู้บริหารแตกต่างกัน ก็จะกระทบกับผลการดำเนินงานแตกต่างกันด้วย และมีส่วนในการกำหนดผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาหลักทรัพย์ และ ผลตอบแทนเมื่อเทียบกับตลาด

2. สมมติฐานทางด้านขนาดของบริษัท

จากในแง่ผลกระทบต่อผลการดำเนินงานซึ่งคือผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น นั้นมองว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีการบริหารที่มีประสิทธิภาพน้อยกว่า แต่จากการที่นักลงทุนมองว่า เมื่อนักลงทุนมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน การตัดสินใจในการเลือกลงทุนจะแตกต่างกัน ในบริษัทที่มีขนาดใหญ่และเล็ก กล่าวคือ ในบริษัทที่มีขนาดเล็ก จะมีความเสี่ยงมากกว่า ทำให้นักลงทุนจะไม่ลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทขนาดเล็ก ในส่วนของบริษัทจึงต้องทำการชดเชยความเสี่ยงในส่วนนี้ให้ ทำให้มีผลตอบแทนส่วนเกินค่อนข้างสูงในบริษัทเล็ก มากกว่า บริษัทใหญ่

3. สมมติฐานทางด้านอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และ ราคาต่อหุ้น

จากการที่นักลงทุนมองว่า บริษัทที่เคยมีผลกำไรที่ดีมาก่อน แต่ในตลาดหุ้นนั้น ราคายังไม่สามารถสะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของบริษัทได้ ทำให้ นักลงทุนมองว่า เมื่ออัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และราคาต่อหุ้นมีระดับสูง แสดงว่าอาจเป็นเพราะบริษัทมีกำไรสุทธิในอดีตก่อนที่ค่อนข้างสูง หรือ มีราคาหลักทรัพย์ในตลาดที่ค่อนข้างต่ำ แสดงว่าในตลาดมีการประเมินมูลค่าบริษัทนั้นต่ำกว่าความเป็นจริง (Undervalue) ซึ่งน่าจะมีส่วนในการกำหนดผลตอบแทนส่วนเกินได้ โดยในบริษัทที่มีอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และราคาต่อหุ้นที่ค่อนข้างสูง น่าจะมีผลตอบแทนส่วนเกินที่สูงด้วย

4. สมมติฐานทางด้านอัตราส่วนหนี้ต่อทุน

จากการที่ทฤษฎีทางด้านตัวแทนและเจ้าของได้มองว่า การที่ใช้เงินทุนที่มาจากการก่อหนี้ จะทำให้เกิดประสิทธิภาพในการทำงานมากกว่า การที่มาจากทุน จากผลประโยชน์ทางด้านภาษี และยังมีส่วนสะท้อนถึงการตรวจสอบการทำงานจากภายนอกด้วย ดังนั้น จึงคาดว่าบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้ต่อทุนที่ค่อนข้างสูง จะมีส่วนในผลดำเนินงานของบริษัท

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย

การวิจัยนี้จะทำการศึกษาเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร² กับ ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นของบริษัทนั้น ซึ่งผู้บริหารนี้ เมื่อมีการถือหุ้นมาก น่าจะมีส่วนในการตัดสินใจหลักๆ ตลอดจนทำการควบคุมการทำงาน ในการวิจัยครั้งนี้จึงได้ใช้เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารเป็นตัวแทนโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัท

โดยการวิจัยในครั้งนี้จะทำการศึกษาข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2539 ถึง พ.ศ. 2541 เนื่องจากในประเทศไทย ได้มีประกาศจากคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ให้เปิดเผยข้อมูลการถือหุ้นของผู้บริหารภายในเริ่มตั้งแต่ในปี พ.ศ. 2539 เป็นต้นมา และเพื่อเป็นการทดสอบความแน่นอนของรูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารและ ผลตอบแทนส่วนเกินของแต่ละบริษัทในแต่ละช่วงเวลา ตลอดจนในช่วงที่ประเทศไทยได้ประสบกับปัญหาภาวะเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ด้วย โดยการวิจัยจะใช้ข้อมูลในทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นในส่วนของ ธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ และ ประกันชีวิตและประกันภัย ซึ่งจำนวนบริษัทโดยประมาณ จะมีจำนวน 200 บริษัท ในแต่ละปี³ เนื่องจากการที่ในประเทศไทยมีกฎหมายที่กำกับดูแลที่แตกต่างออกไปในธุรกิจเหล่านี้ ทั้งนี้จากการที่รัฐมองว่าในธุรกิจเหล่านี้มีผลกระทบต่อความมั่นคง และผลประโยชน์ของคนส่วนมาก จึงได้เข้ามามีส่วนร่วมในการกำกับและดูแล ตลอดจนเข้ามามีส่วนในการบริหาร หรือมีข้อจำกัดในการบริหารในบริษัทเหล่านี้ จึงเห็นว่าไม่ควรรวมข้อมูลใน ส่วนธุรกิจ เหล่านี้มาด้วย จะทำให้เกิดการเบี่ยงเบนในข้อมูลได้ การวิจัยในครั้งนี้จึงได้เลือกข้อมูลในช่วงเวลา และขอบเขตของบริษัท ดังกล่าว โดยข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษามาจากฐานข้อมูลดังนี้ คือ มูลค่าตามตลาดของแต่ละบริษัท (Market Capitalization) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity) อัตราส่วนหนี้ต่อทุน (Debt-to-Equity Ratio) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย (Net Profit Margin) และ อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Asset Turnover) มาจากฐานข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Integrated - SET Information Management System, I-SIM C.D.) ส่วน ราคาปิดหลักทรัพย์รายวันและดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

² กรรมการ กรรมการบริหาร ผู้จัดการ พนักงานระดับผู้จัดการฝ่ายขึ้นไป หรือผู้ซึ่งดำรงตำแหน่งเทียบเท่าที่เรียกชื่ออย่างอื่นที่มีอำนาจในการจัดการบริษัท และรวมถึงบุคคลซึ่งบริษัททำสัญญา ให้มีอำนาจทั้งหมด หรือบางส่วนในการบริหารงานของบริษัท

³ โดยในการคัดเลือกข้อมูลจะเลือกเฉพาะหลักทรัพย์ที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม และมีข้อมูลครบถ้วน

มาจากฐานข้อมูลของ DATASTREAM ข้อมูลกำไรหลังหักภาษี ที่ยังไม่รวมรายการพิเศษ จากฐานข้อมูลของ PACAP 97 (The Pacific-Basin Capital Markets) และ รายชื่อผู้บริหารในแต่ละบริษัท และ เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของบริษัทของผู้บริหาร มาจากข้อมูลจากรายงานประจำปีของแต่ละบริษัท และแบบรายงานข้อมูลทางการเงินเพิ่มเติม (แบบ 56-1 และ แบบ 56-2)

จากในบทนี้ได้กล่าวถึงวิธีดำเนินการวิจัยทั้งในเรื่องของรูปแบบจำลอง คำจำกัดความของตัวแปร สมมุติฐานและข้อมูลในการวิจัย ซึ่งจะทำการวิเคราะห์ข้อมูลในบทต่อไป



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ผลการวิเคราะห์เบื้องต้น

ภายหลังจากที่ได้ทำการเก็บข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วง ปี พ.ศ. 2539 - พ.ศ. 2541 มีข้อมูลทั้งสิ้นจำนวน 894 ข้อมูล และ คัดเลือกข้อมูลตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้แล้ว เพื่อให้ข้อมูลที่มาทำการวิเคราะห์เบี่ยงเบนน้อยที่สุด ในการศึกษาจึงได้ทำการตัดข้อมูลของบริษัทที่มีการปิดงบบัญชีในรอบระยะเวลาบัญชีที่ไม่ใช่ ณ วันที่ 31 ธันวาคมออก และบริษัทที่ไม่สามารถหาข้อมูลบางอย่างได้ โดยทั้งนี้ในจำนวนดังกล่าวนี้ยังคงรวมบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน (Company Under Rehabilitation) จำนวน 94 ข้อมูล ซึ่งในเบื้องต้น ในส่วนนี้จะทำการวิเคราะห์ลักษณะข้อมูลเชิงพรรณนา ภายหลังจากที่ได้ทำการปรับข้อมูลโดยการตัดข้อมูลของกลุ่มที่อยู่ในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานออก โดยการตัดข้อมูลของบริษัทนั้นๆ จะทำการตัดออกทั้งสิ้น 3 ปี เนื่องจากคาดว่า แม้ในช่วงที่ผ่านมาในปี พ.ศ. 2539 บริษัทจะยังไม่ได้จัดอยู่ในกลุ่มดังกล่าว เพราะสภาวะปัญหาทางเศรษฐกิจยังไม่ได้ ปรากฏให้เห็นอย่างเด่นชัด แต่ปัญหานั้นจะมีส่วนเริ่มมาตั้งแต่อดีตแล้ว โดยการวิเคราะห์จะแยกพิจารณาในส่วนของ เพอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารของแต่ละบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และส่วนปัจจัยควบคุม กล่าวคือ ขนาดของบริษัท ซึ่งวัดโดยมูลค่าตามตลาดของหลักทรัพย์ ลักษณะอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และ ราคาต่อหุ้น อัตราส่วนหนี้ต่อทุน (Debt-to-Equity Ratio) ตลอดจนองค์ประกอบของ อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นตาม Du Pont Analysis กล่าวคือ อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด (Total Asset Turnover) และ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย (Net Profit Margin)

ในส่วนของข้อมูลทางด้านการถือหุ้นของผู้บริหารนั้น ในการศึกษานี้ได้ศึกษาโครงสร้างการถือหุ้นของทั้งกรรมการ กรรมการบริหาร และผู้บริหารในบริษัท ตามที่ประกาศคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ให้เปิดเผยการถือหุ้น จากตารางที่ 1 ซึ่งเป็นตารางสรุปข้อมูลเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารโดยเฉลี่ยในแต่ละอุตสาหกรรม เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นที่สูงที่สุดของบริษัทหนึ่งในอุตสาหกรรมนั้น และ เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นที่ต่ำที่สุดของบริษัทหนึ่งในอุตสาหกรรมนั้น จะเห็นได้ว่า ในกรณีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะมีความแตกต่างในการถือหุ้นค่อนข้างมาก จะมีทั้งในกรณีที่ไม่มีกรถือหุ้นเลย ตลอดจน การที่กรรมการที่ทำการถือหุ้นเป็นผู้ถือหุ้นหลักของบริษัทเองด้วย หรือ อีกนัยหนึ่ง ในบริษัทแต่ละบริษัทมีทั้งที่ทำการจ้างผู้บริหาร

มีอาชีพ เข้ามาเป็นตัวแทน และการทำงานที่ผู้ถือหุ้นเข้ามามีส่วนในการบริหารเองด้วย ซึ่งเมื่อทำการวิเคราะห์ในส่วนแต่ละอุตสาหกรรมสามารถสรุปได้ดังนี้

ตารางที่ 1
 ข้อมูลเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารในแต่ละอุตสาหกรรม

แสดงข้อมูลเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารโดยเฉลี่ย เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารที่สูงที่สุด และที่ต่ำที่สุดในแต่ละอุตสาหกรรม ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2539-2541 โดยฐานข้อมูลที่ได้อ้างอิงมาจาก รายงานประจำปี และ แบบรายงานข้อมูลเพิ่มเติม (แบบ 56-1 และ แบบ 56-2) โดยข้อมูลเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร จะไม่รวมการถือหุ้นของผู้บริหารที่ถือผ่านบริษัทอื่น

อุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	2539			2540			2541		
		เฉลี่ย	สูงสุด	ต่ำสุด	เฉลี่ย	สูงสุด	ต่ำสุด	เฉลี่ย	สูงสุด	ต่ำสุด
ธุรกิจการเกษตร	30	25.896	87.870	0.000	26.257	87.870	0.000	26.954	88.200	0.000
วัสดุก่อสร้างและตกแต่ง	33	13.807	50.470	0.000	15.882	52.074	0.080	16.273	50.470	0.000
เคมีภัณฑ์และพลาสติก	15	12.074	51.410	0.000	10.904	44.490	0.000	11.492	44.490	0.000
พาณิชย์	16	5.050	30.009	0.000	4.449	26.849	0.000	5.809	27.570	0.000
สื่อสาร	11	5.516	44.620	0.000	4.628	35.480	0.000	8.589	44.520	0.000
เครื่องใช้ไฟฟ้า	16	13.129	38.290	0.000	13.922	39.160	0.074	14.488	51.035	0.061
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	10	13.428	31.590	0.550	8.035	23.915	0.005	8.124	23.975	0.000
พลังงาน	9	5.394	16.880	0.000	6.946	22.775	0.000	6.879	32.675	0.000
บันเทิงและสันทนาการ	8	36.160	88.903	0.000	16.381	49.410	0.000	23.756	58.580	0.000
อาหารและเครื่องดื่ม	25	23.544	57.850	0.000	26.715	79.340	0.830	27.714	79.340	1.438
การแพทย์	13	11.437	46.231	0.000	11.248	46.237	0.000	12.008	48.682	0.000
โรงแรมและบริหารท่องเที่ยว	12	9.538	55.400	0.000	9.649	53.520	0.000	8.170	55.100	0.000
ของใช้ในครัวเรือน	8	28.540	63.640	0.000	27.025	63.568	0.000	22.157	63.568	0.000
อัญมณีและเครื่องประดับ	4	37.313	64.810	1.180	23.013	82.750	0.000	31.120	61.220	0.000
เครื่องมือและเครื่องจักร	5	16.228	50.977	0.000	34.862	53.150	2.451	25.972	50.977	2.451
เหมืองแร่	1	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010
บรรจุภัณฑ์	17	26.520	80.000	0.000	24.766	73.000	0.000	29.433	72.000	0.011
เวชภัณฑ์และเครื่องมือสำอางค์	2	8.481	10.033	6.949	8.507	10.033	6.981	5.682	6.081	4.183
การพิมพ์และสิ่งพิมพ์	11	19.916	58.000	0.000	20.293	57.000	0.000	18.349	58.283	0.000
บริการเฉพาะกิจ	2	3.335	6.671	0.000	3.603	7.206	0.000	7.478	7.750	7.206
พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	39	26.140	60.787	0.000	22.591	60.767	0.000	22.700	62.277	0.000
เยื่อกระดาษและกระดาษ	5	7.491	24.641	0.000	6.535	18.639	0.000	5.877	18.635	0.000
สิ่งทอเครื่องนุ่งห่ม	26	3.425	45.780	0.000	1.066	32.900	0.000	1.903	24.297	0.000
ขนส่ง	8	11.192	29.319	0.001	17.429	48.885	0.002	17.510	50.256	0.002
ยานพาหนะ และอุปกรณ์	11	21.359	63.750	0.000	21.297	63.750	0.000	21.521	65.900	0.000
คลังสินค้าและโชโต	4	24.110	35.790	2.570	25.453	39.922	4.122	17.804	27.867	3.099
อื่นๆ	6	10.029	32.414	0.000	14.626	45.130	0.000	12.134	38.860	0.000
รวม	349	15.522	88.903	0.000	15.03	87.87	0.000	15.14	88.2	0.000

ในส่วนอุตสาหกรรมทางด้านธุรกิจการเกษตร จะเป็นกลุ่มที่มีเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารที่ค่อนข้างสูง กล่าวคือมีบริษัทที่ถือหุ้นสูงสุดอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้ในปี พ.ศ. 2541 คือ ถือหุ้นถึง 88.2 % แต่ในขณะที่เดียวกันก็มีบางบริษัทที่ผู้บริหารไม่มีการถือหุ้นอยู่เลย ส่วนหนึ่งเมื่อพิจารณาในรายละเอียด พบว่าเป็นบางบริษัทที่ในภายหลังถูกจัดอยู่ในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างพื้นฟูการดำเนินงาน แต่ทั้งนี้ในช่วงปีที่ได้ทำการศึกษา ทำให้พบว่าในบริษัทเหล่านั้น ไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงในช่วงปีที่ได้เกิดภาวะวิกฤต แต่เป็นลักษณะโครงสร้างการถือหุ้นเดิมของบริษัทนั่นเอง โดยจะเห็นได้ว่าในปี พ.ศ. 2540 เปอร์เซนต์การถือหุ้นของผู้บริหารที่สูงสุด และที่ต่ำสุด ยังคงเป็น 87.87 % และ 0.00% ซึ่งใกล้เคียงกับในปี พ.ศ. 2541 และค่าเฉลี่ยก็ใกล้เคียงกัน ส่วนในปี พ.ศ. 2539 ก็มีลักษณะการถือหุ้นโดยรวมใกล้เคียงกัน เพราะเมื่อพิจารณาในรายบริษัท จะไม่ค่อยมีการเปลี่ยนแปลงมากนักทั้งในแต่ละบริษัท และ ในแต่ละผู้ถือหุ้น กล่าวคือผู้บริหารอาจทำการเปลี่ยนแปลงการถือหุ้นบ้าง แต่ไม่ได้เป็นจำนวนมากนัก

สำหรับในส่วนอุตสาหกรรมวัสดุก่อสร้างและตกแต่งนั้น การถือหุ้นของผู้บริหารค่อนข้างอยู่ในส่วนที่ต่ำ โดยในปี พ.ศ. 2541 ก็ยังคงมีเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นที่ต่ำสุดอยู่ที่ 0% แต่ก็มีบางบริษัทที่ถือหุ้นค่อนข้างมาก โดยในส่วนที่มากที่สุดในปีดังกล่าวจะสูงถึง 50.47% ซึ่งเมื่อเทียบการเปลี่ยนแปลงการถือหุ้นของผู้บริหารในช่วง 3 ปี พบว่า ในส่วนของเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นนั้นทั้งส่วนที่มากที่สุด ต่ำที่สุด และการถือหุ้นโดยเฉลี่ย ค่อนข้างใกล้เคียงกัน สำหรับผลจากทางด้านวิกฤตทางเศรษฐกิจนั้น ไม่สามารถสรุปได้ว่า มีผลอย่างไรกับบริษัท ในอุตสาหกรรมนี้¹

ส่วนในกลุ่มอุตสาหกรรมเคมีภัณฑ์และพลาสติกนั้น จะเห็นได้ว่าในปี พ.ศ. 2539 มีเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารที่สูงสุด ค่อนข้างมากกว่าในปีอื่นๆ โดยเมื่อพิจารณาต่อในรายละเอียด พบว่าในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้ไม่มีบริษัทใดที่ในภายหลังถูกจัดเข้าอยู่ในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างพื้นฟูการดำเนินงาน แต่ภาพโดยรวมแล้วในอุตสาหกรรมนี้ไม่ค่อยมีการเปลี่ยนแปลงการถือหุ้นมากนัก โดยเฉลี่ยการถือหุ้นของผู้บริหารอยู่ในช่วง 10%-12% ในช่วง 3 ปี แต่ในส่วนของกรณีที่เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นค่อนข้างสูงในปี พ.ศ. 2539 โดยคิดเป็น 51.41% นั้น ไม่ใช่

¹ บริษัทเจ้าพระยาหินอ่อน- แกรนิต มหาชน จำกัด (CMG) และบริษัท อีสเทิร์นไวร์ มหาชน จำกัด มีแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงการถือหุ้นของผู้บริหารนั้นลดลงแต่บริษัทกรุงเทพผลิตภัณฑ์ มหาชน จำกัด และ บริษัทไทย-เยอรมันโปรดักส์ มหาชน จำกัด กลับมีเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร เพิ่มขึ้นค่อนข้างมาก ซึ่งทั้งหมดนี้ ต่างก็อยู่ในกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนที่อยู่ระหว่างพื้นฟูการดำเนินงาน

เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารของบริษัทเดียวกันที่มีการถือหุ้นของผู้บริหารสูงสุดในปี พ.ศ. 2540 และปี พ.ศ. 2541 ส่วนเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารที่ต่ำที่สุด ก็คือ 0% ซึ่งแสดงว่าในอุตสาหกรรมนี้ก็ยังมีความบริษัทที่ผู้บริหารไม่ทำการถือหุ้นในบริษัทตัวเองเลย

ส่วนในกลุ่มพาณิชย์ นั้น เมื่อพิจารณาโดยรวม ผู้บริหารในกลุ่มบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้ ไม่ค่อยทำการถือหุ้นมากนัก โดยในส่วนบริษัทที่มีการถือหุ้นของผู้บริหารที่สูงที่สุด คือ 27.57 % ในปี พ.ศ. 2541 ซึ่งเป็นบริษัทเดียวกันที่มีเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารสูงสุดในปี พ.ศ. 2539 และปี พ.ศ. 2540 ซึ่งในส่วนนี้ทำให้เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารโดยเฉลี่ย ค่อนข้างสูง คือ อยู่ประมาณ 4.5%-5.8% ส่วนเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นที่ต่ำที่สุดในทั้งช่วง 3 ปี ก็ยังคงเป็นในกรณีที่ไม่มีการถือหุ้นของผู้บริหารเลย เมื่อพิจารณาในรายละเอียด พบว่ามีการเปลี่ยนแปลงแตกต่างกันออกไปในแต่ละบริษัท มีทั้งในกรณีที่ไม่แน่นอน แต่โดยแนวโน้มส่วนใหญ่แล้ว บริษัทในกลุ่มนี้มีแนวโน้มการถือหุ้นของผู้บริหารภายใน ที่เพิ่มมากขึ้น²

ส่วนในกลุ่มอุตสาหกรรมสื่อสาร ซึ่งมีลักษณะเช่นเดียวกับกลุ่มอุตสาหกรรมกลุ่มพาณิชย์ กล่าวคือ ในกลุ่มบริษัทจะไม่มีบริษัทที่อยู่ในกลุ่มที่อยู่ระหว่างพื้นฟูการดำเนินงาน แต่ในกลุ่มนี้ จะมีบางบริษัทที่มีการถือหุ้นของผู้บริหารอยู่สูง³ และเป็นผลทำให้เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารที่สูงที่สุด ค่อนข้างห่างจาก เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารที่ต่ำที่สุด ส่วนเมื่อพิจารณาโดยรวมของกลุ่มอุตสาหกรรมนี้ จะเห็นได้ว่าการเปลี่ยนแปลงระหว่างปี ที่ไม่ได้เป็นแนวโน้มที่แน่นอน คือ ลดลงในปี พ.ศ. 2540 และเพิ่มขึ้นสูงกว่าเดิมในปี พ.ศ. 2541 โดยจะเห็นได้จากค่าเฉลี่ยเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารที่เปลี่ยนแปลงจาก 5.51% เป็น 4.62% และเป็น 8.59% ตามลำดับ เช่นเดียวกับทิศทางของ เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารที่สูงที่สุดในอุตสาหกรรมนี้ ที่เปลี่ยนจาก 44.63% เป็น 35.48% และเป็น 44.52% ตามลำดับ

² บริษัท ไอ ซี ซี อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล มหาชน จำกัด และ บริษัท ไร่ทักกู๊ป มหาชน จำกัด ที่มีการถือหุ้นเพิ่มมากขึ้นสูงในปี พ.ศ. 2541 คือ มีการเปลี่ยนแปลง จากในปี พ.ศ. 2539 และ พ.ศ. 2540 ซึ่งมีการถือหุ้นอยู่ประมาณ 2% มาเป็น 11% ในปี พ.ศ. 2541

³ จะมีเพียง 2 บริษัท คือ บริษัท จัสมิน อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล มหาชน จำกัด ที่มีเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารอยู่ประมาณ 44.52% และ บริษัทยูไนเต็ดคอมมูนิเคชันอินเตอร์เนชั่นแนล มหาชน จำกัด ที่มีการถือหุ้นของผู้บริหารที่สูงเฉพาะ ในปี พ.ศ. 2541

สำหรับอุตสาหกรรมทางด้านเครื่องใช้ไฟฟ้านั้น จะมีเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารที่ค่อนข้างสูง โดยเมื่อพิจารณาพบว่าในกลุ่มนี้เฉพาะกลุ่มที่อยู่ในภายหลังถูกจัดอยู่ในกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน หรือบริษัทที่ถูกเพิกถอน จะมีเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารที่สูงมากกว่าบริษัทอื่นๆ⁴ โดยการปรับตัวของเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารที่สูงที่สุดในกลุ่มนี้ จะเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ กล่าวคือ มีการถือหุ้นสูงสุด 38.29% เป็น 39.16% และเป็น 51.04% ในปี พ.ศ. 2539 พ.ศ. 2540 และปี พ.ศ. 2541 ตามลำดับ โดยเมื่อพิจารณาในรายละเอียด พบว่า ที่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วในปี พ.ศ. 2541 นั้น ไม่ได้มาจากการเปลี่ยนแปลงในบริษัทที่มีการถือหุ้นของผู้บริหารสูงสุดในปีก่อนๆ แต่เป็นกรณีการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของบริษัทสามชัย มหาชน จำกัด ส่วนเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นที่ต่ำที่สุดนั้น ในปี พ.ศ. 2539 จะมีบางบริษัทที่ผู้บริหารไม่ได้ทำการถือหุ้นในบริษัทเลย⁵ แต่พอในปี พ.ศ. 2540 และปี พ.ศ. 2541 ได้มีการถือหุ้นของผู้บริหารบ้าง แต่โดยเฉลี่ยแล้วในอุตสาหกรรมนี้ เมื่อสรุปผลจากการที่มีการถือหุ้นของผู้บริหารทั้งสูงบ้าง และต่ำบ้าง ทำให้ระดับโดยเฉลี่ยแล้ว มีการถือหุ้นอยู่ที่ 13%-14%

อุตสาหกรรมทางด้านชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์นั้น เมื่อมองโดยเฉลี่ยแล้วพบว่าจะมีเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารที่ค่อนข้างต่ำ โดยจะเห็นได้ว่าแนวโน้มในส่วนของอุตสาหกรรมนี้มีแนวโน้มที่มีการถือหุ้นของผู้บริหารลดลง ซึ่งเป็นผลจากการที่ เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารที่สูงที่สุด ลดลงเรื่อยๆ ในแต่ละปี จาก 31.59% เป็น 23.915% และเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในปี พ.ศ. 2541 เป็น 23.975% ในขณะที่เดียวกัน เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารที่ต่ำที่สุด ก็มีแนวโน้มลดลงเช่นเดียวกัน แม้ว่าอาจจะเป็นเปอร์เซ็นต์ที่ไม่มากนัก แต่ก็ยังมีส่วนในการสนับสนุนแนวโน้มในการเปลี่ยนแปลงการถือหุ้นของผู้บริหาร

ในส่วนของอุตสาหกรรมพลังงานนั้น จะแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ ที่เมื่อพิจารณาโดยรวม จะเห็นว่า เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารที่สูงที่สุด นั้นมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้น จากการที่เปลี่ยนแปลง จาก 16.88% เป็น 22.78% และเป็น 32.68% ตามลำดับ ส่วนเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารที่ต่ำที่สุดก็คือการที่มีบางบริษัทที่ผู้บริหารไม่ได้ทำการถือหุ้นเลยและไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงตลอดช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ทำให้โดยเฉลี่ยแล้ว การถือหุ้นของผู้บริหารมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในแต่ละปี แต่เมื่อมองในแต่ละบริษัท พบว่า มีแค่เพียงเปอร์เซ็นต์

⁴ บริษัท ดาด้าแมท มหาชน จำกัด บริษัทสหวิริยา โอเอ มหาชน จำกัด และอื่นๆ

⁵ บริษัทเคพีโทรนิค อินเตอร์เนชั่นแนล มหาชน จำกัด

การถือหุ้นของผู้บริหารบางบริษัทเท่านั้น ที่เพิ่มขึ้น ส่วนบริษัทอื่นๆมีการถือหุ้นของผู้บริหารน้อยมาก และไม่ค่อยมีแนวโน้มในการเปลี่ยนแปลงเท่าไรนัก

ในส่วนของกลุ่มบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรม บันเทิงและสันทนาการ มีการถือหุ้นของผู้บริหารที่ค่อนข้างสูง แม้จะมีการเปลี่ยนแปลงในสัดส่วนการถือหุ้นโดยลดลงบ้างในช่วงปี พ.ศ. 2540 และในปี พ.ศ. 2541 โดยจะเห็นได้จากเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารที่สูงที่สุดที่ ได้เปลี่ยนแปลงจาก 88.9% เป็น 49.41% และเป็น 58.58% ทั้งนี้อาจเป็นเพราะความไม่ครบถ้วนของข้อมูล ในขณะที่เดียวกันเมื่อดูในส่วนของเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารที่ต่ำที่สุด ก็มีในส่วนของที่ไม่ทำการถือหุ้นเลยในบริษัท แต่ทั้งนี้เมื่อพิจารณาในรายละเอียด จะพบว่าในความเป็นจริงแล้ว มีเพียงบริษัทเดียวที่มีการถือหุ้นของผู้บริหารน้อยมาก⁶ คือ 0.01% แตกต่างจากบริษัทอื่นในอุตสาหกรรม

ในส่วนของ อุตสาหกรรม อาหารและเครื่องดื่มนั้น โดยรวมมีการถือหุ้นของผู้บริหารโดยเฉลี่ยค่อนข้างสูง และคงที่ กล่าวคือ ในปี พ.ศ. 2539 มีการถือหุ้นโดยเฉลี่ยอยู่ 23.54 % และมีแนวโน้มเพิ่มมากขึ้น โดยในปี พ.ศ. 2540 มีการถือหุ้นอยู่ 26.72% และต่อมาในปี พ.ศ. 2541 มีอยู่ 27.71% ซึ่งเป็นการเพิ่มขึ้นเรื่อย โดยเมื่อพิจารณาในส่วนของ การถือหุ้นสูงสุด ของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มนี้ พบว่า มีการเพิ่มขึ้นในช่วงปี พ.ศ. 2539-2540 และคงที่ในปี พ.ศ. 2541 ที่ 79.34% ส่วนบริษัทที่มีการถือหุ้นโดยผู้บริหารน้อยที่สุดในกลุ่ม ก็มีการเพิ่มขึ้นในแต่ละปี กล่าวคือ จาก ที่ไม่ทำการถือหุ้นเลย เพิ่มมาเป็น 0.83% และในที่สุดในปี พ.ศ. 2541 เป็น 1.438% ซึ่งเมื่อพิจารณาในรายละเอียด พบว่าการถือหุ้นของผู้บริหาร ในอุตสาหกรรมนี้ มีแนวโน้มที่เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ในแต่ละปี จะมีเพียงไม่กี่บริษัทเท่านั้น ที่มีการลดลง แต่โดยรวมมีการถือหุ้นในเปอร์เซ็นต์ที่ใกล้เคียงกัน

สำหรับอุตสาหกรรมทางการแพทย์ โดยรวมมีการถือหุ้นที่ค่อนข้างต่ำ และไม่ค่อยมีการเปลี่ยนแปลงการถือหุ้นมากนัก ในระหว่างปี จะเห็นได้จากไม่ว่าจะเป็นในส่วนของเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารของบริษัทที่สูงที่สุด โดยเฉลี่ย หรือที่ต่ำที่สุด จะไม่แตกต่างกันมาก กล่าวคือ จากตารางการถือหุ้นโดยเฉลี่ย เป็น 11.44% ในปี พ.ศ. 2539 และเป็น 11.25% และเป็น 12.00% ในปี พ.ศ. 2540 และ 2541 ตามลำดับ

⁶ บริษัท ยูไนเต็ด บรอดคาสติ้ง มหาชน จำกัดเป็นบริษัทที่มีทุนจดทะเบียนค่อนข้างเยอะ เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทอื่น โดยส่วนใหญ่เป็นการถือหุ้นโดยสถาบัน ซึ่งเป็นบริษัทอื่นๆในอุตสาหกรรมเดียวกันนี้เอง ทำให้มีความแตกต่างในเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร

อุตสาหกรรมทางด้านโรมแรม และบริการท่องเที่ยว เป็นอีกหนึ่งอุตสาหกรรมที่มีการถือหุ้นของผู้บริหาร ค่อนข้างต่ำ โดยเมื่อพิจารณาในส่วนของเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร จะเห็นได้ว่า โดยเฉลี่ยแล้ว มีเปอร์เซ็นต์อยู่ที่ 9.54 % ในปี พ.ศ. 2539 และเปลี่ยนแปลงเล็กน้อยในปี พ.ศ. 2540 และ 2541 เป็น 9.65% และ 8.17% ตามลำดับ ซึ่งเมื่อดูประกอบกับ เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นที่สูงที่สุด ของบริษัทในอุตสาหกรรมนี้ พบว่า แม้ว่าจะอยู่ในระดับที่สูงพอกับ อุตสาหกรรมอื่น แต่เมื่อดูรายละเอียดการถือหุ้นของแต่ละบริษัท พบว่าการถือหุ้นค่อนข้างต่ำ โดยมีเพียงบริษัทเดียวที่มีการถือหุ้นสูง⁷

อุตสาหกรรมของใช้ในครัวเรือน อุตสาหกรรมทางด้านอัญมณีและเครื่องประดับ ตลอดจน อุตสาหกรรมทางด้านเครื่องมือ และเครื่องจักร โดยเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารโดยเฉลี่ยแล้ว มีเปอร์เซ็นต์การถือค่อนข้างสูง เมื่อพิจารณาในแต่ละส่วน จะเห็นได้ว่าไม่ได้เกิดจากการที่บริษัทใดบริษัทหนึ่งมีการถือหุ้นที่สูงมา แล้วดึงเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นโดยเฉลี่ยให้สูงขึ้น แต่เกิดจากการที่แต่ละบริษัทเองมีลักษณะการถือหุ้นที่ค่อนข้างสูงอยู่แล้ว โดยในส่วนใหญ่แล้วไม่ค่อยมีการเปลี่ยนแปลงมากเท่าไรนัก ในแต่ละบริษัทในช่วง 3 ปีที่ทำการศึกษา

อุตสาหกรรมทางด้านบรรจุภัณฑ์เป็นอุตสาหกรรมที่แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่นๆ ส่วนใหญ่ที่มีการถือหุ้นของผู้บริหารค่อนข้างต่ำ เมื่อบริษัทมีขนาดของทุนจดทะเบียนที่ค่อนข้างสูง แต่ในอุตสาหกรรมนี้เมื่อพิจารณาโดยรวมจะเห็นว่ามีการถือหุ้นของผู้บริหารในส่วนที่สูงที่สุด ค่อนข้างสูง ในขณะที่เดียวกันเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารที่ต่ำที่สุด ก็มีในลักษณะที่ผู้บริหารไม่ทำการถือหุ้นเลย เมื่อดูในรายละเอียดในอุตสาหกรรมนี้ เมื่อบริษัทที่มีทุนจดทะเบียนจำนวนที่สูง ก็ยังมีการถือหุ้นของผู้บริหารสูงตามด้วย ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากการป้องกันในเรื่องของการเข้าครอบงำกิจการจากบุคคลภายนอกก็เป็นได้

ทางด้านอุตสาหกรรมเวชภัณฑ์และเครื่องสำอางค์ ซึ่งมีเพียง 2 บริษัทที่ได้ทำการศึกษาที่จัดอยู่ในกลุ่มนี้ ทั้งคู่ต่างก็มีเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารที่ค่อนข้างต่ำ และใกล้เคียงกัน กล่าวคือ ในการถือหุ้นที่สูงที่สุด คือ 10.03 % ในปี พ.ศ. 2539 และเปลี่ยนเป็น 6.98 % ในปี พ.ศ. 2541 ส่วนการถือหุ้นที่ต่ำที่สุด ก็เปลี่ยนแปลงจาก 6.9% ในปี พ.ศ. 2539 มาเป็น 4.18% ในปี พ.ศ. 2541 ซึ่งแสดงให้เห็นถึงแนวโน้มที่ลดลงเรื่อยๆ ในอุตสาหกรรมนี้

⁷ บริษัท แมนดารินโฮเต็ล มหาชน จำกัด เป็นบริษัทที่มีทุนจดทะเบียนที่ต่ำที่สุด ผู้ถือหุ้นหลักส่วนใหญ่เป็นรายบุคคล มากกว่าที่จะเป็นสถาบัน ซึ่งแตกต่างจากบริษัทอื่นในอุตสาหกรรมกลุ่มนี้

ทางด้านอุตสาหกรรมการพิมพ์และสิ่งพิมพ์ มีเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นที่ค่อนข้างปานกลาง กล่าวคือ มีทั้งการถือหุ้นที่จำนวนคิดเป็นเปอร์เซ็นต์น้อย และการถือหุ้นจำนวนมาก จากที่ จะเห็นได้จากเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารสูงสุด ในปี พ.ศ. 2539 คิดเป็น 58% และเปลี่ยนแปลงเป็น 57 % และเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในช่วงปี พ.ศ. 2541 เป็น 58.28% ในขณะที่เดียวกันก็มีบริษัทที่ผู้บริหารมีการถือหุ้นน้อยมากโดยไม่เปลี่ยนแปลงในตลอดช่วง 3 ปี ทำให้เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นโดยเฉลี่ยของอุตสาหกรรมนี้อยู่ในช่วงกลางๆ เกิดจากการที่ไม่มีแนวโน้มส่วนใหญ่ในลักษณะการถือหุ้นของกลุ่มอุตสาหกรรมกลุ่มนี้นั่นเอง

ทางด้านอุตสาหกรรมพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จะมีเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นที่ค่อนข้างสูง โดยแม้ว่าเปอร์เซ็นต์ของบริษัทที่มีผู้บริหารถือหุ้นมากที่สุด จะมีแนวโน้มเพิ่มมากขึ้นในแต่ละปี กล่าวคือ ในปี พ.ศ.2539สูงถึง 60.79% และ เพิ่มขึ้นในปี พ.ศ. 2541 เป็น 62.28% แต่โดยเปอร์เซ็นต์เฉลี่ยกลับมีแนวโน้มที่ลดลง จากที่เคยถือโดยประมาณ 26.14% ในปี พ.ศ. 2539ลดลงเป็น 22.59% และ 22.7% ตามลำดับ ทั้งนี้เมื่อพิจารณาในรายละเอียด จะเห็นได้ว่า โดยส่วนใหญ่แล้วบริษัทในอุตสาหกรรมนี้มีแนวโน้มการถือหุ้นของผู้บริหารลดลงในแต่ละปี ทั้งนี้ก็อาจเป็นผลจากการที่ สภาพะทางเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงไป โดยในช่วงวิกฤตนั้นอุตสาหกรรมนี้ก็ได้รับผลกระทบค่อนข้างมาก จึงอาจทำให้แรงจูงใจในการถือหุ้นในส่วนนี้น้อยลง

สำหรับอุตสาหกรรมทางด้านเยื่อกระดาษและกระดาษ จะเห็นได้ว่าระดับเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นจะค่อนข้างต่ำ จากเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นโดยเฉลี่ยที่สูงเพียง 7.49 % ในปี พ.ศ. 2539 โดยที่มีแนวโน้มโดยรวมของอุตสาหกรรมนี้ ว่าจะมีการลดลงในตลอดช่วงปีที่ทำการศึกษา โดยเป็นผลจากการที่บริษัทที่ผู้บริหารมีการถือหุ้นที่สูงที่สุด ถึง 24.64 % มีการถือหุ้นของผู้บริหารลดลงในปี พ.ศ. 2540

สำหรับอุตสาหกรรมทางด้านสิ่งทอและเครื่องนุ่งห่ม มีทั้งบริษัทที่ผู้บริหารมีการถือหุ้นอยู่สูง ในขณะที่เดียวกันก็มีการถือหุ้นของผู้บริหารที่ต่ำอยู่บ้างบางบริษัท จึงทำให้โดยรวมแล้วการถือหุ้นโดยเฉลี่ย อยู่ประมาณ 18.19 % และเปลี่ยนแปลงในปี พ.ศ. 2540 เป็น 11.09% และ เป็น 11.15% ในปี พ.ศ. 2541 ซึ่งเป็นผลจากการที่โดยรวมแล้วแต่ละบริษัทมีแนวโน้มที่เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นลดลง^๖

^๖ โดยจะเห็นได้อย่างชัดเจนในส่วนของบริษัท วาไทย อุตสาหกรรม มหาชน จำกัด ที่มีการลดลงของการถือหุ้นของผู้บริหาร และบริษัทนี้มีการถือหุ้นของผู้บริหารที่สูงที่สุดในอุตสาหกรรมด้วย จึงมีส่วนให้เห็นภาพโดยรวมของอุตสาหกรรม

สำหรับอุตสาหกรรมทางด้านขนส่งนั้น เมื่อพิจารณาโดยรวมจะเห็นว่า โดยเฉลี่ยแล้วอุตสาหกรรมนี้มีการถือหุ้นของผู้บริหารอยู่พอสมควรและมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นในปีที่ทำการศึกษา จากที่จะเห็นได้จากการเปลี่ยนแปลง จาก 11.19% ในปี 2539 เป็น 17.43% และเป็น 17.51% ในปี 2540 และ 2541 ตามลำดับ โดยที่การเปลี่ยนแปลงในเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารของบริษัทที่สูงที่สุด มีการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงปี 2539 เป็นปี 2540 คือ จาก 29.32% มาเป็น 48.89% แต่เมื่อพิจารณาแล้ว จะเห็นได้ว่าการเพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ยนั้น เป็นผลจากการเปลี่ยนแปลงของเพียงบริษัทเดียว⁹ โดยที่บริษัทอื่นๆนั้น ส่วนใหญ่ก็ไม่ได้มีการถือหุ้นในสัดส่วนที่สูง

สำหรับอุตสาหกรรมทางด้านยานพาหนะ และ อุปกรณ์ มีเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารที่ค่อนข้างสูง โดยเฉลี่ยแล้วมีการถือหุ้นอยู่ 21% ซึ่งเมื่อพิจารณาแต่ละบริษัทจะเห็นได้ว่า ในอุตสาหกรรมนี้ไม่ค่อยมีการเปลี่ยนแปลงการถือหุ้นมากนัก โดยบริษัทใดที่มีการถือหุ้นของผู้บริหารอยู่สูง จะเป็นอย่างนั้นตลอดช่วงสามปี แต่ก็มีบางบริษัทที่ถือหุ้นค่อนข้างต่ำ ซึ่งจะเห็นได้ว่า ในอุตสาหกรรมนี้มีการถือหุ้นที่สูงที่สุดอยู่ถึง 63.75% ในปี พ.ศ. 2539-2540 และมีการเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในปี 2541 ในขณะที่เดียวกันก็มีบางบริษัทที่ผู้บริหารไม่ทำการถือหุ้นเลย

สำหรับสองอุตสาหกรรมสุดท้ายที่จะกล่าวถึง ก็คือ อุตสาหกรรมทางด้านคลังสินค้า และไซโล และอุตสาหกรรมอื่นๆ มีการถือหุ้นที่ไม่สูงมากนัก โดยในอุตสาหกรรมทางด้านคลังสินค้า และไซโล มีการถือหุ้นโดยเฉลี่ย 24.11% 25.45% 17.8% ในปี พ.ศ. 2539 2540 และปี 2541ตามลำดับ เมื่อดูการเปลี่ยนแปลงระหว่างปี จะไม่มีแนวโน้มใดเป็นพิเศษ เช่นเดียวกับในอุตสาหกรรมอื่นๆ ที่มีการเปลี่ยนแปลงการถือหุ้นโดยเฉลี่ย เป็น 10.02% 14.63% และ 12.13%

สำหรับข้อมูลที่ใช้ในการวัดผลการดำเนินงานนั้น จะแบ่งออกเป็น 3 ส่วนด้วยกัน คือ ในส่วนของอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (Return on Equity) ที่ทำการปรับจากอัตราส่วนของอุตสาหกรรมแล้ว จะมีทั้งสิ้น จำนวน 620 ข้อมูล ซึ่งลักษณะข้อมูลส่วนนี้จะเห็นได้ว่ามีความถี่กระจุกตัวในช่วง 0^{10} โดยเมื่อพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นโดยเฉลี่ยจะอยู่ที่ 0.010859 เท่า หรือ 1.0859% แต่จะมีอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นที่สูงที่สุดอยู่ที่ 9.43 ในขณะที่เดียวกันบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นที่ต่ำที่สุด อยู่ที่ -12.5 เท่า ทั้งนี้เมื่อพิจารณาพบว่าเป็นเพราะผลการดำเนินงานที่ต่ำลงมากในช่วงวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

⁹ บริษัท ยูนิไทยโลจิสติกส์ จำกัด

¹⁰ กราฟแสดงข้อมูลโดยสรุป และ ความถี่อัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นของตัวอย่าง ดูได้ในภาคผนวก ค.

ตารางที่ 2

ข้อมูลอัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

แสดงข้อมูลเปรียบเทียบของข้อมูลอัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ในแต่ละปี หน่วย : เท่า โดย ADJROE หมายถึง ข้อมูลอัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นในปี พ.ศ. 2539-2541 ADJROE 39 หมายถึง ข้อมูลอัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น เฉพาะปี พ.ศ. 2539 ADJROE 40 หมายถึง ข้อมูลอัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น เฉพาะปี พ.ศ. 2540 ADJROE 41 หมายถึง ข้อมูลอัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น เฉพาะปี พ.ศ. 2541

ข้อมูล	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเบี่ยงเบน
ADJROE	0.010	0.044	9.430	-12.500	0.800
ADJROE39	-0.045	0.020	0.876	-12.500	0.897
ADJROE40	0.186	0.307	1.807	-10.230	0.939
ADJROE41	-0.110	-0.052	9.430	-2.783	0.154

ซึ่งเมื่อพิจารณาในแต่ละปีจากตารางที่ 2 จะเห็นได้ว่าโดยค่าเฉลี่ยแล้ว ไม่มีแนวโน้มที่แน่นอนในแต่ละปี โดยในปี พ.ศ. 2539 จะอยู่ที่ -0.045 แต่พอปี พ.ศ. 2540 จะมีแนวโน้มสูงขึ้นเป็น 0.186 ส่วนในปี พ.ศ. 2541 จะลดลงอีกเป็น -0.11 ซึ่งแตกต่างจากค่ามัธยฐานที่มีแนวโน้มลดลงในแต่ละปีตามลำดับ ในส่วนของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นที่สูงที่สุด และที่ต่ำที่สุดนั้นในแต่ละปีจะมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้น โดยจะเห็นได้จาก อัตราส่วนที่สูงที่สุดจะเปลี่ยนแปลงจาก 0.876 เป็น 1.807 และเป็น 9.43 ส่วนอัตราส่วนที่ต่ำที่สุดจะเปลี่ยนแปลงจาก -12.5 เป็น -10.23 และ -2.783 ซึ่งก็ยังคงมีค่าติดลบอยู่ดี แม้ว่าในกลุ่มที่ทำการศึกษาไม่มีการรวมบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่อยู่ในระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน

ในส่วนของการวัดผลการดำเนินงานที่อยู่ในรูปของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในตลาดทุนนั้น เมื่อพิจารณาในส่วนของผลตอบแทนส่วนเกินจากรูปแบบการหาราคาหลักทรัพย์ (CAPM) นั้น จะเห็นได้ว่ามีลักษณะการกระจายตัวแบบ "ขวา" โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.019 โดยมีผลตอบแทนที่สูงที่สุดคือ 4.435 และค่าต่ำสุดอยู่ที่ -1.522 ซึ่งเมื่อพิจารณาจากในส่วนของค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานจะเห็นได้ว่า ค่อนข้างต่ำกว่า การวัดผลการดำเนินงานด้วย ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

¹¹ กราฟแสดงข้อมูลโดยสรุป และ ความถี่อัตราส่วนผลตอบแทนส่วนเกินจากรูปแบบการหาราคาหลักทรัพย์ของตัวอย่าง ดูได้ในภาคผนวก ง.

ตารางที่ 3

ข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกินจากรูปแบบการหาค่าหลักทรัพย์

แสดงข้อมูลเปรียบเทียบของข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกินจากรูปแบบการหาค่าหลักทรัพย์ ในแต่ละปี หน่วย : เท่า โดย EXCAPM หมายถึง ข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกินจากรูปแบบการหาค่าหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2539-2541 EXCAPM 39 หมายถึง ข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกินจากรูปแบบการหาค่าหลักทรัพย์ เฉพาะปี พ.ศ. 2539 EXCAPM 40 หมายถึง ข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกินจากรูปแบบการหาค่าหลักทรัพย์ เฉพาะปี พ.ศ. 2540 EXCAPM 41 หมายถึง ข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกินจากรูปแบบการหาค่าหลักทรัพย์ เฉพาะปี พ.ศ. 2541

ข้อมูล	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเบี่ยงเบน
EXCAPM	0.019	-0.090	4.435	-1.522	0.683
EXCAPM39	-0.020	-0.070	1.980	-0.810	0.891
EXCAPM40	-0.089	-0.191	3.564	-1.428	0.596
EXCAPM41	0.165	-0.022	4.435	-1.522	0.420

ซึ่งเมื่อพิจารณาเปรียบเทียบข้อมูลในแต่ละปี จะเห็นได้ว่าค่าเฉลี่ยในช่วงปี พ.ศ. 2539 จะมีผลตอบแทนส่วนเกินที่ติดลบ กล่าวคือ -0.02 แต่อย่างไรก็ดี เมื่อเปรียบเทียบกับในปี พ.ศ. 2540 กลับยังมีผลตอบแทนส่วนเกินที่ต่ำลงไปอีก ทั้งนี้เมื่อดูประกอบกับผลตอบแทนที่สูงที่สุด และค่าที่ต่ำสุดในปีเดียวกัน ก็มีการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนส่วนเกินที่สูงที่สุด แต่ก็มี การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนส่วนเกินที่ต่ำที่สุดที่ค่อนข้างมาก จึงน่าจะมีส่วนในผลการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนส่วนเกินนี้โดยเฉลี่ย

นอกจากนี้ในส่วนของการวัดผลการดำเนินงานด้วย ผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับผลตอบแทนของตลาด จะเห็นได้ว่าข้อมูลมีลักษณะเบ้ขวา¹² เช่นเดียวกับ ผลตอบแทนส่วนเกินจากรูปแบบการหาค่าหลักทรัพย์ โดยค่าเฉลี่ยจะอยู่ที่ 0.192 ส่วนข้อมูลที่สูงที่สุด ก็จะสูงถึง 4.449 และข้อมูลที่ต่ำที่สุดก็ยังคงติดลบเช่นกัน

¹² กราฟแสดงข้อมูลโดยสรุป และ ความถี่อัตราส่วนผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนของตลาดของตัวอย่าง ดูได้ในภาคผนวก จ.

ตารางที่ 4

ข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนของตลาด

แสดงข้อมูลเปรียบเทียบของข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนของตลาด ในแต่ละปี หน่วย : เท่า โดย EXMKT หมายถึง ข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนของตลาดในปี พ.ศ. 2539-2541 EXMKT 39 หมายถึง ข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนของตลาด เฉพาะปี พ.ศ. 2539 EXMKT 40 หมายถึง ข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนของตลาด เฉพาะปี พ.ศ. 2540 EXMKT 41 หมายถึง ข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนของตลาด เฉพาะปี พ.ศ. 2541

ข้อมูล	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเบี่ยงเบน
EXMKT	0.192	0.071	4.450	-1.460	0.664
EXMKT39	0.161	0.105	2.407	-0.479	0.878
EXMKT40	0.202	0.118	3.136	-1.450	0.573
EXMKT41	0.209	0.028	4.450	-1.460	0.431

เมื่อพิจารณาในแต่ละปีของข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกินตัวนี้จะเห็นได้ว่า โดยเฉลี่ยแล้วบริษัทมีแนวโน้มผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาดดีขึ้นในแต่ละปี คือมีการเปลี่ยนแปลงจาก 0.161 เป็น 0.2028 และ 0.209 ตามลำดับ ซึ่งส่วนหนึ่งอาจจะเป็นผลจากการที่ ผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาดที่สูงที่สุดนั้น เพิ่มขึ้นเรื่อยๆในแต่ละปี โดยจะเห็นได้จากใน ตาราง ที่ 4 ที่เปลี่ยนแปลงจาก 2.407 เป็น 3.1368 และเป็น 4.45 ในขณะที่ผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาดตัวที่ต่ำที่สุด มีการเปลี่ยนแปลงในปี พ.ศ. 2540 ลดลงอย่างรวดเร็ว คือ จาก -0.479 เป็น -1.45 แต่คงที่ในปี พ.ศ. 2541 กล่าวคือ อยู่ที่ -1.46

ขนาดของบริษัท เป็นปัจจัยควบคุมตัวหนึ่งที่ใช้ในการวิเคราะห์เชิงปริมาณ ซึ่งวัดจาก มูลค่าตามตลาดของบริษัท แต่เนื่องจากความเบี่ยงเบนทางด้านข้อมูลมีค่อนข้างสูง¹³ การศึกษาจึงได้ทำการแทนขนาดของบริษัท ด้วย ลอการิทึมของมูลค่าตามตลาด เพื่อให้ข้อมูลมีการกระจายมีความสมมาตร (Symmetric) มากยิ่งขึ้น มีการกระจายตัวแบบปกติ ซึ่งเมื่อพิจารณาอีกครั้งหลังจากการปรับข้อมูล จะเห็นได้จากรูปแบบการกระจายจะมีค่าเบี่ยงเบนน้อยลง ลอการิทึม

¹³ กราฟแสดงข้อมูลโดยสรุป และ ความถี่ของข้อมูลมูลค่าตามตลาดของตัวอย่างบริษัทในปี พ.ศ. 2539-2541 สามารถดูได้จากภาคผนวก ก.

ของมูลค่าตามตลาดของบริษัท หรืออีกนัยหนึ่ง สามารถคำนวณหาได้จาก ลอการิทึมของ จำนวนหุ้นที่จดทะเบียน และ เรียกชำระแล้ว คูณกับ ราคาปิดของหุ้นแต่ละตัว ณ วันสิ้นสุด จากตารางที่ 5 ขนาดของบริษัทโดยเฉลี่ยคือ 3506.84 ล้านบาท ค่าความเบี่ยงเบนจากมาตรฐาน (Standard Deviation) ซึ่งในตอนนี้จะมองเห็นได้ชัดเจนจากขนาดของบริษัทที่เล็กที่สุด และขนาดที่ใหญ่ที่สุด ซึ่งก็คือ 13 ล้านบาท และ 127,100 ล้านบาท ตามลำดับซึ่งจะห่างกันค่อนข้างมาก

ตารางที่ 5

ข้อมูลทางด้านมูลค่าตามตลาดของบริษัท

แสดงข้อมูลเปรียบเทียบของข้อมูลทางด้านลอการิทึมของมูลค่าตามตลาดของบริษัทในแต่ละปี หน่วย : ล้านบาท โดย SIZE หมายถึง ข้อมูลทางด้านขนาดของบริษัทในช่วงปี พ.ศ. 2539-2541 SIZE39 หมายถึง ข้อมูลทางด้านขนาดของบริษัทเฉพาะปี พ.ศ. 2539 SIZE40 หมายถึง ข้อมูลทางด้านขนาดของบริษัทเฉพาะปี พ.ศ. 2540 SIZE41 หมายถึง ข้อมูลทางด้านขนาดของบริษัทเฉพาะปี พ.ศ. 2541

ข้อมูล	จำนวนตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเบี่ยงเบน
SIZE	620	3506.840	527.5	127100	13	11547.59
SIZE39	187	5769.333	906.8	118930.5	118.1	15752.44
SIZE40	214	2442.399	411.25	127100	13	9933.466
SIZE41	219	2615.078	423.5	83456	22	8012.716

และเมื่อพิจารณาในรายละเอียดแต่ละปีจะเห็นได้ว่าในช่วงปี พ.ศ. 2540 ซึ่งเป็นปีที่เกิดวิกฤตทางเศรษฐกิจ จะมีมูลค่าทางตลาดที่ค่อนข้างต่ำ จากการพิจารณาข้อมูลที่ต่ำสุด และค่าเฉลี่ยของข้อมูล ซึ่งเป็นผลมาจากราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันสิ้นสุดของปี 2540 เป็นช่วงที่หลายบริษัทประสบปัญหา ราคาจึงแตกต่างจากช่วงปี 2539 อย่างมาก

แต่เมื่อพิจารณาจากในส่วนของค่าความเบี่ยงเบนจากมาตรฐาน จะเห็นได้ว่าในช่วงปี 2540 จะมีค่าใกล้เคียงกันมากกว่าทั้งนี้ น่าจะเป็นเพราะ ช่วงที่ประสบภาวะเศรษฐกิจตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีมูลค่าต่ำลงทั้งตลาด บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ และกองทุน ตลอดจนธนาคารพาณิชย์หลายแห่งประสบปัญหา จนต้องถูกปิดกิจการ จนทำให้บริษัทที่ได้รับผลกระทบจากปัญหาทางด้านเศรษฐกิจขยายตัวเป็นวงกว้าง มูลค่าหลักทรัพย์ของแต่ละบริษัทจะมีค่าใกล้เคียงกันมากกว่าในปี พ.ศ. 2539

ตารางที่ 6

ข้อมูลอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และราคาปิดต่อหุ้น

แสดงข้อมูลเปรียบเทียบของข้อมูลอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และราคาปิดต่อหุ้นในแต่ละปี โดย ข้อมูลอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และ ราคาปิดต่อหุ้น มาจากฐานข้อมูล PACAP97 (The Pacific-Basin Capital Markets) โดย E/P หมายถึง อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และ ราคาปิดต่อหุ้นในช่วงปี พ.ศ. 2539-2541 E/P 39 หมายถึง อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และ ราคาปิดต่อหุ้นในช่วงปี พ.ศ.2539 E/P 40 หมายถึง อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และ ราคาปิดต่อหุ้นในช่วงปี พ.ศ.2540 E/P 41 หมายถึง อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และ ราคาปิดต่อหุ้นในปี พ.ศ. 2541

ข้อมูล	จำนวน	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเบี่ยงเบน
E/P	620	0.103	0.091	55.170	-9.424	2.545
E/P39	187	0.148	0.078	11.704	-1.130	0.863
E/P40	214	0.183	0.137	7.240	-3.554	0.813
E/P41	219	-0.013	0.049	55.170	-9.424	4.134

ในส่วนของข้อมูลของอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และ ราคาต่อหุ้น มีข้อมูลกระจายทั้งส่วนที่มากกว่าศูนย์ และน้อยกว่าศูนย์¹⁴ แต่เมื่อได้ทำการตัดตัวอย่างที่มีข้อมูลที่ต้องการศึกษาไม่ครบออก ทำให้ทั้งค่าเฉลี่ยเลขคณิต ค่ามัธยฐาน ค่าอัตราส่วนที่สูงที่สุด และ ค่าอัตราส่วนที่ต่ำที่สุด ปรับตัวดีขึ้น กล่าวคือค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานไม่สูงมากนัก

ซึ่งเมื่อพิจารณาแยกรายละเอียดในแต่ละปี จะเห็นได้จากตารางที่ 6 การกระจายตัวในปี 2539 จะมีอัตราส่วนที่ต่ำสุด สูงกว่าในปีอื่นๆ ทั้งนี้ น่าจะเป็นเพราะ ในปี พ.ศ. 2539 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์จะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าในปี พ.ศ. 2540 และปี พ.ศ. 2541 ซึ่งเป็นช่วงที่ประเทศไทยประสบปัญหาทางเศรษฐกิจ โดยอัตราส่วนต่ำสุดของปี พ.ศ. 2541 ค่อนข้างต่ำมาก ทั้งนี้เป็นผลจากการที่ราคาหลักทรัพย์ ณ วันสิ้นงวด ที่ต่ำลงอย่างมาก ประกอบกับผลการดำเนินงานที่ขาดทุน แต่ในขณะเดียวกันก็มีบางบริษัทในปี พ.ศ. 2541 ที่มีผลการดำเนินงานที่ยังคงดีอยู่ และดีกว่าในปีอื่นๆเมื่อเทียบกับราคาหลักทรัพย์ในตลาด ทำให้ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานในส่วนนี้สูงมาก ซึ่งจะเห็นได้อย่างชัดเจนว่าค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานในปี พ.ศ. 2541 นั้นจะสูงถึง 4.13460

¹⁴ จากฐานข้อมูลโดยทั่วไปจะไม่ทำการคำนวณเมื่อส่วนของกำไรสุทธิของบริษัทนั้นๆติดลบในการศึกษา ครั้งนี้ จึงได้ทำการคำนวณเอง

เมื่อพิจารณาโดยภาพรวม อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และราคาต่อหุ้น จะค่อนข้างมีการกระจุกตัวอยู่ในช่วง 0 พิจารณาได้จากอัตราส่วนโดยเฉลี่ยที่มีค่า 0.103

สำหรับองค์ประกอบหนึ่งของอัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นนั้น ส่วนแรกก็คือ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย

ตารางที่ 7

ข้อมูลอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย

แสดงข้อมูลเปรียบเทียบของข้อมูลอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย ในแต่ละปี หน่วย : เท่า โดย PROFIT หมายถึง ข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนของตลาดในปี พ.ศ. 2539-2541 PROFIT 39 หมายถึง ข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนของตลาด เฉพาะปี พ.ศ. 2539 PROFIT 40 หมายถึง ข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนของตลาด เฉพาะปี พ.ศ. 2540 PROFIT 41 หมายถึง ข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนของตลาด เฉพาะปี พ.ศ. 2541

ข้อมูล	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเบี่ยงเบน
PROFIT	-0.198	0.036	38.054	-57.744	3.150
PROFIT39	0.082	0.066	0.645	-0.592	0.139
PROFIT40	-0.702	-0.111	4.820	-57.74	4.374
PROFIT41	0.053	0.539	38.054	-15.84	3.014

โดยเฉลี่ยแล้วข้อมูลจะอยู่ที่ -0.198 ซึ่งเมื่อดูควบคู่ไปกับค่ามัธยฐานจะเห็นได้ว่ามีค่ามากกว่าคือ อยู่ที่ 0.0362 ทั้งนี้ น่าจะเป็นเพราะผลจากการที่ค่าต่ำสุดของข้อมูลต่ำมาก โดยอยู่ที่ -57.74 ทำให้ ค่าเฉลี่ยเบี่ยงเบนไปทางค่าที่ค่อนข้างน้อย โดยถึงแม้จะมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 38.05 ก็ตามโดยจะดูได้จาก ตารางที่ 7 โดยในส่วนของอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขายนี้จะเห็นได้ว่าจะได้รับผลกระทบจากวิกฤตเศรษฐกิจนี้ค่อนข้างมาก โดยจะเห็นได้จาก อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขายนี้ ในช่วงปี พ.ศ. 2540 ซึ่งโดยเฉลี่ย จะอยู่ที่ -0.7026 ต่างจากในปี พ.ศ. 2539 ซึ่งอยู่ที่ 0.0826 และแม้ว่าในปี พ.ศ. 2541 จะมีอัตราส่วนที่น้อยกว่าในช่วงปี พ.ศ. 2539 แต่ก็ยังคงเป็นบวก ทั้งนี้จากการพิจารณาข้อมูลที่มีอัตราส่วนที่สูงที่สุด จะเห็นได้ว่ามีการเปลี่ยนแปลงในทางที่เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ แต่ในส่วนของอัตราส่วนที่น้อยที่สุดนั้น จะเห็นได้อย่างชัดเจนว่า จะต่ำมากโดยเท่ากับ -57.74 ซึ่งน่าจะเป็นผลให้อัตราส่วนโดยเฉลี่ยในปีนี้ต่ำ

สำหรับอีกส่วนประกอบหนึ่งของผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นนั้น ก็คือ อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด ซึ่งเป็นการวัดประสิทธิภาพในการบริหารงานของบริษัท จะเห็นได้ว่าข้อมูลมีลักษณะเบ้ขวา¹⁵ โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.6954 โดยค่าสูงสุดของอัตราส่วนนี้ อยู่ที่ 5.235 และค่าที่ต่ำสุดคือ -0.192 ทั้งนี้เกิดจากการที่บริษัทประสบปัญหาสภาพเศรษฐกิจ และส่งผลต่อยอดขายด้วย

สำหรับอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบแต่ละปี จะเห็นได้ว่าโดยเฉลี่ยนั้น มีผลการบริหารสินทรัพย์ที่ดีขึ้น แต่จะไม่มี ความแตกต่างกันมากนัก โดยเปลี่ยนแปลงจาก 0.682 เป็น 0.701 และ 0.7018 ซึ่งเมื่อพิจารณาในส่วนของอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมดที่สูงที่สุด จะเห็นได้ว่า มีทั้งการเปลี่ยนแปลงที่เพิ่มขึ้นในปี พ.ศ. 2540 โดยเพิ่มขึ้นเป็น 5.23 และลดลงเล็กน้อยเป็น 4.88 ส่วนอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด ในส่วนที่ต่ำที่สุดนั้น จะมีค่าติดลบทั้งหมด โดยมีแนวโน้มว่าจะประสิทธิภาพลดลงเรื่อยๆ ทั้งนี้คาดว่าน่าจะเป็นผลจากการที่ยอดขายลดลง มากกว่าการที่มีการลงทุนในสินทรัพย์มากขึ้น

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

¹⁵ กราฟแสดงข้อมูลโดยสรุป และ ความถี่อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมดของตัวอย่าง ดูได้ในภาคผนวก ข.

ตารางที่ 8

ข้อมูลอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด

แสดงข้อมูลเปรียบเทียบของข้อมูลอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด ในแต่ละปี หน่วย : เท่า โดย ASSET หมายถึง ข้อมูลอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ในปี พ.ศ. 2539-2541 ASSET 39 หมายถึง ข้อมูลอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ เฉพาะปี พ.ศ. 2539 ASSET 40 หมายถึง ข้อมูลอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ เฉพาะปี พ.ศ. 2540 ASSET 41 หมายถึง ข้อมูลอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ เฉพาะปี พ.ศ. 2541

ข้อมูล	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเบี่ยงเบน
ASSET	0.695	0.567	5.230	-0.192	0.608
ASSET39	0.682	0.592	3.034	-0.017	0.522
ASSET40	0.701	0.570	5.230	-0.077	0.634
ASSET41	0.701	0.501	4.880	-0.192	0.652

นอกจากนี้ในส่วนของปัจจัยควบคุมที่คาดว่ามีผลต่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ก็คือสัดส่วนหนี้ต่อทุน ซึ่งเมื่อพิจารณาโดยภาพรวมจะเห็นได้ว่าลักษณะข้อมูลมีการกระจุกตัว โดยเบ้ไปทางขวา¹⁶ แต่มีข้อมูลของบริษัทหนึ่งที่มีค่าอัตราส่วนหนี้ต่อทุนที่สูงมาก เมื่อตรวจสอบข้อมูลพบว่า บริษัทนั้นมีส่วนหนี้ที่ค่อนข้างสูงมาก และส่วนของทุนค่อนข้างต่ำ จึงทำให้อัตราส่วนหนี้ต่อทุนต่ำสุด คือ 108.232

ส่วนเมื่อพิจารณาในแต่ละปี พบว่าอัตราส่วนหนี้ต่อทุนโดยเฉลี่ยจะมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ทั้งนี้ส่วนหนึ่งอาจเป็นเพราะ อัตราส่วนหนี้ต่อทุนที่สูงที่สุดมีแนวโน้มเพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในปี พ.ศ. 2541 ซึ่งจะเห็นได้อย่างชัดเจนว่ามีอัตราส่วนหนี้ต่อทุนค่อนข้างสูงผิดปกติ ส่วนในอัตราส่วนหนี้ต่อทุนที่ต่ำที่สุด ไม่ค่อยมีการเปลี่ยนแปลงมากนัก โดยจะเห็นได้จากตารางที่ 9

¹⁶ กราฟแสดงข้อมูลโดยสรุป และ ความถี่อัตราส่วนหนี้ต่อทุนของตัวอย่าง ดูได้ในภาคผนวก ข



ตารางที่ 9 ข้อมูลอัตราส่วนหนี้ต่อทุน

แสดงข้อมูลเปรียบเทียบของข้อมูลอัตราส่วนหนี้ต่อทุน ในแต่ละปี หน่วย: เท่า โดย DE หมายถึง ข้อมูลอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ในปี พ.ศ. 2539-2541 DE 39 หมายถึง ข้อมูลอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ เฉพาะปี พ.ศ. 2539 DE 40 หมายถึง ข้อมูลอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ เฉพาะปี พ.ศ. 2540 DE 41 หมายถึง ข้อมูลอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ เฉพาะปี พ.ศ. 2541

ข้อมูล	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเบี่ยงเบน
DE	2.435	1.154	108.232	0.005	6.412
DE39	1.109	0.944	4.900	0.045	0.796
DE40	2.812	1.387	41.320	0.0065	5.235
DE41	3.203	1.819	108.232	0.005	9.334

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของแต่ละปัจจัย

ในส่วนของผลกระทบของแต่ละตัวแปรนั้น ได้ทำการจัดกลุ่มบริษัทโดยควบคุมปัจจัยที่คาดว่าจะมีผลต่อผลการดำเนินงาน ทั้งที่วัดจากผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และได้วิเคราะห์ผลกระทบจากแต่ละปัจจัย จากการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นโดยเฉลี่ย ผลตอบแทนส่วนเกินโดยเฉลี่ยเมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาหลักทรัพย์ และผลตอบแทนส่วนเกินโดยเฉลี่ยเมื่อเทียบกับผลตอบแทนของตลาด

โดยในส่วนแรกจากการเรียงลำดับตามขนาดของบริษัท และทำการแบ่งกลุ่ม ออกเป็น 4 กลุ่ม และ ส่วนของการถือหุ้นของผู้บริหารอีก 4 กลุ่ม แล้วทำการจัดกลุ่มบริษัทออกได้เป็น 16 กลุ่ม ตามตารางที่ 10 จะเห็นได้ว่าตามแถวแนวนอนข้อมูลในแต่ละกลุ่ม จะมีขนาดที่ค่อนข้างใกล้เคียงกัน แต่จะแตกต่างกันตามเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร เมื่อพิจารณาจะไม่สามารถสรุปได้ว่า ผลของการถือหุ้นของผู้บริหารที่มากขึ้น มีผลในทางใดกับผลการดำเนินงาน เนื่องจากยังไม่เห็นการเปลี่ยนแปลงอย่างชัดเจน จากการที่ได้พิจารณาผลที่ได้ของผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ผลตอบแทนส่วนเกินจากรูปแบบการหาราคาหลักทรัพย์ และ ผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนของตลาด ในแต่ละระดับมูลค่าตามตลาดของบริษัท ไม่พบการเปลี่ยนแปลงที่เป็นไปในทิศทางเดียวกันโดยตลอด กล่าวคือผลกระทบในแต่ละระดับมูลค่าตามตลาดของบริษัทไม่เหมือนกัน ซึ่งไม่แสดงถึงผลกระทบทางด้านการถือหุ้นของผู้บริหารให้เห็นอย่างชัดเจน

ตารางที่ 10

ข้อมูลการแบ่งกลุ่มตามขนาด และตามเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร

แสดงการจัดกลุ่มข้อมูลตามขนาดของบริษัท และตามเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร โดยจะแบ่งตามขนาดของบริษัทออกเป็น 4 กลุ่ม และ เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร 4 กลุ่ม ในแต่ละกลุ่มจากตาราง จะระบุ ขนาดของบริษัทโดยเฉลี่ย เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นโดยเฉลี่ย จำนวนบริษัทในแต่ละกลุ่มนั้น ผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาลัทธิพรี ผลตอบแทนส่วนเกิน เมื่อเทียบกับผลตอบแทนตลาด และ ผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น

Portfolios Formed by Intersection of the Size and Ownership Quartiles					
Size		Ownership			
		0	1	2	3
0	ขนาดบริษัท	109.072	137.416	122.377	118.846
	เปอร์เซ็นต์การถือหุ้น	0.157	5.399	17.830	47.759
	จำนวนบริษัท	22	36	48	47
	ผลตอบแทนส่วนเกินจาก CAPM	-0.113	-0.241	-0.225	-0.322
	ผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาด	0.094	-0.077	-0.069	-0.166
	ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น	-0.299	0.167	0.006	-0.068
1	ขนาดบริษัท	330.055	353.919	353.958	367.586
	เปอร์เซ็นต์การถือหุ้น	0.113	6.218	19.793	51.930
	จำนวนบริษัท	27	36	43	46
	ผลตอบแทนส่วนเกินจาก CAPM	-0.054	-0.063	0.007	-0.117
	ผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาด	0.050	0.204	0.227	0.164
	ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น	0.00300	-0.04951	-0.01937	0.31496
2	ขนาดบริษัท	1151.388	1163.318	929.165	913.188
	เปอร์เซ็นต์การถือหุ้น	0.162	6.341	18.769	46.636
	จำนวนบริษัท	45	37	38	35
	ผลตอบแทนส่วนเกินจาก CAPM	0.189	0.025	0.111	0.317
	ผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาด	0.328	0.225	0.331	0.511
	ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น	-0.010	-0.005	0.024	0.061
3	ขนาดบริษัท	19908.60	6253.14	8913.84	8239.92
	เปอร์เซ็นต์การถือหุ้น	0.353	5.219	17.830	44.810
	จำนวนบริษัท	68	41	23	25
	ผลตอบแทนส่วนเกินจาก CAPM	0.295	0.125	0.154	0.308
	ผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาด	0.376	0.282	0.260	0.423
	ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น	0.009	0.180	-0.091	-0.365

ส่วนเมื่อพิจารณาผลจากทางด้านขนาดนั้น ที่มีต่อผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาลัทธิพรี จะเห็นได้อย่างค่อนข้างชัดเจน แต่พบว่ายิ่งขนาดมากขึ้น ยิ่งทำให้ผลตอบแทนส่วนเกินมากขึ้น ซึ่งผิดไปจากที่ได้ตั้งสมมติฐานไว้ แต่ผลกระทบต่อผลการดำเนิน

งานที่วัดโดยผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น และ ผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับผลตอบแทนของตลาดนั้น ยังไม่พบรูปแบบความสัมพันธ์ที่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจน เนื่องจากในแต่ละระดับที่ทำการควบคุมปัจจัยทางด้านเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร แต่ก็ยังไม่สามารถควบคุมได้อย่างแน่นอน โดยจะเห็นได้จากความแตกต่างของเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารโดยเฉลี่ยในแต่ละกลุ่ม จึงคาดว่าผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงทางด้านขนาด ต่อผลการดำเนินงานนั้นอาจเป็นผลมาจากการถือหุ้นของผู้บริหาร

เมื่อพิจารณาในส่วนของการจัดกลุ่มตามขนาดของบริษัท และ อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และ ราคาต่อหุ้น โดยดูผลกระทบต่อผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาลักษณะพิเศษ และ ผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับผลตอบแทนของตลาด ตามตารางที่ 11

ผลที่ได้พบว่าในแต่ละขนาดของบริษัท ผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาลักษณะพิเศษ มีลักษณะความสัมพันธ์ไปในทางเดียวกัน กล่าวคือเมื่อเพิ่มอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และ ราคาต่อหุ้น ในช่วงแรก ทำให้เกิดผลตอบแทนส่วนเกินลดลง แต่เมื่อเพิ่มอัตราส่วนกำไรต่อหุ้นและราคาต่อหุ้นในช่วงที่สอง กลับมีความสัมพันธ์ในทางบวก ส่วนการเพิ่มขึ้นในช่วงหลัง มีผลทำให้ผลตอบแทนส่วนเกินลดลง

ส่วนผลกระทบกับผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับตลาด ยังไม่เห็นความสัมพันธ์ที่ชัดเจน เพราะจากการพิจารณา ณ ระดับหนึ่งของขนาดของบริษัท เมื่อดูการเพิ่มขึ้นของ อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และ ราคาต่อหุ้น แต่เมื่อดูผลของผลตอบแทนส่วนเกิน ไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน เมื่อดูควบคู่ไปกับแต่ละระดับของขนาดของบริษัท ซึ่งทั้งนี้ก็คาดว่า เป็นผลจากการที่ปัจจัยทั้งสองต่างมีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน ทำให้ไม่สามารถสังเกตเห็นผลกระทบของแต่ละปัจจัยได้อย่างชัดเจน เพราะผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับตลาด อาจได้รับผลกระทบในแต่ละกลุ่มจากปัจจัยแตกต่างกัน

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 11

ข้อมูลการแบ่งกลุ่มตามขนาด และตามอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และ ราคาต่อหุ้น

แสดงการจัดกลุ่มข้อมูลตามขนาดของบริษัท และตามอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และ ราคาต่อหุ้น โดยจะแบ่งตามขนาดของบริษัทออกเป็น 4 กลุ่ม และ อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และราคาต่อหุ้น 4 กลุ่ม ในแต่ละกลุ่มจากตาราง จะระบุ ขนาดของบริษัทโดยเฉลี่ย อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และราคาต่อหุ้นโดยเฉลี่ย จำนวนบริษัทในแต่ละกลุ่มนั้น ผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาคาหลักทรัพย์ ผลตอบแทนส่วนเกิน เมื่อเทียบกับผลตอบแทนตลาด

Portfolios Formed by Intersection of the Size and E/P Quantiles					
		E/P Ratio			
Size		0	1	2	3
0	ขนาดบริษัท	109.00	128.69	153.58	118.37
	อัตราส่วน E/P	-1.53	0.05	0.15	1.89
	จำนวนบริษัท	51	18	26	60
	ผลตอบแทนส่วนเกินจาก CAPM	-0.118	-0.298	-0.173	-0.352
	ผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาด	-0.017	-0.137	-0.001	-0.131
1	ขนาดบริษัท	351.96	368.95	372.97	330.71
	อัตราส่วน E/P	-0.80	0.04	0.15	0.62
	จำนวนบริษัท	30	28	39	50
	ผลตอบแทนส่วนเกินจาก CAPM	0.015	-0.080	0.102	-0.253
	ผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาด	0.144	0.268	0.338	0.019
2	ขนาดบริษัท	1082.25	996.69	1097.24	995.89
	อัตราส่วน E/P	-0.36	0.06	0.15	0.68
	จำนวนบริษัท	31	37	56	31
	ผลตอบแทนส่วนเกินจาก CAPM	0.596	0.025	0.133	0.066
	ผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาด	0.699	0.285	0.329	0.092
3	ขนาดบริษัท	20783.82	12664.15	7066.74	4199.74
	อัตราส่วน E/P	-0.62	0.05	0.13	0.66
	จำนวนบริษัท	36	72	34	14
	ผลตอบแทนส่วนเกินจาก CAPM	0.558	0.214	0.109	-0.270
	ผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาด	0.820	0.335	0.242	-0.167

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาจากการแบ่งกลุ่มตาม การถือหุ้นของผู้บริหาร และ อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และ ราคาต่อหุ้น พบว่าผลที่ออกมา นั้น ยังไม่สามารถสรุปออกมาได้อย่างชัดเจนเช่นเดียวกัน โดยจะสามารถดูได้จากตารางที่ 12 ซึ่งพบว่าในแต่ละระดับของอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้นและราคาต่อหุ้น เมื่อมีการเพิ่มขึ้นของเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร แต่ไม่สามารถควบคุมปัจจัยทางด้านอัตราส่วนดังกล่าวได้อย่างแน่นอน โดยจะเห็นได้อย่างชัดเจนในกลุ่มอัตรา

ส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และราคาต่อหุ้นที่สูงที่สุด จะมีความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยอัตราส่วนแต่ละกลุ่มค่อนข้างแตกต่างกันอย่างมาก ซึ่งคาดว่าอาจเป็นปัจจัยหนึ่งที่ทำให้ผลกระทบทางด้านการถือหุ้นของผู้บริหารต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากรูปแบบการหาราคาลัทธิภัย และอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน จากผลตอบแทนของตลาด ไม่เห็นผลอย่างชัดเจน ในแต่ละระดับ เช่นเดียวกับเมื่อพิจารณาผลกระทบทางด้านอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และราคาต่อหุ้น ที่ผลกระทบในแต่ละระดับไม่เป็นไปในลักษณะเดียวกันโดยตลอด

ตารางที่ 12

ข้อมูลการแบ่งกลุ่มตามเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร และตามอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และ ราคาต่อหุ้น

แสดงการจัดกลุ่มข้อมูลตามเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร และตามอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และ ราคาต่อหุ้น โดยจะแบ่งตามเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารออกเป็น 4 กลุ่ม และ อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และ ราคาต่อหุ้น 4 กลุ่ม ในแต่ละกลุ่มจากตาราง จะระบุ อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และราคาต่อหุ้นโดยเฉลี่ย เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารโดยเฉลี่ย จำนวนบริษัทในแต่ละกลุ่มนั้น ผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาลัทธิภัย ผลตอบแทนส่วนเกิน เมื่อเทียบกับผลตอบแทนตลาด

Portfolios Formed by Intersection of the Size and E/P Quartiles

E/P		Ownership			
		0	1	2	3
0	อัตราส่วน E/P	-0.78	-1.00	-0.82	-1.16
	เปอร์เซ็นต์การถือหุ้น	0.168	5.411	18.686	46.436
	จำนวนบริษัท	48	27	45	35
	ผลตอบแทนส่วนเกินจาก CAPM	0.292	0.350	0.071	0.168
	ผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาด	0.363	0.419	0.220	0.265
1	อัตราส่วน E/P	0.05	0.05	0.06	0.06
	เปอร์เซ็นต์การถือหุ้น	0.301	6.628	18.128	49.306
	จำนวนบริษัท	49	41	27	38
	ผลตอบแทนส่วนเกินจาก CAPM	0.049	0.001	0.0003	0.164
	ผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาด	0.221	0.192	0.243	0.373
2	อัตราส่วน E/P	0.15	0.14	0.15	0.15
	เปอร์เซ็นต์การถือหุ้น	0.251	5.309	17.599	47.928
	จำนวนบริษัท	37	44	36	38
	ผลตอบแทนส่วนเกินจาก CAPM	0.202	0.013	0.130	-0.056
	ผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาด	0.286	0.252	0.315	0.176
3	อัตราส่วน E/P	0.66	2.16	0.70	0.70
	เปอร์เซ็นต์การถือหุ้น	0.214	5.701	19.681	48.933
	จำนวนบริษัท	21	43	47	44
	ผลตอบแทนส่วนเกินจาก CAPM	-0.077	-0.316	-0.263	-0.271
	ผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาด	0.085	-0.090	-0.084	-0.049

นอกจากนี้เมื่อทำการวิเคราะห์ผลกระทบจากปัจจัยเบื้องต้น ที่น่าจะมีส่วนในการกำหนด ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น จึงได้พิจารณาในส่วนของอัตราส่วนหนี้ต่อทุนด้วยเช่นกัน โดยในส่วนแรกจากตารางที่ 13 ได้ทำการแบ่งกลุ่มบริษัทตามปัจจัยทางด้านอัตราส่วนหนี้ต่อทุน และเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร

ตารางที่ 13
ข้อมูลการแบ่งกลุ่มตามเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร
และตามอัตราส่วนหนี้ต่อทุน

แสดงการจัดกลุ่มข้อมูลตามเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร และตามอัตราส่วนหนี้ต่อทุน โดยจะแบ่งตามเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารออกเป็น 4 กลุ่ม และ อัตราส่วนหนี้ต่อทุน 4 กลุ่ม ในแต่ละกลุ่มจากตาราง จะระบุ อัตราส่วนหนี้ต่อทุนโดยเฉลี่ย เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารโดยเฉลี่ย จำนวนบริษัทในแต่ละกลุ่มนั้น ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

Portfolios Formed by Intersection of the Size and EP Quantiles					
D/E		Ownership			
		0	1	2	3
0	สัดส่วนหนี้ต่อทุน	0.31	0.79	1.62	7.71
	เปอร์เซ็นต์การถือหุ้น	0.00216	0.00216	0.00233	0.00272
	จำนวนบริษัท	31	42	48	31
	ผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	0.07549	0.10623	0.05760	-0.43475
1	สัดส่วนหนี้ต่อทุน	0.28	0.80	1.59	8.52
	เปอร์เซ็นต์การถือหุ้น	0.06164	0.05831	0.05728	0.05155
	จำนวนบริษัท	48	43	35	29
	ผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	-0.01220	0.09444	0.24799	-0.10415
2	สัดส่วนหนี้ต่อทุน	0.29	0.85	1.62	5.22
	เปอร์เซ็นต์การถือหุ้น	0.20111	0.17987	0.18379	0.18247
	จำนวนบริษัท	36	42	34	43
	ผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	0.17112	0.11676	-0.07606	-0.22901
3	สัดส่วนหนี้ต่อทุน	0.29	0.88	1.59	7.34
	เปอร์เซ็นต์การถือหุ้น	0.53429	0.47658	0.46563	0.45559
	จำนวนบริษัท	40	28	32	49
	ผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	-0.20612	0.12911	0.09703	0.10459

จากตารางจะเห็นได้ว่าผลของปัจจัยทางด้านเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารไม่สามารถสรุปได้เช่นเดียวกับผลจากการวิเคราะห์ในตารางอื่นๆ กล่าวคือ แม้ในแถวตามแนวอนของตารางจะมีการควบคุมปัจจัยทางด้านสัดส่วนหนี้ต่อทุนแล้ว แต่ผลกระทบในผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นเมื่อมีการเพิ่มขึ้นของการถือหุ้นของผู้บริหารไม่ได้มีแนวโน้มไปในทิศทางเดียวกันในแต่ละ

ระดับของสัดส่วนหนี้ต่อทุน ส่วนผลของสัดส่วนหนี้ต่อทุนนั้นก็ไม่สามารถสรุปได้ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงไม่ได้มีลักษณะเดียวกันในแต่ละระดับเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร

นอกจากนี้ในส่วนสุดท้ายของการวิเคราะห์ปัจจัยเบื้องต้น ได้แบ่งกลุ่มตามสัดส่วนหนี้ต่อทุน และ ขนาดของบริษัทออกเป็น 16 กลุ่มเช่นเดียวกัน และทำการวิเคราะห์ผลกระทบต่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น โดยพิจารณาจากค่าผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นโดยเฉลี่ยในแต่ละกลุ่ม ได้ตามตารางที่ 14

ตารางที่ 14

ข้อมูลการแบ่งกลุ่มตามขนาดของบริษัท และตามอัตราส่วนหนี้ต่อทุน

แสดงการจัดกลุ่มข้อมูลตามขนาดของบริษัท และตามอัตราส่วนหนี้ต่อทุน โดยจะแบ่งตามขนาดของบริษัทออกเป็น 4 กลุ่ม และ อัตราส่วนหนี้ต่อทุน 4 กลุ่ม ในแต่ละกลุ่มจากตาราง จะระบุ ขนาดของบริษัทโดยเฉลี่ย อัตราส่วนหนี้ต่อทุนโดยเฉลี่ย จำนวนบริษัทในแต่ละกลุ่มนั้น ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

Portfolios Formed by Intersection of the Size and D/E Quartiles					
Size		D/E Ratio			
		0	1	2	3
0	ขนาดของบริษัท	135.69	129.91	106.24	117.44
	สัดส่วนหนี้ต่อทุน	0.27	0.62	1.54	9.25
	จำนวนบริษัท	37	34	26	58
	ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น	0.07372	0.09553	0.11062	-0.25581
1	ขนาดของบริษัท	348.90	358.65	370.10	337.38
	สัดส่วนหนี้ต่อทุน	0.30	0.61	1.53	5.67
	จำนวนบริษัท	42	43	36	34
	ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น	0.11097	0.09645	0.11892	-0.03737
2	ขนาดของบริษัท	1005.29	1066.15	1020.09	1134.92
	สัดส่วนหนี้ต่อทุน	0.30	0.85	1.59	6.90
	จำนวนบริษัท	49	43	39	24
	ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น	0.02546	0.09332	0.10431	-0.28904
3	ขนาดของบริษัท	8434.26	12307.14	13130.12	14636.32
	สัดส่วนหนี้ต่อทุน	0.29	0.81	1.65	5.07
	จำนวนบริษัท	27	35	54	39
	ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น	-0.33207	0.16086	0.02445	0.01335

ซึ่งยังไม่สามารถสรุปผลจากการวิเคราะห์ปัจจัยเบื้องต้นได้ จากการควบคุมปัจจัยทางด้านสัดส่วนหนี้ต่อทุน และโดยเฉพาะผลของขนาดของบริษัทเพียงอย่างเดียว แต่การแบ่งกลุ่มยังไม่สามารถควบคุมปัจจัยได้อย่างแท้จริง กล่าวคือจะเห็นได้จากกลุ่มบริษัทที่มีขนาดใหญ่ แม้จะควบคุมบริษัทให้มีขนาดใกล้เคียงกัน แต่เมื่อทำการเพิ่มสัดส่วนหนี้ต่อทุน ก็ทำให้ขนาดของบริษัท

โดยเฉลี่ยเพิ่มขึ้นด้วย ทำให้ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นโดยเฉลี่ยได้รับผลกระทบจากทั้งปัจจัยทางด้านสัดส่วนหนี้ต่อทุน และ ขนาดของบริษัท จึงไม่สามารถสรุปผลได้อย่างแน่ชัด จึงได้ทำการวิเคราะห์ต่อในส่วนของภาวะหนี้เชิงปริมาณ โดยอาศัยหลักเศรษฐมิติเข้ามาช่วย

ผลการวิเคราะห์เชิงปริมาณ

1. ผลจากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างระดับการถือหุ้นของผู้บริหารต่ออัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

จากการประมาณความสัมพันธ์เบื้องต้น เพื่อหารูปแบบสมการที่เหมาะสมในการหาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการถือหุ้นของผู้บริหาร และผลการดำเนินงานของบริษัท ได้ประมาณค่าสมการออกมา โดยใช้ข้อมูลในปี พ.ศ. 2539 เป็นหลักจากการที่เป็น ช่วงเวลาก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจน่าจะสะท้อนข้อมูลที่ดีกว่า ซึ่งสามารถประมาณโดยแบ่งดังนี้¹⁷

เมื่อแบ่งออกเป็น 5%-25%

$$ADJROE = \beta_0 + \beta_1 * OWNER_1 + \beta_2 * OWNER_2 + \beta_3 * OWNER_3$$

(-0.23196) (0.38813) (0.59995) (-1.79668)

R-square = 0.00626 Adjusted R-square = 0.00142

เมื่อแบ่งออกเป็น 5%-50%

$$ADJROE = \beta_0 + \beta_1 * OWNER_1 + \beta_2 * OWNER_2 + \beta_3 * OWNER_3$$

(-0.15135) (-0.05121) (1.77916) (-4.78770)

R-square = 0.03656 Adjusted R-square = 0.03186

เมื่อแบ่งออกเป็น 20%-50%

$$ADJROE = \beta_0 + \beta_1 * OWNER_1 + \beta_2 * OWNER_2 + \beta_3 * OWNER_3$$

(0.45773) (-0.71443) (2.43373) (-5.11420)

R-square = 0.04076 Adjusted R-square = 0.03608

เมื่อแบ่งออกเป็น 25%-50%

$$ADJROE = \beta_0 + \beta_1 * OWNER_1 + \beta_2 * OWNER_2 + \beta_3 * OWNER_3$$

(0.49657) (-0.74916) (2.56178) (-5.21515)

R-square = 0.04231 Adjusted R-square = 0.03765

¹⁷ ผลจากการประมาณความสัมพันธ์สามารถดูรายละเอียดได้จากภาคผนวก ข

เมื่อแบ่งออกเป็น 25%-75%

$$ADJROE = \beta_0 + \beta_1 * OWNER_1 + \beta_2 * OWNER_2 + \beta_3 * OWNER_3$$

(0.45472) (-0.60774) (2.01542) (-11.59930)

R-square = 0.18167 Adjusted R-square = 0.17769

เมื่อเป็นสมการพหุคูณ

$$ADJROE = \beta_0 + \beta_1 * OWNER^2$$

(1.36143) (-2.17560)

R-square = 0.00757 Adjusted R-square = 0.00597

เมื่อแบ่งออกเป็น 5%-25%-50%

$$ADJROE = \beta_0 + \beta_1 * OWNER_1 + \beta_2 * OWNER_2 + \beta_3 * OWNER_3 + \beta_4 * OWNER_4$$

(-0.37599) (1.10679) (-1.47346) (2.85681) (-5.30662)

R-square = 0.04488 Adjusted R-square = 0.03866

จะเห็นได้ว่าจากการประมาณนี้ ในการแบ่งข้อมูลออกเป็น 25%-75% จะสามารถประมาณความสัมพันธ์ให้มีค่า R-square ที่สูงที่สุด ซึ่งผลที่ได้นี้ แตกต่างจากที่ได้มีการศึกษาในต่างประเทศ ทั้งนี้อาจเป็นไปได้ว่า สำหรับจุดหักเหในจุดทั้งสองนี้ คาดว่ามาจากการที่ การตัดสินใจต่างๆ ภายในกิจการมีหลายอย่างที่ค่อนข้างเสี่ยงอย่างน้อย 1 ใน 4 นอกจากนี้ในส่วนของ การตัดสินใจหลักๆ ซึ่งต้องอาศัยการลงมติพิเศษนั้น ก็ต้องการเสียงข้างมากอย่างน้อย 3 ใน 4 ไม่ว่าจะเป็นในเรื่องการเพิ่มทุน ลดทุน การเลิกกิจการ และการควบกิจการ

อย่างไรก็ดี นอกจากปัจจัยทางด้านโครงสร้างการถือหุ้นของผู้บริหาร ยังมีปัจจัยทางด้านขนาด และ อัตราส่วนหนี้ต่อทุน ที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ในการวิจัยนี้จึงได้ทำการศึกษาค่าความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหาร โดยมีการควบคุมปัจจัยทางเหล่านี้ด้วย เพื่อเป็นการศึกษาว่าแม้ว่าจะมีการควบคุมปัจจัยทางด้านขนาดของบริษัท อัตราส่วนหนี้ต่อทุน แล้วความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของผู้บริหาร ยังคงมีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานด้วย

เมื่อนำตัวอย่างทุกตัวอย่างในแต่ละปีมาวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติ พบว่าสัมประสิทธิ์ของระดับการถือหุ้นของผู้บริหารในระดับที่ 2 หรือ ผู้บริหารมีการถือหุ้นอยู่ 25%-75% จะมีค่าความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความมั่นใจ ร้อยละ 99 และมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก ทั้งนี้ก็คาดว่าเป็นผลจากการที่ผู้บริหารให้ความสนใจในฐานะ ผู้ถือหุ้นในการดำเนินงานด้วย ส่วนเมื่อผู้ถือหุ้นมีการถือหุ้นเกิน 75% ขึ้นไป พบว่าจะมีค่าความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความมั่นใจ ร้อยละ 99 และมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ ทั้งนี้ก็สามารถ

อธิบายได้ว่า การที่ผู้บริหารมีการถือหุ้นเป็นผู้ถือหุ้นหลัก ทำให้มีอำนาจในการตัดสินใจมาก และอาจทำให้ยึดติดกับผลประโยชน์อันนี้ ทำให้ผลการดำเนินงาน ที่วัดในรูปของผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นลดลง

ในขณะที่ปัจจัยทางด้านอัตราส่วนหนี้ต่อทุน ก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยถ่วงน้ำหนัก มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น ร้อยละ 99 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ที่มีค่าเป็นลบ ซึ่งคาดว่าเป็นผลจากภาวะทางด้านดอกเบี้ย ทำให้ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นลดลง ดังจะเห็นได้จากตารางที่ 15¹⁸

ตารางที่ 15

ผลกระทบการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีต่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น
ที่ปรับผลทางด้านอุตสาหกรรม

กำหนดให้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่ปรับผลทางด้านอุตสาหกรรม เป็น ตัวแปรตาม โดยข้อมูลถ่วงน้ำหนักด้วยอัตราส่วนกลับของความเบี่ยงเบนของค่าความเคลื่อนไหว (Residual) จากสมการที่ใช้วิธีสมการการถดถอยอย่างง่าย ตัวอย่างข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่ได้อยู่ในกลุ่ม ธนาคาร การเงิน และ กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย ในปี พ.ศ. 2539-2541 จำนวน 620 ตัวอย่าง

ตัวแปรอิสระ	ค่าสัมประสิทธิ์	T-Stat	P-Value
ค่าคงที่	0.069	0.225	0.821
ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารระดับที่ 1	-0.398	-0.861	0.389
ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารระดับที่ 2	0.985	2.353	0.018
ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารระดับที่ 3	-81.254	-12.115	0.000
อัตราส่วนหนี้ต่อทุน	-0.033	-6.124	0.000
ขนาดของบริษัทระดับที่ 1	0.028	0.234	0.814
ขนาดของบริษัทระดับที่ 2	-0.080	-0.973	0.330
R-squared	0.23229	Mean dependent var	0.01018
Adjusted R-squared	0.22477	S.D. dependent var	0.984412
S.E. of regression	0.86674	Sum squared resid	459.7635
Durbin-Watson stat	2.01268		

¹⁸ รูปแบบสมการอย่างอื่นให้ผลสรุปที่เหมือนกัน แต่ค่า R-Square ต่ำกว่า สามารถดูได้จากภาคผนวก ฉ

ส่วนเมื่อพิจารณาความคงที่ของความสัมพันธ์โดยแยกวิเคราะห์ในแต่ละปี พบว่า ในปี พ.ศ. 2539 ผลจากการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติพบว่าระดับการถือหุ้นของผู้บริหารที่ระดับ 25%-75% มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยถ่วงน้ำหนัก มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และค่าสัมประสิทธิ์มีเครื่องหมายเป็นบวก โดยสามารถอธิบายได้ว่าการที่ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารมีการเพิ่มขึ้นในช่วงนี้ ทำให้ผู้บริหารมองผลประโยชน์ในด้านผู้ถือหุ้นมากขึ้น และมีส่วนทำให้ผลการดำเนินงานดีมากยิ่งขึ้น ในขณะที่เมื่อเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหารมากกว่า 75% มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยถ่วงน้ำหนัก มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 และค่าสัมประสิทธิ์มีเครื่องหมายเป็นลบ¹⁹ ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า เป็นผลจากการที่ผู้บริหารมีการครอบครองหุ้น และมีสิทธิและอำนาจในการดำเนินกิจการมากเกินไป จนอาจยึดติดกับการครอบครอง และ ไม่ยอมให้มีการตรวจสอบจากภายนอก

ส่วนปัจจัยทางด้านขนาดของบริษัทนั้น เฉพาะบริษัทขนาดเล็กที่มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยถ่วงน้ำหนัก แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90% และมีค่าสัมประสิทธิ์ที่มีเครื่องหมายลบ กล่าวคือจากการที่มองว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก เมื่อมีการเพิ่มขนาดขึ้น จะทำให้ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยลง ทั้งนี้อาจเป็นเพราะการที่บริษัทขนาดเล็กจะยังคงมีการเติบโต และทำให้ต้องมีการขยายการลงทุน ทำให้ผลตอบแทนในส่วนของผู้ถือหุ้นนั้นยิ่งลดลง

เมื่อพิจารณาจากในส่วนของปี พ.ศ. 2540 จะเห็นได้ว่าจากตารางมีเฉพาะอัตราส่วนหนี้ต่อทุนที่มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยถ่วงน้ำหนัก ที่มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความมั่นใจร้อยละ 99 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ ทั้งนี้คาดว่าเนื่องมาจากการที่เพิ่มภาระทางด้านดอกเบี้ยมากขึ้น ทำให้ผลตอบแทนลดลง

¹⁹ ค่าสัมประสิทธิ์เป็นค่าลบที่มากผิดปกติ โดยเมื่อเพิ่มการถือหุ้นของผู้บริหาร 1% จะทำให้ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นลดลงถึง 97% ทั้งนี้เกิดจากการที่กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่มีการถือหุ้นของผู้บริหารมากกว่า 75% มีเพียงไม่กี่บริษัท ซึ่งอาจทำให้การแปลผลข้อมูลเบี่ยงเบนได้

ตารางที่ 16
ผลกระทบการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีต่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น
ที่ปรับผลทางด้านอุตสาหกรรม

กำหนดให้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่ปรับผลทางด้านอุตสาหกรรม เป็น ตัวแปรตาม โดยข้อมูลตัวนำหลัก ด้วยอัตราส่วนกลับของความเบี่ยงเบนของค่าความคลื่อน (Residual) จากสมการที่ใช้วิธีสมการการถดถอย อย่างเป็นง่าย ตัวอย่างข้อมูลที่น่าสนใจในการศึกษาคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่ได้อยู่ในกลุ่ม ธนาคาร การเงิน และ กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย ในปี พ.ศ. 2539-2541 จำนวน 620 ตัวอย่าง

ตัวแปรอิสระ	2539			2540			2541		
	สัมประสิทธิ์	T-Stat	P-value	สัมประสิทธิ์	T-Stat	P-value	สัมประสิทธิ์	T-stat	P-Value
ค่าคงที่	0.926	1.833	0.068	0.708	1.391	0.165	-0.789	-1.543	0.124
การถือหุ้นของผู้บริหารระดับที่ 1	-0.461	-1.131	0.259	-1.013	-1.155	0.249	0.646	0.782	0.435
การถือหุ้นของผู้บริหารระดับที่ 2	0.770	2.080	0.038	0.878	1.114	0.266	0.189	0.248	0.804
การถือหุ้นของผู้บริหารระดับที่ 3	-97.826	-25.906	0.000	-16.414	-0.718	0.473	-2.131	-0.094	0.924
อัตราส่วนหนี้ต่อทุน	-0.016	-0.427	0.669	-0.078	-6.222	0.000	-0.018	-2.590	0.010
ขนาดบริษัทขนาดที่ 1	-0.330	-1.701	0.090	-0.084	-0.408	0.683	0.269	1.303	0.193
ขนาดบริษัทขนาดที่ 2	0.036	0.571	0.568	-0.072	-0.391	0.695	-0.051	-0.312	0.755
R-squared	0.8062			0.1656			0.0524		
Adjusted R-squared	0.7997			0.1413			0.0256		
S.E. of regression	0.4172			0.9601			0.9435		
Durbin-Watson stat	2.0391			2.1475			2.0387		
Mean dependent var	-0.0450			0.1847			-0.1124		
S.D. dependent var	0.9323			1.0362			0.9559		
Sum squared resid	31.3328			189.9245			188.7483		

เมื่อพิจารณาประกอบกับกลุ่มตัวอย่างในปี พ.ศ. 2541 ก็พบว่าผลจากการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติที่ได้นั้น ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาที่ได้ในปี พ.ศ. 2539 เช่นกัน กล่าวคือ มีเฉพาะปัจจัยทางด้านอัตราส่วนหนี้ต่อทุน ที่มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยตัวนำหลัก ที่มีค่าความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น ร้อยละ 95 ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ ซึ่งตรงข้ามกับที่คาดไว้ ทั้งนี้สามารถอธิบายได้ว่า การที่อัตราส่วนหนี้ต่อทุนเพิ่มขึ้น ทำให้เกิดภาวะทางด้านดอกเบี้ย และทำให้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นน้อยลง

ซึ่งจะเห็นได้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างระดับการถือหุ้นของผู้บริหาร และ อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นไม่มีความสม่ำเสมอในระหว่างปี (Inconsistency) ซึ่งคาดว่าเป็นผลจากการที่มีความไม่แน่นอนทางด้านกำไร หรือ เมื่ออ้างอิงจากการวิเคราะห์โดยแยกส่วนตาม Du Pont Analysis จะเห็นได้ว่าอาจเป็นผลมาจากการที่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ และทำให้มีผลต่อรายได้ ทั้งนี้ทำให้ต้องมีการวิเคราะห์ต่อ โดยอาศัยหลัก จากการวิเคราะห์ Du Pont Analysis เข้ามาใช้ โดยจากการที่คาดว่า ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารอาจจะไม่ได้มีความสัมพันธ์โดยตรงกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น แต่อาจจะมีสัมพันธ์กับส่วนประกอบของอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ซึ่งแยกโดยการวิเคราะห์ดังกล่าว และจากผลการที่ระดับการถือหุ้นไม่ได้มีความสัมพันธ์โดยตรง อาจทำให้เกิดความไม่สม่ำเสมอระหว่างปีได้

2. ผลจากวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างระดับการถือหุ้นของผู้บริหารและอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด และผลการศึกษาในแต่ละปี พบว่า

ในปี พ.ศ. 2539 พบว่าระดับการถือหุ้นของผู้บริหารระดับที่ 1 หรือที่มีการถือหุ้นไม่เกิน 25 % มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยถ่วงน้ำหนักที่มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ ทั้งนี้คาดว่า การที่ผู้บริหารมีการถือหุ้นมากขึ้นในระดับการถือหุ้นที่ต่ำ โดยยังไม่มีการถือหุ้นที่มากพอที่จะมีส่วนในการตัดสินใจที่สำคัญ ทำให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์มากขึ้นกว่าเดิม และ ก่อให้เกิดปัญหาในการบริหารสินทรัพย์มากขึ้น โดยจากผลการวิเคราะห์ทางสถิติพบว่าเมื่อมีการถือหุ้นของผู้บริหารเพิ่มขึ้น 1% ทำให้ประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ทั้งหมดลดลง 1.052 เท่า

ส่วนค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยถ่วงน้ำหนักของระดับการถือหุ้นของผู้บริหารระดับที่ 2 หรือที่มีการถือหุ้นอยู่ระหว่าง 25%-75% นั้นมีค่าความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 โดยค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการวิเคราะห์มีเครื่องหมายเป็นบวก ซึ่งคาดว่าเกิดจากการที่เมื่อผู้บริหารมีการถือหุ้นเพิ่มมากขึ้น จนมีส่วนปรับผลประโยชน์เข้าหาผู้ถือหุ้น ประกอบกับ การเพิ่มขึ้นของหุ้นที่ถืออยู่ในระดับที่สามารถมีส่วนในการตัดสินใจที่สำคัญได้ และ ทำให้เกิดความมีประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์มากยิ่งขึ้น ซึ่งผลจากการวิเคราะห์ทางสถิติพบว่า เมื่อมีการถือหุ้นของผู้บริหารเพิ่มขึ้น 1% ทำให้เพิ่มประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ทั้งหมด 0.805 เท่า

ส่วนขนาดของบริษัทที่มีขนาดใหญ่ นั้น ก็มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยถ่วงน้ำหนักที่มีค่าความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 โดยมีค่า

สัมประสิทธิ์เป็นเครื่องหมายลบ ทั้งนี้สามารถอธิบายได้ว่าเมื่อบริษัทมีขนาดของบริษัทมากขึ้น มีสินทรัพย์ในการที่ต้องบริหาร ต้องดูแลมากขึ้น จนอาจทำให้ไม่มีความคล่องตัวในการบริหารสินทรัพย์ให้มีประสิทธิภาพได้ การที่ขยายสินทรัพย์แทนที่จะให้ผลตอบแทนที่ดี เลยทำให้ประสิทธิภาพในส่วนนี้ลดลง

ตารางที่ 17²⁰

ผลกระทบการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีต่ออัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด

กำหนดให้อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด เป็น ตัวแปรตาม โดยข้อมูลถ่วงน้ำหนักด้วยอัตราส่วนกลับของความเบี่ยงเบนของค่าความคลื่อน (Residual) จากสมการที่ใช้วิธีสมการการถดถอยอย่างง่าย ตัวอย่างข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่ได้อยู่ในกลุ่มธนาคาร การเงิน และ กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย ในปี พ.ศ. 2539-2541 จำนวน 620 ตัวอย่าง

ตัวแปรอิสระ	2539			2540			2541		
	สัมประสิทธิ์	T-Stat	P-Value	สัมประสิทธิ์	T-Stat	P-Value	สัมประสิทธิ์	T-Stat	P-Value
ค่าคงที่	0.953	1.542	0.124	0.222	0.672	0.501	0.281	0.810	0.418
ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารระดับที่ 1	-1.052	-2.108	0.036	-1.364	-2.399	0.017	-0.939	-1.676	0.095
ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารระดับที่ 2	0.805	1.779	0.076	1.286	2.517	0.012	1.258	2.433	0.015
ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารระดับที่ 3	-3.868	-0.837	0.403	1.071	0.072	0.942	-9.046	-0.593	0.553
อัตราส่วนหนี้ต่อทุน	0.068	1.445	0.149	-0.008	-1.031	0.303	-0.006	-1.342	0.180
ขนาดของบริษัทระดับที่ 1	-0.063	-0.268	0.788	0.269	2.005	0.046	0.232	1.659	0.098
ขนาดของบริษัทระดับที่ 2	-0.203	-2.642	0.008	-0.278	-2.306	0.022	-0.321	-2.875	0.004
R-squared	0.076454			0.067101			0.065621		
Adjusted R-squared	0.04587			0.039929			0.039177		
S.E. of regression	0.510327			0.622763			0.639349		
Durbin-Watson stat	2.083409			1.809026			1.80262		
Mean dependent var	0.682078			0.702662			0.701361		
S.D. dependent var	0.522395			0.635581			0.652254		
Sum squared resid	46.87802			79.89371			86.65875		

ส่วนในปี พ.ศ. 2540 พบว่า ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารในระดับที่ 1 หรือที่มีการถือหุ้นไม่เกิน 25% มีค่าสัมประสิทธิ์ที่มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น

²⁰ ตารางสรุปผลความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารต่ออัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมดรวมตัวอย่าง 3 ปี สามารถดูได้จากภาคผนวก ฉ.

ร้อยละ 95 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ ทั้งนี้คาดว่ากรณีที่ผู้บริหารมีการถือหุ้นมากยิ่งขึ้น ทำให้เกิดปัญหาในการบริหารสินทรัพย์มากยิ่งขึ้น อาจทำให้ผู้บริหารมีสิทธิ์ออกเสียงมากขึ้น แต่ยึดติดกับผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าของผู้ถือหุ้น จึงทำให้ประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ทั้งหมด นั้น ลดลง 1.364 เท่า เมื่อมีการถือหุ้นของผู้บริหารเพิ่มขึ้น 1%

ส่วนค่าสัมประสิทธิ์ของระดับการถือหุ้นของผู้บริหาร ระดับที่ 2 หรือเมื่อมีการถือหุ้น 25%-75% ก็มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 เช่นกัน แต่มีค่าสัมประสิทธิ์ที่มีเครื่องหมายเป็นบวก ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า น่าจะเป็นผลจากการเมื่อผู้บริหารมีการถือหุ้นเพิ่มขึ้นในระดับนี้ ทำให้ปรับผลประโยชน์เข้าหากัน และทำให้สามารถบริหารสินทรัพย์ให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น ซึ่งสะท้อนไปถึงผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่เปลี่ยนแปลงไปในทางบวกเช่นเดียวกัน โดยเมื่อผู้บริหารมีการถือหุ้นเพิ่มมากขึ้น 1% มีผลทำให้อัตรากาารหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมดเพิ่มขึ้น 1.286 เท่า

นอกจากนี้ปัจจัยทางด้านขนาดของบริษัททั้งที่มีขนาดเล็ก และขนาดใหญ่ ก็มีค่าสัมประสิทธิ์ที่มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น ร้อยละ 95 โดยบริษัทที่มีขนาดเล็กมีสัมประสิทธิ์ที่มีเครื่องหมายเป็นบวก ซึ่งเป็นไปตามที่คาดไว้ และสามารถอธิบายได้ว่าการที่บริษัทขนาดเล็ก ทำให้มีโอกาสในการเติบโต สามารถบริหารสินทรัพย์ได้มีประสิทธิภาพมากกว่า หรือสามารถหาผลตอบแทนจากการลงทุนได้มากกว่า ส่วนเมื่อบริษัทมีขนาดใหญ่ ทำให้ยากในการบริหารสินทรัพย์

ส่วนเมื่อพิจารณาในปี พ.ศ. 2541 พบว่าผลจากการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิตินั้น มีสัมประสิทธิ์ของระดับการถือหุ้นของผู้บริหารระดับที่1 หรือมีการถือหุ้นน้อยกว่า 25% มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น ร้อยละ 90 และมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบเช่นเดียวกับผลการวิเคราะห์ในปีอื่นๆ ทั้งนี้ก็สามารถอธิบายได้เช่นกันว่า ในปี พ.ศ. 2541 การที่ระดับการถือหุ้นเพิ่มขึ้น 1% ทำให้บริษัทสามารถบริหารสินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพลดลง 0.939

ส่วนในระดับการถือหุ้นระหว่าง 25% และ 75% หรือที่ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารระดับ 2 มีค่า แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น ร้อยละ 95 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยถ่วงน้ำหนัก เป็นบวก จากการศึกษาที่ทำการบริหารได้ดีมากขึ้น เมื่อผู้บริหารปรับผลประโยชน์เข้าหาผู้ถือหุ้น จากการศึกษาที่ผู้บริหารมีการถือหุ้นมากยิ่งขึ้น โดยเมื่อเพิ่มขึ้น 1% ทำให้อัตรากาารหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด หรือการสร้างยอดขายจากการลงทุนเพิ่มขึ้น 1.258 เท่า

ขนาดของบริษัทก็มีส่วนสำคัญต่อประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ โดยพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยถ่วงน้ำหนักของบริษัทขนาดเล็ก มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น ร้อยละ 90 และมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก ส่วนบริษัทขนาดใหญ่ มีค่าแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 และมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ ซึ่งก็เป็นไปตามที่คาดไว้ ว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์โดยรวมที่ต่ำกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก

จากการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติทั้งในรูปแบบรวมทั้ง 3 ปี และ แบบกรณีแยกแต่ละปี จะเห็นได้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างระดับการถือหุ้นของผู้บริหารและอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น มีลักษณะที่ไม่สม่ำเสมอในแต่ละปี ทั้งนี้จากการวิจัยต่อไปพบว่า ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารนั้นไม่ได้มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นโดยตรง แต่เกิดจากการที่เมื่อผู้บริหารเข้ามามีส่วนในการเป็นเจ้าของมากขึ้น โดยถ้าเดิมการถือหุ้นของผู้บริหารมีระดับต่ำ กล่าวคือ มีการถือหุ้นไม่เกิน 25% การเพิ่มการถือหุ้นของผู้บริหารที่ไม่เกิน ช่วงดังกล่าว นอกจากจะไม่ทำให้การทำงานดีขึ้น ยังส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ทั้งหมดแย่ลง แต่ในกรณีที่ผู้บริหารมีการถือหุ้นเพิ่มมากขึ้นและอยู่ในช่วง 25%-75% จะมีส่วนในการเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์มากขึ้น และทำให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นด้วย

3. ผลจากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างระดับการถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย (Net Profit Margin) ในแต่ละปีพบว่า เป็นไปตามตารางที่ 18

จะเห็นได้ว่าในปี พ.ศ. 2539 อัตราส่วนหนี้ต่อทุนมีค่าสัมประสิทธิ์ที่มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 และมีค่าสัมประสิทธิ์ที่มีเครื่องหมายเป็นลบ ซึ่งเป็นไปตามที่ได้คาดไว้ กล่าวคือ จากการที่บริษัทมีอัตราส่วนหนี้ต่อทุนเพิ่มมากขึ้น จะก่อให้เกิดภาระทางด้านดอกเบี้ย และทำให้กำไรสุทธิที่ได้หักดอกเบี้ยลดลง แม้จะสามารถลดภาระทางด้านภาษี (Tax Shield Benefit) แต่คาดว่าภาระทางด้านดอกเบี้ยอาจจะมากกว่า

ส่วนปัจจัยทางด้านขนาดนั้น บริษัทที่มีขนาดเล็กและขนาดใหญ่มีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยถ่วงน้ำหนัก ที่มีค่าความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 และ ร้อยละ 95 ตามลำดับ ซึ่งเมื่อพิจารณาเครื่องหมายของสัมประสิทธิ์ของตัวเองแปรทั้งคู่พบว่า เป็นบวก และพบว่าเมื่อบริษัทมีขนาดเล็กสามารถให้กำไรสุทธิต่อยอดขายที่มากกว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ได้ ทั้งนี้คาดว่าอาจเป็นผลจากการที่บริษัททั้งสองขนาดมียอดขายที่แตกต่างกัน กล่าวคือ บริษัทที่มีขนาดใหญ่แม้ว่าจะมีกำไรสุทธิที่มากกว่าแต่ก็อาจจะมียอดขายที่มากกว่าด้วย

ตารางที่ 18²¹

ผลกระทบการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีต่ออัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย

กำหนดให้อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขายเป็น ตัวแปรตาม โดยข้อมูลล่วงหน้าหนักด้วยอัตราส่วนกลับของความเบี่ยงเบนของค่าความคลื่อน (Residual) จากสมการที่ใช้วิธีสมการการถดถอยอย่างง่าย ตัวอย่างข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่ได้อยู่ในกลุ่ม ธนาคาร การเงิน และ กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย ในปี พ.ศ. 2539- 2541 จำนวน 620 ตัวอย่าง

ตัวแปรอิสระ	2539			2540			2541		
	สัมประสิทธิ์	T-Stat	P-Value	สัมประสิทธิ์	T-Stat	P-Value	สัมประสิทธิ์	T-Stat	P-Value
ค่าคงที่	-0.1674	-1.0637	0.2889	1.6719	0.7150	0.4754	2.5829	1.5763	0.1165
ระดับการถือหุ้นระดับที่ 1	0.1280	1.0068	0.3154	-6.5206	-1.6195	0.1069	-4.6894	-1.7715	0.0779
ระดับการถือหุ้นระดับที่ 2	-0.0039	-0.0337	0.9732	2.5030	0.6920	0.4897	2.5026	1.0246	0.3067
ระดับการถือหุ้นระดับที่ 3	0.3751	0.3189	0.7502	5.9048	0.0563	0.9552	-10.5199	-0.1460	0.8841
อัตราส่วนหนี้ต่อทุน	-0.0593	-4.9229	0.0000	-0.0347	-0.6028	0.5473	-0.0127	-0.5570	0.5781
ขนาดของบริษัทระดับที่ 1	0.1050	1.7365	0.0842	-0.8011	-0.6318	0.5282	-0.8047	-1.2177	0.2247
ขนาดของบริษัทระดับที่ 2	0.0458	2.3304	0.0209	-0.5188	-0.6081	0.5438	-0.3035	-0.5740	0.5666
R-squared	0.165721			0.017853			0.023647		
Adjusted R-squared	0.137911			-0.010754			-0.00399		
S.E. of regression	0.12998			4.408367			3.020827		
Durbin-Watson stat	1.899261			1.996417			1.999863		
Mean dependent var	0.082593			-0.700654			0.054139		
S.D. dependent var	0.139991			4.384853			3.014825		
Sum squared resid	3.04107			4003.342			1934.584		

ส่วนในปี พ.ศ. 2540 นั้นไม่มีปัจจัยใดๆเลยที่สามารถอธิบายอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย ทั้งนี้คาดว่าเป็นผลมาจากการที่ในปีนี้เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ข้อมูลจึงมีความเบี่ยงเบน บริษัทส่วนใหญ่มีการขาดทุน แม้อัตราส่วนหนี้ต่อทุนน่าจะเป็นปัจจัยหนึ่งที่สามารถอธิบายอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขายนี้ได้ แต่เนื่องจากต้องพิจารณาในกรณีต่อไปด้วยว่ามีสัด

²¹ ตารางสรุปผลความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารต่ออัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขายรวมตัวอย่าง 3 ปี สามารถดูได้จากภาคผนวก ก.

ส่วนนี้ต่างประเทศ และ หนีภายในประเทศเท่าไร เนื่องจากในปีนี้ ค่าเงินบาทอ่อนตัวลงอย่างรวดเร็ว บริษัทที่มีสัดส่วนหนี้แม้ว่าจะมาก แต่หากเป็นหนีภายในประเทศ อาจได้รับผลกระทบน้อยกว่า บริษัทที่มีหนี้เป็นหนี้ต่างประเทศได้

สำหรับผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงเศรษฐกิจ พบว่าในปี พ.ศ. 2541 นั้นระดับการถือหุ้นของผู้บริหารมีค่าความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยถ่วงน้ำหนักที่มีเครื่องหมายเป็นลบ แสดงว่าแม้ว่ามีการเพิ่มระดับการถือหุ้นของผู้บริหารในช่วงที่น้อยกว่า 25% ก็ไม่สามารถที่จะปรับปรุงความสามารถในการทำกำไรของบริษัทได้ ในทางตรงกันข้ามกับเป็นการเพิ่มค่าใช้จ่ายและทำให้มีประสิทธิภาพในการทำกำไรอีกด้วย

4. ผลจากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างระดับการถือหุ้นของผู้บริหาร และ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาหลักทรัพย์

จากผลการศึกษาที่ได้พบว่าระดับการถือหุ้นที่แตกต่างกัน มีส่วนในการส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพของบริษัทในการบริหารสินทรัพย์ ถึงแม้ว่าระดับการถือหุ้นของผู้บริหารจะไม่ได้มีความสัมพันธ์โดยตรงกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นโดยตรงก็ตาม การศึกษานี้จึงได้ทำการศึกษาต่อว่าผลกระทบของปัจจัยทางด้านระดับการถือหุ้นของผู้บริหาร ที่มีต่อผลการดำเนินงานนั้น สามารถสะท้อนให้นักลงทุนเห็นหรือไม่ จึงได้ทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาหลักทรัพย์ซึ่งผลที่ได้จากการศึกษานั้นได้ผลสรุปตามตารางที่ 19

เมื่อพิจารณาปัจจัยทางด้านระดับการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีต่อผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาหลักทรัพย์ จะเห็นได้ว่าผลที่ได้นั้น ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารในระดับที่ 1 เท่านั้นที่มีค่าความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 เฉพาะปี พ.ศ. 2539 ส่วนในปีอื่นๆนั้นไม่มีค่านัยสำคัญทางสถิติเลย จึงไม่สามารถสรุปความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยการถือหุ้นของผู้บริหาร และ ผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาหลักทรัพย์

ตารางที่ 19²²ผลกระทบการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีต่อผลตอบแทนส่วนเกิน
เมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาลัทธิภัย

กำหนดให้ผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาลัทธิภัยเป็น ตัวแปรตาม โดยข้อมูลช่วง
น้ำหนักด้วยอัตราส่วนกลับของความเบี่ยงเบนของค่าความเคลื่อนไหว (Residual) จากสมการที่ใช้วิธีสมการการถด
ถอยอย่างง่าย ตัวอย่างข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ที่ไม่ได้อยู่ในกลุ่ม ธนาคาร การเงิน และ กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย ในปี พ.ศ. 2539- 2541 จำนวน 620
ตัวอย่าง

EXCAPM	2539			2540			2541		
ตัวแปรอิสระ	สัมประสิทธิ์	T-Stat	P-Value	สัมประสิทธิ์	T-Stat	P-Value	สัมประสิทธิ์	T-Stat	P-Value
ค่าคงที่	-1.0515	-2.2373	0.0265	-1.3568	-4.5796	0.0000	-1.1862	-2.637	0.0090
ระดับการถือหุ้นระดับที่ 1	-0.6983	-1.8331	0.0684	-0.4188	-0.8177	0.4145	-0.1090	-0.142	0.8868
ระดับการถือหุ้นระดับที่ 2	0.3000	0.8720	0.3844	0.4662	1.0135	0.3120	0.4828	0.687	0.4923
ระดับการถือหุ้นระดับที่ 3	1.3949	0.4019	0.6882	-13.0838	-0.9796	0.3284	-4.9127	-0.236	0.8134
ขนาดของบริษัทระดับที่ 1	0.4066	2.2484	0.0258	0.5165	4.2601	0.0000	0.5295	2.887	0.0043
ขนาดของบริษัทระดับที่ 2	0.0548	0.9435	0.3467	0.0964	0.8919	0.3735	0.1247	0.818	0.4140
อัตราส่วนกำไรต่อหุ้นและราคาต่อหุ้น	-0.0389	-1.1931	0.2344	-0.0385	-0.8196	0.4134	-0.0152	-1.077	0.2823
R-squared	0.120094			0.138033			0.070094		
Adjusted R-squared	0.090764			0.113048			0.043776		
S.E. of regression	0.401238			0.561643			0.872095		
Durbin-Watson stat	1.983948			1.846121			1.830918		
Mean dependent var	-0.02429			-0.089261			0.164311		
S.D. dependent var	0.420789			0.596363			0.891834		
Sum squared resid	28.97861			65.29676			161.2385		

ส่วนปัจจัยทางด้านขนาดของบริษัทที่มีขนาดเล็กนั้นพบว่าค่าสัมประสิทธิ์มีค่า
ความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ในปี พ.ศ. 2540-
2541 และร้อยละ 95 ในปี พ.ศ. 2539 และค่าสัมประสิทธิ์นั้นมีเครื่องหมายเป็นบวก ซึ่งก็เป็นไปตาม

²² ตารางสรุปผลความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารต่อผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาลัทธิภัย รวมตัวอย่าง 3 ปี สามารถดูได้จากภาคผนวก ก.

ที่คาดไว้ โดยเมื่อนักลงทุนมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันในการตัดสินใจลงทุน นักลงทุนจะเลือกบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ทั้งนี้ทำให้บริษัทที่มีขนาดเล็กต้องมีผลตอบแทนส่วนเกิน เพื่อชดเชยความเสี่ยง

5. ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารและผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับผลตอบแทนของตลาด

ตารางที่ 20²³

ผลกระทบการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีต่อผลตอบแทนส่วนเกิน
เมื่อเทียบกับผลตอบแทนของตลาด

กำหนดให้ผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับผลตอบแทนของตลาดเป็น ตัวแปรตาม โดยข้อมูลตัวนำหน้าด้วยอัตราส่วนกลับของความเบี่ยงเบนของค่าความเคลื่อนไหว (Residual) จากสมการที่ใช้วิธีสมการการถดถอยอย่างง่าย ตัวอย่างข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่ได้อยู่ในกลุ่ม ธนาคาร การเงิน และ กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย ในปี พ.ศ. 2539- 2541 จำนวน 620 ตัวอย่าง

EXMKT	2539			2540			2541		
	สัมประสิทธิ์	T-Stat	P-Value	สัมประสิทธิ์	T-Stat	P-Value	สัมประสิทธิ์	T-Stat	P-Value
ตัวแปรอิสระ									
ค่าคงที่	-1.1043	-2.4854	0.0137	-1.2367	-4.3448	0.0000	-1.3933	-2.8869	0.0044
ระดับการถือหุ้นระดับที่ 1	-0.0860	-0.1138	0.9096	-0.4178	-0.8491	0.3966	-0.5361	-1.3705	0.1722
ระดับการถือหุ้นระดับที่ 2	0.4877	0.7032	0.4827	0.6580	1.4869	0.1380	0.2034	0.5756	0.5655
ระดับการถือหุ้นระดับที่ 3	-4.4784	-0.2180	0.8276	-8.8146	-0.6869	0.4929	2.0427	0.5732	0.5672
ขนาดของบริษัทระดับที่ 1	0.5150	2.8427	0.0049	0.5981	5.1346	0.0000	0.6112	3.2918	0.0012
ขนาดของบริษัทระดับที่ 2	0.1029	0.6834	0.4951	-0.0723	-0.6964	0.4869	-0.0643	-1.0785	0.2823
อัตราส่วนกำไรต่อหุ้นและราคาต่อหุ้น	-0.0145	-1.0410	0.2990	-0.0379	-0.8403	0.4017	-0.0256	-0.7663	0.4445
R-squared	0.077294			0.139186			0.065025		
Adjusted R-squared	0.046537			0.114235			0.038563		
S.E. of regression	0.421581			0.53958			0.861699		
Durbin-Watson stat	2.030924			1.768919			1.841/15		
Mean dependent var	0.161044			0.202862			0.207886		
S.D. dependent var	0.431747			0.573319			0.878611		
Sum squared resid	31.99154			60.26739			157.4155		

²³ ตารางสรุปผลความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารต่อผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับผลตอบแทนของตลาด รวมตัวอย่าง 3 ปี สามารถดูได้จากภาคผนวก ร.

จากการที่คาดว่าระดับการถือหุ้นของผู้บริหาร อาจจะไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาหลักทรัพย์ แต่อาจจะทำให้สะท้อนในตลาดว่า บริษัทมีความแตกต่างในการบริหารงาน และ อาจมีส่วนทำให้ผลการดำเนินงานที่ดีกว่าตลาดโดยทั่วไป จึงได้ทำการวิเคราะห์ในทางเศรษฐมิติ และได้ผลตามตารางที่ 20 จากผลการศึกษาที่ได้ก็พบว่าปัจจัยทางด้านขนาดของบริษัทที่มีขนาดเล็ก มีค่าความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ในทุกปี โดยที่มีค่าสัมประสิทธิ์ที่มีเครื่องหมายเป็นบวก ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า การที่บริษัทมีขนาดเล็ก มีความไม่มั่นคงเท่ากับบริษัทที่มีขนาดใหญ่ เมื่อนักลงทุนมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันในตลาด การตัดสินใจเลือกลงทุนจะเลือกบริษัทเล็ก ก็ต่อเมื่อได้รับผลตอบแทนส่วนเกินเพิ่มขึ้น เพื่อมาชดเชยความเสี่ยงที่มากขึ้น

จากผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของระดับการถือหุ้นของผู้บริหาร และ ผลการดำเนินงานที่วัดทั้งในรูปแบบของผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น และ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะสามารถสรุปได้ว่า ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารนั้น ไม่ได้มีความสัมพันธ์โดยตรงกับผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น แต่จะมีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ของบริษัท และ เมื่อพิจารณาจะเห็นได้ว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวนี้ไม่ได้สะท้อนในราคาของหลักทรัพย์ของบริษัท โดยบทสรุปจะกล่าวในบทถัดไป

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ

สรุปผลการวิจัย

จากการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นตลอดจนวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติ พบว่า ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่เป็นอัตราส่วนที่วัดผลการดำเนินงานทางบัญชีโดยตรง แต่กลับมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ซึ่งแสดงถึงประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ทั้งหมด ในส่วนนี้สามารถอธิบายได้ว่า จากการที่เมื่อมีการแบ่งแยกส่วนระหว่างส่วนของเจ้าของ และส่วนของผู้บริหารที่เป็นตัวแทนเข้ามาทำหน้าที่ตัดสินใจในการทำงานแต่ละวันแต่เนื่องจากความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ ทำให้ผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของเงินทุน พยายามเข้ามามีส่วนในการควบคุมการทำงาน ซึ่งทางเลือกหนึ่งก็คือการสร้างแรงจูงใจในการทำงานในการตัดสินใจต่างๆ ให้คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมากขึ้น ทำให้มีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ทั้งหมด แต่อย่างไรก็ดี ความสัมพันธ์ระหว่างระดับการถือหุ้นของผู้บริหารนั้น ก็ไม่ได้มีลักษณะอย่างเดียวกันโดยตลอดทุกระดับ กล่าวคือ คาดว่าเนื่องจากสิทธิในการออกเสียงตัดสินใจต่างๆ ในบริษัทต้องอาศัยเสียงของหุ้นอย่างน้อย 25 % ในการเข้าประชุม ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ในขณะที่เดียวกันจุดเปลี่ยนแปลงความสัมพันธ์อีกจุดหนึ่งก็คือในเรื่องของการมีสิทธิในการลงมติพิเศษ ต้องอาศัยเสียงข้างมากอย่างน้อย 75% ซึ่งเหตุผลตรงนี้ทำให้บริษัทใดที่มีผู้บริหารมีการถือหุ้นจำนวนมาก ก็ทำให้การถือหุ้นหรือการออกเสียงไม่กระจาย และมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน

โดยจากที่ได้ทำการศึกษาพบว่าในระดับที่มีการเพิ่มขึ้นของการถือหุ้นในระดับที่น้อยกว่า 25% นั้น ทำให้แม้จะเพิ่มแรงจูงใจแต่ก็ยังไม่สามารถทำให้ผู้บริหารมีสิทธิในการตัดสินใจในการทำงานได้มากนัก กลับทำให้ผู้บริหารมีความยึดติดกับการครอบครองมากขึ้น และ ทำให้มีผลต่อประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ในทางไม่ดีมากขึ้นด้วย แต่เมื่อมีการเพิ่มขึ้นของระดับการถือหุ้นของผู้บริหารอยู่ระหว่าง 25%-75% มีผลเป็นไปตามที่ผู้ถือหุ้นต้องการก็คือการบริหารสินทรัพย์มีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยทั้งนี้ไม่ได้เป็นผลมาจากอุตสาหกรรม²⁴

²⁴ ตารางสรุปกลุ่มบริษัทในอุตสาหกรรมต่างๆที่มีการกระจายของการถือหุ้นของผู้บริหารแบ่งออกเป็น 3 ระดับดูได้จากภาคผนวก ด.

อย่างไรก็ดีเมื่อพิจารณาจากความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขายนั้น ก็ไม่สามารถสรุปความสัมพันธ์ระหว่างระดับการถือหุ้นของผู้บริหารได้ เนื่องจากความสัมพันธ์ในแต่ละปีนั้น ไม่สม่ำเสมอระหว่างช่วงเวลา และอาจจะเป็นส่วนที่ทำให้ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นนั้นมีความสัมพันธ์กับระดับการถือหุ้นของผู้บริหารอย่างไม่สม่ำเสมอด้วยเช่นกัน

แต่อย่างไรก็ดี เมื่อได้ทำการศึกษาต่อในแง่ของตลาด เพื่อดูว่าความสัมพันธ์ของระดับการถือหุ้นของผู้บริหารได้มีส่วนสะท้อนให้นักลงทุนเห็นหรือไม่ ทั้งในส่วนของผลตอบแทนส่วนเกิน เมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาหลักทรัพย์ และผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับตลาดพบว่าไม่ได้มีปัจจัยทางด้านนี้ไปมีส่วนในการกำหนดผลตอบแทนของหลักทรัพย์เลยซึ่งทำให้ไม่สามารถตอบปัญหาจากที่มีมาตั้งแต่ในอดีตข้อหนึ่งก็คือ การที่ผู้ถือหุ้นนั้นให้ส่วนของหุ้นของบริษัท โดยคาดว่าผู้บริหารจะมีแรงจูงใจในการทำงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมากขึ้นนั้น สามารถกระตุ้นเป็นแรงจูงใจในการทำงานได้หรือไม่ เพราะทั้งนี้เมื่อพิจารณาในผลประโยชน์ของผู้บริหารจากการที่ได้มีส่วนในหุ้นของบริษัท แต่ผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นไม่ได้มีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพการดำเนินงานของผู้บริหารเลย กล่าวคือถึงแม้ผู้บริหารตั้งใจทำงานเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเต็มที่ ก็ไม่ได้หมายความว่าผู้บริหารจะได้ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์มากยิ่งขึ้นนั่นเอง ทำให้ยังคงต้องมีการศึกษาในหัวข้อนี้กันต่อไปในประเทศไทย

ข้อจำกัดในการศึกษา

จากการศึกษาครั้งนี้พบว่าข้อจำกัดส่วนหนึ่งมาจากข้อมูลทางด้านเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้บริหาร โดยจากการที่คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ได้ให้บริษัททุกบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เปิดเผยข้อมูลการถือหุ้นของผู้บริหาร โดยข้อมูลในส่วนนี้ยังไม่ได้มีการรวบรวมข้อมูลมาก่อน การศึกษาจึงต้องเก็บข้อมูลจากในส่วนรายงานเพิ่มเติมแบบ 56-1 และ 56-2 ซึ่งบางบริษัทอาจจะมีข้อมูลไม่ครบถ้วน

นอกจากนี้ในส่วนของการศึกษาการถือหุ้นของผู้บริหารไม่ได้รวมถึงการถือหุ้นของผู้บริหารที่ถือในรูปแบบของบริษัท หรือสถาบันอื่นๆด้วย โดยจากการเก็บข้อมูลพบว่า บริษัทบางบริษัทที่มีการถือหุ้นของผู้บริหารที่ถือเป็นรายบุคคลน้อย แต่เมื่อพิจารณาจากการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นหลักซึ่งส่วนใหญ่เป็นสถาบัน พบว่าผู้บริหารมีส่วนร่วมในการบริหารสถาบันนั้นๆด้วย หรือมีส่วนในทุนของสถาบันด้วย

ข้อเสนอแนะ

สำหรับข้อเสนอแนะในการศึกษาต่อนั้น จากการศึกษาสามารถนำไปศึกษาต่อเพื่อประกอบกับรูปแบบเครื่องมืออื่นๆในเครื่องมือควบคุมการทำงาน (Control Mechanism) เช่นในเรื่องของนโยบายการจ่ายเงินปันผลเพื่อหารูปแบบสัดส่วนการใช้จ่ายเพื่อลดปัญหาความขัดแย้งภายในองค์กร เพื่อพัฒนาผลการดำเนินงานของบริษัทต่อไป และในส่วนของเครื่องมือในการจูงใจโดยใช้ตราสารสิทธิในการซื้อหุ้นสามัญ หากสามารถศึกษาข้อมูลทางด้านตราสารสิทธิในการซื้อหุ้นสามัญ (Stock Option) ซึ่งในปัจจุบันข้อมูลในเรื่องนี้ยังไม่ได้มีข้อบังคับให้ทำการเปิดเผยก็สามารถศึกษาต่อในส่วนที่คาดว่าจะมีผลต่อแรงจูงใจในการทำงานของผู้บริหาร ตลอดจนในส่วนที่กล่าวไว้แล้วซึ่งเป็นข้อจำกัดข้อหนึ่งในการศึกษานี้ก็คือ ในเรื่องของการถือหุ้นของผู้บริหารที่ไม่ได้ถือหุ้นโดยตรง แต่มีการถือหุ้นในนามของสถาบันหรือบริษัทอื่น และบริษัทเป็นผู้ถือหุ้นหลักของบริษัท ก็น่าจะมีผลต่อผลการดำเนินงานเช่นกัน

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

กาญจนา ตั้งภากรณ์. ประสิทธิผลของคณะกรรมการบริษัทที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ สาขาบริหารธุรกิจ บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2542.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ประมวลข้อกำหนดตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในส่วนที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจดทะเบียน. กรุงเทพมหานคร, 2541.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. มาตรฐานการบัญชี แนวทางในการปฏิบัติ และตัวอย่างการเปิดเผยข้อมูล. กรุงเทพมหานคร, 2538.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. รายงานการกำกับดูแลกิจการที่ดี. กรุงเทพมหานคร, 2543.

ณัฐ รัตติธรรม. ผลกระทบของกลไกการควบคุมการดำเนินงานของผู้บริหารต่อผลการดำเนินงานของบริษัท : กรณีศึกษาระบบสถาบันการเงินไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ สาขาบริหารธุรกิจ บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2541.

วิชัย โสสุวรรณจินดา, สิริวิมล สุขพรชัยกุล. พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535. พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพมหานคร : บริษัทสำนักพิมพ์ธรรมนิติ จำกัด. 2535.

สุชาบดี สัตต์บุศย์. กฎหมายสำหรับผู้ถือหุ้นและกรรมการ บริษัท มหาชน จำกัด. กรุงเทพมหานคร 2537.

ภาษาอังกฤษ

Banz, Rolf W. March. The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks. Journal of Financial Economics 9 (March 1981): 3-18.

Bart, Angela. Jul/Aug. Return on Common Equity. Canadian Shareowner 8 (Jul/Aug 1995): 22-23.

Basu, Sanjoy. Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earning Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis. Journal of finance 3 (June 1977): 471-490.

- Basu, Sanjoy. The Relationship between Earnings' Yield, Market Value and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence. Journal of Financial Economics 12 (June 1983): 129-156.
- Ding, David K.; and Charlie Charoenwong. A Simultaneous Study of the Size, Earning/Price, and January Effects in the Stock Markets of Taiwan, Korea, and Thailand. Advances in Pacific Basin Financial Markets 2B (1996): 253-272.
- Eisemann, Peter C. Return on Equity and Systematic Ratio Analysis. Commercial Lending review 12 (Summer 1997): 51-57.
- Gujarati, Damodar N., Basic Econometrics 3rd edition Mcgraw-Hill International Edition 1995.
- Han, Ki C-Lee; Suk Hun-Suk; and David Y. Ownership Structure and Firm Performance: International evidence. Multinational Business Review 7 (Spring 1999): 92-97.
- Hudson, Carl D.; John S. Jahera, Jr.; and William P. Lloyd. Further Evidence on the Relationship Between ownership and Performance. The Financial Review 2 (May 1992): 227-239.
- Jensen, Michael C.; and William H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics 3 (October 1976): 305-360.
- Kristy, James E. Do We Have a Business Here..Or just a Busyness? Business Credit 97 (February 1995): 17-19.
- Lloyd, William P.; John S. Jahera, Jr.; and Steven J. Goldstein. The Relation between Returns, Ownership Structure, and Market Value. Journal of Financial Research 9 (Summer 1986): 171-177.

Mikkelson, Wayne H.; M. Megan Partch; and Kshitij Shah. Ownership and Operating Performance of Companies that Go Public. Journal of Financial Economics 44 (June 1997): 281-307.

Morck, Randall; Andrei Shleifer; and Robert w. Vishny. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. Journal of Financial Economics 20 (January/ March 1988): 293-315.

Reinganum, Marc R. Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings' Yields and Market Values. Journal of Financial Economics 9 (March 1981): 19-46.

The Stock Exchange of Thailand. Listed Company Info. (CD-ROM), 1999(Q1-Q2)

The Stock Exchange of Thailand. Listed Company Info. (CD-ROM), 1998(Q3-Q4)



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



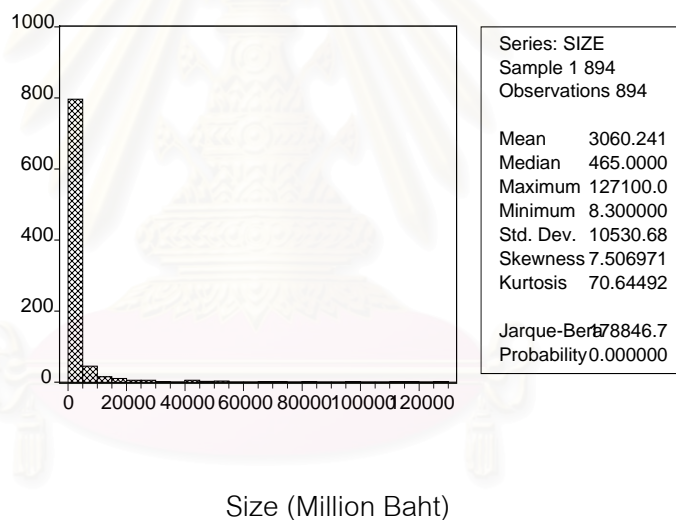
ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ก. กราฟแสดงข้อมูลโดยสรุปของมูลค่าตามตลาดของบริษัท

แสดงข้อมูลโดยสรุปและความถี่ของ ข้อมูลของขนาดของบริษัท (SIZE) ในช่วงปี พ.ศ. 2539-2541 ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวมกลุ่มบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานโดยขนาดของบริษัทคำนวณมาจากจำนวนหุ้นสามัญที่จดทะเบียนแล้ว เรียกว่า "ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันสิ้นงวด (31 ธันวาคม) หน่วย : ล้านบาท ซึ่งมาจากฐานข้อมูล Integrated-SET Information Management System (I-SIM) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนข้อมูลทั้งสิ้น 894 ข้อมูล

Frequency

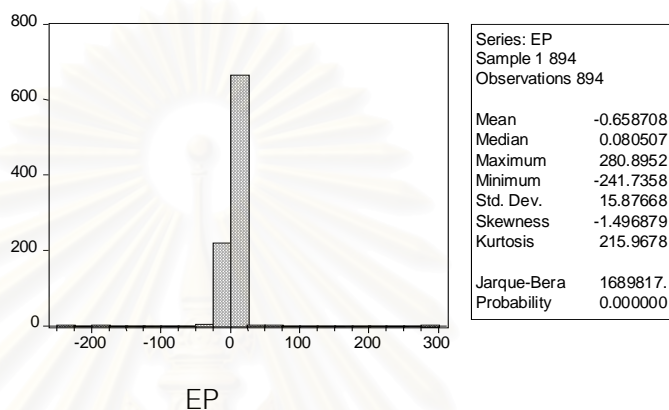


สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ข. กราฟแสดงข้อมูลโดยสรุปของอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้น และราคาต่อหุ้น

แสดงความถี่และสรุปข้อมูลเบื้องต้นของอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้นและราคาปิดต่อหุ้น (EP) ในช่วงปี พ.ศ. 2539-2541 ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวมกลุ่มบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานโดยขนาดของบริษัทคำนวณมาจากกำไรสุทธิที่ยังไม่หักค่าใช้จ่ายพิเศษ/มูลค่าตามตลาดของบริษัท โดยมีจำนวนข้อมูลทั้งสิ้น 894 ข้อมูล

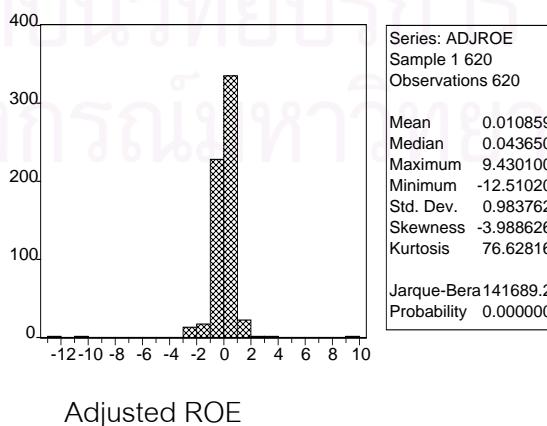
Frequency



ค. กราฟแสดงข้อมูลโดยสรุปของผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่ปรับแล้ว

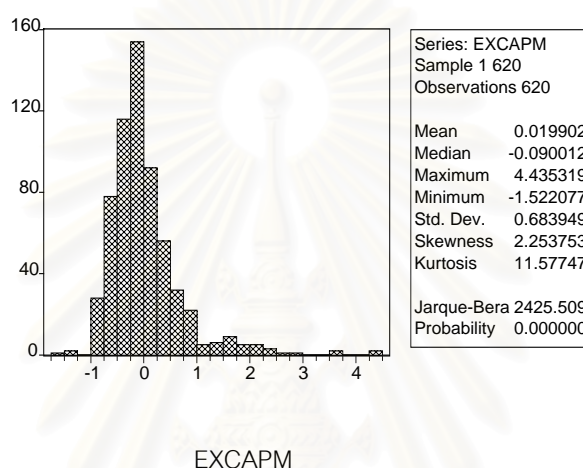
แสดง ข้อมูลโดยสรุปและความถี่ของ อัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ADJROE) ในช่วงปี พ.ศ. 2539-2541 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยไม่รวมกลุ่มบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานโดยอัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นคำนวณมาจาก กำไร(ขาดทุน)สุทธิ/ส่วนของผู้ถือหุ้นโดยเฉลี่ย หน่วย : เท่า ซึ่งมาจากฐานข้อมูล Integrated-SET Information Management System (I-SIM) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนข้อมูลทั้งสิ้น 620 ข้อมูล

Frequency



ง. กราฟแสดงข้อมูลโดยสรุปของผลตอบแทนส่วนเกินจาก CAPM

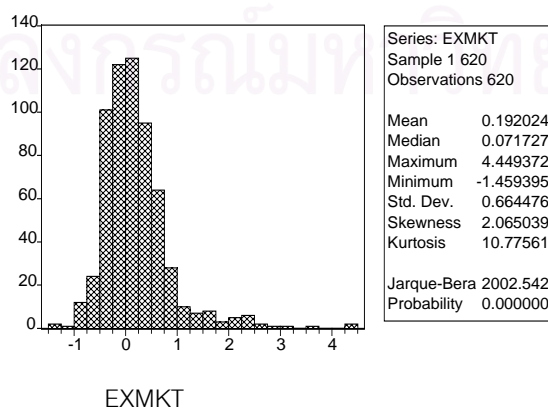
แสดงข้อมูลโดยสรุปและความถี่ของ ผลตอบแทนส่วนเกินจากรูปแบบการหาราคาหลักทรัพย์ (EXCAPM) ในช่วงปี พ.ศ. 2539-2541 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยไม่รวมกลุ่มบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานโดยผลตอบแทนส่วนเกินจากรูปแบบการหาราคาหลักทรัพย์ มาจากการคิดผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง หักด้วยผลตอบแทนที่ประมาณได้จากรูปแบบการหาราคาหลักทรัพย์ จำนวนข้อมูลทั้งสิ้น 620 ข้อมูล



จ. กราฟแสดงข้อมูลโดยสรุปของผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาด

แสดงข้อมูลโดยสรุปและความถี่ของ ผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนของตลาด (EXMKT) ในช่วงปี พ.ศ. 2539-2541 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยไม่รวมกลุ่มบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานโดย ผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนของตลาดมาจากการคิดผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง หัก ด้วยผลตอบแทนของตลาด หน่วย : เท่า ซึ่งมาจากรฐานข้อมูล DATASTREAM จำนวนข้อมูลทั้งสิ้น 620 ข้อมูล

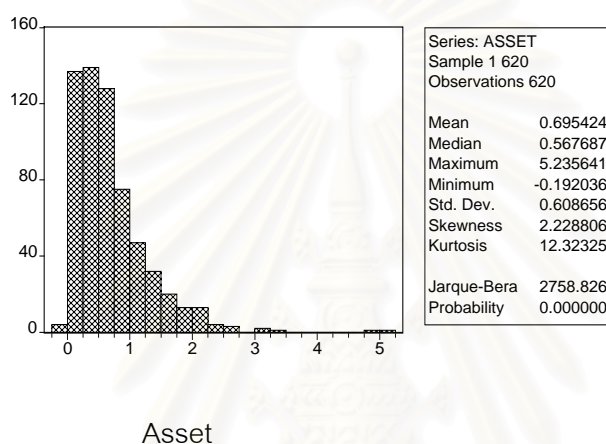
Frequency



จ. กราฟแสดงข้อมูลโดยสรุปของอัตราส่วนหนี้สินของสินทรัพย์ทั้งหมด

แสดงข้อมูลโดยสรุปและความถี่ของ อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด (ASSET) ในช่วงปี พ.ศ. 2539-2541 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยไม่รวมกลุ่มบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานโดย อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ มาจาก ยอดขายสุทธิ หาดด้วย สินทรัพย์ทั้งหมด หน่วย : เท่า ซึ่งมาจากรฐานข้อมูล DATASTREAM จำนวนข้อมูลทั้งสิ้น 620 ข้อมูล

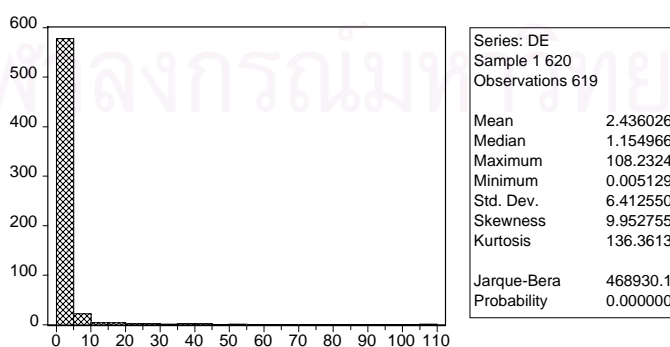
Frequency



ข. กราฟแสดงข้อมูลโดยสรุปของอัตราส่วนหนี้ต่อทุน

แสดงข้อมูลโดยสรุปและความถี่ของ อัตราส่วนหนี้ต่อทุน (DE) ในช่วงปี พ.ศ. 2539-2541 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยไม่รวมกลุ่มบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานโดย อัตราส่วนหนี้ต่อทุน มาจาก หนี้สินระยะยาว หาดด้วย ส่วนของทุน หน่วย : เท่า ซึ่งมาจากรฐานข้อมูล-SIM จำนวนข้อมูลทั้งสิ้น 620 ข้อมูล

Frequency



DE

ช.ตารางแสดงความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารและอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่ปรับผลจากอุตสาหกรรมแล้ว

ตารางที่ 1

Dependent Variable is ADJROE				
Sample: 1 620				
Included observations: 619				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.10527	0.34200	0.30781	0.7583
OWNER	-0.23314	0.20092	-1.16032	0.2464
SIZE_1	0.02911	0.13677	0.21288	0.8315
SIZE_2	-0.14971	0.09158	-1.63477	0.1026
DE	-0.03214	0.00619	-5.18781	0
R-squared	0.05009			

ตารางที่ 2

Dependent Variable is ADJROE				
Sample: 1 620				
Included observations: 619				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.37060	0.17694	2.0944	0.0366
OWNER	-0.22292	0.20057	-1.1113	0.2668
LOGSIZE	-0.08402	0.05599	-1.5005	0.134
DE	-0.03322	0.00608	-5.4619	0
R-squared	0.04882			

ตารางที่ 3

Dependent Variable is ADJROE				
Sample: 1 620				
Included observations: 619				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.22943	0.16798	1.36579	0.1725
OWNER25_75_1	-0.37408	0.46354	-0.80699	0.42
OWNER25_75_2	0.97766	0.42065	2.32418	0.0204
OWNER25_75_3	-81.3593	6.73918	-12.0726	0
LOGSIZE	-0.04018	0.05104	-0.78716	0.4315
DE	-0.03465	0.00547	-6.32347	0
R-squared	0.23182			

ณ.ตารางสรุปผลความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารต่ออัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด จากข้อมูลตัวอย่าง 3 ปี

Estimation Method: Weighted Least Squares				
Sample: 1 620				
VARIABLE: ASSET TURNOVER	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.3551	0.2108	1.6846	0.0926
OWNER25_75_1	-1.1185	0.3167	-3.5316	0.0004
OWNER25_75_2	1.1491	0.2865	4.0112	0.0001
OWNER25_75_3	-5.2010	4.5891	-1.1333	0.2575
DE	-0.0062	0.0038	-1.6349	0.1026
SIZE1	0.2024	0.0838	2.4149	0.0160
SIZE2	-0.2608	0.0568	-4.5891	0.0000
R-squared	0.0607			

ณ.ตารางสรุปผลความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารต่ออัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย จากข้อมูลตัวอย่าง 3 ปี

Estimation Method: Weighted Least Squares				
Sample: 1 620				
VARIABLE: PROFIT	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.6565	1.1197	1.4794	0.1396
OWNER25_75_1	-3.6521	1.6824	-2.1708	0.0303
OWNER25_75_2	1.7557	1.5217	1.1538	0.2490
OWNER25_75_3	0.9014	24.3767	0.0370	0.9705
DE	-0.0186	0.0202	-0.9211	0.3574
SIZE1	-0.5676	0.4451	-1.2753	0.2027
SIZE2	-0.0966	0.3018	-0.3201	0.7490
R-squared	0.0113			

ฎ.ตารางสรุปผลความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารต่อผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับรูปแบบการหาราคาหลักทรัพย์ จากข้อมูลตัวอย่าง 3 ปี

Estimation Method: Weighted Least Squares				
Sample: 1 620				
VARIABLE: EXCAPM	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.8188	0.2278	-3.5949	0.0004
OWNER25_75_1	-0.9345	0.3541	-2.6389	0.0085
OWNER25_75_2	0.7011	0.3203	2.1892	0.0290
OWNER25_75_3	-1.4337	5.1315	-0.2794	0.7800
SIZE1	0.3914	0.0914	4.2812	0.0000
SIZE2	0.0345	0.0634	0.5443	0.5865
EP	-0.0180	0.0104	-1.7232	0.0854
R-squared	0.0616			

ฎ.ตารางสรุปผลความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารต่อผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับผลตอบแทนของตลาด จากข้อมูลตัวอย่าง 3 ปี

Estimation Method: Weighted Least Squares				
Sample: 1 620				
VARIABLE : EXMKT	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.1064	0.2223	-4.9769	0.0000
OWNER25_75_1	-0.4641	0.3456	-1.3426	0.1799
OWNER25_75_2	0.4855	0.3126	1.5530	0.1210
OWNER25_75_3	-0.1088	5.0087	-0.0217	0.9827
SIZE1	0.5507	0.0892	6.1718	0.0000
SIZE2	-0.0577	0.0619	-0.9330	0.3512
EP	-0.0171	0.0102	-1.6796	0.0936
R-squared	0.0736			

ฐ. ตารางแสดงความสัมพันธ์การถือหุ้นของผู้บริหารกับผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น
ตารางที่ 1 เมื่อประมาณความสัมพันธ์เป็นพหุคูณ และ ไม่ทำการแยกขนาดของบริษัท

LS // Dependent Variable is ADJROE				
Sample: 1 620				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.4007	0.1691	2.3703	0.0181
OWNER^2	-0.7445	0.3271	-2.2758	0.0232
SIZE	-0.0901	0.0553	-1.6310	0.1034
DE	-0.0331	0.0061	-5.4607	0.0000
R-squared	0.0549			

ตารางที่ 2 เมื่อประมาณความสัมพันธ์เป็นพหุคูณ และ ทำการแยกขนาดของบริษัท

LS // Dependent Variable is ADJROE				
Sample: 1 620				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.1306	0.3389	0.3853	0.7001
OWNER^2	-0.7542	0.3273	-2.3040	0.0216
SIZE_1	0.0245	0.1363	0.1796	0.8576
SIZE_2	-0.1561	0.0906	-1.7235	0.0853
DE	-0.0320	0.0062	-5.1845	0.0000
R-squared	0.0562			

ท. ตารางแสดงความสัมพันธ์การถือหุ้นของผู้บริหารกับผลตอบแทนส่วนเกินจาก CAPM
ตารางที่ 1 เมื่อประมาณความสัมพันธ์เป็นพหุคูณ แยกขนาดของบริษัท และ
ควบคุมปัจจัยภายนอก

Estimation Method: Weighted Least Squares				
Sample: 1 620				
VARIABLE: EXCAPM	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.9126	0.2263	-4.0333	0.0001
OWNER^2	0.1167	0.2264	0.5154	0.6065
SIZE1	0.3919	0.0919	4.2621	0.0000
SIZE2	0.0671	0.0625	1.0733	0.2836
EP	-0.0172	0.0105	-1.6419	0.1011
R-squared	0.0508			

ฅ. ตารางแสดงความสัมพันธ์การถือหุ้นของผู้บริหารกับผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาด
เมื่อประมาณความสัมพันธ์เป็นพาราโบลายกขนาดของบริษัทและควบคุมปัจจัยภายนอก

Estimation Method: Weighted Least Squares

Sample: 1 620

VARIABLE: EXMKT	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.1572	0.2199	-5.2618	0.0000
OWNER^2	0.2160	0.2200	0.9818	0.3266
SIZE1	0.5512	0.0894	6.1682	0.0000
SIZE2	-0.0398	0.0607	-0.6548	0.5128
EP	-0.0167	0.0102	-1.6344	0.1027
R-squared	0.0709			

ณ. ตารางสรุปการถือหุ้นของบริษัทในแต่ละอุตสาหกรรมในปี พ.ศ. 2539

๓๓ ว่า 25%		25-75%		มากกว่า 75%	
อุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	อุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	อุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท
ธุรกิจการเกษตร	9	ธุรกิจการเกษตร	5	ธุรกิจการเกษตร	
วิสดูก่อสร้างและตกแต่ง	15	วิสดูก่อสร้างและตกแต่ง	4	วิสดูก่อสร้างและตกแต่ง	
เคมีภัณฑ์และพลาสติก	7	เคมีภัณฑ์และพลาสติก	1	เคมีภัณฑ์และพลาสติก	
พาณิชย์	11	พาณิชย์	1	พาณิชย์	
สื่อสาร	8	สื่อสาร	1	สื่อสาร	
เครื่องใช้ไฟฟ้า	5	เครื่องใช้ไฟฟ้า	0	เครื่องใช้ไฟฟ้า	
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	4	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	2	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	
พลังงาน	4	พลังงาน	0	พลังงาน	
บันเทิงและสันทนาการ	2	บันเทิงและสันทนาการ	1	บันเทิงและสันทนาการ	1
อาหารและเครื่องดื่ม	7	อาหารและเครื่องดื่ม	7	อาหารและเครื่องดื่ม	
การแพทย์	7	การแพทย์	1	การแพทย์	
โรงแรมและบริหารการท่องเที่ยว	8	โรงแรมและบริหารการท่องเที่ยว	1	โรงแรมและบริหารการท่องเที่ยว	
ของใช้ในครัวเรือน	1	ของใช้ในครัวเรือน	4	ของใช้ในครัวเรือน	
อัญมณีและเครื่องประดับ	0	อัญมณีและเครื่องประดับ	2	อัญมณีและเครื่องประดับ	
เครื่องมือและเครื่องจักร	1	เครื่องมือและเครื่องจักร	2	เครื่องมือและเครื่องจักร	
เหมืองแร่	1	เหมืองแร่	0	เหมืองแร่	
บรรจุภัณฑ์	6	บรรจุภัณฑ์	4	บรรจุภัณฑ์	1
เวชภัณฑ์และเครื่องสำอางค์	2	เวชภัณฑ์และเครื่องสำอางค์	0	เวชภัณฑ์และเครื่องสำอางค์	
การพิมพ์และสิ่งพิมพ์	3	การพิมพ์และสิ่งพิมพ์	2	การพิมพ์และสิ่งพิมพ์	
บริการเฉพาะกิจ	1	บริการเฉพาะกิจ	0	บริการเฉพาะกิจ	
พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	8	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	8	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	
เยื่อกระดาษและกระดาษ	3	เยื่อกระดาษและกระดาษ	0	เยื่อกระดาษและกระดาษ	
สิ่งทอเครื่องนุ่งห่ม	6	สิ่งทอเครื่องนุ่งห่ม	4	สิ่งทอเครื่องนุ่งห่ม	
ขนส่ง	4	ขนส่ง	1	ขนส่ง	
ยานพาหนะ และอุปกรณ์	1	ยานพาหนะ และอุปกรณ์	3	ยานพาหนะ และอุปกรณ์	
คลังสินค้าและไซโล	1	คลังสินค้าและไซโล	3	คลังสินค้าและไซโล	
อื่นๆ	3	อื่นๆ	0	อื่นๆ	
Grand Count	128	Grand Count	57	Grand Count	2

ด. ตารางสรุปการถือหุ้นของบริษัทในแต่ละอุตสาหกรรมในปี พ.ศ. 2540

ต่ำกว่า 25%		25-75%		มากกว่า 75%	
อุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	อุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	อุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท
ธุรกิจการเกษตร	11	ธุรกิจการเกษตร	8	ธุรกิจการเกษตร	
วัสดุก่อสร้างและตกแต่ง	17	วัสดุก่อสร้างและตกแต่ง	3	วัสดุก่อสร้างและตกแต่ง	
เคมีภัณฑ์และพลาสติก	8	เคมีภัณฑ์และพลาสติก	2	เคมีภัณฑ์และพลาสติก	
พาณิชย์	10	พาณิชย์	1	พาณิชย์	
สื่อสาร	9	สื่อสาร	1	สื่อสาร	
เครื่องใช้ไฟฟ้า	4	เครื่องใช้ไฟฟ้า		เครื่องใช้ไฟฟ้า	
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	6	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์		ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	
พลังงาน	5	พลังงาน		พลังงาน	
บันเทิงและสันทนาการ	3	บันเทิงและสันทนาการ	2	บันเทิงและสันทนาการ	
อาหารและเครื่องดื่ม	9	อาหารและเครื่องดื่ม	4	อาหารและเครื่องดื่ม	1
การแพทย์	8	การแพทย์	1	การแพทย์	
โรงแรมและบริหารการท่องเที่ยว	9	โรงแรมและบริหารการท่องเที่ยว	1	โรงแรมและบริหารการท่องเที่ยว	
ของใช้ในครัวเรือน	1	ของใช้ในครัวเรือน	4	ของใช้ในครัวเรือน	
อัญมณีและเครื่องประดับ	0	อัญมณีและเครื่องประดับ	2	อัญมณีและเครื่องประดับ	
เครื่องมือและเครื่องจักร	1	เครื่องมือและเครื่องจักร	3	เครื่องมือและเครื่องจักร	
เหมืองแร่	1	เหมืองแร่	0	เหมืองแร่	
บรรจุภัณฑ์	7	บรรจุภัณฑ์	5	บรรจุภัณฑ์	
เวชภัณฑ์และเครื่องสำอางค์	2	เวชภัณฑ์และเครื่องสำอางค์	0	เวชภัณฑ์และเครื่องสำอางค์	
การพิมพ์และสิ่งพิมพ์	4	การพิมพ์และสิ่งพิมพ์	4	การพิมพ์และสิ่งพิมพ์	
บริการเฉพาะกิจ	2	บริการเฉพาะกิจ	0	บริการเฉพาะกิจ	
พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	11	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	10	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	
เยื่อกระดาษและกระดาษ	5	เยื่อกระดาษและกระดาษ	0	เยื่อกระดาษและกระดาษ	
สิ่งทอเครื่องนุ่งห่ม	10	สิ่งทอเครื่องนุ่งห่ม	3	สิ่งทอเครื่องนุ่งห่ม	
ขนส่ง	3	ขนส่ง	2	ขนส่ง	
ยานพาหนะ และอุปกรณ์	2	ยานพาหนะ และอุปกรณ์	2	ยานพาหนะ และอุปกรณ์	
คลังสินค้าและไซโล	2	คลังสินค้าและไซโล	2	คลังสินค้าและไซโล	
อื่นๆ	3	อื่นๆ	0	อื่นๆ	
Grand Count	153	Grand Count	60	Grand Count	1

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ต. ตารางสรุปการถือหุ้นของบริษัทในแต่ละอุตสาหกรรมในปี พ.ศ. 2541

ต่ำกว่า 25%		25-75%		มากกว่า 75%	
อุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	อุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	อุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท
ธุรกิจการเกษตร	11	ธุรกิจการเกษตร	10	ธุรกิจการเกษตร	
วัสดุก่อสร้างและตกแต่ง	15	วัสดุก่อสร้างและตกแต่ง	5	วัสดุก่อสร้างและตกแต่ง	
เคมีภัณฑ์และพลาสติก	10	เคมีภัณฑ์และพลาสติก	2	เคมีภัณฑ์และพลาสติก	
พาณิชย์	8	พาณิชย์	1	พาณิชย์	
สื่อสาร	8	สื่อสาร	2	สื่อสาร	
เครื่องใช้ไฟฟ้า	7	เครื่องใช้ไฟฟ้า	0	เครื่องใช้ไฟฟ้า	
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	8	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	0	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	
พลังงาน	4	พลังงาน	1	พลังงาน	
บันเทิงและสันทนาการ	3	บันเทิงและสันทนาการ	3	บันเทิงและสันทนาการ	
อาหารและเครื่องดื่ม	8	อาหารและเครื่องดื่ม	5	อาหารและเครื่องดื่ม	1
การแพทย์	9	การแพทย์	1	การแพทย์	
โรงแรมและบริหารการท่องเที่ยว	9	โรงแรมและบริหารการท่องเที่ยว	1	โรงแรมและบริหารการท่องเที่ยว	
ของใช้ในครัวเรือน	4	ของใช้ในครัวเรือน	2	ของใช้ในครัวเรือน	
อัญมณีและเครื่องประดับ	0	อัญมณีและเครื่องประดับ	1	อัญมณีและเครื่องประดับ	
เครื่องมือและเครื่องจักร	2	เครื่องมือและเครื่องจักร	2	เครื่องมือและเครื่องจักร	
เหมืองแร่	1	เหมืองแร่	0	เหมืองแร่	
บรรจุภัณฑ์	7	บรรจุภัณฑ์	5	บรรจุภัณฑ์	
เวชภัณฑ์และเครื่องสำอางค์	2	เวชภัณฑ์และเครื่องสำอางค์	0	เวชภัณฑ์และเครื่องสำอางค์	
การพิมพ์และสิ่งพิมพ์	3	การพิมพ์และสิ่งพิมพ์	3	การพิมพ์และสิ่งพิมพ์	
บริการเฉพาะกิจ	2	บริการเฉพาะกิจ	0	บริการเฉพาะกิจ	
พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	9	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	10	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	
เยื่อกระดาษและกระดาษ	5	เยื่อกระดาษและกระดาษ	0	เยื่อกระดาษและกระดาษ	
สิ่งทอเครื่องนุ่งห่ม	11	สิ่งทอเครื่องนุ่งห่ม	1	สิ่งทอเครื่องนุ่งห่ม	
ขนส่ง	4	ขนส่ง	1	ขนส่ง	
ยานพาหนะ และอุปกรณ์	3	ยานพาหนะ และอุปกรณ์	2	ยานพาหนะ และอุปกรณ์	
คลังสินค้าและไซโล	3	คลังสินค้าและไซโล	1	คลังสินค้าและไซโล	
อื่นๆ	3	อื่นๆ		อื่นๆ	
Grand Count	159	Grand Count	59	Grand Count	1

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

พัตชา สีสสุวรรณ เกิดเมื่อวันที่ 11 มกราคม พ.ศ. 2520 ณ กรุงโตเกียว ประเทศญี่ปุ่น ได้รับการศึกษาชั้นประถมศึกษาจากโรงเรียนผดุงดรุณี ชั้นมัธยมศึกษาตอนต้นจนถึงชั้นมัธยมศึกษาตอนปลาย จากโรงเรียนเซนต์โยเซฟคอนเวนต์ ต่อมาได้ศึกษาต่อในระดับปริญญาบัณฑิตที่ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย และสำเร็จการศึกษาบริหารธุรกิจบัณฑิต สาขาการจัดการธุรกิจระหว่างประเทศ (เกียรตินิยม) ในปีการศึกษา 2541 จากนั้นได้ศึกษาต่อในหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาการเงิน ที่คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย