

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับต้นทุนเงินทุนของ  
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship between Ownership Structures and Cost of Equity of  
Thai Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand

อุทัยวรรณ เสมอจิตร<sup>1</sup> และสุภาวดี สุชีชีพ มอสนัส<sup>2</sup>

10.14456/jrgbsrangsit.2019.24

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับต้นทุนเงินทุน ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ประกอบด้วย ตัวแปรต้นคือ ผู้ถือหุ้นที่เป็นธุรกิจครอบครัวผู้ถือหุ้นที่เป็นบริหาร ผู้ถือหุ้นที่เป็นสถาบันการเงิน ผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานของรัฐ และผู้ถือหุ้นที่เป็นชาวต่างชาติ ส่วนตัวแปรตามคือ ต้นทุนเงินทุน ที่ใช้วิธีคำนวณจากแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (CAPM) และมีตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการ และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ โดยใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ผลของทดสอบสมมติฐานพบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว (FO) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับต้นทุนเงินทุน ซึ่งอธิบายได้ว่าการที่บริษัทมีผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวมีอำนาจในการบริหารกิจการเนื่องจากมีผู้บริหารและเจ้าของที่มาจากรอบครัวเดียวกัน ทำให้สามารถสร้างความเชื่อมั่นในการดำเนินธุรกิจที่คำนึงถึงผลประโยชน์ของบริษัทเป็นหลัก จึงทำให้นักลงทุนเกิดความมั่นใจว่าความเสี่ยงในการลงทุนผิดพลาดจะลดลง และเมื่อความเสี่ยงในการลงทุนของกิจการน้อยลง ก็จะทำให้นักลงทุนเรียกร้องผลตอบแทนน้อยลง จึงเป็นสาเหตุให้ต้นทุนของเงินลงทุนของกิจการน้อยลงตามไปด้วย และพบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานของรัฐ (GO) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินทุน ซึ่งการเป็นเจ้าของโดยรัฐบาล จะเกิดแรงขับเคลื่อนต่าง ๆ เช่นแรงจูงใจในการจัดหาเงินทุน ดังนั้นหากกิจการใดมีผู้ถือหุ้นที่เป็นรัฐบาลมากก็จะทำให้ได้รับความเชื่อถือและความไว้วางใจจากนักลงทุน จึงทำให้นักลงทุนเกิดความมั่นใจในการลงทุน จะเป็นผลทำให้ต้นทุนของเงินลงทุนของกิจการลดลง ส่วนตัวแปรต้นอื่นๆ เช่นผู้ถือหุ้นที่เป็นบริหาร (MO) ผู้ถือหุ้นที่เป็นสถาบัน (IO) และผู้ถือหุ้นที่เป็นชาวต่างชาติ (ForO) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุน

**คำสำคัญ:** ธุรกิจครอบครัว, โครงสร้างผู้ถือหุ้น, ต้นทุนเงินทุน, บริษัทจดทะเบียน, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<sup>1</sup> นักศึกษาหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ

<sup>2</sup> อาจารย์ที่ปรึกษา ผู้ช่วยศาสตราจารย์ หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ

### Abstract

The objective of this study is to examine the relationship between ownership structures and cost of equity capital. Independent variables namely; family ownership, managerial ownership, institutional ownership, government ownership, and foreign ownership are used in this study. Also, cost of equity capital which is measured from CAPM model is used as a dependent variable. Furthermore, firm sizes and return on asset ratio are applied as control variables. The research methodology contains the descriptive statistics and multiple regression analysis to examine the relationship among factors. The results of this study reveal that family ownership is negatively associated with cost of equity capital. This result suggests that family shareholders have a strong power to influence company. This is because shareholders that come from the same family are likely to work as a team in order to enhance firm performance and have a better monitoring function which consequently reduce cost of equity capital of the firm. This study also finds that government ownership is also negatively associated with cost of equity capital. This result suggests that investors trust government and their monitoring process which are reducing in cost of equity capital. Apart from these, managerial ownership, institutional ownership and foreign ownership have no relationship with cost of equity.

**Key words:** Family Business, Ownership Structure, Cost of Equity, Listed Companies,  
Stock Exchange of Thailand

## 1. บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) เป็นตลาดรอง (Secondary Market) สำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ใหม่ที่ยื่นนำเสนอขายให้กับประชาชนเป็นครั้งแรก (สกลพร พิบูลย์วงศ์, 2554) และถือได้ว่ามีบทบาทสำคัญในการเป็นแหล่งระดมเงินทุน เพื่อสนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมของประเทศ ด้วยการทำหน้าที่ส่งเสริมการออมและการระดมเงินทุนระยะยาว เพื่อสนับสนุนให้ประชาชนมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของกิจการธุรกิจและอุตสาหกรรมภายในประเทศ การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ผู้ลงทุนต้องมีหลักเกณฑ์ในการพิจารณาปัจจัยต่างๆ และประเมินผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected earning) การลงทุนที่คาดหวังผลตอบแทนที่สูงย่อมมีความเสี่ยงสูง ตรงกับคำกล่าวที่ว่า High risk - High expected return ดังนั้นนักลงทุนควรวิเคราะห์และประเมินความเสี่ยง เพื่อที่จะใช้ในการตัดสินใจซื้อและขายหลักทรัพย์

โครงสร้างของผู้ถือหุ้นนับเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนต้องพิจารณา โดยลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีหลากหลาย ทั้งแบบกลุ่มครอบครัว สถาบัน ซึ่งในแต่ละแบบนั้นสามารถแยกออกเป็นผู้ถือหุ้น เช่น ผู้ถือหุ้นในประเทศ ผู้ถือหุ้นต่างประเทศ ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร เป็นต้น ผู้ถือหุ้นเหล่านี้บางราย มีส่วนในการบริหาร ทำให้เกิดผลการดำเนินงานที่แตกต่างกัน บริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยส่วนใหญ่จะมีโครงสร้างการถือหุ้นและอำนาจทางการบริหารเป็นแบบครอบครัวมาตั้งแต่เริ่มต้น โดยผู้ก่อตั้งเป็นบุคคลภายในครอบครัว และยังคงอำนาจการบริหารไว้ด้วยการเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท การตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุนภายนอกมาจากความเชื่อมั่นในกลุ่มของผู้ถือหุ้นใหญ่ ซึ่งมีข้อดีในด้านความคล่องตัวในการบริหารงาน และผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีความผูกพันกับบริษัท รวมทั้งมีแนวโน้มที่จะคำนึงถึงผลประโยชน์และความอยู่รอดของบริษัทในระยะยาวอีกด้วย (ศิลปพร ศรีจันทเพชร, 2551) ธุรกิจครอบครัว (Family businesses) เป็นรูปแบบธุรกิจพื้นฐานขนาดเล็กในระดับรากหญ้าของระบบเศรษฐกิจในทุกประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งตามวัฒนธรรมของประเทศแถบเอเชียหรือแม้แต่ในประเทศแถบยุโรปตะวันตก ธุรกิจครอบครัวจึงเป็นรูปแบบธุรกิจที่มีอยู่ทั่วโลก (Montgomery and Sinclair, 2000) โดยทั่วไปแล้ว ธุรกิจครอบครัวหรือการควบคุมโดยคนในครอบครัว หมายถึงความเป็นเจ้าของ หรือ หุ้นส่วนในบริษัทที่เกี่ยวข้อง ที่ทำให้เจ้าของหรือหุ้นส่วน มีอำนาจในการบริหารจัดการธุรกิจครอบครัวได้ ด้วยการก่อตั้งโดยเจ้าของที่เป็นคนในตระกูลหรือควบคุมบริหารจัดการ โดยคนในตระกูลไม่ทางตรงก็ทางอ้อม หรือมีสมาชิกครอบครัวเป็นผู้บริหารจัดการ และ/หรือเป็นตัวแทนอยู่ในคณะกรรมการบริหาร

การเลือกลงทุนในหลักทรัพย์แม้ว่าจะสร้างผลตอบแทนแก่นักลงทุนได้ แต่ก็ต้องแบกรับความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นด้วย ยังผลให้นักลงทุนไม่สามารถบรรลุเป้าประสงค์ที่ได้กำหนดไว้ ดังนั้นก่อนที่จะตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ใดๆ นักลงทุนจึงต้องมีเครื่องมือที่ใช้วิเคราะห์ข้อมูล เพื่อเป็นแนวทางในการตัดสินใจ เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนตามที่คาดหวัง และเพื่อลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุน ซึ่งการใช้แบบจำลอง Capital asset pricing model (CAPM) ที่เป็นแบบจำลองคุณภาพบนเส้นตลาดหลักทรัพย์ (Security market line: SML) และเป็นเครื่องมือที่ได้รับการยอมรับในแวดวงวิชาการสำหรับการนำมาใช้เป็นเครื่องมือสำหรับการวิเคราะห์การลงทุน ซึ่งแบบจำลอง CAPM เป็นตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ด้วยการประเมินเปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่เหมาะสมกับสภาพความเสี่ยงที่เกิดขึ้น ช่วยให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจได้อย่างถูกต้องแม่นยำมากขึ้น (เบญจภรณ์ แสงประสาธผล และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ, 2556)

ในส่วนของต้นทุนเงินทุน ซึ่งหมายถึงจำนวนเงินที่กิจการจ่ายไปเพื่อการใช้เป็นทุนของกิจการ หรืออีกนัยหนึ่งก็คือค่าตอบแทนที่จะต้องจ่ายให้กับผู้ถือหุ้นที่นำเงินมาลงทุนในกิจการ ดังนั้นยังมีองค์ประกอบอื่นที่ใช้ในการพิจารณาเพื่อการทำนายความเข้าใจเกี่ยวกับความสัมพันธ์ต้นทุนของเงินทุน เช่น คุณภาพของรายงานทางการเงิน ที่ส่งผลให้เกิดความไม่มั่นใจในการลงทุนของผู้ถือหุ้น และความไม่มั่นใจดังกล่าวผู้ถือหุ้นจะต้องการผลตอบแทนหรือเงินปันผลที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงในการลงทุนและผลที่ตามมาก็คือ การที่กิจการมีต้นทุนการใช้เงินลงทุนที่สูงขึ้น ดังนั้นธุรกิจจะมีการวิเคราะห์ถึงแหล่งที่มาของเงินทุนหรือต้องการทราบค่าของเงินทุน เพื่อตัดสินใจเลือกลงทุนในโครงการที่มีค่าของเงินทุนต่ำที่สุด โดยที่ค่าของเงินทุน (Cost of capital) เป็นการคำนวณหาต้นทุนหรือรายจ่ายในการจัดหาเงินทุน (Capital) และสามารถแบ่งเงินทุนของธุรกิจได้เป็น 2 แหล่งใหญ่ คือเงินทุนจากเจ้าหนี้ (Cost of debt) และเงินทุนจากเจ้าของ (Cost of equity) ซึ่งค่าของเงินทุนก็คือ รายจ่ายที่ธุรกิจต้องจ่าย ในกรณีนี้หาเงินทุนจากการกู้ยืมจะมีค่าของเงินทุนที่เรียกว่า ดอกเบี้ย (Interest) แต่ถ้าออกหุ้นเรือนหุ้นก็จะมีค่าของเงินทุนที่เรียกว่า เงินปันผล (Dividend) รายจ่ายประเภทดอกเบี้ยเป็นรายจ่ายที่จ่ายก่อนหักภาษี ค่าของทุนของหนี้สินจึงเป็นค่าของทุนก่อนหักภาษี ส่วนรายจ่ายประเภทเงินปันผลเป็นรายจ่ายที่จ่ายหลังหักภาษี จึงเป็นค่าของทุนหลังจากหักภาษีเงินได้เรียบร้อยแล้ว จึงมีการใช้แบบจำลอง CAPM ในการคำนวณหาผลความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับความเสี่ยง เพื่อนำไปสู่การบริหารการเงินในธุรกิจให้เป็นอย่างมีประสิทธิภาพ

จากการตรวจสอบเอกสารของผู้วิจัย พบงานวิจัยที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้นและต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น (Costs of equity) ในประเทศไทย มีจำนวนน้อย จึงเป็นเหตุให้ผู้วิจัยสนใจศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Structure) ในลักษณะต่างๆที่อาจส่งผลต่อต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) หนึ่งในงานวิจัยที่ดำเนินการในลักษณะที่แตกต่างกัน การมีต้นทุนของเงินทุนที่มาจากแหล่งที่แตกต่างกัน จะถูกจัดหามาเพื่อประโยชน์สูงสุดต่อกิจการในการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้กับกิจการและผู้ถือหุ้น ด้วยการกำหนดโครงสร้างเงินทุนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม เพื่อให้บริษัทมีต้นทุนถ่วงเฉลี่ยทางการเงิน (Weighted average cost of capital: WACC) ที่ต่ำที่สุด

สำหรับงานวิจัยนี้จึงสนใจที่จะศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างผู้ถือหุ้นในรูปแบบต่างๆ ที่ส่งผลต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการ เนื่องจากการที่นักลงทุนไม่มีความมั่นใจในการบริหารงานหรือนโยบายต่างๆของบริษัท จะทำให้นักลงทุนเกิดความเสี่ยงในการลงทุนและการตัดสินใจผิดพลาด และเมื่อนักลงทุนรู้สึกว่าการลงทุนนั้นมีความเสี่ยง นักลงทุนก็จะเรียกร้องผลตอบแทนที่มากขึ้นเพื่อมาชดเชยความเสี่ยง ด้วยเหตุนี้บริษัทจึงมีต้นทุนของเงินทุนเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วย ผู้วิจัยสนใจว่าหากบริษัทมีลักษณะของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่แตกต่างกัน จะทำให้นักลงทุนเกิดความเชื่อมั่นในการลงทุนที่แตกต่างหรือไม่ เพราะความเชื่อมั่นในการลงทุนที่แตกต่างกันจะทำให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทแตกต่างกันไปด้วย

## 2. วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในรูปแบบต่างๆกับต้นทุนเงินทุน ซึ่งนักลงทุนสามารถนำไปใช้ประกอบการพยากรณ์แนวโน้มของความผันผวนของผลตอบแทนและต้นทุนเงินทุนจากหลักทรัพย์ในอนาคตได้ และเพื่อช่วยลดความเสี่ยง ความไม่แน่นอนและความสูญเสียที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุน

### 3. การดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง ที่ใช้สำหรับการวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ที่ไม่ใช่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดเอ็ม เอ ไอ (Market for alternative investment – MAI) ด้วยการเลือกเก็บข้อมูลบริษัทกลุ่มตัวอย่างจากบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนสำหรับงานวิจัยนี้ จำนวน 538 บริษัท และมีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุด ณ วันที่ 31 ธันวาคม ซึ่งเป็นข้อมูลระหว่างวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2559 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2560 โดยเก็บรวบรวมจากรายงาน 56-1 ที่เปิดเผยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากนั้นทำการคัดเลือกข้อมูล และตัดข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outliner) ของบางบริษัทในบางปีออกไป ทำให้ได้ข้อมูลที่ใช้งานวิจัยนี้รวมทั้งสิ้น 825 ข้อมูล

#### การวัดค่าตัวแปรในงานวิจัย

ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) คือ โครงสร้างผู้ถือหุ้นในลักษณะต่างๆ ด้วยการวัดค่าจากอัตราการถือครองหุ้น ที่เก็บข้อมูลจากรายชื่อผู้ถือหุ้น 10 อันดับแรก ตามที่ระบุไว้ในแบบรายงานประจำปี 56-1 ประกอบด้วย 7 องค์ประกอบ ได้แก่ (1) ผู้ถือหุ้นที่เป็นครอบครัว (Family Ownership : FO) (2) ผู้ถือหุ้นที่เป็นบริหาร (Managerial Ownership :MO) (3) ผู้ถือหุ้นที่เป็นสถาบันการเงิน หรือผู้ถือหุ้นสถาบัน (Institutional Ownership : IO) (4) ผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานของรัฐ (Government Ownership :GO) และ (5) ผู้ถือหุ้นที่เป็นชาวต่างชาติ (Foreign Ownership: ForO)

ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ต้นทุนเงินทุน (Cost of equity: Cost) ใช้วิธีคำนวณต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นที่เป็นตัวแปรตาม โดยคำนวณจากแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ หรือ Capital Asset Pricing Model (CAPM) ซึ่งแบบจำลอง CAPM จะอธิบายว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มาจากปัจจัยเดียวเท่านั้นคือ Systematic risk หรือความเสี่ยงที่เป็นระบบ (พัทธินิตย์ เหลืองภัทรเชวง, 2558) ตามสมการดังนี้

$$\text{Cost} = R_f + [E(r_m) - R_f] \beta_i$$

โดยที่

Cost หมายถึง ต้นทุนเงินทุน (Cost of equity)

$R_f$  หมายถึง อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk free rate)

$E(r_m)$  หมายถึง อัตราผลตอบแทนของตลาด (Rate of return on the market portfolio)

$\beta_i$  หมายถึง ค่าเบต้าของหลักทรัพย์  $i$  (Beta of the security)

ตัวแปรควบคุม (Control Variables) ในการดำเนินธุรกิจอาจมีปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งงานวิจัยนี้ได้มีการพิจารณาตัวแปรควบคุมเพิ่มเติม คือ 1) ขนาดของกิจการ (Firm Size: Size) โดยนวล คุณากรมมงคล (2556) กล่าวว่าขนาดกิจการที่แตกต่างกันทำให้มีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่แตกต่างกัน และ 2) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets : ROA) เนื่องจาก จุฑามาศ ไจทน (2553) พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่แตกต่างกันส่งผลให้ผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดจาก ROA มีความแตกต่างกัน

#### การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้

การวิจัยนี้จะใช้การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ โดยแบ่งใช้สถิติในการวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็น 2 ส่วน คือ

(1) สถิติพรรณนา (Descriptive statistic) ใช้ในการสรุปข้อมูลที่ได้มาจากกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งใช้ในการอธิบายข้อมูลของตัวแปรในแต่ละตัว เพื่อแสดงให้เห็นถึงลักษณะการแจกแจงค่าทางสถิติเบื้องต้น และภาพรวมโดยทั่วไปของข้อมูล

และ Z2) สถิติอนุมาน (Inferential Statistics) มีการตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ด้วยสถิติการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อใช้ในการทดสอบหาความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม ตามสมการพยากรณ์ที่กำหนด โดยมีสมการพยากรณ์ ดังนี้

$$\text{Cost}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{FO}_{i,t} + \beta_2 \text{MO}_{i,t} + \beta_3 \text{IO}_{i,t} + \beta_4 \text{GO}_{i,t} + \beta_5 \text{ForO}_{i,t} + \beta_6 \text{Size}_{i,t} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \varepsilon$$

โดยที่

Cost <sub>i,t</sub>	หมายถึง	ต้นทุนเงินทุน (Cost of equity) ของบริษัท i ปีที่ t
FO <sub>i,t</sub>	หมายถึง	ผู้ถือหุ้นที่เป็นธุรกิจครอบครัว (Family Ownership) ของบริษัท i ปีที่ t
MO <sub>i,t</sub>	หมายถึง	ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร (Managerial Ownership) ของบริษัท i ปีที่ t
IO <sub>i,t</sub>	หมายถึง	ผู้ถือหุ้นที่เป็นสถาบันการเงิน (Institutional Ownership) ของบริษัท i ปีที่ t
GO <sub>i,t</sub>	หมายถึง	ผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐ (Government Ownership) ของบริษัท i ปีที่ t
ForO <sub>i,t</sub>	หมายถึง	ผู้ถือหุ้นที่เป็นชาวต่างชาติ (Foreign Ownership) ของบริษัท i ปีที่ t
Size <sub>i,t</sub>	หมายถึง	ขนาดของบริษัท (Firm Size) ของบริษัท i ปีที่ t
ROA	หมายถึง	อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (Return on Assets)
ε	หมายถึง	ค่าคลาดเคลื่อนที่เกิดจากปัจจัยอื่นๆ ที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

#### 4. ผลการวิจัย

จากการเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินและแบบรายงานประจำปี 56-1 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างวันที่ 1 มกราคม 2559 ถึง 31 ธันวาคม 2560 เป็นระยะเวลา 24 เดือน ซึ่งจากการเก็บรวบรวมข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างจากตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจต่างๆ ทำการคัดเลือกข้อมูล และตัดข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outliner) ของบางบริษัทในบางปีออกไป ทำให้ได้ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยนี้รวมทั้งสิ้น 825 ข้อมูล ซึ่งเมื่อได้ข้อมูลสำหรับการสร้างแบบจำลองแล้ว จึงนำมาทดสอบสมมติฐานในส่วนต่างๆ ซึ่งได้แบ่งผลการวิเคราะห์ดังนี้

##### 1. ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่าง ทำให้เห็นภาพรวมทั้งหมดของตัวแปรทุกตัวที่นำเข้ามาทดสอบ เช่นค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าสูงสุด (Maximum : Max) ค่าต่ำสุด (Minimum : Min) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation : SD) โดยพบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวมีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนการถือหุ้นอยู่ที่ 21.60 โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยผู้บริหารมีค่าเฉลี่ยสัดส่วนของการถือหุ้นอยู่ที่ 10.62 โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยชาวต่างชาติมีค่าเฉลี่ยสัดส่วนของการถือหุ้นอยู่ที่ 7.68 โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยสถาบันการเงินมีค่าเฉลี่ยสัดส่วนการถือหุ้นอยู่ที่ 4.58 โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยหน่วยงานของรัฐมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.70 จะเห็นว่าในประเทศไทยโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว เป็นโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนการถือหุ้นมากที่สุด นอกจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นแล้วยังเห็นได้ว่าต้นทุนเงินทุนของกิจการมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 2.21 และขนาดของกิจการและ ROA มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 6.35 และ 75.06 ตามลำดับ ดังแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา แยกตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นในแบบต่างๆ บริษัทจดทะเบียน  
 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตัวแปร	จำนวนบริษัท	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
<b>ตัวแปรอิสระ</b>						
FO	825	0.00	97.88	21.60	6.43	25.96
MO	825	0.00	86.57	10.62	0.00	17.01
IO	825	0.00	64.99	4.58	2.18	7.10
GO	825	0.00	77.28	1.70	0.00	8.61
ForO	825	0.00	87.57	7.68	1.40	14.57
<b>ตัวแปรตาม</b>						
Cost	825	0	11.34	2.21	2.28	1.25
<b>ตัวแปรควบคุม</b>						
Size	825	2.27	6.35	3.76	3.69	0.67
ROA	825	-64.86	75.06	6.62	6.91	10.26

## 2. ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

ผู้วิจัยทำการวิเคราะห์หาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson's Correlation) เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ ซึ่งพบว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ระหว่างกัน แต่ก็อยู่ในระดับที่ต่ำมาก และไม่มีผลกระทบที่รุนแรง โดยตัวแปรอิสระที่มีค่าความสัมพันธ์กันสูงที่สุดเมื่อเทียบกับคู่อื่นๆ คือโครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยครอบครัว (FO) กับโครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยผู้บริหาร (MO) มีค่าความสัมพันธ์ที่ 0.294 แต่ก็ถือว่ามีความสัมพันธ์กันในระดับปานกลาง กล่าวคือค่าความสัมพันธ์มีค่าน้อยกว่า 0.7 จึงจะไม่ได้ถือว่ามีความสัมพันธ์กันในระดับสูง (กัลยา วาณิชบัญชา, 2553) และผลการทดสอบที่พบทำให้สามารถเชื่อมั่นได้ว่าจะไม่เกิดภาวะตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง ดังตารางแสดง แต่อย่างไรก็ตามเพื่อให้มั่นใจว่าตัวแปรอิสระไม่มีปัญหา Multi collinearity ผู้วิจัยจึงต้องทำการทดสอบหาค่า Variance Inflation Factor (VIF) อีกครั้ง

ตารางที่ 2 แสดงผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ แบบ Pearson's Correlation

ตัวแปร	FO	MO	IO	GO	ForO	Size	ROA	Cost	Tolerance	VIF
FO	1								0.862	1.160
MO	.294**	1							0.886	1.129
IO	-.125**	-.079*	1						0.903	1.107
GO	-.134**	-.111**	.205**	1					0.901	1.110
ForO	-.176**	-.141**	.106**	-.036	1				0.901	1.110

Size	-.025	-.146**	.215**	.206**	.225**	1		0.857	1.167
ROA	.107**	.055	.111**	-.017	.034	.124**	1	0.958	1.044
Cost	-.071*	-.007	-.020	-.093**	.037	-.064	-.038	1	-

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

การหาความสัมพันธ์ด้วยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) เพื่อวิเคราะห์ว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรตามต้องไม่มีความสัมพันธ์กัน กล่าวคือต้องเป็นอิสระต่อกัน จากผลการวิเคราะห์ทางสถิติตามตาราง ผู้วิจัยได้นำตัวแปรอิสระ ทั้งหมด 5 ตัว และตัวแปรควบคุมอีกจำนวน 2 ตัวเข้าทำการวิเคราะห์ในแบบจำลอง โดยจะเห็นได้ว่าค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นในรูปแบบต่างๆ ที่เป็นตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่าน้อยกว่า 10 เพราะถ้าหากค่า Variance Inflation Factor มีค่าใกล้ 10 มาก จะแสดงว่าตัวแปรไม่เป็นอิสระกัน และเมื่อทำการพิจารณาควบคู่กับค่า Tolerance ของตัวแปรอิสระทุกตัว พบว่ามีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่าระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรมีความเป็นอิสระต่อกัน ซึ่งหากค่า Tolerance ของตัวแปร เข้าใกล้ 0 แสดงว่าเกิดปัญหา Multi collinearity (วรกมล เกษมทรัพย์, 2553) จากตารางที่ 2 จะเห็นได้ว่าตัวแปรต้นไม่มีความสัมพันธ์กันเอง ผู้วิจัยจึงทำการทดสอบสมมติฐานโดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ด้วยวิธีการนำเข้าตัวแปรแบบ Enter ซึ่งได้ผลการวิเคราะห์ ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 แสดงผลการหาความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบต่างๆกับต้นทุนเงินทุนด้วยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

ตัวแปรอิสระ	สัมประสิทธิ์การถดถอยไม่		สัมประสิทธิ์การถดถอย		t	p-value
	มาตรฐาน		มาตรฐาน			
	B	SE	$\beta$			
(ค่าคงที่)	2.681	0.269			10.313	0.000
FO	-0.004	0.002	-0.077		-2.053	0.040
MO	0.000	0.003	0.004		0.099	0.922
IO	0.000	0.006	0.000		0.004	0.996
GO	-0.013	0.005	-0.092		-2.509	0.012
ForO	0.003	0.003	0.033		0.914	0.361
Size	-0.090	0.072	-0.051		-1.370	0.171
ROA	-0.003	0.004	-0.026		-0.744	0.457

ตัวแปรตาม : Cost และ b. R2 = 0.019 Adjusted R2 = 0.011

จากตารางที่ 3 พบว่าความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้น โดยครอบครัว(HO) มีความสัมพันธ์ทางลบกับต้นทุนเงินทุน ซึ่งการที่บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว จะมีโครงสร้างที่แข็งแกร่ง จะช่วยลดช่องว่าง



ของข้อมูล ลดค่าใช้จ่ายของหน่วยงาน มีการปรับปรุงประสิทธิภาพของบริษัท การถือหุ้นโดยสมาชิกในครอบครัว และมีตำแหน่งเป็นผู้บริหาร จะสามารถลดปัญหาของตัวแทนได้ และการถือครองหุ้นโดยครอบครัวที่เพิ่มขึ้น จะทำให้ต้นทุนของหน่วยงานลดลง การดำเนินกิจกรรมที่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของผู้ถือหุ้น จะเพิ่มมูลค่าตลาดของบริษัท และความมั่งคั่งของนักลงทุน การเป็นเจ้าของหุ้นในธุรกิจครอบครัวสามารถรับประกันได้ว่าผู้บริหารที่เป็นสมาชิกครอบครัวจะประสบความสำเร็จทางกลยุทธ์ในทางธุรกิจ (Halili et al., 2015) และเมื่อโครงสร้างธุรกิจครอบครัวมีความแข็งแกร่ง ช่วยทำให้เสริมสร้างประสิทธิภาพในการบริหารงานของกลุ่มผู้บริหาร ซึ่งจะทำให้กิจการมีความมั่นคง และจะทำให้ความเสี่ยงในการลงทุนลดลง เป็นผลทำให้ต้นทุนของเงินทุนของกิจการลดลงตามไปด้วย และพบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยหน่วยงานของรัฐมีความสัมพันธ์ทางลบกับต้นทุนเงินทุน ที่กำหนดไว้ว่าการถือหุ้นโดยหน่วยงานของรัฐมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินทุน ซึ่งจากงานวิจัยของภัทรา เตชะธนเศรษฐ์ และคนอื่นๆ, 2561 พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ที่เป็นหน่วยงานของรัฐ มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on equity) เนื่องจากโครงการอุตสาหกรรมที่ประกอบด้วยกระบวนการผลิตหลายส่วน จำเป็นที่รัฐต้องพัฒนาโครงการทางเศรษฐกิจ เพื่อบริษัทที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของรัฐ จะมีนักลงทุนทั่วไปสนใจมาลงทุน ซึ่งจะให้ผลตอบแทนแก่ผู้ลงทุนสูงกว่าบริษัทเอกชนทั่วไป จึงสามารถสรุปได้ว่าการที่บริษัทมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานภาครัฐ จะทำให้นักลงทุนเกิดความเชื่อมั่น ในความน่าเชื่อถือและความโปร่งใสของบริษัท และจากความน่าเชื่อถือและความโปร่งใสดังกล่าว จะทำให้นักลงทุนต้องการผลตอบแทนที่ลดลง จากการที่บริษัทมีความเสี่ยงในการลงทุนลดลง จึงส่งผลทำให้ต้นทุนเงินทุนของกิจการลดลงตามลำดับ ในส่วนของโครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยผู้บริหาร (MO) โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยสถาบันการเงิน (GO) และโครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยชาวต่างชาติ (ForO) ไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุน

#### 5. การอภิปรายผลและข้อเสนอแนะ

การศึกษาครั้งนี้เป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในรูปแบบต่างๆกับต้นทุนเงินทุน ซึ่งผลการศึกษา พบว่า มีตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุน คือ การถือหุ้นโดยครอบครัว และการถือหุ้นโดยหน่วยงานภาครัฐ ที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ผลการศึกษายังชี้ให้เห็นว่าการถือหุ้นโดยครอบครัวและการถือหุ้นโดยหน่วยงานภาครัฐในอัตราที่สูงนั้นจะทำให้การรวมอำนาจในการดูแลควบคุมกิจการเป็นไปในทิศทางที่ดี มีการช่วยเหลือกันในการวางแผนนโยบายในการบริหารกิจการ จึงทำให้นักลงทุนเกิดความเชื่อมั่นว่าการที่บริษัทมีอัตราการถือหุ้นในอัตราที่สูงจะทำให้มีอำนาจควบคุม มีส่วนได้เสียในบริษัทมาก สามารถเข้าแทรกแซงการบริหารงาน และการกำหนดนโยบายสำคัญ ๆ ในบริษัทได้ง่าย อีกทั้งโครงสร้างการถือหุ้นแบบนี้จะทำให้นักลงทุนเกิดความมั่นใจว่าความเสี่ยงในการลงทุนที่ผิดพลาดจะลดลง และเมื่อความเสี่ยงในการลงทุนของกิจการน้อยลง ก็จะทำให้ให้นักลงทุนเรียกร้องผลตอบแทนน้อยลง จึงเป็นสาเหตุให้ต้นทุนของเงินลงทุนของกิจการน้อยลงตามไปด้วย ดังผลสรุปของการทดสอบสมมติฐานที่แสดงตามตารางที่ 4

ตารางที่ 4 สรุปผลการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามและผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

ตัวแปร	ผลการทดสอบ				
	t	p-value	นัยสำคัญทางสถิติ	ทิศทาง	การทดสอบสมมติฐาน
โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยครอบครัว	-2.053	0.040	มี	-	ยอมรับ
โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยผู้บริหาร	0.099	0.922	ไม่มี	+	ปฏิเสธ
โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยสถาบันการเงิน	0.004	0.996	ไม่มี	+	ปฏิเสธ
โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยหน่วยงานของรัฐ	-2.509	0.012	มี	-	ยอมรับ
โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยชาวต่างชาติ	0.914	0.361	ไม่มี	+	ปฏิเสธ

\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ในส่วนของตัวแปรควบคุมที่นำมาใช้ในการพิจารณาร่วมกันนั้นมี 2 ตัวแปรคือ ขนาดของบริษัท (Firm Size) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets, ROA) ที่พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุน ซึ่งผลงานวิจัยนี้สามารถอธิบายได้ว่ากิจการที่มีขนาดใหญ่จะมีต้นทุนของเงินลงทุนที่ต่ำกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก นั่นหมายความว่านักลงทุนจะเรียกร้องผลตอบแทนในกิจการขนาดใหญ่มากกว่ากิจการขนาดเล็ก ในงานวิจัย ปรากฏสถิติสมภพ โกลาเศรษฐ์ (2559) ศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท กับนโยบายการจ่ายเงินปัน-ผล ด้วยการกำหนดตัวแปรควบคุมคือขนาดของกิจการ ที่วัดขนาดของกิจการจากราคาตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ จะมีการทำงานที่โปร่งใสและตรวจสอบได้ง่าย อีกทั้งบริษัทขนาดใหญ่มีทรัพย์สินมาก ทำให้มีความเสี่ยงต่อการล้มละลายต่ำ จึงสามารถหาแหล่งเงินกู้ที่มีอัตราดอกเบี้ยได้ต่ำกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก เช่นเดียวกันกับงานวิจัยของนุชชิตา ชิวสุทธิพงศ์ (2553) ที่ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของกิจการ แล้วพบว่าขนาดของกิจการและโครงสร้างเงินทุน มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการที่แสดงให้เห็นว่าขนาดของสินทรัพย์ของบริษัทเป็นปัจจัยที่มีผลต่อการดำเนินงาน ที่เมื่อขนาดของสินทรัพย์ของบริษัทเพิ่มขึ้น ก็จะทำให้ผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้น เนื่องจากกิจการที่มีขนาดใหญ่ มีความได้เปรียบทางการแข่งขันมากกว่ากิจการที่มีขนาดเล็กกว่า ทำให้สามารถส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการในที่สุด

จากการศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยได้กำหนดตัวแปรอิสระไว้ทั้งหมด 5 ตัวแปรคือโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยผู้บริหาร โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยสถาบันการเงิน โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยหน่วยงานของรัฐ และโครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยชาวต่างชาติ ด้วยการตั้งสมมติฐานว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นในแต่ละรูปแบบจะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินทุน และจากข้ออภิปรายข้างต้นสรุปได้ว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยครอบครัวและโครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยหน่วยงานภาครัฐ มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุน และเป็นความสัมพันธ์เชิงลบ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน ทำให้สามารถสรุปได้ว่า บริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยครอบครัวและโครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยหน่วยงานภาครัฐ ในอัตรา การถือครองหุ้นที่สูง จะส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนลดลง ซึ่งจะทำให้ สามารถสร้างความเชื่อมั่นกับนักลงทุนได้ว่าบริษัท จะมีการดำเนินธุรกิจที่คำนึงถึงผลประโยชน์ของบริษัทเป็นหลัก ทำให้ไม่เกิดผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุน

### ข้อเสนอแนะจากการวิจัย

1. จากการวิจัยในครั้งนี้ ซึ่งใช้วิธีการคำนวณต้นทุนเงินทุนด้วยแบบจำลอง CAPM เพื่อทดสอบอัตราผลตอบแทนของต้นทุนเงินทุน แต่เพื่อให้เกิดความชัดเจนและความน่าเชื่อถือในผลการทดสอบมากยิ่งขึ้น ผู้วิจัยเสนอให้งานวิจัยครั้งต่อไป อาจใช้การทดสอบด้วยแบบจำลอง 3 ปัจจัย (Three-Factor Pricing Model) ของ Fama-French Model (FFM) ซึ่งเป็นการหาความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนของตลาดและผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง เช่นเดียวกับ CAPM แต่จะเป็นการทดสอบหาความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนเงินเฉลี่ยในสามพอร์ตการลงทุนขนาดเล็กผลตอบแทนเฉลี่ยในสามพอร์ตการลงทุนขนาดใหญ่ ที่อาจได้ผลการทดสอบที่สามารถเพิ่มความมั่นใจให้กับ การทดสอบตามแบบจำลอง CAPM ได้

2. งานวิจัยในอนาคตอาจศึกษาปัจจัยเชิงคุณภาพที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น เช่น การบริหารงานของผู้บริหาร นโยบายทางการบัญชีของแต่ละบริษัท และสถานะเศรษฐกิจ เป็นต้น และอาจมีการขยายช่วงของเวลาที่ใช้ทำการศึกษาในอนาคต เพื่อความเสถียรภาพของการประมาณค่าต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น เพื่อให้ นักลงทุนมีข้อมูลที่ใช้นับสนุนการตัดสินใจการลงทุนในอนาคต

3. การศึกษาเกี่ยวกับธุรกิจครอบครัว อาจมีการเพิ่มปัจจัยอื่นๆ ที่สามารถอธิบายและทำให้เกิดความเข้าใจถึง อิทธิพลของความเป็นครอบครัวในระดับที่เจาะจงมากขึ้นอาจเพิ่มระดับความหลากหลายของตัวแปรเกี่ยวกับ พฤติกรรมของครอบครัว เช่น ความแตกต่างของสัดส่วนการถือหุ้นในระดับต่างๆ ที่อาจส่งผลต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งนำไปสู่การศึกษาวิจัยที่ทำให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย นักลงทุน รวมถึงผู้บริหารมีความเข้าใจถึงอิทธิพลของครอบครัว ต่อผลการดำเนินงานขององค์กรมากขึ้น เพราะธุรกิจครอบครัวมีบทบาทสำคัญ และเป็นส่วนขับเคลื่อนเศรษฐกิจของ ไทยเติบโตได้อย่างยั่งยืนต่อไป

4. จากผลการศึกษาจะเห็นได้ว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีลักษณะแตกต่างกัน สามารถสร้างความมั่นใจและความน่าเชื่อถือ ในการลงทุนของนักลงทุนที่แตกต่างกันได้ ดังนั้นองค์กรที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดหลักเกณฑ์ใน กำกับดูแลกิจการอาจจะใช้ข้อมูลดังกล่าวในการพิจารณากำหนดกฎเกณฑ์และระเบียบต่างๆ ในการส่งเสริมหรือ พัฒนาการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างของผู้ถือหุ้นให้มากขึ้น อีกทั้งนักลงทุนสามารถใช้ผลที่ได้ จากการวิจัยเพื่อใช้พิจารณาข้อมูลเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นเพื่อเป็นส่วนหนึ่งในการประกอบการตัดสินใจในการ ลงทุน

### 6. บทสรุป

จากการศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยได้กำหนดตัวแปรอิสระไว้ทั้งหมด 5 ตัวแปรคือ โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยผู้บริหาร โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยสถาบันการเงิน โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยหน่วยงานของรัฐ และ โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยชาวต่างชาติ ด้วยการตั้งสมมติฐานว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นในแต่ละรูปแบบจะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินทุน และจากข้ออภิปรายข้างต้นสรุปได้ว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยครอบครัวและโครงสร้างผู้ถือหุ้น โดยหน่วยงานภาครัฐ มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุน และเป็นความสัมพันธ์เชิงลบ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน ทำให้ สามารถสรุปได้ว่า บริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยครอบครัวและ โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยหน่วยงานภาครัฐ ในอัตรา

การถือครองหุ้นที่สูง จะส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนลดลง ซึ่งจะทำให้ สามารถสร้างความเชื่อมั่นกับนักลงทุนได้ว่าบริษัท จะมีการดำเนินธุรกิจที่คำนึงถึงผลประโยชน์ของบริษัทเป็นหลัก

### เอกสารอ้างอิง

- กัลยา วานิชย์บัญชา. (2553). *การใช้ SPSS for Windows ในการวิเคราะห์ข้อมูล*. พิมพ์ครั้งที่ 11. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- จุฑามาศ ไททน. (2553). *กลยุทธ์การซื้อขายหลักทรัพย์นักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี 2554*. (Unpublished Master's independent study), มหาวิทยาลัยกรุงเทพ, กรุงเทพมหานคร.
- นวมวล คุณากรมงคล. (2556). *ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดทำกำไรกับการจ่ายเงินปันผล*. (Unpublished Master's independent study), มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. กรุงเทพมหานคร.
- นุชชิตา ชิวสุทธิพงศ์.(2553). *โครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของกิจการ*. (Unpublished Master's independent study), มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. กรุงเทพมหานคร..
- เบญจกรณ์ แสงประสาทผล และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ. (2556). การศึกษาเปรียบเทียบความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หมวดธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม โดยใช้แบบจำลอง CAPM: กรณีศึกษาหลักทรัพย์ SSF, TWFP, CPF, SNP, TC และ F&D. *วารสารสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลตะวันออก*. 2(2), 22-29.
- ปราญชลี สมภพโกคาเศรษฐ์. (2559). *โครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท กับนโยบายการจ่ายเงินปันผล*. (Unpublished Master's independent study), มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. กรุงเทพมหานคร.
- พนิตชัย เหลืองภัทรเชวง. (2558). *ความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมและต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น*. (Unpublished Master's independent study), มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. กรุงเทพมหานคร..
- ภัทรา เตชะธนเศรษฐ์ อรวรรณ เชื้อเมืองพาน และพรชัย เตชะธนเศรษฐ์ (2561). *โครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ผลการประเมินความยั่งยืนที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. *วารสารมหาวิทยาลัยศิลปากร*. 38 (5), 99-118.
- วรกมล เกษมทรัพย์. (2553). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (Unpublished Master's independent study), มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. กรุงเทพมหานคร.
- ศิลปพร ศรีจันทเพร. (2551). *ความรับผิดชอบต่อสังคมของคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างของผู้ถือหุ้นกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์*. *วารสารวิชาชีพบัญชี* 4(10), 26-39.
- สกลพร พิบูลย์วงศ์. (2554). *ความคิดเห็นของนักบัญชีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทางเลือกเพื่อการลงทุน*. รายงานการวิจัย. กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยราชพฤกษ์.
- Montgomery B. and Sinclair A. (2000). All in the family. *Business and Economic Review*. 46(2), 3-7.
- Halili E., Saleh A., and Zeitun R. (October 2015). Governance and Long – Term Operating Performance of Family and Non – Family Firms in Australia. *Studies in Economics and Finance*. 32 (4), 398-421.