ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว และอัตราผลตอบแทนเกินปกติ

โดย

นางสาวภาวินี ดวงทวีทรัพย์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว และอัตราผลตอบแทนเกินปกติ

โดย

นางสาวภาวินี ดวงทวีทรัพย์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

THE RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE GOVERNANCE, FAMILY OWNERSHIP AND ABNORMAL RETURN

BY

MISS PAWINEE DUANGTAWEESUB

AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE
FINANCIAL MANAGEMENT
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2015

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวภาวินี ดวงทวีทรัพย์

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวและอัตราผลตอบแทนเกินปกติ

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

เมื่อ วันที่ 13 พ.ค. 2559

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ _____
(รองศาสตราจารย์ ดร.นภดล ร่มโพธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ _____
(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์)

คณบดี _____
(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว และอัตราผลตอบแทนเกินปกติ
ชื่อผู้เขียน	นางสาวภาวินี ดวงทวีทรัพย์
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	สาขาบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์
ปีการศึกษา	2558

บทคัดย่อ

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว และอัตราผลตอบแทนเกินปกติ เนื่องจากผู้วิจัยพบว่ากิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวนั้นสามารถส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกิจการได้ทั้งในทางบวกและทางลบเนื่องด้วยปัจจัยที่แตกต่างกันของแต่ละกลุ่มตัวอย่าง เช่น การคุ้มครองนักลงทุนในแต่ละประเทศ ลักษณะนิสัยของคนแต่ละประเทศ ประเด็นที่มุ่งศึกษาต่างกัน อีกทั้งในประเทศไทยกิจการจำนวนมากมีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว ผู้วิจัยจึงต้องการศึกษาในประเด็นดังกล่าว โดยมีกลุ่มตัวอย่างคือกิจการที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2555 ถึง 2557 โดยที่กิจการนั้นๆจะเป็นกิจการที่ได้รับการจัดอันดับ Corporate Governance Rating (CGR) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) เฉพาะกิจการที่ได้คะแนนในระดับ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” จำนวน 214 กิจการ วิธีการทางสถิติที่ใช้คือ การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ

จากการศึกษาพบว่ากิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวจะมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติของกิจการ หมายความว่ากิจการประเภทนี้จะมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติในอัตราที่น้อยกว่ากิจการอื่นๆเนื่องจากเกิดปัญหาตัวแทนระหว่างกลุ่มผู้ถือหุ้นที่เป็นสมาชิกในครอบครัวและผู้ถือหุ้นอื่นๆขึ้น ทำให้การบริหารกิจการนั้นๆเป็นไปอย่างไม่มีประสิทธิภาพและส่งผลในเชิงลบต่อผลประกอบการของกิจการและอัตราผลตอบแทนของกิจการในที่สุด

นอกจากนี้ยังพบว่าคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการ ที่แทนด้วยคุณภาพของการตรวจสอบบัญชี และ Corporate Governance Rating (CGR) ของกิจการนั้น ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติอีกด้วย ซึ่งสรุปได้ว่านักลงทุนในกิจการในกลุ่มตัวอย่าง ไม่ได้มีพฤติกรรมที่ตอบสนองต่อคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการของกิจการนั้นๆ

งานวิจัยฉบับนี้สามารถนำไปใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนในตลาดสำหรับนักลงทุนทุกๆประเภท หน่วยงานที่มีหน้าที่ในการกำกับดูแลกิจการจะต้องตระหนักถึงกิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวมากขึ้น โดยการหาสาเหตุที่ทำให้กิจการประเภทนี้มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมน้อยกว่ากิจการประเภทอื่น และส่งเสริมให้มีการกำกับดูแลในส่วนนั้นๆที่เข้มงวดขึ้น รวมถึงผู้ประกอบการยังสามารถนำข้อมูลไปใช้ประกอบการวางกลยุทธ์รวมถึงการวางโครงการต่างๆของกิจการอีกด้วย

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ, โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว, อัตราผลตอบแทนเกินปกติ

Independent Study Title	The relationship between corporate governance, family ownership and abnormal return
Author	Miss Pawinee Duangtaweesub
Degree	Master of Science Program
Department/Faculty/University	Financial Management Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Monvika Phadoongsitthi, Ph.D.
Academic Years	2015

ABSTRACT

This study aims to examine the relationship between corporate governance, family ownership and abnormal return. As it is found that the firm with family ownership can affect to its return in both positive and negative way due to the different factors in each sample such as the investor protection, investor's behavior and also the different objective of each study, the researcher would like to examine this conflict. This study is conducted by using 214 samples of the firm listed in the stock exchange of Thailand (SET) and also rated by using Corporate Governance Rating (CGR) which were rated in "good", "very good" and "excellent" level. This CGR was done by IOD during the period of 2012 to 2014. The statistic method using in this study is multiple regression analysis.

The result shows that the firm with family ownership is significantly negatively related to abnormal return due to agency problem between family shareholders and other shareholders. This problem leads to less efficiency of the firm's management, the firm's performance and, subsequently, the firm's return.

The result also shows that the quality of the firm's corporate governance that replaced by Big4's auditing and Corporate Governance Rating (CGR) is not related to abnormal return. That result means the investor who invested in the firm in this sample doesn't react to the quality of the firm's corporate governance.

This study can be use as information for the investor in making a decision. The department which obligated to control the quality of the firm's corporate governance may find the reason why the firm with family ownership has lower return than other firms and solve that problem. And the management also can use this result in setting their strategy.

Keywords: Corporate governance, Family ownership, Abnormal return

กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยฉบับนี้เสร็จสมบูรณ์ได้ด้วยความช่วยเหลือจาก รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์ อาจารย์ที่ปรึกษางานวิจัย ที่ได้สละเวลาเพื่อให้คำปรึกษาแนะนำแนวทางและคอยช่วยแก้ปัญหาต่างๆเป็นอย่างดี ตลอดจนช่วยแก้ไขปรับปรุงงานวิจัยให้มีความถูกต้องสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.นภดล ร่มโพธิ์ ที่ได้สละเวลามาเป็นกรรมการสอบและให้คำแนะนำเพิ่มเติมทำให้ผู้วิจัยสามารถนำไปปรับปรุงงานวิจัยให้มีความถูกต้องสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น ตลอดจนอาจารย์ทุกท่านที่ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้แก่ผู้วิจัยมาตลอดการศึกษาในหลักสูตรควบ 5 ปี ตรี – โท มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

สุดท้ายนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณคุณพ่อ คุณแม่และครอบครัวที่คอยช่วยเหลือ สนับสนุนและให้กำลังใจเสมอมา อีกทั้งเพื่อนๆ รุ่นพี่ในหลักสูตรที่คอยช่วยเหลือ ให้คำแนะนำมาโดยตลอด ทำให้ผู้วิจัยมาสามารถทำงานวิจัยฉบับนี้ให้เสร็จลุล่วงได้เป็นอย่างดี หากมีข้อผิดพลาดประการใดในงานวิจัยฉบับนี้ ทางผู้วิจัยขอน้อมรับผิดแต่เพียงผู้เดียว

นางสาวภาวินี ดวงทวีทรัพย์

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(3)
กิตติกรรมประกาศ	(5)
สารบัญตาราง	(9)
สารบัญภาพ	(10)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย	3
1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
1.4 ขอบเขตของงานวิจัย	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	4
2.1.1 ทฤษฎีตัวการและตัวแทน (Agency Theory)	4
2.1.2 แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของ (Ownership Structure)	4
2.1.2.1 โครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจายตัว (Dispersed Ownership Structure)	5
2.1.2.2 โครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership Structure)	5
2.1.3 อัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return)	5

2.1.3.1 หาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t 6
2.1.3.2 หาอัตราผลตอบแทนของตลาด ณ เวลาที่ t 6
2.1.3.3 หาอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t 6
2.1.3.4 หาอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) 7
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง 7
2.2.1 โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวและคุณภาพในการดำเนินงานของกิจการ 7
2.2.2 ปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการ 8
2.2.3 ตัวแปรควบคุม 10

บทที่ 3 วิธีการวิจัย 12

3.1 การคัดเลือกตัวอย่างและกลุ่มตัวอย่าง 12
3.2 ตัวแปรและแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา 12
3.2.1 ตัวแปรที่เป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการ 12
3.2.1.1 Corporate governance rating: (CGR) 12
3.2.1.2 คุณภาพการสอบบัญชีของกิจการ 13
3.2.2 การถือหุ้นแบบครอบครัว 13
3.2.3 อัตราผลตอบแทนเกินปกติ 13
3.2.4 ตัวแปรควบคุม (Control Variable) 14
3.3 วิธีการวิจัย 14
3.3.1 การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ 14
3.3.1.1 หาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t 14
3.3.1.2 หาอัตราผลตอบแทนของตลาด ณ เวลาที่ t 14
3.3.1.3 หาอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t 15
3.3.1.4 หาอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) 15
3.3.2 การหาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางการกำกับดูแลกิจการกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ 15
3.4 สมมุติฐานงานวิจัย 16

บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล 17

4.1 การวิเคราะห์โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) 18
4.2 การวิเคราะห์โดยใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistic) 19
4.2.1 H1: โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวของกิจการ ส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม (CAR) 21
4.2.2 H2: การกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) 21
4.2.3 H3: ขนาดของกิจการส่งผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) 22

บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ 23

5.1 สรุปผลการวิจัยและอภิปรายผล 23
5.2 ข้อจำกัดในงานวิจัย 24
5.3 ข้อเสนอแนะต่อการทำวิจัยในอนาคต 24

รายการอ้างอิง 26

ประวัติผู้เขียน 30

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.1 สรุปความหมายของตัวแปรอิสระและทิศทางที่คาดของแต่ละตัวแปร	16
4.1 ข้อมูลการจำแนกหมวดอุตสาหกรรมของกลุ่มตัวอย่าง	17
4.2 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่าง (CAR, SIZE)	18
4.3 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ตัวแปร Dummy (CG)	18
4.4 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ตัวแปร Dummy (BIG4, FAM)	19
4.5 ตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม	19
4.6 ตารางทดสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม	20
4.7 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)	21

สารบัญภาพ

ภาพที่ หน้า

2.1 แสดงแผนภาพความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย 11

บทที่ 1
บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

การศึกษานี้จัดทำขึ้นเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว และอัตราผลตอบแทนผิดปกติของกิจการ โดยที่กิจการที่ต้องการศึกษานั้นจะเป็นกิจการที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) และได้รับการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ประเด็นสำคัญประเด็นหนึ่งในการศึกษาครั้งนี้คือ การกำกับดูแลกิจการ ในปัจจุบันหลายประเทศได้หันมาให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการกันมากขึ้น ประเทศไทยก็เช่นเดียวกัน เห็นได้จากการผลักดันให้มีการกำกับดูแลกิจการในตลาดทุนให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น ทั้งในภาครัฐและภาคเอกชน โดยมีหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ซึ่งได้มีการกำหนดกฎระเบียบและแนวทางต่างๆ เพื่อส่งเสริมให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีมากขึ้น โดยที่เห็นได้อย่างชัดเจนคือ การก่อตั้งสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ซึ่งเป็นองค์กรที่มีบทบาทสำคัญในการพัฒนาความเป็นมืออาชีพของกรรมการบริหาร และส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีในประเทศไทย IOD ก่อตั้งขึ้นเมื่อปี พ.ศ.2542 หลังจากการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 โดยเชื่อว่าการมีกรรมการบริหารที่สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพนั้นจะทำให้กิจการมีการดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพเช่นเดียวกัน อีกทั้งยังสามารถสร้างผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้น และทำให้เศรษฐกิจไทยเจริญเติบโตอย่างมั่นคงอีกด้วย

การกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้น กล่าวคือ เป็นการบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ มีความโปร่งใส สามารถตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในทุกๆ ฝ่าย ทั้งนี้จะเป็นผลมาจากโครงสร้างความเป็นเจ้าของและอำนาจในการบริหารของกิจการด้วย

จากการศึกษาของ Picou และ Rubach (2006) พบว่ากิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้ราคาหุ้นของกิจการสูงขึ้น เนื่องจากนักลงทุนมีความเชื่อว่ากิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะไปช่วยลดต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ที่เกิดขึ้นในกิจการ อีกทั้งยังทำให้การจัดลำดับความสำคัญของผลประโยชน์ของผู้บริหารและผู้จัดหาเงินทุนมีประสิทธิภาพมากขึ้นอีกด้วย

โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวเป็นอีกประเด็นหนึ่งที่ศึกษาในงานวิจัยนี้ เนื่องจากในประเทศไทย กิจการจำนวนมากมีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว งานวิจัยส่วนใหญ่พบว่ากิจการที่มีอำนาจการบริหารงานกระจุกตัวอยู่ในผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะทำให้เกิดแรงจูงใจในการควบคุมกิจการให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ตนเองโดยไม่คำนึงถึงผู้ถือหุ้นรายย่อย

จากการศึกษาของ Alba, Claessens และ Djankov (1998) พบว่าการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของกิจการจะส่งผลให้เกิดการลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ มีการกระจายตัวมากเกินไปและแบกรับความเสี่ยงมากขึ้นและส่งผลให้อัตราผลตอบแทนลดลง เช่นเดียวกับการศึกษาของ Lubatkin et al. (2005) ที่พบว่าการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของทำให้เกิดการใช้อำนาจเพื่อพวกพ้องตนเอง จะทำให้กิจการรับคนในครอบครัวเข้ามาบริหารงาน แทนที่จะจ้างบุคคลภายนอกที่มีความสามารถ โดยที่คนในครอบครัวอาจจะไม่มีความสามารถพอสำหรับตำแหน่งงานนั้นๆ ซึ่งจะทำให้การบริหารโครงการและผลการดำเนินงานของโครงการเป็นไปอย่างไม่มีประสิทธิภาพ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Lubatkin et al. (2005), Schulze Lubatkin และ Dino (2003) ที่ว่า การใช้อำนาจเพื่อพวกพ้องจะไปลดประสิทธิภาพในการควบคุมผู้บริหารหรือตัวแทนที่มาจากครอบครัวเนื่องจากเจ้าของกิจการที่เป็นญาติหรือพ่อแม่ก็อาจเข้าข้างลูกหลานของตนในการดำเนินงานโครงการต่างๆ นอกจากนี้ การใช้อำนาจดังกล่าวก็จะส่งผลให้กิจการลงทุนในโครงการที่ก่อให้เกิดผลประโยชน์ต่อกลุ่มตัวเองซึ่งการลงทุนนั้นๆ อาจเป็นการใช้ทรัพยากรของกิจการโดยไม่ก่อเกิดประสิทธิภาพอย่างสูงสุดด้วย จากความขัดแย้งของความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวกับอัตราผลตอบแทนข้างต้น

ในขณะเดียวกันงานวิจัยบางส่วนก็พบว่ารูปแบบความเป็นเจ้าของดังกล่าวจะส่งผลกระทบในทางบวก จากการศึกษาของ Anderson และ Reeb (2003), Jensen และ Meckling (1976), Shleifer และ Vishny (1986) พบว่าความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นที่เป็นครอบครัวจะผูกติดอยู่กับกิจการมากกว่าผู้ถือหุ้นอื่นๆ เพราะฉะนั้นจะเกิดแรงจูงใจในการลดปัญหาตัวแทนและควบคุมให้การดำเนินโครงการต่างๆ ของกิจการเกิดประสิทธิภาพสูงสุด เช่นเดียวกับ Bruton, Ahlstrom และ Wan (2003) ที่พบว่าผู้ถือหุ้นที่เป็นครอบครัวจะตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีประสิทธิภาพมากกว่าเนื่องจากต้องการแสวงหาผลตอบแทนสูงสุดให้แก่ตนเอง เพราะฉะนั้นกิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวตามแนวคิดดังกล่าวจึงส่งผลในทางบวกต่ออัตราผลตอบแทนของกิจการ ซึ่งผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวกับผลการดำเนินงานยังคงไม่ชัดเจน

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงต้องการศึกษาว่า การกำกับดูแลกิจการ และโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่แตกต่างกันจะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนอย่างไร โดยพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ของกิจการนั้นๆ

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์พื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

งานศึกษานี้จะทำให้ทราบถึงผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการของกิจการที่มีโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่ต่างกันต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติ รวมถึงทราบว่านักลงทุนในตลาดให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการมากน้อยเพียงใด ซึ่งจะเป็นข้อมูลที่ช่วยประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทุกประเภทในการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการนั้นๆ หน่วยงานที่มีหน้าที่ในการกำกับดูแลกิจการต่างๆ อีกทั้งผู้ประกอบการยังสามารถนำไปเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการดำเนินนโยบายของกิจการที่มีโครงสร้างความเป็นเจ้าของรูปแบบต่างๆ อีกด้วย

1.4 ขอบเขตของการศึกษา

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และได้รับการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) เฉพาะกิจการที่ได้คะแนนในระดับ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ”โดยเก็บข้อมูลในช่วงปี 2555 – 2557 รวมเป็นระยะเวลา 3 ปี

บทที่ 2
วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 ทฤษฎีตัวการและตัวแทน (Agency Theory)

Jensen และ Meckling (1976) ได้มีแนวคิดที่ว่า การแบ่งแยกระหว่างความเป็นเจ้าของและสิทธิในการบริหารของผู้บริหารนั้น จะเป็นแรงผลักดันให้ผู้บริหารแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าที่จะพยายามเพิ่มมูลค่าให้ผู้ถือหุ้น กล่าวคือผู้บริหารจะเป็นผู้ที่เข้ามาช่วยผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการบริหารกิจการแทน ซึ่งผู้บริหารจะเรียกได้ว่าเป็นผู้รับมอบอำนาจในการบริหารงานแทนหรือตัวแทน (Agent) ทำให้ผู้บริหารสามารถตัดสินใจในการดำเนินงานต่างๆ ซึ่งอาจไม่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่เจ้าของกิจการ ซึ่งเรียกได้ว่าเป็นผู้มอบอำนาจหรือตัวการ (Principal) และทำให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) เช่น ผู้บริหารเลือกที่จะลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง ซึ่งหากผิดพลาดอาจทำให้เกิดผลกระทบต่อเจ้าของกิจการเป็นอย่างมาก อีกทั้งการที่ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการไม่รู้ข้อมูลเนื่องจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล จะทำให้การบริหารงานไม่มีประสิทธิภาพและเกิดต้นทุนจากการมอบอำนาจดำเนินงาน (Agency Cost) ขึ้น ซึ่งประกอบไปด้วยต้นทุนในการตรวจสอบ ผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารและต้นทุนในการจูงใจให้ผู้บริหารตัดสินใจดำเนินงานที่ไม่ก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือหุ้น

2.1.2 แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของ (Ownership Structure)

โครงสร้างความเป็นเจ้าของ (Ownership Structure) เป็นปัจจัยสำคัญที่ก่อให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) เนื่องจากจะทำให้เกิดความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและเจ้าของกิจการ ซึ่งผู้บริหารสามารถเปรียบได้ว่าเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม (Controlling Shareholder) และเจ้าของกิจการเป็นผู้ถือหุ้นรายย่อย (Minority Shareholder) หรือผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจควบคุม (Non-Controlling Shareholder) นั่นเอง

ในงานวิจัยนี้จะแบ่งโครงสร้างความเป็นเจ้าของออกเป็น 2 รูปแบบ ตามงานวิจัยของ Jiang (2004) คือโครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจายตัว (Dispersed Ownership Structure) และโครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership Structure) ซึ่งมีความหมายดังนี้

2.1.2.1 โครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจายตัว (Dispersed Ownership Structure)

โครงสร้างความเป็นเจ้าของรูปแบบนี้จะไม่มีผู้ถือหุ้นกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งที่มีอำนาจในการออกเสียงหรือมีแรงจูงใจที่จะควบคุมกิจการให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ตน เนื่องจากจะประกอบด้วยผู้ถือหุ้นเป็นจำนวนมากและแต่ละรายจะถือหุ้นเพียงเล็กน้อยเท่านั้น ซึ่งแบ่งเป็นสัดส่วนการถือหุ้นต่อคนน้อยกว่า 5% (Leech & Leahy, 1991) จึงไม่มีผู้ถือหุ้นกลุ่มใดสามารถควบคุมกิจการเพื่อผลประโยชน์แก่กลุ่มตนได้

รูปแบบโครงสร้างความเป็นเจ้าของรูปแบบนี้ส่วนมากจะพบในประเทศที่ระบบเศรษฐกิจพัฒนาแล้วและมีขนาดใหญ่ ลักษณะของประเทศเช่นนี้จะทำให้ผู้ถือหุ้นสนใจเข้ามาลงทุนการถือหุ้นจึงมีความหลากหลายและกระจายตัวมาก เช่น สหรัฐอเมริกา อังกฤษ เป็นต้น

2.1.2.2 โครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership Structure)

โครงสร้างความเป็นเจ้าของรูปแบบนี้จะมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพียงไม่กี่รายเท่านั้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสูงและมีอำนาจในการออกเสียงที่สูง สามารถออกเสียงจนควบคุมกิจการได้ (Controlling Shareholder) หรือสามารถแต่งตั้งกรรมการบริหารของกิจการได้ เช่น ผู้ถือหุ้นสถาบัน ผู้ถือหุ้นที่เป็นครอบครัว จากการศึกษาของ Wang (2006) พบว่า การกระจุกตัวของโครงสร้างความเป็นเจ้าของนั้นมีความสัมพันธ์กับการดำเนินงานของกิจการในทางบวก กล่าวคือจะทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการดีขึ้นหากมีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีแรงจูงใจในการสร้างผลประกอบการที่ดีของกิจการเพื่อผลกระโยชน์สูงสุดของตน เช่นเดียวกันกับการศึกษาของ Gomez et al (2001) และ Miller et al. (2007) ที่ว่ายิ่งกิจการมีโครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจุกตัวมากเท่าไหร่ ผู้ถือหุ้นหลักกลุ่มนั้นก็จะยิ่งมีแรงจูงใจที่จะทำเพื่อผลประโยชน์ส่วนตนมากเท่านั้น แต่ในขณะเดียวกันก็พบว่าการกระจุกตัวของโครงสร้างความเป็นเจ้าของนั้นก็มีความสัมพันธ์กับการดำเนินงานของกิจการในทางลบได้โดยจะอธิบายเพิ่มเติมในหัวข้อถัดไป

รูปแบบโครงสร้างความเป็นเจ้าของรูปแบบนี้จะเป็นลักษณะของโครงสร้างความเป็นเจ้าของของกิจการส่วนใหญ่ทั่วโลก ส่วนมากพบในประเทศแถบเอเชีย เช่น ไทย ญี่ปุ่น เป็นต้น

2.1.3 อัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return)

อัตราผลตอบแทนเกินปกติจะเกิดจากการวัดการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ใดๆที่ได้รับกระทบจากเหตุการณ์ใดเหตุการณ์หนึ่งที่เกิดขึ้น เช่น การประกาศเพิ่มทุน การประกาศจ่ายปันผล เป็นต้น ในการคำนวณจะมีหลายวิธีซึ่งผู้ใช้จะต้องเลือกตามความเหมาะสม

จากงานวิจัยของ Brown และ Warner (1980) ที่ได้ทำการศึกษาวิธีการหาผลตอบแทนเกินปกติ 3 วิธีด้วยกัน คือ Mean Adjusted returns, Market Adjusted Returns และ Market and Risk Adjusted Returns พบว่า วิธี Market Adjusted Returns Model ซึ่งมีแนวคิดเกี่ยวกับการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนตลาด เป็นวิธีที่สะดวก ง่าย และมีความสามารถในการหาผลตอบแทนผิดปกติได้อย่างเหมาะสม จากวิธีการดังกล่าวจะมีขั้นตอนในการคำนวณเป็นขั้นตอน ดังนี้

2.1.3.1 หาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t

$$R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1})/P_{i,t-1}$$

โดยที่

$R_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t

$P_{i,t}$ คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t

$P_{i,t-1}$ คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t - 1

2.1.3.2 หาอัตราผลตอบแทนของตลาด ณ เวลาที่ t

$$R_{m,t} = (P_{m,t} - P_{m,t-1})/P_{m,t-1}$$

โดยที่

$R_{m,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด i ณ เวลาที่ t

$P_{m,t}$ คือ ราคาปิดของตลาด i ณ เวลาที่ t

$P_{m,t-1}$ คือ ราคาปิดของตลาด i ณ เวลาที่ t – 1

2.1.3.3 หาอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t

จากการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนของตลาดตามวิธีการข้างต้น จะสามารถหาอัตราผลตอบแทนผิดปกติได้ตามสมการ ดังนี้

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

โดยที่

$AR_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t

$R_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t

$R_{m,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด i ณ เวลาที่ t

2.1.3.4 หาอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return)

นำอัตราผลตอบแทนเกินปกติ $\mathrm{AR_{i,t}}$ ที่ได้มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม ตามมสมการ ดังนี้

$$\mathrm{CAR_{i,t}} = \mathrm{AR_{i,t}} + \mathrm{CAR_{i,t-1}}$$

โดยที่

$\mathrm{CAR_{i,t}}$ คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t

$\mathrm{AR_{i,t}}$ คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t

$\mathrm{CAR_{i,t-1}}$ คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t – 1

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผู้วิจัยได้ศึกษาโดยแบ่งออกเป็นประเด็นต่างๆ ดังนี้

2.2.1 โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวและคุณภาพในการดำเนินงานของกิจการ

จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ผู้วิจัยได้พบว่าโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวและคุณภาพในการดำเนินงานของกิจการจะเป็นไปในทิศทางต่างๆ ดังนี้

การศึกษาของ Anderson และ Reeb (2003), Jensen และ Meckling (1976), Shleifer และ Vishny (1986) พบว่า ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นที่เป็นครอบครัวจะผูกติดอยู่กับกิจการมากกว่าผู้ถือหุ้นอื่นๆ เพราะฉะนั้นผู้บริหารก็จะเกิดแรงจูงใจในการลดปัญหาตัวแทนและควบคุมให้การดำเนินโครงการต่างๆ ของกิจการเกิดประสิทธิภาพสูงสุด เช่นเดียวกับ Bruton, Ahlstrom และ Wan (2003) ที่พบว่า ผู้ถือหุ้นที่เป็นครอบครัวจะตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีประสิทธิภาพมากกว่า เนื่องจากต้องการแสวงหาผลตอบแทนสูงสุดให้แก่ตนเอง

ในทางกลับกัน ก็อาจมีความสัมพันธ์ที่ขัดแย้งกันระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวกับผลการดำเนินงาน จากการศึกษาของ Lubatkin et al. (2005) พบว่าการใช้อำนาจเพื่อพวกพ้องตนเอง จะทำให้กิจการรับคนในครอบครัวเข้ามาบริหารงาน แทนที่จะจ้างบุคคลภายนอกที่มีความสามารถ โดยที่คนในครอบครัวอาจจะไม่มีความสามารถพอสำหรับตำแหน่งงานนั้นๆ ซึ่งจะทำให้การบริหารโครงการและผลการดำเนินงานของโครงการเป็นไปอย่างไม่มีประสิทธิภาพ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Lubatkin et al. (2005), Schulze Lubatkin และ Dino (2003) ที่ว่า

การใช้อำนาจเพื่อพวกพ้องจะไปลดประสิทธิภาพในการควบคุมผู้บริหารหรือตัวแทนที่มาจากครอบครัว เนื่องจากเจ้าของกิจการที่เป็นญาติหรือพ่อแม่ก็อาจเข้าข้างลูกหลานของตนในการดำเนินงานโครงการต่างๆ นอกจากนี้การใช้อำนาจดังกล่าวก็จะส่งผลให้กิจการลงทุนในโครงการที่ก่อให้เกิดผลประโยชน์ต่อกลุ่มตัวเองซึ่งการลงทุนนั้นๆ อาจเป็นการใช้ทรัพยากรของกิจการโดยไม่ก่อเกิดประสิทธิภาพอย่างสูงสุดด้วย

จากความขัดแย้งของความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวกับอัตราผลตอบแทนข้างต้น การศึกษาของ Wong, Chang และ Chen (2010) ได้สรุปว่า สาเหตุที่ทำให้ผลการวิจัยไม่สอดคล้องกันเป็นผลมาจากปัจจัยภายนอกที่มากระทบต่างกัน ได้แก่ การคุ้มครองนักลงทุนในแต่ละประเทศ ลักษณะนิสัยของคนแต่ละประเทศ อีกทั้งประเด็นที่มุ่งศึกษาต่างกัน ซึ่งคุณภาพในการดำเนินกิจการดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นและการตอบสนองของนักลงทุนในตลาดอีกด้วย

จากการศึกษางานวิจัยที่ผ่านมาพบว่างานวิจัยส่วนใหญ่พบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวกับอัตราผลตอบแทน กิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวน่าจะมีอัตราผลตอบแทนที่ต่างจากอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด งานวิจัยนี้จึงกำหนดสมมติฐานดังนี้

H1: โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวของกิจการ ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR)

2.2.2 ปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการมีวัตถุประสงค์หลักคือ การกำกับ ติดตาม ควบคุม และดูแลผู้ที่ได้รับมอบอำนาจในการทำหน้าที่ทางการบริหาร เพื่อให้ทรัพยากรขององค์กรถูกนำไปใช้อย่างมีประสิทธิภาพและตรงตามเป้าหมายของกิจการ เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการทุกๆ ฝ่าย (ศิลปพร ศรีจั่นเพชร, 2555) ประเทศไทยเล็งเห็นถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ และได้จัดตั้งโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนขึ้นในปี 2544 โดยมีชื่อว่า Baselining Corporate Governance Practices of Thai Listed Companies เพื่อใช้วัดผลการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทยโดยเปรียบเทียบกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามมาตรฐานสากลโดยได้รับการสนับสนุนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ต่อเนื่องมาจนถึงปัจจุบัน ผลการสำรวจดังกล่าวได้พิมพ์เผยแพร่ในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies ซึ่งได้รับการยอมรับจากคณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติว่าเป็นเครื่องมือที่ช่วยกระตุ้นให้เกิดการพัฒนาของกิจการในประเทศไทยจึงมีการดำเนินการมาอย่างต่อเนื่อง

การประเมินการกำกับดูแลกิจการนี้จะอยู่ในรูปของโครงการ Corporate governance Rating (CGR) โดยจะรายงานผลเป็นระดับการกำกับดูแลกิจการของแต่ละบริษัท โดยจะแบ่งออกเป็น 5 หมวด คือ

1. สิทธิของผู้ถือหุ้น การคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้น การอำนวยความสะดวกแก่ผู้ถือหุ้นในการใช้สิทธิต่างๆ ที่สมควรได้รับ

2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน การให้ความสำคัญในการปฏิบัติที่เท่าเทียมกันต่อผู้ถือหุ้นทุกราย ไม่ว่าจะเป็นผู้ถือหุ้นส่วนน้อย หรือผู้ถือหุ้นต่างชาติ โดยจะมุ่งเน้นไปในประเด็นของการคุ้มครองผู้ถือหุ้นส่วนน้อยไม่ให้ถูกผู้ถือหุ้นรายใหญ่เอาเปรียบ

3. การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย การให้ความสำคัญกับสิทธิของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับกิจการ โดยคำนึงถึงความสัมพันธ์และความร่วมมือที่ดีระหว่างกิจการกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียว่าจะมาช่วยส่งเสริมให้กิจการสามารถเติบโตได้อย่างยั่งยืน

4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส การให้ความสำคัญในการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับกิจการอย่างถูกต้อง ครบถ้วน โปร่งใส และตรวจสอบได้

5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ การให้ความสำคัญกับบทบาทหน้าที่ของคณะกรรมการในการดำเนินงานของกิจการ การติดตามดูแลการทำงานของฝ่ายจัดการ และการแสดงความรับผิดชอบตามหน้าที่ (Accountability) ของคณะกรรมการที่มีต่อกิจการและผู้ถือหุ้นของกิจการ

จากแนวคิดของ Jensen และ Meckling (1976) ในเรื่องของความขัดแย้งทางด้านตัวแทนที่ว่าผู้บริหารมักจะบริหารกิจการโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนตนโดยไม่คำนึงถึงผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียรายอื่น แนวคิดดังกล่าวจะส่งผลให้กิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ไม่ดี อีกทั้งยังส่งผลให้การรายงานผลประกอบการของกิจการต่ำกว่าที่ควรจะเป็นอีกด้วย การมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้นจะทำให้ต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ของกิจการลดลงและส่งผลให้ผลประกอบการของกิจการดีขึ้น ซึ่งงานวิจัยของ Core, Guay และ Rusticus (2006) และ Gompers, Ishii และ Metrick (2001) ก็ได้สนับสนุนแนวความคิดนี้ด้วย

นอกจากนี้ Black (2001), Black, Jang และ Kim (2006), Durnev และ Kim (2005), Gary และ Gonzalez (2008) ยังได้ศึกษาผลกระทบของคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการต่อมูลค่าตลาดของกิจการในประเทศเกิดใหม่พบว่ามีผลในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Gompers et al. (2003) ที่พบว่า กิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีกว่าจะส่งผลในเชิงบวกต่อให้มูลค่าของกิจการ ผลกำไร และการเติบโตของยอดขายของกิจการนั้นๆ

คุณภาพในการสอบบัญชีของกิจการเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่สะท้อนถึงการกำกับดูแลกิจการ จากงานวิจัยของ Francis และ Wang (2006) ที่ศึกษาเกี่ยวกับผลของบริษัทตรวจสอบบัญชี

ของกิจการกับหลักการคุ้มครองนักลงทุนต่อคุณภาพในการรายงานทางบัญชีทั่วโลก พบว่ากิจการที่มีการตรวจสอบบัญชีโดยสำนักงานสอบบัญชี BIG4 ซึ่งเป็นบริษัทชั้นนำในการตรวจสอบบัญชี ได้แก่ KPMG, Ernst & Young, Deloitte และ PwC จะมีการรายงานทางบัญชีที่มีคุณภาพสูงกว่าการตรวจสอบบัญชีโดยบริษัทอื่นๆ เนื่องจากบริษัทใน BIG4 จะมีแรงจูงใจในการตรวจสอบบัญชีให้ถูกต้องครบถ้วนเพื่อรักษาชื่อเสียงของบริษัทเอาไว้ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Linn และ Henriette (2013) ที่ว่ากิจการที่มีการตรวจสอบบัญชีโดยสำนักงานสอบบัญชีใน BIG4 จะมีแนวโน้มในการตกแต่งกำไรต่ำกว่ากิจการที่ตรวจสอบบัญชีโดยบริษัทอื่นๆ ซึ่งงานวิจัยของ Francis et al. (1999) Becker et al. (1998) และ DeAngelo (1981) ก็สนับสนุนแนวคิดนี้ด้วย

จะเห็นได้ว่า จากการศึกษางานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่พบว่า การกำกับดูแลกิจการส่งผลในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน ผู้วิจัยจึงได้กำหนดสมมติฐานดังนี้

H2: การกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR)

โดยงานวิจัยนี้ วัดการกำกับดูแลกิจการจาก 2 ปัจจัย ได้แก่ ระดับการกำกับดูแลกิจการ (CGR) และคุณภาพการสอบบัญชี

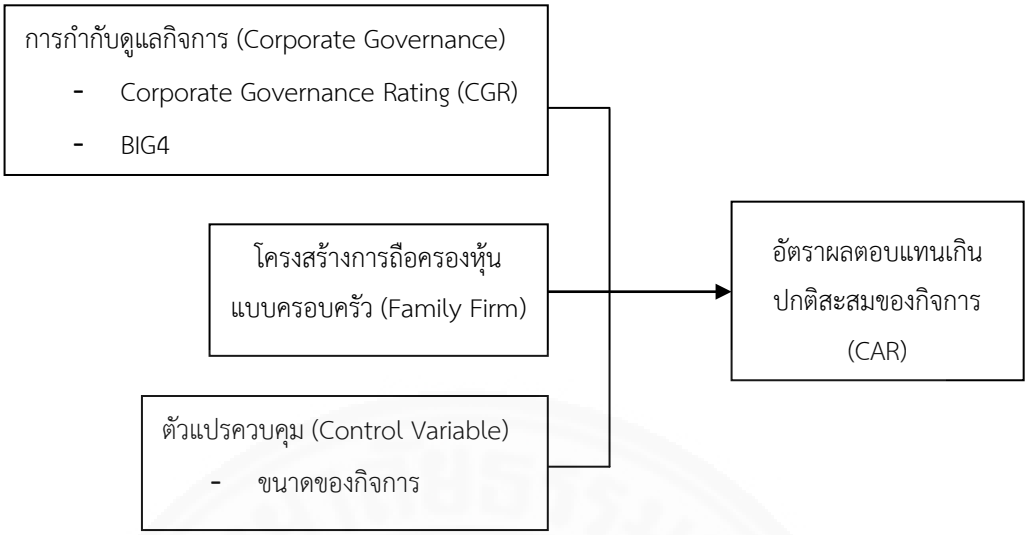
2.2.3 ตัวแปรควบคุม

จากการศึกษาของ Banz และ Reinganum (1981) ได้พบว่าขนาดของกิจการส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยทำการศึกษาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายใน NYSE ในช่วงปี 1936 – 1975 ซึ่งผลดังกล่าวได้สอดคล้องกับงานวิจัยต่อมาของ Blume และ Stambaugh (1983) และ Brown et al. (1983) ที่ศึกษาในประเด็นเดียวกันในสหรัฐอเมริกา และออสเตรเลีย

นอกจากนี้ Davor (2012) ยังพบว่าขนาดของกิจการส่งผลต่อความสำเร็จของการทำโครงการต่างๆ ของกิจการด้วย ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Ahuja และ Katila (2001) ที่พบว่า การดำเนินโครงการของกิจการ เช่น การควบรวมกิจการหรือเข้าซื้อกิจการ จะประสบความสำเร็จมากกว่า หากกิจการที่ไปเข้าซื้อมีขนาดใหญ่กว่ากิจการเป้าหมาย เพราะฉะนั้นขนาดของกิจการเป็นปัจจัยที่สำคัญปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลต่อความสำเร็จของการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งจะส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนในตลาดด้วย ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงใช้ขนาดของกิจการเป็นตัวแปรควบคุม ผู้วิจัยจึงได้กำหนดสมมติฐานดังนี้

H3: ขนาดของกิจการส่งผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR)

จากการทบทวนวรรณกรรม ผู้วิจัยได้สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบตามแผนภาพดังนี้



แผนภาพที่ 2.1 แสดงแผนภาพความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย

บทที่ 3
วิธีการวิจัย

3.1 การคัดเลือกตัวอย่างและกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือ กิจการที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2555 – 2557 รวมระยะเวลา 3 ปี โดยกิจการกลุ่มตัวอย่างจะต้องเป็นกิจการที่ได้รับการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ที่ได้คะแนนในระดับ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” เป็นจำนวน 214 กิจการ ทั้งนี้ไม่นับรวมกิจการที่อยู่ในกลุ่มสถาบันการเงิน คือ หมวดธนาคาร หมวดธุรกิจหลักทรัพย์และหมวดธุรกิจประกันภัย เนื่องจากมีข้อกำหนดพิเศษที่ทำให้โครงสร้างเงินทุนของบริษัทเหล่านี้แตกต่างจากโครงสร้างเงินทุนของกิจการทั่วไป

3.2 ตัวแปรและแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา จากการทำการทบทวนวรรณกรรมจะแบ่งออกเป็น 4 ส่วน คือ ตัวแปรที่เป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการ ตัวแปรที่แทนการถือครองหุ้นแบบครอบครัว และตัวแปรควบคุม โดยแต่ละตัวแปรมีรายละเอียดและวิธีการเก็บข้อมูล ดังนี้

3.2.1 ตัวแปรที่เป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรม ทางผู้วิจัยได้กำหนดให้คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (Corporate governance rating) และการสอบบัญชีของกิจการเป็นตัวแทนเพื่อวัดคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการของกิจการ โดยมีรายละเอียดและวิธีการเก็บข้อมูล ดังนี้

3.2.1.1 Corporate governance rating: (CGR)

ตัวแปรของคะแนนการกำกับดูแลกิจการเป็นการรายงานผลระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการของแต่ละบริษัท โดยแบ่งออกเป็น 5 หมวด ได้แก่

1. สิทธิของผู้ถือหุ้น
2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน
3. การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย
4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส

5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

โดยมีเกณฑ์การให้คะแนน ดังนี้

3 ดาวหมายถึง ดี มีค่าเท่ากับ 1

4 ดาวหมายถึง ดีมาก มีค่าเท่ากับ 2

5 ดาวหมายถึง ดีเลิศ มีค่าเท่ากับ 3

3.2.1.2 คุณภาพการสอบบัญชีของกิจการ

คุณภาพของการสอบบัญชีของกิจการแทนด้วยตัวแปร BIG4 ตัวแปรนี้เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) โดยจะเท่ากับ 1 หากกิจการมีการตรวจสอบบัญชีโดยบริษัทใดบริษัทหนึ่งใน BIG4 และเท่ากับ 0 หากกิจการมีการตรวจสอบบัญชีโดยบริษัทอื่นๆ ซึ่งสำนักงานสอบบัญชีใน BIG4 ได้แก่

1. บริษัท เคพีเอ็มจี ภูมิไชย สอบบัญชี จำกัด
2. บริษัท สำนักงาน อีวาย จำกัด
3. บริษัท ดีลอยท์ ทู้ช โธมัทสุ ไชยยศ สอบบัญชี จำกัด
4. บริษัท ไพร้ซวอเตอร์เฮาส์คูเปอร์ส เอบีเอเอส จำกัด

3.2.2 การถือหุ้นแบบครอบครัว

การถือหุ้นแบบครอบครัวแทนด้วยตัวแปร FAM โดยในงานวิจัยนี้ใช้เกณฑ์สัดส่วนการถือครองหุ้นตามงานวิจัยของ สัจวัฒน์ จันทร์หอม และ ศิลปพร ศรีจั่นเพชร (2555) ที่ได้ใช้เกณฑ์ในการแบ่งกิจการครอบครัวคือ กิจการที่มีสมาชิกในครอบครัวถือหุ้นมากกว่า 25% และมีอำนาจอยู่ในคณะกรรมการของกิจการ (Board of Director) ซึ่งสัดส่วนการถือหุ้นนี้จะมีอำนาจในการออกเสียงหรือคัดค้านมติต่างๆ ในที่ประชุมได้ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2551 ในงานศึกษานี้จึงใช้เกณฑ์ดังกล่าวในการแยกกิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว ซึ่งตัวแปรนี้จะเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) โดยจะเท่ากับ 1 หากกิจการมีสัดส่วนการถือครองหุ้นตามเกณฑ์ดังกล่าว และเท่ากับ 0 หากกิจการไม่มีสัดส่วนการถือครองหุ้นตามเกณฑ์ดังกล่าว

3.2.3 อัตราผลตอบแทนเกินปกติ

จากงานวิจัยของ Brown และ Warner (1980) ที่ได้ทำการศึกษาวิธีการหาผลตอบแทนเกินปกติ 3 วิธีด้วยกัน คือ Mean Adjusted returns, Market Adjusted Returns และ Market and Risk Adjusted Returns แล้วพบว่า วิธี Market Adjusted Returns Model ซึ่งมีแนวคิดเกี่ยวกับการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนตลาด เป็นวิธีที่สะดวก ง่าย และมีความสามารถในการหาผลตอบแทนผิดปกติได้อย่างเหมาะสม วิธีการคำนวณจะแสดงในหัวข้อถัดไป

3.2.4 ตัวแปรควบคุม (Control Variable)

งานวิจัยฉบับนี้จะใช้ขนาดของกิจการเป็นตัวแปรควบคุม โดยคำนวณจากลอการิทึมฐานธรรมชาติของ สินทรัพย์รวมของกิจการ

3.3 วิธีการวิจัย

งานวิจัยนี้จะวัดอัตราผลตอบแทนจากการคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติของราคาหลักทรัพย์และใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนเกินปกติของกิจการที่มีโครงสร้างการถือครองหุ้นต่างกัน

3.3.1 การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์

ในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ในงานวิจัยนี้จะใช้วิธี Market Adjusted Returns Model ซึ่งจากงานวิจัยของ Brown และ Warner (1980) ได้ทำการศึกษาวิธีการหาผลตอบแทนเกินปกติ 3 วิธีด้วยกัน คือ Mean Adjusted returns, Market Adjusted Returns และ Market and Risk Adjusted Returns แล้วพบว่า วิธี Market Adjusted Returns Model ซึ่งมีแนวคิดเกี่ยวกับการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนตลาด เป็นวิธีที่สะดวก ง่าย และมีความสามารถในการหาผลตอบแทนผิดปกติได้อย่างเหมาะสม จากวิธีการดังกล่าวจะมีขั้นตอนในการคำนวณ ดังนี้

3.3.1.1 หาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t

$$R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1})/P_{i,t-1}$$

โดยที่

$R_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t

$P_{i,t}$ คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t

$P_{i,t-1}$ คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t - 1

3.3.1.2 หาอัตราผลตอบแทนของตลาด ณ เวลาที่ t

$$R_{m,t} = (P_{m,t} - P_{m,t-1})/P_{m,t-1}$$

โดยที่

$R_{m,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด i ณ เวลาที่ t

$P_{m,t}$ คือ ราคาปิดของตลาด i ณ เวลาที่ t

$P_{m,t-1}$ คือ ราคาปิดของตลาด i ณ เวลาที่ t – 1

3.3.1.3 หาอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t

จากการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนของตลาดตามวิธีการข้างต้น จะสามารถหาอัตราผลตอบแทนผิดปกติได้ตามสมการ ดังนี้

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

โดยที่

$AR_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t

$R_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t

$R_{m,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด i ณ เวลาที่ t

3.3.1.4 หาอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return)

นำอัตราผลตอบแทนเกินปกติ $AR_{i,t}$ ที่ได้มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม ตามมสมการ ดังนี้

$$CAR_{i,t} = AR_{i,t} + CAR_{i,t-1}$$

โดยที่

$CAR_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t

$AR_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t

$CAR_{i,t-1}$ คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t – 1

3.3.2 การหาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางการกำกับดูแลกิจการกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น ทำให้สามารถสรุปตัวแปรและเขียนเป็นสมการได้ ดังนี้

$$CAR_{i,t}=\beta_0+\beta_1 CG_{i,t}+\beta_2 BiG4_{i,t}+\beta_3 FAM_{i,t}+\beta_4 Size_{i,t}+\varepsilon_t$$

โดยที่

$CAR_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$CG_{i,t}$ คือ Corporate governance Rating: (CGR) ของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$\mathrm{BIG4_{i,t}}$ คือ การตรวจสอบบัญชีโดยสำนักบัญชี BIG4 ของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$\mathrm{FAM_{i,t}}$ คือ การถือหุ้นแบบครอบครัวของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$\mathrm{SIZE_{i,t}}$ คือ ขนาดของกิจการ ของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

ε_t คือ ค่าความคลาดเคลื่อนของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

3.4 สมมุติฐานงานวิจัย

H1: โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวของกิจการ ส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม (CAR)

H2: การกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR)

H3: ขนาดของกิจการส่งผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR)

จากสมมุติฐานข้างต้น สามารถสรุปทิศทางที่คาดของตัวแปรแต่ละตัวได้ดังตารางที่ 3.1

ตารางที่ 3.1 สรุปความหมายของตัวแปรอิสระและทิศทางที่คาดของแต่ละตัวแปร

ตัวแปรอิสระ	ความหมาย	ทิศทางที่คาด
$\mathrm{CG_{i,t}}$	Corporate governance Rating: (CGR) ของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t	+
$\mathrm{BIG4_{i,t}}$	การตรวจสอบบัญชีโดยสำนักบัญชี BIG4 ของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t	+
$\mathrm{FAM_{i,t}}$	การถือหุ้นแบบครอบครัวของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t	+/-
$\mathrm{SIZE_{i,t}}$	ขนาดของกิจการ ของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t	+

บทที่ 4
ผลการวิจัยและอภิปรายผล

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว และอัตราผลตอบแทนเกินปกติ โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ กิจการที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2555 – 2557 รวมระยะเวลา 3 ปี ตัวอย่างที่คัดเลือกเป็นกิจการที่ได้รับการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) เฉพาะกิจการที่ได้คะแนนในระดับ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” ซึ่งมีจำนวน 214 กิจการ ทั้งนี้ไม่นับรวมกิจการที่อยู่ในกลุ่มสถาบันการเงิน คือ หมวดธนาคาร หมวดธุรกิจหลักทรัพย์และหมวดธุรกิจประกันภัย เนื่องจากมีข้อกำหนดพิเศษที่ทำให้โครงสร้างเงินทุนของบริษัทเหล่านี้แตกต่างจากโครงสร้างเงินทุนของกิจการทั่วไปและไม่รวมกิจการที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) ผิดปกติไปจากค่าเฉลี่ยมากๆ อันเนื่องมาจากเหตุการณ์เฉพาะที่เกิดขึ้นกับกิจการนั้นๆ เช่น การควบรวมกิจการ การออกหุ้นเพิ่มทุน เป็นต้น เป็นจำนวน 7 กิจการ ทำให้มีกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้ 207 กิจการ หรือ 621 ตัวอย่าง ซึ่งสามารถจำแนกกลุ่มอุตสาหกรรมได้ดังตารางที่ 4.1 ดังนี้

ตารางที่ 4.1 ข้อมูลการจำแนกหมวดอุตสาหกรรมของกลุ่มตัวอย่าง

หมวดอุตสาหกรรม	จำนวน	สัดส่วน (%)
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)	24	11.59%
สินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP)	18	8.7%
สินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	35	16.91%
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON)	36	17.39%
ทรัพยากร (RESOURC)	23	11.11%
บริการ (SERVICE)	46	22.22%
เทคโนโลยี (TECH)	25	12.08%
รวม	**207**	**100%**

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว และอัตราผลตอบแทนเกินปกติจะแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้

4.1 การวิเคราะห์โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว และอัตราผลตอบแทนเกินปกติ โดยตัวแปรตามวัดจากอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) และใช้ตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของกิจการ (SIZE) โดยมีข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา คือ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุดและค่าสูงสุด ดังตารางที่ 4.2

ตารางที่ 4.2 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่าง (CAR, SIZE)

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
$CAR_{i,t}$	0.097	0.685	-1.793	2.709
$SIZE_{i,t}$	7,180	1.692	25	1,801,721

(SIZE: หน่วย 1 ล้าน)

โดย $CAR_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$SIZE_{i,t}$ คือ ขนาดของกิจการ ของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

จากตารางที่ 4.2 จะเห็นว่าอัตราผลตอบแทนปกติสะสม (CAR) นั้น จะมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0967 หรือ 9.67% และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.6847 และขนาดของกิจการ (SIZE) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 7,180 ล้านบาท และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.6923 ซึ่งอยู่ในระดับสูง หมายความว่าขนาดของกิจการในกลุ่มตัวอย่างนี้มีการกระจายกันของข้อมูลมาก

ตัวแปรต่อมา Corporate Governance Rating (CGR) และการตรวจสอบบัญชีโดยสำนักบัญชีใน Big4 (BIG4) ซึ่งเป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการที่ดี และการถือหุ้นแบบครอบครัว (FAM) ตัวแปรทั้ง 3 นี้จะเป็นตัวแปร Dummy โดยมีข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา คือ ความถี่และสัดส่วน (%) ดังตารางที่ 4.3 และ 4.4

ตารางที่ 4.3 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ตัวแปร Dummy (CG)

ระดับคะแนน CGR	ความถี่	สัดส่วน (%)
3 คะแนน (1)	203	32.69%
4 คะแนน (2)	292	47.02%
5 คะแนน (3)	126	20.29%

โดย CG คือ Corporate Governance Rating: (CGR) ของหลักทรัพย์

ตารางที่ 4.4 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ตัวแปร Dummy (BIG4, FAM)

ตัวแปร	ความถี่	สัดส่วน (%)
$BIG4_{i.t}$	397	63.93%
$FAM_{i,t}$	367	59.1%

โดย $BIG4_{i.t}$ คือ การตรวจสอบบัญชีโดยสำนักบัญชี BIG4 ของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$FAM_{i,t}$ คือ การถือหุ้นแบบครอบครัวของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

จากตารางที่ 4.3 จะเห็นว่า Corporate Governance Rating (CGR) นั้นกิจการส่วนใหญ่ในกลุ่มตัวอย่างจะมีคะแนนอยู่ที่ 4 คะแนน ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนที่สูงถึง 47.02% และรองลงมาคือ 3 คะแนน คิดเป็น 32.69% และ 5 คะแนน คิดเป็น 20.29% ซึ่งแสดงให้เห็นว่ากิจการส่วนใหญ่จะมีการ กำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับดีไปจนถึงระดับดีมาก

จากตารางที่ 4.4 การตรวจสอบบัญชีโดยสำนักบัญชีใน Big4 (BIG4) นั้นมีความถี่สูงถึง 397 คิดเป็น 63.93% ซึ่งหมายความว่ากิจการส่วนใหญ่ในกลุ่มตัวอย่างนั้นมีการตรวจสอบบัญชีโดยสำนักงานบัญชี Big 4 โดยมีสัดส่วนสูงถึง 63.93% ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด และการถือหุ้นแบบครอบครัว (FAM) ซึ่งมีความถี่ 367 คิดเป็น 59.1% หมายความว่ากิจการในกลุ่มตัวอย่างมีการถือหุ้นแบบครอบครัวในสัดส่วนที่สูงเช่นเดียวกัน

4.2 การวิเคราะห์โดยใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistic)

ในการวิเคราะห์จะวิเคราะห์สหสัมพันธ์ด้วยสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรต้น ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม ดังตารางที่ 4.5

ตารางที่ 4.5 ตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม

Pearson Correlation	$CAR_{i,t}$	$CG_{i,t}$	$BIG4_{i,t}$	$FAM_{i,t}$
$CG_{i,t}$	0.0189			
$BIG4_{i,t}$	0.0702**	0.2255*		
$FAM_{i,t}$	-0.0912*	-0.1438*	-0.0383	
$SIZE_{i,t}$	0.0035	0.4421*	0.2931*	-0.2063*

*Correlation is significant at the 0.05 level.

**Correlation is significant at the 0.1 level.

จากตารางที่ 4.5 จากการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม (Dependent Variable) และตัวแปรอิสระ (Independent Variable) พบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) มีความสัมพันธ์กับการถือหุ้นแบบครอบครัว (FAM) ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) มีความสัมพันธ์กับการตรวจสอบบัญชีโดยสำนักบัญชีใน Big4 (BIG4) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.10

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันเองแล้ว จะพบว่า Corporate Governance Rating (CG) มีความสัมพันธ์กับ การตรวจสอบบัญชีโดยสำนักบัญชีใน Big4 (BIG4) และ ขนาดของกิจการ (SIZE) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 การตรวจสอบบัญชีโดยสำนักบัญชีใน Big4 (BIG4) มีความสัมพันธ์กับขนาดของกิจการ (SIZE) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และการถือหุ้นแบบครอบครัว (FAM) มีความสัมพันธ์กับขนาดของกิจการ (SIZE) ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

จากนั้นผู้วิจัยได้ทดสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม โดยการหาค่า Variance Inflation Factor (VIF) เพื่อทดสอบปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity) ดังตารางที่ 4.6

ตารางที่ 4.6 ตารางทดสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม

ตัวแปร	VIF	1/VIF
SIZE	1.34	0.745
CG	1.26	0.791
BIG4	1.11	0.902
FAM	1.05	0.953
MEAN VIF	1.19	

จากตารางที่ 4.6 จะพบว่าค่า VIF มีค่าต่ำกว่า 5 ซึ่งหมายความว่าไม่เกิดปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุที่จะส่งผลกระทบต่อแบบจำลอง จึงสามารถใช้ตัวแปรเหล่านี้ในการวิเคราะห์ได้

ต่อมาผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม โดยผลการศึกษาจะแสดงให้เห็นในตารางที่ 4.7

ตารางที่ 4.7 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

$$CAR_{i,t}=\beta_0+\beta_1 CG_{i,t}+\beta_2 BiG4_{i,t}+\beta_3 FAM_{i,t}+\beta_4 Size_{i,t}+\varepsilon_t$$

	Coefficients	Stand Error	T stat	P-value
Intercept	0.4765	0.4019	1.19	0.236
CG	0.0059	0.0429	0.14	0.892
BIG4	0.1102	0.0600	1.84	0.067
FAM	-0.1334	0.0570	-2.34	0.020*
SIZE	-0.0168	0.0187	-0.90	0.370

*Significant at the 0.05 level.

จากตารางแสดงการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) จะสามารถสรุปผลการวิเคราะห์ตามสมมุติฐานต่างๆได้ ดังนี้

4.2.1 H1: โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวของกิจการ ส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม (CAR)

จากตารางที่ 4.7 จะเห็นว่าการถือหุ้นแบบครอบครัว (FAM) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 เนื่องจากมีค่า P-value เท่ากับ 0.020 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 สามารถตีความได้ว่ากิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวจะมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติน้อยลง หรือหมายถึงกิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวจะมีอัตราผลตอบแทนเกินกว่าตลาดในอัตราที่น้อยกว่ากิจการอื่นๆนั่นเอง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Lubatkin et al. (2005) และ Schulze Lubatkin และ Dino (2003) ที่กล่าวว่า กิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวมักจะใช้อำนาจเพื่อพวกพ้องตนเองทำให้การบริหารงานไม่มีประสิทธิภาพ อีกทั้งการควบคุมผู้บริหารก็ทำได้ยากเช่นเดียวกัน ส่งผลให้กิจการมีการดำเนินงานอย่างไม่มีประสิทธิภาพและผลประกอบการอยู่ในระดับต่ำกว่าที่ควรจะเป็นอีกด้วย เพราะฉะนั้นจึงสามารถยอมรับสมมุติฐานนี้และสรุปว่า โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวของกิจการส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม (CAR) ในเชิงลบ

4.2.2 H2: การกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR)

จากตารางที่ 4.7 จะเห็นว่า Corporate Governance Rating (CG) และการตรวจสอบบัญชีโดยสำนักบัญชีใน Big4 (BIG4) ซึ่งเป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการของกิจการ ไม่

มีความสัมพันธ์กับ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 เนื่องจากมีค่า P-value เท่ากับ 0.892 และ 0.067 ซึ่งมากกว่า 0.05 สามารถตีความได้ว่า การกำกับดูแลกิจการไม่ได้ส่งผลให้ราคาหุ้นของกิจการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากนักลงทุนไม่ได้มีพฤติกรรมที่ตอบสนองต่อคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการ ในประเด็นนี้จะขัดแย้งกับงานวิจัยที่พบถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรข้างต้น จากงานวิจัยของ Francis และ Wang (2006) และ Linn และ Henriette (2013) กล่าวว่ากิจการที่มีการตรวจสอบบัญชีโดยสำนักงานสอบบัญชี BIG4 จะมีการรายงานทางบัญชีที่มีคุณภาพสูงกว่าและมีแนวโน้มในการตกแต่งกำไรต่ำกว่าการตรวจสอบบัญชีโดยบริษัทอื่นๆ ความขัดแย้งนี้เป็นผลมาจากกลุ่มตัวอย่างในแต่ละงานวิจัยที่ต่างกัน พฤติกรรมของนักลงทุนในแต่ละประเทศที่ต่างกัน อีกทั้งกฎข้อบังคับด้านการลงทุน เช่น การคุ้มครองนักลงทุนที่แตกต่างกันอีกด้วย เพราะฉะนั้นจึงปฏิเสธสมมุติฐานนี้

4.2.3 H3: ขนาดของกิจการส่งผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR)

จากตารางที่ 4.7 จะเห็นว่าขนาดของกิจการ (SIZE) ไม่มีความสัมพันธ์กับ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 เนื่องจากมีค่า P-value เท่ากับ 0.37 ซึ่งมากกว่า 0.05 เพราะฉะนั้นจึงปฏิเสธสมมุติฐานนี้

บทที่ 5
สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัยและอภิปรายผล

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว และอัตราผลตอบแทนเกินปกติ โดยมีกลุ่มตัวอย่างคือ กิจการที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2555 – 2557 รวมระยะเวลา 3 ปี โดยเป็นกิจการที่ได้รับการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) จำนวน 214 กิจการ โดยที่ไม่นับรวมกิจการที่อยู่ในกลุ่มสถาบันการเงิน คือ หมวดธนาคาร หมวดธุรกิจหลักทรัพย์ และหมวดธุรกิจประกันภัย เนื่องจากมีข้อกำหนดพิเศษที่ทำให้โครงสร้างเงินทุนของบริษัทเหล่านี้แตกต่างจากโครงสร้างเงินทุนของกิจการทั่วไป และไม่รวมกิจการที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) ผิดปกติไปจากค่าเฉลี่ยอันเนื่องมาจากเหตุการณ์เฉพาะที่เกิดขึ้นกับกิจการนั้นๆ เช่น การควบรวมกิจการ การออกหุ้นเพิ่มทุน เป็นต้น จำนวน 7 กิจการ ทำให้มีกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 207 กิจการ หรือ 621 ตัวอย่าง ข้อมูลที่ใช้จะเก็บรวบรวมจาก SETSMART เว็บไซต์ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) และ เว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้วิธีการทางสถิติการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) มีตัวแปรต้นคือ Corporate Governance Rating (CG) การตรวจสอบบัญชีโดยสำนักบัญชีใน Big4 (BIG4) การถือหุ้นแบบครอบครัว (FAM) ตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) และ ตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของกิจการ (SIZE)

จากการวิเคราะห์ทางสถิติตามวิธีข้างต้น ผู้วิจัยพบว่า การถือหุ้นแบบครอบครัว (FAM) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) อย่างมีนัยสำคัญ หากกิจการมีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวหรือตามนิยามที่ใช้คือ กิจการที่มีสมาชิกในครอบครัวถือครองหุ้นเกินร้อยละ 25 จากหุ้นทั้งหมดและมีตัวแทนของกลุ่มครอบครัวมีอำนาจในการบริหารกิจการ กิจการนั้นๆจะมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติซึ่งเทียบกับตลาดต่ำกว่ากิจการที่ไม่ตรงตามนิยามข้างต้น เนื่องจากเกิดปัญหาตัวแทนระหว่างกลุ่มผู้ถือหุ้นที่เป็นสมาชิกในครอบครัวและผู้ถือหุ้นอื่นๆขึ้น และส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการใช้อำนาจเพื่อพวกพ้องของตนเอง ซึ่งส่งผลให้กิจการมีผลประกอบการต่ำกว่าที่ควรจะเป็น เนื่องจากผู้บริหารอาจใช้อำนาจในการรับคนในกลุ่มครอบครัวเข้ามาปฏิบัติงานโดยที่บุคคลนั้นอาจไม่มีความสามารถเพียงพอ หรือการอนุมัติโครงการที่เกิดผลประโยชน์ต่อกลุ่มตนเอง โดยการควบคุมก็เป็นไปได้ยากทำให้การบริหารกิจการนั้นๆเป็นไปอย่างไม่มีประสิทธิภาพและส่งผลใน

เชิงลบต่อผลประกอบการของกิจการในที่สุด ข้อสรุปที่ได้นี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Lubatkin et al. (2005) และ Schulze Lubatkin และ Dino (2003) ที่พบความสัมพันธ์ที่ขัดแย้งกันระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวกับผลการดำเนินงานของกิจการนั่นเอง

นอกจากนี้ผู้วิจัยยังพบว่าคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการของกิจการ ซึ่งแทนด้วยการตรวจสอบบัญชีโดยสำนักบัญชีใน Big4 (BIG4) และ Corporate Governance Rating (CG) นั้นจะไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) เช่นเดียวกับ ขนาดของกิจการ (SIZE) อย่างมีนัยสำคัญ สามารถสรุปได้ว่าคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการและขนาดของกิจการไม่ได้ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของกิจการหรือนักลงทุนไม่ได้มีพฤติกรรมที่ตอบสนองต่อคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการและขนาดของกิจการซึ่งส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของกิจการ

จากผลการวิจัยที่ได้สรุปข้างต้นนี้สามารถนำไปใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนในตลาดสำหรับนักลงทุนทุกๆประเภท ทำให้สามารถวิเคราะห์กิจการจากโครงสร้างการถือครองหุ้น หากกิจการที่สนใจลงทุนมีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว นักลงทุนควรระมัดระวัง เนื่องจากกิจการในลักษณะนี้อาจทำให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนต่ำกว่าการลงทุนในกิจการทั่วไป ดังความสัมพันธ์ในเชิงลบดังกล่าวที่ผู้วิจัยพบได้ หน่วยงานที่มีหน้าที่ในการกำกับดูแลกิจการต่างๆอาจต้องตระหนักถึงกิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวมากขึ้น โดยการหาสาเหตุที่ทำให้กิจการประเภทนี้มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมน้อยกว่ากิจการประเภทอื่น และส่งเสริมให้มีการกำกับดูแลในส่วนนั้นๆที่เข้มงวดขึ้น อีกทั้งผู้ประกอบการยังสามารถนำข้อมูลไปใช้ประกอบการวางกลยุทธ์รวมถึงการวางโครงการต่างๆของกิจการอีกด้วย

5.2 ข้อจำกัดในงานวิจัย

กิจการที่ได้รับการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) มีจำนวนที่ไม่ครอบคลุมกิจการทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ อีกทั้งกิจการที่ได้รับคะแนนต่ำกว่า 3 คะแนน จะไม่ถูกเปิดเผยรายชื่อ เพราะฉะนั้นข้อมูลที่เก็บได้จะมีจำกัดและไม่ได้สะท้อนถึงบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยรวม

5.3 ข้อเสนอแนะต่อการทำวิจัยในอนาคต

ในการทำวิจัยต่อในอนาคต ผู้ที่สนใจอาจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว อัตราผลตอบแทนเกินปกติกับปัจจัยอื่นๆ เช่น ผลตอบแทนของผู้บริหารที่เป็นสมาชิกในครอบครัวและของกรรมการอิสระ เพื่อศึกษาว่าผลตอบแทนของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับ

อัตราผลตอบแทนของกิจการหรือไม่ เป็นต้นงความแตกต่างระหว่างกิจการหรืออาจศึกษาในเชิงลึกถึงที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว กับกิจการทั่วไปว่ามีปัจจัยใดที่ส่งผลให้กิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่แตกต่างจากกิจการทั่วไป

รายการอ้างอิง

สัจวัฒน์ จันทร์หอม และ ศิลปพร ศรีจั่นเพชร. (2012). *คุณภาพกำไรของบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นและการบริหารงานโดยครอบครัว*. วารสารวิชาชีพบัญชี ปีที่ 8 ฉบับที่ 21 (เมษายน 2012)

Ahuja, G., Katila, R. (2001). *Technological Acquisition and the Innovation Performance of Acquiring Firms: A Longitudinal Study*. Strategic Management Journal, 3(2): 197-220.

Alba, P., S. Claessens, and S. Djankov (1998). *Thailand's Corporate Financing and Governance Structures: Impact on Firms' Competitiveness*. Paper presented at a Conference on Thailand's Dynamic Economic Recovery and Competitiveness, Bangkok, 20-21 May 1998.

Anderson, R. & Reeb, D. 2003. *Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500*. Journal of Finance, 53: 1301–1328.

Banz, R.W. (1981). *The relation between return and market value of common stocks*. Journal of Financial Economics, vol. 9, pp. 3–18.

Becker C. L., M. L. Defond, J. Jiambalvo and K. R. Subramanyam. (1998). *The Effect of Audit Quality on Earnings Management*. Contemporary Accounting Research 15 (1): 1-24

Ben-Amar, Walid., & Ameur, Boujenoui. (2006). *Factor Explaining Corporate Governance disclosure quality : Canadian Evidence*. Working Paper.

Black, B. (2001). *The corporate governance behavior and market value of Russian firms.* Emerging Markets Review, 2: 89-108.

Black, B., Jang, H., & Kim, W. (2006). *Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea*. Journal of Law, Economics, and Organization, 22: 366-413.

Blume, M & Stambaugh, R. (1983). *Biases in computed returns: an application to the size effect*. Journal of Financial Economics, Vol. 12, pp. 387- 404.

Brown. P, Keim, D.B, Kleidon, A.W & Marsh, T.A (1983). *Stock return seasonalities and the tax-loss selling hypothesis: analysis of the arguments and Australian evidence*. Journal of Financial Economics, Vol. 12, pp. 105-28.

Brown, S. and Warner, J. (1980). *Measuring security price performance.* Journal of Financial Economics, vol. 8: pp. 205-258.

Bruton, G., Ahlstrom, D., & Wan, J. (2003). *Turnaround in East Asian firms: Evidence from ethnic overseas Chinese communities*. Strategic Management Journal, 24: 519–540.

Core,J.E., Guay, W.R.,& Rusticus, T.U. (2006). *Does weak corporate governance cause weak stock return? An examination of firm's operating performance and investor expectations*. Journal of Finance, 61: 655-687.

Cheung, Stephen Yan-Leung., Connelly, J. Thomas, Limpaphayom, Piman., & Zhou, Lynda. (2008). *Determinants of Corporate Disclosure and Transparency : Evidence from Hong Kong and Thailand*.

Davor F., (2012). *Impact of Company's Size on Takeover Success*. Economic Research - Ekonomska istraživanja, Vol. 25 (2012) No. 2 (435-444)

DeAngelo, L. E. (1981). *Auditor Size and Audit Quality*. Journal of Accounting and Economics 3 (3): 183-199.

Durnev, A. & Kim, E. (2005). *To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation*. Journal of Finance, 60: 1461-1493.

Francis J. R, E. L. Maydew, H. C. Sparks. (1999). *The Role of Big 6 Auditors in the credible Reporting of Accruals*. Auditing- A Journal of Practice & Theory 18 (2): 17-34.

Francis, J. R., & Wang, D. D. (2006). *The Joint Effect of Investor Protection and Big4 Audits on Earning Quality Around the World*. Contemporary Accounting Research, 25, 157-191.

Gary, U. & Gonzalez, M. (2008). *Corporate governance and firm value: The case of Vanezuela.* Corporate Governance: An International Review, 16: 194-209.

Gomez, M.L., Nunez-Nickel, M., & Gutierrez, I. (2001). *The role of family ties in agency contracts*. Academy of Management Journal 44(1): 81–95.

Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). *Corporate governance and equity prices*. The Quarterly Journal of Economics, 118(1), 107-156.

Gompers, F., Ishii, J., & Metrick, A. (2001). *Corporate governance and equity prices*. Quarterly Journal of Economics, 116: 107-155.

Jensen, M.C., & Meckling, W. H. (1979). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure (pp.163-231).* Springer Netherlands.

Jiang, P. (2004). *The relationship between ownership structure and firm performance: an empirical analysis over Heilongjiang listed companies*. Nature and science 2(4): 86-90.

Khanchel, Imen. (2007). *Corporate governance: measurement and determinant analysis.* Managerial Auditing Journal, Vol.22 No.8, pp. 740-760

Leech, D., Leahy, J., (1991). *Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies*. Economic Journal, P.1418-1437

Lubatkin, M. H., Schulze, W. S., Ling, Y., & Dino, R. N. (2005). *Commentary : The effects of parental altruism on the governance of family-managed firms*. Journal of Organizational Behavior, 26: 313–330.

Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R.H., & Cannella, A.A. (2007). *Are family firms really superior performers?* Journal of Corporate Finance 13(5): 829–858.

Picou, A.,& Rubach, M. J.(2006). *Does Good Governance Matter to Institutional Investors? Evidence from the Enactment of Corporate Governance Guidelines*. Journal of Business Ethics, 65, 55-67.

Pham P., Suchard J. & Zein J. (2007), *Corporate Governance and Alternative Performance Measures: Evidence from Australian Firms*, (2008, April 16).

Raffournier, B. (1995). *Determinants of Voluntary Financial Disclosure by Swiss Listed Company*. The European Accounting Review, Vol. 4 No.2, pp. 261-280.

Reinganum, M.R. (1981), *Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies based on earning' yield and market values*. Journal of Financial Economics, 9(1), pp19-46.

Schulze, W., Lubatkin, M. H., & Dino, R. (2003). *Toward a theory of agency and altruism in family firms.* Journal of Business Venturing, 18: 473–490.

Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). *A survey of corporate governance*. Journal of Finance, 52: 737–783.

Wang, D. (2006). *Founding family ownership and earnings quality*. Journal of Accounting Research 44(3): 619–656.

Wong, Y. J., Chang, S. C. & Chen, L. U. (2010). *Does a family–controlled firm perform better in corporate venturing?* Corporate governance: An International review, 18(3): 175-192.

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาว ภาวินี ดวงทวีทรัพย์
วันเดือนปีเกิด	15 ธันวาคม 2535
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2557: บริหารธุรกิจบัณฑิต (การจัดการแบบบูนณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์