



โครงสร้างความเป็นเจ้าของกับการขยายกิจการของธุรกิจครอบครัว  
กรณีศึกษาเครือเจริญโภคภัณฑ์

โดย

นางสาวชนุดม เตชะกุลเจริญ

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2560  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

โครงสร้างความเป็นเจ้าของกับการขยายกิจการของธุรกิจครอบครัว  
กรณีศึกษาเครือเจริญโภคภัณฑ์

โดย

นางสาวชนุตม์ เตชะกุลเจริญ



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2560  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

THE OWNERSHIP STRUCTURE AND THE FAMILY BUSINESS  
EXPANSION: THE CASE STUDY OF CHAROEN POKPHAND  
GROUP

BY

MISS CHANUD TACHAKULCHAREON



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF  
THE REQUIREMENT FOR THE DEGREE OF  
MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION  
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY  
THAMMASAT UNIVERSITY  
ACADEMIC YEAR 2017  
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวชนุตม์ เตชะกุลเจริญ

เรื่อง

โครงสร้างความเป็นเจ้าของกับการขยายกิจการของธุรกิจครอบครัว  
กรณีศึกษาเครือเจริญโภคภัณฑ์

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

เมื่อ วันที่ ..... 29 เม.ย. 2561

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(อาจารย์ ดร. สักกาคม มณีนพ)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. เนตรนภา ยานุกิตตะ)

คณบดี



(รองศาสตราจารย์ ดร. พิภพ อุดร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	โครงสร้างความเป็นเจ้าของกับการขยายกิจการของ
	ธุรกิจครอบครัว กรณีศึกษาเครือเจริญโภคภัณฑ์
ผู้เขียน	นางสาวชนุดม์ เตชะกุลเจริญ
ชื่อปริญญา	บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
คณะ/มหาวิทยาลัย	คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้า	รองศาสตราจารย์ ดร. เนตรนภา ยาบุษิตะ
ปีการศึกษา	2560

### บทคัดย่อ

งานวิจัยเรื่อง โครงสร้างความเป็นเจ้าของกับการขยายกิจการของธุรกิจครอบครัว กรณีศึกษาเครือเจริญโภคภัณฑ์ มีวัตถุประสงค์ของการวิจัย 2 ประการหลักคือ หนึ่ง เพื่อเปรียบเทียบโครงสร้างการถือหุ้นของเครือเจริญโภคภัณฑ์ ระหว่างปี 2549 กับ 2559 ว่าแตกต่างกันอย่างไร และ สอง เพื่อศึกษาว่าธุรกิจครอบครัวใช้กลยุทธ์โครงสร้างการถือหุ้นแบบใดบ้าง ที่ช่วยให้ครอบครัวเจ้าของยังคงสามารถถือครองหุ้นและมีส่วนในการบริหารงานของบริษัทหลักและบริษัทในเครือได้ ในขณะที่ขยายกิจการอย่างต่อเนื่อง โดยเน้นบทบาทของบริษัทลงทุนครอบครัวและบริษัทโฮลดิ้งที่จดทะเบียนทั้งในและต่างประเทศ ผ่านการวิเคราะห์กรณีศึกษาของเครือเจริญโภคภัณฑ์ ผู้วิจัยใช้ระเบียบวิธีวิจัยเชิงคุณภาพ (Qualitative Research) ค้นคว้าข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) เกี่ยวกับความเป็นมาและการขยายกิจการของเครือเจริญโภคภัณฑ์ รวมทั้งข้อมูลสัดส่วนการถือหุ้นของบริษัทในเครือเจริญโภคภัณฑ์ จากรายงานประจำปี แบบรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ระบบข้อมูลธุรกิจจากเว็บไซต์ เช่น คอร์ปัส orbit เป็นต้น แล้วนำมาวางแผนผังโครงสร้างการถือหุ้นของกรณีศึกษา พร้อมทั้งวิเคราะห์ผลประโยชน์ที่ได้จากโครงสร้างการถือหุ้นดังกล่าวทั้งในด้านการเงิน อำนาจในการบริหาร กฎหมายและภาษี และความมั่นคงของแต่ละบริษัท

ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างการถือหุ้นของเครือเจริญโภคภัณฑ์ ในช่วงระยะเวลา 10 ปี มีความเปลี่ยนแปลงหลายประการด้วยกันคือ ในปี 2559 เครือญาติของตระกูลเจียรวนนท์จะถือหุ้นโดยตรงในบริษัท เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด เท่านั้น แล้วใช้บริษัทนี้ ถือหุ้นในบริษัทโฮลดิ้งที่จดทะเบียนในประเทศ 1 บริษัทและจดทะเบียนในต่างประเทศอีก 1 บริษัท จากนั้นใช้บริษัทโฮลดิ้งทั้งสองนี้ถือหุ้นในบริษัทประกอบการต่างๆ ของเครืออีกทอดหนึ่งในรูปแบบพีระมิด นอกจากนี้สัดส่วนการถือหุ้นในปี 2559 ของบริษัท เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ในบริษัทประกอบการต่างๆ จะสูงกว่า สัดส่วนการถือหุ้นของบริษัทโฮลดิ้งทั้งสอง ถึงแม้บริษัทประกอบการหลักของเครือจะเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด

หลักทรัพย์ฯ ก็ตาม โครงสร้างการถือหุ้นแบบพีระมิดและกลยุทธ์การใช้บริษัทโฮลดิ้งช่วยให้เจ้าของสามารถรักษาสัดส่วนข้างมากในการออกเสียง ควบคุมการบริหารงาน และลดความเสี่ยงทางกฎหมายได้ ที่สำคัญคือพบว่า โครงสร้างของบริษัทประกอบการที่ก่อตั้งขึ้นภายหลังจะมีโครงสร้างพีระมิดที่ยาวและซับซ้อนมากขึ้น และมีผู้ถือหุ้นหลักจากต่างประเทศในสัดส่วนที่มากกว่าอีกด้วย

สรุปได้ว่าเครือเจริญโภคภัณฑ์ได้พัฒนาโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทต่างๆ ในเครือโดยใช้ทั้งวิธีถือหุ้นแบบพีระมิด ถือหุ้นไขว้กันระหว่างบริษัท การใช้บริษัทโฮลดิ้งเป็นบริษัทลงทุนอย่างซับซ้อนมากขึ้น ซึ่งยากแก่คนภายนอกจะเข้าใจ ประโยชน์ของการจัดโครงสร้างการถือหุ้นดังกล่าวนอกเหนือจากการประหยัดภาษีแล้ว ยังช่วยให้เครือสามารถรักษาสัดส่วนความเป็นเจ้าของในระดับสูงไว้ได้ ซึ่งช่วยให้สามารถขยายกิจการได้โดยไม่ต้องห่วงว่าอาจถูกซื้อกิจการ และขยายกิจการได้โดยยังมีอำนาจควบคุมอย่างเหนียวแน่น

**คำสำคัญ:** โครงสร้างการถือหุ้น, ธุรกิจครอบครัว, การถือหุ้นแบบพีระมิด, การรักษาความเป็นเจ้าของ

Independent Study Title	THE OWNERSHIP STRUCTURE AND THE FAMILY BUSINESS EXPANSION: THE CASE STUDY OF CHAROEN POKPHAND
Author	Miss Chanud Tachakulchaeon
Degree	Master of Business Administration
Faculty/University	Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Natenapha Yabushita, Ph.D.
Academic Year	2017

### ABSTRACT

The purposes of this research, entitled, “The Ownership Structure and the Family Business Explanation : Case Study of Charoen Pokphand Group Limited”, were 1) to compare the shareholding structure of Charoen Pokphand Group Limited between the year 2006 and 2016, and 2) to learn how a family-owned business used shareholding structure strategy to maintain the status as shareholder, and to take part in the management of major companies and affiliates while continuing to expand the business by focusing on the role of family investment company and holding company registered both domestically and internationally through a case study of Charoen Pokphand Group Limited. The researcher applied the qualitative research method in conducting this research; studying the secondary data about background and business expansion of Charoen Pokphand Group Limited, including, including shareholding information of the affiliates of Charoen Pokphand Group Limited. The information was retrieved from many sources, for example, annual report, annual registration statement (form 56-1), and business information systems from websites (Corpus, Orbit). After retrieving enough information, the researcher created the shareholding structure diagram of this case study along with analyzing the advantages of each shareholding structures in terms of finance, management power, law and tax, and stability of each company.

The results show that the shareholding structure of Charoen Pokphand Group Limited in period of 10 years has changed in many dimensions. In 2016, the Charavanont family will directly hold shares only in Charoen Pokphand Co., Ltd. Then, this company was used in holding shares in the holding companies; one was registered domestically, and another was registered internationally. Therefrom, these two holding companies were used to hold shares in affiliates of Charoen Pokphand Group Limited in the pyramidal structure. In addition, the shareholding proportion in 2016 of Charoen Pokphand Co., Ltd. in affiliates was higher than two holding companies. Although the major affiliates are listed on the Stock Exchange of Thailand, the pyramidal shareholding structure and the holding company strategy allowed the owner to maintain a large proportion of the voting power, the administration control and the reduction of legal risk. Importantly, the structure of the later incorporated companies will have a longer and more complex pyramidal structure, and there are more foreign shareholders.

In conclusion, Charoen Pokphand Group Limited has developed the shareholding structure of the affiliates by applying both pyramidal structure, cross shareholding and investing through the holding company in more complex way. This was difficult to external people to understand. In addition to tax saving, this type of shareholding also enabled the Group to maintain the high proportion of ownership, which allowed expanding the business without having to worry about being acquired, but still having a strong control power.

**Keyword:** Shareholding Structure, Family Business, Pyramidal Shareholding Structure, Ownership Maintenance



## กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยฉบับนี้สามารถสำเร็จลุล่วงและประสบความสำเร็จได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความอนุเคราะห์จาก รศ.ดร.เนตรนภา ไวทยเลิศศักดิ์ (ยาบุชิตะ) ที่ให้เกียรติเป็นอาจารย์ที่ปรึกษางานวิจัย รวมทั้งได้กรุณาสละเวลาอันมีค่าในการให้คำปรึกษาและข้อเสนอแนะ ซึ่งเป็นประโยชน์ต่องานวิจัยมาโดยตลอด รวมถึง ดร. สักกาคม มณีนพ ที่ได้ให้เกียรติเป็นกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ รวมทั้งให้คำแนะนำและข้อเสนอแนะเพิ่มเติมที่เป็นประโยชน์ ส่งผลให้งานวิจัยนี้สมบูรณ์ยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ ผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ทุกท่าน ที่ได้ให้ความรู้ต่างๆ ซึ่งผู้วิจัยได้นำมาใช้ในงานวิจัยฉบับนี้ รวมถึงเจ้าหน้าที่โครงการ MBA ที่ให้ความช่วยเหลือและอำนวยความสะดวกตลอดระยะเวลาการศึกษา รวมถึงกำลังใจและความช่วยเหลือต่างๆ จากครอบครัว หัวหน้างาน รุ่นพี่ รุ่นน้อง และเพื่อนๆ ทุกคน ที่มีส่วนสำคัญในการทำให้งานวิจัยฉบับนี้ประสบความสำเร็จไปได้ด้วยดี

และสุดท้ายขอขอบคุณผู้จุดประกายและให้การช่วยเหลือจน Plan B เริ่มต้นขึ้นได้ในวันนี้ รวมถึงความทรงจำดีๆ ต่างๆ ที่เกิดขึ้น ที่เป็นแรงบันดาลใจให้ Plan นี้ สำเร็จได้ในวันนี้

ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่า งานวิจัยฉบับนี้จะ เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนและผู้ที่ต้องการศึกษาโครงสร้างการถือหุ้นของกลุ่มทุนธุรกิจครอบครัว ซึ่งหากงานวิจัยครั้งนี้มีข้อบกพร่องประการใด ผู้วิจัยต้องขออภัยมา ณ ที่นี้

นางสาวชนุดม์ เตชะกุลเจริญ

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(3)
กิตติกรรมประกาศ	(5)
สารบัญภาพ	(8)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์การวิจัย	3
1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	4
1.4 ขอบเขตงานวิจัย	4
1.5 นิยามศัพท์	4
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6
2.1 แนวคิดเกี่ยวกับธุรกิจครอบครัว (Family Business)	6
2.2 แนวคิดเกี่ยวกับบริษัทโฮลดิ้ง (Holding Company)	9
2.3 แนวคิดเรื่องโครงสร้างความเป็นเจ้าของ (Ownership Structure)	11
2.3.1 โครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจายตัว (Dispersed Ownership: DO)	12
2.3.2 โครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership Structure)	12
2.3.3 โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบควบคุมโดยผู้ถือหุ้นส่วนน้อย (Controlling Minority Structure)	13
2.3.3.1 หุ้นสองประเภท (Dual Class Equity)	13

	(7)
2.3.3.2 โครงสร้างการถือหุ้นแบบไขว้ (Cross Shareholding)	13
2.3.3.3 โครงสร้างการถือหุ้นแบบพีระมิด (Pyramidal Structure)	15
2.3.3.4 การถือหุ้นไขว้ในความหมายทางกฎหมาย	16
(1) กรณีที่ถือแบบมี Cross Ownership เกิดขึ้น	16
(2) กรณีการถือแบบมี Circular Ownership เกิดขึ้น	16
2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	18
บทที่ 3 การเก็บข้อมูลและวิธีดำเนินการวิจัย	25
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย	25
3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย	25
3.3 วิธีเก็บรวบรวมข้อมูล	26
3.4 การวิเคราะห์ข้อมูลในการวิจัย	26
บทที่ 4 ผลการวิจัยโครงสร้างการถือหุ้นของกรณีศึกษา	27
4.1 โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทลงทุนของครอบครัว	27
4.2 โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทในเครือ เปรียบเทียบปี พ.ศ. 2549 กับปี พ.ศ. 2559	30
4.3 โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)	36
4.4 โครงสร้างการถือหุ้นของ บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)	39
4.5 โครงสร้างการถือหุ้นของ บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)	42
4.6 โครงสร้างการถือหุ้นของ กลุ่มบริษัท ทูริ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	45
บทที่ 5 สรุปผล	48
รายการอ้างอิง	50
ภาคผนวก	54
ประวัติผู้เขียน	64

## สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1 แผนภูมิวงกลมแสดง The three-circle model of the family business system (Tagiuri and Davis, 1992)	7
2.2 แสดงโครงสร้างของบริษัทโฮลดิ้ง	9
2.3 แสดงโครงสร้างการลงทุนของ Holding Company ธุรกิจหลักและธุรกิจอื่น	10
2.4 แสดงรูปแบบและผลประโยชน์ของการตั้ง Holding Company	11
2.5 โครงสร้างการถือหุ้นแบบไขว้ กรณีผู้ถือหุ้นถือหุ้นในบริษัท มากกว่าที่ บริษัทถือหุ้นระหว่างกัน	14
2.6 แสดงโครงสร้างการถือหุ้นแบบไขว้ กรณีผู้ถือหุ้นถือหุ้นใน บริษัทน้อยกว่าที่ บริษัทถือหุ้นระหว่างกัน	14
2.7 แสดงโครงสร้างการถือหุ้นแบบพีระมิต แบบ 2 บริษัท และ 3 บริษัท	15
2.8 แสดงการถือหุ้นแบบ Cross Ownership	16
2.9 แสดงการถือหุ้นแบบไขว้ในลักษณะของ Circular Ownership แบบ 3 บริษัท	17
2.10 แสดงการถือหุ้นแบบไขว้ในลักษณะของ Circular Ownership ในกรณีมากกว่า 3 บริษัท	17
2.11 รูปแบบโครงสร้างการถือหุ้นแบบพีระมิตของกลุ่มธุรกิจไทย	20
2.12 โครงสร้างการถือหุ้นของ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์และบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้อง	22
4.1 โครงสร้างความเป็นเจ้าของ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด	28
4.2 โครงสร้างการถือหุ้นของเครือเจริญโภคภัณฑ์ ปี พ.ศ. 2549	32
4.3 โครงสร้างการถือหุ้นของเครือเจริญโภคภัณฑ์ ปี พ.ศ. 2559	34
4.4 โครงสร้างการถือหุ้นของ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)	38
4.6 โครงสร้างการถือหุ้นของ บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)	44
5.1 เปรียบเทียบรูปแบบโครงสร้างการถือหุ้นแบบพีระมิตของกลุ่มทุนธุรกิจเครือเจริญโภคภัณฑ์	49

## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ธนาคารโลก (World Bank) และกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund: IMF) วิเคราะห์ว่าวิกฤตการณ์การเงินเอเชียในปี 1997 เกิดจากสาเหตุสำคัญ 2 ประการ คือ ความสำเร็จประสิทธิภาพของสถาบันการเงิน ซึ่งธนาคารกลางอ่อนแอไม่สามารถกำกับดูแลธนาคารพาณิชย์ได้ ทำให้ธนาคารพาณิชย์ปล่อยเงินกู้โดยไม่ตรวจสอบบริษัทให้ดีก่อน และการถือหุ้นและการบริหารงานในแบบธุรกิจครอบครัว เนื่องจากบริษัทส่วนใหญ่ในทวีปเอเชียดำเนินธุรกิจในรูปแบบบริษัทครอบครัวและมีกระดุมทุนด้วยการกู้เงินจากสถาบันการเงิน เนื่องจากไม่ต้องการจะเปิดเผยข้อมูลการเงินและการบริหารงานแก่สาธารณะ ทำให้ขาดความโปร่งใสยากแก่การตรวจสอบ IMF และธนาคารโลกจึงให้ประเทศไทยปรับปรุงระบบการบริหารบริษัทเอกชน โดยให้ปฏิบัติตามแนวทางบรรษัทภิบาลที่ดีแบบอเมริกา คือ ให้ความสำคัญกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น (Shareholder) โดยเฉพาะผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ไม่ใช่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ครอบครัวเจ้าของเท่านั้น รวมทั้งการพัฒนาตลาดทุนให้โปร่งใสและมีประสิทธิภาพ

หลังจากเกิดวิกฤตการณ์การเงินรัฐบาลไทยได้พยายามแก้ทั้งสองปัญหานี้อย่างเร่งด่วน โดยปรับปรุงระบบบรรษัทภิบาลของบริษัทเอกชน และออกนโยบายส่งเสริมการพัฒนาตลาดทุน อย่างไรก็ตาม ความสำเร็จของธุรกิจถึงแม้จะนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นบริษัทมหาชนแล้วก็ตาม โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทก็ยังคงมีการกระจุกตัวสูงมาก โดยพบว่าผู้ถือหุ้น 10 อันดับแรก ถือหุ้นมากกว่า 60% หรือคิดเป็นสัดส่วนกว่า 3 ใน 4 ของหุ้นทั้งหมดของบริษัท ซึ่งโดยส่วนมากถือโดยสมาชิกหรือในนามบริษัทลงทุนซึ่งเป็นนิติบุคคลของครอบครัวใดครอบครัวหนึ่ง เป็นลักษณะเฉพาะของธุรกิจครอบครัว นอกจากนี้ยังมีลักษณะการสร้างเครือธุรกิจ และใช้กลยุทธ์การถือหุ้นแบบไขว้ (Cross Shareholding) และพีระมิด (Pyramidal Structure) โดยพบว่ากลุ่มธุรกิจครอบครัวไทยมีรูปแบบโครงสร้างการถือหุ้นเพื่อรักษาความเป็นเจ้าของ 5 รูปแบบซึ่งจะกล่าวในตอนต่อไป (เนตรนภา ไวทยเลิศศักดิ์, 2549)

งานศึกษาก่อนหน้ายืนยันว่ากลุ่มธุรกิจครอบครัวไทยส่วนมากไม่ได้แยกความเป็นเจ้าของออกจากการบริหาร ในขณะที่ธุรกิจก็มีขนาดใหญ่ขึ้นเรื่อยๆ โดยยังสามารถขยายกิจการไปในกลุ่มธุรกิจที่แตกต่างจากธุรกิจหลักของบริษัท และมีอิทธิพลต่อการพัฒนาอุตสาหกรรมของประเทศเป็นอย่างมาก โดย “การอยู่รอดและขยายตัวของธุรกิจครอบครัวเหล่านี้ เป็นรูปแบบเฉพาะของบริษัทของประเทศพัฒนาที่หลัง (Late-Industrialized Country)” (Suehiro, 2004, อ้างถึงใน เนตรนภา

ไวท์เล็คส์คี้, 2549) แสดงให้เห็นว่า ถึงแม้ไม่ได้แยกส่วนความเป็นเจ้าของออกจากการบริหาร ธุรกิจครอบครัวไทยก็มี “การปฏิรูปการบริหารภายใน” โดยการพัฒนาตัวเองในด้านต่างๆ เช่น การปรับโครงสร้างการถือหุ้น การใช้เงินกู้ร่วม (Syndicate Loan) ต่างประเทศ การพัฒนาบรรษัทภิบาล และการพัฒนาบุคลากรเพื่อให้เข้ากับสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจใหม่ๆ อยู่เสมอ โดยเรียกบริษัทที่มีการปรับตัวแบบนี้ว่า “ธุรกิจครอบครัวที่มีนวัตกรรม” นอกจากนี้ ยังมีปัจจัยที่สำคัญ 3 ประการ ที่ทำให้ธุรกิจครอบครัวเหล่านี้เติบโตคือ 1) การสนับสนุนทางนโยบายของรัฐ 2) การสนับสนุนทางการเงินของธนาคารพาณิชย์ และ 3) การร่วมทุนกิจการกับต่างชาติ (เนตรนภา ไวท์เล็คส์คี้, 2549)

เนื่องจากกลุ่มธุรกิจไทยส่วนใหญ่เป็นธุรกิจครอบครัวซึ่งมีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวและยังคงควบคุมการบริหารไว้เอง รวมทั้งยังนิยมขยายกิจการด้วยการซื้อและควบรวมกิจการกับบริษัทอื่น หรือจัดตั้งบริษัทใหม่คนละธุรกิจโดยใช้กลยุทธ์การถือหุ้นแบบไขว้และแบบพีระมิดเพื่อรักษาความเป็นเจ้าของและควบคุมการบริหาร ยิ่งกลุ่มธุรกิจมีขนาดใหญ่มากเท่าใด โครงสร้างการถือหุ้นแบบไขว้และแบบพีระมิดก็จะมีมากขึ้นเรื่อยๆ ซึ่งนั่นเป็นเหตุให้นักลงทุนอื่นๆ ทั้งในไทยและต่างประเทศ ที่ต้องการลงทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์กับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีความเป็นธุรกิจครอบครัวเหล่านี้ ไม่เข้าใจเส้นทางการไหลเวียนของเงินทุนในบริษัท หรือที่เรียกว่า ตลาดทุนภายในองค์กร (Internal Capital Market) ของบริษัทเหล่านี้ ทำให้เกิดความเสี่ยงในการลงทุน

จากการค้นคว้างานวิจัยทางด้านการเงินที่ผ่านมา พบว่างานส่วนใหญ่จะเก็บข้อมูลบริษัทครอบครัวที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวและนำไปวิเคราะห์กับมูลค่าของหุ้น เพื่อเปรียบเทียบว่ามีการบริหารแบบธุรกิจครอบครัวมีคุณภาพมากน้อยเพียงใด หรือเป็นการหาความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลที่ดีกับธุรกิจครอบครัวเพื่อพิสูจน์ว่าธุรกิจครอบครัวที่ถือหุ้นแบบกระจุกตัวนั้นยังมีผลประกอบการที่ดีหรือไม่ แต่การวิจัยเหล่านั้นไม่ได้อธิบายรายละเอียดโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทและการโยกย้ายเงินทุนภายในเครือธุรกิจแต่อย่างใด

ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาภาพรวมโครงสร้างการถือหุ้นของเครือธุรกิจไทย เพื่ออธิบายกลยุทธ์ที่ธุรกิจครอบครัวไทยใช้ในการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อขยายกิจการ ขณะที่ยังคงสามารถรักษาความเป็นเจ้าของและควบคุมการบริหารไว้ได้ เพื่อให้ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนรายอื่นๆ เข้าใจภาพรวมและเป็นประโยชน์ในการตัดสินใจลงทุนต่อไป เนื่องจากกลุ่มธุรกิจครอบครัวไทยยังคงมีบทบาทสำคัญต่อการขับเคลื่อนธุรกิจในแต่ละประเภทอย่างเหนียวแน่น

งานวิจัยนี้ใช้กรณีศึกษาของเครือเจริญโภคภัณฑ์ หรือเครือซีพี ซึ่งถือเป็นกลุ่มธุรกิจครอบครัวที่ประสบความสำเร็จมากที่สุดในการบริหารโดยใช้ทรัพย์สินเป็นเกณฑ์ โดยพบว่าสินทรัพย์สินของ นายธนินท์ เจียรวนนท์ ประธานกรรมการอาวุโสของเครือ มีมูลค่ากว่า 215 ล้านดอลลาร์สหรัฐ จากการสำรวจ 50 อันดับเศรษฐกิจของไทยของนิตยสาร Forbes Asia ในเดือนมิถุนายน 2560

(Naazneen Karmali, 2560) ข้อมูลจากเว็บไซต์ของบริษัทพบว่า ณ ปี 2561 เครือเจริญโภคภัณฑ์ มีธุรกิจอยู่ใน 8 กลุ่มอุตสาหกรรม ที่สร้างรายได้จากทั้งในและต่างประเทศประกอบด้วย

1. กลุ่มธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมและอาหาร (ประเทศไทยและต่างประเทศ)
2. กลุ่มธุรกิจการตลาดและการจัดจำหน่าย (ประเทศไทยและต่างประเทศ)
3. กลุ่มธุรกิจสื่อสารและโทรคมนาคม (ประเทศไทย)
4. กลุ่มธุรกิจการอีคอมเมิร์ซและธุรกิจดิจิทัล (ประเทศไทย)
5. กลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (ประเทศไทย)
6. กลุ่มธุรกิจยานยนต์และอุตสาหกรรม (ประเทศจีน)
7. กลุ่มธุรกิจการเงินและการธนาคาร (ประเทศจีน)
8. กลุ่มธุรกิจเวชภัณฑ์ (ประเทศจีน)

โดยมีการดำเนินธุรกิจรวมทั้งหมด 16 ประเทศ ได้แก่ ไทย กัมพูชา ลาว เมียนมา เวียดนาม อินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ อินเดีย บังกลาเทศ ปากีสถาน ตุรกี ไต้หวัน สิงคโปร์ จีน และรัสเซีย โดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของทุกธุรกิจคือตระกูลเจียรวนนท์และบริษัทในเครือ และคนในครอบครัวยังมีส่วนร่วมในการบริหาร กำหนดกลยุทธ์องค์กรอย่างชัดเจน สะท้อนความยิ่งใหญ่ของอาณาจักรธุรกิจครอบครัว

ผู้วิจัยเลือกศึกษาโครงสร้างการถือหุ้นของเครือเจริญโภคภัณฑ์เนื่องจากเป็นกลุ่มธุรกิจที่มีความหลากหลาย และมีบริษัทย่อยในเครือที่อยู่ในและนอกตลาดหลักทรัพย์จำนวนมาก และคู่ค้าอยู่ในหลายๆ ประเทศ จากกฎเกณฑ์และข้อบังคับที่ต่างกันจะทำให้เห็นกลยุทธ์ในการถือครองหุ้นที่หลากหลายเพื่อสร้างผลประโยชน์ของตระกูลเจ้าของในหลากหลายแง่มุม และยังสามารถมองเห็นแนวโน้มความสนใจของนักลงทุนต่างชาติในแต่ละกลุ่มธุรกิจด้วย

## 1.2 วัตถุประสงค์การวิจัย

งานวิจัยชิ้นนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อตอบคำถามต่อไปนี้

1. เพื่อเปรียบเทียบโครงสร้างการถือหุ้นในกลุ่มธุรกิจไทย กรณีศึกษาเครือเจริญโภคภัณฑ์ ระหว่างปี 2549 กับ 2559 ว่ามีความแตกต่างกันอย่างไร
2. เพื่อศึกษาโครงสร้างการถือหุ้นโดยเฉพาะรูปแบบการถือหุ้นแบบไขว้ และแบบพีระมิดของเครือเจริญโภคภัณฑ์ ว่าใช้กลยุทธ์แบบใดบ้างที่ช่วยให้ครอบครัวเจ้าของยังคงสามารถถือครองหุ้นและมีส่วนในการบริหารงานของบริษัทหลักและบริษัทในเครือได้

### 1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

นักลงทุนรายอื่นๆ ทั้งในและต่างประเทศเข้าใจโครงสร้างการถือหุ้นของเครือเจริญโภคภัณฑ์แล้ว ที่สะท้อนสัดส่วนความเป็นเจ้าของและสัดส่วนการลงทุนในธุรกิจต่างๆ มากขึ้น อีกทั้งการเปรียบเทียบโครงสร้างการถือหุ้นระหว่างปี 2549 กับ 2559 จะทำให้เห็นแนวโน้มการเติบโตของกลุ่มธุรกิจไทยรวมถึงแนวทางในการระดมทุนในรูปแบบต่างๆ และวิธีการเข้ามาลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ เพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนต่อไป

### 1.4 ขอบเขตงานวิจัย

ผู้วิจัยศึกษาโครงสร้างการถือหุ้นและข้อมูลต่างๆ ของบริษัทในเครือเจริญโภคภัณฑ์ ทั้งจดทะเบียนและไม่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จากแหล่งข้อมูลที่บริษัทเปิดเผยต่อสาธารณะ ได้แก่ แบบรายงานประจำปี (รายงาน 56-1) รายงานประจำปี (รายงาน 56-2) งบการเงินประจำปี ของปี พ.ศ. 2559-2560 และข้อมูลอื่นๆ จากสื่อข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ในระบบเผยแพร่ข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ เว็บไซต์ <http://corpus.bol.co.th> ข้อมูลจากฐานข้อมูล [ebscohost.com](http://ebscohost.com), [www.emis.com](http://www.emis.com), [orbis.bvdinfo.com](http://orbis.bvdinfo.com), [www.portal.euromonitor.com](http://www.portal.euromonitor.com) เป็นต้น

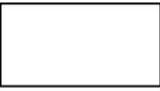




### 1.5 นิยามศัพท์

ในการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้กำหนดความหมายของรูปดังนี้เพื่อให้เกิดความเข้าใจไปในทิศทางเดียวกัน



## ตารางที่ 1.1

ความหมายของรูปที่ใช้ในการวาดโครงสร้างการถือหุ้น

รูปภาพ	ความหมาย
	บริษัทไทยที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ
	บริษัทไทยที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ
	บริษัทต่างประเทศ
	บริษัทโฮลดิ้งหรือบริษัทลงทุน (นิติบุคคล)
	บุคคลทั่วไป

## บทที่ 2

### วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

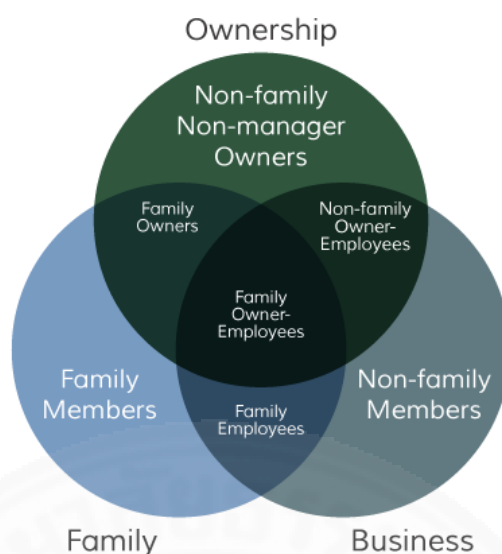
งานวิจัยนี้ศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นของกลุ่มธุรกิจครอบครัว กรณีศึกษา บริษัท เคอรี่ เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ผู้วิจัยจึงได้ทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยก่อนหน้า เกี่ยวกับแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องเพื่อกำหนดกรอบการวิจัย โดยแบ่งออกเป็น 4 ส่วน ดังนี้คือ

- 2.1 แนวคิดเกี่ยวกับธุรกิจครอบครัว (Family Business)
- 2.2 แนวคิดเกี่ยวกับบริษัทโฮลดิ้ง (Holding Company)
- 2.3 แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Structure)
- 2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 แนวคิดเกี่ยวกับธุรกิจครอบครัว (Family Business)

ธุรกิจครอบครัว (Family Business) มีหลายคำจำกัดทั้งแบบกว้างและแบบแคบ คำจำกัดความแบบกว้างนั้นกล่าวว่า ธุรกิจครอบครัวหมายถึง ธุรกิจที่ครอบครัวใดครอบครัวหนึ่งถือหุ้นทั้งหมดหรือถือหุ้นข้างมากของกิจการ โดยมีสิทธิในการออกเสียงส่วนใหญ่ทำให้ครอบครัวมีอำนาจควบคุมกิจการอย่างเต็มที่ ส่วนคำจำกัดความแบบแคบนั้นจะเพิ่มเติมอีกว่าจะต้องเป็นธุรกิจที่ครอบครัวเจ้าของมีการวางแผนส่งต่อกิจการให้รุ่นลูกหลานดูแลต่อไป (International Finance corporation, 2008; Suehiro and Wailerdsak, 2004) กล่าวโดยสรุปหมายถึงธุรกิจที่มีลักษณะ 3 ประการดังนี้คือ สมาชิกในครอบครัวถือครองหุ้นทั้งหมดหรือส่วนใหญ่และควบคุมบริษัทด้วยวิธีต่างๆ ครอบครัวเจ้าของมีอิทธิพลต่อผู้บริหาร และสมาชิกในครอบครัวรับสืบทอดกิจการต่อ (Suehiro and Wailerdsak, 2004)

ทั้งนี้ธุรกิจครอบครัวจะแตกต่างจากธุรกิจทั่วไป ตรงที่จะมีความสัมพันธ์ระหว่างสมาชิกในครอบครัวมาเกี่ยวข้องกับธุรกิจ ซึ่งสามารถแสดงองค์ประกอบหลักของธุรกิจครอบครัวดังแผนภาพด้านล่างนี้



ภาพที่ 2.1 แผนภูมิวงกลมแสดง The three-circle model of the family business system (Tagiuri and Davis, 1992)

ที่มา Cambridge Family Enterprise Group, 2560.

จากภาพธุรกิจครอบครัวมีองค์ประกอบทั้งหมด 3 ส่วนคือ ครอบครัว ธุรกิจ และความ เป็นเจ้าของ เริ่มจากการมีสมาชิกในครอบครัวประกอบกิจการขึ้นมาและสมาชิกในครอบครัวทำงาน ร่วมกันในตำแหน่งต่างๆ รวมทั้งมีปัจจัยพื้นฐาน เช่น ทุน แรงงาน ความรู้ และสายสัมพันธ์ในการทำ ธุรกิจ และปัจจัยต่างๆ เหล่านี้จะนำไปสู่สิทธิของ “ความเป็นเจ้าของ” ของครอบครัว และดำเนิน กิจการ สร้างรายได้เพื่อดูแลครอบครัวและส่งต่อไปยังรุ่นสู่รุ่นอย่างยั่งยืน (ลลิตา, 2558)

ธุรกิจครอบครัวไทยแบ่งได้เป็น 2 กลุ่มหลักๆ ตามแนวทางการบริหาร คือ ธุรกิจ ครอบครัวแบบผูกขาดอำนาจ (Authoritarian type) คือ ธุรกิจถูกควบคุมโดยผู้บริหารครอบครัวไม่กั คนอย่างเบ็ดเสร็จ โดยกลุ่มนี้จะพลาดหรือล้มเหลวในช่วงวิกฤตการณ์การเงินเอเชีย ตัวอย่างธุรกิจ ประเภทนี้ เช่น ตระกูลเลี้ยวไพรัตน์ บริหารบริษัท ทีพีไอ บุญชัย เบญจรงกุล บริหารบริษัท ยูคอม คีรี กาญจนพาสน บริหารธนาฯ ซึ่งตรงข้ามกับธุรกิจครอบครัวแบบมีนวัตกรรม (Innovation type) เป็น รูปแบบที่ผู้นำมีวิสัยทัศน์ก้าวไกลบุกเบิกนวัตกรรมใหม่ๆ ปรับเปลี่ยนเข้ากับสภาพแวดล้อมที่ เปลี่ยนแปลงได้ดี ด้วยการใช้กลยุทธ์การลดขนาดองค์กร ลดหนี้ เสาะหาแหล่งเงินทุนใหม่ๆ แทนการ กู้ยืมจากธนาคาร และสร้างพันธมิตรทางธุรกิจ (Alliance) กับต่างชาติ เป็นต้น ตัวอย่างธุรกิจในกลุ่มนี้ เช่น เครือเจริญโภคภัณฑ์ ธนาคารกสิกรไทย ธนาคารกรุงศรีอยุธยา เครือสหพัฒน์ และกลุ่มเซ็นทรัล (เนตรนภา ไวทยเลิศศักดิ์, 2549)

กล่าวกันว่าความแข็งแกร่งของธุรกิจครอบครัว เป็นกลไกสำคัญในการขับเคลื่อนระบบเศรษฐกิจของประเทศ เมื่อเทียบกับธุรกิจที่ไม่ใช่ธุรกิจครอบครัวแล้ว พบว่าธุรกิจครอบครัวมีความคล่องตัวกว่าทำให้ได้เปรียบในการแข่งขัน เช่น การตัดสินใจที่รวดเร็วและมีเอกภาพ รวมถึงการที่สมาชิกในครอบครัวมีความเป็นเจ้าของ (Entrepreneurship) ในธุรกิจนั่นเอง ทำให้กล้าคิดกล้าทำ มีความคิดริเริ่มสร้างสรรค์ และมองเป้าหมายของธุรกิจในระยะยาวมากกว่า (Sacristan-Navarro, Gomez-Anson, Cabeza-Garcia, 2011)

สำหรับประเทศไทย หากดูบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะพบว่า บริษัทที่ยังคงเป็นธุรกิจครอบครัวที่มีจำนวนผู้ถือหุ้นโดยครอบครัวมีสูงมาก ติดอันดับประเทศที่มีบริษัทครอบครัวสูงเป็นลำดับต้นๆ ของโลก (เนตรนภา ไวทย์เลิศศักดิ์, 2549) โดยพบว่าบริษัทครอบครัวที่เติบโตเป็นกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ โดยยังคงถือหุ้นแบบกระจุกตัวและผูกขาดในระบบเศรษฐกิจเพียงไม่กี่กลุ่ม และสามารถควบคุมสินทรัพย์กว่าครึ่งหนึ่งของตลาดทุนไทยได้ ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่ากลุ่มธุรกิจครอบครัวมีความสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของไทย ไม่ยิ่งหย่อนไปกว่ารัฐวิสาหกิจหรือบริษัทของรัฐ บริษัทต่างชาติ และบริษัทอื่นๆ

ข้อมูลสถิติการดำเนินกิจการของกลุ่มธุรกิจครอบครัว อ้างอิงจากธนาคารกสิกรไทยในปี 2558 พบว่าการสืบทอดธุรกิจของกลุ่มธุรกิจครอบครัวร้อยละ 70 ไม่สามารถส่งต่อไปยังรุ่นที่ 2 ได้ ที่น่าเป็นห่วงคือมากกว่า 90% ไม่สามารถส่งต่อไปรุ่นที่ 3 ได้ นั่นคือมีกลุ่มธุรกิจครอบครัวที่อยู่รอดเพียงร้อยละ 4 เท่านั้น และอายุเฉลี่ยของธุรกิจครอบครัวลดลงจาก 50-60 ปี (ปี 1990) เหลือเพียง 24 ปี และจากผลการวิจัย ของ Anderson and Reeb (2003); Villalonga and Amit (2006) นอกจากนี้พบว่าผลการดำเนินงานของกลุ่มธุรกิจจะต่ำลงเมื่ออายุของกิจการมากขึ้น และความเป็นเจ้าของจะถูกส่งต่อไปยังทายาทรุ่นต่อไป จากผลการศึกษานำไปสู่แนวคิดที่ว่าธุรกิจที่มีอายุน้อยกว่ามีแนวโน้มที่จะมีผลประกอบการที่ดีกว่าธุรกิจที่มีอายุมากกว่า เพราะธุรกิจที่มีอายุมากสูญเสียทิศทางในระยะยาวของธุรกิจที่สืบทอดมาจากผู้บุกเบิก (Block et al, 2011) หรือทายาทขาดทักษะและความสามารถในการดำเนินธุรกิจ เพราะความต้องการที่จะส่งต่อธุรกิจไปยังรุ่นต่อไป นอกจากนี้ยังธุรกิจมีอายุมากขึ้นการเกิดปัญหาตัวแทนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น จากการแสวงหาประโยชน์ส่วนตนของสมาชิกครอบครัว เช่น การเอื้อผลประโยชน์ต่อพวกพ้องตนเอง นำไปสู่การละเลยจุดประสงค์และเป้าหมายเดิมของบริษัท นอกจากนี้ยังมีปัญหาความขัดแย้งในครอบครัว จากการเพิ่มขึ้นของสมาชิกในครอบครัวและระยะห่างที่เพิ่มขึ้นก็เป็นจุดอ่อนที่สำคัญ

อย่างไรก็ดีพบว่างานวิจัยที่ผ่านมาส่วนมากพิจารณาความเป็นบริษัทครอบครัวจากสัดส่วนการถือหุ้นโดยครอบครัว และนำมาวิเคราะห์กับผลประกอบการ ความโปร่งใสของบัญชี โดยไม่ได้ศึกษาโครงสร้างการถือหุ้นที่สลับซับซ้อนอย่างละเอียด เนื่องจากธุรกิจครอบครัวจำนวนมากอาจไม่ได้ถือหุ้นของบริษัทโดยตรงในนามบุคคล อาจมีการถือหุ้นในนามนิติบุคคล (เช่น ใช้บริษัทโฮลดิ้ง

หรือบริษัทลงทุน) การถือหุ้นไขว้กันระหว่างบริษัทในเครือทั้งในและต่างประเทศ ทำให้สัดส่วนการถือครองหุ้นที่แท้จริงของครอบครัวเจ้าของในบริษัทนั้นๆ อาจซับซ้อนเกินกว่าที่คนภายนอกจะเข้าใจ

## 2.2 แนวคิดเกี่ยวกับบริษัทโฮลดิ้ง (Holding Company)

บริษัทโฮลดิ้ง หมายถึง บริษัทที่มีรายได้จากการถือหุ้นในบริษัทอื่นทั้งในประเทศและต่างประเทศเป็นหลัก และไม่มีรายได้จากกิจการอย่างอื่นอย่างมีนัยยะสำคัญเป็นของตัวเอง โดยต้องไม่มีการประกอบกิจการ การจัดการเงินลงทุน (Investment Company) และต้องถือหุ้นในบริษัทแกนอย่างน้อย 1 บริษัท โดยต้องเป็นบริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์ ที่บริษัทโฮลดิ้งเข้าไปมีส่วนร่วมในการบริหารจัดการบริษัทแกนตามสัดส่วนต่อไปนี้

ถ้าบริษัทแกนเป็นบริษัททั่วไป บริษัทโฮลดิ้ง ต้องถือหุ้นในบริษัทแกน มากกว่า 50% (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560)

ถ้าบริษัทแกนเป็นบริษัทที่มีเงื่อนไขในการร่วมลงทุนกับรัฐหรือมีข้อจำกัดทางกฎหมายอื่น บริษัทโฮลดิ้ง ต้องถือหุ้นในบริษัทแกน มากกว่าหรือเท่ากับ 40% ที่สำคัญจะต้องถือหุ้นในบริษัทแกนตลอดเวลาที่เป็นบริษัทจดทะเบียน โดยสามารถเปลี่ยนบริษัทแกนได้ เมื่อพ้นระยะเวลา 3 ปี นับตั้งแต่วันที่หุ้นสามัญเริ่มซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560)

1. สัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทย่อยต้อง > 50% และคงสัดส่วนการถือหุ้นตลอดเวลาที่เป็นบริษัทจดทะเบียน



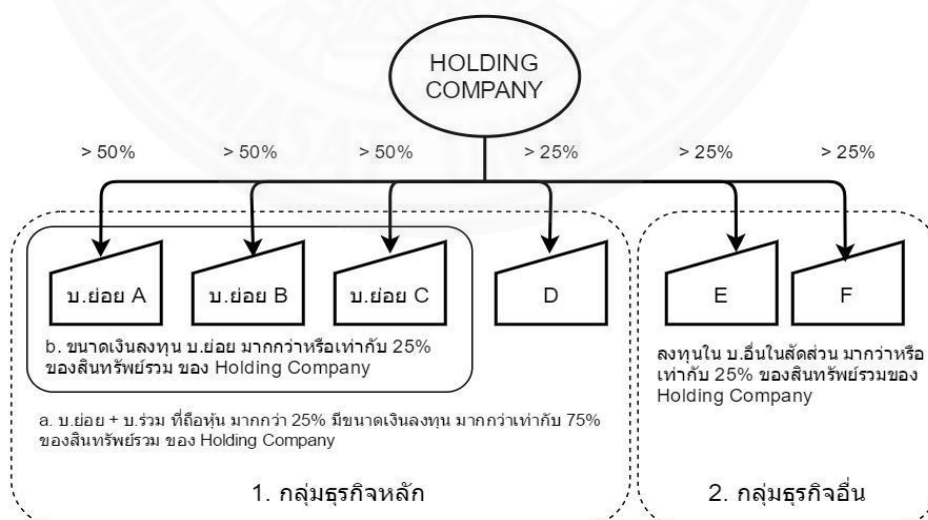
ภาพที่ 2.2 แสดงโครงสร้างของบริษัทโฮลดิ้ง

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2560)

จากภาพที่ 2.2 พบว่า บริษัทย่อยของ บริษัทโฮลดิ้ง สามารถเป็นได้ทั้งบริษัทในประเทศ และนอกประเทศ โดยบริษัทย่อยในประเทศ คือบริษัทย่อยที่จดทะเบียนในประเทศ ส่วนบริษัทย่อย ต่างประเทศคือบริษัทย่อยที่จดทะเบียนในต่างประเทศ โดยบริษัททั้ง 2 ประเภทมีคุณสมบัติที่เหมือนกัน คือ ทั้ง 2 ประเภทจะมีคุณสมบัติอื่นๆ เหมือนกับ Holding Company เช่น คณะกรรมการ (ยกเว้น กรรมการอิสระ) การบริหารและการตรวจสอบงบการเงิน, ไม่เป็นบริษัทจดทะเบียน และ มีการ ประกอบธุรกิจหลักเป็นของตนเอง แต่มีคุณสมบัติบางอย่างของบริษัทย่อยต่างประเทศ คือ 1. บริษัท ย่อยต่างประเทศจะต้องมีกรรมการอย่างน้อย 1 คนมีถิ่นที่อยู่ในไทย 2. บริษัทย่อยต่างประเทศได้รับการ ยกเว้นการทำงานงบการเงินตามมาตรฐานบัญชีไทยและการตั้งกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ (ตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: 2560)

โครงสร้างของบริษัทโฮลดิ้งเหมาะกับบริษัทที่ต้องการเติบโต โดยการขยายการลงทุนให้ มีจำนวนบริษัทมากขึ้น กลุ่มธุรกิจต่างๆ จึงมีบริษัทย่อยในเครือที่หลากหลายและโครงสร้างการถือหุ้น ที่แตกต่างกัน ซึ่งส่งผลต่อการเสียภาษีหรือการปฏิบัติให้ถูกต้องตามกฎหมายต่างๆ โครงสร้างการถือ หุ้นและการบริหารงานของกลุ่มธุรกิจจึงถูกคิดค้นขึ้น เพื่อที่บริษัทส่วนกลางสามารถควบคุมนโยบาย การบริหาร การเงิน การจัดการ รวมถึงการดูแลหุ้นของบริษัทในเครือ ไม่ให้คนนอกเข้ามาครอบ กิจการได้ ดังนั้นเราจึงพบว่าหลายกลุ่มธุรกิจใช้การจัดโครงสร้างแบบบริษัทโฮลดิ้งเมื่อเข้าจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ฯ

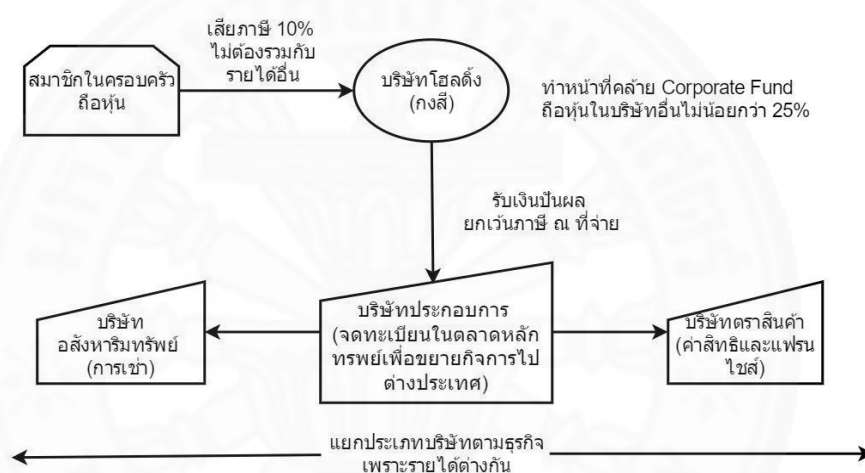
### การลงทุนในกลุ่มธุรกิจหลักและธุรกิจอื่น



ภาพที่ 2.3 แสดงโครงสร้างการลงทุนของ Holding Company ธุรกิจหลักและธุรกิจอื่น  
ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2560)

จากภาพที่ 2.3 แสดงการกำหนดสัดส่วนของ Holding Company ในบริษัทที่ประกอบธุรกิจหลักและธุรกิจอื่น เทียบกับขนาดสินทรัพย์รวมของ Holding Company นั้นๆ โดยในกลุ่มธุรกิจหลัก จะลงทุนในบริษัทย่อยและบริษัทร่วมที่ถือหุ้น >25% ในกลุ่มธุรกิจหลัก และทุกบริษัทรวมกันไม่น้อยกว่า 75% ของสินทรัพย์ ของ Holding Company หรือ ลงทุนบริษัทย่อยที่ประกอบธุรกิจหลัก ทุกบริษัทรวมกันไม่น้อยกว่า 25% ของสินทรัพย์รวม ของ Holding Company อ้างอิงที่มาของเกณฑ์ด้วยค่ะ

ในกลุ่มธุรกิจอื่น จะลงทุนในบริษัทย่อยที่ประกอบธุรกิจหลัก ทุกบริษัทรวมกันไม่น้อยกว่า 25% ของสินทรัพย์รวมของ Holding Company เช่น



ภาพที่ 2.4 แสดงรูปแบบและผลประโยชน์ของการตั้ง Holding Company  
ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2560)

## 2.3 แนวคิดเรื่องโครงสร้างความเป็นเจ้าของ (Ownership Structure)

โครงสร้างความเป็นเจ้าของ (Ownership Structure) เป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดตัวผู้บริหาร และการดำเนินธุรกิจของกิจการนั้นๆ โดยโครงสร้างความเป็นเจ้าของแบ่งได้เป็น 3 ประเภท คือ โครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจายตัว (Dispersed Ownership Structure) โครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership Structure) และ โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบควบคุมโดยผู้ถือหุ้นส่วนน้อย (Controlling Minority Structure) (Leech & Leahy, 1991)

### 2.3.1 โครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจายตัว (Dispersed Ownership: DO)

โครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจายตัว คือ โครงสร้างที่ผู้ถือหุ้นแต่ละรายมีสัดส่วนการถือครองหุ้นน้อยกว่า 5% และไม่สามารถระบุได้ว่าใครคือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท (Large Shareholder หรือ Block holder) (Leech & Leahy, 1991) บริษัทที่มีโครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบนี้ จะแบ่งระหว่างความเป็นเจ้าของและการควบคุมบริหารแยกจากกัน (Separation of ownership and control) โดยผู้ถือหุ้นจะมีสิทธิออกเสียงเลือกผู้บริหารมีอาชีพเข้ามาเป็นฝ่ายบริหาร กรัณธรรัตน์ บุญญวัฒน์ และ ศักดา มาณพพพัฒน์ (2554) กล่าวว่า โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัวจะพบในประเทศที่พัฒนาแล้ว อย่างอังกฤษและสหรัฐอเมริกา โดยผู้ถือหุ้นแต่ละรายจะถือหุ้นในสัดส่วนที่น้อยมาก ทำให้กรรมการบริษัทต้องเลือกและแต่งตั้งผู้บริหารที่มีความสามารถมาเป็นตัวแทน และผู้ถือหุ้นแต่ละรายยังมีส่วนได้ส่วนเสียน้อยเพราะถือหุ้นในสัดส่วนน้อย ส่วนมากจึงมักจะเลยการกำกับดูแลกิจการ และการแยกผู้บริหารกับเจ้าของออกอย่างชัดเจนทำให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการงานบริหารงานเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทต่ำ ไม่มีวิสัยทัศน์ในการบริหาร และมักจะเลือกใช้วิธีตกแต่งกำไรทำให้คุณภาพข้อมูลทางบัญชีต่ำ ในโครงสร้างการถือหุ้นแบบนี้จะพบว่ามีปัญหาระหว่างผู้ถือหุ้นรายย่อยต่างๆ กับฝ่ายบริหาร ที่เรียกกันว่า ปัญหาตัวแทน (Agency problem) เนื่องจากไม่มีสิ่งใดบังคับให้ผู้บริหารทำงานเต็มประสิทธิภาพได้ตามที่ผู้ถือหุ้นต้องการได้ ผู้ถือหุ้นไม่มีสิทธิตรวจสอบได้ทั้งหมดเพราะอำนาจในการควบคุม (Control right) เป็นของผู้บริหารไปแล้ว และผู้ถือหุ้นเข้าถึงข้อมูลได้น้อยกว่าผู้บริหาร (Asymmetric information) ทำให้ผู้ถือหุ้นมีต้นทุนที่จะต้องเฝ้าติดตามการทำงานของผู้บริหาร โดยการเลือกกรรมการบริษัทมาทำหน้าที่นี้ (เนตรนภา ไวทยเลิศศักดิ์, 2549)

### 2.3.2 โครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership Structure)

โครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจุกตัว คือ โครงสร้างที่มีผู้ถือหุ้นไม่กี่ราย หรือมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสูงในระดับที่มีสิทธิในการออกเสียง ตลอดจนควบคุมการบริหารกิจการโดยแต่งตั้งกรรมการบริหารเองได้ (Controlling Shareholder) ทั้งนี้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถเป็นได้ทั้ง ผู้ถือหุ้นสถาบันหรือผู้ถือหุ้นที่เป็นครอบครัว จากผลการศึกษาของ Wang (2006) พบว่าโครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจุกตัวนั้น มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีแรงบันดาลใจในการบริหารงาน เพื่อผลประโยชน์สูงสุดของตัวเอง สอดคล้องกับการศึกษาของ Gomez et al (2001) และ Miller et al. (2007) ว่ายิ่งบริษัทมีโครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจุกตัวมากเท่าไร ผู้ถือหุ้นหลักก็จะมีแรงจูงใจในการทำเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว นอกจากนี้แรงจูงใจจากผลประโยชน์ส่วนตัว ยังทำให้ผู้บริหารพัฒนารายงานทางการเงินให้มีคุณภาพสูงขึ้นเพื่อความน่าเชื่อถือของบริษัท (กรัณธรรัตน์ บุญญวัฒน์ และ ศักดา มาณพพพัฒน์, 2554)



ในโครงสร้างการถือหุ้นแบบนี้จะพบปัญหาระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม (Controlling Shareholder) และผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจควบคุม (Non-Controlling Shareholder) เพราะผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีอำนาจในการบริหารมาก ทำให้สามารถบริหารงานเพื่อประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยทั้งหมด เหมือนกับที่ กรณิทธิรัตน์ บุญญวัฒน์ และ ศักดา มาณพพัตน์ (2554) กล่าวไว้ว่า โครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบกระจุกตัวทำให้ผู้มีอำนาจควบคุมทราบข้อมูลทางบัญชีอยู่แล้ว และมีความจำเป็นในการใช้ข้อมูลจากรายงานทางการเงินน้อยกว่าผู้บริหารทั่วไป ทั้งยังเป็นผู้กำหนดวิธีการทางบัญชีในการจัดทำรายงานทางการเงินด้วยตัวเอง บางครั้งอาจทำให้ผู้มีอำนาจบิดเบือนข้อมูลทางบัญชีเพื่อเอาเปรียบผู้ถือหุ้นส่วนน้อย ทำให้คุณภาพของรายงานทางการเงินแย่งลง ตามทฤษฎี Entrenchment Effect

### 2.3.3 โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบควบคุมโดยผู้ถือหุ้นส่วนน้อย (Controlling Minority Structure)

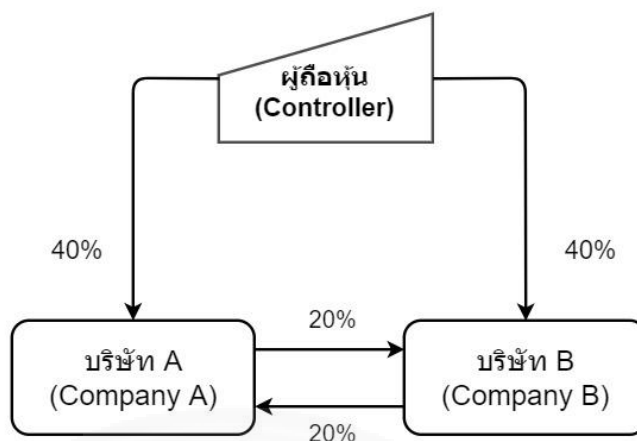
โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบควบคุมโดยผู้ถือหุ้นส่วนน้อย คือ โครงสร้างที่ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยมีสิทธิในการบริหาร เป็นโครงสร้างที่ต่างจากทั้งสองแบบแรก เพราะเป็นโครงสร้างที่สิทธิในกระแสเงินสด (Cash - flow right) ต่างจากสิทธิในการออกเสียง (Voting right) ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นส่วนน้อยจะได้สิทธิในกระแสเงินสดน้อย แต่จะได้สิทธิในการบริหารเพราะมีสิทธิในการออกเสียงข้างมาก (Bebchuk, Kraakman, & Triantis, 2000) โดยโครงสร้างนี้พบมากในกลุ่มธุรกิจครอบครัว (Family Business) โดยทั่วไปแล้วผู้บริหารของกลุ่มธุรกิจครอบครัวในแถบเอเชียตะวันออก โดยยิ่งส่วนต่างของทั้งสองสิทธินี้มีมากเท่าไร จะยิ่งทำให้มูลค่าของกิจการลดลงมากขึ้นเท่านั้น โดยส่วนต่างระหว่างทั้งสองสิทธิเกิดขึ้นผ่าน โครงสร้างการถือหุ้น 3 แบบ ได้แก่ หุ้นสองประเภท (Dual class equity) โครงสร้างการถือหุ้นแบบไขว้ (Cross shareholding) และโครงสร้างการถือหุ้นแบบพีระมิด (Pyramidal structure) ที่ส่งผลให้สิทธิในกระแสเงินสดลดลงเรื่อยๆ ผ่านการถือหุ้นแต่ละชั้น (Bebchuk, Kraakman, & Triantis, 2000)

#### 2.3.3.1 หุ้นสองประเภท (Dual Class Equity)

วิธีนี้เป็นการแยกสิทธิในการออกเสียงออกจากการสิทธิในกระแสเงินสด (cash-flow) โดยบริษัทจะออกหุ้น 2 ประเภท หรือมากกว่า คือ หนึ่ง หุ้นที่มีสิทธิในการออกเสียงสำหรับผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือผู้ถือหุ้นที่อยู่ในครอบครัวเดียวกัน โดยสัดส่วนของจำนวนหุ้นและสิทธิในการออกเสียงอาจไม่ใช่ 1:1 สอง หุ้นที่ไม่มีสิทธิในการออกเสียงสำหรับขายให้นักลงทุนทั่วไป สิทธิในการออกเสียงก็จะคงอยู่แค่เฉพาะในกลุ่มที่บริษัทต้องการเท่านั้น (Controller)

#### 2.3.3.2 โครงสร้างการถือหุ้นแบบไขว้ (Cross Shareholding)

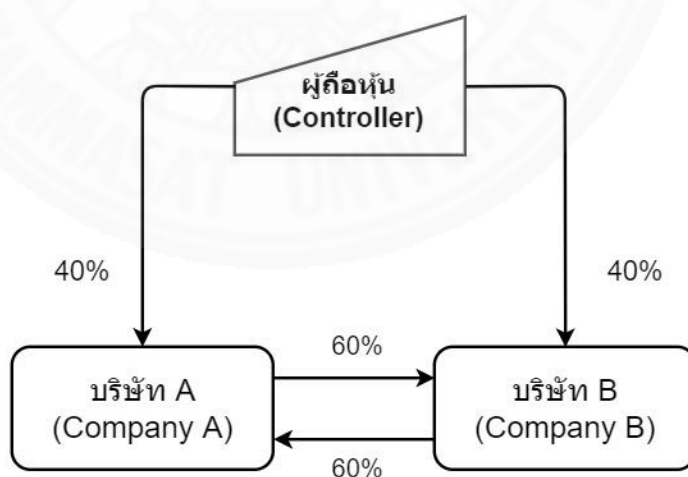
โครงสร้างการถือหุ้นแบบไขว้ คือ การถือครองบริษัทของผู้ถือหุ้นที่มีการถือครองกิจการตั้งแต่ 2 บริษัทขึ้นไป โดยที่แต่ละบริษัทมีการถือหุ้นระหว่างกันและเชื่อมต่อกันในแนวนอน ทำให้ผู้ถือหุ้นส่วนกลางมีอำนาจมากขึ้น ตัวอย่างในภาพที่ 2.5



ภาพที่ 2.5 โครงสร้างการถือหุ้นแบบไขว้ กรณีผู้ถือหุ้นถือหุ้นในบริษัท มากกว่าที่ บริษัทถือหุ้นระหว่างกัน

ที่มา: Journal of Financial Economics (2011)

จากภาพที่ 2.5 ผู้ถือหุ้น (Controller) ถือหุ้น A และ B บริษัทละ 40% และ A กับ B ถือหุ้นของกันและกัน 20% ถ้าผู้ถือหุ้นของ A หรือ B เป็นผู้ถือหุ้นรายย่อย ผู้ถือหุ้นรายนี้ (Controller) จะสามารถควบคุม บริษัท A และ B ผ่าน การถือหุ้นโดยตรง 40% และทางอ้อม 20%



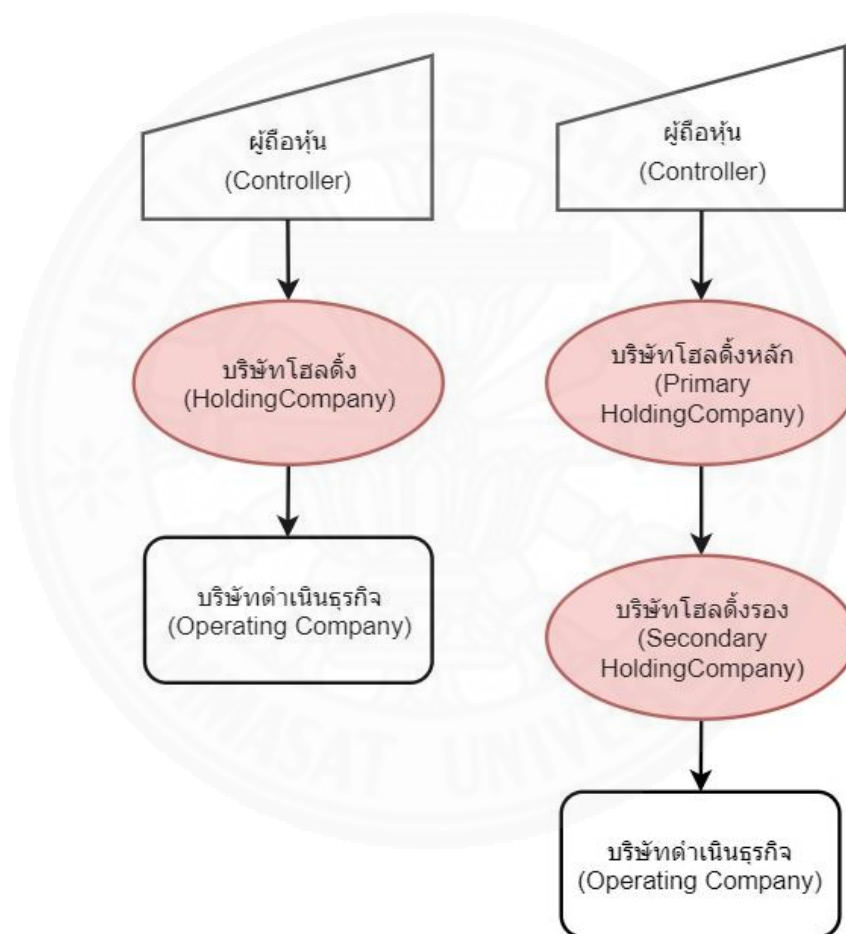
ภาพที่ 2.6 แสดงโครงสร้างการถือหุ้นแบบไขว้ กรณีผู้ถือหุ้นถือหุ้นใน บริษัทน้อยกว่าที่ บริษัทถือหุ้นระหว่างกัน

ที่มา: Journal of Financial Economics (2011)

จากภาพที่ 2.6 จะเห็นว่าบริษัท A และ B ต่างถือหุ้นของกันและกัน 60% ทำให้ บริษัท A และ B ต่างมีอำนาจในการควบคุมกันและกัน เหมือนกันภายใต้ผู้ถือหุ้นใหญ่ (Controller) ที่ถือหุ้นของทั้ง บริษัท A และ B บริษัทละ 40%

### 2.3.3.3 โครงสร้างการถือหุ้นแบบพีระมิด (Pyramidal structure)

โครงสร้างการถือหุ้นแบบพีระมิด คือ การถือครองกิจการของผู้ถือหุ้นผ่านบริษัทหนึ่งไปยังอีกบริษัทหนึ่งเป็นชั้นๆ ในแนวตั้ง โดยโครงสร้างแบบพีระมิด 2 บริษัท ผู้ถือหุ้น



ภาพที่ 2.7 แสดงโครงสร้างการถือหุ้นแบบพีระมิด แบบ 2 บริษัท และ 3 บริษัท

ที่มา: Journal of Financial Economics (2011)

รายจะถือหุ้นในบริษัทโฮลดิ้งเท่านั้น เพื่อให้ได้สิทธิในการควบคุมบริษัทอีกแห่งซึ่งเป็นบริษัทที่ดำเนินงาน

สำหรับโครงสร้างพีระมิด แบบ 3 บริษัท เพียงผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นในบริษัทโฮลดิ้งหลัก ก็สามารถควบคุมบริษัทโฮลดิ้งรองและบริษัทที่ดำเนินงานอีกบริษัทได้ โครงสร้าง

การถือหุ้นแบบนี้จะเน้นที่ความเป็นเจ้าของอยู่กับผู้ถือหุ้นรายเดียวหรืออยู่กับบริษัทเดียว (Bebchuk, Kraakman, & Triantis, 2000)

การถือหุ้นแบบไขว้ (Cross shareholding) และการถือหุ้นแบบพีระมิด (Pyramidal structure) ของกลุ่มธุรกิจในประเทศเอเชียตะวันออก ทำให้ผู้ถือหุ้นมีโอกาสเข้าควบคุมบริษัทได้แม้จะถือครองหุ้นในสัดส่วนที่ไม่มากนัก ทำให้เกิดปัญหาสิทธิในการออกเสียง (Voting Right) จากโครงสร้างการถือหุ้นแบบไม่เท่ากันกับสิทธิในกระแสเงินสด (Cash flow rights) ตามสัดส่วนหุ้นที่ถือครองจริง ทำให้ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจมีแรงจูงใจควบคุมบริษัทและหาผลประโยชน์ส่วนตัวมากยิ่งขึ้น เพราะการถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม มีต้นทุนค่อนข้างต่ำ แต่ได้ผลประโยชน์ค่อนข้างมากทำให้ Entrenchment effect รุนแรงมากยิ่งขึ้น (สัจจวัฒน์ จันทร์หอม, 2556)

### 2.3.3.4 การถือหุ้นไขว้ในความหมายทางกฎหมาย

นอกจากความหมายทั่วไปของการถือหุ้นไขว้แล้ว ในบางกรณีมีบทกฎหมายที่กำหนดการถือหุ้นไขว้ไว้เฉพาะกรณี เช่น กฎหมายการลงทุน ของประเทศสหรัฐอเมริกาที่กำหนดหุ้นไขว้ไว้ 2 แบบ คือ

#### (1) กรณีที่ถือแบบมี Cross Ownership เกิดขึ้น

สำหรับกรณีนี้ คือ บริษัท 2 บริษัทที่มีความเป็นเจ้าของผลประโยชน์ซึ่งกันและกัน (มีการถือหุ้นระหว่างกัน) มากกว่าร้อยละ 3 ของหลักทรัพย์ที่มีสิทธิลงคะแนนเสียง แล้วได้ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด (Outstanding Voting Securities) ตามภาพที่ 2.8



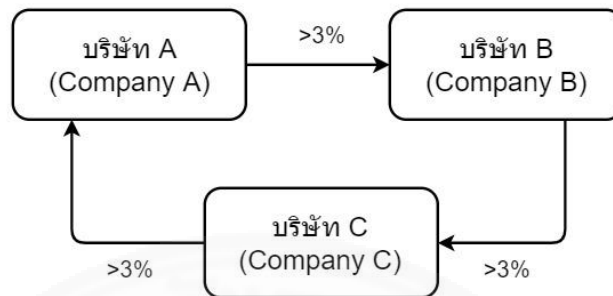
ภาพที่ 2.8 แสดงการถือหุ้นแบบ Cross Ownership

ที่มา: การถือหุ้นไขว้: ศึกษาเฉพาะผลกระทบทางกฎหมายและการควบคุม. ภัทรวรรณ ศรีสุข 2541, น. 13

#### (2) กรณีการถือแบบมี Circular Ownership เกิดขึ้น

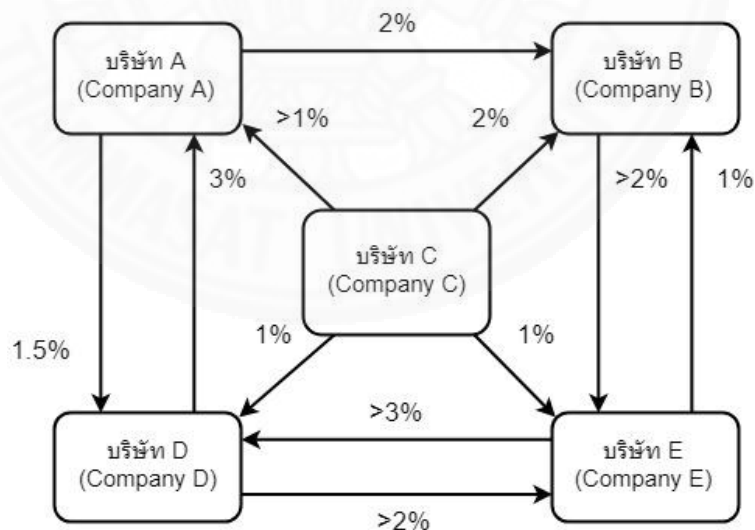
กรณีนี้จะเกิดขึ้นใน การถือหุ้นไขว้ของบริษัท 3 บริษัทขึ้นไป โดยแต่ละบริษัทในกลุ่มมีลักษณะ ดังนี้

1. ถือหลักทรัพย์ในบริษัทอื่นมากกว่าร้อยละ 3 ของหลักทรัพย์ที่มีสิทธิลงคะแนนเสียงและจำหน่ายแล้ว ไม่ว่าจะบริษัทเดียวหรือมากกว่าในกลุ่มตามภาพที่ 2.9



ภาพที่ 2.9 แสดงการถือหุ้นแบบไขว้ในลักษณะของ Circular Ownership แบบ 3 บริษัท  
ที่มา: การถือหุ้นไขว้: ศึกษาเฉพาะผลกระทบทางกฎหมายและการควบคุม. ภัทรวรรณ ศรีสุข, 2541  
น. 14

2. หลักทรัพย์มากกว่า ร้อยละ 3 ของที่มีสิทธิลงคะแนนเสียงของคนที่ได้ออกจำหน่ายแล้ว และโดนถือโดยบริษัทในกลุ่มไม่ว่าบริษัทเดียวหรือมากกว่า ตามภาพที่ 2.10



ภาพที่ 2.10 แสดงการถือหุ้นแบบไขว้ในลักษณะของ Circular Ownership ในกรณี มากกว่า 3 บริษัท

ที่มา: การถือหุ้นไขว้: ศึกษาเฉพาะผลกระทบทางกฎหมายและการควบคุม. ภัทรวรรณ ศรีสุข, 2541  
น. 14

โดยสาเหตุของการถือหุ้นไขว้มีดังต่อไปนี้

1. ถือหุ้นไขว้เพื่อการรวมกลุ่มหรือเกาะกลุ่มบริษัท
2. ถือหุ้นไขว้เพื่อรักษาอำนาจควบคุมและป้องกันการถูกครอบงำ
3. ถือหุ้นไขว้เพื่อรักษาระดับราคาของหุ้น
4. การถือหุ้นไขว้เพื่อปกปิดความเป็นเจ้าของ

#### **ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (Large Shareholder หรือ Block holder)**

ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ คือ นักลงทุนที่ถือหุ้นของบริษัทในสัดส่วนที่มากพอที่จะได้สิทธิในการบริหารงานได้ สามารถแบ่งได้

1. บุคคลทั่วไปหรือครอบครัวกิจการ (Founding-family ownership)
2. ผู้ถือหุ้นใหญ่ที่เป็นนิติบุคคลภายในประเทศเช่นนักลงทุนสถาบัน เป็นต้น
3. ผู้ถือหุ้นใหญ่ที่เป็นนักลงทุนต่างประเทศ

โดยบริษัทส่วนใหญ่ของไทยมักมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นผู้ก่อตั้งบริษัทและสมาชิกในครอบครัว เพื่อรักษาอำนาจในการบริหาร โดยจะถือหุ้นในสัดส่วนให้อยู่ในระดับที่ยังได้สิทธิในการควบคุมบริษัท

## **2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง**

จากการค้นคว้างานวิจัยที่ผ่านมา งานวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นและกลุ่มธุรกิจครอบครัวจะถูกนำไปเปรียบเทียบกับการกำกับดูแลที่ดี (Cooperate Governance) และนำไปสู่การศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อคุณภาพของรายงานทางการเงิน การบริหารโดยเปรียบเทียบกับมูลค่าหุ้น หรือในแง่ของการบริหารทรัพยากรมนุษย์จะศึกษาโครงสร้างการถือหุ้นกับความพอใจของพนักงาน หรือปัจจัยที่จะทำให้พนักงานพึงพอใจ แต่งานวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นในกลุ่มธุรกิจครอบครัวแห่งใดแห่งหนึ่งอย่างละเอียดยังมีน้อย โดยโครงสร้างการถือหุ้นที่สลับซับซ้อนเหล่านี้เป็นที่สนใจของนักลงทุนทั้งในไทยและต่างประเทศ เนื่องจากกลุ่มธุรกิจครอบครัวไทยที่มีสัดส่วนมากที่สุดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กำลังขยายกิจการโดยการซื้อและควบรวมกิจการทั้งในและต่างประเทศ ได้พยายามระดมทุนในตลาดหุ้นส่วนหนึ่ง นักลงทุนที่อยู่ในตลาดหุ้นจึงต้องทำความเข้าใจโครงสร้างความเป็นเจ้าของของกลุ่มธุรกิจไทยเหล่านี้

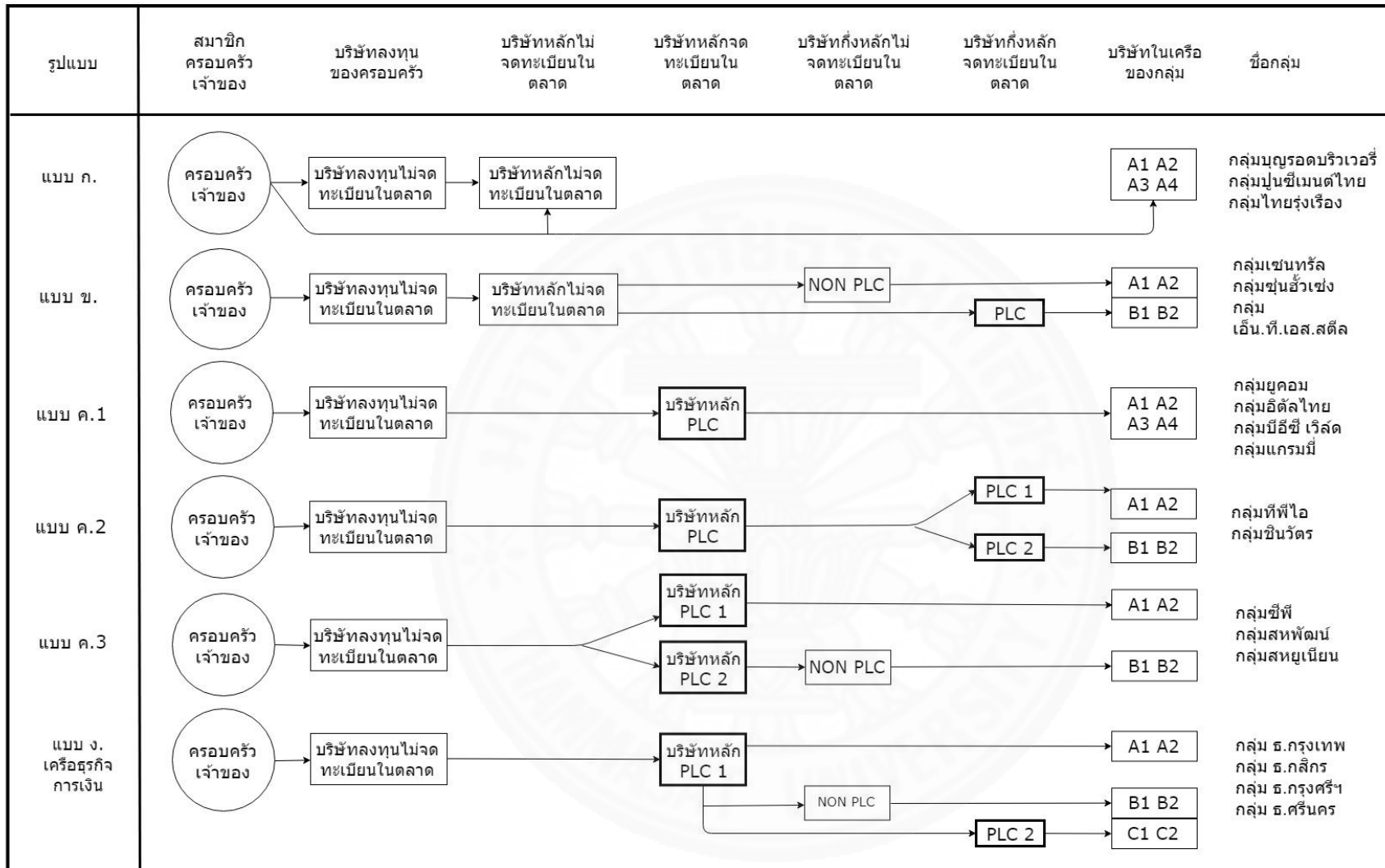
งานวิจัยของ Claessens (2002) ศึกษากลุ่มธุรกิจของประเทศในเอเชียตะวันออก เพื่อหาความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับมูลค่ากิจการพบว่า มากกว่า 2 ใน 3 ของบริษัทในประเทศเอเชียตะวันออกมักถูกควบคุมด้วยผู้ถือหุ้นรายใหญ่รายเดียว (Single shareholder) โดยจะแยกสิทธิในกระแสเงินสด (Cash-flow rights) และสิทธิในการออกเสียง (Voting rights) ออกอย่างชัดเจน ทำให้ผู้ที่ควบคุมบริษัทคือผู้ถือหุ้นในสัดส่วนเพียงเล็กน้อยเท่านั้น และอำนาจจะยิ่งสูงขึ้น ถ้าผู้ถือหุ้นถือหุ้นผ่านโครงสร้างการถือหุ้นแบบพีระมิด และการถือหุ้นแบบไขว้ ระหว่างบริษัทในเครือ

งานวิจัยของ La Porta et al. (1999) อธิบายถึงอำนาจที่เพิ่มขึ้นของผู้ถือหุ้น และการขยายธุรกิจทั้งที่ยังรักษาอำนาจการบริหารของตนไว้ได้ ผ่านโครงสร้างการถือหุ้นแบบพีระมิด และการแต่งตั้งคณะกรรมการบริหาร ร่วมด้วยการถือหุ้นแบบไขว้กันระหว่างบริษัทในเครือ อย่างไรก็ตาม การถือหุ้นแบบทั้งสองโครงสร้างข้างต้นนี้ จะทำให้สิทธิในกระแสเงินสดลดน้อยลง

ข้อถกเถียงเกี่ยวกับกลุ่มทุนธุรกิจครอบครัวมี 2 ด้านเสมอ ทั้งข้อดีและข้อเสีย โดยข้อดีนั้น จากการศึกษาของ Anderson และ Reeb (2003), Jensen และ Meckling (1976), Shleifer และ Vishny (1986) พบว่าความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นครอบครัวจะผูกติดกับกิจการมากกว่าผู้ถือหุ้นอื่นๆ ทำให้ผู้บริหารเกิดแรงจูงใจในการลดปัญหาตัวแทน และบริหารจัดการโครงการต่างๆ ให้เกิดประโยชน์อันสูงสุด สอดคล้องกับ Bruton, Ahlstrom และ Wan (2003) พบว่าผู้บริหารที่เป็นสมาชิกในครอบครัวกับกลุ่มธุรกิจครอบครัวจะตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีประสิทธิภาพมากกว่า เพื่อผลประโยชน์สูงสุดของตัวเอง ด้วยความรอบคอบระมัดระวัง แต่ในทางกลับกันข้อเสียก็อาจเกิดขึ้นได้ จากวิจัยของ Lubatkin et al. (2005) พบว่าการใช้อำนาจเพื่อครอบครัว ทำให้รับสมาชิกในครอบครัวมาบริหารงาน ทั้งที่ในบางครั้ง สมาชิกครอบครัวอาจไม่มีคุณสมบัติที่เหมาะสมหรือขาดความสามารถในการบริหาร ทำให้การบริหารงาน ไม่มีประสิทธิภาพเต็มที่ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัย ของ Lubatkin et al. (2005) พบว่าการใช้อำนาจเพื่อสมาชิกในครอบครัวหรือคนรู้จักเข้ามาเป็นผู้บริหารเป็นการลดประสิทธิภาพของการบริหารงาน เนื่องจากสมาชิกครอบครัวที่ไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอทำให้ฝ่ายบริหารโดยรวมด้วยคุณภาพลงด้วย

สัจจวัฒน์ จันทร์หอม (2554) พบว่า โครงสร้างการถือหุ้นและการบริหารโดยครอบครัว ไม่มีความสัมพันธ์กับคุณภาพกำไร ระดับการตกแต่งกำไรผ่านรายการคงค้าง หรือความสามารถของกำไรที่จะให้ข้อมูลผลตอบแทนไม่ต่างกับบริษัทที่ไม่ใช่ครอบครัว ยกเว้นการรับรู้ขาดทุนอย่างทันเวลา โดยบริษัทครอบครัวจะรับรู้ไม่ทันเวลาเท่ากับบริษัทที่ไม่ใช่บริษัทครอบครัว และยังพบว่ากำไรของของ บริษัทครอบครัวมีคุณภาพต่ำกว่าบริษัทที่ไม่ใช่บริษัทครอบครัว เพราะบริษัทครอบครัวทยอยรับรู้รายได้ขาดทุนตามช่วงระยะเวลาหนึ่งมากกว่าจะรับรู้ขาดทุนในครั้งเดียว

นอกจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นและการบริหารแบบครอบครัวกับตัวผลการบริหารงาน ยังมีงานวิจัยของ เนตรนภา ไวกษ์เลิศศักดิ์ (2549) ศึกษาโครงสร้างการถือหุ้นแบบพีระมิดของกลุ่มธุรกิจครอบครัวไทย โดยแบ่งประเภทผู้ถือหุ้นออกเป็น 5 ประเภท คือ (1) สมาชิกครอบครัวเจ้าของ (2) บริษัทโฮลดิ้งหรือบริษัทลงทุนของครอบครัวที่ครอบครัวเจ้าของถือหุ้น 100% (3) บริษัทหลักรวมถึงบริษัทโฮลดิ้งที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (4) บริษัทหลัก รวมถึงบริษัทโฮลดิ้งที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (5) สถาบันการเงินที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ได้โครงสร้างการถือหุ้นที่มีความแตกต่างกัน 4 แบบ ขึ้นอยู่กับขนาดของกิจการและกลยุทธ์ในการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ ตามภาพที่ 2.11



ภาพที่ 2.11 รูปแบบโครงสร้างการถือหุ้นแบบพีระมิดของกลุ่มธุรกิจไทย

ที่มา: กลุ่มทุน-ธุรกิจครอบครัวไทยก่อนและหลังวิกฤต 2540. ดร.เนตรนภา ไวกษ์เลิศศักดิ์ 2549, น. 85



### แบบที่ 1

กลยุทธ์แบบดั้งเดิมที่มีครอบครัวใดครอบครัวหนึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทโฮลดิ้ง (บริษัทลงทุนของครอบครัว) หรือบริษัทหลักโดยที่ทั้งสองบริษัทต่างก็ไม่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และใช้บริษัทนั้นเข้าถือหุ้นในบริษัทในเครืออื่นๆ และจะไม่ขายหุ้นบริษัทให้แก่ประชาชนทั่วไป หรือเรียกว่าการถือหุ้นโดยตรงแบบปิด ตระกูลที่ใช้กลยุทธ์นี้ เช่น ตระกูลภิรมย์ภักดี กลุ่มบุญรอด บริวเวอรี่ ผู้ผลิตเปปเปอร์สิงห์

### แบบที่ 2

บริษัทโฮลดิ้งของครอบครัวถือหุ้นทั้งหมดของบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และใช้บริษัทนั้นถือหุ้นในบริษัทกึ่งหลักที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และที่ไม่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และใช้บริษัทกึ่งหลักทั้งสองถือหุ้นในบริษัทในเครือต่างๆ ตระกูลที่ใช้กลยุทธ์นี้ เช่น ตระกูลจิราธิวัฒน์ กลุ่มเซ็นทรัล เป็นต้น

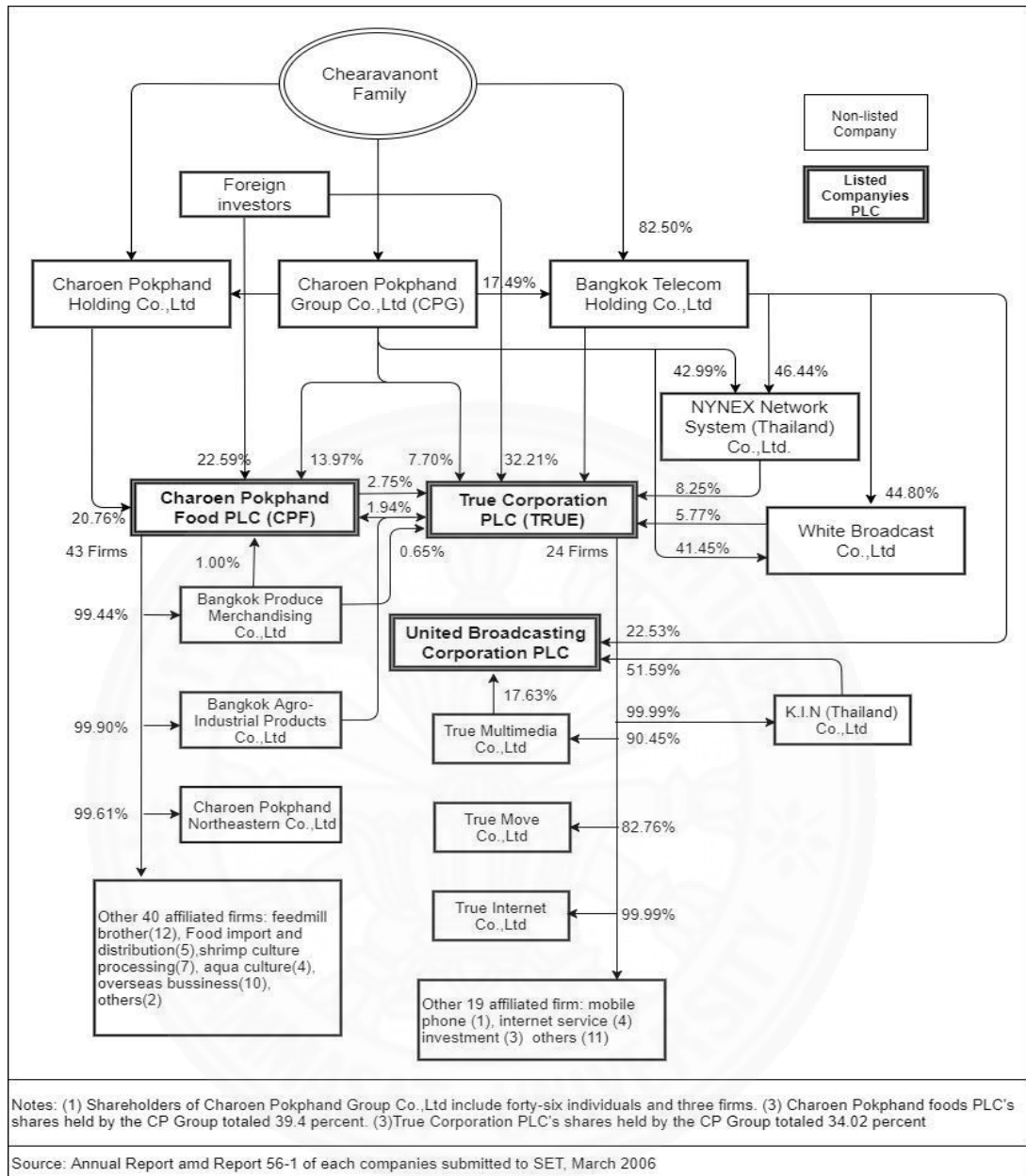
### แบบที่ 3

บริษัทโฮลดิ้งของครอบครัวถือหุ้นบริษัทหลักที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และใช้บริษัทหลักเป็นตัวกลางในการถือหุ้นและบริหารบริษัทในเครือต่างๆ แต่บริษัทหลักดังกล่าวไม่ได้เป็นของครอบครัวใดครอบครัวหนึ่ง 100% เนื่องจากเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือเรียกว่าการถือหุ้นโดยตรงแบบเปิด เป็นรูปแบบที่นิยมมากที่สุด โดยสามารถแบ่งได้เป็น 3 แบบย่อยคือ

- บริษัทหลักที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ถือหุ้นบริษัทในเครือต่างๆ โดยตรง เช่น
- บริษัทหลักที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ถือหุ้นในบริษัทในเครือต่างๆ โดยผ่านบริษัทกึ่งหลักที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
- บริษัทโฮลดิ้ง

### แบบที่ 4

แบบที่ใช้กันในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ โดยบริษัทหลักเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในรูปแบบของสถาบันการเงิน และครอบครัวถือหุ้นบริษัทหลัก (สถาบันการเงิน) ผ่านบริษัทโฮลดิ้งที่ไม่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แล้วอาจใช้บริษัทหลัก (สถาบันการเงิน) ถือหุ้นในบริษัทในเครือต่างๆ โดยตรง หรือถือผ่านบริษัทกึ่งหลักซึ่งสามารถเป็นทั้งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หรือไม่จดทะเบียนก็ได้ โดยในโครงสร้างแบบนี้พบว่าในส่วนของเจ้าของมีการถือหุ้นกันแบบพีระมิด เนื่องจากการถือหุ้นของสมาชิกในครอบครัวเข้าของบริษัทโฮลดิ้ง ธนาคาร สถาบันการเงิน และบริษัทที่เกี่ยวข้องต่างๆ และระหว่างบริษัทในเครือยังมีการถือหุ้นไขว้กันอีกด้วย



ภาพที่ 2.12 โครงสร้างการถือหุ้นของ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์และบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้อง

ข้อมูลจากรายงานประจำปีและ รายงาน 56-1 ประจำปีเดือน มีนาคม 2549

ที่มา: Family Business in Thailand Ownership Structure and Stock Market. Natenapha Wailersak. (2008)

ในปี 2549 บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด มีสองกลุ่มธุรกิจที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ คือ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์ อาหาร จำกัด (มหาชน) (CPF) และ บริษัท โทร คอร์ปอเรชั่น จำกัด

(มหาชน) (TRUE) โดยทั้งสองอยู่ภายใต้การถือครองหุ้น ทั้งทางตรงและทางอ้อมของ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด และจะเห็นว่าถึงแม้จะอยู่คนละกลุ่มธุรกิจกันแต่ทั้งสองบริษัท ยังมีการถือหุ้นไขว้ระหว่างกันอีกด้วย

โดยในเดือนมีนาคม 2549 ตระกูลเจียรนวนนท์ถือครองหุ้นของ CPF อยู่ 37.67% ผ่านบริษัท เจริญโภคภัณฑ์ โฮลดิ้ง จำกัด และ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์ (เนตรนภา:2549) ในส่วนของ TRUE ตระกูล เจียรนวนนท์ถือครอง บริษัท กรุงเทพเทเลคอม โฮลดิ้ง จำกัด และ บริษัท เครือ เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ด้วยการถือครองหุ้นของ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด 42.99% ใน บริษัท NYNEX Network system ทำให้บริษัท เครือ เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด เหมือนว่าได้ถือครองหุ้นของ TRUE 8.25% และ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ยังถือ 41.45% ในบริษัท ไวท์ บรอกแคสติง ทำให้ได้สิทธิในการถือครองหุ้น TRUE เพิ่มมาอีก 5.77% และ TRUE ถือครองหุ้นของ บริษัท K.I.N เกือบ 100% ทำให้ ได้ถือครองหุ้น ของ United Broadcast อีก 51.95% (เนตรนภา:2549)

สุดท้ายเป็นรูปแบบของงานวิจัยที่อธิบายความเชื่อมโยงของโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวและคุณภาพในการดำเนินงานของกิจการ จากการศึกษาของ Anderson และ Reeb (2003), Jensen และ Meckling (1976), Shleifer และ Vishny (1986) พบว่า ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นครอบครัวจะผูกติดกับกิจการมากกว่าถือหุ้นอื่นๆ เพราะฉะนั้นผู้บริหารจะมีแรงจูงใจในการลดปัญหาตัวแทนและควบคุมให้การดำเนินโครงการต่างๆ ของกิจการเกิดประสิทธิภาพสูงสุด เช่นเดียวกับ Bruton, Ashlstrom และ Wan (2003) พบว่าผู้ถือหุ้นครอบครัวจะตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีประสิทธิภาพมากกว่า เนื่องจากต้องการแสวงหาผลตอบแทนสูงสุดให้กับตัวเองในระยะยาวเช่นกัน

ในทางตรงข้ามการศึกษาของ Lubatkin et al. (2005) พบว่าการใช้อำนาจเพื่อพวกพ้องตนเองของกิจการครอบครัวทำให้ กิจการนั้นรับคนในครอบครัวมาเป็นผู้บริหาร แทนที่จะจ้างผู้บริหารภายนอกที่มีความสามารถมากกว่า ทำให้การบริหารขาดประสิทธิภาพ โดยผลการศึกษาี้สอดคล้องกับการศึกษาของ Lubatkin et al (2005), Schulze Lubatkin และ Dino (2003) ที่พบว่าการใช้อำนาจเพื่อพวกพ้องลดประสิทธิภาพในการควบคุมผู้บริหารหรือตัวแทนที่มาจากครอบครัว เนื่องจากเจ้าของกิจการที่เป็นผู้ใหญ่มักจะเข้าข้างลูกหลานของตนในการดำเนินโครงการต่างๆ และอาจจะใช้อำนาจในการลงทุนที่เป็นประโยชน์ส่วนตนเท่านั้น โดยไม่คุ้มค่างกับทรัพยากรต่างๆ ที่เสียไป

จะเห็นได้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบครอบครัวกับอัตราผลตอบแทนข้างต้นมีความขัดแย้งกันอยู่ โดยสาเหตุที่ทำให้ผลการวิจัยขัดแย้งกันสามารถอธิบายได้จาก ผลการศึกษาของ Wong, Chang และ Chen (2010) ที่ว่าปัจจัยภายนอกกิจการ เช่น

การคุ้มครองนักลงทุนต่างประเทศของประเทศที่ลงทุน ลักษณะนิสัยของคนแต่ละประเทศ ประเด็นที่มุ่งศึกษาของแต่ละงานวิจัยที่ต่างกัน ทำให้ผลความสัมพันธ์ที่ได้ออกมาต่างกัน

กล่าวโดยสรุปจะพบว่างานวิจัยที่ผ่านมาจะกล่าวถึงข้อดีของกลุ่มธุรกิจครอบครัวที่มีการถือหุ้นกระจุกตัวโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของโครงสร้างพีระมิดว่า น่าจะบริหารงานเพื่อผลประโยชน์ระยะยาว และเนื่องจากเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่เองก็น่าจะระมัดระวังการดำเนินกิจการให้อยู่รอดและได้รับผลกำไรสูงสุด ซึ่งนำไปสู่การจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นที่ดี แต่ก็กังวลกับข้อเสียที่ว่าหากธุรกิจครอบครัวไม่สามารถแยกความเป็นครอบครัวกับการบริหารออกจากกันได้ ก็เสี่ยงที่จะบริหารงานไม่มีประสิทธิภาพ นั่นคือ เอาคนในครอบครัวหรือคนรู้จักที่ขาดความสามารถในการบริหารจริงเข้ามาบริหารงาน ดังนั้นหากธุรกิจครอบครัวใดที่สามารถใช้ผู้บริหารมืออาชีพคนนอกครอบครัวได้ก็น่าจะแก้ปัญหานี้ได้

อย่างไรก็ดี โครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มีการถือหุ้นไขว้กันบ้าง ถือหุ้นแบบพีระมิดบ้าง นั้น ยังขาดความโปร่งใสในสายตานักลงทุน ว่าเงินที่ระดมทุนจากตลาดหลักทรัพย์ไปนั้นจะถูกฝังถ่ายไปยังบริษัทย่อยต่างๆ ที่อยู่ในเครืออย่างไร ความเข้าใจกลยุทธ์การถือหุ้นไขว้กันและการถือหุ้นแบบพีระมิดจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุนได้ว่า เจ้าของกลุ่มธุรกิจครอบครัวมีเจตนาดีที่จะป้องกันเครือธุรกิจจากการถูกซื้อกิจการ และระดมทุนภายใต้ตลาดหลักทรัพย์ที่กำลังเติบโตซึ่งบริษัทย่อยเองยังไม่สามารถระดมทุนได้โดยตรง เนื่องจากยังไม่มีชื่อเสียง ขาดความน่าเชื่อถือ หรือผลประกอบการยังสูงไม่พอ จำเป็นต้องใช้โครงสร้างตลาดทุนภายใน (Internal capital market) ในการขยายกิจการ

### บทที่ 3

## การเก็บข้อมูลและวิธีดำเนินการวิจัย

“โครงสร้างความเป็นเจ้าของ (Ownership Structure) กับการขยายกิจการของธุรกิจครอบครัว กรณีศึกษากลุ่มธุรกิจครอบครัว เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด” ผู้วิจัยใช้ระเบียบวิธีวิจัยเชิงคุณภาพ (Qualitative Research) ศึกษาและค้นคว้าข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากการทบทวน แนวคิด ทฤษฎี เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทั้งในและต่างประเทศ โดยมีรายละเอียด ดังนี้

### 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยประกอบด้วย ข้อมูลชื่อ-สกุลของเครือญาติตระกูลเจียรวนนท์ ข้อมูลผู้ถือหุ้น ข้อมูลธุรกิจรายอุตสาหกรรม งบการเงิน ของบริษัทในเครือเจริญโภคภัณฑ์

### 3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

1. ข่าว รายงาน จากสื่ออิเล็กทรอนิกส์ และหนังสือต่างๆ ที่มีเนื้อหาเกี่ยวกับสมาชิกครอบครัวเจียรวนนท์และครอบครัวอื่นๆที่มีความสัมพันธ์เชิงเครือญาติกัน เช่น หนังสือชีวประวัติ หนังสือรวมบทความจากหนังสือพิมพ์ ข่าวกิจกรรมของบริษัทในเครือเจริญโภคภัณฑ์
2. เอกสาร (Documentary Study) ที่มีเนื้อหาเกี่ยวกับ ทฤษฎี แนวคิด เอกสารทางวิชาการ ตำรา บทความ และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทั้งในประเทศและต่างประเทศ ให้ครอบคลุมเนื้อหาเกี่ยวกับ โครงสร้างการถือหุ้น กลุ่มทุนครอบครัว เงินทุนภายในบริษัท
3. แบบบันทึกข้อมูล ซึ่งเป็นข้อมูลแบบทุติยภูมิจาก เอกสารแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) จากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รายงานประจำปีของแต่ละบริษัทจดทะเบียน จากเว็บไซต์ของบริษัทจดทะเบียนนั้น และระบบข้อมูลธุรกิจจากเว็บไซต์ที่รวบรวมข้อมูลบริษัทต่างๆ คอร์ปัส เพื่อนำข้อมูลมาเรียบเรียงและสร้างออกมาเป็นแผนผังการถือสัดส่วนการถือหุ้นของบริษัททั้งหมดในเครือเจริญโภคภัณฑ์
4. งบการเงินและรายงานทางการเงินรายปีของบริษัทในเครือเจริญโภคภัณฑ์ที่จดทะเบียนในตลาดทุน
5. หนังสือและรายการอ้างอิงต่างๆ

### 3.3 วิธีเก็บรวบรวมข้อมูล

1. ศึกษาประวัติความเป็นมาของกลุ่มทุน บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ แนวคิดและขั้นตอนการขยายกิจการแต่ละธุรกิจ และสืบค้นข่าวทั่วไปและข่าวกิจกรรมของบริษัทและมูลนิธิในเครือเจริญโภคภัณฑ์จากสื่ออิเล็กทรอนิกส์ เพื่อเก็บข้อมูลสมาชิกของตระกูลเจียรวนนท์ โดยสนใจทั้งที่นามสกุลเจียรวนนท์ และนามสกุลอื่นๆ ที่มีความเกี่ยวข้องกัน รวมทั้งการเข้าร่วมของผู้บริหารมืออาชีพ ความสำคัญและบทบาทของผู้บริหารที่มีต่อบริษัทเครือเจริญโภคภัณฑ์

2. รวบรวมข้อมูลการถือหุ้นของบริษัทในเครือ เครือเจริญโภคภัณฑ์ โดยบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดทุนจะสืบค้นข้อมูลจากรายงานประจำปี และ แบบรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ส่วนบริษัทที่ไม่จดทะเบียนสืบค้นจากรบบข้อมูลธุรกิจจากเว็บไซต์ที่รวบรวมข้อมูลบริษัทต่างๆ คอร์ปัส และในส่วนของข้อมูลเกี่ยวกับธุรกิจจะรวบรวมจากเอกสารต่างๆ เช่น รายงานประจำปี หนังสือพิมพ์ ธุรกิจ และสืบค้นจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อแสดงแผนภาพโครงสร้างการถือหุ้นและความเป็นเจ้าของรวมถึงภาพรวมของบริษัทต่างๆที่บริษัทเครือเจริญโภคภัณฑ์มีส่วนได้ส่วนเสีย

### 3.4 การวิเคราะห์ข้อมูลในการวิจัย

การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงคุณภาพที่ได้จากการศึกษาและค้นคว้า โดยรายละเอียดมีดังนี้

1. ศึกษาดูรูปแบบการถือหุ้นและเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นแต่ละคนในแต่ละบริษัท หลังจากนั้นแบ่งประเภทผู้ถือหุ้นเป็น 4 กลุ่มตามความเกี่ยวข้องกับตระกูลเจียรวนนท์ คือ

1. ผู้ถือหุ้นที่นามสกุลเจียรวนนท์และนามสกุลอื่นๆ ที่สามารถหาข้อมูลได้ว่ามีความเกี่ยวข้องกัน
2. ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมืออาชีพหรือมีความเกี่ยวข้องกับผู้บริหารมืออาชีพของบริษัทในเครือเจริญโภคภัณฑ์
3. ผู้ถือหุ้นจากต่างประเทศ
4. บุคคลอื่นที่ไม่สามารถหาความเกี่ยวข้องกับใครได้ เพื่อให้เห็นเปอร์เซ็นต์รวมของหุ้นที่แต่ละกลุ่มถือโดยจะแสดงให้เห็นความเป็นเจ้าของในแต่ละบริษัท

2. เปรียบเทียบรูปแบบการถือหุ้นของถือของบริษัทเครือเจริญโภคภัณฑ์ในปี ค.ศ. 2006 กับโครงสร้างที่ได้จากการค้นคว้าข้อมูลในปี ค.ศ. 2017 เพื่อศึกษาการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างการถือหุ้น

3. นำรูปแบบการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นแต่ละกลุ่มกับแนวคิดการถือหุ้นที่ศึกษามาเปรียบเทียบกันศึกษาผลประโยชน์ที่ได้จากการถือหุ้นแต่ละแบบทั้งในด้านการเงิน อำนาจในการบริหาร กฎหมาย และความมั่นคงของแต่ละบริษัท

## บทที่ 4

### ผลการวิจัยโครงสร้างการถือหุ้นของกรณีศึกษา

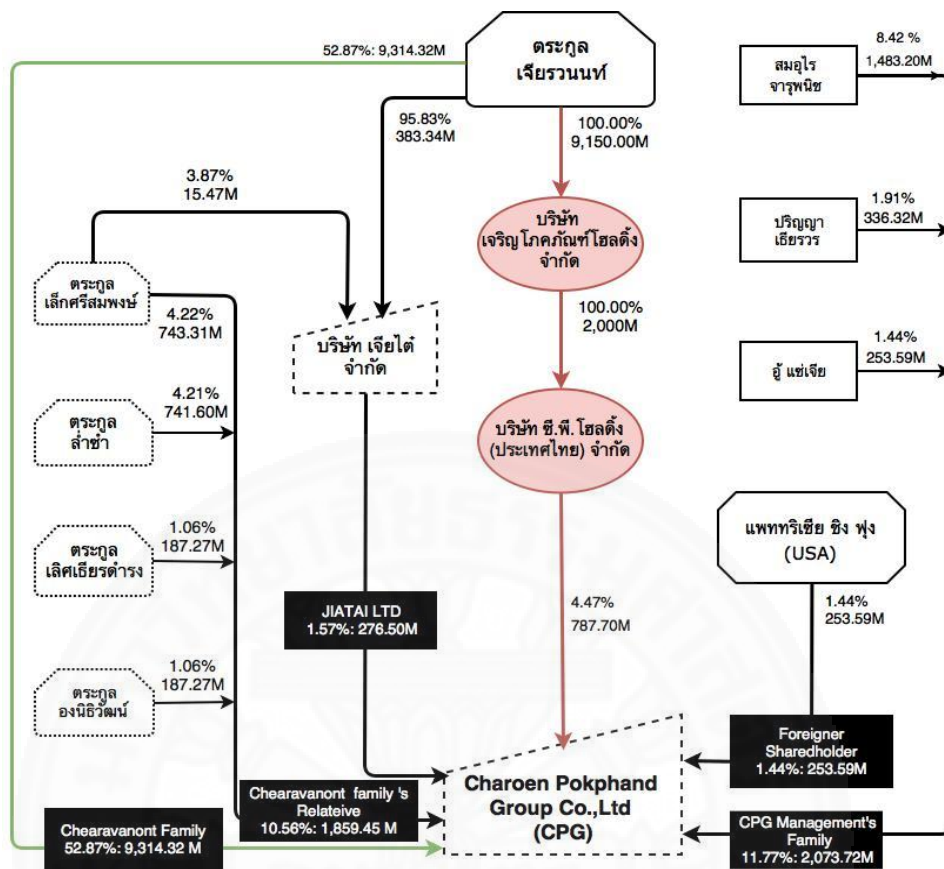
#### 4.1 โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทลงทุนของครอบครัว

บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด จดทะเบียนเมื่อวันที่ 23 กันยายน พ.ศ. 2519 ด้วยทุนจดทะเบียน 6,770 ล้านบาท ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียนเพิ่มขึ้นเป็น 17,616.5 ล้านบาท ดำเนินกิจการการขนส่งเคมีภัณฑ์ทางอุตสาหกรรม เป็นบริษัทหลักของตระกูล เจียรนวนนท์ ที่มีบริษัทในเครือกว่า 300 บริษัท

ราคาหุ้น ของบริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ณ วันที่ 28 เมษายน พ.ศ. 2560 อยู่ที่หุ้นละ 10 บาท โดยจากงบการเงินสิ้นสุด วันที่ 31 ธันวาคม 2559 มีสินทรัพย์ 271,277 ล้านบาท เกือบ 90% เป็นเงินให้กู้ยืมและเงินลงทุนระยะยาว มีหนี้สิน 116,840 ล้านบาท คิดเป็น 43.07% ส่วนของผู้ถือหุ้น 154,436 ล้านบาท คิดเป็น 56.93% และบริษัทมีอัตราการเติบโตของรายได้เท่ากับ 80.33% หากเปรียบเทียบตำแหน่งในอุตสาหกรรม แบ่งตาม รหัส TSIC2552 ในปี 2555-2557 บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด จัดอยู่ในธุรกิจประเภทบริษัทลงทุนหรือบริษัทโฮลดิ้ง (TSIC2552:46206) โดยตลอด 3 ปี สามารถสร้างรายได้ กำไร และมีสินทรัพย์ เป็นอันดับ 1 จากบริษัททั้งหมด 2,055 บริษัท<sup>1</sup> แต่ในปี พ.ศ. 2558 เป็นต้นมา บริษัทถูกจัดประเภทให้อยู่ในธุรกิจการขนส่งเคมีภัณฑ์ทางอุตสาหกรรม (TSIC2552:46691)

นายธนินท์ เจียรนวนนท์ ผู้สืบทอดกิจการรุ่นที่สองของเครือซีพี เป็นมหาเศรษฐีอันดับที่ 95 ของโลก และอันดับที่ 2 ของไทยจากการจัดอันดับโดยนิตยสาร Forbes ประจำปี ค.ศ. 2018 มีทรัพย์สินทั้งสิ้น 149 ล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐ

<sup>1</sup> การเก็บข้อมูลจากบริษัท บมจ. บิซิเนส ออนไลน์ (BOL)



ภาพที่ 4.1 โครงสร้างความเป็นเจ้าของ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด  
ที่มา: บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด, รายงานประจำปี ธันวาคม 2559

จากภาพที่ 4.1 จะเห็นว่าโครงสร้างความเป็นเจ้าของ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุก (Concentrated Ownership Structure) และสามารถแบ่งกลุ่มผู้ถือหุ้นเป็น 5 กลุ่ม โดยกลุ่มแรกคือ ตระกูลเจียรวนนท์ ซึ่งถือว่าเป็น ผู้ถือหุ้นใหญ่ (Controlling Shareholder) ถือครองหุ้นมากที่สุด 58.91% แบ่งเป็นถือทางตรง 52.87% มูลค่าการลงทุน 9,314.32 ล้านบาท และมีการถือครองหุ้นทางอ้อม แบบพีระมิตโดยผ่าน บริษัทโฮลดิ้ง 2 บริษัท ได้แก่ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ โฮลดิ้ง จำกัด และ บริษัท ซีพี โฮลดิ้ง (ประเทศไทย) จำกัด ตามลำดับ รวม 4.47% มูลค่าการลงทุน 787.70 ล้านบาท และยังถือครองหุ้นผ่านบริษัทประกอบการ บริษัทเจียไต่ จำกัด บริษัทดั้งเดิมที่ประกอบธุรกิจจำหน่ายเมล็ดพันธุ์และเครื่องมือทางการเกษตรของครอบครัว อีก 1.57% มูลค่าการลงทุน 276.5 ล้านบาท

โดย ตระกูลเจียรวนนท์ถือหุ้นบริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ทางอ้อมแบบพีระมิตสองชั้น โดยถือหุ้นผ่าน บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ โฮลดิ้ง จำกัด ทั้งหมด 100% ถือเป็นบริษัทโฮลดิ้งหลัก และ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ โฮลดิ้ง ถือหุ้นในบริษัท ซีพี โฮลดิ้ง ซึ่งเป็นบริษัทโฮลดิ้งรองทั้งหมด



เช่นกัน แต่ บริษัท ซีพี โฮลดิ้ง ถือครองหุ้นบริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด โดยตรง 4.47% มูลค่าการลงทุน 787.70 ล้านบาท นอกจากนี้ตระกูลเจียรวนนท์ยังถือหุ้นในบริษัท เจียไต่ 95.83% โดยบริษัท เจียไต่ ถือหุ้น บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด โดยตรง เพียง 1.57% เท่ากับว่า ตระกูลเจียรวนนท์ ได้ถือครองหุ้นในบริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ อีก 4.47% และ 1.57% ตามลำดับ

กลุ่มที่ 2 เครือญาติของตระกูลเจียรวนนท์ ซึ่งก็คือ บุคคลในตระกูลเจียรวนนท์ที่แต่งงานและใช้นามสกุลอื่นถือครองหุ้นรวมกัน 10.56% มูลค่าการลงทุน 1,859.45 ล้านบาท ซึ่งนามสกุลอื่นที่ถือครองหุ้นมากที่สุด คือ ตระกูล เล็กศรีสมพงษ์ ซึ่งเป็น ตระกูลที่ลูกสาวของ นายชนม์เจริญ ผู้ก่อตั้งบริษัทรุ่นแรกแต่งงานด้วย โดยนอกจากถือครองหุ้นโดยตรง 4.22% แล้ว ตระกูล เล็กศรีสมพงษ์ ยังถือครองหุ้นของบริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด โดยผ่าน บริษัท เจียไต่ ที่ถือหุ้นอยู่ 3.87% ซึ่งเป็นรูปแบบของพีระมิดอีกด้วย

กลุ่มที่ 3 บุคคลนอกตระกูลที่เป็นผู้บริหารคนนอกครอบครัวที่ทำงานร่วมกับบริษัทมาตั้งแต่รุ่นบุกเบิกกิจการ หรือผู้บริหารมืออาชีพซึ่งดำรงตำแหน่งสำคัญในบริษัทที่เกี่ยวข้องถือครองหุ้นทั้งหมด 11.77% มูลค่าการลงทุน 2,073.72 ล้านบาท โดยผู้บริหารคนนอกที่ถือครองหุ้นมากถึง 8.42% คือ นางสมอุไร จารุพนิช ภรรยาของ นายประเสริฐ จารุพนิช ผู้บริหารคนสำคัญที่เป็นผู้ดูแลธุรกิจการตลาดและการจัดจำหน่ายของเครือเจริญโภคภัณฑ์ ทั้งเซเว่น-อีเลฟเว่นและสยามแม็คโคร

กลุ่มที่ 4 บริษัทที่เกี่ยวข้อง มีทั้งหมด 2 บริษัท คือ บริษัท เจียไต่ จำกัด เป็นบริษัทหลักในธุรกิจเกษตรของตระกูลเจียรวนนท์ และ บริษัท ซีพี โฮลดิ้ง (ประเทศไทย) จำกัด เป็นบริษัทที่ตระกูลเจียรวนนท์ครอบครองโดยการถือหุ้นผ่าน บริษัท เจริญโภคภัณฑ์ โฮลดิ้ง จำกัด อีกทอดหนึ่ง ซึ่งเป็นรูปแบบของการถือครองหุ้นแบบพีระมิด โดยทั้งสองบริษัทถือครองหุ้นทั้งหมด 6.04% มูลค่าการลงทุน 1,064.20 ล้านบาท

กลุ่มที่ 5 นักลงทุนต่างประเทศ ถือครองหุ้นทั้งหมด 1.44% มูลค่าการลงทุน 253.59 ล้านบาท

สรุปแล้วผู้ถือหุ้นใหญ่ของ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด คือ ตระกูลเจียรวนนท์ ถือครองสูงสุดถึง 69.47% แบ่งเป็นการถือโดยตรง 52.87% ทางอ้อม 6.04% และ เครือญาติต่างนามสกุล 10.56% ซึ่งเป็นสัดส่วนที่สูงมากพอสำหรับการรักษาความเป็นเจ้าของบริษัทไว้กับตระกูลได้ โดยการครอบครองโดยตรงมีลักษณะการเป็นการครอบครองหุ้นกันเป็นจำนวนน้อย ทำให้การขายหุ้นให้บุคคลอื่นทำได้เป็นยาก เนื่องจากจำนวนหุ้นน้อยทำให้สิทธิ์ในการออกเสียงในการตัดสินใจน้อยตามไปด้วย เมื่อมีการตัดสินใจในที่ประชุมจึงไม่มีอำนาจมากพอที่ค้านคัดหรือเสนอความคิดเห็นใดๆ สู้อเสียงส่วนมากได้ อีกทั้งยังไม่ได้จดทะเบียนในตลาดทุน ทำให้เมื่อมีปัญหาเกิดขึ้นภายในระหว่างผู้ถือหุ้นด้วยกันเอง จะมีทางเลือกในการหาทางออกน้อยกว่าบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ และส่วนมากจะจบลงด้วยความรุนแรงในครอบครัว

ส่วนการครอบครองทางอ้อมจะทำได้โดยการถือหุ้นโดยผ่านบริษัทโฮลดิ้งหรือบริษัทลงทุน เพื่อผลประโยชน์ทางภาษีเป็นหลัก เนื่องจากตามกฎหมายบริษัทโฮลดิ้ง ไม่ต้องเสียภาษีหัก ณ ที่จ่าย เมื่อได้รับเงินปันผลจากการลงทุน จากการถือครองหุ้นในสัดส่วนที่สูงนี้ ทำให้กล่าวได้ว่า บริษัทฯ เป็นธุรกิจครอบครัวของตระกูลเจียรวนนท์ โดยกระจายการถือหุ้นอย่างทั่วถึง และเมื่อนำสัดส่วนการถือหุ้นของคนในตระกูลรวมกันจะพบว่าตระกูลนี้ถือหุ้นสัดส่วนสูงสุด เพื่อรักษาสิทธิในการควบคุมบริษัท และสร้างอำนาจในการบริหาร

ที่น่าสนใจคือถึงแม้จะเป็นบริษัทของครอบครัว แต่ก็พบว่าให้ผู้บริหารมืออาชีพคนนอกที่ทำงานร่วมกันมาตั้งแต่ยุคบุกเบิกร่วมถือครองหุ้นด้วย แสดงให้เห็นว่าตระกูลเจียรวนนท์ให้ความสำคัญกับผู้บริหารที่จงรักภักดีต่อองค์กรกลุ่มนี้ และใช้วิธีการให้หุ้นเป็นสิ่งจูงใจแก่ผู้บริหารมืออาชีพ

อย่างไรก็ดีแม้บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด จะไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ และมีกลุ่มผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นกลุ่มที่มีความเกี่ยวข้องกับตระกูลเจียรวนนท์ แต่ตระกูลเจียรวนนท์ยังใช้กลยุทธ์การถือหุ้นแบบพีระมิดสองชั้นเพื่อถือครองหุ้นในบริษัท และยังสามารถควบคุมบริษัทต่างๆ ในเครือ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัดอีกด้วย

#### 4.2 โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทในเครือ เปรียบเทียบปี พ.ศ. 2549 กับปี พ.ศ. 2559

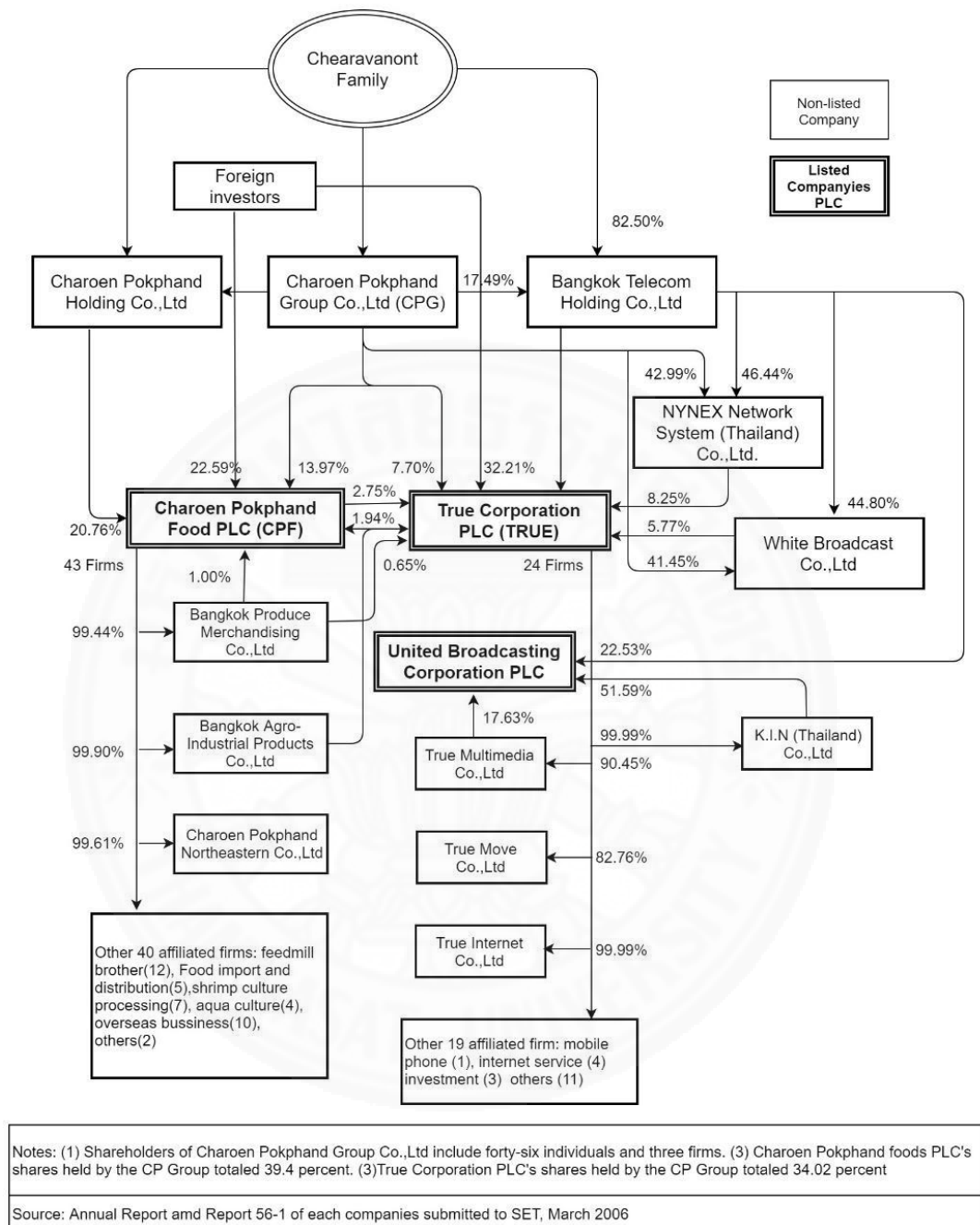
ภาพที่ 4.2 แสดงโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทในเครือเจริญโภคภัณฑ์หรือซีพี ในปี พ.ศ. 2549 พบว่าครอบครัวเจียรวนนท์ถือครองหุ้นใน 3 บริษัทหลัก คือ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์โฮลดิ้ง จำกัด บริษัท กรุงเทพ เทเลคอมโฮลดิ้ง จำกัด และ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด โดยที่บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด มีการถือหุ้นไขว้กับบริษัทโฮลดิ้งทั้งสองแห่งด้วย กล่าวได้ว่าครอบครัวเจียรวนนท์ สามารถถือหุ้นของบริษัทต่างๆ ในเครือผ่านทางบริษัทหลักทั้ง 3 แห่งนี้ โดยจะเข้าไปถือครองหุ้นบริษัทประกอบกิจการหลักๆ อีกทอดหนึ่งตามภาพ ได้แก่ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นบริษัทแม่ของธุรกิจเกษตรครบวงจรในเครือเจริญโภคภัณฑ์ ที่มีบริษัทในเครืออีก 43 บริษัท เช่น บริษัทกรุงเทพ โปรตีน จำกัด บริษัท กรุงเทพอาโกร อินดัสทรี โปรดักส์ จำกัด และ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์ นอทอัสเทิร์น จำกัด

บริษัท ทูรคอร์ดเปอร์เรท เป็นบริษัทแม่ของกิจการในกลุ่มโทรคมนาคมของเครือเจริญโภคภัณฑ์ ที่มีบริษัทในเครืออีก 24 บริษัท เกี่ยวข้องกับธุรกิจจำหน่ายโทรศัพท์มือถือ ให้บริการอินเทอร์เน็ต และบริษัทลงทุน

นอกจากนี้ยังถือครองหุ้นของ บริษัท กรุงเทพ เทเลคอมโฮลดิ้ง จำกัด ซึ่งเป็นอีกบริษัทที่ครอบครัวเจียรวนนท์เป็นผู้ถือหุ้นหลักอยู่ 82.50% และบริษัท เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ถือหุ้นที่เหลือ

บริษัทนี้ลงทุนในบริษัท United Broadcasting Corporation ซึ่งเป็นบริษัทแม่ของกลุ่ม True Multimedia (มีการถือหุ้นไขว้กัน) True Move และ True Internet ที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยมีสัดส่วนการถือหุ้นอยู่ที่ 22.53% ร่วมกับ บริษัท K.I.N. (Thailand) Co.ltd) ที่มีสัดส่วนการถือหุ้นอยู่ที่ 51.59% และยังมีบริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์ฯ อีก 2 แห่งที่ครอบครัวยุติธรรมลงทุน ผ่านบริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด และ บริษัท กรุงเทพ เทเลคอมโฮลดิ้ง จำกัด คือ บริษัท NYNEX Network System ถือหุ้นอยู่ 42.99% และ 46.44% ตามลำดับ และ บริษัท White Broadcast ถือหุ้นอยู่ 41.45% และ 44.80% ตามลำดับ โดยทั้ง NYNEX Network System และ White Broadcast มีส่วนร่วมลงทุนใน บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ด้วย โดยถือหุ้นอยู่ 8.25% และ 5.77% กล่าวได้ว่าครอบครัวยุติธรรมที่ได้จัดโครงสร้างการถือหุ้นในรูปแบบพีระมิดและการถือหุ้นไขว้กัน ทำให้ครอบครัวสามารถครอบครองความเป็นเจ้าของในบริษัทหลักและบริษัทย่อยในเครือได้ทั้งทางตรงและทางอ้อม โดยไม่จำเป็นต้องถือทางตรงทั้งหมด

นอกจากนี้พบว่านักลงทุนต่างชาติได้ถือครองหุ้นในบริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) 22.59% และบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) 32.21% อีกด้วย



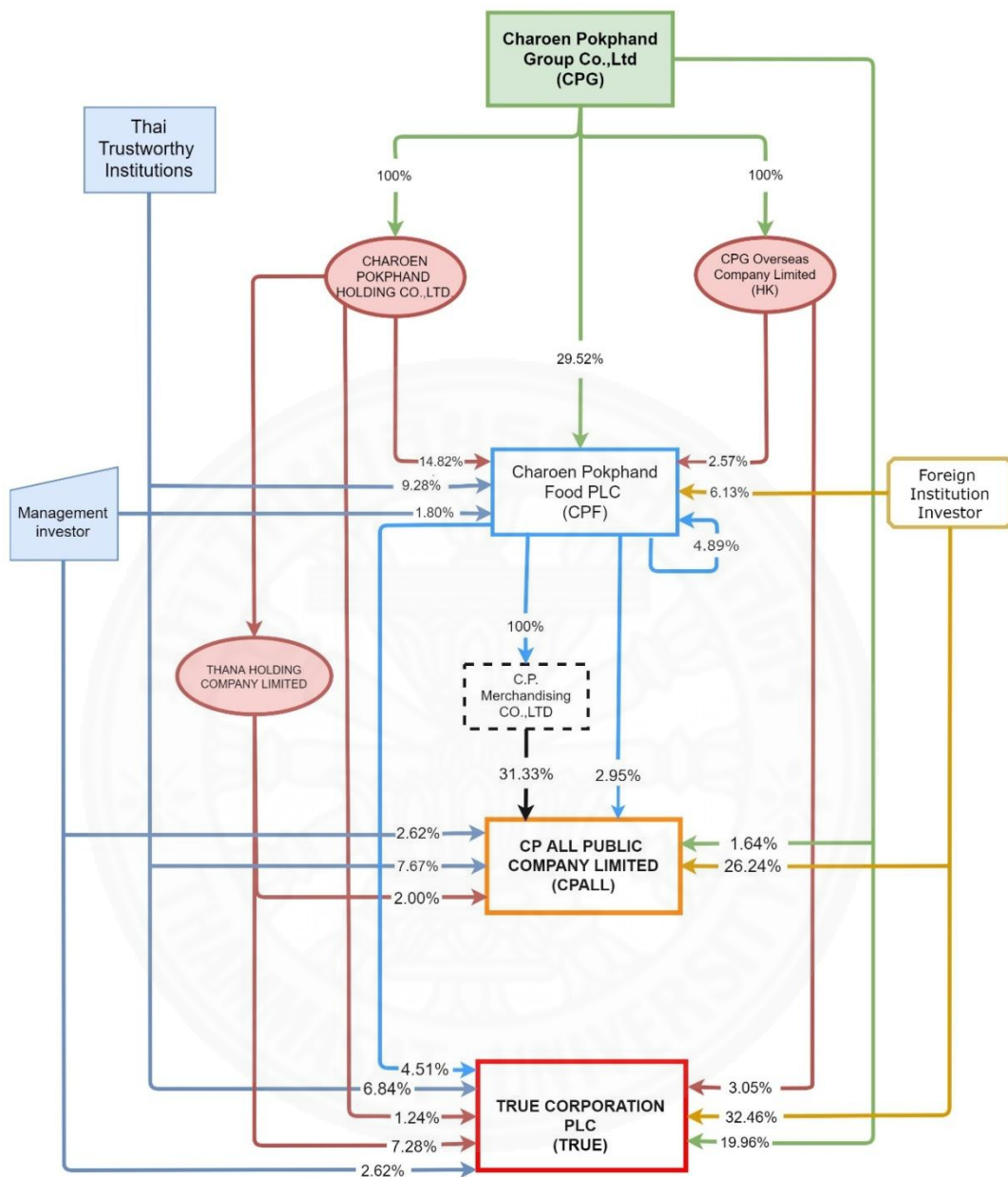
ภาพที่ 4.2 โครงสร้างการถือหุ้นของเครือเจริญโภคภัณฑ์ ปี พ.ศ. 2549 ข้อมูลจากรายงานประจำปี และ รายงาน 56-1 เดือนมีนาคม 2549

ที่มา: Wailersak, N. (2008). Family Business in Thailand Ownership Structure and Stock Market.

จากภาพที่ 4.3 แสดงการถือครองหุ้นของเครือเจริญโภคภัณฑ์ ในปี พ.ศ. 2559 โดยเริ่มจากบริษัท เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทลงทุนของครอบครัวเจียรนวนนท์ ใน 3 บริษัทที่ประกอบกิจการหลักของเครือและจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ฯ คือ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) หรือ CPF บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) หรือ CPALL และ บริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) หรือ TRUE

ผลจากการศึกษาพบว่าบริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด นั้นถือครองหุ้นโดยตรงใน 3 บริษัทที่ประกอบกิจการหลักของเครือข้างต้น แต่ที่น่าสนใจคือ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ยังได้ถือครองหุ้นของบริษัทโฮลดิ้งอีก 2 แห่ง คือ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์โฮลดิ้ง จำกัด ซึ่งจดทะเบียนเป็นนิติบุคคลในประเทศ และ บริษัท CPG Overseas Company limited ซึ่งจดทะเบียนที่เขตบริหารพิเศษฮ่องกงแห่งสาธารณรัฐประชาชนจีนในประเภทบริษัทลงทุนหรือบริษัทโฮลดิ้ง ซึ่งบริษัทโฮลดิ้งทั้งสองแห่งนี้ถือครองหุ้นของบริษัทในเครืออื่นๆ อีกทอดหนึ่งด้วย จึงทำให้เราทราบว่า บริษัท เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทลงทุนของครอบครัวเจียรนวนนท์นั้นถือหุ้นในสัดส่วน 100% ในบริษัทโฮลดิ้งทั้งสองแห่งนี้ และใช้บริษัทโฮลดิ้งทั้งสองแห่งนี้ถือหุ้นในบริษัทประกอบกิจการอื่นๆ ในเครืออีกทอดหนึ่งในลักษณะของการถือหุ้นแบบพีระมิด

หากดูรูปต่อจะเห็นว่า บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) หรือ CPF ซึ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ประกอบธุรกิจอาหารสัตว์ เลี้ยงสัตว์ และอาหาร พบว่า ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2560 บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) มีบริษัทย่อยที่เกี่ยวข้องทั้งหมด 267 บริษัท และมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (ถือทั้งทางตรงและทางอ้อม) ประกอบด้วย บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ถือหุ้น 29.52% บริษัท เจริญโภคภัณฑ์โฮลดิ้ง จำกัด ถือหุ้น 14.82% และบริษัท CPG Overseas Company limited ถือหุ้น 2.57% ตามลำดับ โดยหากรวมทั้งสามบริษัทนี้พบว่าถือครองหุ้นใน บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ทั้งหมด 46.91% ซึ่งถือเป็นสัดส่วนที่สูงมากสำหรับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ทำให้ตระกูลเจียรนวนนท์สามารถควบคุมการบริหารงานของบริษัทนี้ได้เต็มที่ ทั้งนี้ยังมีกลุ่มผู้บริหารมืออาชีพคนนอก ถือหุ้นของบริษัทอีก 1.80% และมีบริษัทย่อยของ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ถือหุ้นไขว้ในลักษณะของ Circular Ownership อีก 4.89% ดังนั้นเมื่อดูโครงสร้างการถือหุ้นแล้วเราสามารถบอกได้ว่าตระกูลเจียรนวนนท์ใช้กลยุทธ์ของบริษัทโฮลดิ้ง การถือหุ้นแบบพีระมิด และการถือหุ้นไขว้กัน ครอบครองสัดส่วนข้างมากใน บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ในธุรกิจเกษตรและอาหารของเครือได้อย่างเหนียวแน่น สามารถควบคุมการบริหารทั้งบริษัทหลักและบริษัทในเครือได้อย่างไม่ต้องกังวลว่าจะถูกควมรวบรวมหรือซื้อกิจการ ทั้งนี้หากดูสัดส่วนของนักลงทุนสถาบันในประเทศและนักลงทุนต่างชาติ พบว่าถือหุ้น 9.28% และ 6.13% ตามลำดับ



ภาพที่ 4.3 โครงสร้างการถือหุ้นของเครือเจริญโภคภัณฑ์ ปี พ.ศ. 2559

ที่มา: บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด, รายงานประจำปี ธันวาคม 2559

ส่วนบริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) หรือ CPALL เป็นบริษัทประกอบกิจการธุรกิจค้าปลีกประเภทร้านสะดวกซื้อ 7-Eleven โดยได้รับสิทธิทางการค้าแต่เพียงผู้เดียว (Exclusive Right) จาก 7-Eleven, Inc. สามารถประกอบธุรกิจภายใต้เครื่องหมายการค้า “7-Eleven” ในประเทศไทย เป็นหนึ่งในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ของเครือ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ประกอบด้วย บริษัท

บริษัท ซี.พี.เมอร์แกนไดซิง จำกัด (CP Merchandising Co.Ltd) 31.33% (ซึ่งบริษัทนี้เป็นบริษัทลูกของ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ที่ถือหุ้น 100% อีกทอดหนึ่ง) บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ถือโดยตรง 2.95% รวมทั้งสองบริษัทถือหุ้นทั้งสิ้น 34.38% รองลงมาคือนักลงทุนต่างชาติ ซึ่งถือหุ้นทั้งหมด 26.24% ที่เหลือเป็นกลุ่มสถาบันในประเทศถือหุ้น 7.67% บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ถือหุ้น 3.64% โดยมีการถือหุ้นโดยตรง 1.64% และถือหุ้นทางอ้อมผ่านบริษัท ธนาโฮลดิ้ง จำกัด 2% (ซึ่งบริษัทนี้มีบริษัท เจริญโภคภัณฑ์ โฮลดิ้ง จำกัด ถือหุ้นอยู่) และกลุ่มผู้บริหารมืออาชีพคนนอก ถือหุ้นรวม 2.62% กล่าวได้ว่าโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) คล้ายคลึงกับ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ที่ตระกูลเจียรวนนท์ใช้บริษัทลงทุนของครอบครัว บริษัทโฮลดิ้ง และบริษัทในเครือร่วมถือหุ้นทั้งในรูปแบบพีระมิตและการถือหุ้นไขว้กัน จนสามารถครอบครองสัดส่วนการถือหุ้นข้างมากจนมีอำนาจควบคุมการบริหารกิจการได้ โดยที่นักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างชาตินั้นเป็นกลุ่มผู้ถือหุ้นกระจ่าย

บริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) หรือ TRUE เป็นผู้ให้บริการสื่อสารโทรคมนาคมครบวงจรและเป็นผู้นำในการให้บริการคอนเวอร์เจนซ์ (convergence) ในประเทศไทย เป็นบริษัทร่วมทุนระหว่างบริษัท China Mobile International Holdings LTD จากสาธารณรัฐประชาชนจีน มีสัดส่วนของนักลงทุนรายใหญ่ 70% และรายย่อย 30% เนื่องจากเป็นบริษัทร่วมทุนทำให้มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างประเทศมากกว่าสองบริษัทที่ผ่านมา โดยมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่ 32.46% แต่ยังคงน้อยกว่าการถือครองของ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ร่วมกับ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ซึ่งถือหุ้นทั้งหมด 36.04% แบ่งเป็น บริษัท เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด 31.53% เป็นการถือทางตรง 19.96% และทางอ้อมผ่านบริษัทโฮลดิ้ง โดยการถือหุ้นแบบพีระมิตทั้งแบบ 11.57% โดยใช้การถือหุ้นแบบพีระมิต โดยมีการถือหุ้นผ่านบริษัท ซีพีโฮลดิ้ง จำกัด 1.24% และ บริษัท CPG Overseas Company limited 3.05% และ ผ่านบริษัท เจริญโภคภัณฑ์ โฮลดิ้ง จำกัด กับ บริษัท ธนาโฮลดิ้ง จำกัด 7.28% นอกจากนี้ยังมีกลุ่มผู้บริหารมืออาชีพคนนอก และกลุ่มสถาบันในประเทศ ถือหุ้น 2.62% และ 6.84% ตามลำดับ

จากทั้งสองภาพทำให้เห็นการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างการถือหุ้นในเครือเจริญโภคภัณฑ์ ในช่วงระยะเวลา 10 ปี มีความเปลี่ยนแปลงตั้งแต่บนสุดของภาพคือ ในปี 2559 ตระกูลเจียรวนนท์จะถือหุ้นในบริษัทต่างๆ โดยผ่านบริษัท เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด เท่านั้น ต่างจากในปี 2549 ที่ตระกูลจะถือหุ้นโดยตรงและถือผ่านบริษัท เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด อีกทอดหนึ่ง และใช้บริษัท เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด เป็นบริษัทหลักในการถือหุ้นและควบคุมบริษัทอื่นๆ โดยถัดจาก บริษัท เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ยังคงมีโครงสร้างเป็น บริษัทโฮลดิ้ง 2 บริษัท ซึ่งเป็นบริษัทลูก คือ 1. บริษัท เจริญโภคภัณฑ์ โฮลดิ้ง จำกัด ซึ่งเป็นบริษัท โฮลดิ้งในประเทศ และ 2. บริษัท CPG Overseas Company limited ถึงแม้จะไม่ใช่บริษัทเดิม (บริษัท Bangkok Telecom Holding) แต่ยังคงเป็นรูปแบบความเป็นบริษัท

จดทะเบียนที่ประเทศในรูปแบบของบริษัทลงทุนอยู่ และสองบริษัทนี้แบ่งแยกกันอย่างชัดเจนโดยไม่มี การถือหุ้นไขว้กัน และบริษัทเจียรนวนท์ยังคงใช้รูปแบบการถือหุ้นในบริษัทอื่น โดยใช้ 3 บริษัทเพื่อ รักษาความเป็นเจ้าของ แต่มีข้อแตกต่างจากในปี 2549 ตรงที่สัดส่วนการถือหุ้นในปี 2559 ของบริษัท เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด จะสูงกว่า บริษัท โฮลดิ้งทั้งสอง เช่น การถือหุ้นในบริษัท บริษัท เจริญโภค ภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ในปี 2549 บริษัท เจริญโภคภัณฑ์ โฮลดิ้ง จำกัด ถือหุ้น 20.76% และ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ถือหุ้น 13.97% แต่ในปี 2559 บริษัท เจริญโภคภัณฑ์ โฮลดิ้ง จำกัด ถือ หุ้นเหลือเพียง 14.42% และ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ถือหุ้นเพิ่มเป็น 29.52%

ส่วนบริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) ธุรกิจใหม่ที่เพิ่มขึ้นมา หากพิจารณาจาก โครงสร้างการถือหุ้น จะพบว่าบริษัทนี้ เป็นบริษัทที่อยู่ภายใต้การควบคุมของบริษัท เจริญโภคภัณฑ์ อาหาร จำกัด (มหาชน) เนื่องจาก ใช้การถือหุ้นผ่านบริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) เป็นหลัก 34.28% และ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ถือหุ้นโดยตรงเพียง 1.64% บริษัท และบริษัท โฮลดิ้งที่ถือหุ้นเป็นบริษัทโฮลดิ้งรอง ต่างจากอีก สองบริษัทที่ มีสัดส่วนการถือหุ้นของ บริษัท เจริญ โภคภัณฑ์ จำกัด มากที่สุดและมีบริษัทโฮลดิ้งหลัก 2 บริษัทในถือหุ้นเพื่อรักษาความเป็นเจ้าของ

#### 4.3 โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)

บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) หรือ CPF เป็นบริษัทชั้นนำในธุรกิจ เกษตรอุตสาหกรรมครบวงจร ทั้งสัตว์บกและสัตว์น้ำ โดยเริ่มจาก การผลิตอาหารสัตว์ การเพาะพันธุ์ สัตว์ การเลี้ยงสัตว์เพื่อการค้า การแปรรูปเนื้อสัตว์ชั้นพื้นฐาน การผลิตสินค้าเนื้อสัตว์แปรรูปกึ่งปรุงสุก และปรุงสุก การผลิตผลิตภัณฑ์อาหารสำเร็จรูปหรือผลิตภัณฑ์อาหารพร้อมรับประทาน รวมถึงการ ดำเนินธุรกิจช่องทางการขายผลิตภัณฑ์เนื้อสัตว์และอาหารในรูปแบบร้านค้าปลีกและร้านอาหาร ดำเนินธุรกิจใน 16 ประเทศทั่วโลก ส่งออกสินค้าไปกว่า 30 ประเทศ เพื่อตอบสนองผู้บริโภคกว่า 4,000 ล้านคน และยังเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่และทรงอิทธิพลที่สุดของโลก อันดับที่ 1,149 จาก 2,000 บริษัทชั้นนำทั่วโลกจากการสำรวจโดย The Forbes Global 2000 ประจำปี 2560

บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) เป็นหนึ่งในกลุ่มธุรกิจเจริญโภคภัณฑ์ เริ่มดำเนินธุรกิจตั้งแต่ปี 2521 จากการเป็นธุรกิจตระกูลเจียรนวนท์ จนปัจจุบันกลายเป็นบริษัทขนาดใหญ่ที่มีวิสัยทัศน์จะเป็น ครวของโลก โดยผู้ถือหุ้นใหญ่ยังคงเป็น บริษัท เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ถือหุ้น ทั้งหมด 35.02% เป็นการถือทางตรง 29.52% ส่วนที่เหลือเป็นการถือหุ้นทางอ้อมแบบพีระมิตโดย ผ่านบริษัทโฮลดิ้งทั้งในและนอกประเทศ โดยช่องทางอ้อมที่ถือหุ้นมากที่สุดคือ รูปแบบการถือหุ้นแบบ พีระมิต 3 บริษัท ผ่านบริษัท CPG Overseas ซึ่งจดทะเบียนในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง และ บริษัท Worth Access Trading Limited บริษัทลูกที่จดทะเบียนในหมู่เกาะบริติชเวอร์จิน 2.57%

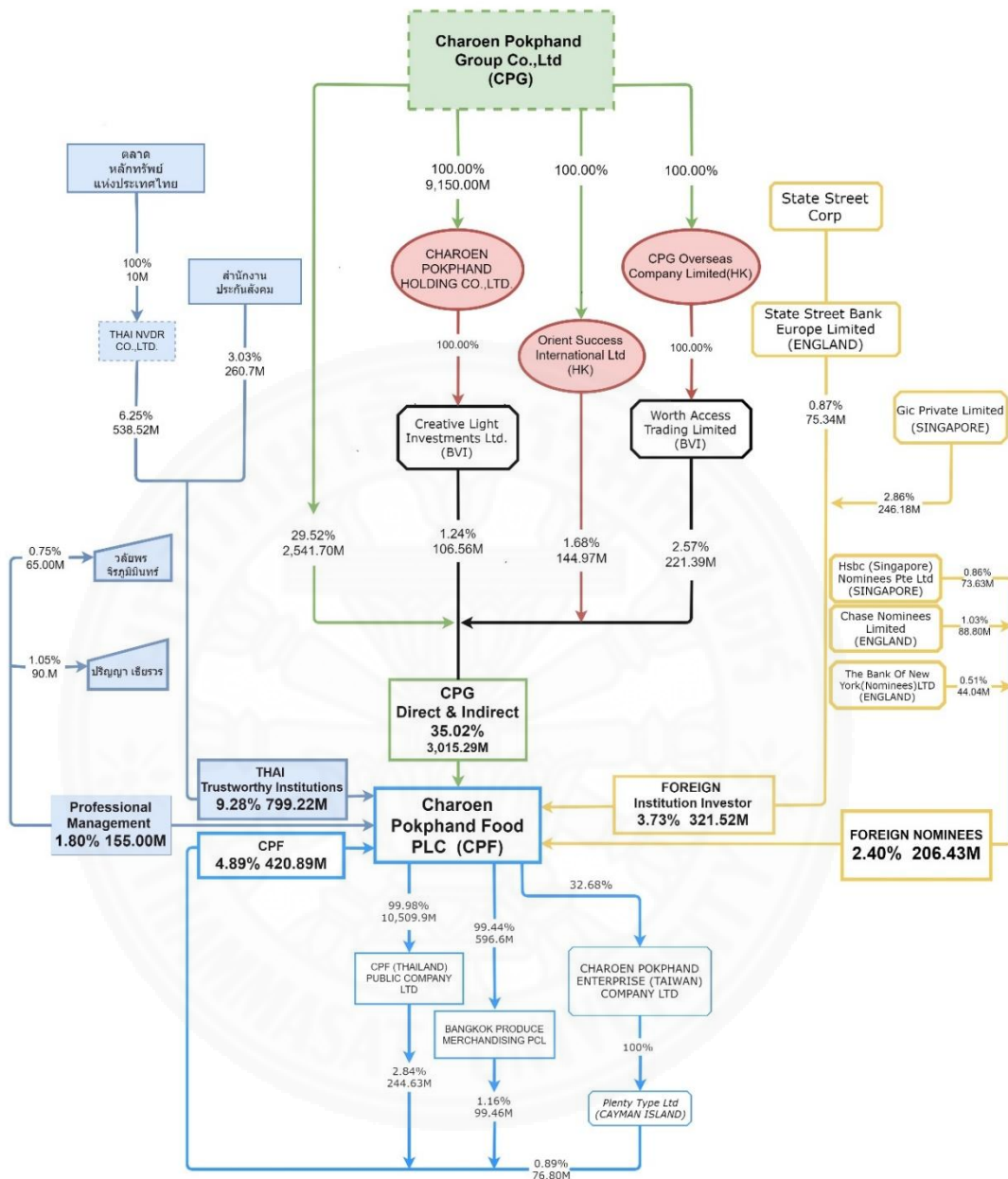


โดยการใช้บริษัทที่จดทะเบียนในต่างประเทศบางประเทศ บริษัทจะได้ผลประโยชน์ในด้านภาษี เช่น บริษัทที่จดทะเบียนในหมู่เกาะบริติชเวอร์จิน จะเสียภาษีน้อยกว่าบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทย และมีตรวจสอบบัญชีที่ยืดหยุ่นกว่า โดยไม่ต้องแสดงหลักฐานทางการเงินให้สาธารณะได้รับรู้<sup>2</sup> ส่วนหุ้นที่เหลือ สามารถแบ่งกลุ่มผู้ถือหุ้นออกเป็น 3 กลุ่ม คือ 1. นักลงทุนในประเทศ 11.08% แบ่งเป็น สถาบันในประเทศที่น่าเชื่อถือ 9.28% คือ สำนักงานประกันสังคม 3.03% และบริษัท THAI NVDR Co., Ltd 6.25% จัดตั้งโดยบริษัทหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย และขายหุ้นเป็นตราสารแบบไม่มีสิทธิในการออกเสียงในที่ประชุม (Non-Voting Rights)<sup>3</sup> ผู้บริหารมีอาชีพคนนอก 1.80% 2. บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) 4.89% ด้วยรูปแบบการถือหุ้นแบบไขว้ในลักษณะของ Circular Ownership แบบ 3 บริษัท คือ บริษัท Chareon Pokphan enterprise (Taiwan) Co.,Ltd และ บริษัท Plenty type Co.,Ltd จดทะเบียนในหมู่เกาะ เคย์แมน 0.89% และ แบบถือแบบมี Cross Ownership กับ บริษัท Bangkok Produce Merchandise PCL 1.16% และ บริษัท CPF (Thailand) PCL 2.84% โดยมุ่งหวังเพื่อรักษาความเป็นเจ้าของของบริษัทเอาไว้ 3. นักลงทุนจากต่างประเทศ 6.13% แบ่งเป็น สถาบันลงทุนต่างประเทศ 3.73% และνομินี 2.40%

<sup>2</sup> การตั้งบริษัทตามกฎหมายของเคย์แมน-บริติชเวอร์จิน สกล หาญสุทธีวารินทร์

<http://www.bangkokbiznews.com/blog/detail/637507>

<sup>3</sup> ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย <https://www.set.or.th/nvdr/th/about/whatis.html>



ภาพที่ 4.4 โครงสร้างการถือหุ้นของ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)  
ที่มา: บริษัท เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด, รายงานประจำปี ธันวาคม 2559

#### 4.4 โครงสร้างการถือหุ้นของ บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)

บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) หรือ CP ALL ประกอบกิจการค้าปลีกและค้าส่ง ด้วยวิสัยทัศน์ที่จะเป็น ผู้ให้ความสะดวกกับทุกชุมชน โดยธุรกิจค้าปลีก ทำกิจการร้านสะดวกซื้อ ภายใต้ชื่อ Seven-Eleven ซึ่งได้รับสิทธิแต่เพียงผู้เดียว (Exclusive Right) 7-Eleven, Inc. สหรัฐอเมริกา มีสาขาทั้งสิ้น 10,268 สาขา เมื่อสิ้นปี 2560<sup>4</sup> นอกจากนี้ยังประกอบธุรกิจต่างๆ ที่เป็นการสนับสนุนธุรกิจหลัก เช่น ธุรกิจให้บริการด้านระบบสารสนเทศ (บริษัท โกซอฟท์ (ประเทศไทย) จำกัด) ธุรกิจบริการขนส่งและกระจายสินค้า (บริษัท ไดนามิค แมนเนจเม้นท์ จำกัด)<sup>5</sup> และข้อมูลจากรายงานประจำปี 2560 และธุรกิจค้าส่ง โดย บริษัท สยามแมคโคร จำกัด จากรายงานประจำปี มีสัดส่วนรายได้มาจากการธุรกิจร้านสะดวกซื้อและบริการอื่นๆ 64% และธุรกิจค้าส่งแบบชำระเงินสดและบริการตนเอง 36%

ในส่วนของโครงสร้างการถือหุ้นของ บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) จะเห็นว่า มีโครงสร้างการต่างจากบริษัทอื่นๆ โดยการถือครองหุ้นของ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ทั้งหมด 37% แต่ส่วนมากมาจาก การถือหุ้นทางอ้อมแบบพีระมิด ผ่านบริษัท บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) และบริษัทลูก 3 บริษัท รวม 33.36% ต่างจากการถือหุ้นของ กลุ่มธุรกิจเจริญโภคภัณฑ์ ในบริษัทอื่นๆ ที่พบว่า บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด จะเป็นผู้ถือหุ้นโดยตรงมากที่สุด และโครงสร้างของซีพี ออลล์ ยังมีการถือหุ้นผ่านบริษัทโฮลดิ้งหลักในประเทศเพียงช่องทางเดียวคือผ่านบริษัท เจริญโภคภัณฑ์โฮลดิ้ง จำกัด 2% นอกจากนี้ยังมีการถือหุ้นของนักลงทุนจากต่างประเทศมากกว่าบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ ถึง 26.24% เป็นกลุ่ม Nominee 14.45% และ Nominee ส่วนมากเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศอังกฤษ ส่วนผู้ถือหุ้นในไทยถือหุ้นเพียง 10.29% เป็น สถาบันที่น่าเชื่อถือ 7.67% และ ผู้บริหารมืออาชีพ อีก 2.62%

จากโครงสร้างการถือหุ้นและข้อมูลในรายงานประจำปี 2560 ของบริษัท พบว่า บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ถือหุ้นใน บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) มากที่สุด และมีกรรมการร่วมกัน 2 ท่าน นอกจากนี้ บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) ยังมีการทำธุรกิจร่วมกับบริษัทลูกต่างๆ ของ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) เช่น บริษัท ซี.พี.เมอร์แซนไดซ์ จำกัด มีมูลค่ารายการร่วมกัน 383 ล้านบาท บริษัท ซีพี-เมจิ จำกัด 3,212 ล้านบาท และ บริษัท ซีพีเอฟ เทรดดิ้ง จำกัด 10,698 ล้านบาท<sup>6</sup> ซึ่งถือว่าเป็นบริษัทที่มีมูลค่าการประกอบธุรกิจร่วมกันสูง การ

<sup>4</sup> งบการเงิน บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) ปี 2560 หน้า 13

<sup>5</sup> <https://www.cpall.co.th/Investor-Relations/ข้อมูลบริษัท/ภาพรวมธุรกิจ>

<sup>6</sup> งบการเงิน บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) ปี 2560 หน้า 143

ที่บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ถือหุ้นในสัดส่วนสูงสุดนั้นทำให้สามารถในการควบคุมการทำงานของ บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) และสามารถกำหนดนโยบาย แนวทาง และราคาการซื้อขายระหว่างกันเพื่อให้ได้รับผลประโยชน์ในการทำธุรกิจ อีกทั้งเป็นการรักษาความเป็นเจ้าของทางอ้อมของกลุ่มธุรกิจเครือเจริญโภคภัณฑ์อีกด้วย

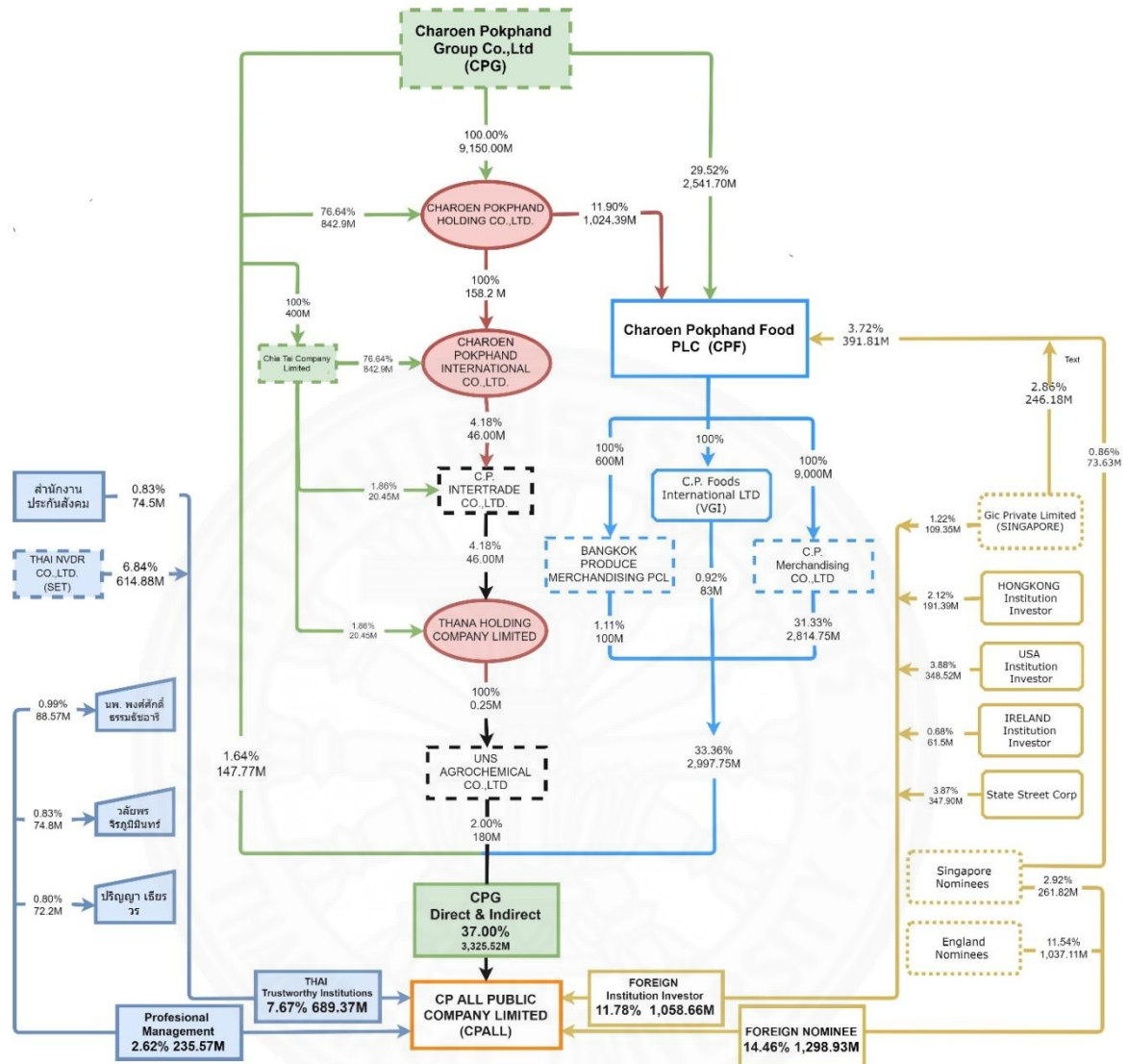
และจากความน่าเชื่อถือของบริษัท 7-Eleven, Inc. บริษัทจากสหรัฐอเมริกา ทำให้บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) มีผู้ถือหุ้นต่างประเทศ ทั้งในรูปแบบสถาบัน และ Nominee ถือหุ้นรวมกัน 26.24% ถึงมากกว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดทุนอื่นๆ ของกลุ่มธุรกิจเครือเจริญโภคภัณฑ์

โดยการใช้บริษัทที่จดทะเบียนในต่างประเทศบางประเทศ บริษัทจะได้ผลประโยชน์ในด้านภาษี เช่น บริษัทที่จดทะเบียนในหมู่เกาะบริติชเวอร์จิน จะเสียภาษีน้อยกว่าบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทย และมีตรวจสอบบัญชีที่ยืดหยุ่นกว่า โดยไม่ต้องแสดงหลักฐานทางการเงินให้สาธารณะได้รับรู้<sup>7</sup> ส่วนหุ้นที่เหลือ สามารถแบ่งกลุ่มผู้ถือหุ้นออกเป็น 3 กลุ่ม คือ 1. นักลงทุนในประเทศ 11.08% แบ่งเป็น สถาบันในประเทศที่น่าเชื่อถือ 9.28% คือ สำนักงานประกันสังคม 3.03% และบริษัท THAI NVDR Co., Ltd 6.25% จัดตั้งโดยบริษัทหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย และขายหุ้นเป็นตราสารแบบไม่มีสิทธิในการออกเสียงในที่ประชุม (Non-Voting Rights)<sup>8</sup> ผู้บริหารมีอาชีพคนนอก 1.80% 2. บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) 4.89% ด้วยรูปแบบการถือหุ้นแบบไขว้ในลักษณะของ Circular Ownership แบบ 3 บริษัท คือ บริษัท Chareon Pokphan enterprise (Taiwan) Co.,Ltd และ บริษัท Plenty type Co.,Ltd จดทะเบียนในหมู่เกาะ เคย์แมน 0.89% และ แบบถือแบบมี Cross Ownership กับ บริษัท Bangkok Produce Merchandise PCL 1.16% และ บริษัท CPF (Thailand) PCL 2.84% โดยมุ่งหวังเพื่อรักษาความเป็นเจ้าของของบริษัทเอาไว้ 3. นักลงทุนจากต่างประเทศ 6.13% แบ่งเป็น สถาบันลงทุนต่างประเทศ 3.73% และνομินี 2.40%

<sup>7</sup> การตั้งบริษัทตามกฎหมายของเคย์แมน-บริติชเวอร์จิน สกล หาญสุทธิวารินทร์

<http://www.bangkokbiznews.com/blog/detail/637507>

<sup>8</sup> ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย <https://www.set.or.th/nvdr/th/about/whatis.html>



ภาพที่ 4.5 โครงสร้างการถือหุ้นของ บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)  
 ที่มา: บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด, รายงานประจำปี ธันวาคม 2559

#### 4.5 โครงสร้างการถือหุ้นของ บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)

บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) หรือ CP ALL ประกอบกิจการค้าปลีกและค้าส่ง ด้วยวิสัยทัศน์ที่จะเป็น ผู้ให้ความสะดวกกับทุกชุมชน โดยธุรกิจค้าปลีกประกอบกิจการร้านสะดวกซื้อภายใต้ชื่อ Seven-Eleven ซึ่งได้รับสิทธิแต่เพียงผู้เดียว (Exclusive Right) จากบริษัท 7-Eleven, Inc. บริษัทลูกของ Seven & I Holdings co., ltd ประเทศญี่ปุ่น มีสาขาทั้งสิ้น 10,268 สาขา ณ สิ้นปี 2560<sup>9</sup> นอกจากนี้ยังประกอบธุรกิจต่างๆ ที่สนับสนุนธุรกิจหลักของร้านสะดวกซื้อ เช่น ธุรกิจให้บริการด้านระบบสารสนเทศ (บริษัท โกซอฟท์ (ประเทศไทย) จำกัด) ธุรกิจบริการขนส่งและกระจายสินค้า (บริษัท ไดนามิค แมนเนจเม้นท์ จำกัด)<sup>10</sup> และธุรกิจด้านการจัดหาและซ่อมแซมอุปกรณ์เครื่องมือที่ใช้ในร้านสะดวกซื้อ (บริษัท ซีพีรีเทลลิงค์ จำกัด) และข้อมูลจากรายงานประจำปี 2560 บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) มีสัดส่วนรายได้จากการธุรกิจร้านสะดวกซื้อและบริการอื่นๆ 64% และธุรกิจค้าส่งแบบชำระเงินสดและบริการตนเอง 36%

ในส่วนของโครงสร้างการถือหุ้นของ บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) จะเห็นว่า มีโครงสร้างแตกต่างจากบริษัทอื่นๆ โดยการถือครองหุ้นของ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด มีทั้งหมด 37% แต่ส่วนมากมาจากการถือหุ้นทางอ้อมแบบพีระมิด ผ่านบริษัท บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) และบริษัทลูกอีก 3 บริษัท รวม 33.36% ต่างจากการถือหุ้นของ กลุ่มธุรกิจเจริญโภคภัณฑ์ ในบริษัทอื่นๆ ที่พบว่า บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด จะเป็นผู้ถือหุ้นโดยตรงมากที่สุด ขณะที่โครงสร้างการถือหุ้นของ บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) ยังมีการถือหุ้นผ่านบริษัท โฮลดิ้งหลักในประเทศเพียงช่องทางเดียวคือผ่านทางบริษัท เจริญโภคภัณฑ์โฮลดิ้ง จำกัด ในสัดส่วน 2% นอกจากนี้ยังมีการถือหุ้นของนักลงทุนจากต่างประเทศมากกว่าบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ ในเครือถึง 26.24% เป็นกลุ่ม Nominee 14.45% โดย Nominee ส่วนมากเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศอังกฤษ ส่วนผู้ถือหุ้นในไทยถือหุ้นเพียง 10.29% เป็นสถาบันที่น่าเชื่อถือ 7.67% และผู้บริหารมืออาชีพ อีก 2.62%

จากโครงสร้างการถือหุ้นและข้อมูลในรายงานประจำปี 2560 ของบริษัท พบว่า บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ถือหุ้นใน บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) มากที่สุด และมีกรรมการร่วมกัน 2 ท่าน นอกจากนี้ บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) ยังมีการทำธุรกิจร่วมกับบริษัทลูกต่างๆ ของ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) เช่น บริษัท ซี.พี.เมอร์แซนไดซ์ จำกัด มีมูลค่ารายการร่วมกัน 383 ล้านบาท บริษัท ซีพี-เมจิ จำกัด 3,212 ล้านบาท และ บริษัท ซีพี

<sup>9</sup> งบการเงิน บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) ปี 2560 หน้า 13

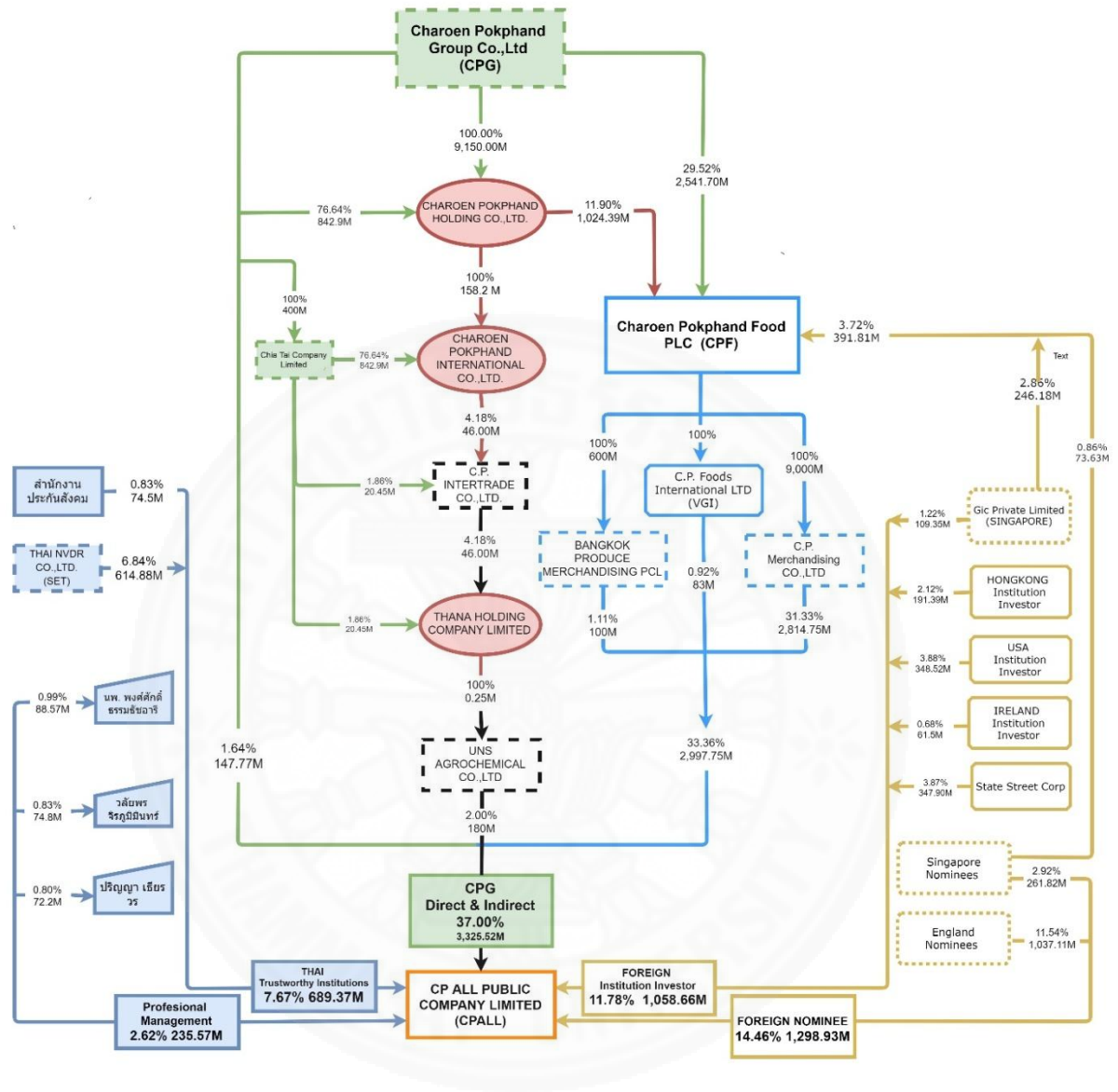
<sup>10</sup> <https://www.cpall.co.th/Investor-Relations/ข้อมูลบริษัท/ภาพรวมธุรกิจ>

เอฟ เทรดิง จำกัด 10,698 ล้านบาท<sup>11</sup> ซึ่งถือว่าเป็นบริษัทที่มีมูลค่าการประกอบธุรกิจร่วมกันสูง การที่บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ถือหุ้นในสัดส่วนสูงสุดนั้นทำให้สามารถในการควบคุมการทำงานของ บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) และสามารถกำหนดนโยบาย แนวทาง และราคาการซื้อขายระหว่างกันเพื่อให้ได้รับผลประโยชน์ในการทำธุรกิจ อีกทั้งเป็นการรักษาความเป็นเจ้าของทางอ้อมของกลุ่มธุรกิจเครือเจริญโภคภัณฑ์อีกด้วย สะท้อนลักษณะการถือหุ้นแบบ พิระมิดและถือหุ้นไขว้กันเพื่อรักษาผลประโยชน์ระหว่างธุรกิจในเครืออย่างชัดเจน

จากความน่าเชื่อถือของบริษัท 7-Eleven, Inc. ประเทศญี่ปุ่นและผลประกอบที่ดีอย่างต่อเนื่องของบริษัท ทำให้ บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) มีผู้ถือหุ้นต่างประเทศ ทั้งในรูปแบบสถาบัน และ Nominee ถือหุ้นรวมกัน 26.24% ขึ้นไป ซึ่งเป็นสัดส่วนที่สูงเมื่อเทียบกับบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ ในเครือเจริญโภคภัณฑ์

---

<sup>11</sup> งบการเงิน บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) ปี 2560 หน้า 143



ภาพที่ 4.6 โครงสร้างการถือหุ้นของ บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)  
 ที่มา: บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด, รายงานประจำปี ธันวาคม 2559



#### 4.6 โครงสร้างการถือหุ้นของ กลุ่มบริษัท ทู คอปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

บริษัท ทู คอปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ให้บริการสื่อสารโทรคมนาคมครบวงจร ทั้งเป็นผู้ให้บริการและโซลูชันด้านการสื่อสารด้วยนวัตกรรมและเทคโนโลยีที่ทันสมัย ดิจิทัลมีเดียและคอนเทนต์คุณภาพสูง ด้วยวิสัยทัศน์ที่ต้องการเป็นผู้นำโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัลที่เชื่อมโยงผู้คน องค์กร เศรษฐกิจและสังคม อย่างทั่วถึง เพื่อสร้างคุณค่าต่อชีวิตอย่างยั่งยืน โดยสามารถแบ่งกิจการของบริษัท ทู คอปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ได้ 4 รูปแบบ คือ 1. โทรมูฟ เอช เป็นผู้ให้บริการเครือข่ายโทรศัพท์เคลื่อนที่ ระบบ 4.5G 4G 3G และ 2G 2. โทรออนไลน์ ผู้ให้บริการบรอดแบนด์ และ 3. โทรวิชั่นส์ ผู้ให้บริการโทรทัศน์แบบบอกรับสมาชิก และยังเป็นเจ้าของช่องรายการ True24 และ TNN24 4. ธุรกิจด้านดิจิทัลแพลตฟอร์มและบริการด้านดิจิทัล<sup>12</sup> จากข้อมูลในรายงานประจำปี 2560 พบว่า บริษัท ทู คอปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) มีรายได้หลังหักรายการระหว่างกัน ทั้งสิ้น 141,290 บาท เป็นรายได้จากธุรกิจโทรมูฟ เอช มากที่สุด 75% (105,975 ล้านบาท) รองลงมาคือ ธุรกิจ โทรออนไลน์ 18% (25,782 ล้านบาท) และ โทรวิชั่นส์ 7% (9,533 ล้านบาท)<sup>13</sup>

เมื่อพิจารณาโครงสร้างการถือหุ้นของ บริษัท ทู คอปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) สามารถแบ่งผู้ถือหุ้นออกได้เป็น 3 กลุ่ม คือ 1. นักลงทุนในประเทศ 2. นักลงทุนต่างประเทศ 3. บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด โดยนักลงทุนในประเทศ เป็นสถาบันที่น่าเชื่อถือในประเทศ 6.81% และผู้มีความเกี่ยวข้องกับผู้บริหารมีอาชีพ 2.62% สำหรับนักลงทุนต่างประเทศ บริษัท ทู คอปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) แตกต่างจากบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ ของเครือเจริญโภคภัณฑ์ตรงที่มีการร่วมทุนกับต่างประเทศ คือ บริษัท China Mobile International Holding Limited บริษัทลูกของ บริษัท China Mobile Communications Corporation จากประเทศสาธารณรัฐประชาชนจีน ซึ่งถือหุ้นในบริษัท ทู คอปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) 18% และสถาบันลงทุนจาก เขตบริหารพิเศษฮ่องกงแห่งสาธารณรัฐประชาชนจีน และ ประเทศสวิตเซอร์แลนด์ 9.52% และ 4.38% ตามลำดับ

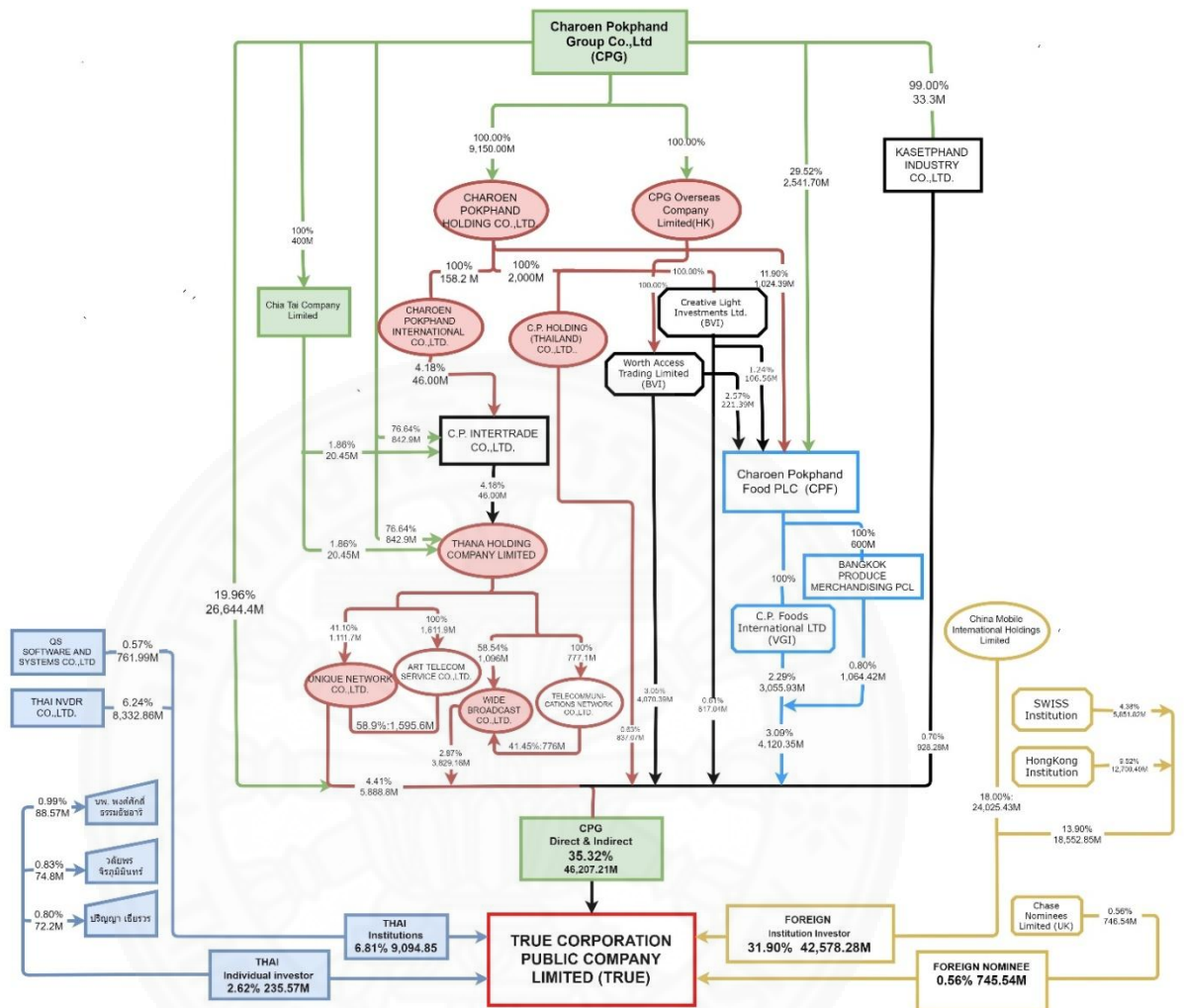
สัดส่วนการถือหุ้นของ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด มีการถือหุ้นทางตรง 19.96% และทางอ้อมแบบพีระมิต 2 บริษัทผ่าน บริษัท เกษตรภัณฑ์อุตสาหกรรม จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทลูกโดยตรง 0.70% และแบบพีระมิตหลายบริษัท ผ่าน 3 ช่องทาง คือ 1. บริษัท CPG Overseas Company 3.66% โฮลดิ้งหลักต่างประเทศ ผ่านบริษัทโฮลดิ้งรอง คือ บริษัท Worth Access Trading Limited 3.05% ซึ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในหมู่เกาะเวอร์จินของอังกฤษ 2. บริษัท เจริญโภคภัณฑ์ โฮลดิ้ง จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทโฮลดิ้งหลักในประเทศ 5.02% โดยถือแบบพีระมิต 2 บริษัทผ่าน

<sup>12</sup> รายงานประจำปี 2560 บริษัท ทู คอปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) หน้า 5

<sup>13</sup> รายงานประจำปี 2560 บริษัท ทู คอปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) หน้า 18

บริษัท Creative Light Investment Limited 0.61% และพีระมิตแบบหลายบริษัทผ่านบริษัท Unique Network และ Wide Broadcast ซึ่งเป็นบริษัทลูกของ บริษัท ธนา โฮลดิ้ง จำกัด ซึ่งบริษัท ธนา โฮลดิ้ง จำกัด นั้นเป็นบริษัทลูกของ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ผ่านการถือหุ้นแบบพีระมิต 2 ชั้นอีกที 3. บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร 3.09% โดยเป็นการถือหุ้นแบบพีระมิตโดยผ่าน บริษัท C.P. food International LTD 2.29% ซึ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในหมู่เกาะเวอร์จินของอังกฤษ และบริษัท Bangkok Produce Merchandise PCL 0.80%

โดยภาพรวมจะเห็นว่าโครงสร้างการถือหุ้นทางอ้อมของ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด มีช่องทางยาวและซับซ้อนและมีกว่าของบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ ในเครือ มีทั้งการถือหุ้นทางอ้อมหลายรูปแบบ เช่น การถือหุ้นแบบพีระมิต 2 บริษัท การถือหุ้นแบบพีระมิต 3 บริษัท และการถือหุ้นไขว้กันของบริษัทในเครือ เนื่องจากเป็นบริษัทร่วมทุนกับบริษัทต่างชาติการถือหุ้นจึงต้องมีความรอบคอบเพื่อต้องการรักษาอำนาจในการบริหารบริษัท ซึ่งหากมองจากสายตาของนักลงทุนแล้ว อาจดูสลับซับซ้อน ขาดความโปร่งใส



ภาพที่ 4.7 โครงสร้างการถือหุ้นของ กลุ่มบริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

ที่มา: บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด, รายงานประจำปี ธันวาคม 2559

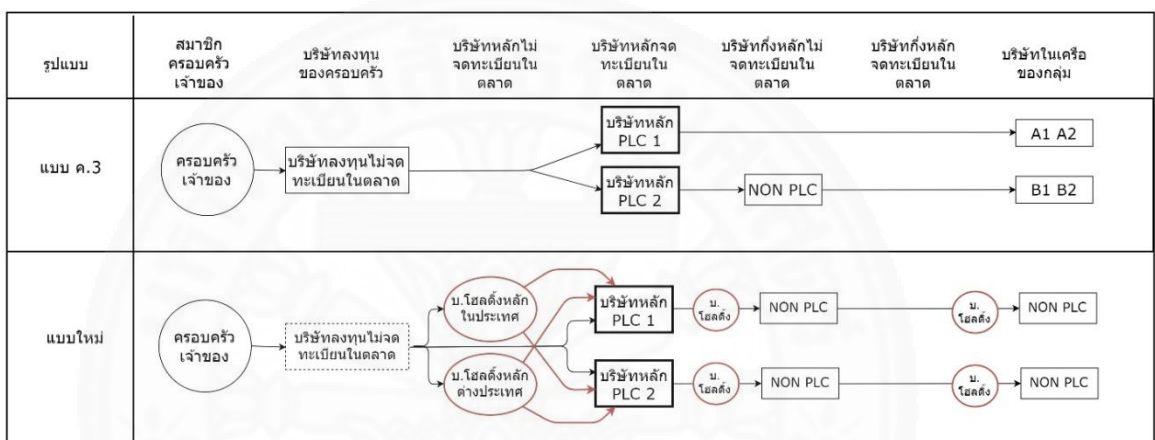
## บทที่ 5

### สรุปผล

จากการศึกษาโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด และ บริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ ของเครือข่ายพบว่า สามารถแบ่งผู้ถือหุ้นออกได้ เป็น 3 กลุ่ม คือ 1. นักลงทุนในประเทศ ประกอบด้วยสถาบันที่น่าเชื่อถือในประเทศ และผู้บริหารมืออาชีพซึ่งทำงานให้บริษัทต่างๆ ในเครือมานาน 2. นักลงทุนต่างประเทศ ประกอบด้วย บริษัทร่วมลงทุน สถาบันการเงิน และ Nominee 3. บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด และบริษัทในเครือ โดยถึงแม้จะเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้วก็ตาม บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ก็ยังคงสามารถมีอำนาจในการบริหารและควบคุมบริษัทอยู่ โดยใช้วิธีการถือหุ้นทางตรงในสัดส่วนที่สูงกว่าผู้อื่นทำให้ได้เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ และใช้การถือหุ้นทางอ้อมแบบพีระมิดในการเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้น โดยการถือหุ้นแบบพีระมิดนั้น จะถือผ่านบริษัทโฮลดิ้งหลัก 2 บริษัท ซึ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนทั้งในประเทศไทย และในเขตบริหารพิเศษฮ่องกงแห่งสาธารณรัฐประชาชนจีน และในขั้นต่อไปจะถือหุ้นผ่านบริษัทลูกของบริษัทโฮลดิ้งทั้งสอง เพื่อสะดวกในการบริหารและเพื่อเป็นการใช้ประโยชน์จากภาษีตามกฎหมายของบริษัทที่จดทะเบียนในแต่ละประเทศ

และหากเปรียบเทียบกับโครงสร้างการถือหุ้นในปี 2549 และ 2559 จะเห็นว่าในปี 2559 ตระกูลเจียรวนนท์จะถือหุ้นในบริษัทต่างๆ โดยผ่านบริษัท เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด เท่านั้น และถัดจากนั้นยังคงมีโครงสร้างเป็น บริษัทโฮลดิ้ง 2 บริษัท ซึ่งเป็นบริษัทลูก ที่จดทะเบียนทั้งในประเทศไทย และนอกประเทศ โดยสองบริษัทนี้แบ่งแยกกันอย่างชัดเจนโดยไม่มีการถือหุ้นไขว้กัน และบริษัทเจียรวนนท์ยังคงใช้รูปแบบการถือหุ้นในบริษัทอื่น โดยใช้ 3 บริษัทเพื่อ รักษาความเป็นเจ้าของ โดยสัดส่วนการถือหุ้นในปี 2559 ของบริษัท เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด จะสูงกว่า บริษัท โฮลดิ้งทั้งสอง ส่วนบริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทที่อยู่ภายใต้การควบคุมของบริษัท เจริญโภคภัณฑ์ อาหาร จำกัด (มหาชน) เนื่องจาก ใช้การถือหุ้นผ่านบริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) เป็นหลัก 34.28% และ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ถือหุ้นโดยตรงเพียง 1.64% บริษัท และบริษัทโฮลดิ้งที่ถือหุ้นเป็นบริษัทโฮลดิ้งรอง ต่างจากอีก สองบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด มากที่สุดและมีบริษัทโฮลดิ้งหลัก 2 บริษัทในถือหุ้นเพื่อรักษาความเป็นเจ้าของ

นอกจากนี้ผลการศึกษาก็ให้เห็นความคล้ายกันเมื่อเปรียบเทียบกับ รูปแบบโครงสร้าง การถือหุ้นแบบพีระมิดของกลุ่มธุรกิจไทยอื่นๆ ในงานวิจัยเรื่องกลุ่มทุน-ธุรกิจครอบครัวไทยก่อนและ หลังวิกฤต 2540 ของ ดร.เนตรนภา ไวทยเลิศศักดิ์ จากเดิมที่เป็นแบบ ค.3 คือ ครอบครัวของเจ้าของ กิจการ ถือหุ้นบริษัทในเครือ ผ่านบริษัทลงทุนที่ไม่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ และบริษัทหลักที่ ทั้งจัดและไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ และจากข้อมูลปี 2559 พบว่ามีความซับซ้อนใน โครงสร้างการถือหุ้นรูปแบบนี้มากขึ้น โดยมีบริษัทโฮลดิ้งแทรกอยู่ในเกือบทุกส่วนของโครงสร้าง ดังกล่าว



ภาพที่ 5.1 เปรียบเทียบรูปแบบโครงสร้างการถือหุ้นแบบพีระมิดของกลุ่มทุนธุรกิจเครือเจริญโภคภัณฑ์ ที่มา: กลุ่มทุน-ธุรกิจครอบครัวไทยก่อนและหลังวิกฤต 2540. ดร.เนตรนภา ไวทยเลิศศักดิ์ 2549 หน้า 85 และจัดทำโดยผู้เขียนอ้างอิงข้อมูลจากรายงานประจำปี ธันวาคม 2559

สรุปได้ว่าเครือเจริญโภคภัณฑ์จำกัด ได้พัฒนาโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทต่างๆ ในเครือโดยใช้ทั้งวิธีถือหุ้นแบบพีระมิด ถือหุ้นไขว้กันระหว่างบริษัท การใช้บริษัทโฮลดิ้งเป็นบริษัทลงทุนอย่างลับซับซ้อนมากขึ้น ซึ่งยากแก่คนภายนอกจะเข้าใจ ประโยชน์ของการจัดโครงสร้างการถือหุ้นดังกล่าวนอกเหนือจากการประหยัดภาษีแล้ว ยังช่วยให้เครือสามารถรักษาสัดส่วนความเป็นเจ้าของในระดับสูงไว้ได้ ซึ่งช่วยให้สามารถขยายกิจการได้โดยไม่ต้องห่วงว่าอาจถูกซื้อกิจการ และขยายกิจการได้โดยยังมีอำนาจควบคุมอย่างเหนียวแน่น จึงเป็นกรณีศึกษาที่ควรแก่การศึกษาเป็นอย่างยิ่ง

## รายการอ้างอิง

### หนังสือ

เนตรนภา ไวทย์เลิศศักดิ์. (2549). *กลุ่มทุน-ธุรกิจครอบครัวไทยก่อนและหลังวิกฤต 2540*. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์แบรนต์เอดจ์บุ๊ก.

### บทความ

กรัณท์รัตน์ บุญญวัฒน์ และ ศักดา มาณพพพัฒน์. (2554). โครงสร้างการถือหุ้นและคุณภาพของรายการทางการเงิน. *วารสารนักบริหาร*, 31 (2), 152-158.

### วิทยานิพนธ์

ภัทรวรรณ ศรีสุข. (2541). *การถือหุ้นไขว้: ศึกษาเฉพาะกรณีผลกระทบต่อทางกฎหมายและการควบคุม*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะนิติศาสตร์.

วาสนา ฉายประดิษฐ์. (2552). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างถือหุ้นแบบครอบครัวกับการตกแต่งกำไร*. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, สาขาบัญชี.

สัจจวัฒน์ จันทร์หอม. (2556). *คุณภาพกำไรของบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นและการบริหารงานโดยครอบครัว*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

### สื่ออิเล็กทรอนิกส์

เจตนา เหล่ารักวงศ์. (28 มกราคม 2554). *ประสบการณ์ธุรกิจ “จากพี่-สู่น้อง” ถ่ายทอดสู่เยาวชนไทยในนครกว่างโจว*. สืบค้นเมื่อวันที่ 20 กันยายน 2560 [http://www.thaibizchina.com/thaibizchina/th/interesting-facts/detail.php?SECTION\\_ID=517&ID=6770](http://www.thaibizchina.com/thaibizchina/th/interesting-facts/detail.php?SECTION_ID=517&ID=6770)

นิตยสารผู้จัดการ. (กันยายน 2531). *ซีพีกรุ๊ปเจียรนวนนท์ก้าวไปไกลกว่าใครคาดคิด*. สืบค้นเมื่อวันที่ 20 กันยายน 2560 จาก <http://info.gotomanager.com/news/details.aspx?id=9019>

สุจินดา มหาสุภาชัย และ สมเกียรติ บุญศิริ. (กุมภาพันธ์ 2550). *Top 10 Nominees in the city.* สืบค้นเมื่อวันที่ 16 ตุลาคม 15, 2560, จาก <http://info.gotomanager.com/news/details.aspx?id=56041>

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2560). *เอกสาร Holding company* .

### Books

Bebchuk, L. A., Kraakman, R., & Triantis, G.. (2000). *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*. Chicago: University of Chicago Press

Jonathan Berk, J., & Peter Demarzo, P. (2011). *Pearson Corporate Finance* (2nd Edition). Saddle River, N.J. : Prentice Hall.

Lubatkin et al. (2005) *The effects of parental altruism on the governance of family managed firms*. John Wiley & Sons, Ltd.

Natenapha Wailerdsak. (2008). *Family Business in Thailand Ownership Structure and Stock Market*. Culturally- Sensitive Model of Family Business in Southern Asia.

### Articles

Anderson and Reeb,. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500 *The Journal of Finance*.

Andrei, S., & Vishny, R. W.. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94 (3), 461-488.

Block, J. H., Jaskiewicz, P., & Miller, D. (2011). Ownership versus management effects on performance in family and founder companies: A Bayesian reconciliation. *Journal of Family Business Strategy, Elsevier*, (4), 232-245.

Bruton, G., Ahlstrom, D., & Wan, J., (2003). Turnaround in East Asian firms: Evidence from ethnic overseas Chinese communities. *Strategic Management Journal*, 24, 519-54.

Fan, J. and T. J. Wong. (2002). Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia. *Journal of Accounting & Economics*, 33, 401-425.

- Gomez-Mejia, Luis & Nunez-nickel, M & Gutierrez, I. (2001). The Role of Family Ties in Agency Contracts. *Academy of Management Journal*, 44. 10.2307/3069338.
- Jensen, M. C., & William H. Meckling, W. H. (1976 October). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics Volume 3* (4), 305-360.
- Leech & Leahy. (1991, Nov.). Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies. *The Economic Journal*, 101 (409), 1418-1437.
- Miller et al. (2007, December) Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance*, 13 (5), 829-858.
- Morck, R., M. Nakamura and A. Shivasoni. (2000), Bank, Ownership Structure, and Firm Value in Japan, *Journal of Business*, 73, 539-567.
- Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer. (1999, April). Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*, 54 (2), 471-517.
- Suehiro A. and N. Wailersak. (2004). Family Business in Thailand-Its Management, Governance, and Future challenges. *ASEAN Economics Bulletin Vol. .2* (No.1), 81-93.
- Villalonga and Amit. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*.
- Wang, D. (2006). Founding Family Ownership and Earnings Quality. *Journal of Accounting Research*, 44, 619-656.

### Electronic Media

- Asia Nikkei. (September 01, 2016). *Dhanin Chearavanont (1) :: The Thai company with Chinese roots and a global vision*. Retrieved October 16, 2017, from <https://asia.nikkei.com/Features/Dhanin-Chearavanont/Dhanin-Chearavanont-1-The-Thai-company-with-Chinese-roots-and-a-global-vision>
- Davis, J. A. (n.d.). *Ownership Stages*. Retrieved October 16, 2017, from <https://johndavis.com/ownership-stages/>



- Davis, J. A. (n.d.). *Three-Circle Model of the Family Business System*. Retrieved October 2017, from <https://johndavis.com/three-circle-model-family-business-system/>
- International Finance Corporation. (2008). *IFC Family Business Governance Handbook*. Retrieved on December 1, 2011, from [http://www.ifc.org/ifcext/corporate\\_governance.nsf/AttachmentsByTitle/Family\\_Business\\_English\\_final\\_2008/\\$FILE/FB\\_English\\_final\\_2008.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/corporate_governance.nsf/AttachmentsByTitle/Family_Business_English_final_2008/$FILE/FB_English_final_2008.pdf).
- Sacristan-Navarro, Gomez-Anson, Cabeza-Garcia. (2011). *Family Ownership and Control, the Presence of Other Large Shareholders, and Firm Performance*. Retrieved October 16, 2017, from <http://journals.sagepub.com/doi/10.1177/0894486510396705>
- The three-circle model of the family business system (Tagiuri and Davis, 1992) ที่มา Cambridge Family Enterprise Group, (2560)



ภาคผนวก

## ภาคผนวก

## ข้อมูลทั่วไป

ข้อมูลจากการประชุมผู้ถือหุ้น วันที่ 28 เมษายน 2560

ชื่อบริษัท	บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด CHAROEN POKPHAND GROUP CO.,LTD.
ประเภทกิจการ	บริษัทจำกัด
วันที่จดทะเบียน	23 กันยายน 2519
ทุนจดทะเบียนปัจจุบัน (บาท)	
ประเภทธุรกิจ	การขายส่งเคมีภัณฑ์ทางอุตสาหกรรม กิจกรรมของบริษัทโฮลดิ้งที่ ไม่ได้ ลงทุนในธุรกิจ (46691)
ข้อมูลรายชื่อกรรมการ	1.นายจรัญ เจียรนวนท 2.นายสุเมธ เจียรนวนท 3.นายมนตรี เจียร นวนท 4. นายณินท เจียรนวนท 5.นายสุภกิต เจียรนวนท 6.นาย ศุภชัย เจียรนวนท 7. นายวัลลภ เจียรนวนท 8.นายประเสริฐ พงกุ मार 9.นายมิน เจริญวรร 10.นายพงษ์เทพ เจียรนวนท 11.นายชิงชัย โลหะวัฒนะกุล

## ข้อมูลผู้ถือหุ้น

ข้อมูลสัญชาติผู้ถือหุ้น

ลำดับ	สัญชาติ	จำนวนผู้ถือหุ้น (ราย)	จำนวนหุ้นที่ถือ (ล้านหุ้น)	สัดส่วนการถือหุ้น
1	ไทย	83	1,736.29	98.56%
2	อเมริกา	1	25.36	1.44%
	รวม	84	1,761.65	100.00%

## ข้อมูลรายชื่อผู้ถือหุ้น

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	สัดส่วน การถือหุ้น (%)	สัญชาติ	จำนวนหุ้นที่ ถือ (ล้านบาท)	มูลค่าหุ้น ทั้งหมด (ล้านบาท)
1	นาย สุเมธ เจียรนวนนท์	12.96%	ไทย	228.28	2,282.78
2	นาง สมอุไร จารุพนิช	8.42%	ไทย	148.32	1,483.20
3	นาย ธนินท เจียรนวนนท์	6.48%	ไทย	114.14	1,141.39
4	นาย นกุล เจียรนวนนท์	6.00%	ไทย	105.70	1,057.03
5	บริษัท ซี.พี.โฮลดิ้ง (ประเทศไทย) จำกัด	4.47%	ไทย	78.77	787.69
6	นาย พงษ์เทพ เจียรนวนนท์	4.26%	ไทย	74.97	749.71
7	นาง กัทนีเย เล็กศรีสมพงษ์	4.22%	ไทย	74.33	743.31
8	นาย มนัส เจียรนวนนท์	4.22%	ไทย	74.33	743.31
9	นาง สมศรี ภู่อำ	4.21%	ไทย	74.16	741.60
10	นาย นพดล เจียรนวนนท์	3.00%	ไทย	52.85	528.51
11	นาง นุชนารถ เจียรนวนนท์	3.00%	ไทย	52.85	528.51
12	นาย มนุ เจียรนวนนท์	2.53%	ไทย	44.60	445.99
13	นาย ประทีป เจียรนวนนท์	2.00%	ไทย	35.23	352.33
14	นาย สุภกิต เจียรนวนนท์	1.99%	ไทย	35.12	351.21
15	นาย ปริญญา เขียววรร	1.91%	ไทย	33.63	336.32
16	บริษัท เจียไต่ จำกัด	1.57%	ไทย	27.65	276.50
17	นาย ศุภชัย เจียรนวนนท์	1.49%	ไทย	26.33	253.60
18	นาย กวง เจียรนวนนท์	1.44%	ไทย	25.36	253.60
19	น.ส. จุรีพร เจียรนวนนท์	1.44%	ไทย	25.36	253.60
20	นาง แพททริเซีย ชิง ฟุง	1.44%	อเมริกา	25.36	253.60
21	นาย อุ แซเจีย	1.44%	ไทย	25.36	253.60
22	นาย ขจร เจียรนวนนท์	1.06%	ไทย	18.73	187.27
23	นาง จรัสพร เลิศเชียรดำรง	1.06%	ไทย	18.73	187.27
24	นาง วรากร องนิริวัฒน์	1.06%	ไทย	18.73	187.27
25	นาง วรณี เจียรนวนนท์ รอสส์	1.00%	ไทย	17.58	175.77
	รวม	82.68		1,456.47	14,564.68

## ข้อมูลทั่วไป

ข้อมูลจากการประชุมผู้ถือหุ้น วันที่ 30 สิงหาคม 2560

ชื่อบริษัท	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) CHAROEN POKPHAND FOODS PUBLIC COMPANY LIMITED
ประเภทกิจการ	บริษัทมหาชน
วันที่จดทะเบียน	27 มกราคม 2537
ทุนจดทะเบียนปัจจุบัน (บาท)	9,291,530,318
ประเภทธุรกิจ	การผลิตอาหารสำเร็จรูปสำหรับเลี้ยงปศุสัตว์ในฟาร์ม การเพาะเลี้ยงกุ้งทะเล - ผู้ผลิต (10802)
ข้อมูลรายชื่อกรรมการ	1.นายธนินท์ เจียรวนนท์ 2. นายประเสริฐ พุ่ง कुमार 3. นายมินเธียรรวร 4.นายชิงชัย โลหะวัฒนกุล 5. นายพงษ์เทพ เจียรวนนท์ 6. นายพงษ์ วิเศษไพฑูรย์ 7.นายอดิเรก ศรีประทักษ์ 8.ศจ.กิตติคุณ สุภาพรรณ รัตนาภรณ์ 9. นาง อรุณี วัชรานานันท์ 10.นายสุขสันต์ เจียมใจสว่างฤกษ์ 11.นายสุขวัฒน์ ต่านเสริมสุข 12.นายชัยวัฒน์ วิบูลย์สวัสดิ์ 13.ศจ. พงษ์ศักดิ์ อังกสิทธิ์ 14.นายรังสรรค์ ศรีวรรศา สตร์ 15.พล.ต.อ. พัชรวาท วงษ์สุวรรณ

## ข้อมูลผู้ถือหุ้น

ข้อมูลสัญชาติผู้ถือหุ้น

ลำดับ	สัญชาติ	จำนวนผู้ถือหุ้น (ราย)	จำนวนหุ้นที่ถือ (พันหุ้น)	สัดส่วนการถือหุ้น
1	ไทย	9	4,864	56.50%
2	หมู่เกาะเวอร์จิน(อังกฤษ)	2	328	3.81%
3	สิงคโปร์	2	320	3.72%
4	อังกฤษ	3	208	2.41%
5	สวีช	1	146	1.69%
6	ฮ่องกง	1	77	0.89%
	รวม	18	5,943	69.02%

## ข้อมูลรายชื่อผู้ถือหุ้น

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	สัดส่วน การถือ หุ้น (%)	สัญชาติ	จำนวนหุ้นที่ ถือ (ล้านหุ้น)	มูลค่าหุ้น ทั้งหมด (ล้านบาท)
1	บริษัทเครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด	29.52%	ไทย	2,542	2,541.70
2	บริษัทเจริญโภคภัณฑ์โฮลดิ้ง จำกัด	11.11%	ไทย	956	956.39
3	บริษัทไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	6.25%	ไทย	539	538.52
4	สำนักงานประกันสังคม	3.03%	ไทย	261	260.70
5	Gic Private Limited	2.86%	สิงคโปร์	246	246.18
6	บริษัทซีพีเอฟ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	2.84%	ไทย	245	244.63
7	Worth Access Trading Limited	2.57%	หมู่เกาะ เวอร์จิน (อังกฤษ)	221	221.39
8	Ubs Ag Hong Kong Branch	1.69%	สวิส	146	145.64
9	Creative Light Investments Ltd.	1.24%	หมู่เกาะ เวอร์จิน (อังกฤษ)	107	106.56
10	บริษัทกรุงเทพโปรตีวีส จำกัด (มหาชน)	1.16%	ไทย	99	99.46
11	นาย ปริญา เจริญวร	1.05%	ไทย	90	90.00
12	Chase Nominees Limited	1.03%	อังกฤษ	89	88.80
13	Kgi Asia Limited	0.89%	ฮ่องกง	77	76.80
14	State Street Bank Europe Limited	0.87%	อังกฤษ	75	75.34
15	Hsbc (Singapore) Nominees Pte Ltd	0.86%	สิงคโปร์	74	73.63
16	Charoen Pokphand Holding Co.,Ltd	0.79%	ไทย	68	68.00
17	น.ส. วลัยพร จิรภูมิมนตรี	0.75%	ไทย	65	65.00
18	The Bank Of New York (Nominees) Limited	0.51%	อังกฤษ	44	44.04
	รวม	69.02%		5,943	5,942.79

## ข้อมูลทั่วไป

ข้อมูลจากการประชุมผู้ถือหุ้น 27 เมษายน 2560

ชื่อบริษัท	บริษัท โทร คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) TRUE CORPORATION PUBLIC COMPANY LIMITED
ประเภทกิจการ	บริษัทมหาชน
วันที่จดทะเบียน	11 กุมภาพันธ์ 2536
ทุนจดทะเบียนปัจจุบัน (บาท)	133,474,621,856
ประเภทธุรกิจ	บริการโทรศัพท์พื้นฐานและบริการเสริม ขายเครื่องโทรศัพท์และอุปกรณ์สื่อสาร (61109)
ข้อมูลรายชื่อกรรมการ	1.นาย ธนินท์ เจียรวนนท์ 2.นาย โชติ โภควนิช 3.นาย อาชว์ เตาลานนท์ 4.นาย โกศล เพ็ชรสุวรรณ 5.นาย ชัชวาลย์ เจียรวนนท์ 6.นาย สุภกิต เจียรวนนท์ 7. นาย ศุภชัย เจียรวนนท์ 8.นาย อธิ์ อิศวานินทร์ 9.นาย ฮาราลด์ ลิงค์ 10.นาย วิเชาวน์ รักพงษ์ไพโรจน์ 11. นาย อารุง สรรพสิทธิ์วงศ์ 12.นาย ณรงค์ เจียรวนนท์ 13.นาย เรวัต ฉ่ำเฉลิม 14. นาย วรภัทร โตธนะเกษม 15. นาย หลี เจิงม่า 16. นาย ฉวี เกิงโหล่ว 17. นาย เชีย ปิง 18. นาง ปรีเปรม เสริวงษ์

## ข้อมูลผู้ถือหุ้น

ข้อมูลสัญชาติผู้ถือหุ้น

ลำดับ	สัญชาติ	จำนวนผู้ถือหุ้น (ราย)	จำนวนหุ้นที่ถือ (ล้านหุ้น)	สัดส่วนการถือหุ้น
1	ไทย	10	13,103	39.27%
2	ฮ่องกง	3	6,182	18.53%
3	สวิส	2	4,462	13.37%
4	หมู่เกาะเวอร์จิน(อังกฤษ)	3	1,696	5.08%
5	อังกฤษ	1	187	0.56%
	รวม	19	25,630	76.81%

## ข้อมูลรายชื่อผู้ถือหุ้น

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	สัดส่วน การถือหุ้น (%)	สัญชาติ	จำนวนหุ้นที่ ถือ (ล้าน หุ้น)	มูลค่าหุ้นทั้งหมด (ล้านบาท)
1	บริษัทเครื่องเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด	19.96%	ไทย	6,661.11	26,644.43
2	China Mobile International Holdings Limited	13.47%	ฮ่องกง	4,495.87	17,983.47
3	Ubs Ag Hong Kong Branch	8.99%	สวิซ	2,999.26	11,997.06
4	บริษัทไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	6.24%	ไทย	2,083.22	8,332.86
5	China Mobile International Holdings Limited	4.53%	ฮ่องกง	1,510.49	6,041.96
6	บริษัทยูนิค เน็ตเวิร์ค จำกัด	4.41%	ไทย	1,472.21	5,888.83
7	Credit Suisse Ag, Singapore Branch	4.38%	สวิซ	1,462.96	5,851.82
8	Worth Access Trading Limited	3.05%	หมู่เกาะเวอร์จิน (อังกฤษ)	1,017.60	4,070.39
9	บริษัทไวต์ บรอด คาสท์ จำกัด	2.87%	ไทย	957.29	3,829.16
10	บริษัทซี.พี.อินเตอร์ฟู้ด (ไทยแลนด์) จำกัด	2.29%	ไทย	763.98	3,055.93
11	C.P. Foods International Limited	1.42%	หมู่เกาะเวอร์จิน (อังกฤษ)	474.60	1,898.42
12	บริษัทกรุงเทพโปรตีน จำกัด (มหาชน)	0.80%	ไทย	266.10	1,064.42
13	บริษัทเจริญโภคภัณฑ์โฮลดิ้ง จำกัด	0.80%	ไทย	266.95	1,067.81
14	บริษัทเกษตรภัณฑ์อุตสาหกรรม จำกัด	0.70%	ไทย	232.07	928.28
15	บริษัทซี.พี.โฮลดิ้ง (ประเทศไทย) จำกัด	0.63%	ไทย	209.27	837.07
16	Creative Light Investments Limited	0.61%	หมู่เกาะเวอร์จิน (อังกฤษ)	204.26	817.04
17	บริษัทคิวเอส ซอฟต์แวร์ ซิสเต็มส์ จำกัด	0.57%	ไทย	190.50	761.99
18	Chase Nominees Limited	0.56%	อังกฤษ	186.63	746.54
19	Uob Kay Hian (Hong Kong) Limited - Client Account	0.53%	ฮ่องกง	175.86	703.43
	รวม	76.81%		25,630.23	102,520.90



## ข้อมูลทั่วไป

ข้อมูลจากการประชุมผู้ถือหุ้น 30 เมษายน 2560

ชื่อบริษัท	บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) CP ALL PUBLIC COMPANY LIMITED
ประเภทกิจการ	บริษัทมหาชน
วันที่จดทะเบียน	12 มีนาคม 2542
ทุนจดทะเบียนปัจจุบัน (บาท)	8,986,296,048
ประเภทธุรกิจ	1. ดำเนินกิจการร้านค้าสะดวกซื้อ เพื่อจำหน่ายสินค้าอุปโภค-บริโภค (47113)
ข้อมูลรายชื่อกรรมการ	1.นาย ปรีดี บุญยัง 2.นาย ผดุง เตชะศรีรินทร์ 3.นาย ธนินท์ เจียร รนวนท์ 4.นาย ก่อศักดิ์ ไชยรัศมีศักดิ์ 5.นาย สุภกิต เจียรนวนนท์ 6.นาย อติเรก ศรีประทักษ์ 7.นาย อำนวย สรรพสิทธิ์วงศ์ 8.นาย ณรงค์ เจียรนวนนท์ 9.นาย ประเสริฐ จารุพนิช 10.นาย พิทยา เจียร วิสิฐกุล 11.นาย ปิยะวัฒน์ ฐิตะสัทธาวรกุล 12.นาย โกเมน ภัทร ภิรมย์ 13.นาย ธานินทร์ บุรณมานิต 14.พล.ต.อ. พัชรวาท วงษ์ สุวรรณ 15.นาย ประสพสุข บุญเดช

## ข้อมูลผู้ถือหุ้น

ข้อมูลสัญชาติผู้ถือหุ้น

ลำดับ	สัญชาติ	จำนวนผู้ถือหุ้น (ราย)	จำนวนหุ้นที่ถือ (ล้าน หุ้น)	สัดส่วนการถือ หุ้น
1	ไทย	11	4,267.39	47.48%
2	อังกฤษ	6	1,276.90	14.21%
3	อเมริกัน	3	456.64	5.08%
4	สิงคโปร์	3	371.17	4.14%
5	ฮ่องกง	2	191.39	2.13%
6	หมู่เกาะเวอร์จิน(อังกฤษ)	1	83.00	0.92%
7	ประเทศอื่น	1	61.50	0.68%
8	สวิสเซอร์แลนด์	1	60.47	0.67%
	รวม	28	6,768.45	75.31%

## ข้อมูลรายชื่อผู้ถือหุ้น

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	สัดส่วนการ ถือหุ้น (%)	สัญชาติ	จำนวนหุ้นที่ ถือ (ล้านหุ้น)	มูลค่าหุ้นทั้งหมด (ล้านบาท)
1	บริษัทซี.พี.เมอร์แซนไดซิง จำกัด	31.33%	ไทย	2,814.75	2,814.75
2	บริษัทไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	6.84%	ไทย	614.88	614.88
3	Little down Nominees Limited	4.47%	อังกฤษ	401.84	401.84
4	Chase Nominees Limited	4.08%	อังกฤษ	366.65	366.65
5	Norbax, Inc.	2.90%	อเมริกัน	260.43	260.43
6	State Street Bank Europe Limited	2.67%	อังกฤษ	239.78	239.78
7	Citibank Nominees Singapore Pte Ltd-Ubs Ag Ldn C.P. Foods Holding Ltd.	2.00%	สิงคโปร์	179.36	179.36
8	บริษัทยู เอ็น เอส อโกรเคมีคัล จำกัด	2.00%	ไทย	180.00	180.00
9	บริษัทเครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด	1.64%	ไทย	147.77	147.77
10	Gic Private Limited	1.22%	สิงคโปร์	109.35	109.35
11	State Street Bank And Trust Company	1.20%	อเมริกัน	108.12	108.12
12	บริษัทกรุงเทพโปรดีวิส จำกัด (มหาชน)	1.11%	ไทย	100.00	100.00
13	Credit Suisse (Hong Kong) Limited	1.11%	ฮ่องกง	99.39	99.39
14	Chase C.S. Central Nominees Limited	1.10%	อังกฤษ	98.52	98.52
15	Aia Th-Eq4-P	1.02%	ฮ่องกง	92.00	92.00
16	The Bank Of New York (Nominees) Limited	1.00%	อังกฤษ	89.95	89.95
17	นพ. พงศ์ศักดิ์ ธรรมธัชอารี	0.99%	ไทย	88.57	88.57
18	The Bank Of New York Mellon	0.98%	อเมริกัน	88.09	88.09
19	Hsbc (Singapore) Nominees Pte Ltd	0.92%	สิงคโปร์	82.46	82.46
20	C.P. Foods International Limited	0.92%	หมู่เกาะเวอร์จิน (อังกฤษ)	83.00	83.00
21	Nortrust Nominees Ltd-Cl Ac	0.89%	อังกฤษ	80.15	80.15
22	น.ส. วลัยพร จิรภูมิมนตรี	0.83%	ไทย	74.80	74.80
23	สำนักงานประกันสังคม	0.83%	ไทย	74.50	74.50
24	นาย ปริญญา เขียวรวร	0.80%	ไทย	72.20	72.20
25	Rbc Investor Services Bank S.A.	0.68%	ประเทศอื่น	61.50	61.50

### ข้อมูลทั่วไป

ข้อมูลจากการประชุมผู้ถือหุ้น 19 เมษายน 2560

ชื่อบริษัท	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์โฮลดิ้ง จำกัด CHAROEN POKPHAND HOLDING CO.,LTD.
ประเภทกิจการ	บริษัทจำกัด
วันที่จดทะเบียน	22 กรกฎาคม 2535
ทุนจดทะเบียนปัจจุบัน (บาท)	9,150,000,000
ประเภทธุรกิจ	บริษัทลงทุน (64202)
ข้อมูลรายชื่อกรรมการ	1.นายธนิษฐ์ เจียรนวนนท์ 2.นายประเสริฐ พุ่งกุมาร 3.นายมิน เจียรวร 4.นายธีรยุทธ พิทยาอิสรกุล 5.นายบุญเลิศ ประภาภมร 6.นายประเสริฐ จารุพนิช 7.นายเอี่ยม งามดำรงค์

### ข้อมูลผู้ถือหุ้น

ข้อมูลสัญชาติผู้ถือหุ้น

ลำดับ	สัญชาติ	จำนวนผู้ถือหุ้น (ราย)	จำนวนหุ้นที่ถือ (ล้านหุ้น)	สัดส่วนการถือหุ้น
1	ไทย	7	915	100.00%
	รวม	7	915	100.00%

ข้อมูลรายชื่อผู้ถือหุ้น

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	สัดส่วนการ ถือหุ้น (%)	สัญชาติ	จำนวนผู้ถือหุ้น (หุ้น)	มูลค่าหุ้นทั้งหมด (ล้านบาท)
1	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์ จำกัด	100.00%	ไทย	914,999,994	9,149,999,940
2	นาย ธีรยุทธ พิทยาอิสรกุล	0.00%	ไทย	1	10
3	นาย บุญเลิศ ประภาภมร	0.00%	ไทย	1	10
4	นาย ประเสริฐ พุ่งกุมาร	0.00%	ไทย	1	10
5	นาย พงษ์เทพ เจียรนวนนท์	0.00%	ไทย	1	10
6	นาย มิน เจียรวร	0.00%	ไทย	1	10
7	นาย เอี่ยม งามดำรงค์	0.00%	ไทย	1	10
	รวม	100.00%		915,000,000	9,150,000,000.00

### ข้อมูลทั่วไป

เมื่อวันที่ประชุมผู้ถือหุ้น 19 เมษายน 2560

ชื่อบริษัท	บริษัท ซี.พี.โฮลดิ้ง (ประเทศไทย) จำกัด C.P. HOLDING (THAILAND) CO.,LTD.
ประเภทกิจการ	บริษัทจำกัด
วันที่จดทะเบียน	17 มิถุนายน 2535
ทุนจดทะเบียนปัจจุบัน (บาท)	2,000,000,000
ประเภทธุรกิจ	บริษัทลงทุน (64202)
ข้อมูลรายชื่อกรรมการ	1.นายธนิษฐ์ เจียรนวนนท์ 2.นาย มิน เจียรรวร 3.นายบุญเลิศ ประภาภมร

### ข้อมูลผู้ถือหุ้น

ข้อมูลสัญชาติผู้ถือหุ้น

ลำดับ	สัญชาติ	จำนวนผู้ถือหุ้น (ราย)	จำนวนหุ้นที่ถือ (ล้านหุ้น)	สัดส่วนการถือหุ้น
1	ไทย	7	200	100.00%
	รวม	7	200	100.00%

ข้อมูลรายชื่อผู้ถือหุ้น

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	สัดส่วนการถือหุ้น (%)	สัญชาติ	จำนวนหุ้นที่ถือ (หุ้น)	มูลค่าหุ้นทั้งหมด (บาท)
1	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์โฮลดิ้ง จำกัด	100.00%	ไทย	199,999,994	1,999,999,940.00
2	นาย จรัญ เจียรนวนนท์	0.00%	ไทย	1	10
3	นาย ธนิษฐ์ เจียรนวนนท์	0.00%	ไทย	1	10
4	นาย บุญเลิศ ประภาภมร	0.00%	ไทย	1	10
5	นาย มนต์รี เจียรนวนนท์	0.00%	ไทย	1	10
6	นาย มิน เจียรรวร	0.00%	ไทย	1	10
7	นาย สุเมธ เจียรนวนนท์	0.00%	ไทย	1	10
	รวม	100.00%		200,000,000	2,000,000,000.00

**ประวัติผู้เขียน**

ชื่อ	นางสาวชนุดม์ เตชะกุลเจริญ
วันเดือนปีเกิด	17 ธันวาคม 2532
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2555: อักษรศาสตรบัณฑิต มหาวิทยาลัย ศิลปากร
ตำแหน่งงาน	Brand and Customer Experience Executive The Shell Company of Thailand Limited
ประสบการณ์ทำงาน	2561-ปัจจุบัน: Brand and Customer Experience Executive The Shell Company of Thailand Limited

