

ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท
กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

Factors Affecting the Company's Sustainable Growth:
A Case Study of Listed Companies in the Market for Alternative
Investment (MAI)



ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนใน
ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

Factors Affecting the Company's Sustainable Growth:
A Case Study of Listed Companies in the Market for Alternative Investment (MAI)



อภิญญา จ้อยด้วง

การค้นคว้าอิสระเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

ปีการศึกษา 2562



©2564

อภิญญา จ้อยต้ว

สงวนลิขสิทธิ์

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
อนุมัติให้การค้นคว้าอิสระเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

เรื่อง ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาด
หลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ผู้วิจัย อภิญญา จ้อยด้วง

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

อาจารย์ที่ปรึกษา

(ดร.อัจฉรา โยมสินธุ์)

ผู้เชี่ยวชาญ

(ดร.กาญจนา ส่งวัฒนา)

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิริวรรณ รุจิพงษ์)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

3 มีนาคม 2564

อภิญญา จ้อยด้วง. ปริญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มีนาคม 2564, บัณฑิตวิทยาลัย
มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
เอ็ม เอ ไอ (87 หน้า)

อาจารย์ที่ปรึกษา: ดร.อัจฉรา โยมสินธุ์

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทซึ่งประกอบไปด้วย การกำกับดูแลกิจการ การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม และขนาดของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยใช้ข้อมูลทศวรรษระหว่างปี พ.ศ. 2558 - 2562 ที่รวบรวมจากรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) งบการเงินประจำปี รายงานประจำปี เว็บไซต์ของบริษัท และข้อมูลในระบบฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) ข้อมูลทั้งหมดได้นำมาวิเคราะห์โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา และสถิติเชิงอนุมานด้วยการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression)

ผลการศึกษาพบว่า การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นและอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ ในทางตรงกันข้าม อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมและขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

คำสำคัญ: อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน, การกำกับดูแลกิจการ, ผลการดำเนินงานของบริษัท, บริษัทจดทะเบียน, ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

Chuiduang, A. M.B.A., March 2021, Graduate School, Bangkok University.

Factors Affecting the Company's Sustainable Growth: A Case Study of Listed Companies in the Market for Alternative Investment (MAI) (87 pp.)

Advisor: Atchara Yomsin, DBA

ABSTRACT

This research aims to study the factors affecting the company's sustainable growth of listed companies in the Market for Alternative Investment (MAI), including corporate governance, ownership dispersion, debt to equity ratio, total asset turnover, and firm size. The study used secondary data during 2015 and 2019, collecting from the financial report, annual report, company website, and the SETSMART database. Data are analyzed using the multiple regression analysis

The results showed that the ownership dispersion and debt to equity ratio are negatively correlated with the sustainable growth rate, but the total asset turnover and firm size are positively correlated with the sustainable growth rate.

Keywords: Sustainable Growth Rate, Corporate Governance, Firm Performance, Listed company, The Market for Alternative Investment

กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยความกรุณาของ ดร.อัจฉรา โยมสินธุ์ อาจารย์ที่
ปรึกษางานวิจัยที่คอยดูแล ให้ความรู้ ชี้แนะแนวทางการศึกษาวิจัย ให้คำแนะนำ ดิฉัน ตรวจสอบ และ
แก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ ด้วยความเอาใจใส่และติดตามทุกขั้นตอน จนการค้นคว้าอิสระฉบับนี้มีความ
สมบูรณ์ครบถ้วนสำเร็จไปได้ด้วยดี ผู้วิจัยตระหนักถึงการเอาใจใส่ของท่าน จึงขอกราบขอบพระคุณเป็น
อย่างสูง ไว้ ณ โอกาสนี้

และขอขอบคุณครอบครัวที่คอยสนับสนุนและให้กำลังใจอยู่เสมอ นอกจากนี้ ผู้วิจัยต้อง
ขอขอบคุณเพื่อนๆ และบุคคลต่างๆ ที่ได้ให้ความช่วยเหลือแต่อาจจะไม่ได้กล่าวถึงในที่นี้ ผู้วิจัยรู้สึกซาบซึ้ง
ในความปรารถนาดีของท่านเป็นอย่างยิ่ง ขอกราบขอบพระคุณมา ณ โอกาสนี้ด้วย

อภิญญา จัยด้วง

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	จ
กิตติกรรมประกาศ	ฉ
สารบัญตาราง	ณ
สารบัญภาพ	ญ
บทที่ 1 บทนำ	
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย	4
1.3 ขอบเขตของการวิจัย	4
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	4
1.5 นิยามศัพท์เฉพาะ	5
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	
2.1 อัตราเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate: SGR)	6
2.2 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ	11
2.3 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)	14
2.4 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholders Theory)	18
2.5 ทฤษฎีความชอบธรรมหรือทฤษฎีชอบด้วยกฎหมาย (Legitimacy Theory)	19
2.6 การกำกับดูแลกิจการของสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)	20
2.7 แนวคิดเกี่ยวกับความเป็นเจ้าของ	23
2.8 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	26
2.9 ตารางสรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	29
2.10 สมมติฐานการวิจัย	35
2.11 กรอบแนวคิดการวิจัย	36

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย	
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	37
3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล	38
3.3 แบบจำลอง (Model) และเครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา	41
3.4 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล	42
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล	
4.1 สรุปผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	44
4.2 การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity)	46
4.3 การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างค่าความคาดเคลื่อน (Autocorrelation) ในสมการถดถอย	47
4.4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)	49
4.5 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน	52
บทที่ 5 สรุปผล อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ	
5.1 สรุปผลการวิจัย	55
5.2 อภิปรายผลการวิจัย	56
5.3 ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย	59
5.4 ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป	59
5.5 ข้อจำกัดของการวิจัย	60
บรรณานุกรม	61
ภาคผนวก	67
ภาคผนวก ก รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ	68
ภาคผนวก ข รายชื่อบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในงานวิจัย	78
ประวัติผู้เขียน	87
เอกสารข้อตกลงว่าด้วยการอนุญาตให้ใช้สิทธิ์ในรายงานการค้นคว้าอิสระ	

สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 2.1: ระดับคะแนนประเมินการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการ	22
ตารางที่ 2.2: สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	30
ตารางที่ 3.1: ตารางแสดงค่าของตัวแปรในแต่ละช่วงคะแนนการสำรวจ	39
ตารางที่ 3.2: สรุปวิธีที่ใช้ในการวัดมูลค่าของตัวแปรที่ศึกษา	40
ตารางที่ 4.1: ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา	45
ตารางที่ 4.2: ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแบบ Pearson Correlation Coefficient	46
ตารางที่ 4.3: เงื่อนไขการพิจารณาค่าสถิติ Durbin-Watson สำหรับปัญหา Autocorrelation	48
ตารางที่ 4.4: ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณแบบกำลังสองน้อยที่สุด (OLS)	50
ตารางที่ 5.1: สรุปผลการวิเคราะห์เปรียบเทียบกับสมมติฐาน	55

สารบัญภาพ

	หน้า
ภาพที่ 2.1: ความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้น คณะกรรมการ และฝ่ายจัดการ	14
ภาพที่ 2.2: แนวคิดตัวแทนของกิจการ	16
ภาพที่ 2.3: กรอบแนวคิดการวิจัย	36
ภาพที่ 4.1: เงื่อนไขการพิจารณาค่าสถิติ Durbin-Watson สำหรับปัญหา Autocorrelation	49



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การเปลี่ยนทางเทคโนโลยีอย่างรวดเร็วทำให้ในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา มีนวัตกรรมและบริษัทรูปแบบใหม่ๆ เกิดขึ้นมากมาย ธุรกิจจึงต้องแข่งขันกับทั้งคู่แข่งทางตรงและคู่แข่งที่มองไม่เห็นมากมาย หนึ่งในคำถามสำคัญที่องค์กรต้องเผชิญคือจะหาอย่างไรให้องค์กรอยู่รอดต่อไปได้ ซึ่งปัญหาต่างๆ ที่องค์กรต้องเผชิญนั้นมีความซับซ้อนมากขึ้นเรื่อยๆ โดยก่อนหน้านี้ในช่วง 1 ศตวรรษที่ผ่านมา ธุรกิจต่างต้องเผชิญกับปัญหาวิกฤติเศรษฐกิจทางการเงินอย่างต่อเนื่อง ไม่ว่าจะเป็นวิกฤติ Great Depression ปี ค.ศ. 1930 ในสหรัฐอเมริกาและยุโรป, วิกฤติน้ำมัน หรือ Oil Crisis ปี ค.ศ. 1973 ในประเทศอิสราเอล, สหรัฐอเมริกา และกลุ่มประเทศผู้ส่งออกน้ำมันเป็นสินค้าออก (OPEC), วิกฤติต้มยำกุ้ง ปี ค.ศ. 1997 ในประเทศไทย, วิกฤติฟองสบู่ดอทคอม ปี ค.ศ. 2000 ในสหรัฐอเมริกา, วิกฤติแฮมเบอร์เกอร์ หรือ Subprime Mortgage Crisis ปี ค.ศ. 2008 ในสหรัฐอเมริกา และสถานการณ์ล่าสุดที่ธุรกิจส่วนใหญ่ต้องเผชิญคือการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัส COVID-19 ในปี ค.ศ. 2020 ซึ่งปัญหาเหล่านี้ทำให้ธุรกิจหลายแห่งประสบกับปัญหาทางการเงินและต้องลดค่าใช้จ่ายโดยการเลิกจ้างพนักงานหรือบางบริษัทอาจประสบปัญหาทางการเงินที่ไม่สามารถแบกรับต่อไปได้จนต้องปิดกิจการลงในที่สุด (Mumu, Susanto & Gainau, 2019)

Garrison (2005) ได้ศึกษาการเติบโตอย่างยั่งยืนทางธุรกิจพบว่า การดำเนินธุรกิจจากช่วงเวลาหนึ่งถึงช่วงเวลาหนึ่งธุรกิจอาจดำเนินไปสู่ปัญหา ถ้าไม่ควบคุมการเติบโตอย่างเหมาะสม การเติบโตที่ไม่สามารถให้อยู่ภายใต้การควบคุมได้ จะนำไปสู่ผลการประกอบการที่น้อยกว่าที่ควรจะเป็น หรืออาจนำไปสู่ปัญหาด้านการเงิน ทั้งปัญหาด้านแหล่งที่มาของเงินทุนและการบริหารจัดการเงิน โดยแต่ละองค์กรจะมีผู้จัดการฝ่ายการเงินทำหน้าที่ในการตัดสินใจและแก้ไขปัญหาด้านการเงินเพื่อให้องค์กรสามารถอยู่รอดและมีโอกาสในการเติบโตขึ้นได้ ซึ่งการบริหารการเติบโตขององค์กรนั้นจำเป็นที่จะต้องสร้างความสมดุลที่เหมาะสมระหว่างวัตถุประสงค์ทางธุรกิจและการสร้างยอดขาย บริษัทหลายแห่งล้มละลายเนื่องจากมีการเติบโตที่สูงขึ้นอย่างรวดเร็วจนไม่สามารถรักษาสอดคล้องกับแหล่งเงินทุนของบริษัทได้ องค์กรจึงควรรักษาสอดคล้องในการเติบโตให้สอดคล้องกับแหล่งเงินทุนและความสามารถของบริษัท (Horne & Wachowicz, 2005) ซึ่งอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนถือเป็นหนึ่งในเป้าหมายสำคัญของบริษัทที่ต้องการประสบความสำเร็จ โดยมีแนวคิดที่ว่าบริษัทที่สามารถจัดการและรักษาสอดคล้องด้านการเงินได้คือบริษัทที่อยู่ในสถานะที่ดี (Rahim,

2017) ซึ่งอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate: SGR) คือ การเติบโตสูงสุดของยอดขายที่องค์กรสามารถทำได้โดยไม่ต้องจัดหาเงินทุนภายนอกเพิ่มเติม (Higgins, 1977) โดยจะส่งผลต่อความมั่นคงของสถานะและระบบการเงินและจะช่วยให้บริษัทสามารถอยู่รอดได้ แม้จะเจอกับปัญหาวิกฤติเศรษฐกิจที่จะเกิดขึ้นตามวัฏจักรเศรษฐกิจ นอกจากนี้ การติดตามสถานการณ์ปัจจุบันหรือกิจกรรมของบริษัทอย่างต่อเนื่องเพื่อให้ทราบถึงปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนจะช่วยให้องค์กรสามารถวางแผนทางการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้นอีกด้วย

เกศรา มัญชุศรี (2558) กรรมการและผู้จัดการ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กล่าวว่า การดำเนินธุรกิจเพื่อการเติบโตเพียงอย่างเดียวไม่เพียงพอ แต่ต้องมองถึงการเติบโตอย่างยั่งยืนให้มากขึ้นด้วย ซึ่งการกำกับดูแลกิจการเป็นพื้นฐานที่สำคัญของการเติบโตอย่างยั่งยืนขององค์กร โดยเริ่มแรกองค์กรมักจะมองถึงเรื่องการเติบโตในระยะสั้นเท่านั้น แต่เมื่อนำบริษัทเข้าจดทะเบียนแล้ว ตลาดหลักทรัพย์ฯ จะมีแนวทางในการสนับสนุนให้องค์กรเล็งเห็นถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่จะก่อให้เกิดการเติบโตอย่างยั่งยืนตามมา โดยในอดีตองค์กรมุ่งเน้นไปที่การสร้างผลกำไรโดยมีแนวคิดว่าผลกำไรเป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่สำคัญของบริษัท แต่ในปัจจุบันนักลงทุนส่วนมากให้ความสำคัญกับบริษัทที่มีการเติบโตอย่างยั่งยืนมากกว่าการหวังผลกำไรในระยะสั้น จึงทำให้องค์กรหันมาสนใจด้านการเติบโตอย่างยั่งยืนมากขึ้น ซึ่งนักลงทุนมองว่าการเติบโตอย่างยั่งยืนถือเป็นเครื่องมือที่มีความสำคัญในการประเมินความแข็งแกร่ง, ศักยภาพ และความอยู่รอดขององค์กรในระยะยาว

ประเทศไทยมีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เพื่อให้บริษัทสามารถระดมเงินทุนระยะยาวเพื่อใช้ในการลงทุนและดำเนินธุรกิจได้ตามต้องการ โดยไม่มีภาระดอกเบี้ยเงินกู้และสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม บริษัทที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้นั้น จะต้องเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ มีทุนจดทะเบียนตั้งแต่ 300 ล้านบาทขึ้นไป จึงก่อให้เกิดความเสียเปรียบแก่บริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กที่มีทุนจดทะเบียนไม่ถึง 300 ล้านบาท ที่ต้องการระดมเงินทุน ดังนั้น จึงได้มีการจัดตั้ง ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) ขึ้น เพื่อเปิดโอกาสให้แก่บริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมที่มีศักยภาพในการเติบโตในอนาคตและมีทุนจดทะเบียนตั้งแต่ 20 ล้านบาทขึ้นไป สามารถเข้ามาระดมเงินทุนจากภาคประชาชนโดยตรง ซึ่งช่วยให้บริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมสามารถเพิ่มความยืดหยุ่นในการบริหารต้นทุนทางการเงินได้มากขึ้น และรองรับความไม่แน่นอนทางภาวะเศรษฐกิจและอัตราดอกเบี้ยที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตจากการกักเงินจากสถาบันการเงินที่ทำให้บริษัทต้องจ่ายดอกเบี้ยแม้ว่าจะมีผลขาดทุน

จากการดำเนินงานก็ตาม (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2563) โดยตั้งแต่ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ได้ก่อตั้งขึ้นจนถึงปี 2562 มีบริษัทจดทะเบียนทั้งสิ้น 171 บริษัท ซึ่งในบางปีมีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ย้ายไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ มีประสิทธิภาพและความสามารถในการทำกำไรที่ดีจนสามารถขยายกิจการให้เจริญเติบโตได้อย่างรวดเร็ว

งานวิจัยในอดีต เช่น การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางตลาดกระแสเงินสดอิสระกับอัตราเติบโตอย่างยั่งยืน ของภูเบศ มาให้ ในปี พ.ศ. 2561 ได้มีการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยประชากรเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (SET) แต่เนื่องจากบริษัทที่สามารถจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (SET) ได้นั้น จะต้องเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งบริษัทที่มีขนาดใหญ่มักจะเข้าสู่จุดอิ่มตัวแล้วและทำให้มีอัตราการเติบโตต่ำกว่าบริษัทขนาดกลางหรือขนาดเล็ก ดังนั้น การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งเป็นกลุ่มบริษัทที่ขนาดกลางและขนาดเล็กและมีอัตราการเติบโตสูง อาจทำให้สามารถสะท้อนถึงความสัมพันธ์ที่แท้จริงของปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของธุรกิจได้ชัดเจนมากขึ้น

งานวิจัยนี้สนใจศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทซึ่งประกอบไปด้วย การกำกับดูแลกิจการ การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม และขนาดของกิจการ ที่อาจส่งผลกระทบต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR) โดยศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทพิจารณาจากอัตราการจ่ายปันผลและผลการดำเนินงานทางการเงินของส่วนของผู้ถือหุ้น เช่น อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ถ้าอัตราส่วนของผู้ถือหุ้นมากขึ้นอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนจะมากขึ้นตามไปด้วย ในทางตรงกันข้ามถ้าอัตราการจ่ายปันผลสูงขึ้นอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจะลดลง (Kijewska, 2016) ดังนั้น การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจึงสามารถใช้เป็นแนวทางในการวางแผนจัดการนโยบายหรือกลยุทธ์ต่างๆ ของบริษัทได้ นอกจากนี้นักลงทุนยังสามารถใช้ข้อมูลอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทในการประกอบการตัดสินใจการลงทุนได้อีกด้วย

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1.2.1 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ (CG Rating) และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR)

1.2.2 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (% Free Float) และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR)

1.2.3 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR)

1.2.4 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR)

1.2.5 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของกิจการ (Firm Size) และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR)

1.3 ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ระหว่างปี พ.ศ. 2558 – 2562 รวมทั้งสิ้น 594 ตัวอย่าง โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากฐานข้อมูล SETSMART

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.4.1 ทำให้ทราบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ (CG Rating) และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR)

1.4.2 ทำให้ทราบความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (% Free Float) และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR)

1.4.3 ทำให้ทราบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR)

1.4.4 ทำให้ทราบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR)

1.4.5 ทำให้ทราบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของกิจการ (Firm Size) และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR)

1.5 นิยามศัพท์เฉพาะ

1.5.1 อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (Sustainable Growth Rate: SGR) หมายถึง ค่าทำนายอัตราการเติบโตของกิจการโดยที่ไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงทางการเงิน (Mumu, et al., 2019) ซึ่งคำนวณได้จาก

$$\text{อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR)} = \text{ROE} (1 - \text{Dividend Payout Ratio})$$

1.5.2 การกำกับดูแลกิจการ (CG Rating) หมายถึง ความสัมพันธ์ในเชิงการกำกับดูแล รวมทั้งกลไกมาตรการที่ใช้กับการตัดสินใจของคนในองค์กรให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ ซึ่งรวมถึง (1) การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลัก (objectives) (2) การกำหนดกลยุทธ์ นโยบาย และพิจารณาอนุมัติแผนงานและงบประมาณ และ (3) การติดตาม ประเมิน และดูแลการรายงานผลการดำเนินงาน (หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560, 2560) ซึ่งในงานวิจัยนี้ใช้ผลการประเมินของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) เป็นตัวชี้วัด

1.5.3 การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (% Free Float) หมายถึง ร้อยละของจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ไม่ได้เป็นผู้ที่มีส่วนร่วมในการบริหารงาน (Strategic Shareholders)

1.5.4 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) หมายถึง อัตราส่วนทางการเงินที่เปรียบเทียบระหว่างหนี้สินรวม (Total Debt) กับส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity) ซึ่งคำนวณได้จาก

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

1.5.5 อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) หมายถึง อัตราส่วนทางการเงินที่เปรียบเทียบระหว่างยอดขายหรือรายได้รวม (Sales or Total Revenue) กับสินทรัพย์รวม (Total Assets) ซึ่งคำนวณได้จาก

$$\text{อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม} = \frac{\text{ยอดขายหรือรายได้รวม}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

1.5.6 ขนาดของกิจการ (Firm Size) หมายถึง มูลค่าของสินทรัพย์รวมของบริษัท วัดจากค่า Natural Logarithm ของสินทรัพย์รวม (Mumu, et al., 2019)

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในการศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่ส่งผลต่อเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ผู้วิจัยได้ทบทวนและรวบรวมวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องทั้งในและต่างประเทศ เพื่อเป็นแนวทางในการศึกษาวิจัย โดยผู้วิจัยได้แบ่งเนื้อหาของการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

- 2.1 อัตราเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate: SGR)
- 2.2 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ
- 2.3 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)
- 2.4 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholders Theory)
- 2.5 ทฤษฎีความชอบธรรมหรือทฤษฎีชอบด้วยกฎหมาย (Legitimacy Theory)
- 2.6 การกำกับดูแลกิจการของสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)
- 2.7 แนวคิดเกี่ยวกับความเป็นเจ้าของ
- 2.8 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- 2.9 ตารางสรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- 2.10 สมมติฐานการวิจัย
- 2.11 กรอบแนวคิดการวิจัย

2.1 อัตราเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate: SGR)

2.1.1 ความหมายของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน

Higgins (1977) ได้ให้ความหมายว่า อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน คือ อัตราการเติบโตสูงสุดของยอดขายหรือรายได้ที่สามารถทำได้ โดยไม่ต้องเปลี่ยนนโยบายการดำเนินงานและการจัดหาเงินทุน ซึ่งการเติบโตไม่จำเป็นต้องทำให้สูงที่สุด แต่บริษัทควรที่จะควบคุมการเติบโตให้อยู่ในสถานะที่ควบคุมการเงินให้เกิดความแข็งแกร่งที่สุด

Donaldson (1984) ได้สรุปว่าอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน คือ การที่ธุรกิจเชื่อมโยงระหว่างความสามารถของธุรกิจในการเติบโตและนโยบายทางการเงิน ในเงื่อนไขที่ธุรกิจไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน โดยอยู่บนแผนทางการเงิน คือ 1) สินทรัพย์ของธุรกิจเติบโต ในสัดส่วนของยอดขายที่เกิดจากการใช้สินทรัพย์

นั้น 2) รายได้สุทธิ (Net Income) มีสัดส่วนคงที่ของยอดขาย 3) ธุรกิจมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลและอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเหมาะสม 4) ธุรกิจไม่มีการเปลี่ยนจำนวนหุ้นที่มีอยู่

Platti, et. al (1995) ได้สรุปว่าอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนหมายถึง อัตราที่ยอดขายและสินทรัพย์ของบริษัทสามารถเติบโตได้ หากบริษัทไม่ออกหุ้นใหม่และต้องรักษาโครงสร้างเงินทุนไว้

Horne (1998) ได้ให้ความหมายว่าอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน คือเปอร์เซ็นต์ของการเติบโตสูงสุดของยอดขายที่สามารถทำได้ตามเป้าหมายการดำเนินงาน, หนี้สิน และอัตราการจ่ายเงินปันผล ด้วยรูปแบบการเติบโตอย่างยั่งยืนสามารถระบุได้ว่าจุดประสงค์ของการเติบโตของยอดขายของบริษัทนั้น สอดคล้องกับลักษณะการดำเนินงานและเป้าหมายทางการเงินหรือไม่

Churchill & Mullins (2001) ได้สรุปว่าอัตราการเติบโตการเติบโตอย่างยั่งยืน คืออัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัท โดยที่บริษัทไม่ต้องใช้เงินทุนเพิ่มเติม

Campbell (2004) สรุปไว้ว่าอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนคือ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนสูงสุดของบริษัท โดยไม่ต้องเพิ่มภาระหนี้สินทางการเงินของบริษัท

Hawawini & Viallet (2007, p. 163) ได้ให้ความหมายว่าอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน คืออัตราการเติบโตสูงสุดของยอดขายที่บริษัทสามารถทำได้โดยไม่ต้องออกหุ้นใหม่หรือเปลี่ยนแปลงนโยบายการดำเนินงาน (อัตรากำไรจากการดำเนินงานและการหมุนเวียนของเงินทุนยังคงเหมือนเดิม) หรือนโยบายการจัดหาเงินทุน (อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนและอัตราการจ่ายเงินปันผลยังคงเหมือนเดิม)

Raisch & VonKrogh (2007) พบว่าอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนเป็นขีดจำกัดการเติบโตขององค์กรและอาจช่วยให้ผู้บริหารทราบว่าบริษัทควรจะหยุดหรือเพิ่มอัตราการเติบโต ณ ช่วงเวลาใด

Huang & Liu (2009) อธิบายว่าอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนหมายถึง การเติบโตที่แท้จริงของบริษัทซึ่งจะต้องสอดคล้องกับทรัพยากรที่บริษัทมีอยู่ โดยการเติบโตที่เร็วหรือช้ากว่าอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนสามารถสร้างปัญหามากมายให้กับบริษัท ซึ่งอาจส่งผลเสียต่อบริษัทในระยะยาวได้

Kikewska (2016) ได้ให้ความหมายว่าอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนหรือเรียกได้ว่าเป็นการเติบโตในระยะยาวของกิจการ คืออัตราการเติบโตสูงสุดของยอดขายที่กิจการสามารถทำได้โดยไม่ต้องออกหุ้นเพิ่มหรือเปลี่ยนแปลงนโยบายดำเนินงาน ซึ่งตั้งอยู่บนสมมติฐานคือต้องมีสัดส่วนเงินทุนคงที่ ไม่มีการเปลี่ยนแปลง เป็นการเติบโตที่พิจารณาโครงสร้างเงินทุนเป็นหลัก เนื่องจากผู้บริหารต้องกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมเพราะต้องเก็บรักษาเงินทุนเป็นส่วนเพิ่มของกำไรสะสม

2.1.2 แบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของ Higgins

แนวคิดอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนที่ได้รับการพัฒนาโดย Robert C. Higgins ในปี ค.ศ. 1977 ซึ่งประกอบด้วยอัตราส่วนทางบัญชี 4 ประเภท ได้แก่ การจ่ายเงินปันผล, อัตรากำไร, การหมุนเวียนของสินทรัพย์ และโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสมการอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของ Higgins สามารถเขียนได้ดังนี้ (Yang & Gan, 2019)

$$SGR = b \times P \times Q \times L_0$$

โดยที่	SGR	=	อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate)
	b	=	อัตราการเก็บกำไรไว้ (Retention Rate of Earnings)
	P	=	อัตรากำไร (กำไรสุทธิ / ยอดขายรวม)
	Q	=	อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (ยอดขายรวม / สินทรัพย์รวม)
	L_0	=	โครงสร้างเงินทุน (สินทรัพย์รวม / ส่วนของผู้ถือหุ้น)

เมื่อแทนค่าความหมายของตัวแปรแต่ละตัวจะสามารถเขียนสมการอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนเป็นสมการอย่างสั้น ได้ดังนี้

$$SGR = b \times \frac{NI}{TS} \times \frac{TS}{TA} \times \frac{TA}{E} = b \times \frac{NI}{E} = b \times ROE$$

หรือ

$$SGR = b \times ROE = (1 - d) \times ROE$$

เมื่อ	SGR	=	อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate)
	b	=	อัตราการเก็บกำไรไว้ (Retention Rate of Earnings)
	NI	=	กำไรสุทธิ (Net Income)
	TS	=	ยอดขายรวม (Total Sale)
	TA	=	สินทรัพย์รวม (Total Asset)
	E	=	ส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity)
	ROE	=	อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Return on Equity)
	d	=	อัตราการจ่ายปันผล (Dividend Payout Ratio)

ดังนั้นการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจึงขึ้นอยู่กับปัจจัย 2 ประการ ได้แก่ อัตราการเก็บรักษา (Retention Rate) หรืออัตราการจ่ายปันผล (Dividend Payout Ratio) และผลการดำเนินงานทางการเงินของส่วนของผู้ถือหุ้น เช่น อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Return on Equity) ถ้าอัตราส่วนของผู้ถือหุ้นมากขึ้นอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนจะมากขึ้นตามไปด้วย ในทางตรงกันข้ามถ้าอัตราการจ่ายปันผลสูงขึ้นอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจะลดลง (Kijewska, 2016)

2.1.3 แบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของ Horne

Horne (1987) ได้พัฒนารูปแบบการเติบโตอย่างยั่งยืนเพื่อวัดอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท โดยประกอบด้วย 4 อัตราส่วนทางบัญชี ได้แก่ อัตรากำไรสุทธิ, การหมุนเวียนของสินทรัพย์, อัตราการรักษาผลตอบแทน และอัตราส่วนสินทรัพย์รวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity Multiplier) ซึ่งแบบจำลองนี้ประกอบไปด้วยประสิทธิภาพในการขาย, ความสามารถทางการเงิน และนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ซึ่งสมการอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของ Horne สามารถเขียนได้ดังนี้ (Fonseka, Ramos & Tian, 2012)

$$SGR = \frac{b \times (NPBT/S) \times (1 + D/E)}{(A/S) - (b \times (NPBT/S) \times (1 + D/E))}$$

โดยที่ SGR = อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate)

b = อัตราการเก็บกำไรไว้ (Retention Rate of Earnings)

NPBT = กำไรสุทธีก่อนหักภาษี (Net Profit Before Tax)

S = ยอดขาย (Sales)

D/E = อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt to Equity Ratio)

A/S = สินทรัพย์รวมต่อการขาย

แบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของ Horne เป็นคำอธิบายเชิงปริมาณของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนซึ่งมีความแปรปรวนกับรายได้จากการขาย โดย Horne อธิบายว่าปัจจัยที่กำหนดของการเติบโตของยอดขายที่ต้องการนั้นคงที่กับสภาพความเป็นจริงของบริษัทและตลาดการเงิน

2.1.4 แบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของ Zakon

Zakon จาก Boston Consulting Group ได้พัฒนาแบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งมีการดังต่อไปนี้ (Wet, 2004)

$$SGR = D/E (R - i) p + R_p$$

โดยที่ SGR = อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate)

D/E = อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt to Equity Ratio)

R = เปอร์เซนต์ผลตอบแทนจากสินทรัพย์หลังหักภาษี

i = เปอร์เซนต์ดอกเบี้ยของหนี้หลังหักภาษี

p = สัดส่วนของกำไรสะสม

เมื่อวิเคราะห์องค์ประกอบของสมการพบว่า อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนถูกกำหนดในแง่ของความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ตลอดจนนโยบายทางการเงินที่เกี่ยวกับการจัดหาเครื่องมือทางการเงินและเงินปันผล

ในการวิจัยนี้ผู้วิจัยเลือกใช้แบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนอย่างสั้นของ Higgins เนื่องจากเป็นสมการที่ได้รับการยอมรับและใช้กันอย่างแพร่หลายในหลายงานวิจัย โดยสามารถคำนวณได้ง่ายและใช้ข้อมูลไม่มาก

2.1.5 ความท้าทายของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน

ผู้เชี่ยวชาญด้านธุรกิจกล่าวว่า บริษัทจะไม่สามารถเติบโตอย่างยั่งยืนได้หากผู้บริหารไม่ใส่ใจในประเด็นสำคัญ 2 ประการ ได้แก่ กลยุทธ์การเติบโตและความสามารถในการเติบโต บริษัทที่สนใจเพียงข้อใดข้อหนึ่งจะเกิดความล้มเหลวในการพยายามสร้างแนวทางเพื่อการเติบโตอย่างยั่งยืนในระยะยาว ตัวอย่างเช่น หากบริษัทมีกลยุทธ์การเติบโตที่ดีมาก แต่ไม่ได้พยายามเพิ่มสิ่งอำนวยความสะดวกโครงสร้างพื้นฐาน จะทำให้ต้องใช้เวลานานในการเติบโตในระยะยาว ในทำนองเดียวกันบริษัทที่มีทรัพยากรเพียงพอและมีสิ่งอำนวยความสะดวกโครงสร้างพื้นฐาน แต่กลยุทธ์การเติบโตไม่ดีก็จะล้มเหลวในระยะยาวได้เช่นกัน การจะทำให้บริษัทบรรลุอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนถือเป็นความกังวลหลักของผู้บริหารบริษัทต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นบริษัทใหญ่หรือเล็ก และยิ่งในสภาพแวดล้อมโลกที่มีความซับซ้อนสูงในปัจจุบันไม่ว่าจะเป็นเรื่องเศรษฐกิจ การเมือง หรือการแข่งขันที่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว การบรรลุอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนยิ่งไม่ใช่เรื่องง่าย (Amouzesh, Moeinfar & Mousavi, 2011)

2.2 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นเครื่องมือหนึ่งที่ใช้วัดผลการดำเนินงานที่สามารถตรวจสอบได้ เพื่อปรับปรุงแก้ไขการดำเนินงานให้มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น ซึ่งมีความสำคัญต่อบริษัทจดทะเบียน หรือบริษัทมหาชนที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ อันเนื่องมาจากเป็นบริษัทที่ระดมทุนจากประชาชน หรือบุคคลภายนอกมาใช้เป็นแหล่งเงินทุนในการดำเนินธุรกิจ จึงมีผู้ถือหุ้นเป็นเจ้าของร่วมกัน หากแต่ผู้ถือหุ้นนั้นเป็นเจ้าของกิจการและไม่ได้บริหารกิจการเอง ทำให้ต้องแต่งตั้งคณะกรรมการให้เป็นผู้บริหารกิจการแทน เพื่อให้มั่นใจว่ากิจการได้ดำเนินไปเพื่อประโยชน์ในระยะยาวของผู้ลงทุน ผู้ถือหุ้น ผู้มีส่วนได้เสียต่อการดำเนินธุรกิจทุกฝ่าย ทั้งภายใน และภายนอกประเทศ อันจะนำไปสู่การเติบโตของบริษัทอย่างยั่งยืน

2.2.1 ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ

Cadbury (1992) ได้ให้ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ คือ ระบบที่บริษัทใช้ในการดำเนินงาน โดยที่ศูนย์กลางของระบบอยู่ที่คณะกรรมการบริษัท ซึ่งทำหน้าที่ภายใต้กฎหมาย กฎเกณฑ์ และผู้ถือหุ้นภายใต้การประชุมสามัญ โดยผู้ถือหุ้นมีความรับผิดชอบในการแต่งตั้งคณะกรรมการบริษัทและผู้สอบบัญชี

Keasey (1997) อธิบายว่าการกำกับดูแลกิจการเป็นแนวคิดเกี่ยวกับการควบคุมดูแลกิจการโดยให้ความสำคัญต่อโครงสร้างและกระบวนการที่เกี่ยวข้องกับการผลิต (Production) การตัดสินใจ (Decision - Making) การดูแลควบคุม (Control) และหน้าที่อื่นๆ ภายในองค์กร รวมถึงความรับผิดชอบต่อหน้าที่ (Accountability) ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งในกระบวนการกำกับดูแลกิจการที่แสดงถึงการควบคุมและการบริหารกิจการในการติดตามและประเมินผลในการดำเนินงาน เพื่อให้มั่นใจว่าเป็นที่พอใจของผู้ที่มีส่วนได้เสียในผลประโยชน์ที่เกิดขึ้น

Shleifer & Vishny (1997) ได้ให้ความหมายว่า การกำกับดูแลกิจการ คือ กลไกทั้งภายในและภายนอกและภายในที่ช่วยลดความขัดแย้งของหน่วยงานอันเกิดจากการแยกความเป็นเจ้าของและการควบคุม โดยกลไกเหล่านี้มีเป้าหมายเพื่อรับประกันผลตอบแทนจากการลงทุนของนักลงทุน

Goergen & Renneboog (2006) อธิบายว่า การกำกับดูแลกิจการ คือการรวมกันของกลไกที่ทำให้มั่นใจได้ว่าฝ่ายบริหาร (ตัวแทน) สามารถบริหารจัดการบริษัท เพื่อให้เกิดผลประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้เสีย โดยผู้มีส่วนได้เสียดังกล่าวอาจครอบคลุมถึงผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ ซัพพลายเออร์ ลูกค้า พนักงาน และบุคคลอื่นๆ ที่บริษัทดำเนินธุรกิจด้วย

Brenes, Madrigal & Requen (2011) ได้สรุปว่าการกำกับดูแลกิจการเป็นแนวทางและโครงสร้างการจัดการที่สร้างความสอดคล้องกันระหว่างการจัดระเบียบความเป็นเจ้าของและการจัดการธุรกิจ โดยการกำกับดูแลกิจการประกอบด้วย 3 องค์ประกอบที่แตกต่างกัน ได้แก่ การชุมนุมของผู้ถือหุ้น คณะกรรมการ และทีมผู้บริหารระดับสูง

Leblanc (2015) อธิบายว่า การกำกับดูแลกิจการ คือการควบคุมการจัดการเพื่อผลประโยชน์สูงสุดของบริษัท รวมถึงความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นในการเลือกกรรมการ ผู้สอบบัญชี และการลงคะแนนเสียงในการจ่ายเงิน

การกำกับดูแลกิจการ หมายถึง ความสัมพันธ์ในเชิงการกำกับดูแล รวมทั้งกลไกมาตรการที่ใช้กำกับการตัดสินใจของคนในองค์กรให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ ซึ่งรวมถึง (1) การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลัก (Objectives) (2) การกำหนดกลยุทธ์ นโยบาย และพิจารณาอนุมัติแผนงานและงบประมาณและ (3) การติดตาม ประเมิน และดูแลการรายงานผลการดำเนินงาน (หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560, 2560)

2.2.2 หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนเป็นการนำข้อปฏิบัติจากหลักการกำกับการดูแลกิจการขององค์การเพื่อความร่วมมือและการพัฒนาทางเศรษฐกิจ หรือ OECD (Organization for Economic Co-operation and Development) และข้อเสนอแนะของธนาคารโลกซึ่งแบ่งเนื้อหาออกเป็น 5 หมวดดังต่อไปนี้ (คณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติ, 2555)

1) สิทธิของผู้ถือหุ้น ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในความเป็นเจ้าของโดยควบคุมบริษัทผ่านการแต่งตั้งคณะกรรมการให้ทำหน้าที่แทนตน ซึ่งมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัท บริษัทจึงควรส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิของตน

2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน ผู้ถือหุ้นทุกราย ทั้งผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่ไม่เป็นผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นต่างชาติ รวมทั้งผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบัน ควรได้รับการปฏิบัติที่เป็นธรรม และเท่าเทียมกัน ไม่ละเมิดสิทธิของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย

3) บทบาทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียควรได้รับการดูแลจากบริษัทตามสิทธิที่มีตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง คณะกรรมการควรพิจารณาให้มีกระบวนการส่งเสริมให้เกิดความร่วมมือระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในการสร้างความมั่งคั่ง ความมั่นคงทางการเงินและความยั่งยืนของกิจการ

4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส คณะกรรมการควรให้ความมั่นใจว่ามีการเปิดเผยข้อมูลอย่างถูกต้อง ครบถ้วน และทันเวลา เช่น สถานการณ์และผลการดำเนินงาน วัตถุประสงค์ของกิจการ ค่าตอบแทนผู้บริหาร ปัจจัยความเสี่ยงโครงสร้างการกำกับดูแล เป็นต้น

5) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ คณะกรรมการควรให้ความมั่นใจว่า แนวทางเชิงกลยุทธ์ของกิจการช่วยให้เกิดการติดตามดูแลอย่างมีประสิทธิภาพ ตามความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติตามหน้าที่ของคณะกรรมการต่อกิจการและผู้ถือหุ้น

จะเห็นได้ว่าการกำกับดูแลเป็นสิ่งที่เกี่ยวข้องกับหลายฝ่ายและหลากหลายองค์กร ทั้งภาครัฐ เอกชน และพนักงานทุกคนที่อยู่ในแต่ละองค์กร ทั้งนี้ทุกฝ่ายจะต้องมีส่วนร่วมและส่งเสริมให้เกิดขึ้นเพื่อนำไปการปฏิบัติให้เป็นรูปธรรมและเกิดการเติบโตอย่างยั่งยืน

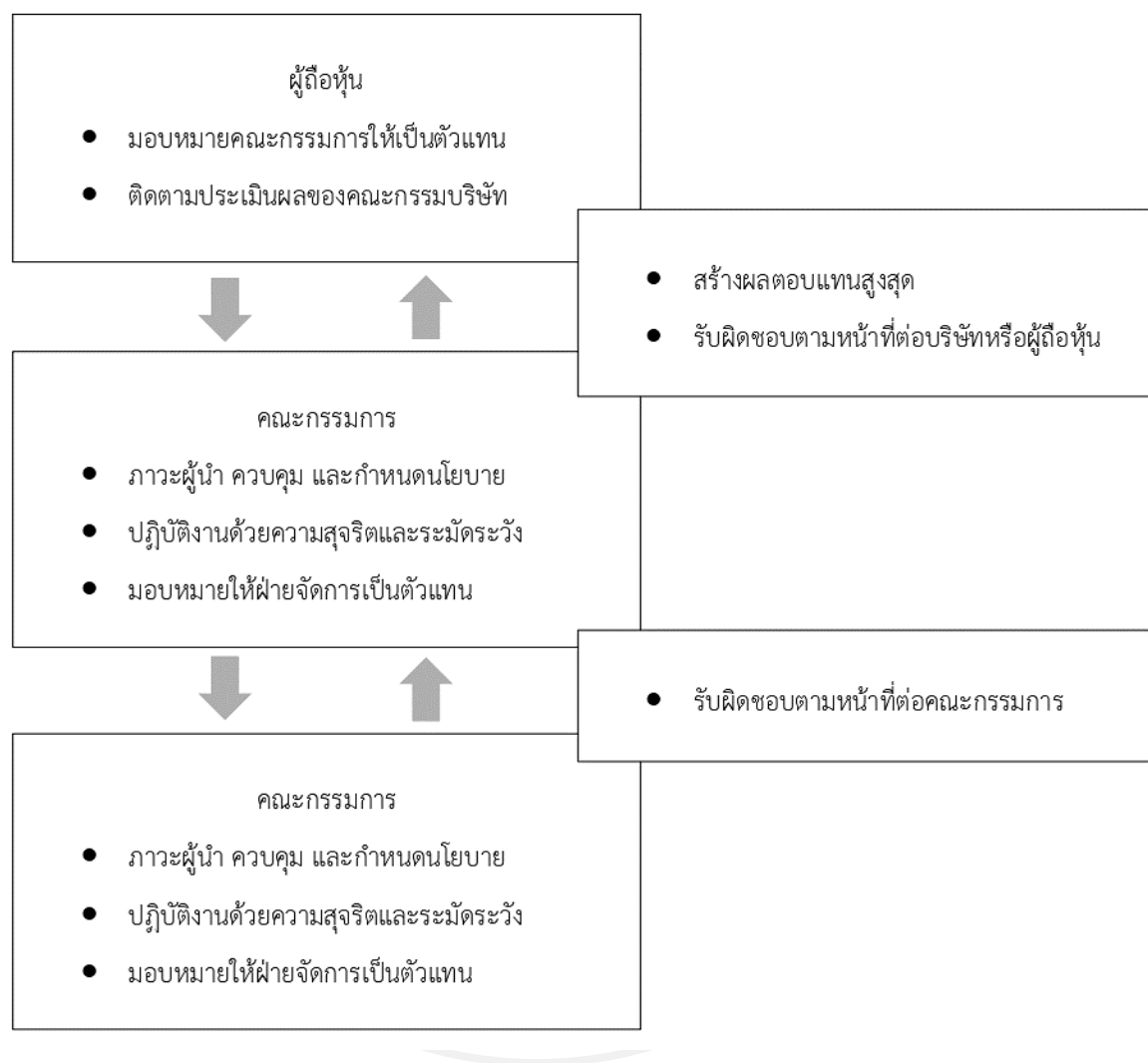
2.2.3 แผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน

จากการประเมินสถานะปัจจุบันที่มีผลต่อการพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน แนวโน้มพัฒนาการของโลก ยุทธศาสตร์ของประเทศที่เกี่ยวข้อง ความท้าทายของการเติบโตทางเศรษฐกิจไทยอย่างยั่งยืน รวมทั้งตระหนักถึงความต้องการ โอกาส ปัญหา และอุปสรรคของภาคส่วนต่างๆ ในตลาดทุนไทยแล้ว คณะกรรมการของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) ได้เห็นชอบแผนพัฒนาความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียน (Sustainability Development Roadmap) ระยะ 5 ปี โดยเน้นให้ความสำคัญใน 3 ด้าน คือ (1) ด้านการสร้างผลการดำเนินงานที่ดีให้กิจการอย่างยั่งยืนและน่าเชื่อถือ โดยเน้นการปฏิบัติอย่างจริงจัง (2) ด้านความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม และ (3) ด้านการสร้างวัฒนธรรมการไม่คอร์รัปชัน

2.2.4 ความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้น คณะกรรมการ และฝ่ายจัดการ

“ผู้ถือหุ้น” จะมอบหมายคณะกรรมการให้เป็นตัวแทน และติดตามประเมินผลของคณะกรรมการ ในขณะที่ “คณะกรรมการ” จะใช้ภาวะผู้นำ ควบคุม และกำหนดนโยบาย โดยปฏิบัติงานด้วยความสุจริต และระมัดระวัง แล้วมอบหมายให้ฝ่ายจัดการเป็นตัวแทนและ “ฝ่ายจัดการ” จะปฏิบัติงานตามนโยบายของคณะกรรมการ ให้ความมั่นใจว่าการปฏิบัติงานสอดคล้องกันและปฏิบัติงานด้วยความสุจริตและระมัดระวัง (คณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติ, 2555) ดังภาพที่ 2.1

ภาพที่ 2.1: ความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้น คณะกรรมการ และฝ่ายจัดการ



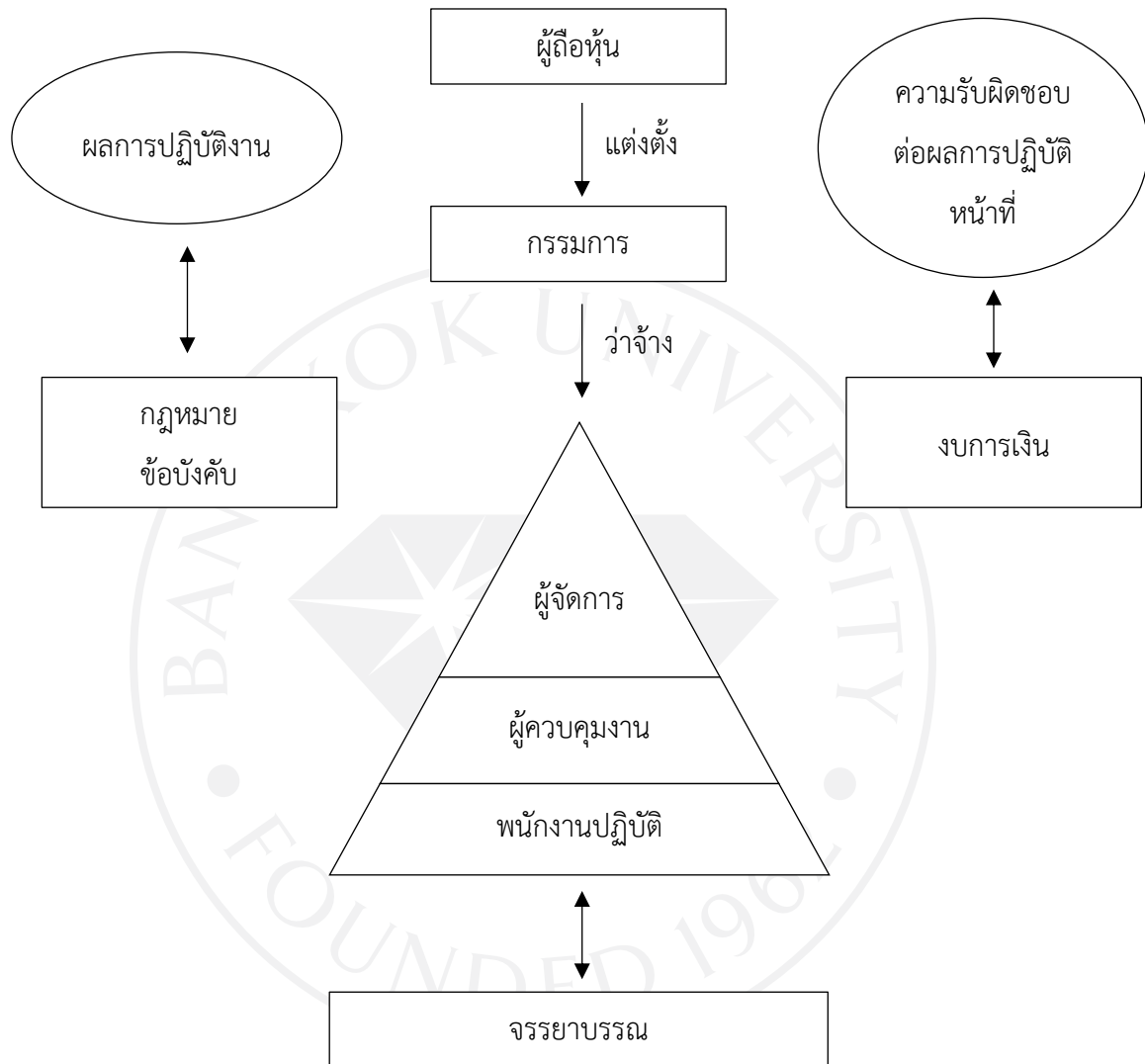
ที่มา: คณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติ. (2555). สืบค้นจาก <https://www.cgthailand.orq>.

2.3 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

แนวความคิดเกี่ยวกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ถือเป็นจุดเริ่มต้นของการกำกับดูแลกิจการ เนื่องจากมนุษย์ทุกคนย่อมมีแรงผลักดันที่จะทำทุกอย่าง เพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวทั้งสิ้น จากสภาพเศรษฐกิจในปัจจุบันมีปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารระหว่างตัวการและตัวแทน กล่าวคือ การที่คนกลุ่มหนึ่งไม่มีความรู้ ความสามารถเท่ากับคนอีกกลุ่มหนึ่งอย่างเพียงพอที่จะตัดสินใจใน

การดำเนินงานอย่างถูกต้อง เพราะตัวแทนจะมีความสามารถในการเข้าถึงข้อมูลได้มากกว่าตัวการ ซึ่งเป็น การรับรู้ข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกัน จึงทำให้เกิดปัญหาความขัดแย้งของตัวแทน Brennan (1995) กล่าวว่า ปัญหาตัวแทนเกิดขึ้นเนื่องจาก เป็นไปไม่ได้ที่จะมีการทำสัญญาที่ดีที่สุดสำหรับการดำเนินงาน ของตัวแทน (Agent) ผู้ซึ่งการตัดสินใจของเขาสามารถส่งผลกระทบต่อทั้งสวัสดิการของตัวเองและ สวัสดิการของตัวการ (Principle) นอกจากนี้ Jensen & Meckling (1976) ยังอธิบายถึงปัญหาที่เกิดขึ้น บนพื้นฐานความสัมพันธ์ระหว่าง ตัวการ ที่แต่งตั้งให้ ตัวแทน ทำหน้าที่แทนเนื่องจากความแตกต่าง ระหว่างเป้าหมายหรือความต้องการ (Conflict of Interest) และอันตรายที่อาจเกิดขึ้นจากระดับของการ มีศีลธรรม (Moral Hazard) ของทั้งตัวแทนและตัวการ และความไม่สมมาตรหรือสมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ตัวแทนมีข้อมูลมากกว่าตัวการ สถานการณ์นี้อาจเกิดขึ้นเนื่องจากตัวการไม่ ตระหนักถึงการกระทำของตัวแทน หรือตัวการมีข้อจำกัดในด้านทรัพยากรจึงไม่สามารถได้รับข้อมูลการ กระทำของตัวแทน ตัวอย่างเช่น ผู้บริหารของบริษัท มีความปรารถนาที่จะขยายธุรกิจไปสู่ตลาดอื่นๆ ซึ่ง จำเป็นต้องเสียสละความสามารถในการทำกำไรระยะสั้นของบริษัท เพื่อการเติบโตและรายได้ที่เพิ่มขึ้นใน อนาคต อย่างไรก็ตามผู้ถือหุ้นที่ต้องการเงินปันผลในปัจจุบันที่อัตราสูงอาจไม่เห็นชอบกับแผนการเหล่านี้ นอกจากปัญหาที่เกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารของบริษัทแล้ว ยังมีปัญหาตัวแทนอื่นที่สามารถ เกิดขึ้นได้ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งเป็นปรากฏการณ์ที่พบเจอได้บ่อยสำหรับบริษัท มหาชน บ่อยครั้งที่ตัวการอาจมีความกังวลเกี่ยวกับความเป็นไปได้ที่จะถูกเอาเปรียบโดยตัวแทน มากเสียจนทำให้ตัวการเลือกที่จะไม่ดำเนินการใดๆ ทั้งๆ ที่พวกเขาสามารถเลือกที่จะทำให้เกิดผล ประโยชน์ร่วมกันได้ ทำให้ผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นออกมาไม่ได้เป็นผลลัพธ์ที่ดีที่สุดเท่าที่เป็นไปได้ ค่าผลประโยชน์ที่ หายไปแทนที่ตัวการควรจะได้รับ อันเนื่องมาจากการกระทำของตัวแทนเรียกว่า ต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ซึ่งสามารถแบ่งออกได้เป็น ค่าใช้จ่ายในการตรวจสอบ คือค่าใช้จ่ายที่จ่ายโดยตัวการ เพื่อสังเกต และควบคุมพฤติกรรมของตัวแทน (Monitoring Costs) ค่าใช้จ่ายในการสร้างพันธะสัญญาเพื่อให้มั่นใจว่า การกระทำของตัวแทนจะไม่เป็นอันตรายต่อความมั่งคั่งของตัวการ (Bonding Costs) และค่าใช้จ่ายอื่นที่ เกิดขึ้นในการควบคุมไม่ให้เกิดความแตกต่าง (Divergence) ของผลประโยชน์ของเจ้าของกับการกระทำ จากการดำเนินงานของตัวแทน (Residual Loss)

ภาพที่ 2.2: แนวคิดตัวแทนของกิจการ



ที่มา: ศิลปพร ศรีจันทเพชร. (2551). ทฤษฎีบรรษัทภิบาล. วารสารบริหารธุรกิจ คณะพาณิชยศาสตร์ และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 31(120), 1-4.

การศึกษาของ McColgan (2001) แยกสาเหตุของการเกิดปัญหาตัวแทนไว้ 4 ประการ ดังนี้

- 1) สาเหตุจาก Moral Hazard ผู้บริหารที่เป็นตัวแทนตัดสินใจและกระทำการดำเนินงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าผลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับ
- 2) สาเหตุจาก Earnings Retention ผู้บริหารที่เป็นตัวแทนมีเป้าหมายที่จะเพิ่มกำไรสะสมของบริษัทเพื่อให้บริษัทสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุน เพื่อนำเงินทุนใหม่ไปลงทุนทำธุรกิจในโครงการอื่นๆ มากขึ้น แทนที่จะมุ่งความสนใจในการเพิ่มความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นโดยการจ่ายเงินปันผล
- 3) สาเหตุจาก Time Horizon ตัวแทนตัดสินใจเลือกดำเนินการโดยคำนึงถึงผลตอบแทนและกระแสเงินสดในช่วงระยะเวลาที่ตนอยู่ในตำแหน่งบริหารงาน มากกว่าผลตอบแทนและกระแสเงินสดของบริษัทในอนาคต
- 4) สาเหตุจาก Risk Aversion ผู้บริหารที่เป็นตัวแทนได้หลีกเลี่ยงที่จะตัดสินใจดำเนินการและลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงและแนวโน้มผลตอบแทนที่สูงกว่า เพียงเพราะผลตอบแทนที่ผู้บริหารได้รับส่วนตัวเองไม่ได้ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของบริษัทโดยตรง

จากมุมมองทางทฤษฎีสามารถคาดได้ว่า บริษัทที่ใช้มาตรฐานการกำกับดูแลที่ดีกว่าจะได้รับการประเมินมูลค่าที่สูงขึ้นจากนักลงทุนในตลาด การที่บริษัทมีมาตรฐานการกำกับดูแลที่ดีจะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้จัดการ และส่งเสริมให้เกิดความสอดคล้องกันระหว่างเป้าหมายความต้องการ ความสนใจระหว่างตัวการและตัวแทน อีกทั้งยังจะเพิ่มการคุ้มครองผู้ถือหุ้นส่วนน้อย ในทางกลับกันนักลงทุนจะพิจารณาใช้ส่วนลดทางมูลค่า กับบริษัทที่มีมาตรฐานการกำกับดูแลที่ต่ำกว่า เพื่อชดเชยค่าใช้จ่ายของต้นทุนตัวแทนที่สูงขึ้น

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) จึงเป็นเหมือนเป็นรากฐานของการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Governance) ซึ่งเป็นการเข้าใจในปัญหาเชิงลึกและการเชื่อมโยงระหว่างมุมมองเดิมกับการประยุกต์ใช้การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Governance) ให้มีมาตรฐานและทันสมัย โดยแยกวัตถุประสงค์ของผู้ถือหุ้นคือความมั่งคั่ง กับวัตถุประสงค์ของฝ่ายจัดการ จากในอดีตกิจการจะบริหารงานโดยเจ้าของเพียงคนเดียว เมื่อกิจการเติบโตมากขึ้นจึงจำเป็นต้องหาเงินทุนเพื่อมารองรับการขยายตัวขององค์กรจึงพัฒนาการหาทุนในตลาดหลักทรัพย์ กระจายความเสี่ยงของธุรกิจ ซึ่งวัตถุประสงค์ที่แตกต่างกันก็อาจก่อให้เกิดปัญหาขัดแย้งในภายหลังได้

จากทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ทำให้มองได้ว่าฝ่ายบริหารของกิจการสามารถเลือกใช้นโยบายทางการบัญชีที่ทำให้ผลกำไรสูงสุด เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน และผลตอบแทนสูงสุดกับผู้ถือหุ้น รวมทั้งมีโอกาสดูแลความสามารถในการบริหารจัดการองค์กร เพื่อผลประโยชน์ของตนเอง

หากผลการดำเนินงานขององค์กรผูกติดกับตัวเลขผลกำไรที่แสดง ดังนั้นการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถลดปัญหาระหว่างตัวการกับตัวแทนเหล่านี้ลงได้ ซึ่งการลดปัญหานี้ไม่ใช่การเพิ่มกำไรหรือรายรับอย่างที่เขาใจผิดกัน หากแต่เป็นการกำกับให้ทุกคนทำในกรอบหน้าที่ของตนเองให้ดีที่สุด เพื่อให้กำไรที่ได้มานั้นมีคุณภาพจึงเป็นการแก้ปัญหาที่ยั่งยืน

2.4 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholders Theory)

Freeman (1984) ได้ให้ความหมายทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholders Theory) แบบเจาะจงกลุ่มของผู้มีส่วนได้เสีย คือ กลุ่มผู้ที่มีความสนใจในการกระทำของกิจการ ต่อมาในปีเดียวกัน Freeman ได้ศึกษาเพิ่มเติมในประเด็นดังกล่าวโดยให้ความสำคัญกับกลุ่มบุคคลที่มีอิทธิพลต่อการดำเนินงานของบริษัท กลุ่มที่มีผลกระทบต่อการดำเนินงานของบริษัท ได้แก่ พนักงานของบริษัท ชุมชน สังคม รัฐบาล ลูกค้า ผู้ขาย คู่แข่งขัน รัฐบาลท้องถิ่น กลุ่มอุตสาหกรรม ที่มีบทบาทกับสิ่งแวดล้อมที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ไม่ว่าจะเป็นบทบาทของสิ่งแวดล้อมภายใน และบทบาทสิ่งแวดล้อมภายนอกที่ส่งผลกระทบต่อบริษัท นับว่ากลุ่มบุคคลดังกล่าวเป็นผู้ให้ความชัดเจนระหว่างความสัมพันธ์ของผู้มีส่วนได้เสียที่กระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท แนวคิดตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียนี้มุ่งศึกษาเพื่อใช้ในการศึกษาถึงนโยบายของบริษัท และปัจจัยต่างๆ ที่สร้างผลกระทบให้เกิดกับกลุ่มของผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องกับบริษัท โดยบริษัทจะต้องมีความรับผิดชอบต่อผลกระทบที่เกิดขึ้นกับกลุ่มของผู้มีส่วนได้เสีย โดยต้องคำนึงถึงการตอบสนองความต้องการให้กับกลุ่มของผู้มีส่วนได้เสียให้ได้รับประโยชน์สูงสุด แนวความคิดนี้ถือเป็นเรื่องของการออกแบบนโยบายการบริหารจัดการของบริษัท เพื่อให้กลุ่มของผู้มีส่วนได้เสียของบริษัทได้รับผลกระทบที่เป็นประโยชน์ อันเกิดจากการกำหนดนโยบายของบริษัท เพื่อให้ผลดำเนินงานของบริษัทมีความเติบโตขึ้น ซึ่งถือว่าเป็นความชอบธรรมที่กลุ่มของผู้ที่มีส่วนได้เสียของบริษัทควรจะได้รับ ต่อมา Carroll (1993) ได้ให้ความหมายของผู้มีส่วนได้เสีย คือ บุคคลหรือกลุ่มบุคคลที่ได้รับผลกระทบจากการปฏิบัติงาน การตัดสินใจ นโยบาย วิธีการปฏิบัติ และวัตถุประสงค์ของบริษัท โดยกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียจะให้ความสำคัญกับนโยบายการบริหารจัดการเพิ่มสร้างความน่าเชื่อถือให้กับบริษัท อีก 3 ปี ถัดมา Gray, et al. (1996) ได้ให้ความหมายแนวคิดเกี่ยวกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียว่าเป็นตัวแทนของกลุ่มบุคคลที่มีอิทธิพลต่อการกระทำของบริษัท โดยมีความเป็นไปได้ที่บริษัทจะมีกลุ่มของผู้มีส่วนได้เสียจำนวนมาก และได้อธิบายไว้อย่างชัดเจนว่าเป็นระบบพื้นฐานของบริษัท และสภาพแวดล้อมของบริษัทที่สามารถรับรู้ถึงการเปลี่ยนแปลงความสัมพันธ์ระหว่างกันที่มีความซับซ้อนระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสีย โดยแบ่งออกเป็น 2 แนวทาง คือ การเปลี่ยนแปลงตัวแบบความรับผิดชอบต่อโดยตรง เช่น ความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทกับกลุ่มของผู้มีส่วน

ได้เสีย และบริษัทนำทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียมาใช้ภายในอย่างเข้มข้นโดยการให้ความสำคัญกับกลุ่มของผู้มีส่วนได้เสีย และผลักดันให้เกิดผลประโยชน์สูงสุดแก่บริษัท

สำหรับการศึกษาในเรื่องของทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียนั้น พบว่า ความแตกต่างของกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียขั้นต้น (Primary Stakeholders) ที่มีผลกระทบต่อการดำเนินการให้บริษัทอยู่รอด ได้แก่ ลูกค้า ผู้ถือหุ้น รัฐบาล พนักงาน นับว่าเป็นกลุ่มบุคคลที่มีผลต่อความสำคัญในการบันทึกข้อมูลในรายงานทางการเงินสำหรับผู้มีส่วนได้เสียขั้นที่สอง (Secondary Stakeholders) เป็นกลุ่มที่มีอิทธิพลหรือได้รับผลกระทบต่อบริษัท และมีความสนใจเกี่ยวกับการดำเนินการของกิจการแต่กิจการไม่จำเป็นต้องพึ่งพาให้กิจการอยู่รอดเนื่องจากไม่ได้มีการบันทึกข้อมูลในรายงานทางการเงิน เช่น สิ่งแวดล้อม หรือกลุ่มสื่อสารมวลชน กิจกรรมเหล่านี้ล้วนเป็นกิจกรรมที่สร้างผลตอบแทนในอนาคต แต่ไม่สามารถสะท้อนในการรายงานทางการเงิน ณ เวลาปัจจุบัน (Donaldson & Preston, 1995)

2.5 ทฤษฎีความชอบธรรมหรือทฤษฎีชอบด้วยกฎหมาย (Legitimacy Theory)

Guthrie & Parker (1989) ได้กล่าวถึง ทฤษฎีความชอบธรรมหรือทฤษฎีชอบด้วยกฎหมาย (Legitimacy Theory) ไว้ว่า บริษัทที่ต้องการอยู่รอดต่อไปในสังคมจะพยายามเปิดเผยข้อมูลต่างๆ โดยสมัครใจและจะต้องกระทำให้ถูกต้องตามกฎหมายเพื่อพิสูจน์ให้สังคมเห็นว่าบริษัทเป็นพลเมืองที่ดี เพื่อจะเป็นหลักประกันว่าบริษัทจะอยู่รอดต่อไปในสังคม โดย Lindblom (1994) ได้เสนอกลยุทธ์ที่บริษัทสามารถนำไปประยุกต์ใช้ได้ คือ บริษัทต้องพยายามนำเสนอต่อสังคมและผู้มีส่วนได้เสียเพื่อให้ได้รับรู้กิจกรรมต่างๆ ที่แสดงให้เห็นว่าบริษัทดำเนินงานตามความคาดหวังของชุมชนและสังคม ดังนั้นเพื่อเป็นการพิสูจน์ให้ชุมชนและสังคม ได้เห็นว่าบริษัทเป็นพลเมืองที่ดีอีกทั้งยังเป็นการลดแรงกดดันจากสังคมภายนอก บริษัทจึงมีความจำเป็นต้องมีการเปิดเผยข้อมูลต่างๆ ที่ส่งผลกระทบต่อชุมชน เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อม ทั้งในด้านบวกและด้านลบด้วยความสมัครใจ แนวคิดนี้ถือเป็นแนวคิดพื้นฐานที่ทำให้บริษัทเปลี่ยนแปลงแนวความคิดในเรื่องการดำเนินธุรกิจจากการที่บริษัทเป็นศูนย์กลางในการดำเนินธุรกิจไปสู่รูปแบบใหม่ที่ต้องการหรือตามความคาดหวังของสังคมเป็นหลัก เพื่อคงไว้ซึ่งสิทธิอันชอบธรรมในการคงอยู่ต่อไปในสังคมโดยการดำเนินงานของบริษัทต้องคำนึงถึงความรับผิดชอบต่อสังคม (Carol, et al., 1998)

จึงอาจกล่าวได้ว่าทฤษฎีนี้ถือว่าการแนะนำให้ดำเนินธุรกิจภายใต้ข้อกำหนดของสังคม เพื่อแสดงให้เห็นว่าการดำเนินธุรกิจของบริษัทนั้นคำนึงถึงความอยู่รอดของสังคมอย่างยั่งยืน ในขณะที่ Cormier & Gordon (2001) กล่าวว่า บริษัทนั้นมีข้อตกลงหรือพันธะสัญญากับชุมชนและสังคม บริษัท

จะต้องดำเนินการให้เสร็จสิ้นด้วยวิธีที่ชอบด้วยกฎหมาย ต้องมีความสอดคล้องและความเข้าใจกันระหว่าง บริษัท ชุมชนและสังคม นอกจากนี้ทฤษฎีนี้ยังได้มีการแนะนำถึงสิ่งที่บริษัทสามารถปฏิบัติเพื่อให้เกิดการ กระทำกิจกรรมต่างๆ ของบริษัทนั้นโดยชอบด้วยกฎหมาย หรือเป็นการรักษาไว้ซึ่งความถูกต้องตาม กฎหมาย

ในเวลาต่อมา Deegan (2006) และ Yi, et al. (2011) ได้กล่าวว่า โดยปกติความชอบธรรมของ แต่ละบริษัทไม่มีปัจจัยที่แน่นอน ปัจจัยที่ทำให้เกิดขึ้นนั้น ขึ้นอยู่กับเงื่อนไขของเวลาและทัศนคติทางสังคม ที่มีการเปลี่ยนแปลงโดยการดำเนินงานของบริษัทก็จะต้องปรับกระบวนการดำเนินการจัดทำกิจกรรม เพื่อให้สอดคล้องตรงกับความต้องการของสังคม การกระทำดังกล่าวนี้อาจจะก่อให้เกิดช่องว่างระหว่าง การดำเนินธุรกิจรวมถึงความคาดหวังของสังคม ที่เกี่ยวข้องกับการรับรู้ของสังคมในด้านการดำเนิน กิจกรรมที่บริษัทต้องปฏิบัติ หรืออาจเรียกว่าช่องว่างความชอบธรรม โดยช่องว่างที่เกิดขึ้นนี้อาจเกิดขึ้นได้ จากการเปลี่ยนแปลงของข้อกำหนดของกฎหมาย กฎระเบียบ ที่อาจจะส่งผลให้เกิดช่องว่างที่เพิ่มขึ้น ระหว่างการดำเนินธุรกิจและความคาดหวังของสังคม อาจเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้บริษัทได้รับความ เสียหายจากการปฏิบัติอย่างถูกต้องตามกฎหมายและผลกระทบต่อการดำรงอยู่ต่อไปของบริษัท ท้ายที่สุด นั้นบริษัทต้องพยายามลดช่องว่างของความชอบธรรม เพื่อให้บริษัทสามารถดำรงอยู่ได้

จากข้อความข้างต้นสามารถสรุปได้ว่า ทฤษฎีความชอบธรรมหรือทฤษฎีความถูกต้องตาม กฎหมาย (Legitimacy Theory) คือ สิ่งที่บริษัทจะต้องดำเนินการหรือทำกิจกรรมต่างๆ ภายใต้ความ คาดหวังตามบรรทัดฐานของสังคม บริษัทจะต้องมีการเปลี่ยนแปลงพัฒนาไปตามเงื่อนไขและทัศนคติที่มี การเปลี่ยนแปลงไปตามสังคมเพราะบริษัทจะต้องพยายามที่จะทำให้เป็นไปตามกฎหมายและข้อกำหนดที่ กำหนดขึ้นของสังคม เพื่อให้ผู้ที่มีส่วนได้เสียเชื่อมั่นในการดำเนินกิจกรรมของบริษัทให้สอดคล้องกับการ ยอมรับได้ในสังคม ดังนั้นบริษัทจึงต้องพยายามนำเสนอข้อมูลข่าวสารที่เป็นผลกระทบทั้งทางด้านบวก และด้านลบของบริษัทต่อผู้ที่มีส่วนได้เสีย

2.6 การกำกับดูแลกิจการของสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

2.6.1 ความเป็นมาของโครงการ (หลักเกณฑ์การสำรวจโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทย, 2560)

โครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนเริ่มขึ้นในปี 2544 โดยใช้ชื่อในครั้งแรกว่า Baselining Corporate Governance Practices of Thai Listed Companies อันเนื่องมาจาก วัตถุประสงค์ที่ต้องการใช้ผลจากการสำรวจตามโครงการเป็นพื้นฐานในการติดตามและวัดผลการ

พัฒนาการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทยเปรียบเทียบกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามมาตรฐานสากล โดยในปีแรกทางสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ได้รับความร่วมมือจากบริษัทที่ปรึกษา McKinsey & Company ในการพัฒนาหลักเกณฑ์ในการสำรวจและประเมินผล รวมถึงได้รับการสนับสนุนทางการเงินในการดำเนินโครงการจากธนาคารโลก (World Bank) ซึ่งทางสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ได้นำผลจากการประเมินตามโครงการดังกล่าวจัดทำพิมพ์เผยแพร่ในรายงาน

Strengthening Corporate Governance Practices of Thai Listed Companies

ทั้งนี้ โครงการดังกล่าวได้ดำเนินการอย่างต่อเนื่องมาจนถึงปัจจุบัน เพื่อเป็นเครื่องมือในการติดตามพัฒนาการของบริษัทไทย โดยได้รับการสนับสนุนเป็นอย่างดีจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่เล็งเห็นความสำคัญของโครงการและให้การสนับสนุนทางการเงิน ภายหลังจากความช่วยเหลือทางการเงินจากธนาคารโลกสิ้นสุดลงในปี พ.ศ. 2545 ซึ่งผลสำรวจที่จัดทำขึ้นได้รับการพิมพ์เผยแพร่ในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies โดยรายงานดังกล่าวได้รับการยอมรับจากคณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติ ว่าจะเป็นเครื่องมือที่ช่วยกระตุ้นให้เกิดการพัฒนาในบริษัทไทย คณะกรรมการฯ จึงได้มีมติสนับสนุนให้ IOD ดำเนินการอย่างต่อเนื่องต่อไป

ในการดำเนินโครงการ เพื่อให้หลักเกณฑ์และวิธีการที่ใช้ในการสำรวจมีมาตรฐานเป็นที่ยอมรับ และสามารถใช้วัดการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีและมีประสิทธิภาพ คณะกรรมการสถาบันฯ ได้แต่งตั้งคณะกรรมการโครงการ (Steering Committee) ประกอบด้วยผู้แทนจากองค์กรที่มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาดทุน เพื่อให้ข้อเสนอแนะและพิจารณาหลักเกณฑ์การสำรวจ แสดงความคิดเห็นและข้อเสนอแนะต่อผลสำรวจและการจัดทำรายงาน ตลอดจนแนวทางการประกาศผลสำรวจในภาพรวม ซึ่งในระยะที่ผ่านมาได้มีการทบทวนและปรับปรุงหลักเกณฑ์ให้มีความเหมาะสมสอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงด้านการกำกับดูแลกิจการอยู่เป็นระยะ นอกจากนี้ สถาบันฯ ยังได้จัดสัมมนานำเสนอผลสำรวจ รวมทั้งประกาศรายชื่อบริษัทที่มีผลการประเมินอยู่ในระดับที่ดีให้สังคมได้รับทราบมาโดยตลอด

2.6.2 หลักเกณฑ์การพิจารณา

สืบเนื่องจากวัตถุประสงค์ของโครงการที่ต้องการวัดผลการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเปรียบเทียบกับมาตรฐานสากล ดังนั้น หลักเกณฑ์ที่ใช้พิจารณาตามโครงการนี้จึงได้รับการพัฒนาขึ้น โดยอาศัยหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของกลุ่มประเทศ OECD ซึ่งเป็นหลักการสากลที่ได้รับการยอมรับ และถูกนำไปใช้เป็นกรอบในการพัฒนาหลักการกำกับดูแลกิจการของประเทศต่างๆ รวมทั้งหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นกรอบใน

การพิจารณา โดยแบ่งออกเป็น 5 หมวด คือ สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ

2.6.3 การจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Rating) (รายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทย, 2562)

รายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ใช้ข้อมูลที่บริษัทเปิดเผยต่อสาธารณชนในการจัดทำ การใช้ข้อมูลนี้จะแสดงให้เห็นมุมมองฝั่งนักลงทุนบุคคลภายนอกมองเข้ามาในการกำกับดูแลกิจการและการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน มีการประกาศรายชื่อบริษัทที่มีคะแนนในระดับดี-ดีเลิศ ตามช่วงคะแนนที่กำหนดขึ้น โดยใช้หลักเกณฑ์ในการประเมินที่พัฒนาจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของ OECD และนำเสนอผลการประเมินในภาพรวมเพื่อให้ใช้เป็นแนวทางในการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการและเป็นแนวทางการพิจารณากำหนดนโยบายและกฎระเบียบต่างๆ เพื่อทำให้เกิดการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อไป

ตารางที่ 2.1: ระดับคะแนนประเมินการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการ

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 - 100		ดีเลิศ
80 - 89		ดีมาก
70 - 79		ดี
60 - 69		ดีพอใช้
50 - 59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	No logo give	N/A

ที่มา: สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2562). รายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทย. สืบค้นจาก <http://www.thai-iod.com>.

2.7 แนวคิดเกี่ยวกับความเป็นเจ้าของ

2.7.1 โครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Structure)

โดยสามารถจำแนกโครงสร้างผู้ถือหุ้นออกเป็น 2 ลักษณะ ตามความแตกต่างกันในเรื่องของสัดส่วนการถือหุ้นและจำนวนผู้ถือหุ้นได้ดังนี้

1) โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว

โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีลักษณะ คือ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีสัดส่วนการถือหุ้นครองหุ้นและสิทธิออกเสียงที่สูงพอที่จะควบคุมกิจการได้ โดยผู้ถือหุ้นไม่จำเป็นต้องมีคนเดียว แต่อาจมีหลายรายที่ออกเสียงไปในทิศทางเดียวกัน ที่เรียกรวมกันว่าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม โครงสร้างการถือหุ้นแบบนี้มักเกิดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมและผู้ถือหุ้นรายย่อย เพราะผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมหรือผู้ถือหุ้นใหญ่นั้นมีอำนาจในการควบคุมบริษัทและอาจรวมไปถึงผู้บริหาร อาจใช้อำนาจนั้นเพื่อประโยชน์ส่วนตนหรือไม่ได้ใช้อำนาจนั้นเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท ทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยเกิดความเสียเปรียบขึ้นมา โดยลักษณะโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวนี้ จะพบมากในประเทศแถบเอเชียตะวันออกเฉียง เช่น ญี่ปุ่น ไทย เป็นต้น (กรัณทรรัตน์ บุญญวัฒน์ และศักดา มาฉนพพัฒน์, 2554) ซึ่งผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมมักเป็นครอบครัวเดียวกัน และมักมอบตำแหน่งบริหารให้คนในครอบครัวกันเอง หรือบุคคลใกล้ชิด ทำให้พบเห็นปัญหาระหว่างตัวการและตัวแทนได้บ่อยครั้ง

2) โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว

โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว จะไม่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หรือผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมอย่างเห็นได้ชัด มักมีจำนวนผู้ถือหุ้นมากมาย แต่ละรายมีสัดส่วนการถือหุ้นน้อย ซึ่งมักเป็นการระดมทุนผ่านตลาดทุน ทำให้ผู้ถือหุ้นไม่มีอำนาจในการออกเสียงมากพอที่จะควบคุมกิจการอย่างสิ้นเชิง จึงมักมีการบริหารงานโดยผู้บริหารมืออาชีพหรือผ่านตัวแทน โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัวนี้จะพบมากใน สหรัฐอเมริกา อังกฤษ เป็นต้น สาเหตุที่ประเทศกลุ่ม Anglo-Saxons เหล่านี้มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัวเป็นหลัก เชื่อว่ามาจากระบบกฎหมาย วัฒนธรรม การเมือง รวมไปถึงกฎระเบียบที่คุ้มครองสิทธิให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อย (Mueller, 2012)

2.7.2 ประเภทสัดส่วนผู้ถือหุ้น

สัดส่วนผู้ถือหุ้นสามารถแบ่งออกได้เป็น 4 ประเภท ได้แก่ ผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบัน และผู้ถือหุ้นรายย่อย

1) ผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว (Family Ownership)

บริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยส่วนใหญ่มีโครงสร้างความเป็นเจ้าของในรูปแบบครอบครัว ซึ่งเป็นลักษณะการถือหุ้นแบบกระจุกตัว มีผู้มีอำนาจในการควบคุมน้อยรายสามารถตัดสินใจเพื่อผลประโยชน์ของตนเองได้ ทำให้ผู้ถือหุ้นรายอื่นถูกขัดขวางผลประโยชน์ จากงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการมีสมาชิกในครอบครัวเข้ามามีส่วนร่วมในการบริหารกิจการ เช่น งานวิจัยของ Ho & Wong (2001) พบว่า สัดส่วนของสมาชิกครอบครัวในคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจในเชิงลบ อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยอีกกลุ่มหนึ่งที่แสดงผลในทางตรงกันข้าม กล่าวคือ ผู้ถือหุ้นที่เป็นสมาชิกในครอบครัวจะไม่เอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายอื่นเพื่อผลประโยชน์ระยะสั้น แต่เน้นให้ความสำคัญกับความมั่นคงของกิจการให้อยู่ได้อย่างยั่งยืน โดยงานวิจัยของ Anderson & Reeb (2003) ได้ศึกษาเกี่ยวกับความเป็นเจ้าของของธุรกิจครอบครัวต่อผลการดำเนินงาน พบว่าธุรกิจครอบครัวมีผลการดำเนินงานดีกว่ากิจการที่ไม่ใช่ธุรกิจครอบครัวอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากสมาชิกในครอบครัวสามารถเข้าใจลักษณะธุรกิจได้ดีกว่าและเมื่อพิจารณาเกี่ยวกับการให้สมาชิกในครอบครัวเข้ามาเป็นผู้บริหารจะทำให้กิจการมีมูลค่าเพิ่มสูงขึ้น กิจการที่มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวยิ่งสูง จะยิ่งส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง เนื่องจากบริษัทในกลุ่มครอบครัวจะมีการสืบทอดกิจการรุ่นสู่รุ่น จึงมีแรงจูงใจในการรักษามูลค่ากิจการให้ดียิ่งขึ้น (รติ วงศกิตติรักษ์, 2554)

2) ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร (Managerial Ownership)

ผู้บริหารเป็นตัวแทนผู้ถือหุ้นในการเข้ามาบริหารจัดการกิจการ ซึ่งอาจก่อให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) เนื่องจากการรับรู้ข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร และผู้บริหารอาจมีพฤติกรรมตัดสินใจเพื่อสร้างผลประโยชน์ให้กับตนเองได้ ดังนั้น เพื่อลดปัญหาตัวแทน การให้ผู้บริหารเข้ามาถือหุ้น จะทำให้ผู้บริหารมีเป้าหมายเช่นเดียวกันกับผู้ถือหุ้นรายอื่น ซึ่งการมีเป้าหมายไปในทิศทางเดียวกัน จะช่วยลดปัญหาตัวแทนลงได้ โดยมีงานวิจัยที่สนับสนุนว่าผู้บริหารที่มีส่วนได้เสียในกิจการจะส่งผลให้ผู้บริหารตั้งใจบริหารกิจการให้มีมูลค่าเพิ่มขึ้น Ho, Lam & Sami (2004) และ Agrawal & Mandelker (1987) พบว่าการถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับการตัดสินใจลงทุนของกิจการ ดังนั้น ผู้บริหารจะตั้งใจบริหารกิจการและตัดสินใจในการลงทุนที่ช่วยให้บริษัทมีการเติบโตมากขึ้น ซึ่งช่วยบรรเทาเรื่องความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นได้ อย่างไรก็ตาม ยังมีงานวิจัยอีกกลุ่มหนึ่งที่สนับสนุนแนวคิดไปในทางตรงกันข้ามที่มองว่า ผู้ที่มีสัดส่วนความเป็นเจ้าของมากจนสามารถควบคุมกิจการได้ อาจทำให้เกิดการดักตวงผลประโยชน์เพื่อตนเองและเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายอื่นได้ โดยงานวิจัยของ Devies, Hillier & McColgan (2005) พบว่าปัญหาตัวแทนไม่สามารถขจัดได้

หมดไป เป็นเหตุให้การถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ ทั้งนี้ ผู้บริหารที่มีอำนาจควบคุมจะรักษาผลประโยชน์ของตนเองและดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายอื่นนั้นมักจะเกิดขึ้นในประเทศที่พัฒนาแล้ว และผู้ถือหุ้นรายย่อยมีโอกาสจะถูกฉกฉวยผลประโยชน์จากผู้บริหารเป็นอย่างมากในประเทศที่มีการกำกับดูแลกิจการที่อ่อนแอ

3) ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบัน (Institutional Investor Ownership)

นักลงทุนสถาบัน หมายถึง ผู้ที่ทำการรวบรวมเงินทุนจากบุคคลภายนอกเพื่อนำมาลงทุนในหลักทรัพย์ นักลงทุนสถาบันทำหน้าที่เป็นตัวแทนของบุคคลหรือหน่วยงานในการบริหารเงินลงทุนจำนวนมาก มักเป็นผู้ที่มีความเชี่ยวชาญด้านการลงทุนและการบริหารความเสี่ยง มีการตัดสินใจที่เป็นระบบแบบแผน และจัดการการลงทุนให้มีประสิทธิภาพที่สุด ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นที่มีบทบาทสำคัญในการขับเคลื่อนกิจการทั่วโลก เนื่องจากการลงทุนของนักลงทุนสถาบันเป็นเงินทุนจำนวนมาก มีเป้าหมายเพื่อสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ที่เข้ามาลงทุน ทั้งนี้สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการจัดการกำไร (Mittra, 2002) จากการศึกษาของ Ferreira & Matos (2008) ได้ศึกษาเกี่ยวกับบทบาทของนักลงทุนสถาบันทั่วโลก พบว่านักลงทุนสถาบันจะเลือกลงทุนในกิจการขนาดใหญ่ที่มีตัวบ่งชี้ของการควบคุมกิจการที่ดีและนักลงทุนสถาบันเป็นกลุ่มที่มีประสิทธิภาพในการติดตามการทำงาน (Effective Monitoring) ของบริษัทที่เข้าไปลงทุน

4) ผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float Ownership)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้คำจำกัดความของคำว่า ผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) หมายถึง ผู้ถือหุ้นที่มีได้เป็นผู้ที่มีส่วนร่วมในการบริหารงาน (Strategic Shareholder) ซึ่งกำหนดให้ผู้ถือหุ้นที่ถือเกินกว่าร้อยละ 5 ของทุนชำระแล้ว ถือเป็นผู้ที่มีส่วนร่วมในการบริหารงาน ดังนั้น ผู้ถือหุ้นที่ถือน้อยกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 5 ของทุนชำระแล้วให้นับเป็น Free Float ได้ กิจการที่มีผู้ถือหุ้นรายย่อยจำนวนมาก มักจะทำให้ผู้ถือหุ้นกลุ่มนี้ไม่สามารถบริหารหรือตรวจสอบการทำงานของกิจการได้อย่างใกล้ชิด อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาของ Salmon (1989) พบว่ายิ่งสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อยมีปริมาณมาก กิจการจะยิ่งมีความน่าเชื่อถือ เป็นมืออาชีพ และโปร่งใส สำหรับการศึกษาของ Ding & Zhong (2016) ยังมีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมาก จะลดความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อม (Environment Risk) และยังเพิ่มมูลค่าบริษัทอีกด้วย นอกจากนี้ขนาดของสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยยังเป็นข้อบ่งชี้ขอบเขตในการคุ้มครองข้อกำหนดทางกฎหมายให้กับนักลงทุนรายย่อย แสดงให้เห็นว่าถึงแม้ผู้ถือหุ้นจะไม่สามารถเข้าไปตรวจสอบการทำงานของกิจการได้ด้วยตนเอง แต่ยังมีกลไกอื่นที่เข้ามาควบคุมให้กิจการจะต้องปฏิบัติตามค่านึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเป็นการทดแทน

2.8 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แม้ว่าการเติบโตอย่างยั่งยืนจะเป็นสิ่งที่หลายธุรกิจต้องการแต่ปัจจุบันงานวิจัยในประเทศไทยที่เกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลกระทบและมีความสัมพันธ์เกี่ยวข้องกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนกลับไม่ได้มีการศึกษากันอย่างแพร่หลายเท่าที่ควร ซึ่งส่วนมากนิยมศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทและอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) แต่การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) นั้นยังไม่มีงานวิจัยที่กล่าวถึงมากนัก มีเพียงงานวิจัยที่เกี่ยวข้องด้านความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท เช่น อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นต้น ดังนั้น ผู้วิจัยจึงได้รวบรวมผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาในครั้งนี้ ไว้ดังนี้

อรรวรรณ เชื้อเมืองพาน และมนตรี ช่วยชู (2563) ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง โดยตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาคือ โครงสร้างเงินทุน โครงสร้างการเป็นเจ้าของ ระบบการควบคุมภายใน และคุณภาพงานสอบบัญชี ส่วนตัวแปรตามคือ การจัดการกำไร และการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) ซึ่งผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างเงินทุนและการจัดการกำไรส่งผลทางบวกต่อการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 นอกจากนี้ยังพบว่าคุณภาพงานสอบบัญชีส่งผลทางลบต่อการจัดการกำไร

Mumu, et al. (2019) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนและผลการดำเนินงานของบริษัท: กรณีศึกษาผู้ออกหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย โดยตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาคือ Financial Leverage (ใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวชี้วัด) สภาพคล่อง (ใช้อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเป็นตัวชี้วัด) และประสิทธิภาพของสินทรัพย์ (ใช้อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด) ส่วนตัวแปรตามคือ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) มีตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการ ซึ่งผลการศึกษาพบว่า Financial Leverage และขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ในขณะที่สภาพคล่องและประสิทธิภาพของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน

ปารวีน ชัมอัม, ไพบูลย์ ผจงวงศ์ และอรรงค์ศักดิ์ เสวตเลข (2562) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างทุนทางปัญญาและการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาคือ ทุนทางปัญญา (VAIC) ประกอบด้วยทุนมนุษย์ (HEC), ทุนโครงสร้าง (SCE) และทุนกายภาพ (CEE) ส่วนตัวแปรตามคือ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) มีตัวแปรควบคุมคือ อายุและขนาดของกิจการ ซึ่งผลการศึกษาพบว่ามูลค่าทุนทางปัญญา (VAIC) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมี

นัยสำคัญทางสถิติกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน โดยทุนมนุษย์ (HEC) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนมากที่สุด ในขณะที่ตัวแปรอื่นไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน

วรศรา รุ่งโรจน์ และ ยอดยิ่ง ธนทวี (2562) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวและการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นกับสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาคือ การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น, การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น, ขนาดของบริษัท, ราคาหุ้น, ความผันผวนของหุ้น และปริมาณการซื้อขายของหุ้น ส่วนตัวแปรตามคือ อัตราส่วนสภาพคล่องของหุ้น ซึ่งผลการศึกษาพบว่า (1) การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับตัววัดสภาพคล่อง คือ ปริมาณการซื้อขายเฉลี่ย อัตราส่วนสภาพคล่อง และมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย (2) การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับตัววัดสภาพคล่อง คือ อัตราส่วนสภาพคล่อง และมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย (3) ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราส่วนสภาพคล่องของหุ้น (4) ราคาหุ้นมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราส่วนสภาพคล่องของหุ้น

ภูเบศ มาให้ (2561) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางตลาด กระแสเงินสดอิสระกับอัตราเติบโตอย่างยั่งยืน โดยตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาคือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) และกระแสเงินสดอิสระ (FCF) ส่วนตัวแปรตามคือ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR)) มีตัวแปรควบคุมคือ การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนและจำนวนปีที่ศึกษา ซึ่งผลการศึกษาพบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ทิศทางบวกต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ในขณะที่ตัวแปรอื่นไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน

พรพิสิษฐ์ ลำเพาพงศ์ และมนตรี โสคติยานุรักษ์ (2561) ศึกษาผลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนทางการเงินและผลประกอบการ โดยตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาคือ การกำกับดูแลกิจการ (ใช้การจัดกลุ่มบริษัทตามคะแนนการประเมินผลงานการกำกับดูแลกิจการที่จัดทำโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) เป็นตัวชี้วัด) และต้นทุนทางการเงิน (ใช้ต้นทุนทางการเงินถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) เป็นตัวชี้วัด)) ส่วนตัวแปรตามคือ ผลประกอบการ (ใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เป็นตัวชี้วัด) และมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์ (MVBV) เป็นตัวชี้วัด) มีตัวแปรควบคุมคือ ขนาดกิจการ, ผลิตภัณฑ์ภายในประเทศเบื้องต้น (GDP), จำนวนปีที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และระดับการก่อหนี้ ซึ่งผลการศึกษาพบว่า (1) การกำกับดูแลกิจการ

ไม่มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (2) การกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงลบต่อต้นทุนทางการเงิน (3) ต้นทุนทางการเงินมีอิทธิพลทั้งเชิงบวกต่อ ROA แต่มีเชิงลบต่อ MVBV

Rahim (2017) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนและผลการดำเนินงานของบริษัท: กรณีศึกษาในมาเลเซีย โดยตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาคือ Financial Leverage (ใช้อัตราส่วนหนี้สินและ Equity Ratio เป็นตัวชี้วัด), สภาพคล่อง (ใช้อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเป็นตัวชี้วัด) และประสิทธิภาพของสินทรัพย์ (ใช้อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด) ส่วนตัวแปรตามคือ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) มีตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการและภาษี ซึ่งผลการศึกษาพบว่า Financial Leverage, ประสิทธิภาพของสินทรัพย์ และขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ในขณะที่ตัวแปรอื่นไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน

ธันยกร จันทรสาสน์ (2560) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและมูลค่าหนี้สินของบริษัทในกลุ่มอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษา คือ มูลค่าหนี้สินรวม, มูลค่าหนี้สินหมุนเวียน และมูลค่าหนี้สินไม่หมุนเวียน ส่วนตัวแปรตามคือ การจัดการกำไรของบริษัท มีตัวแปรควบคุมคือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน, โอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัท และขนาดของบริษัท ซึ่งผลการศึกษาพบว่ามูลค่าหนี้สินรวม, มูลค่าหนี้สินหมุนเวียน, มูลค่าหนี้สินไม่หมุนเวียน และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีอิทธิพลเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัท ในขณะที่โอกาสในการเจริญเติบโตและขนาดของบริษัทมีอิทธิพลในเชิงบวกต่อการจัดการกำไร

วิษณุ ภูมิพานิช (2556) ศึกษาวงจรเงินสด และความสัมพันธ์ระหว่าง มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจกับการเจริญเติบโตส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมสื่อสารและเทคโนโลยี โดยตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาคือ รอบระยะเวลาวงจรเงินสดและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ส่วนตัวแปรตามคือ การเจริญเติบโตส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการ ซึ่งผลการศึกษาพบว่าทั้งรอบระยะเวลาวงจรเงินสดและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ มีความสัมพันธ์กับการเจริญเติบโตส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการ

ณรงค์ศักดิ์ อินตะไชยวงศ์ (2555) ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทกรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาคือ สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของผู้ถือหุ้นรายย่อยต่อจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมด (% Free Float), อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio), สัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด (% Outside Directors) และจำนวนกรรมการของคณะกรรมการบริษัท ส่วนตัวแปรตามคือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งผลการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมี

ความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ในขณะที่อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด

2.9 ตารางสรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ผลการดำเนินงานของบริษัท (Firm Performance) และอัตราเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate) ทั้งในและต่างประเทศ สามารถสรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ได้ดังนี้



ตารางที่ 2.2: สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ลำดับ	ชื่องานวิจัย	ผู้วิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล	สรุปผลการวิจัย	ข้อเสนอสำหรับงานวิจัยต่อยอด
1	การวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่ส่งผลต่อการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง	อรรพรรณ เชื้อเมืองพาน และมนตรี ช่วยชู (2563)	1. โครงสร้างเงินทุน 2. โครงสร้างการเป็นเจ้าของ 3. ระบบการควบคุมภายใน 4. คุณภาพงานสอบบัญชี	1. การจัดการกำไร 2. การเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR)	แบบจำลองสมการโครงสร้างเชิงเส้น โดยใช้ประเภทของแบบจำลองสมการเชิงโครงสร้าง คือ โมเดลความสัมพันธ์โครงสร้างเชิงสาเหตุ (Causal Structural Models)	1. โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางบวกต่อการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน 2. คุณภาพงานสอบบัญชีส่งผลทางลบต่อการจัดการกำไร 3. การจัดการกำไรส่งผลทางบวกต่อการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน	1. ทำการวิจัยซ้ำเนื่องจากระยะเวลาที่เปลี่ยนไป 2. ขยายขอบเขตงานวิจัยให้ครอบคลุมธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2	The Sustainable Growth Rate and The Firm Performance: Case Study of Issuer at Indonesia Stock Exchange (อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนและผลการดำเนินงานของบริษัท: กรณีศึกษาผู้ออกหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย)	Sweetly Mumu, Sherly Susanto & Paskanova Gainau (2019)	1. Financial Leverage (ใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวชี้วัด) 2. สภาพคล่อง (Liquidity) (ใช้อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเป็นตัวชี้วัด) 3. ประสิทธิภาพของสินทรัพย์ (ใช้อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด)	อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR)	การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Linear Regression Analysis)	1. Financial Leverage มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน 2. สภาพคล่อง (Liquidity) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน 3. ประสิทธิภาพของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน 4. ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน	-

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 2.2 (ต่อ): สรุปรงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ลำดับ	ชื่องานวิจัย	ผู้วิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล	สรุปผลการวิจัย	ข้อเสนอสำหรับงานวิจัยต่อยอด
3	การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างทุนทางปัญญาและการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ปารวีน ชิมอัม, ไพบุลย์ ผจวงค์ และ อารังศักดิ์ เสวตเลข (2562)	ทุนทางปัญญา (VAIC) ประกอบด้วย - ทุนมนุษย์ (HEC) - ทุนโครงสร้าง (SCE) - ทุนกายภาพ (CEE)	อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR)	การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Method)	1. มูลค่าทุนทางปัญญามีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน 2. ทุนมนุษย์ มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนมากที่สุด 3. ทุนโครงสร้างและทุนกายภาพ ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน	1. ขยายขอบเขตการศึกษาเพิ่มเติมเป็นทุกกลุ่มอุตสาหกรรมในประเทศไทย 2. อาจใช้วิธีอื่นในการวัดมูลค่าทุนทางปัญญา เช่น Skandia Navigator ที่เป็นเครื่องมือทางการบริหารเพื่อใช้ในการวัดมูลค่าทุนทางปัญญา
4	ความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวและการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นกับสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	วิศรุต รุ่งโรจน์ และ ยอดยิ่ง ธนทวี (2562)	1. การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น 2. การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น 3. ขนาดของบริษัท 4. ราคาหุ้น 5. ความผันผวนของหุ้น 6. ปริมาณการซื้อขายของหุ้น	อัตราส่วนสภาพคล่องของหุ้น	การวิเคราะห์สมการการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)	1. การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับตัววัดสภาพคล่อง คือ ปริมาณการซื้อขายเฉลี่ย อัตราส่วนสภาพคล่อง และมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย 2. การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับตัววัดสภาพคล่อง คือ อัตราส่วนสภาพคล่อง และมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย 3. ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราส่วนสภาพคล่องของหุ้น 4. ราคาหุ้นมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราส่วนสภาพคล่องของหุ้น	1. ศึกษาเชิงเปรียบเทียบอย่างลึกซึ้ง ให้ประจักษ์ได้ว่าตัวชี้วัดตัวใดสามารถวัดสภาพคล่องของหุ้นได้ดีที่สุด 2. ศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครบครันกับสภาพคล่องของหุ้น 3. เปรียบเทียบสภาพคล่องของหุ้นในบริษัทชั้นนำของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศอาเซียน 4. ศึกษาข้อมูลเชิงปริมาณควบคู่กับข้อมูลเชิงคุณภาพในการวิเคราะห์ข้อมูล

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 2.2 (ต่อ): สรุปรงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ลำดับ	ชื่องานวิจัย	ผู้วิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล	สรุปผลการวิจัย	ข้อเสนอสำหรับงานวิจัยต่อยอด
5	ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มูลค่าเพิ่มทางตลาดกระแสเงินสดอิสระกับอัตราเติบโตอย่างยั่งยืน	ภูเบศ มาให้ (2561)	1. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) 2. มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) 3. กระแสเงินสดอิสระ (FCF)	อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR)	1. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสองตัว (Bivariate Correlation) 2. การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)	1. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ทิศทางบวกต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน 2. มูลค่าเพิ่มทางตลาดไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน 3. กระแสเงินสดอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน	1. ศึกษาความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มบริษัทที่มูลค่าตลาดเล็กและบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งการเติบโตของกลุ่มบริษัทนี้มีการเติบโตเร็ว ทำให้อาจสะท้อนถึงข้อมูลความสัมพันธ์ที่แท้จริง 2. ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางตลาด กระแสเงินสดกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนในกลุ่มธุรกิจการเงินอาจมีผลแตกต่างกันออกไป 3. เพิ่มตัวแปรอิสระตัวอื่นๆ ที่สามารถอธิบายการเติบโตมากขึ้น
6	ผลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนทางการเงินและผลประกอบการ	พรพิสิษฐ์ ลำพองศ์และมนตรี โสคติยานุรักษ์ (2561)	1. การกำกับดูแลกิจการ (ใช้การจัดกลุ่มบริษัทตามคะแนนการประเมินผลงานที่จัดทำโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยเป็นตัวชี้วัด) 2. ต้นทุนทางการเงิน (ใช้ต้นทุนทางการเงินถัวเฉลี่ยเป็นตัวชี้วัด)	1. ผลประกอบการ (ใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เป็นตัวชี้วัด) 2. มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์ (MVBV) เป็นตัวชี้วัด)	การวิเคราะห์ทางสถิติด้วยสมการถดถอยสำหรับข้อมูลระยะยาว (Panel Data Regression)	1. การกำกับดูแลกิจการไม่มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ 2. การกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงลบต่อต้นทุนทางการเงิน 3. ต้นทุนทางการเงินมีอิทธิพลทั้งเชิงบวกต่อ ROA แต่มีเชิงลบต่อ MVBV	-

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 2.2 (ต่อ): สรุปรงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ลำดับ	ชื่องานวิจัย	ผู้วิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล	สรุปผลการวิจัย	ข้อเสนอสำหรับงานวิจัยต่อยอด
7	Sustainable Growth Rate and Firm Performance: A Case Study in Malaysia (อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนและผลการดำเนินงานของบริษัท: กรณีศึกษาในมาเลเซีย)	Norfhadzilahwati Rahim (2017)	1. Financial Leverage (ใช้อัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) และ Equity Ratio เป็นตัวชี้วัด) 2. สภาพคล่อง (Liquidity) (ใช้อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio) เป็นตัวชี้วัด) 3. ประสิทธิภาพของสินทรัพย์ (ใช้อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) เป็นตัวชี้วัด)	อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR)	การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)	1. Financial Leverage มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน 2. สภาพคล่อง (Liquidity) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน 3. ประสิทธิภาพของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน 4. ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน	1. ใช้แบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนอื่นๆ เพื่อตรวจสอบอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน 2. ศึกษาความแตกต่างของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนโดยแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมในประเทศมาเลเซีย 3. เพิ่มตัวแปรอื่นๆ ที่อาจส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน
8	การจัดการกำไรและมูลค่าหนี้สินของบริษัทในกลุ่มอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ฉันทกร จันทรสาสัน (2560)	1. มูลค่าหนี้สินรวม 2. มูลค่าหนี้สินหมุนเวียน 3. มูลค่าหนี้สินไม่หมุนเวียน	การจัดการกำไรของบริษัท	การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Linear Regression Analysis)	1. มูลค่าหนี้สินรวมมีอิทธิพลเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัท 2. ทั้งหนี้สินหมุนเวียนและหนี้สินไม่หมุนเวียนมีอิทธิพลในเชิงลบต่อการจัดการกำไร 3. กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีอิทธิพลเชิงลบต่อการจัดการกำไร 4. โอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัทมีอิทธิพลในเชิงบวกต่อการจัดการกำไร 5. ขนาดของบริษัทมีอิทธิพลในเชิงบวกต่อการจัดการกำไร	-

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 2.2 (ต่อ): สรุปรงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ลำดับ	ชื่องานวิจัย	ผู้วิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล	สรุปผลการวิจัย	ข้อเสนอสำหรับงานวิจัยต่อยอด
9	การศึกษาวางจรเงินสด และความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจกับการเจริญเติบโตส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมสื่อสารและเทคโนโลยี	วิชณ ภูมิพานิช (2556)	1. รอบระยะเวลาว่างเงินสด 2. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ	การเจริญเติบโตส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการ	การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation) แบบ Bivariate Correlation 2-tailed test	1. รอบระยะเวลาว่างเงินสดมีความสัมพันธ์กับการเจริญเติบโตส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการ 2. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการเจริญเติบโตส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการ	-
10	ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทมหาชนจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ณรงค์ศักดิ์ อินตะไชยวงศ์ (2555)	1. สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของผู้ถือหุ้นรายย่อยต่อจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมด (% Free Float) 2. อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) 3. สัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด (% Outside Directors) 4. จำนวนกรรมการของคณะกรรมการบริษัท (Board Size)	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)	1. การประมาณค่าแบบกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square Method) 2. การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)	1. อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน 2. อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด	1. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระทางด้านการกำกับดูแลกิจการกับวิธีการวัดผลการดำเนินงานทางการเงินในรูปแบบอื่น อาทิ อัตราการเติบโตของรายได้ หรืออัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ เป็นต้น 2. อาจจะเปลี่ยนกลุ่มประชากรที่ใช้ในการวิจัย เช่น บริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เป็นต้น

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง พบว่า งานวิจัยที่ศึกษาอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนในประเทศไทย ส่วนมากใช้ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ซึ่งบริษัทที่สามารถจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (SET) ได้นั้น จะต้องเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ โดยบริษัทที่มีขนาดใหญ่มักจะเข้าสู่จุดอิ่มตัวแล้ว และทำให้มีอัตราการเติบโตต่ำกว่าบริษัทขนาดกลางหรือขนาดเล็ก จึงอาจทำให้ผลการวิจัยไม่สามารถสะท้อนถึงความสัมพันธ์ที่แท้จริงของปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของธุรกิจได้อย่างชัดเจน นอกจากนี้ตัวแปรอิสระที่หลายงานวิจัยในอดีตเลือกศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของธุรกิจ มักเป็นตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัท เช่น รอบระยะเวลาว่างเงินสด มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด สภาพคล่อง กระแสเงินสดอิสระ เป็นต้น โดยยังไม่มีการศึกษาปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการและโครงสร้างผู้ถือหุ้น ที่ส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของธุรกิจ ดังนั้น ในงานวิจัยนี้ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยศึกษาตัวแปรอิสระที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการและโครงสร้างผู้ถือหุ้น คือ การกำกับดูแลกิจการ และการกระจายตัวของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ผู้วิจัยยังได้ศึกษาตัวแปรอิสระที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัท ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม และขนาดของกิจการ

2.10 สมมติฐานการวิจัย

2.10.1 การกำกับดูแลกิจการ (CG Rating) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR)

2.10.2 การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (% Free Float) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR)

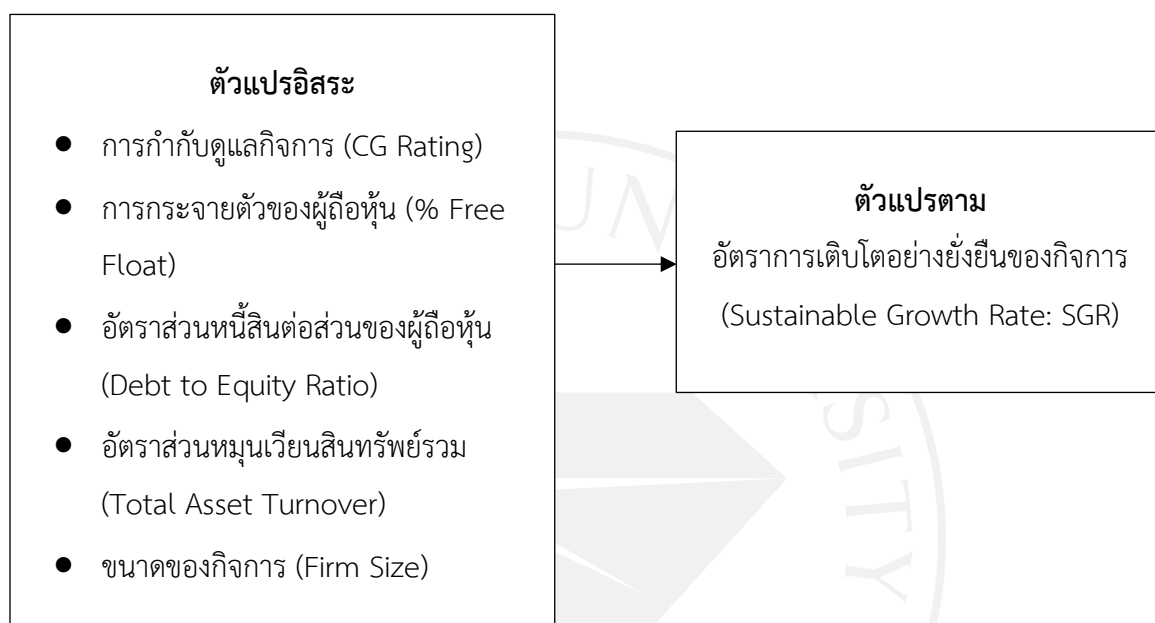
2.10.3 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR)

2.10.4 อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR)

2.10.5 ขนาดของกิจการ (Firm Size) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR)

2.11 กรอบแนวคิดการวิจัย

ภาพที่ 2.3: กรอบแนวคิดการวิจัย



บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณโดยผู้วิจัยศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยรายละเอียดของประชากร กลุ่มตัวอย่าง การรวบรวมข้อมูล การกำหนดและวิธีวัดตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษาและวิธีการดำเนินการศึกษา มีดังนี้

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

3.3 แบบจำลอง (Model) และเครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา

3.4 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

3.1.1 ประชากร

ประชากรที่ใช้ในการศึกษานี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 - 2562 ซึ่ง ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2562 มีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 165 บริษัท โดยรายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แสดงไว้ในภาคผนวก ก

3.1.2 กลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างของการศึกษาในครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 - 2562 รวมระยะเวลา 5 ปี โดยใช้ข้อมูลรายปีของบริษัทซึ่งแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม 7 อุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

ในการเลือกกลุ่มตัวอย่าง ผู้วิจัยได้ตัดกลุ่มบริษัทจดทะเบียนและช่วงเวลาที่มีข้อมูลอยู่นอกเหนือเกณฑ์ในการเลือกกลุ่มตัวอย่างสำหรับงานวิจัยนี้ ตามลำดับ คือ

1) บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วยหมวดธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์, ประกันภัยและประกันชีวิต และธนาคาร เนื่องจากงบการเงินของกิจการดังกล่าวมีโครงสร้างเงินทุนและรายการทางบัญชีแตกต่างจากกลุ่มทั่วไป

2) กลุ่มตัวอย่างต้องมีข้อมูลครบถ้วน คือ มีข้อมูลของตัวแปรที่จะศึกษาครบถ้วนในช่วงเวลาที่กำหนด

3) การตัดค่าผิดปกติ (Outlier) โดยการนำข้อมูลมาจัดเรียงเพื่อดูความผิดปกติของข้อมูล ซึ่งพบว่ามีข้อมูลที่มีค่าแตกต่าง (ทั้งมากกว่าและน้อยกว่า) จากข้อมูลในชุดเดียวกันมากผิดปกติ จึงดำเนินการตัดข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outlier) ออกไป

หลังจากการตัดข้อมูลที่มีความผิดปกติในกลุ่มตัวอย่างแล้ว จึงได้กลุ่มตัวอย่างที่ประกอบด้วยข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ช่วงระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 - 2562 รวม 594 ตัวอย่าง (รายชื่อบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในงานวิจัย แสดงในภาคผนวก ข)

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการ (CG Rating) นำมาจากรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนประจำปี 2558 - 2562 ซึ่งดำเนินการโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ส่วนข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินและการกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (% Free Float) รวบรวมได้จากแบบรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) งบการเงินประจำปี รายงานประจำปี เว็บไซต์ของบริษัท และข้อมูลต่างๆ ที่รวบรวมอยู่ในระบบฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Marketing Analysis and Reporting Tool : SETSMART) ระหว่างปี 2558 - 2562 รวมระยะเวลาทั้งสิ้น 5 ปี และจากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องทั้งในและต่างประเทศ ดังรายละเอียดในบทที่ 2 ผู้วิจัยได้ศึกษาตัวแปร ดังนี้

3.2.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variable) ได้แก่ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (Sustainable Growth Rate: SGR) คือ อัตราการเติบโตสูงสุดของยอดขายที่กิจการสามารถทำได้โดยไม่ออกหุ้นเพิ่มหรือเปลี่ยนแปลงนโยบายดำเนินงาน ซึ่งตั้งอยู่บนสมมติฐาน คือ ต้องมีสัดส่วนเงินทุนคงที่ ไม่มีการเปลี่ยนแปลง (Kikewska, 2016) ซึ่งคำนวณได้จาก

$$\text{อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (\%)} = \text{ROE} (1 - \text{Dividend Payout Ratio})$$

3.2.2 ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) ได้แก่

3.2.2.1 การกำกับดูแลกิจการ (CG Rating: CG) แสดงให้เห็นถึงการบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพโปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายในกรณีของบริษัทมหาชนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้ การสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (CG Rating)

จะถูกประเมินทุกปี ซึ่งดำเนินการโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) โดยงานวิจัยนี้จะใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 – 2562

ในการประกาศผล จะทำการเผยแพร่คะแนนเฉพาะบริษัทที่อยู่ในระดับ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” เท่านั้น ในการวิจัยนี้ จึงแบ่งกลุ่มบริษัทตามระดับคะแนนการสำรวจ ดังนี้

ตารางที่ 3.1: ตารางแสดงค่าของตัวแปรในแต่ละช่วงคะแนนการสำรวจ

ช่วงคะแนน	คะแนนการสำรวจ	ค่าของตัวแปร
90-100	ดีเลิศ	5
80-89	ดีมาก	4
70-79	ดี	3
ต่ำกว่า 70	ดี พอใช้ ผ่าน N/A	0

3.2.2.2 การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (% Free Float: FF) แสดงให้เห็นถึงหลักการกำกับดูแลกิจการด้านสิทธิของผู้ถือหุ้น ทั้งนี้สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของผู้ถือหุ้นรายย่อยจะถูกคำนวณ ณ วันสิ้นงวดเวลาใดเวลาหนึ่งที่กำหนดไว้ โดยในงานวิจัยนี้จะคำนวณในวันสิ้นงวดของแต่ละปี ระหว่างปี พ.ศ. 2558 - 2562

3.2.2.3 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio: DE) แสดงให้เห็นถึงการกำกับดูแลกิจการด้านบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย โดยผู้ให้กู้ยืมมีแรงจูงใจที่จะเข้ามามีบทบาทในการกำกับและตรวจสอบการดำเนินงานของบริษัท เพื่อรักษามลประโยชน์ของตนที่จะผลักดันให้บริษัทจ่ายชำระหนี้สินตามกำหนดเวลาที่ระบุไว้ ทั้งนี้ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจะถูกคำนวณ ณ วันสิ้นงวดเวลาใดเวลาหนึ่งที่กำหนดไว้ โดยในงานวิจัยนี้จะคำนวณในวันสิ้นงวดของแต่ละปี ระหว่างปี พ.ศ. 2558 – 2562 ซึ่งคำนวณได้จาก

$$\text{อัตราส่วนหนี้สิน} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}} \text{ เท่า}$$

3.2.2.4 อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover: TAT) แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพการบริหารจัดการในการนำสินทรัพย์รวมของกิจการไปใช้เพื่อเพิ่มมูลค่าหรือสร้างยอดขาย

ทั้งนี้ อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมของบริษัทจะถูกคำนวณ ณ วันสิ้นงวดเวลาใดเวลาหนึ่งที่กำหนดไว้ โดยในงานวิจัยนี้จะคำนวณในวันสิ้นงวดของแต่ละปี ระหว่างปี พ.ศ. 2558 – 2562 ซึ่งคำนวณได้จาก

$$\text{อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม} = \frac{\text{ยอดขายหรือรายได้รวม}}{\text{สินทรัพย์รวม}} \text{ เท่า}$$

3.2.2.5 ขนาดของกิจการ (Firm Size: SIZE) การพิจารณาขนาดของแต่ละบริษัท โดยธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ย่อมจะมีความได้เปรียบกว่าธุรกิจที่มีขนาดเล็ก ทั้งในด้านเงินทุน ด้านเทคนิค การจ้างผู้บริหารที่มีความรู้ความสามารถสูง และได้เปรียบในด้านสภาพแวดล้อมการแข่งขัน ในการศึกษาครั้งนี้จะคำนวณขนาดของกิจการจากค่า Natural logarithm ของสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นงวดเวลาใดเวลาหนึ่งที่กำหนดไว้ เนื่องจาก Natural logarithm จะลดขนาดของของสินทรัพย์รวมลง อีกทั้งยังเป็นการประมาณสัดส่วนความแตกต่างกันของสินทรัพย์รวมที่มีขนาดแตกต่างกันให้ตัวเลขอยู่ในฐานที่ใกล้เคียงกันและเปรียบเทียบกันได้ โดยในงานวิจัยนี้จะคำนวณในวันสิ้นงวดของแต่ละปี ระหว่างปี พ.ศ. 2558 - 2562

ตารางที่ 3.2: สรุปวิธีที่ใช้ในการวัดมูลค่าของตัวแปรที่ศึกษา

ตัวแปร	ตัวย่อ	การวัดค่า	ความสัมพันธ์ที่คาดหวัง
ตัวแปรตาม			
อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ	SGR	คำนวณจาก $ROE \times (1 - \text{Dividend Payout Ratio})$	-
ตัวแปรอิสระ			
การกำกับดูแลกิจการ	CG	CG Rating ซึ่งประเมินโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)	เชิงบวก

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 3.2 (ต่อ): สูตรวิธีที่ใช้ในการวัดมูลค่าของตัวแปรที่ศึกษา

ตัวแปร	ตัวย่อ	การวัดค่า	ความสัมพันธ์ ที่คาดหวัง
ตัวแปรอิสระ			
การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น	FF	เปอร์เซ็นต์การถือครองหุ้นสามัญของผู้ถือหุ้นรายย่อยต่อผู้ถือหุ้นทั้งหมด	เชิงบวก
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	DE	คำนวณจาก หนี้สินรวมหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น	เชิงลบ
อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม	TAT	คำนวณจาก ยอดขายหรือรายได้รวมหารด้วยสินทรัพย์รวม	เชิงบวก
ขนาดของกิจการ	SIZE	Natural logarithm ของสินทรัพย์รวม	เชิงบวก

3.3 แบบจำลอง (Model) และเครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา

3.3.1 แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา (Model)

สมมติฐานวิจัยนี้ คือ 1) การกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ 2) การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ 3) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ 4) อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ และ 5) ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ ผู้วิจัยได้พัฒนาสมมติฐานงานวิจัยดังกล่าวสู่แบบจำลองการวิจัยซึ่งสามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$SGR_{i,t} = \alpha_0 + b_1(CG_{i,t}) + b_2(FF_{i,t}) + b_3(DE_{i,t}) + b_4(TAT_{i,t}) + b_5(SIZE_{i,t}) + \epsilon_{i,t}$$

โดยที่ $SGR_{i,t}$ = อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ สำหรับบริษัท i ในงวดเวลา t
 $CG_{i,t}$ = การกำกับดูแลกิจการ (CG Rating) สำหรับบริษัท i ในงวดเวลา t
 $FF_{i,t}$ = การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (% Free Float) สำหรับบริษัท i ในงวดเวลา t
 $DE_{i,t}$ = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สำหรับบริษัท i ในงวดเวลา t
 $TAT_{i,t}$ = อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม สำหรับบริษัท i ในงวดเวลา t
 $SIZE_{i,t}$ = ขนาดของกิจการ สำหรับบริษัท i ในงวดเวลา t
 $\epsilon_{i,t}$ = ส่วนที่เบี่ยงเบนไปจากเส้นถดถอย (ค่าคลาดเคลื่อน หรือ Error Term)
 สำหรับบริษัท i ในงวดเวลา t

3.3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูลและประมวลผลทางสถิติ ใช้โปรแกรมสำเร็จรูป 2 โปรแกรม ดังนี้

- โปรแกรมสำเร็จรูป Microsoft Office Excel เวอร์ชัน 2019
- โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ EViews เวอร์ชัน 10

3.4 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

เมื่อรวบรวมและจัดการข้อมูลเบื้องต้นเรียบร้อยแล้ว ผู้วิจัยได้ประมวลผลและวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้วิธีการทางสถิติ ดังนี้

3.4.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

เป็นสถิติที่ใช้สรุปลักษณะและข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปร ได้แก่ ค่าร้อยละ, ค่าเฉลี่ย, ค่ามัธยฐาน, ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน, ค่าต่ำสุด และค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum) เพื่อให้เห็นถึงภาพรวมทั่วไปของข้อมูลและลักษณะการแจกแจงค่าสถิติเบื้องต้น

3.4.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistic)

ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation Coefficient) และการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ (CG), การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (FF), อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE), อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (TAT) และขนาดของกิจการ (SIZE) กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

3.4.2.1 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation Coefficient)

เพื่อวัดระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามและทดสอบความมีนัยสำคัญของความสัมพันธ์ข้างต้น โดยวัดจากค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) มีค่าตั้งแต่ -1 ถึง 1 โดยหาค่าสหสัมพันธ์เข้าใกล้ -1 หมายถึงตัวแปรอิสระและตัวแปรตามมีความสัมพันธ์กันมากในทิศทางตรงกันข้าม และหาค่าสหสัมพันธ์เข้าใกล้ 1 หมายถึง ตัวแปรอิสระและตัวแปรตามมีความสัมพันธ์กันมากในทิศทางเดียวกัน และหาค่าสหสัมพันธ์เข้าใกล้ 0 หรือ เท่ากับ 0 หมายถึงตัวแปรอิสระและตัวแปรตามมีความสัมพันธ์กันน้อยมากหรือแทบไม่มีความสัมพันธ์กันเลย (อัครพงศ์ อันทอง, 2550)

3.4.2.2 การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Liner Regression)

เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตั้งแต่ 3 ตัวขึ้นไป และพยากรณ์ค่าตัวแปรตาม เมื่อทราบค่าตัวแปรอิสระ โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบ Ordinary Least Square (OLS) นั้น ตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบจะต้องเป็นอิสระต่อกัน เนื่องจากหากตัวแปรแต่ละตัวมีความสัมพันธ์กันก็จะเกิดปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity) และนำไปสู่การวิเคราะห์ผลที่ผิดพลาด (อัครพงศ์ อันทอง, 2550)

ในงานวิจัยนี้ผู้วิจัยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปในการวิเคราะห์ข้อมูลโดยเลือกวิธีวิเคราะห์และสถิติที่สอดคล้องกับจุดมุ่งหมายและสมมติฐานของการศึกษา โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าร้อยละ, ค่าเฉลี่ย, ค่ามัธยฐาน, ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน, ค่าต่ำสุด และค่าสูงสุดของข้อมูล เพื่อสรุปลักษณะและข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปร และใช้สถิติเชิงอนุมาน ได้แก่ การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation Coefficient) และการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Liner Regression เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยก่อนการวิเคราะห์จำเป็นจะต้องตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) และปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) ซึ่งมีผลกระทบโดยตรงต่อการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ระหว่างปี พ.ศ. 2558 - 2562 เป็นระยะเวลา 5 ปี รวมจำนวน 594 ตัวอย่าง จากข้อมูลทุติยภูมิที่เก็บรวบรวม ผู้วิจัยได้นำมาหาค่าสถิติเชิงพรรณนาเพื่อวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น แล้วจึงวิเคราะห์ปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) และปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) ก่อนจะวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) โดยผลการวิเคราะห์ข้อมูล เป็นไปตามลำดับดังนี้

- 4.1 สรุปผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)
- 4.2 การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity)
- 4.3 การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation)
- 4.4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)
- 4.5 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน

4.1 สรุปผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

เมื่อนำข้อมูลอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ, การกำกับดูแลกิจการ, การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น, อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม และขนาดของกิจการ ระหว่างปี พ.ศ. 2558 – 2562 รวมระยะเวลา 5 ปี จำนวน 594 ตัวอย่าง มาวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา ได้ผลการวิเคราะห์ข้อมูลดังนี้

ตารางที่ 4.1: ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา

	SGR	CG	FF	DE	TAT	SIZE
Mean	0.1806	2.5539	39.4277	0.7768	1.0144	13.8493
Median	2.3413	3.0000	35.9300	0.5997	0.9182	13.7855
Maximum	60.7476	5.0000	87.9800	2.9715	5.4270	16.3429
Minimum	-81.7010	0.0000	13.4700	0.0319	0.0153	11.8882
Std. Dev.	15.5237	1.8193	14.4534	0.6132	0.6029	0.7568

รายละเอียดผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ, การกำกับดูแลกิจการ, การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น, อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม และขนาดของกิจการ เป็นดังต่อไปนี้

- อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (Sustainable Growth Rate: SGR) พบว่า กลุ่มตัวอย่างมีอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนเฉลี่ยร้อยละ 0.1806 โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 60.7476, ค่าต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ -81.7010, มัธยฐานร้อยละ 2.3413 และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานร้อยละ 15.5237
- การกำกับดูแลกิจการ (CG Rating: CG) พบว่า กลุ่มตัวอย่างมีคะแนนการกำกับดูแลกิจการเฉลี่ยอยู่ที่ 2.5539 คะแนน โดยมีค่าสูงสุดเท่ากับ 5.0000 คะแนน, ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.0000 คะแนน, มัธยฐานเท่ากับ 3.0000 คะแนน และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.8193 คะแนน
- การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (% Free Float: FF) พบว่า กลุ่มตัวอย่างมีการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นเฉลี่ยร้อยละ 39.4277 โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 87.9800, ค่าต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 13.470, มัธยฐานร้อยละ 35.9300 และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานร้อยละ 14.4534
- อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio: DE) พบว่า กลุ่มตัวอย่างมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ยเท่ากับ 0.7768 เท่า โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 2.9715 เท่า, ค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.0319 เท่า, มัธยฐาน 0.5997 เท่า และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.6132 เท่า
- อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover: TAT) พบว่า กลุ่มตัวอย่างมีอัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมเฉลี่ยเท่ากับ 1.0144 เท่า โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 5.4270 เท่า, ค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.0153 เท่า, มัธยฐาน 0.9182 เท่า และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.6029 เท่า

- ขนาดของกิจการ (Firm Size: SIZE) พบว่า กลุ่มตัวอย่างมีขนาดของกิจการเฉลี่ยเท่ากับ 13.8493 โดยที่มีค่าสูงสุดเท่ากับ 16.3429, ค่าต่ำสุดเท่ากับ 11.8882, มัธยฐานเท่ากับ 13.7855 และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.7568

4.2 การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity)

เพื่อตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างกันของตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ผู้วิจัยพิจารณาตัวแปรอิสระทั้ง 5 ตัว ด้วยวิธี Pearson Correlation Coefficient โดยการพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ได้ใช้เกณฑ์ของ Hinkle (1998) ดังนี้

เมื่อ r แทนค่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

$r < 0.20$	ระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่ำมาก
$0.21 < r \leq 0.40$	ระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่ำ
$0.41 < r \leq 0.60$	ระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรปานกลาง
$0.61 < r \leq 0.80$	ระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสูง
$r > 0.80$	ระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสูงมาก

ตารางที่ 4.2: ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแบบ Pearson Correlation Coefficient

	CG	FF	DE	TAT	SIZE
CG	1	-0.0188	0.1060	0.0888	0.0969
FF		1	0.2222	-0.0764	0.1370
DE			1	0.0095	0.3411
TAT				1	-0.2004
SIZE					1

จากตารางที่ 4.2 เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแบบ Pearson Correlation Coefficient พบว่าไม่มีตัวแปรอิสระคู่ใดที่มีความสัมพันธ์เข้าใกล้ 1 หรือเท่ากับ 1 หรือมากกว่า 0.80 โดยส่วนมากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) จะอยู่ในช่วง $r < 0.20$ ซึ่งมีความหมายว่า ตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่ำมาก ทั้งนี้มีเพียง 3 คู่ตัวแปรเท่านั้น ที่มีค่า

สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) อยู่ในช่วง $0.21 < r \leq 0.40$ ซึ่งมีความหมายว่า ตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่ำ โดย 3 คู่ตัวแปรนั้น ได้แก่ (1) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) กับการกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (FF) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.2222 (2) ขนาดของกิจการ (SIZE) กับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.3411 และ (3) ขนาดของกิจการ (SIZE) กับอัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (TAT) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.2004 จึงสามารถสรุปได้ว่าตัวแปรอิสระในการวิจัยนี้เป็นอิสระต่อกัน ซึ่งไม่มีอิทธิพลต่อการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ กล่าวคือ ไม่มีตัวแปรอิสระคู่ใดที่มีความสัมพันธ์ระหว่างกันมากจนอาจจะทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ได้

4.3 การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) ในสมการถดถอย

ก่อนวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ ผู้วิจัยได้ตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) ว่าค่าความคลาดเคลื่อน (Error / Residuals : ϵ) มีความสัมพันธ์ระหว่างกันจนอาจจะก่อให้เกิดปัญหา Autocorrelation หรือไม่ โดยใช้วิธีการ Durbin-Watson (D.W.) จากการทดสอบการประมาณสมการถดถอยเชิงพหุคูณแบบกำลังสองน้อยที่สุด แล้วนำไปเปรียบเทียบกับค่าวิกฤติในตารางสถิติ Durbin-Watson (D.W.) ซึ่งกำหนดให้สมมติฐานหลัก (H_0) คือไม่มีปัญหา Autocorrelation โดยสามารถพิจารณาค่าทางสถิติตามเงื่อนไขดังต่อไปนี้

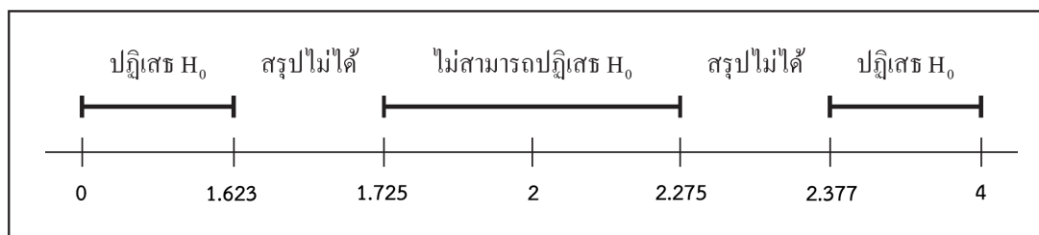
ตารางที่ 4.3: เงื่อนไขการพิจารณาค่าสถิติ Durbin-Watson สำหรับปัญหา Autocorrelation

เงื่อนไข	สมมติฐานหลัก (H_0)	การตัดสินใจ	ผลการตัดสินใจ
$0 < d < d_L$	No Positive Autocorrelation	ปฏิเสธ H_0	มีปัญหา Positive Autocorrelation
$d_L < d < d_U$	No Positive Autocorrelation	ไม่สามารถสรุปได้	ไม่สามารถสรุปได้ว่ามีปัญหา Autocorrelation หรือไม่
$d_U < d < 4-d_U$	No Positive or Negative Autocorrelation	ไม่สามารถปฏิเสธ H_0 ได้	ไม่มีปัญหา Autocorrelation
$4-d_U < d < 4-d_L$	No Negative Autocorrelation	ไม่สามารถสรุปได้	ไม่สามารถสรุปได้ว่ามีปัญหา Autocorrelation หรือไม่
$4-d_L < d < 4$	No Negative Autocorrelation	ปฏิเสธ H_0	มีปัญหา Negative Autocorrelation

ที่มา: กลวิ นิลใบ. (2551). *ปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวรบกวน (Autocorrelation)* [เอกสารประกอบ คำบรรยายวิชาเศรษฐมิติ 2]. กรุงเทพฯ: คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยรามคำแหง.

กล่าวโดยสรุป คือ ถ้าค่า $d_U < D.W. < 4 - d_U$ จะไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก (H_0) แสดงว่าไม่มีปัญหา Autocorrelation ในสมการถดถอย แต่หากค่า Durbin-Watson (D.W.) มีค่าอื่นไม่เป็นไปตามเงื่อนไขก็จะมีปัญหา Autocorrelation โดยในงานวิจัยนี้มีจำนวนตัวอย่าง (n) เท่ากับ 594 แต่ในตารางสถิติ Durbin-Watson (Savin & White, 1977) ไม่มีจำนวนตัวอย่างดังกล่าว ผู้วิจัยจึงเลือกใช้จำนวนตัวอย่าง (n) สูงสุดในตารางคือ $n = 200$ แทน และมีจำนวนตัวแปรอิสระ (k) เท่ากับ 5 เมื่อนำไปเปรียบเทียบกับค่าวิกฤตในตารางสถิติ Durbin-Watson (Savin & White, 1977) โดยเปิดตารางที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 จะได้ค่า $d_L = 1.623$ และ $d_U = 1.725$ โดย $4-d_U = 2.275$ และ $4-d_L = 2.377$ ซึ่งสามารถเขียนแผนภาพแสดงเงื่อนไขในการพิจารณาค่าสถิติ Durbin-Watson สำหรับปัญหา Autocorrelation ได้ดังนี้

ภาพที่ 4.1: เงื่อนไขการพิจารณาค่าสถิติ Durbin-Watson สำหรับปัญหา Autocorrelation



การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างค่าความคาดเคลื่อน (Autocorrelation) ในสมการถดถอยของแบบจำลอง ด้วยการประมาณค่าสมการถดถอยเชิงพหุคูณแบบกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square Method: OLS) โดยการดูจากค่าสถิติ Durbin-Watson พบว่า ค่าสถิติ Durbin-Watson (D.W.) มีค่าเท่ากับ 1.888766 เมื่อนำไปเปรียบเทียบกับค่าวิกฤตในตารางสถิติ Durbin-Watson (Savin & White, 1977) พบว่า ค่าสถิติ D.W. ที่ได้อยู่ระหว่าง 1.725 ถึง 2.275 ดังนั้น จึงสามารถสรุปได้ว่าแบบจำลองนี้ไม่มีปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างค่าความคาดเคลื่อน (Autocorrelation)

4.4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ผู้วิจัยได้ใช้วิธีการทางสถิติการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณแบบกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square Method: OLS) โดยสามารถเขียนเป็นสมการ ได้ดังต่อไปนี้

$$SGR_{i,t} = \alpha_0 + b_1(CG_{i,t}) + b_2(FF_{i,t}) + b_3(DE_{i,t}) + b_4(TAT_{i,t}) + b_5(SIZE_{i,t}) + \epsilon_{i,t}$$

โดยที่ $SGR_{i,t}$ = อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ สำหรับบริษัท i ในงวดเวลา t

$CG_{i,t}$ = การกำกับดูแลกิจการ (CG Rating) สำหรับบริษัท i ในงวดเวลา t

$FF_{i,t}$ = การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (% Free Float) สำหรับบริษัท i ในงวดเวลา t

$DE_{i,t}$ = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สำหรับบริษัท i ในงวดเวลา t

$TAT_{i,t}$ = อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม สำหรับบริษัท i ในงวดเวลา t

$SIZE_{i,t}$ = ขนาดของกิจการ สำหรับบริษัท i ในงวดเวลา t

$\epsilon_{i,t}$ = ส่วนที่เบี่ยงเบนไปจากเส้นถดถอย (ค่าคลาดเคลื่อน หรือ Error Term)

สำหรับบริษัท i ในงวดเวลา t

ตารางที่ 4.4: ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณแบบกำลังสองน้อยที่สุด (OLS)

Dependent Variable: SGR

Method: Least Squares

Sample: 1 594

Included observations: 594

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-96.41759	11.39678	-8.460070	0.0000
CG	0.033756	0.316863	0.106532	0.9152
FF	-0.275390	0.040550	-6.791413	0.0000
DE	-5.101917	1.011496	-5.043930	0.0000
TAT	5.465591	0.973043	5.617009	0.0000
SIZE	7.638556	0.822689	9.284870	0.0000
R-squared	0.211811	Mean dependent var		0.180551
Adjusted R-squared	0.205109	S.D. dependent var		15.52369
S.E. of regression	13.84041	Akaike info criterion		8.103111
Sum squared resid	112635.4	Schwarz criterion		8.147423
Log likelihood	-2400.624	Hannan-Quinn criter.		8.120369
F-statistic	31.60287	Durbin-Watson stat		1.888766
Prob(F-statistic)	0.000000			

จากตารางที่ 4.4 แสดงให้เห็นว่า ตัวแบบการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณแบบกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) นี้สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ได้แก่ การกำกับดูแลกิจการ (CG Rating: CG) การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (% Free Float: FF) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio: DE) อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover: TAT) และ ขนาดของกิจการ (Firm Size: SIZE) กับตัวแปรตาม คือ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ

(Sustainable Growth Rate: SGR) ได้ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ซึ่งค่า P-Value ของการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณนี้ เท่ากับ 0.000000 โดยสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการได้ร้อยละ 20.51 (ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณ (R-squared) เท่ากับ 0.211811 และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณที่ปรับแล้ว (Adjusted R-squared) เท่ากับ 0.205109)

หากพิจารณาค่านัยสำคัญของสัมประสิทธิ์ของตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระแต่ละตัว จะเห็นได้ว่าการกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (FF) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (TAT) และขนาดของกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR) ขณะที่การกำกับดูแลกิจการ (CG) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ทางสถิตินั้นสามารถเขียนเป็นความสัมพันธ์ได้ดังนี้

- การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (FF) ถ้าการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น 1 เท่า จะทำให้อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการลดลง 0.275390 เท่า ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 (P-Value เท่ากับ 0.0000) และเมื่อพิจารณาค่า t-Statistic พบว่าค่าสัมประสิทธิ์มีเครื่องหมายตรงข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ($t = -6.791413$) โดยมีเครื่องหมายเป็นลบ
- อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น 1 เท่า จะทำให้อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการลดลง 5.101917 เท่า ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 (P-Value เท่ากับ 0.0000) และเมื่อพิจารณาค่า t-Statistic พบว่าค่าสัมประสิทธิ์มีเครื่องหมายไปในทิศทางเดียวกันกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ($t = -5.043930$) โดยมีเครื่องหมายเป็นลบ
- อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (TAT) ถ้าอัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น 1 เท่า จะทำให้อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการเพิ่มขึ้น 5.465591 เท่า ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 (P-Value เท่ากับ 0.0000) และเมื่อพิจารณาค่า t-Statistic พบว่าค่าสัมประสิทธิ์มีเครื่องหมายไปในทิศทางเดียวกันกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ($t = 5.617009$) โดยมีเครื่องหมายเป็นบวก
- ขนาดของกิจการ (SIZE) ถ้าขนาดของกิจการเพิ่มขึ้น 1 เท่า จะทำให้อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการเพิ่มขึ้น 7.638556 เท่า ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 (P-Value เท่ากับ 0.0000) และเมื่อพิจารณาค่า t-Statistic พบว่าค่าสัมประสิทธิ์มีเครื่องหมายไปในทิศทางเดียวกันกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ($t = 9.284870$) โดยมีเครื่องหมายเป็นบวก

4.5 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน

จากผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ในหัวข้อที่ 4.4 สามารถนำผลมาใช้ในการทดสอบสมมติฐานงานวิจัยได้ ดังนี้

4.5.1 การกำกับดูแลกิจการกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ

สมมติฐานที่ 1 H_1 : การกำกับดูแลกิจการ (CG Rating: CG) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ

ผลการวิเคราะห์ พบว่า การกำกับดูแลกิจการ (CG) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 1

4.5.2 การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ

สมมติฐานที่ 2 H_2 : การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (% Free Float: FF) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ

ผลการวิเคราะห์ พบว่า การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (FF) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ ถึงแม้ว่าสัมประสิทธิ์ของการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นจะมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่เครื่องหมายของค่าสัมประสิทธิ์มีค่าตรงข้ามกับสมมติฐานที่กำหนดไว้ ดังนั้น จึงไม่อาจยอมรับสมมติฐานที่ 2

4.5.3 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ

สมมติฐานที่ 3 H_3 : อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio: DE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ

ผลการวิเคราะห์ พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานที่ 3

4.5.4 อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ

สมมติฐานที่ 4 H_4 : อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover: TAT) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ

ผลการวิเคราะห์ พบว่า อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (TAT) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานที่ 4

4.5.5 ขนาดของกิจการกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ

สมมติฐานที่ 5 H₅: ขนาดของกิจการ (Firm Size: SIZE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ

ผลการวิเคราะห์ พบว่า ขนาดของกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานที่ 5



บทที่ 5

สรุปผล อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

การวิจัยนี้ได้ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (Sustainable Growth Rate) กับการกำกับดูแลกิจการ (CG Rating), การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (% Free Float), อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio), อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) และขนาดของกิจการ (Firm Size)

จากการทบทวนวรรณกรรมทั้งในประเทศและต่างประเทศ ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานงานวิจัยไว้ 5 ข้อ ได้แก่ 1) การกำกับดูแลกิจการของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ 2) การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ 3) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ 4) อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ และ 5) ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ ซึ่งได้พัฒนาสู่แบบจำลองการวิจัย ซึ่งสามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$SGR_{i,t} = \alpha_0 + b_1(CG_{i,t}) + b_2(FF_{i,t}) + b_3(DE_{i,t}) + b_4(TAT_{i,t}) + b_5(SIZE_{i,t}) + \epsilon_{i,t}$$

โดยผู้วิจัยได้เก็บข้อมูลทุติยภูมิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2558 - 2562 เป็นระยะเวลา 5 ปี รวมทั้งสิ้น 594 ตัวอย่าง

ข้อมูลทั้งหมดได้นำมาวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean), ค่าสูงสุด (Max), ค่าต่ำสุด (Min) และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) โดยก่อนการวิเคราะห์ข้อมูลได้ทดสอบข้อมูลเบื้องต้นเพื่อตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) และปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) ซึ่งจะส่งผลกระทบโดยตรงต่อการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression)

ผลการตรวจสอบพบว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) และไม่มีปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) จากนั้นจึงได้นำ

ข้อมูลมาวิเคราะห์โดยใช้สถิติเชิงอนุมานด้วยการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ได้แก่ การกำกับดูแลกิจการ, การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น, อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม และขนาดของกิจการ กับตัวแปรตาม คือ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ โดยทดสอบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีทิศทางตามสมมติฐานที่กำหนดหรือไม่ โดยสามารถสรุปผล อภิปรายผล และมีข้อเสนอแนะ ดังนี้

- 5.1 สรุปผลการวิจัย
- 5.2 อภิปรายผลการวิจัย
- 5.3 ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย
- 5.4 ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป
- 5.5 ข้อจำกัดของการวิจัย

5.1 สรุปผลการวิจัย

จากการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้การวิเคราะห์ถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Liner Regression) ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระตามสมมติฐานการศึกษาที่ตั้งไว้ สามารถสรุปผลได้ ดังนี้

ตารางที่ 5.1: สรุปผลการวิเคราะห์เปรียบเทียบกับสมมติฐาน

สมมติฐานงานวิจัย	ผลการวิจัย	ความหมายผลการวิจัย
1) การกำกับดูแลกิจการของบริษัท (CG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR)	ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ	ไม่สามารถสรุปได้ การกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่เพิ่มขึ้น มีผลให้อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการเพิ่มสูงขึ้น

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 5.1 (ต่อ): สรุปผลการวิเคราะห์เปรียบเทียบกับสมมติฐาน

สมมติฐานงานวิจัย	ผลการวิจัย	ความหมายผลการวิจัย
2) การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นของบริษัท (FF) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR)	ไม่เป็นไปตามสมมติฐาน เพราะถึงแม้สัมประสิทธิ์ของตัวแปรจะมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่มีเครื่องหมายเป็นลบ	การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่เพิ่มขึ้น มีผลทำให้อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการลดลง
3) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR)	เป็นไปตามสมมติฐาน	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่เพิ่มขึ้น มีผลทำให้อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการลดลง
4) อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมของบริษัท (TAT) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR)	เป็นไปตามสมมติฐาน	อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมของบริษัทที่เพิ่มขึ้น มีผลทำให้อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการเพิ่มสูงขึ้น
5) ขนาดของกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR)	เป็นไปตามสมมติฐาน	ขนาดของกิจการที่เพิ่มขึ้น มีผลทำให้อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการเพิ่มสูงขึ้น

5.2 อภิปรายผลการวิจัย

จากการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่ามีหลายปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ ซึ่งสามารถอภิปรายผลได้ดังต่อไปนี้

การกำกับดูแลกิจการ (CG Rating) ไม่ส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าการกำกับดูแลกิจการของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโต

อย่างยั่งยืนของกิจการ โดยผลการศึกษาสอดคล้องกับงานวิจัยของ พรพิสิษฐ์ ลำเพาพงศ์ และมนตรี โสคติยานุรักษ์ (2561) ที่พบว่า การกำกับดูแลกิจการไม่มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ซึ่งอาจเป็นเพราะการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่ดำเนินการโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) ไม่เปิดเผยรายชื่อบริษัทที่ได้คะแนนต่ำกว่าระดับดี โดยระดับคะแนนประเมินการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการจะแบ่งเป็นออกไป 1 – 5 ดาว ซึ่ง 1 ดาว หมายถึง บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการในระดับผ่าน, 2 ดาว หมายถึง บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการในระดับดีพอใช้, 3 ดาว หมายถึง บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการในระดับดี, 4 ดาว หมายถึง บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการในระดับดีมาก และ 5 ดาว หมายถึง บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการในระดับดีเลิศ กล่าวคือ สถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) จะเปิดเผยรายชื่อบริษัทที่ได้คะแนนในระดับ 3 – 5 ดาว เท่านั้น ซึ่งทำให้ไม่สามารถวิเคราะห์อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการของบริษัทที่ได้คะแนนในระดับ 1 – 2 ดาว อย่างละเอียดได้ แต่หากบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็จะสามารถสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุนและช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือของบริษัทได้

การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (% Free Float) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ โดยผลการศึกษาสอดคล้องกับงานวิจัยของ เสาวลักษณ์ บ่อศิลป์ (2558) ที่พบว่า การถือครองหุ้นสามัญของผู้ถือหุ้นรายย่อยต่อผู้ถือหุ้นทั้งหมด (%Free Float) ที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง เนื่องจากการมีสัดส่วนการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น จะทำให้สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ลดลง ซึ่งทำให้อำนาจในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ลดลงหรือไม่สามารถควบคุมอำนาจในการตัดสินใจได้อย่างเต็มที่ จึงอาจส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการในระยะยาว

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยผลการศึกษาสอดคล้องกับงานวิจัยของ ณรงค์ศักดิ์ อินตะไชยวงศ์ (2555); เสาวลักษณ์ บ่อศิลป์ (2558) และ Mumu, et al. (2019) ที่พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการลดลง เนื่องจากบริษัทยังก่อภาระหนี้สินสูงเท่าใด บริษัทก็จะมีภาระการจ่ายชำระหนี้มากขึ้น (Debt Burden) และมีภาระผูกพันต้องทำตามข้อกำหนดเงื่อนไขต่างๆ (Debt Covenant) ทำให้บริษัทถูกจำกัดการลงทุนในโครงการที่มี

ผลตอบแทนสูงและความเสี่ยงสูง ด้วยเหตุนี้บริษัทจึงไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงตามที่ต้องการได้ ซึ่งอาจส่งผลเสียต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการในระยะยาวได้

อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยผลการศึกษาสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rahim (2017) และ Mumu, et al. (2019) ที่พบว่า ประสิทธิภาพของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน เนื่องจากบริษัทที่มีอัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมสูง แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการบริหารจัดการนำสินทรัพย์ที่มีอยู่ของบริษัทไปใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ กล่าวคือ บริษัทไม่จำเป็นต้องใช้สินทรัพย์จำนวนมากในการสร้างยอดขาย ซึ่งทำให้บริษัทสามารถนำเงินไปลงทุนในกิจกรรมอื่นๆ ที่สามารถสร้างรายได้และการเติบโตให้แก่บริษัทได้มากขึ้น

ขนาดของกิจการ (Firm Size) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยผลการศึกษาสอดคล้องกับงานวิจัยของ วริศรา รุ่งโรจน์ และ ยอดยิ่ง ธนทวี (2562) และ Rahim (2017) ที่พบว่า ยิ่งบริษัทมีขนาดใหญ่เท่าใด บริษัทจะยิ่งมีอัตราส่วนสภาพคล่องของหุ้นและอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนมากขึ้น เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีชื่อเสียงที่ดีเป็นที่รู้จักโดยทั่วไป มีผลการดำเนินงานเติบโตต่อเนื่อง มีส่วนแบ่งทางการตลาดและสภาพคล่องค่อนข้างสูง จึงส่งผลทำให้บริษัทที่มีขนาดใหญ่มีโอกาสเติบโตได้อย่างยั่งยืนในระยะยาว

กล่าวโดยสรุปแล้ว ผลการวิจัยในครั้งนี้เป็นไปตามสมมติฐานงานวิจัยที่ว่าอัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมและขนาดของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ ยกเว้น การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นที่พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ สำหรับการกำกับดูแลกิจการไม่สามารถสรุปได้ว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ จากผลการวิจัยครั้งนี้อาจทำให้บริษัทตระหนักถึงความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท เพื่อนำไปเป็นแนวทางในการวางแผนและกำหนดนโยบายต่างๆ ของบริษัท นอกจากนี้ยังสามารถทำให้นักลงทุนได้เล็งเห็นถึงความสำคัญของการเลือกใช้อุปสงค์ในการเงิน เพื่อใช้ในการเพิ่มประสิทธิภาพสำหรับการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้อีกด้วย

5.3 ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย

5.3.1 จากผลการวิจัยที่พบว่า อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมและขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ ดังนั้น บริษัทจึงควรลงทุนในสินทรัพย์ที่สามารถเพิ่มรายได้ให้แก่บริษัท และควรบริหารสินทรัพย์ที่มีอยู่ให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุด

5.3.2 จากผลการวิจัยที่พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ ดังนั้น บริษัทไม่ควรก่อภาระหนี้สินในอัตราที่สูง เพราะเมื่อบริษัทมีภาระผูกพันที่ต้องจ่ายมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้กำไรของบริษัทลดลง อีกทั้งยังอาจส่งผลถึงการเติบโตและความยั่งยืนของบริษัทในระยะยาวอีกด้วย

5.3.3 จากผลการวิจัยที่พบว่า การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ ดังนั้น บริษัทจึงควรกำหนดสัดส่วนการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นให้เหมาะสมกับลักษณะธุรกิจและโครงสร้างองค์กร เพื่อรักษาสภาพคล่องในการซื้อขายหุ้นของบริษัทและอำนาจในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ให้มีความสมดุลกัน

5.4 ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

5.4.1 การศึกษาอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการนั้นมีแบบจำลองในการคำนวณหลายวิธี และแบบจำลองที่ผู้วิจัยเลือกใช้อาจจะไม่ใช่แบบจำลองที่ดีที่สุด โดยงานวิจัยถัดไปควรลองใช้วิธีการวัดอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการวิธีอื่น อาจทำให้ได้ผลลัพธ์ที่แตกต่างกันออกไป

5.4.2 งานวิจัยนี้มีการเลือกกลุ่มตัวอย่าง 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วยหมวดธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์, ประกันภัยและประกันชีวิต และธนาคาร เนื่องจากงบการเงินมีโครงสร้างเงินทุนรายการที่ซับซ้อนแตกต่างจากกลุ่มทั่วไป ดังนั้นความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ, การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น, อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม และขนาดของกิจการกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินอาจมีผลลัพธ์แตกต่างออกไป

5.4.3 งานวิจัยนี้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ, การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น, อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม และขนาดของกิจการกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ดังนั้น การศึกษาในอนาคตอาจเพิ่มตัวแปรอิสระตัวอื่นๆ ที่สามารถอธิบายอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนได้มากขึ้น

5.5 ข้อจำกัดของการวิจัย

5.5.1 กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินทั้งอุตสาหกรรม ดังนั้น การวิเคราะห์ผลที่เกิดขึ้นอาจไม่สามารถอธิบายได้ครอบคลุมถึงบริษัททั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

5.5.2 ข้อมูลที่นำมาวิเคราะห์มีระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ 2558 – 2563 ดังนั้นอาจจะทำให้ยังไม่สามารถเห็นแนวโน้มของการเปลี่ยนแปลงอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนที่ชัดเจนได้

5.5.3 การวิเคราะห์ผลการกำกับดูแลกิจการกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน อาจมีค่าคลาดเคลื่อน เนื่องจากสถาบันกรรมการบริษัทไทยจะเปิดเผยรายชื่อบริษัทที่ได้คะแนนในระดับ 3 - 5 ดาว เท่านั้น ทำให้ไม่สามารถวิเคราะห์แนวโน้มอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทที่ได้คะแนนในระดับ 1 – 2 ดาวได้



บรรณานุกรม

- กรัณฐรัตน์ บุญญวัฒน์ และศักดิ์ดา มาณวพัฒน์. (2554). โครงสร้างการถือหุ้นและคุณภาพของรายงานทางการเงิน. *วารสารนักบริหาร*, 31(2), 152-158.
- เกศรา มัญชุศรี. (2558). การเติบโตอย่างยั่งยืน. สืบค้นจาก <http://www.set.or.th>.
- คณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติ. (2555). สืบค้นจาก <https://www.cgthailand.org>.
- ณรงค์ศักดิ์ อินตะไชยวงศ์. (2555). ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานของบริษัท กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2560). หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2563). สืบค้นจาก <http://www.set.or.th>.
- ถวิล นิลใบ. (2551). ปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวแปร (Autocorrelation) [เอกสารประกอบคำบรรยาย วิชาเศรษฐมิติ 2]. กรุงเทพฯ: คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- ธัญกร จันทรสาน. (2560). การจัดการกำไรและมูลค่าหนี้สินของบริษัทในกลุ่มอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจ เศรษฐศาสตร์และการสื่อสาร*, 12(2), 51-65.
- ปาริณ ชิมอิม, ไพบุลย์ ผจงวงศ์ และธำรงค์ศักดิ์ เสวตเลข. (2562). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างทุนทางปัญญาและการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารรัชต์ภาคย์*, 13(30), 216-227.
- พรพิสิษฐ์ ลำเพาพงศ์ และมนตรี โสคติยานุรักษ์. (2561). ผลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนทางการเงินและผลประกอบการ. *วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ*, 7(2), 30-48.
- ภูเบศ มาโก้. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางตลาด กระแสเงินสดอิสระกับอัตราเติบโตอย่างยั่งยืน. การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- รติ วงศกิตติรักษ์. (2554). ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อมูลค่ากิจการของบริษัทในประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

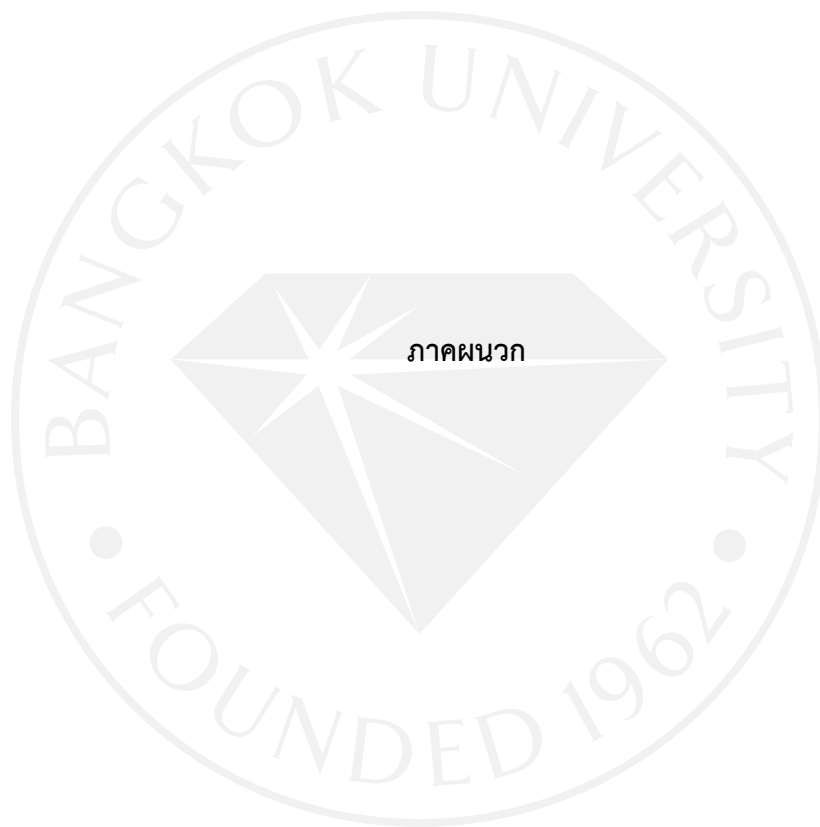
- ระบบฐานข้อมูลออนไลน์. (2563). สืบค้นจาก <http://www.setsmart.com/ism/login.jsp>.
- วิศรา รุ่งโรจน์ และยอดยิ่ง ธนทวี. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวและการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นกับสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารการบริหารและการจัดการ*, 9(1), 137-152.
- วิชญ์ ภูมิพานิช. (2556). การศึกษาวงจรเงินสด และความสัมพันธ์ระหว่าง มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจกับการเจริญเติบโตส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมสื่อสาร และเทคโนโลยี. *วารสารวิทยาลัยพาณิชยศาสตร์บูรพาปริทัศน์*, 8(2), 15-28.
- ศิลปพร ศรีจันทเพชร. (2551). ทฤษฎีบรรษัทภิบาล. *วารสารบริหารธุรกิจ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์*, 31(120), 1-4.
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2560). *หลักเกณฑ์การสำรวจโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย*. สืบค้นจาก <http://www.thai-iod.com>.
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2562). *รายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทย*. สืบค้นจาก <http://www.thai-iod.com>.
- อรรพรรณ เชื้อเมืองพาน และมนตรี ช่วยชู. (2563). การวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่ส่งผลต่อการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง. *วารสารการบริหารนิติบุคคลและนวัตกรรมท้องถิ่น*, 6(4), 1-13.
- อักรพงศ์ อ้นทอง. (2550). *คู่มือการใช้โปรแกรม EViews เบื้องต้น: สำหรับการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติ*. เชียงใหม่: สถาบันวิจัยสังคม มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- Agrawal, A., & Mandelker, G. (1987). Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions. *Journal of Finance*, 42(4), 823-837.
- Amouzesh, N., Moenifar, Z., & Mousavi, Z. (2011). Sustainable Growth Rate and Firm Performance: Evidence from Iran Stock Exchange. *International Journal of Business and Social Science*, 2(23), 249-255.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The journal of finance*, 58(3), 1301-1327.

- Brenes, E. R., Madrigal, K., & Requena, B. (2011). Corporate governance and family business performance. *Journal of Business Research*, 64(3), 280-285.
- Cadbury, A. (1992). *Corporate governance and chairmanship: A personal view*. Oxford: Oxford University.
- Carol A. A., Wan Y. H., & Clare, B. R. (1998) Corporate Social Reporting Practices in Western Europe: Legitimizing Corporate Behavior. *The British Accounting Review*, 30(1), 1-21.
- Carroll, A. (1993). *Ethics and stakeholder management* (2nd ed.). Cincinnati: South-Western College.
- Churchill, N. C., & Mullins, J. W. (2001). How Fast Can Your Company Afford to Grow?. *Harvard Business Review*, 79(5), 135-143.
- Cormier, D., & Gordon, I. M. (2001). An examination of social and environmental reporting strategies. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 14(5), 587-616.
- Deegan, C. U. (2006). *Financial accounting theory*. UK: Maidenhead McGraw Hill.
- Devies, J. R., Hillier, D., & McColgan, P. (2005). Ownership Structure, managerial behavior and corporate value. *Journal of Corporate Finance*, 11(4), 45-660.
- De Wet, J. H. (2004). *Growth sales and value creation terms of the financial strategy matrix: Chapter 6*. Hatfield: University of Pretoria etd.
- Ding, X. S., Ni, Y., & Zhong, L. (2016). Free Float and Market Liquidity Around the World. *Journal of Empirical Finance*, 38(71303155), 236-257.
- Donaldson, G. (1984). *Managing corporate wealth: The operation of a comprehensive financial goals system*. New York: Praeger.
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.
- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499-533.

- Freeman, R. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Fonseka, M. M., Ramos, C. G., & Tian, G. L. (2012). The Most Appropriate Sustainable Growth Rate Model for Managers and Researchers. *The Journal of Applied Business Research*, 28(3), 481-500.
- Goergen, M., & Renneboog, L. (2006). *Commercial management of projects: Defining the discipline*. Oxford: Wiley-Blackwell.
- Gray, R., Owen, L., & Adams, C. (1996). *Accounting and accountability: Changes and challenges in corporate and social reporting*. London: Prentice Hall Europe.
- Guthrie, J., & Parker, L. D. (1989). Corporate Social Reporting: A Rebuttal of Legitimacy Theory. *Accounting and Business Research*, 19(1), 343-352.
- Hawawini G., & Viallet C. (2007). *Finance for executives: Managing for value creation*. Florida: South-Western Cengage Learning.
- Higgins, R. (1977). How much growth can a firm afford?. *Financial Management*, 6(3), 7-16.
- Hinkle, D. E., William, W., & Stephen G. J. (1998). *Applied statistics for the behavior sciences* (4nd ed.). New York: Houghton Mifflin.
- Ho, S. S. M., Lam, K. C. K., & Sami, H. (2004). The investment opportunity set, director ownership, and corporate policies: Evidence from an emerging market. *Journal of Corporate Finance*, 10(3), 383-408.
- Ho, S., & Wong, K. S. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing, and Taxation*, 10(2), 139-156.
- Horne, J. C. V. (1987). Sustainable growth modeling. *Journal of Corporate Finance*, 2(3), 19-26.
- Horne, J. C. V. (1998). *Financial management policy*. London: Prentice-Hall.
- Horne, J. C. V., & Wachowicz, J. M. (2005). *Instructor's Manual Fundamentals of Financial Management* (12nd ed.). Retrieved from www.pearsoned.co.uk.

- Huang, R., & Liu, G. (2009). Study on the Enterprise Sustainable Growth Rate and Leverage Mechanism. *International Journal of Business and Management*, 4(3), 200-212.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(1), 305-360.
- Johnson, R. R. (2000). *A guide to using EViews with using econometrics: A practical guide*. CA: University of San Diego.
- Kikewska, A. (2016). Conditions for Sustainable Growth (SGR) for Companies from Metallurgy and Mining Sector in Poland. *Metallurgija*, 55(1), 139-142.
- Lindblom, C. K. (1994). *The implications of organizational legitimacy for corporate social performance and disclosure*. New York: Critical Perspectives on Accounting Conference.
- McColgan, P. (2001). *Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective*. Glasgow: University of Strathclyde.
- Mitra, S. (2002). The Impact of Institutional Stock Ownership on a Firms Earnings Management Practice: An Empirical Investigation. *LSU Doctoral Dissertations*, 319.
- Mueller, D. C. (2012). *The Oxford handbook of capitalism*. Oxford: Oxford University.
- Mumu, S., Susanto, S., & Gainau, P. (2019). The Sustainable Growth Rate and The Firm Performance: Case Study of Issuer at Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Management, IT & Engineering*, 9(12), 10-18.
- Platt, H. D., Platt, M. B., & Chen, G. (1995). Sustainable growth rate of firms financial distress. *Journal of Economics and Finance*, 19(2), 147-151.
- Rahim, N. (2017). Sustainable Growth Rate and Firm Performance: a Case Study in Malaysia. *International Journal of Management, Innovation & Entrepreneurial Research*, 3(2), 48-60.
- Raisch, S., & VonKrogh, G. (2007). Navigating a Path to Smart Growth. *MIT Sloan Management Review*, 48(3), 65-72.

- Salmon, W. (1989). *Four decades of scientific explanation*. Minneapolis: University of Minnesota.
- Savin, N. E., & White, K. J. (1977). The Durbin-Watson test for serial correlation with extreme sample sizes or many regressors. *Econometrica*, 45(8), 1989-1996.
- Solomon, M. R., Hogg, M. K., Askegaard, S., & Bamossy, G. J. (2006). *Consumer behaviors: A European perspective* (3rd ed.). Harlow: Prentice Hall.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Yang, W., & Gan, S. (2019). Can Asset Quality Promote the Sustainable Development of Enterprises?. *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, 347, 48-53.
- Yi, A. L., Ishak, A., & Ioan, P. (2011). MHD Stagnation Point Flow with Suction Towards a Shrinking Sheet. *International Journal of Numerical Methods for Heat and Fluid Flow*, 40(10), 1179-1186.





ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) จัดตั้งภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ เพื่อเป็นตลาดทางเลือกในการระดมทุนระยะยาวของธุรกิจ โดยได้เปิดดำเนินการอย่างเป็นทางการเมื่อวันที่ 21 มิถุนายน 2542 และ ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2562 มีบริษัทจดทะเบียนจำนวน 165 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2563) โดยจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมเป็นดังตารางที่ ก.1 และรายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เป็นดังตารางที่ ก.2

ตารางที่ ก.1: จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัทจดทะเบียน
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)	9
สินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP)	11
ธุรกิจการเงิน (FINCIAL)	9
สินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	36
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON)	28
ทรัพยากร (RESOURC)	13
บริการ (SERVICE)	46
เทคโนโลยี (TECH)	13
รวม	165

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2563). สืบค้นจาก <http://www.set.or.th>.

ตารางที่ ก.2: รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

หลักทรัพย์	บริษัท
กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)	
ABICO	บริษัท เอบีโก้ โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
AU	บริษัท อาฟเตอร์ ยู จำกัด (มหาชน)
JCKH	บริษัท เจซีเค ฮอสพิทอลลิตี จำกัด (มหาชน)
KASET	บริษัท ไทยฮา จำกัด (มหาชน)
MM	บริษัท มัดแมน จำกัด (มหาชน)
SUN	บริษัท ชันสวีท จำกัด (มหาชน)
TACC	บริษัท ที.เอ.ซี. คอนซูเมอร์ จำกัด (มหาชน)
TMILL	บริษัท ที เอส ฟลาวมิลล์ จำกัด (มหาชน)
กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP)	
BGT	บริษัท บีจีที คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
BIZ	บริษัท บิสซิเนสอะไลमेंท์ จำกัด (มหาชน)
DOD	บริษัท ดีโอดี ไปโอเทค จำกัด (มหาชน)
ECF	บริษัท อีสต์โคสต์เฟอร์นิเทค จำกัด (มหาชน)
HPT	บริษัท โฮม พอตเทอรี่ จำกัด (มหาชน)
IP	บริษัท อินเตอร์ ฟาร์มา จำกัด (มหาชน)
JUBILE	บริษัท ยูบิลลี่ เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)
MOONG	บริษัท มุ่งพัฒนา อินเทอร์เน็ตแซนด์แนล จำกัด (มหาชน)
NPK	บริษัท นิวพลัสนิติตั้ง จำกัด (มหาชน)
OCEAN	บริษัท โอเชียน คอมเมิร์ซ จำกัด (มหาชน)
TM	บริษัท เทคโนโลยีคัล จำกัด (มหาชน)

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ก.2 (ต่อ): รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

หลักทรัพย์	บริษัท
กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (FINCIAL)	
ACAP	บริษัท เอเชีย แคปปิตอล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
AF	บริษัท ไอร่า แฟคตอรี จำกัด (มหาชน)
AIRA	บริษัท ไอร่า แคปปิตอล จำกัด (มหาชน)
ASN	บริษัท เอเอสเอ็น โบรกเกอร์ จำกัด (มหาชน)
BROOK	บริษัท บรูคเคอร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
GCAP	บริษัท จี แคปปิตอล จำกัด (มหาชน)
LIT	บริษัท ลีซ อิท จำกัด (มหาชน)
MITSIB	บริษัท มิตรสิบ ลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน)
SGF	บริษัท เอสจีเอฟ แคปปิตอล จำกัด (มหาชน)
กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	
2S	บริษัท 2 เอส เมทัล จำกัด (มหาชน)
ADB	บริษัท แอ็พพลาย ดีบี จำกัด (มหาชน)
BM	บริษัท บางกอกซีทเมทัล จำกัด (มหาชน)
CHO	บริษัท ช ทวี จำกัด (มหาชน)
CHOW	บริษัท เซา์ สตีล อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
CIG	บริษัท ซี.ไอ.กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
COLOR	บริษัท สาลี คัลเลอร์ จำกัด (มหาชน)
CPR	บริษัท ซีพีอาร์ โกลด์ อินดัสเตรียล จำกัด (มหาชน)
FPI	บริษัท ฟอร์จูน พาร์ท อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
GTB	บริษัท เจตาแบค จำกัด (มหาชน)
KCM	บริษัท เค.ซี.เมททอลซีท จำกัด (มหาชน)
KUMWEL	บริษัท คัมเวล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
KWM	บริษัท เค. ดับบลิว. เมทัลเวิร์ค จำกัด (มหาชน)

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ก.2 (ต่อ): รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

หลักทรัพย์	บริษัท
กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) (ต่อ)	
MBAX	บริษัท มัลติแบกซ์ จำกัด (มหาชน)
MGT	บริษัท เมกาเคมี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
NDR	บริษัท เอ็น.ดี.รับเบอร์ จำกัด (มหาชน)
PDG	บริษัท พรอดดิจี จำกัด (มหาชน)
PIMO	บริษัท ไฟโอเนียร์ มอเตอร์ จำกัด (มหาชน)
PJW	บริษัท ปัญญาพัฒนาพลาสติก จำกัด (มหาชน)
PPM	บริษัท พรพรหมเม็ททอล จำกัด (มหาชน)
RWI	บริษัท ระยองไวร์ อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน)
SALEE	บริษัท สาลีอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
SANKO	บริษัท ซังโกะ ไคคาซัง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
SELIC	บริษัท เซลิกซ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
SWC	บริษัท เซอร์วิวด คอร์ปอเรชั่น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
TMC	บริษัท ที.เอ็ม.ซี. อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
TMI	บริษัท ทีระมงคล อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
TMW	บริษัท ไทยมิตซูวา จำกัด (มหาชน)
TPAC	บริษัท พลาสติก และหีบห่อไทย จำกัด (มหาชน)
TPLAS	บริษัท ไทยอุตสาหกรรมพลาสติก (1994) จำกัด (มหาชน)
UBIS	บริษัท ยูบิส (เอเชีย) จำกัด (มหาชน)
UEC	บริษัท ยูนิมิตร เอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
UKEM	บริษัท ยูเนียน ปีโตรเคมีคอล จำกัด (มหาชน)
UREKA	บริษัท ยูเรกา ดีไซน์ จำกัด (มหาชน)
YUASA	บริษัท ยวซ่าแบตเตอรี่ ประเทศไทย จำกัด (มหาชน)
ZIGA	บริษัท ซิก้า อินโนเวชั่น จำกัด (มหาชน)

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ก.2 (ต่อ): รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

หลักทรัพย์	บริษัท
กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON)	
ALL	บริษัท ออลล์ อินสไปร์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
ARIN	บริษัท อรินสิริ แลนด์ จำกัด (มหาชน)
ARROW	บริษัท แอร์โรว์ ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)
BC	บริษัท บูติก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
BSM	บริษัท บิวเดอสมาร์ท จำกัด (มหาชน)
BTW	บริษัท บีที เวลธ์ อินด์สตรี้ส์ จำกัด (มหาชน)
CAZ	บริษัท ซี เอ แซด (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
CHEWA	บริษัท ชีวาทัย จำกัด (มหาชน)
CMC	บริษัท เจ้าพระยามหานคร จำกัด (มหาชน)
CRD	บริษัท เชียงใหม่ริมดอย จำกัด (มหาชน)
DIMET	บริษัท ไดเมท (สยาม) จำกัด (มหาชน)
FLOYD	บริษัท ฟลอยด์ จำกัด (มหาชน)
HYDRO	บริษัท ไฮโดรเทค จำกัด (มหาชน)
JSP	บริษัท เจ. เอส. พี. พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
K	บริษัท คิงส์เมน ซี.เอ็ม.ที.ไอ. จำกัด (มหาชน)
KUN	บริษัท วิลล่า คุณาลัย จำกัด (มหาชน)
META	บริษัท เมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
PPS	บริษัท โปรเจค แพลนนิ่ง เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)
PROUD	บริษัท พราว เรียล เอสเตท จำกัด (มหาชน)
SMART	บริษัท สมาร์ทคอนกรีต จำกัด (มหาชน)
STAR	บริษัท สตาร์ ยูนิเวอร์แซล เน็ตเวิร์ค จำกัด (มหาชน)
STC	บริษัท เอสทีซี คอนกรีตโปรดักต์ จำกัด (มหาชน)
STI	บริษัท สโตนเฮ็นจ์ อินเตอร์ จำกัด (มหาชน)

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ก.2 (ต่อ): รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

หลักทรัพย์	บริษัท
กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) (ต่อ)	
T	บริษัท ที เอ็นจิเนียริ่ง คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
TAPAC	บริษัท ทาปาโก้ จำกัด (มหาชน)
THANA	บริษัท ธนาสิริ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
TIGER	บริษัท ไทย อิงเกอร์ โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
TITLE	บริษัท รมโพธิ์ พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURC)	
ABM	บริษัท เอเชีย ไปโอแมส จำกัด (มหาชน)
AIE	บริษัท เอไอ เอนเนอร์จี จำกัด (มหาชน)
PSTC	บริษัท เพาเวอร์ โซลูชั่น เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
QTC	บริษัท คิวทีซี เอนเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)
SAAM	บริษัท เอสเอเอเอ็ม เอ็นเนอร์ยี ดีเวลลอปเมนต์ จำกัด (มหาชน)
SEOIL	บริษัท ซีออยล์ จำกัด (มหาชน)
SR	บริษัท สยามราช จำกัด (มหาชน)
TAKUNI	บริษัท ทาคูนิ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
TPCH	บริษัท ทีพีซี เพาเวอร์โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
TRT	บริษัท ถิรไทย จำกัด (มหาชน)
UMS	บริษัท ยูนิค ไมนิ่ง เซอร์วิสเชส จำกัด (มหาชน)
UPA	บริษัท ยูไนเต็ด เพาเวอร์ ออฟ เอเชีย จำกัด (มหาชน)
UWC	บริษัท เอื้อวิทยา จำกัด (มหาชน)
กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE)	
A5	บริษัท แอสเซท ไฟว์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
AKP	บริษัท อัครีปการ จำกัด (มหาชน)
AMA	บริษัท อาม่า มารีน จำกัด (มหาชน)

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ก.2 (ต่อ): รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

หลักทรัพย์	บริษัท
กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) (ต่อ)	
ARIP	บริษัท เออาร์ไอพี จำกัด (มหาชน)
ATP30	บริษัท เอทีพี 30 จำกัด (มหาชน)
AUCT	บริษัท สหการประมูล จำกัด (มหาชน)
BOL	บริษัท บีซิเนส ออนไลน์ จำกัด (มหาชน)
CMO	บริษัท ซีเอ็มโอ จำกัด (มหาชน)
D	บริษัท เดนทัล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
DV8	บริษัท ดีวี8 จำกัด (มหาชน)
EFORL	บริษัท อี ฟอร์ แอล เอ็ม จำกัด (มหาชน)
ETE	บริษัท บุรพา เทคโนโลยี เอ็นจิเนียริ่ง จำกัด (มหาชน)
FSMART	บริษัท ฟอรัท สมาร์ท เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)
FVC	บริษัท ฟิลเตอร์ วิชั่น จำกัด (มหาชน)
GSC	บริษัท โกลบอล เซอร์วิส เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
HARN	บริษัท หาญ เอ็นจิเนียริ่ง โซลูชั่นส์ จำกัด (มหาชน)
IMH	บริษัท โรงพยาบาลอินเตอร์เมดิคัล แคร่ แอนด์ แล็บ จำกัด (มหาชน)
JKN	บริษัท เจเคเอ็น โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน)
KIAT	บริษัท เกียรติธนา ขนส่ง จำกัด (มหาชน)
KOOL	บริษัท มาสเตอร์คูล อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
LDC	บริษัท แอลดีซี เด็นทัล จำกัด (มหาชน)
MORE	บริษัท มอร์ รีเทิร์น จำกัด (มหาชน)
MPG	บริษัท เอ็มพีจี คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
MVP	บริษัท เอ็ม วิชั่น จำกัด (มหาชน)
NBC	บริษัท เนชั่น บรอดแคสติ้ง คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
NCL	บริษัท เนชั่นฮัลโล อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน)

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ก.2 (ต่อ): รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

หลักทรัพย์	บริษัท
กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) (ต่อ)	
NEWS	บริษัท นิวส์ เน็ตเวิร์ค คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
NINE	บริษัท เนชั่น อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล เอ็ดดูเทนเมนท์ จำกัด (มหาชน)
OTO	บริษัท วันทูน คอนแทคส์ จำกัด (มหาชน)
PHOL	บริษัท พลัญญะ จำกัด (มหาชน)
PICO	บริษัท ปีโก (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)
QLT	บริษัท ควอลิตี้เทค จำกัด (มหาชน)
RP	บริษัท ท่าเรือราชาเฟอร์รี่ จำกัด (มหาชน)
SE	บริษัท สยามอีสต์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)
SLM	บริษัท เอส แอล เอ็ม คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
SONIC	บริษัท โซนิค อินเทอร์เน็ตเฟรท จำกัด (มหาชน)
SPA	บริษัท สยามเวลเนสกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
THMUI	บริษัท ไทยมัย คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
TNDT	บริษัท ไทย เอ็น ดี ที จำกัด (มหาชน)
TNH	บริษัท โรงพยาบาลไทยนครินทร์ จำกัด (มหาชน)
TNP	บริษัท ธนพิริยะ จำกัด (มหาชน)
TSF	บริษัท ทรีซิกตี้ไฟว์ จำกัด (มหาชน)
TVD	บริษัท ทีวี ไดเร็ค จำกัด (มหาชน)
TVT	บริษัท ทีวี ันเตอร์ จำกัด (มหาชน)
VL	บริษัท วี.แอล.เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)
WINNER	บริษัท วินเนอร์กรุ๊ป เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)
กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH)	
APP	บริษัท แอปพลิแคด จำกัด (มหาชน)
COMAN	บริษัท โคแมนซี่ อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ก.2 (ต่อ): รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

หลักทรัพย์	บริษัท
กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH) (ต่อ)	
ICN	บริษัท อินฟอร์เมชั่น แอนด์ คอมมิวนิเคชั่น เน็ตเวิร์คส จำกัด (มหาชน)
INSET	บริษัท อินฟราเซท จำกัด (มหาชน)
IRCP	บริษัท อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล รีเสิร์ช คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
ITEL	บริษัท อินเทอร์เน็ตลิงค์ เทเลคอม จำกัด (มหาชน)
NETBAY	บริษัท เน็ตเบย์ จำกัด (มหาชน)
PLANET	บริษัท แพลนเน็ต คอมมิวนิเคชั่น เอเชีย จำกัด (มหาชน)
SIMAT	บริษัท ซิแมท เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
SKY	บริษัท สกาย ไอซีที จำกัด (มหาชน)
SPVI	บริษัท เอส พี วี ไอ จำกัด (มหาชน)
TPS	บริษัท เดอะแพรคทีเคิลโซลูชั่น จำกัด (มหาชน)
VCOM	บริษัท วินท์คอม เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2563). สืบค้นจาก <http://www.set.or.th>.



การวิจัยปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ใช้กลุ่มตัวอย่างที่ประกอบด้วยข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 - 2562 เป็นระยะเวลา 5 ปี รายละเอียดดังตารางที่ ข.1

ตารางที่ ข.1: รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ใช้ในการวิจัย

หลักทรัพย์	บริษัท
กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)	
ABICO	บริษัท เอบีโก้ โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
AU	บริษัท อาฟเตอร์ ยู จำกัด (มหาชน)
JCKH	บริษัท เจซีเค ฮอสพิทอลลิตี้ จำกัด (มหาชน)
KASET	บริษัท ไทยฮา จำกัด (มหาชน)
MM	บริษัท มัดแมน จำกัด (มหาชน)
SUN	บริษัท ชันสวีท จำกัด (มหาชน)
TACC	บริษัท ที.เอ.ซี. คอนซูเมอร์ จำกัด (มหาชน)
TMILL	บริษัท ที เอส ฟลาวมิลล์ จำกัด (มหาชน)
กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP)	
BGT	บริษัท บีจีที คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
BIZ	บริษัท บิสซิเนสอะไลเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
DOD	บริษัท ดีโอดี ไปโอเทค จำกัด (มหาชน)
ECF	บริษัท อีสต์โคสต์เฟอร์นิเทค จำกัด (มหาชน)
HPT	บริษัท โฮม พอตเทอรี่ จำกัด (มหาชน)
IP	บริษัท อินเตอร์ ฟาร์ม จำกัด (มหาชน)
JUBILE	บริษัท ยูบิลลี่ เอนเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)
MOONG	บริษัท มุ่งพัฒนา อินเทอร์เน็ตแซนแนล จำกัด (มหาชน)
NPK	บริษัท นิวพลัสนิติตั้ง จำกัด (มหาชน)
OCEAN	บริษัท โอเชียน คอมเมิร์ซ จำกัด (มหาชน)

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ข.1 (ต่อ): รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ใช้ในงานวิจัย

หลักทรัพย์	บริษัท
กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) (ต่อ)	
TM	บริษัท เทคโนโลยีคัล จำกัด (มหาชน)
กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	
2S	บริษัท 2 เอส เมทัล จำกัด (มหาชน)
ADB	บริษัท แอ็พพลาย ดีบี จำกัด (มหาชน)
BM	บริษัท บางกอกซีทเมทัล จำกัด (มหาชน)
CHO	บริษัท ช ทวี จำกัด (มหาชน)
CHOW	บริษัท เซาว์ สตีล อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
CIG	บริษัท ซี.ไอ.กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
COLOR	บริษัท สาลี คัลเลอร์ จำกัด (มหาชน)
CPR	บริษัท ซีพีอาร์ โกลบ อินดัสเตรียล จำกัด (มหาชน)
FPI	บริษัท ฟอร์จูน พาร์ท อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
GTB	บริษัท เจตาแบค จำกัด (มหาชน)
KCM	บริษัท เค.ซี.เมททอลซีท จำกัด (มหาชน)
KUMWEL	บริษัท คัมเวล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
KWM	บริษัท เค. ดับบลิว. เมทัลเวิร์ค จำกัด (มหาชน)
MBAX	บริษัท มัลติแบกซ์ จำกัด (มหาชน)
MGT	บริษัท เมกาเคมี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
NDR	บริษัท เอ็น.ดี.รับเบอร์ จำกัด (มหาชน)
PDG	บริษัท พรอดดิจี จำกัด (มหาชน)
PIMO	บริษัท ไพโอเนียร์ มอเตอร์ จำกัด (มหาชน)
PJW	บริษัท ปัญญาพัฒนาพลาสติก จำกัด (มหาชน)
PPM	บริษัท พรพรหมเมทัล จำกัด (มหาชน)
RWI	บริษัท ระยองไวร์ อินดัสตรี้ส์ จำกัด (มหาชน)

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ข.1 (ต่อ): รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ใช้ในงานวิจัย

หลักทรัพย์	บริษัท
กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) (ต่อ)	
SALEE	บริษัท สาลีอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
SANKO	บริษัท ชังโกะ ไดคาซดิง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
SELIC	บริษัท ชริงเฟล็กซ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
SWC	บริษัท เซอร์วิวด คอร์ปอเรชั่น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
TMC	บริษัท ที.เอ็ม.ซี. อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
TMI	บริษัท ธีระมงคล อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
TMW	บริษัท ไทยमितซูวา จำกัด (มหาชน)
TPAC	บริษัท พลาสติก และหีบห่อไทย จำกัด (มหาชน)
TPLAS	บริษัท ไทยอุตสาหกรรมพลาสติก (1994) จำกัด (มหาชน)
UBIS	บริษัท ยูบิส (เอเชีย) จำกัด (มหาชน)
UEC	บริษัท ยูนิมิต เอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
UKEM	บริษัท ยูเนียน ปีโตรเคมีคอล จำกัด (มหาชน)
UREKA	บริษัท ยูเรกา ดีไซน์ จำกัด (มหาชน)
YUASA	บริษัท ยวซ่าแบตเตอรี่ ประเทศไทย จำกัด (มหาชน)
ZIGA	บริษัท ซิก้า อินโนเวชั่น จำกัด (มหาชน)
กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON)	
ALL	บริษัท ออลล์ อินสไปร์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
ARIN	บริษัท อรินสิริ แลนด์ จำกัด (มหาชน)
ARROW	บริษัท แอร์โรว์ ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)
BC	บริษัท บูทิค คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
BSM	บริษัท บิวเดอสมาร์ท จำกัด (มหาชน)
BTW	บริษัท บีที เวิร์ธ อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน)
CAZ	บริษัท ซี เอ แซด (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ข.1 (ต่อ): รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ใช้ในงานวิจัย

หลักทรัพย์	บริษัท
กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON) (ต่อ)	
CHEWA	บริษัท ชีวาทัย จำกัด (มหาชน)
CMC	บริษัท เจ้าพระยามหานคร จำกัด (มหาชน)
CRD	บริษัท เชียงใหม่ริมดอย จำกัด (มหาชน)
DIMET	บริษัท ไดเมท (สยาม) จำกัด (มหาชน)
FLOYD	บริษัท ฟลอยด์ จำกัด (มหาชน)
HYDRO	บริษัท ไฮโดรเทค จำกัด (มหาชน)
JSP	บริษัท เจ. เอส. พี. พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
K	บริษัท คิงส์เมน ซี.เอ็ม.ที.ไอ. จำกัด (มหาชน)
KUN	บริษัท วิลล่า คุณาลัย จำกัด (มหาชน)
META	บริษัท เมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
PPS	บริษัท โปรเจค แพลนนิ่ง เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)
PROUD	บริษัท พราว เรียล เอสเตท จำกัด (มหาชน)
SMART	บริษัท สมาร์ทคอนกรีต จำกัด (มหาชน)
STAR	บริษัท สตาร์ ยูนิเวอร์แซล เน็ตเวิร์ค จำกัด (มหาชน)
STC	บริษัท เอสทีซี คอนกรีตโปรดักต์ จำกัด (มหาชน)
STI	บริษัท สโตนเฮ็นจ์ อินเตอร์ จำกัด (มหาชน)
T	บริษัท ที เอ็นจิเนียริ่ง คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
TAPAC	บริษัท ทาปาโก้ จำกัด (มหาชน)
THANA	บริษัท ธนาสิริ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
TIGER	บริษัท ไทย อิงเกอร์ โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
TITLE	บริษัท รมโพธิ์ พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ข.1 (ต่อ): รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ใช้ในงานวิจัย

หลักทรัพย์	บริษัท
กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURCE)	
ABM	บริษัท เอเชีย ไปโอแมส จำกัด (มหาชน)
AIE	บริษัท เอไอ เอนเนอร์จี จำกัด (มหาชน)
PSTC	บริษัท เพาเวอร์ โซลูชั่น เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
QTC	บริษัท คิวทีซี เอนเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)
SAAM	บริษัท เอสเอเอเอ็ม เอ็นเนอร์ยี ดีเวลลอปเมนต์ จำกัด (มหาชน)
SEOIL	บริษัท ซีออยล์ จำกัด (มหาชน)
SR	บริษัท สยามราช จำกัด (มหาชน)
TAKUNI	บริษัท ทาคูนิ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
TPCH	บริษัท ทีพีซี เพาเวอร์โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
TRT	บริษัท ถิรไทย จำกัด (มหาชน)
UMS	บริษัท ยูนิค ไมนิ่ง เซอร์วิสเอส จำกัด (มหาชน)
UPA	บริษัท ยูไนเต็ด เพาเวอร์ ออฟ เอเชีย จำกัด (มหาชน)
UWC	บริษัท เอื้อวิทยา จำกัด (มหาชน)
กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE)	
A5	บริษัท แอสเซท ไฟว์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
AKP	บริษัท อัครีปราการ จำกัด (มหาชน)
AMA	บริษัท อามา มารีน จำกัด (มหาชน)
ARIP	บริษัท เออาร์ไอพี จำกัด (มหาชน)
ATP30	บริษัท เอทีพี 30 จำกัด (มหาชน)
AUCT	บริษัท สหการประมูล จำกัด (มหาชน)
BOL	บริษัท บีซิเนส ออนไลน์ จำกัด (มหาชน)
CMO	บริษัท ซีเอ็มโอ จำกัด (มหาชน)
D	บริษัท เดนทัล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ข.1 (ต่อ): รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ใช้ในงานวิจัย

หลักทรัพย์	บริษัท
กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) (ต่อ)	
DV8	บริษัท ดีวี8 จำกัด (มหาชน)
EFORL	บริษัท อี ฟอร์ แอล เอ็ม จำกัด (มหาชน)
ETE	บริษัท บุรพา เทคโนโลยี เอ็นจิเนียริ่ง จำกัด (มหาชน)
FSMART	บริษัท ฟอรัท สมาร์ท เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)
FVC	บริษัท ฟิลเตอร์ วิชั่น จำกัด (มหาชน)
GSC	บริษัท โกลบอล เซอร์วิส เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
HARN	บริษัท หาญ เอ็นจิเนียริ่ง โซลูชันส์ จำกัด (มหาชน)
IMH	บริษัท โรงพยาบาลอินเตอร์เมดิคัล แคร่ แอนด์ แล็บ จำกัด (มหาชน)
JKN	บริษัท เจเคเอ็น โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน)
KIAT	บริษัท เกียรติธนา ขนส่ง จำกัด (มหาชน)
KOOL	บริษัท มาสเตอร์คูล อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
LDC	บริษัท แอลดีซี เด็นทัล จำกัด (มหาชน)
MORE	บริษัท มอร์ รีเทิร์น จำกัด (มหาชน)
MPG	บริษัท เอ็มพีจี คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
MVP	บริษัท เอ็ม วิชั่น จำกัด (มหาชน)
NBC	บริษัท เนชั่น บรอดแคสติ้ง คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
NCL	บริษัท เอ็นซีแอล อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน)
NEWS	บริษัท นิวส์ เน็ตเวิร์ค คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
NINE	บริษัท เนชั่น อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล เอ็ดดูเทนเมนท์ จำกัด (มหาชน)
OTO	บริษัท วันทูวัน คอนแทคส์ จำกัด (มหาชน)
PHOL	บริษัท พลธัญญะ จำกัด (มหาชน)
PICO	บริษัท ปีโก (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)
QLT	บริษัท ควอลิตี้เทค จำกัด (มหาชน)

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ข.1 (ต่อ): รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ใช้ในงานวิจัย

หลักทรัพย์	บริษัท
กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) (ต่อ)	
RP	บริษัท ท่าเรือราชาเฟอร์รี่ จำกัด (มหาชน)
SE	บริษัท สยามอีสต์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)
SLM	บริษัท เอส แอล เอ็ม คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
SONIC	บริษัท โซนิค อินเตอร์เฟรท จำกัด (มหาชน)
SPA	บริษัท สยามเวลเนสกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
THMUI	บริษัท ไทยมุย คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
TNDT	บริษัท ไทย เอ็น ดี ที จำกัด (มหาชน)
TNH	บริษัท โรงพยาบาลไทยนครินทร์ จำกัด (มหาชน)
TNP	บริษัท ธนพิริยะ จำกัด (มหาชน)
TSF	บริษัท ทรีซิกตี้ไฟว์ จำกัด (มหาชน)
TVD	บริษัท ทีวี ไดเรค จำกัด (มหาชน)
TVT	บริษัท ทีวี ธันเดอร์ จำกัด (มหาชน)
VL	บริษัท วี.แอล.เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)
WINNER	บริษัท วินเนอร์กรุ๊ป เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)
กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH)	
APP	บริษัท แอปพลิแคด จำกัด (มหาชน)
COMAN	บริษัท โคแมนซี่ อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
ICN	บริษัท อินฟอร์เมชั่น แอนด์ คอมมิวนิเคชั่น เน็ตเวิร์คส์ จำกัด (มหาชน)
INSET	บริษัท อินฟราเซท จำกัด (มหาชน)
IRCP	บริษัท อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล รีเสิร์ช คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
ITEL	บริษัท อินเทอร์เน็ตลิงค์ เทเลคอม จำกัด (มหาชน)
NETBAY	บริษัท เน็ตเบย์ จำกัด (มหาชน)
PLANET	บริษัท แพลนเน็ต คอมมิวนิเคชั่น เอเชีย จำกัด (มหาชน)

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ข.1 (ต่อ): รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ใช้ในงานวิจัย

หลักทรัพย์	บริษัท
กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH) (ต่อ)	
SIMAT	บริษัท โซแมท เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
SKY	บริษัท สกาย ไอซีที จำกัด (มหาชน)
SPVI	บริษัท เอส พี วี ไอ จำกัด (มหาชน)
TPS	บริษัท เดอะแพรคทีเคิลโซลูชั่น จำกัด (มหาชน)
VCOM	บริษัท วินท์คอม เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2563). สืบค้นจาก <http://www.set.or.th>.

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ-นามสกุล

อภิญญา จ้อยด้วง

อีเมล

aphinya.chui@bumail.net

ประวัติการศึกษา

2562 - ปัจจุบัน บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

2557 – 2561 วิทยาศาสตร์บัณฑิต (เคมี) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
ข้อตกลงว่าด้วยการอนุญาตให้ใช้สิทธิในสารนิพนธ์

วันที่ ๒3 เดือน สิงหาคม พ.ศ. ๒๕๖4

ข้าพเจ้า (นาย/นาง/นางสาว) [REDACTED] อยู่บ้านเลขที่ 550/17
ซอย - ถนน - ตำบล/แขวง หนองแขก
อำเภอ/เขต หนองแขก จังหวัด ภาษีเจริญ รหัสไปรษณีย์ ๑๐๖๑๐
เป็นนักศึกษาของมหาวิทยาลัยกรุงเทพ รหัสประจำตัว ๖๖๑๐๒๐๑๔๑๖

ระดับปริญญาตรี ☒ โท เอก

หลักสูตร บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชา - คณะ บริหารธุรกิจ
ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า “ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ” ฝ่ายหนึ่ง และ

มหาวิทยาลัยกรุงเทพ ตั้งอยู่เลขที่ 9/1 หมู่ 5 ถนนพหลโยธิน ตำบลคลองหนึ่ง อำเภอคลองหลวง จังหวัด
ปทุมธานี 12120 ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า “ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิ” อีกฝ่ายหนึ่ง

ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ และ ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิ ตกลงทำสัญญากันโดยมีข้อความดังต่อไปนี้

ข้อ 1. ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิขอรับรองว่าเป็นผู้สร้างสรรค์และมีสิทธิแต่เพียงผู้เดียวในงานสารนิพนธ์หัวข้อ
ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตของธุรกิจดิจิทัล การศึกษาบริษัท จดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ซึ่งถือเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต ของมหาวิทยาลัยกรุงเทพ
(ต่อไปนี้จะเรียกว่า “สารนิพนธ์”)

ข้อ 2. ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิตกลงยินยอมให้ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิ ใช้สิทธิโดยปราศจากค่าตอบแทนและไม่มี
กำหนดระยะเวลา ในการนำสารนิพนธ์ ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ต่อสาธารณชน
ให้เข้าต้นฉบับหรือสำเนาอื่น ให้ประโยชน์ในสารนิพนธ์ แก่ผู้อื่น อนุญาตให้ผู้อื่นใช้สิทธิโดยจะกำหนดเงื่อนไข
อย่างหนึ่งอย่างใดหรือไม่ก็ได้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน หรือการกระทำอื่นใดในลักษณะทำนองเดียวกัน

ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิมีวัตถุประสงค์ในการเก็บรวบรวม ใช้ หรือเปิดเผยข้อมูลส่วนบุคคลของผู้
อนุญาตให้ใช้สิทธิ เพื่อให้เป็นไปตามข้อตกลงว่าด้วยการอนุญาตให้ใช้สิทธิในสารนิพนธ์ ของผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ
ตลอดไป โดยข้าพเจ้าในฐานะผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ ตกลงยินยอมให้ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิทำการจัดเก็บ
รวบรวม ใช้ หรือเปิดเผยข้อมูลส่วนบุคคลดังกล่าวของข้าพเจ้าได้

ข้อ 3. หากกรณีข้อขัดแย้งในปัญหาสิทธิในสารนิพนธ์ระหว่างผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิกับบุคคลภายนอกก็ดี หรือ
ระหว่างผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิกับบุคคลภายนอกก็ดี หรือมีเหตุขัดข้องอื่นๆ เกี่ยวกับสิทธิ อันเป็นเหตุให้
ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิไม่สามารถนำงานนั้นออกทำซ้ำ เผยแพร่ หรือโฆษณาได้ ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิยินยอมรับ

ผิดและชดใช้ค่าเสียหายแก่ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิในความเสียหายต่างๆ ที่เกิดขึ้นแก่ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิ
ทั้งสิ้น

สัญญานี้ทำขึ้นสองฉบับ มีข้อความถูกต้องตรงกัน คู่สัญญาได้อ่านและเข้าใจข้อความในสัญญานี้โดยตลอดแล้ว
จึงได้ลงลายมือชื่อไว้ต่อหน้าพยานเป็นสำคัญ และเก็บไว้ฝ่ายละฉบับ

ลงชื่อ ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ
(.....)

ลงชื่อ ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิ
(ดร.อภิญญา จุลพิสิฐ)
ผู้อำนวยการสำนักหอสมุดและพื้นที่การเรียนรู้

ลงชื่อ พยาน
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ทวีพรรณ สุภาวรรณ)
ผู้อำนวยการหลักสูตร/ผู้รับผิดชอบหลักสูตร

ลงชื่อ พยาน
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิริวรรณ รุจิพงษ์)
คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย