

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหมวดธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการ
The Relationship Between Shareholding Structure and Firm Performance of
Listed Companies in the Tourism and Leisure Industry Group on the Stock
Exchange of Thailand

ชมภู พรหมใจบุญ¹ และ วรณรพี บานชื่นวิจิตร²
Chompoo Promjaiboon^{1*} and Wanrapee Banchuenvijit²

บทคัดย่อ

อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวและสันทนาการเป็นภาคธุรกิจสำคัญต่อเศรษฐกิจไทยทั้งด้านรายได้และการจ้างงาน แต่ภายหลังวิกฤตโควิด-19 บริษัทในกลุ่มนี้ต้องเผชิญความผันผวนทางเศรษฐกิจและข้อจำกัดด้านผลการดำเนินงาน ส่งผลให้โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีบทบาทสำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการและประสิทธิภาพของบริษัทการศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมวดธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการ โดยใช้ข้อมูลย้อนหลัง 10 ปี ระหว่าง พ.ศ. 2558 – 2567 รวมทั้งสิ้น 140 ข้อมูล และการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธี Panel Data Regression โดยเลือกใช้แบบจำลอง Fixed Effects Model ในการประมาณค่า

ตัวแปรอิสระประกอบด้วย สัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นสถาบัน สัดส่วนผู้ถือหุ้นภายนอก การถือหุ้นแบบครบครัน การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น และการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ ขณะที่ผลการดำเนินงานวัดจากอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยมีขนาดบริษัท ความเสี่ยงทางการเงิน และอายุบริษัทเป็นตัวแปรควบคุม ผลการศึกษาพบว่า การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อ ROE ขณะที่ความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนตัวแปรอื่นไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าผู้ถือหุ้นต่างชาติอาจมีบทบาทในการสนับสนุนประสิทธิภาพการสร้างผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นในธุรกิจท่องเที่ยวและสันทนาการ

¹ นักศึกษาปริญญาโท สาขาวิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

Master of Business Administration Student, Finance Program, Faculty of Business Administration, University of the Thai Chamber of Commerce.

² อาจารย์ประจำ สาขาการเงินและการลงทุน คณะบริหารธุรกิจ

Lecturer, Department of Finance and Investment, Business School, University of the Thai Chamber of Commerce

* ผู้ประสานงานนิพนธ์ e-mail : Chompoo_c@pttplc.com

คำสำคัญ: โครงสร้างผู้ถือหุ้น, ผลการดำเนินงานของบริษัท, ธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการ

Abstract

The tourism and leisure industry is a significant sector of the Thai economy in terms of both revenue generation and employment. However, following the COVID-19 crisis, companies in this sector have faced economic volatility and operational constraints, making ownership structure an increasingly important factor in corporate governance and firm performance. This study aims to examine the relationship between ownership structure and firm performance of companies listed on the Stock Exchange of Thailand in the tourism and leisure industry group. Panel data covering a 10-year period from 2015 to 2024 were collected from 14 listed companies, resulting in a total of 140 observations. The data were analyzed using Panel Data Regression with the Fixed Effects Model employed for estimation.

The independent variables include institutional ownership, outsider ownership, family ownership, ownership concentration, and foreign ownership. Firm performance is measured by Return on Equity (ROE), while firm size, financial risk, and firm age are included as control variables. The results reveal that foreign ownership has a statistically significant positive relationship with ROE, whereas financial risk has a statistically significant negative relationship with ROE. Other variables were found to have no statistically significant relationship with firm performance. These findings suggest that foreign ownership may significantly contribute to improving shareholder return efficiency in the tourism and leisure industry.

Keywords: ownership structure, firm performance, tourism and leisure industry

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวและสันนาการเป็นภาคธุรกิจสำคัญต่อเศรษฐกิจไทย ทั้งรายได้ การจ้างงานและการกระจายรายได้สู่บริหารที่โดยข้อมูลจากกระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬาระบุว่า ในปี พ.ศ. 2567 ประเทศไทยมีนักท่องเที่ยวต่างชาติกว่า 35.54 ล้านคน และสร้างรายได้จากการท่องเที่ยวกว่า 1.91 ล้านล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 15.65 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) อย่างไรก็ตาม ภายหลังจากวิกฤตการณ์โควิด-19 แม้ภาคการท่องเที่ยวจะเริ่มฟื้นตัว แต่บริษัทในกลุ่มธุรกิจดังกล่าวยังคงเผชิญกับความผันผวนด้านต้นทุน ภาระหนี้สิน และการแข่งขันที่เพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของหลายบริษัทอยู่ในภาวะไม่แน่นอน อีกทั้งธุรกิจในกลุ่มการท่องเที่ยวและสันนาการยังมีลักษณะเฉพาะที่แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น เนื่องจากผลประกอบการมีความอ่อนไหวต่อปัจจัยภายนอก เช่น ภาวะเศรษฐกิจ จำนวนนักท่องเที่ยว อัตราแลกเปลี่ยน และนโยบายภาครัฐ จึงอาจส่งผลให้โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีบทบาทต่อผลการดำเนินงานของบริษัทแตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น

งานวิจัยที่ผ่านมาได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานในภาพรวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยังมีข้อจำกัดในการศึกษาเฉพาะกลุ่มธุรกิจการท่องเที่ยวและสันนาการ ซึ่งมีความผันผวนต่อภาวะเศรษฐกิจและการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจ ดังนั้น การศึกษานี้จึงมุ่งวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมวดธุรกิจการท่องเที่ยวและสันนาการ เพื่อเป็นข้อมูลสนับสนุนการตัดสินใจของนักลงทุนและผู้บริหารธุรกิจ

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

การศึกษาในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมวดธุรกิจการท่องเที่ยวและสันนาการ โดยศึกษาผ่านตัวแปรอิสระที่กำหนด เพื่อหาว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ และความสัมพันธ์ในทิศทางใดต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

ขอบเขตการศึกษาวิจัย

การศึกษานี้ศึกษาจากประชากรคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมวดธุรกิจการท่องเที่ยวและสันนาการ ที่มีข้อมูลครบถ้วนและดำเนินการอย่างต่อเนื่องตลอดระยะเวลาที่ทำการศึกษาระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา คือ 10 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 - พ.ศ. 2567

นิยามเฉพาะ

หมวดธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการ (Tourism and Leisure industry Group) กลุ่มธุรกิจบริการที่เกี่ยวข้องกับการเดินทาง ที่พัก อาหาร การท่องเที่ยว และกิจกรรมสันทนาการ ซึ่งมีบทบาทสำคัญต่อเศรษฐกิจและการจ้างงาน

1) สัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นสถาบัน (Institutional Ownership : IO) หมายถึง ผู้ที่เป็นนิติบุคคลหรือบุคคลธรรมดาที่มีความเชี่ยวชาญในการลงทุนร้อยละของจำนวนหุ้นที่ถือครองโดยสถาบันการเงิน บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทจัดการกองทุนรวม บริษัทประกันชีวิต หรือกองทุนอื่น ๆ ซึ่งถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมวดธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการรวมกัน 10 อันดับแรกของผู้ถือหุ้นของบริษัท

2) สัดส่วนผู้ถือหุ้นภายนอก (Outside Ownership : OUT) หมายถึง ร้อยละของจำนวนที่ถือครองโดยบุคคลภายนอกต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือหุ้นทั่วไปที่ไม่ได้มีส่วนเกี่ยวข้องในการบริหารจัดการ การกำหนดนโยบายของบริษัท

3) สัดส่วนการถือหุ้นแบบครอบครัว (Family Ownership : FAM) หมายถึง ร้อยละของจำนวนหุ้นที่ถือครองโดยบุคคลที่มีความสัมพันธ์ทางเครือญาติหรืออยู่ในสายสัมพันธ์ของผู้บริหารระดับสูงของบริษัท หรือกิจการในเครือครอบครัว ซึ่งรวมอยู่ใน 10 อันดับแรกของผู้ถือหุ้นของบริษัท

4) การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (Ownership Concentration : CON) หมายถึง ระดับของการรวมอำนาจการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่คำนวณจากสัดส่วนของจำนวนหุ้นที่ผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรกที่ถือครองต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท ซึ่งสะท้อนถึงอิทธิพลในการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ของบริษัท

5) การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (Foreign Ownership : FOR) หมายถึง ร้อยละของจำนวนหุ้นที่ถือครองโดยบุคคลธรรมดาหรือนิติบุคคลต่างชาติที่มีสัญชาติไทย หรือมีถิ่นฐานอยู่ต่างประเทศต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท โดยพิจารณาจากรายชื่อผู้ถือหุ้นที่ปรากฏใน 10 อันดับแรกของผู้ถือหุ้นของบริษัท

6) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE) หมายถึง อัตราส่วนทางการเงินเพื่อแสดงความสามารถของบริษัทในการสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นจากเงินลงทุน คำนวณจากกำไรสุทธิหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นรวมเฉลี่ย เพื่อสะท้อนถึงความสามารถในการดำเนินงานและการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นระยะยาว

7) ขนาดของบริษัท (SIZE) หมายถึง ระดับความมั่งคั่งทางการเงินของบริษัทเพื่อสะท้อนถึงความสามารถในการดำเนินงาน คำนวณจากมูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัทในรอบระยะเวลาบัญชี

8) ความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) หมายถึง ระดับการใช้หนี้สินในการดำเนินการของบริษัทโดยใช้อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม คำนวณจากหนี้สินรวมหารสินทรัพย์รวม เพื่อสะท้อนถึงภาระทางการเงินและความสามารถในการบริหารโครงสร้างทุน

9) อายุบริษัท (Firm Age) หมายถึง ระยะเวลาการดำเนินธุรกิจของบริษัทนับตั้งแต่ปีที่บริษัทจดทะเบียนจัดตั้งจนถึงปีการศึกษา เพื่อสะท้อนถึงความมั่นคงว่าบริษัทที่มีอายุมากกว่าจะมีความน่าเชื่อถือมากกว่า การมีประสบการณ์ในการทำธุรกิจมากกว่าจึงเป็นที่ยอมรับสำหรับนักลงทุนได้มากกว่า

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance)

ในปี พ.ศ. 2560 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance Code หรือ CG Code) ประกอบด้วย 8 หมวด ที่เน้นบทบาทและการทำหน้าที่ของคณะกรรมการ ดังนี้

หลักปฏิบัติ 1 ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (Establish Clear Leadership Role and Responsibilities of the Board)

หลักปฏิบัติ 2 กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (Define Objectives that Promote Sustainable Value Creation)

หลักปฏิบัติ 3 เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพ (Strengthen Board Effectiveness)

หลักปฏิบัติ 4 สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (Ensure Effective CEO and People Management)

หลักปฏิบัติ 5 ส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม (Nurture Innovation and Responsible Business)

หลักปฏิบัติ 6 ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (Strengthen Effective Risk Management and Internal Control)

หลักปฏิบัติ 7 รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (Ensure Disclosure and Financial Integrity)

หลักปฏิบัติ 8 สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (Ensure Engagement and Communication with Shareholders)

แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ได้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นในฐานะเจ้าของกิจการ (Principal) และผู้บริหารในฐานะตัวแทน (Agent) ซึ่งได้รับมอบหมายให้ดำเนินกิจการแทนเจ้าของ โดย Jensen and Meckling (1976) เสนอว่า การแยกความเป็นเจ้าของออกจากการควบคุมอาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เนื่องจากผู้บริหารอาจมุ่งแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าผลประโยชน์สูงสุดขององค์กร

Shleifer and Vishny (1986) ได้อธิบายว่า ผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือผู้ลงทุนสถาบันมีแรงจูงใจในการติดตามการดำเนินงานของบริษัทมากกว่าผู้ถือหุ้นรายย่อย จึงช่วยลดปัญหา Free-rider และเพิ่มประสิทธิภาพในการกำกับดูแลกิจการ อย่างไรก็ตาม หากการถือหุ้นของผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพิ่มสูงเกินไป อาจนำไปสู่การใช้อำนาจเพื่อประโยชน์ส่วนตนและส่งผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัทได้

Shleifer and Vishny (1988) ได้อธิบายว่า การถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการในลักษณะไม่เป็นเส้นตรง โดยการถือหุ้นในระดับที่เหมาะสมช่วยสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารดำเนินงานสอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น แต่หากถือหุ้นมากเกินไป อาจนำไปสู่การใช้อำนาจเกินขอบเขตและส่งผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัทได้

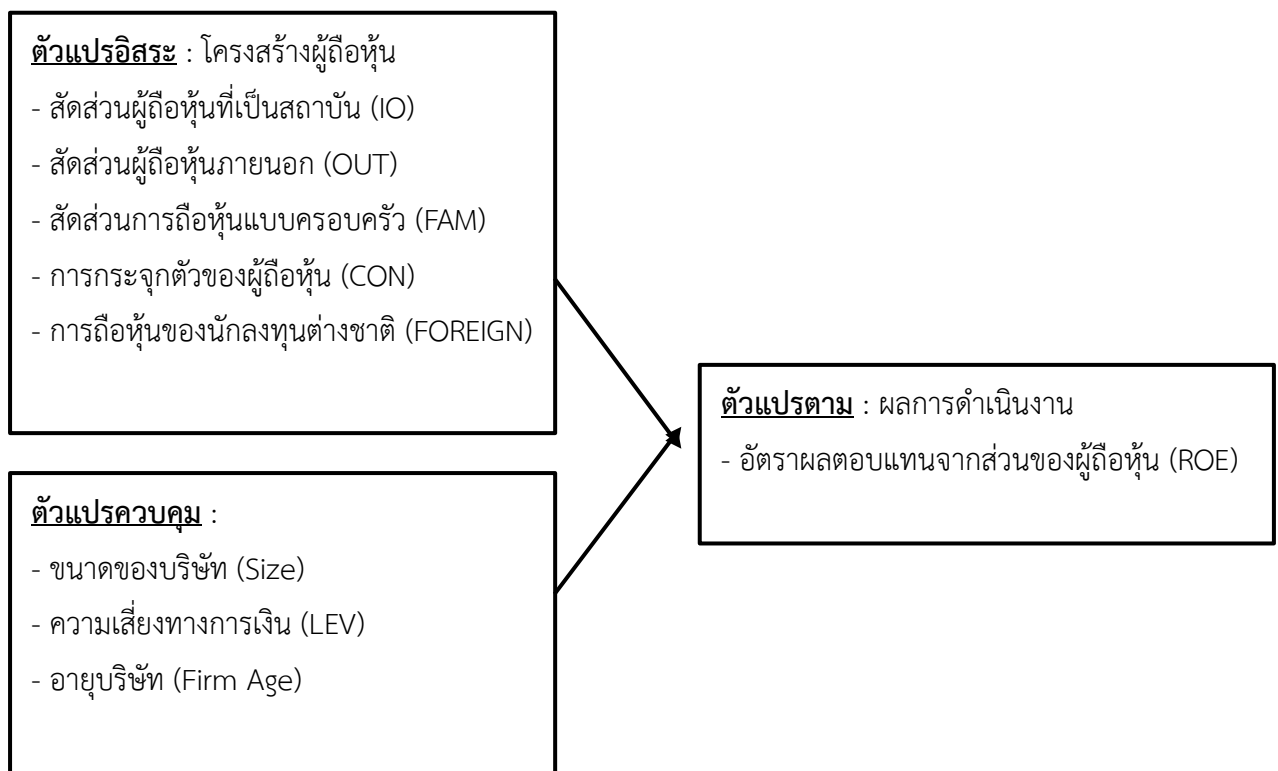
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยที่ผ่านมาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังให้ผลการศึกษาที่ไม่สอดคล้องกัน โดยเฉพาะเมื่อพิจารณาตามประเภทของผู้ถือหุ้น อุตสาหกรรมและช่วงเวลาการศึกษาแสดงให้เห็นว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นอาจส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการแตกต่างกันตามบริบทของแต่ละองค์กร

สำหรับการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (IO) งานวิจัยส่วนใหญ่สนับสนุนว่า นักลงทุนสถาบันมีบทบาทเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการ เนื่องจากนักลงทุนสถาบันมีศักยภาพในการติดตาม ตรวจสอบ และกำกับดูแลการดำเนินงานของฝ่ายบริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยกมลรัตน์ สำนักวิชา (2565) และน้ำทิพย์ ประสิทธิ์ (2566) พบว่า IO มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งแสดงถึงบทบาทในการลดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) และส่งเสริมประสิทธิภาพในการบริหารงานของบริษัท อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาของพิภัสสร อาชวพรวิฑูร (2564) กลับไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง IO กับ ROE และ Tobin's Q ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากความแตกต่างของกลุ่มอุตสาหกรรม ลักษณะของนักลงทุนสถาบัน รวมถึงตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งบ่งชี้ว่าบทบาทของนักลงทุนสถาบันอาจไม่ได้ส่งผลเชิงบวกต่อทุกกิจการในลักษณะเดียวกัน ในด้านการถือหุ้นแบบครอบครัว (FAM) และการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (CON) ผลการศึกษายังมีความไม่เป็นเอกฉันท์ โดยฐิติพร ไตรอด (2563) พบว่า FAM มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อ ROE ขณะที่ CON ไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ ในทิศทางเดียวกัน บุญยาพร กลายเจริญ และนิศา กาวิวงศ์ (2566) พบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อ ROE ซึ่งอาจอธิบายได้ว่าการกระจุกตัวของอำนาจการถือหุ้นมากเกินไปอาจนำไปสู่การตัดสินใจที่เอื้อประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นบางกลุ่ม และลดประสิทธิภาพในการกำกับดูแลกิจการ อย่างไรก็ตาม งานวิจัยบางส่วนเสนอว่าการถือหุ้นแบบกระจุกตัวอาจช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการติดตามการบริหารงานได้เช่นกัน จึงแสดงให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นกับผลการดำเนินงานยังขึ้นอยู่กับบริบทขององค์กรและกลไกการกำกับดูแลภายในกิจการ สำหรับการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FOR) งานวิจัยส่วนใหญ่พบความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการ โดยน้ำทิพย์ ประสิทธิ์ (2566) และบุญยาพร กลายเจริญ และนิศา กาวิวงศ์ (2566) พบว่า นักลงทุนต่างชาติมีบทบาทในการสนับสนุนประสิทธิภาพการดำเนินงานและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท เนื่องจากนักลงทุนต่างชาติมักมีประสบการณ์ด้านการลงทุน มีมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการที่สูง และสามารถนำองค์ความรู้หรือแนวปฏิบัติที่ดีจากต่างประเทศมาประยุกต์ใช้ในการบริหารกิจการ อย่างไรก็ตาม ฐิติพร ไตรอด (2563) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่าง FOR และผลการดำเนินงาน ซึ่งอาจเกิดจากความแตกต่างด้านช่วงเวลาการศึกษา สภาพเศรษฐกิจ หรือประเภทอุตสาหกรรมที่ใช้ในการศึกษา ทั้งนี้แสดงให้เห็นว่าบทบาทของนักลงทุนต่างชาติอาจแตกต่างกันตามบริบทของแต่ละตลาดและแต่ละกิจการ

นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยที่ศึกษาปัจจัยควบคุมที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของกิจการ โดยศิริพร เอี่ยมโอกาส (2562) กนกกาญจน์ พงศ์ศิริพัฒน์ (2566) และทิพวัลย์ กาศี (2565) พบว่า ขนาดกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มักมีทรัพยากรความสามารถในการแข่งขัน และโอกาสในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนมากกว่า ขณะที่ธนภัทร โอวาทจรัส (2566) พบว่า ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อผลการดำเนินงาน ส่วนอายุบริษัทและขนาดกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวก ทั้งนี้แสดงให้เห็นว่าปัจจัยด้านโครงสร้างทางการเงินและลักษณะเฉพาะของกิจการยังคงมีบทบาทสำคัญต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทควบคู่ไปกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น

กรอบแนวคิดการศึกษาวิจัย



ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

- 1) นักลงทุนสามารถใช้ผลการวิจัยเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนในบริษัทกลุ่มธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการ เพื่อประเมินโครงสร้างผู้ถือหุ้นและลดความเสี่ยงในการลงทุน
- 2) ผู้บริหารสามารถนำผลการวิจัยไปใช้พิจารณาโครงสร้างผู้ถือหุ้นให้เหมาะสมกับการดำเนินงานของบริษัท เพื่อเสริมสร้างความมั่นคงและเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน

สมมติฐานการศึกษาวิจัย

- H_1 : สัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นสถาบัน (IO) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ (ROE)
- H_2 : สัดส่วนผู้ถือหุ้นภายนอก (OUT) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ (ROE)
- H_3 : สัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว (FAM) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อ (ROE)

H_4 : การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (CON) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ (ROE)

H_5 : การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FOR) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ (ROE)

วิธีการวิจัย

การศึกษาในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมวดธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการ โดยศึกษาผ่านตัวแปรอิสระที่กำหนด เพื่อหาว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ และความสัมพันธ์ในทิศทางใด ต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ทั้งนี้ผู้ศึกษาสามารถแสดงระเบียบวิจัยได้ดังนี้

กระบวนการและวิธีการเลือกกลุ่มตัวอย่าง

การศึกษานี้มุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมวดธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการ โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในหมวดธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการที่มีข้อมูลทางการเงินและข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้นครบถ้วนต่อเนื่องตลอดช่วงปี พ.ศ. 2558–2567 จำนวน 14 บริษัท คิดเป็นข้อมูลแบบ Panel Data รวมทั้งสิ้น 140 ข้อมูล ผลการดำเนินงานของกิจการวัดจากอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งสะท้อนถึงความสามารถในการสร้างผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น ขณะที่ตัวแปรอิสระประกอบด้วย สัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นสถาบัน (IO) สัดส่วนผู้ถือหุ้นภายนอก (OUT) การถือหุ้นแบบครอบครัว (FAM) การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (CON) และการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FOR) โดยกำหนดขนาดกิจการ (SIZE) ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) และอายุบริษัท (Firm Age) เป็นตัวแปรควบคุม การวิเคราะห์ข้อมูลแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ (1) การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่ออธิบายลักษณะเบื้องต้นของข้อมูล เช่น ค่าเฉลี่ย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และ (2) การวิเคราะห์เชิงอนุมานด้วยวิธี Panel Data Regression เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยเลือกใช้แบบจำลอง Fixed Effects Model จากผลการทดสอบ Hausman Test และกำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

สถิติเชิงพรรณนา

การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics Analysis)

ตารางที่ 1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลตัวแปรโดยรวมของผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหมวดธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการ ในปี พ.ศ. 2558 ถึง พ.ศ. 2567

ตัวแปร	Min	Max	Mean	Std. Dev
ROE (%)	-70.540	45.180	0.878	16.237
IO (%)	0.980	98.511	43.441	30.281
OUT (%)	0.295	82.630	19.592	24.531
FAM (%)	0.096	55.844	11.719	13.195
CON (%)	8.110	98.793	66.392	22.037
FOR (%)	1.180	48.880	7.074	12.668
SIZE (ln total assets)	0.109	12.816	8.530	2.739
LEV (เท่า)	0.039	0.918	0.487	0.227
FIRMAGE (year)	14	148	48.357	28.342

จากตารางที่ 1 พบว่า ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เท่ากับ 0.878 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 16.237 แสดงให้เห็นว่าผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีความแตกต่างกันค่อนข้างมาก ในด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นแบบกระจุกตัว (CON) มีค่าเฉลี่ยสูงสุด เท่ากับ 66.392 ขณะที่การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FOR) มีค่าเฉลี่ยเพียง 7.074 ซึ่งบ่งชี้ว่าบริษัทส่วนใหญ่ยังมีผู้ถือหุ้นหลักภายในประเทศเป็นสำคัญ นอกจากนี้ ขนาดกิจการ (SIZE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 8.530 และอายุของบริษัท (FIRMAGE) มีค่าเฉลี่ย 48.357 ปี สะท้อนว่ากลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่เป็นกิจการที่ดำเนินธุรกิจมาเป็นระยะเวลานานและมีขนาดกิจการค่อนข้างใหญ่

สถิติเชิงอนุมาน

การวิเคราะห์สถิติค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation)

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Correlation Coefficient) (n=140)

	ROE	IO	OUT	FAM	CON	FOR	SIZE	LEV	FIRMAGE
IO	-0.077	1.000							
OUT	-0.026	-.639***	1.000						
FAM	0.127	-.398***	-0.064	1.000					
CON	0.007	.507***	0.135	-0.075	1.000				
FOR	0.008	.184**	-.255***	.211**	0.012	1.000			
SIZE	-0.136	.403***	-.666***	-0.109	-.303***	.211**	1.000		
LEV	-.403***	-0.023	-.253***	0.069	-.345***	.391***	.579***	1.000	
FIRMAGE	-0.076	0.116	-0.011	.197**	.168**	.765***	-0.089	.210**	1.000

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

จากตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation) พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระส่วนใหญ่อยู่ในระดับต่ำถึงปานกลาง โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สูงสุดเท่ากับ 0.765 ระหว่างตัวแปร FOR และ FIRMAGE ซึ่งยังมีค่าต่ำกว่าเกณฑ์ 0.80 จึงไม่พบปัญหา Multicollinearity ที่รุนแรงในแบบจำลอง นอกจากนี้ ตัวแปร LEV มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROE อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่ FOR มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานเบื้องต้น ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดที่ว่าผู้ถือหุ้นต่างชาติอาจมีบทบาทในการสนับสนุนประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการ

ตารางที่ 3 แสดงผลการทดสอบความเหมาะสมของแบบจำลองด้วยวิธี Hausman Test

แบบจำลอง (Model)	ตัวแปรตาม (Dependent Variable)	ค่าสถิติ Chi-Square	ค่า Hausman Test (P-Value)	ผลการตัดสินใจ (Decision)
แบบจำลองที่ 1	ROE	29.66	0.0001	Fixed Effects

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 3 ซึ่งแสดงผลการทดสอบความเหมาะสมของแบบจำลองด้วยวิธี Hausman Test เพื่อพิจารณาเลือกระหว่างแบบจำลองผลกระทบถาวร (Fixed Effects Model) และแบบจำลองผลกระทบสุ่ม (Random Effects Model) พบว่า แบบจำลองที่ใช้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นตัวแปรตาม มีค่า Chi-Square เท่ากับ 29.66 และค่า P-Value เท่ากับ 0.0001 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 แสดงว่าสามารถปฏิเสธสมมติฐานว่างได้ จึงเลือกใช้แบบจำลอง Fixed Effects Model ในการวิเคราะห์ เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรมีความแตกต่างกันอย่างเป็นระบบระหว่าง Fixed Effects Model และ Random Effects Model ส่งผลให้ Random Effects Model อาจให้ค่าประมาณที่มีความเอนเอียง (Biased Estimator) ดังนั้น Fixed Effects Model จึงมีความเหมาะสมกับข้อมูลในการศึกษาครั้งนี้มากกว่า

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Regression Analysis)

การวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมวดธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการ โดยทดสอบสมมติฐานตามวัตถุประสงค์การวิจัย ด้วยค่า Coefficient, t-statistic, P-Value และค่า R-Square เพื่อแสดงประสิทธิภาพของแบบจำลอง

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (n=140)

ตัวแปร	แบบจำลองที่ 1 : ROE
--------	---------------------

	Coef.	SE	t/z	p-value	ระดับนัยสำคัญ
IO	-0.222	0.145	-1.53	0.130	
OUT	-0.168	0.134	-1.25	0.214	
FAM	-0.039	0.157	-0.25	0.805	
CON	0.086	0.123	0.69	0.489	
FOR	0.322	0.149	2.17	0.032	**
SIZE	0.852	0.702	1.21	0.227	
LEV	-36.483	6.980	-5.23	0.000	***
FIRMAGE	-0.061	0.066	-0.93	0.354	
Constant	19.730	8.028	2.46	0.015	**
Model	Fixed Effects				
R ²	30%				

** p<.05; *** p<.01

จากตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยใช้แบบจำลอง Fixed Effects พบว่า แบบจำลองมีค่า R² เท่ากับ 30% แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระในแบบจำลองสามารถอธิบายความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นได้ร้อยละ 30 ขณะที่อีกร้อยละ 70 อาจเกิดจากปัจจัยอื่นที่ไม่ได้รวมอยู่ในการศึกษา เช่น สภาวะเศรษฐกิจ ความสามารถในการบริหาร กลยุทธ์ทางธุรกิจ หรือปัจจัยเฉพาะของอุตสาหกรรม ทั้งนี้ ค่า R² ในระดับดังกล่าวยังถือว่าอยู่ในระดับที่ยอมรับได้สำหรับงานวิจัยด้านสังคมศาสตร์และการเงิน

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร พบว่า การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FOR) มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.322 และค่า p-value เท่ากับ 0.032 แสดงให้เห็นว่าการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติอาจช่วยสนับสนุนความสามารถในการสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้น

ในขณะที่ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) มีอิทธิพลเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -36.483 และค่า p-value เท่ากับ 0.000 สะท้อนว่าการใช้หนี้สินในระดับสูงอาจส่งผลกระทบเชิงลบต่อความสามารถในการสร้างผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น

ตารางที่ 5 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน		
ข้อ	สมมติฐาน	ผลการทดสอบ
สมมติฐานที่ 1 ความสัมพันธ์ของสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นสถาบัน (IO) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ ROE		
	IO มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ ROE	ปฏิเสธ

สมมติฐานที่ 2 ความสัมพันธ์ของสัดส่วนผู้ถือหุ้นภายนอก (OUT) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ ROE		
	OUT มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ ROE	ปฏิเสธ
สมมติฐานที่ 3 ความสัมพันธ์ของการถือหุ้นแบบครอบครัว (FAM) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อ ROE		
	FAM มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อ ROE	ปฏิเสธ
สมมติฐานที่ 4 ความสัมพันธ์ของการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (CON) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ ROE		
	CON มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ ROE	ปฏิเสธ
สมมติฐานที่ 5 ความสัมพันธ์ของการผู้ถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FOR) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ ROE		
	FOR มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ ROE	ยอมรับ (+)

อภิปรายผล

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) พบว่า การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (Institutional Ownership: IO) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งอาจสะท้อนว่าผู้ลงทุนสถาบันในกลุ่มธุรกิจท่องเที่ยวและสันทนาการยังไม่ได้มีบทบาทในการกำกับดูแลกิจการเชิงลึกหรือมีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบายที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นโดยตรง แม้ว่านักลงทุนสถาบันจะมีศักยภาพในการติดตามและตรวจสอบการดำเนินงานของฝ่ายบริหาร แต่ในบริบทของประเทศไทย นักลงทุนสถาบันบางส่วนอาจมุ่งเน้นผลตอบแทนระยะสั้นหรือการกระจายความเสี่ยงในการลงทุน มากกว่าการเข้าไปมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลกิจการอย่างจริงจัง นอกจากนี้ธุรกิจท่องเที่ยวและสันทนาการยังเป็นธุรกิจที่ได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอกสูง เช่น ภาวะเศรษฐกิจ การท่องเที่ยว และสถานการณ์ด้านสาธารณสุข จึงอาจทำให้บทบาทของนักลงทุนสถาบันไม่สามารถส่งผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงินได้อย่างชัดเจน ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยของพิภัสสร อาชวพรวิฑูร (2564) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง IO กับผลการดำเนินงานของกิจการ แต่ขัดแย้งกับงานวิจัยของกมลรัตน์ สำนักวิชา (2565) และน้ำทิพย์ ประสิทธิ์ธรรม (2566) ที่พบว่านักลงทุนสถาบันมีบทบาทเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท

สำหรับสัดส่วนผู้ถือหุ้นภายนอก (OUT) ที่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับ ROE อาจเนื่องมาจากผู้ถือหุ้นภายนอกส่วนใหญ่มีลักษณะการถือหุ้นแบบกระจายตัว ส่งผลให้มีอำนาจในการติดตามและควบคุมการบริหารงานของกิจการค่อนข้างจำกัด จึงไม่สามารถผลักดันนโยบายหรือกำกับดูแลการดำเนินงานให้ส่งผลต่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของ Shleifer and Vishny (1986, 1988) ที่เสนอว่าประสิทธิภาพในการกำกับดูแลกิจการจะเกิดขึ้นได้เมื่อผู้ถือหุ้นมีอำนาจและแรงจูงใจเพียงพอในการติดตามการบริหารงานของบริษัท

ในส่วนของการถือหุ้นแบบครอบครัว (Family Ownership: FAM) ที่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ อาจอธิบายได้ว่า แม้การบริหารแบบครอบครัวจะช่วยให้การตัดสินใจขององค์กรมีความต่อเนื่องและมีเป้าหมายระยะยาวที่ชัดเจน แต่ธุรกิจท่องเที่ยวและสันทนาการเป็นธุรกิจที่มีความผันผวนสูงและขึ้นอยู่กับปัจจัยภายนอกจำนวนมาก จึงอาจทำให้ข้อได้เปรียบด้านการบริหารของธุรกิจครอบครัวไม่สามารถสะท้อนออกมาในรูปของผลตอบแทนทางการเงินได้อย่างชัดเจน ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับงานวิจัยของฐิติพร ไตรรอด (2563)

ขณะที่การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (Ownership Concentration: CON) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งอาจเกิดจากแม้ว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีอำนาจในการกำหนดทิศทางการธุรกิจและติดตามการดำเนินงานของฝ่ายบริหารได้มากขึ้น แต่ผลการดำเนินงานของธุรกิจท่องเที่ยวและสถานการณ์ที่ยังขึ้นอยู่กับภาวะตลาด สภาพเศรษฐกิจ และปัจจัยภายนอกอื่น ๆ เป็นสำคัญ จึงทำให้การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นไม่ได้ส่งผลต่อ ROE อย่างชัดเจน ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยของฐิติพร ไตรอด (2563)

ในทางตรงกันข้ามการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (Foreign Ownership: FOR) พบความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อ ROE ซึ่งอาจอธิบายได้ว่านักลงทุนต่างชาติมักมีประสบการณ์ด้านการลงทุน มีมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการ และมีมุมมองเชิงกลยุทธ์ที่ช่วยสนับสนุนประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท โดยนักลงทุนต่างชาติมักให้ความสำคัญกับความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูล การบริหารความเสี่ยง และระบบการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพ ส่งผลให้บริษัทต้องปรับปรุงคุณภาพการบริหารงานให้สอดคล้องกับมาตรฐานสากล นอกจากนี้ นักลงทุนต่างชาติยังสามารถถ่ายทอดองค์ความรู้ เทคโนโลยี และแนวปฏิบัติด้านการบริหารจัดการจากต่างประเทศเข้าสู่กิจการ ซึ่งช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานและความสามารถในการแข่งขันของบริษัทได้มากขึ้น การมีผู้ถือหุ้นต่างชาติจึงไม่เพียงสะท้อนถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุนระหว่างประเทศเท่านั้น แต่ยังช่วยยกระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (Governance Quality) และส่งผลเชิงบวกต่อความสามารถในการสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาวอีกด้วย

ข้อจำกัดของการศึกษา

การศึกษานี้สามารถอธิบายอิทธิพลของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมวดธุรกิจการท่องเที่ยวและสถานการณ์ ได้ในระดับหนึ่ง อย่างไรก็ตาม ยังมีข้อจำกัดบางประการที่อาจส่งผลกระทบต่อความผลการศึกษา ดังนี้

1) ช่วงเวลาที่ใช้ในการศึกษาคือปี พ.ศ. 2558 ถึง พ.ศ. 2567 ซึ่งครอบคลุมช่วงเวลาที่เกิดวิกฤตการณ์แพร่ระบาดของโรคโควิด-19 (COVID-19) อย่างรุนแรง ส่งผลกระทบโดยตรงต่ออุตสาหกรรมทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทส่วนใหญ่เกิดภาวะขาดทุนอย่างหนักหรือมีความผันผวนสูงผิดปกติ แม้จะมีมาตรการช่วยเหลือจากภาครัฐ แต่ข้อมูลทางการเงินในช่วงเวลาดังกล่าวอาจสะท้อนผลกระทบจากวิกฤตภายนอก (External Shocks) มากกว่าที่จะสะท้อนประสิทธิภาพที่แท้จริงจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นเพียงอย่างเดียว

2) การศึกษานี้ใช้ข้อมูลรายปีแบบรายปี (Annual Data) ซึ่งแม้จะสามารถเปรียบเทียบภาพรวมของผลกระทบและโครงสร้างผู้ถือหุ้นในระยะยาวได้ แต่การใช้ข้อมูลรายปีอาจไม่สามารถสะท้อนความผันผวนในระยะสั้น การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือหุ้นในระหว่างปี โดยเฉพาะนักลงทุนต่างชาติและผู้ถือหุ้นสถาบันหรือการตอบสนองของมูลค่าทางการตลาดต่อเหตุการณ์สำคัญได้อย่างทันที่ หากมีการใช้ข้อมูลความถี่สูงขึ้น เช่น ข้อมูลรายไตรมาส อาจทำให้วิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงและผลกระทบได้แม่นยำยิ่งขึ้น

3) การศึกษานี้จำกัดขอบเขตเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) หมวดธุรกิจการท่องเที่ยงและสันทนาการ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดใหญ่ที่มีโครงสร้างองค์กรค่อนข้างชัดเจน ดังนั้น ผลการศึกษาอาจไม่สามารถนำไปอ้างอิงหรืออธิบายพฤติกรรมที่เกิดขึ้นกับบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) หรือธุรกิจการท่องเที่ยงขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

4) การวิเคราะห์ในครั้งนี้นุ่งเน้นเฉพาะปัจจัยด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น (สัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นสถาบัน ผู้ถือหุ้นภายนอก ครอบครัว การกระจุกตัว และผู้ถือหุ้นต่างชาติ) เป็นหลัก แม้จะมีการใช้ตัวแปรควบคุม (ขนาดบริษัท ความเสี่ยงทางการเงิน อายุบริษัท) แต่ความสามารถในการทำกำไรยังขึ้นอยู่กับปัจจัยมหภาคอื่น ๆ อย่างมาก เช่น จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ อัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา นโยบายส่งเสริมการท่องเที่ยวของรัฐ หรือปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เช่น โครงสร้างคณะกรรมการบริษัท การไม่รวมปัจจัยเหล่านี้ไว้ในแบบจำลอง อาจทำให้ไม่สามารถอธิบายความแปรปรวนของผลการดำเนินงานได้ครบถ้วนในทุกมิติ

ข้อเสนอแนะ

จากผลการศึกษาที่พบว่า อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ผู้วิจัยจึงเสนอข้อเสนอแนะสำหรับองค์กรหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต ดังนี้

ข้อเสนอแนะสำหรับองค์กรหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง

- 1) จากผลการศึกษาที่พบว่า การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FOR) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ นักลงทุนและผู้ถือหุ้นอาจใช้ข้อมูลเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นหนึ่ง ในปัจจัยประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยบริษัทที่มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติอาจสะท้อนถึงมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการและประสิทธิภาพในการบริหารงานที่เอื้อต่อการสร้างผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น
- 2) แม้ว่าการถือหุ้นแบบครอบครัว (FAM) จะไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อ ROE ในการศึกษาครั้งนี้ แต่ผู้บริหารหรือเจ้าของกิจการแบบครอบครัวยังคงควรให้ความสำคัญกับการพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการ การบริหารความเสี่ยง และการวางโครงสร้างเงินทุนอย่างเหมาะสม เพื่อลดผลกระทบจากความผันผวนทางเศรษฐกิจและเพิ่มความสามารถในการแข่งขันของกิจการในระยะยาว
- 3) หน่วยงานกำกับดูแล เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) อาจใช้ผลการศึกษานี้เป็นข้อมูลประกอบในการส่งเสริมแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance) และการเปิดเผยข้อมูลที่มีความโปร่งใส เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

- 1) การศึกษานี้จำกัดเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในหมวดธุรกิจการท่องเที่ยงและสันทนาการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น การวิจัยในอนาคตอาจขยายขอบเขตการศึกษาไปยังอุตสาหกรรมบริการหรือกลุ่มธุรกิจอื่น เพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างของความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานในแต่ละอุตสาหกรรม

- 2) เนื่องจากช่วงเวลาที่ศึกษาครอบคลุมทั้งช่วงก่อนและหลังวิกฤตโควิด-19 การศึกษาครั้งต่อไปอาจแบ่งช่วงเวลาการศึกษาออกเป็นช่วงก่อนวิกฤต ระหว่างวิกฤต และช่วงฟื้นตัว เพื่อศึกษาว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นแต่ละประเภทมีบทบาทต่อความสามารถในการฟื้นตัวของกิจการแตกต่างกันหรือไม่
- 3) การวิจัยในอนาคตอาจพิจารณาตัวชี้วัดผลการดำเนินงานในมิติอื่นเพิ่มเติม เช่น มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) หรืออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Stock Return) เพื่อสะท้อนผลการดำเนินงานของกิจการได้รอบด้านมากยิ่งขึ้น
- 4) นอกจากนี้ อาจเพิ่มตัวแปรควบคุมที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคและการกำกับดูแลกิจการ เช่น อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ หรือสัดส่วนกรรมการอิสระ เพื่อช่วยเพิ่มความสมบูรณ์ของแบบจำลองและอธิบายผลการดำเนินงานของกิจการได้ครอบคลุมมากขึ้น

บรรณานุกรม

ภาษาไทย

- กมลรัตน์ สำนักวิชา. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหมวดพลังงานและสาธารณูปโภค [การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต]. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ฐิติพร โตรอด. (2563). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต]. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:184979#
- ทิพวัลย์ กาดิ. (2565). ผลกระทบของขนาดบริษัทต่อมูลค่าของกิจการ: หลักฐานจากหลักทรัพย์กลุ่มการท่องเที่ยวและสันทนาการ (Tourism) [บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต]. มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- ธนภัทร โอวาฬจำรัส. (2566). ความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาองค์กรอย่างยั่งยืน (ESG) กับประสิทธิภาพการดำเนินงาน (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและบทบาทของจำนวนบริษัทในเครือที่คณะกรรมการบริหารและผู้ถือหุ้นสถาบัน [วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต]. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:317716

น้ำทิพย์ ประสิทธิ์ธรรม. (2566). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง [วิทยาสاتร์มหาบัณฑิต สาขาการบัญชีและการบริหารการเงิน]. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

บุญยาพร กลายเจริญ, และนิยดา กาวิวงศ์. (2566). ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารบริหารธุรกิจมหาวิทยาลัยเชียงใหม่, 9(4), 141–149.

สำนักงานปลัดกระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา. (ม.ป.ป.). ข่าวประชาสัมพันธ์. กระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา. <https://www.mots.go.th/news/category/759>

ภาษาอังกฤษ

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461–488. <https://doi.org/10.1086/261385>

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Value maximization and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, 293–315. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90016-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90016-3)

THE STANDARD WEALTH. (2025, January 2). สรุป ‘ท่องเที่ยวไทย 2567’ ดึงดูดต่างชาติ 35.54 ล้านคน โภจรายได้ 1.91 ล้านล้านบาท จับตาทีก 1-2 ปีก็ยังไม่น่าฟื้นสู่ระดับก่อนโควิด. THE STANDARD. <https://thestandard.co/thai-tourism-2024-summary/>