

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของการกำกับดูแลที่ดี  
ต่อการเข้าสู่หมวดพื่นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



นางสาวชุตติมา บ้วนบุตร

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย  
วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชี ภาควิชาการบัญชี


คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2549

ISBN 974-14-2998-3

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

THE RELATIONSHIP BETWEEN OWNERSHIP STRUCTURE OF  
CORPORATE GOVERNANCE COMPOSITION AND REHABILITATED BUSINESS LISTED  
IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND



Miss Chutima Buanbuth

สภามหาวิทยาลัย  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Accountancy Program in Accounting  
Department of Accountancy

Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic Year 2006

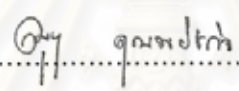
ISBN 974-14-2998-3

Copyright of Chulalongkorn University


หัวข้อวิทยานิพนธ์                      ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่ง  
ของการกำกับดูแลที่ติดต่อการเข้าสู่หมวดพื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
โดย    นางสาวชุตินา บัณฑิต  
สาขาวิชา                                      การบัญชี  
อาจารย์ที่ปรึกษา                            ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วชิระ บุญเนตร

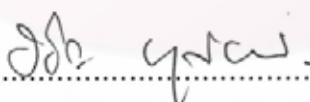
---

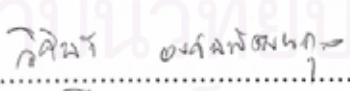
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้บัณฑิต  
นิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหาร  
ศาสตรบัณฑิต

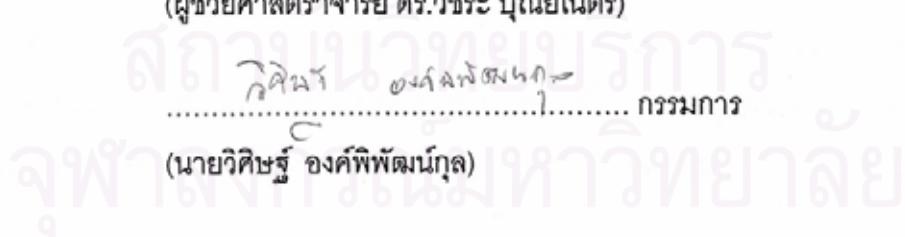
 ..... คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ดนุชา คุณพนิชกิจ)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

 ..... ประธานกรรมการ  
(อาจารย์ จงจิตต์ หลีกภัย)

 ..... อาจารย์ที่ปรึกษา  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วชิระ บุญเนตร)

 ..... กรรมการ  
(นายวิศิษฐ์ องค์กรพัฒนกุล)



ชุตติมา บัณนบุตร : ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของการกำกับดูแลที่ดีต่อการเข้าสู่หมวดพื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (THE RELATIONSHIP BETWEEN OWNERSHIP STRUCTION OF CORPORATE GOVERNANCE COMPOSITION AND REHABILITATED BUSINESS LISTED IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND)

อ.ที่ปรึกษา : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วชิระ บุญยเนตร, 107 หน้า. ISBN 974-14-2998-3

วิทยานิพนธ์นี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของบริษัทจดทะเบียนต่อการเข้าสู่หมวดพื้นฟูกิจการ โครงสร้างความเป็นเจ้าของประกอบด้วย (1) สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือ (2) สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไป และ (3) สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน กลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่าง ปี 2540 - 2546 การศึกษาในครั้งนี้ใช้สถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมานในการทดสอบความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยของสองประชากร และวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกเพื่ออธิบายผลการวิจัยและทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของต่อการเข้าสู่หมวดพื้นฟูกิจการ

ผลการวิจัยครั้งนี้พบว่า ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจดทะเบียนจะเข้าสู่หมวดพื้นฟูกิจการ ในขณะที่สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไป และผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจดทะเบียนจะเข้าสู่หมวดพื้นฟูกิจการ นอกจากนี้ การศึกษาครั้งนี้ได้ควบคุมตัวแปรที่เกี่ยวข้องโดยตรงกับการเข้าสู่หมวดพื้นฟูกิจการ พบว่า บริษัทจดทะเบียนที่ส่วนผู้ถือหุ้นติดลบ อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สามารถใช้ในการพยากรณ์การเข้าสู่หมวดพื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนฯ ได้ การศึกษาครั้งนี้ได้เสนอแนะว่าหน่วยงานที่กำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนฯ ควรพัฒนากลไกในการควบคุมให้มีการกระจายตัวของถือหุ้นไปยังรูปแบบต่าง ๆ ไม่เฉพาะแต่ผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือเท่านั้น

ภาควิชา.....การบัญชี.....  
สาขาวิชา.....การบัญชี.....  
ปีการศึกษา ..... 2549.....

ลายมือชื่อนิสิต.....  
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....

ชุตติมา บัณนบุตร  
อ.วชิระ บุญยเนตร

## 4682223826 : MAJOR ACCOUNTING

KEYWORD: CORPORATE GOVERNANCE, OWNERSHIP STRUCTURE

CHUTIMA BUANBUTH : THE RELATIONSHIP BETWEEN OWNERSHIP STRUCTURE OF CORPORATE GOVERNANCE COMPOSITION AND REHABILITATED BUSINESS LISTED IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND.

THESIS ADVISOR : ASST. PROF. WACHIRA BOONYANET, Ph.D., 107 pp.

ISBN 974-14-2998-3

The main objective of this thesis was to investigate the relationship between ownership structure of listed companies and rehabilitated business. Ownership structure consists of (1) the proportion of affiliate companies (2) the proportion of public investments and (3) the proportion of institutions. The samples included Thai listed companies in 1997-2003. Both descriptive statistics and inferential statistics (compare means and logistic regression analysis) were employed to analyze the data.

It is found that, as expected, at 95% confidence interval, the greater the proportion of affiliate companies, the probability increase rehabilitated business of the listed companies, while the proportion of public investments and institution had no any significance on the probability to decrease rehabilitated business. This study attempted to minimize the risk by controlling other factors and found that listed companies whose shareholders' equity was negative, returns on assets and debt to equity ratios enabled to predict the rehabilitation status. This study recommended that regulators should develop control procedures to protect the concentration of affiliated shareholders in a certain listed company.

Department.....Accountancy.....

Student's signature.....

Field of study.....Accounting.....

Advisor's signature.....

Academic year.....2006.....

*Chutima Buanbuth*  
*Wachira Boonyant*



## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์เล่มนี้ สำเร็จลุล่วงมาได้ด้วยความกรุณาและความช่วยเหลือจากหลาย ๆ ท่าน ผู้วิจัยขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงสำหรับ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วชิระ บุญยเนตร ในฐานะอาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ซึ่งท่านได้กรุณาให้คำปรึกษา สั่งสอน แนะนำ และเสนอความคิดเห็นที่มีคุณค่าต่อการศึกษา ตลอดจนการตรวจสอบแก้ไขให้วิทยานิพนธ์ให้เรียบร้อยสมบูรณ์อย่างดียิ่ง และขอกราบขอบพระคุณท่านอาจารย์จงจิตต์ หลีกภัย เป็นอย่างสูงที่ท่านได้กรุณาเป็นประธานสอบวิทยานิพนธ์ ตลอดจนคำแนะนำดี ๆ ที่มีต่อการศึกษาวิจัยครั้งนี้ รวมถึงขอกราบขอบพระคุณคุณวิศิษฐ์ องค์พิพัฒนกุล ที่ท่านได้กรุณามาเป็นกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ตลอดจนคำแนะนำเพิ่มเติมที่ทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น รวมถึงคณาจารย์ในภาควิชาการบัญชีทุกท่านที่ได้เสริมสร้าง ความรู้ และทักษะของการศึกษา ในหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต ตลอดจนท่านคณาจารย์จากสถาบันเทคโนโลยีราชมงคล วิทยาเขตพณิชยการพระนครสำหรับการประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ในสาขาวิชาการบัญชี ระดับปริญญาบัญชีบัณฑิต

ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณ คุณพ่อชอล คุณแม่ธนาภักดิ์ และนายเอกชัย พันธุ์ลี รวมถึงสมาชิกทุกคนในครอบครัวของข้าพเจ้า สำหรับการให้ความดูแล ทั้งในด้านร่างกายและจิตใจเป็นอย่างมาก ตลอดช่วงของการเขียนวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ตลอดจนเพื่อน ๆ ที่รักทุกคน ที่ได้สละเวลาอันมีค่ามาให้การสนับสนุนและช่วยเหลือเป็นกำลังใจให้ข้าพเจ้าด้วยดีตลอดมา

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฎ
สารบัญภาพ.....	ฅ
บทที่	
1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	3
1.3 สมมติฐานการวิจัย.....	3
1.4 ขอบเขตของการวิจัย.....	4
1.5 กรอบแนวคิดของการวิจัย.....	5
1.6 ข้อจำกัดของการวิจัย.....	7
1.7 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย.....	7
1.8 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	9
1.9 ระเบียบวิธีวิจัย.....	9
1.10 ลำดับขั้นตอนในการนำเสนอผลการวิจัย.....	11
2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	
2.1 แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของ.....	13
2.2 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลที่ดี .....	20
2.3 หลักเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการฟื้นฟูกิจการ.....	24
2.4 งานวิจัยอื่นที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา.....	27

3	ระเบียบวิธีวิจัย.....	
3.1	รูปแบบการวิจัย.....	31
3.2	คำอธิบายเกี่ยวกับตัวแปร.....	32
3.3	การพัฒนาสมมติฐานการวิจัยและตัวแบบ.....	37
3.3.1	สมมติฐานและตัวแบบเกี่ยวกับสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทใน เครือข่ายการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ.....	37
3.3.2	สมมติฐานเกี่ยวกับระดับความสัมพันธ์ของสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภท บุคคลทั่วไปต่อการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ.....	38
3.3.3	สมมติฐานเกี่ยวกับสัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันต่อการเข้าสู่การฟื้นฟู กิจการ.....	39
3.4	กลุ่มตัวอย่าง.....	40
3.4.1	กลุ่มตัวอย่าง.....	40
3.4.2	วิธีการเลือกตัวอย่าง.....	40
3.5	การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	41
3.6	แนวทางการวิเคราะห์ข้อมูล.....	42
3.6.1	สถิติเชิงพรรณนา.....	43
3.6.2	สถิติเชิงอนุมาน.....	43
4	ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา.....	
4.1	ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง.....	50
4.2	ข้อมูลกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา.....	51
4.3	ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรที่ศึกษาในภาพรวม.....	53
5	ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงอนุมาน.....	
5.1	ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัท ในเครือข่ายการพักฟื้นการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ.....	65
5.1.1	ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 1.....	66
5.1.2	ความเหมาะสมของตัวแบบที่ 1.....	67
5.2	ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างระดับความสัมพันธ์ของสัดส่วนผู้ถือหุ้น ประเภทบุคคลทั่วไปต่อการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ.....	68
5.2.1	ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 2.....	70



5.2.2 ความเหมาะสมของตัวแบบที่ 2.....	70
5.3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันต่อการ เข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ.....	71
5.3.1 ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 3.....	72
5.3.2 ความเหมาะสมของตัวแบบที่ 3.....	73
5.4 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็น องค์ประกอบของการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ.....	74
5.4.1 ผลการทดสอบในภาพรวม.....	76
5.4.2 ความเหมาะสมของตัวแบบที่ 6.....	78
6 บทสรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	
6.1 บทสรุปและอภิปรายผลการวิจัย.....	81
6.1.1 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐาน.....	81
6.1.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภท บริษัทในเครือมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะ เข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ.....	84
6.1.3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภท บุคคลทั่วไปมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้า สู่การฟื้นฟูกิจการ.....	85
6.1.4 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภท สถาบันมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่ การฟื้นฟูกิจการ.....	85
6.2 ข้อเสนอแนะจากการวิจัย.....	88
6.3 ข้อเสนอแนะของการศึกษาต่อในอนาคต.....	89
รายการอ้างอิง.....	90
ภาคผนวก.....	93
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	107



ต้นฉบับไม่มีหน้า ๓ ๓

NO PAGE ๓ ๓ IN ORIGINAL

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
2.1	สรุปวรรณกรรมด้านความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นที่ องค์ประกอบของการกำกับดูแลที่ดีกับการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ.....	28
3.1	ตัวแปรที่สนใจศึกษาในแต่ละตัวแบบ.....	33
3.2	สรุปรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิด.....	35
4.1	สรุปสัญลักษณ์และความหมายตัวแปร.....	59
4.2	ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง.....	50
4.3	สรุปสัดส่วนตัวแปรที่สนใจศึกษาของบริษัทตัวอย่าง.....	51
4.4	ค่าสถิติพื้นฐานของสัดส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือ.....	53
4.5	ค่าสถิติพื้นฐานของสัดส่วนของผู้ถือหุ้นบุคคลทั่วไป.....	55
4.6	ค่าสถิติพื้นฐานของสัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภท สถาบัน.....	56
4.7	ค่าสถิติพื้นฐานของฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าน้อยกว่าศูนย์.....	57
4.8	ค่าสถิติพื้นฐานของอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์.....	59
4.9	ค่าสถิติพื้นฐานของสัดส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น.....	60
4.10	ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรตาม (บริษัทที่ถูกฟื้นฟูกิจการ).....	61
5.1	สรุปสัญลักษณ์และความหมายตัวแปร.....	64
5.2	แสดงสัดส่วนความถูกต้องในการพยากรณ์ตัวแบบที่ 1.....	65
5.3	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือกับ โอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทถูกฟื้นฟูกิจการ.....	66
5.4	แสดงสัดส่วนความถูกต้องในการพยากรณ์ตัวแบบที่ 2.....	69
5.5	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระดับความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้น ประเภทบุคคลทั่วไปในการพยากรณ์การเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ.....	69
5.6	แสดงสัดส่วนความถูกต้องในการพยากรณ์ตัวแบบที่ 3.....	72
5.7	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันในการ พยากรณ์การเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ.....	72

## สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
5.8 แสดงสัดส่วนความถูกต้องในการพยากรณ์ตัวแบบที่ 4.....	75
5.9 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของต่อการเข้าสู่การ ฟื้นฟูกิจการ.....	76
5.10 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย.....	79



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ต้นฉบับไม่มีหน้านี้

**NO THIS PAGE IN ORIGINAL**

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญภาพ

ภาพประกอบ		หน้า
1.1	กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	6
2.1	หลักการกำกับดูแลกิจการ.....	21
3.1	แผนภาพแสดงวิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล.....	42



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

บริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยส่วนใหญ่มีลักษณะของโครงสร้างความเป็นเจ้าของโดยมีสมาชิกในครอบครัวเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ แม้โครงสร้างในลักษณะนี้จะมีข้อดีในด้านความคล่องตัวในการดำเนินงานและมีแนวโน้มที่จะคำนึงถึงประโยชน์และความอยู่รอดของบริษัทแต่ในระยะยาวโครงสร้างเช่นนี้ก็เอื้ออำนวยให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถดำเนินการในลักษณะที่สามารถเอาเปรียบผู้ลงทุนภายนอกโดยคำนึงถึงประโยชน์ของตนเองมากกว่า ซึ่งกลุ่มครอบครัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะปกป้องอำนาจของตนเองโดยการถือหุ้นของบริษัทให้มีโครงสร้างที่ซับซ้อน และให้สมาชิกในครอบครัวเข้ามามีส่วนร่วมในการดำเนินงานของบริษัทโดยแต่งตั้งให้เป็นผู้บริหารระดับสูง หรือคณะกรรมการซึ่งลักษณะการเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในกลุ่มของคณะกรรมการ ผู้บริหาร และผู้ก่อตั้งบริษัท ทำให้กลุ่มของคณะกรรมการและผู้บริหารมีอำนาจและอิทธิพลอย่างเต็มที่ในการเข้าควบคุมนโยบาย และการจัดทำรายงานทางการเงินของบริษัทให้เป็นไปตามผลประโยชน์ที่ตนเองควรจะได้รับ โดยที่ถือหุ้นภายนอกซึ่งเป็นเพียงกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อย ๆ ไม่สามารถเข้าไปทักท้วงหรือคัดค้านการตัดสินใจของคณะกรรมการหรือผู้บริหารได้เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายย่อยมักมีเสียงที่น้อยกว่า และไม่ค่อยรวมตัวกันเพื่อปกป้องผลประโยชน์ของตนเอง จึงจำเป็นที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยต้องใช้สิทธิในการติดตามดูแล สอบถามและออกเสียงในที่ประชุมเพื่อให้มั่นใจว่าผู้บริหารของกิจการจะบริหารให้มีผลการดำเนินงานเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท ดังนั้น นักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นรายย่อยควรให้ความสำคัญกับข้อมูลโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ซึ่งเป็นส่วนสำคัญในการชั่งชั่งประสิทธิผลในการทำงานของระบบการกำกับดูแลกิจการและทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่ได้รับการคุ้มครองสิทธิ และผลประโยชน์เท่าที่ควร

การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสำคัญต่อบริษัทจดทะเบียน โดยแสดงให้เห็นถึงการมีระบบบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ ซึ่งช่วยสร้างความเชื่อมั่นและความมั่นใจต่อผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน ผู้มีส่วนได้เสีย และผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายจึงจะเห็นได้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นเครื่องมือเพื่อเพิ่มมูลค่าและส่งเสริมความก้าวหน้าอย่างยั่งยืนของบริษัท และในกรณีบริษัทจดทะเบียนเข้าสู่หมวดการฟื้นฟูกิจการ ตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เป็นเหตุหนึ่งที่จะทำให้นักลงทุนเห็นถึงระบบบริหารจัดการที่ขาดประสิทธิภาพ ซึ่งบริษัทจดทะเบียนที่เข้าเกณฑ์การถูกเพิกถอนออกจากหลักทรัพย์จดทะเบียน มักมีเหตุแห่งการเพิกถอนมาจากฐานะการเงินในงบการเงินที่ผ่านการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชี แสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าน้อยกว่าศูนย์และเมื่อมีเหตุแห่งการเพิกถอนตลาดหลักทรัพย์ จะย้ายหลักทรัพย์จากหมวดอุตสาหกรรมปกติไปอยู่ภายใต้หมวดบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการแก้ไขการดำเนินงาน ซึ่งจากการที่บริษัทเข้าสู่หมวดฟื้นฟูกิจการนั้นทำให้นักลงทุนต้องเผชิญกับภาวะความเสี่ยง และแม้จะมีหน่วยงานต่าง ๆ ของรัฐทำหน้าที่ควบคุม กำกับดูแลเพื่อคุ้มครองนักลงทุนโดยอาศัยมาตรการทางกฎหมายแต่เมื่อพิจารณาการดำเนินการมาตรการแก้ไขปัญหามักจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อมีการกระทำผิด และประสบกับภาวะปัญหาร้ายแรงแล้ว ในปัจจุบันหน่วยงานด้านการกำกับดูแลให้ความสนใจในระบบการควบคุมตนเองในภาคเอกชนโดยผ่านกลไกทางตลาด อาจเรียกว่าเป็นระบบหรือกระบวนการการกำกับดูแลที่ดีซึ่งส่งเสริมให้มีการติดตาม ดูแล สอบถามและตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหาร เพื่อสร้างความมั่นใจให้แก่นักลงทุน ซึ่งในอดีตได้มีการศึกษาเกี่ยวกับความไม่เหมาะสมในโครงสร้างส่วนของผู้ถือหุ้น และความไม่มีประสิทธิภาพของการกำกับดูแลที่ดีนั้นเป็นสองปัจจัยสำคัญที่นำไปสู่ วิฤตทางการเงินของเอเชียในปี 1997 โดย Rajan and Zingales (1998) and Prowse (1998)

จากลักษณะของโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่นำไปสู่การควบคุมนโยบาย และการจัดทำรายงานทางการเงินของบริษัท ซึ่งกระทบต่อความมีประสิทธิภาพของกระบวนการกำกับดูแลที่ดี การศึกษาครั้งนี้จึงมุ่งเน้นถึงการศึกษาโครงสร้างของผู้ถือหุ้น โดยควบคุมตัวแปรฐานะการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าน้อยกว่าศูนย์ซึ่งเป็นหลักเกณฑ์การถูกเพิกถอนออกจากหลักทรัพย์จดทะเบียน ซึ่งเป็นเหตุแห่งการเพิกถอนส่วนใหญ่ตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด (ROA) และสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ปัจจัยสำคัญ ในการเข้าสู่หมวดฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ถึงแม้ว่าต่อมาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะทำการปิดหมวดฟื้นฟูกิจการ แต่วัตถุประสงค์ของการตั้งหมวดฟื้นฟูกิจการ ก็เพื่อเป็นสัญญาณแก่นักลงทุนเกี่ยวกับความเสี่ยงในการตัดสินใจ ข้อมูลของบริษัทตัดสินใจลงทุน ส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีการแก้ไขผลการดำเนินงาน และเพื่อลดผลกระทบที่จะเกิดแก่นักลงทุนรายย่อย ดังนั้น การขึ้นเครื่องหมายหรือการตั้งหมวดบริษัทจดทะเบียนไม่สามารถแก้ไขผลการดำเนินงานได้ตามกำหนด ก็สามารถเป็นสัญญาณเตือนแก่นักลงทุนได้เช่นเดียวกัน

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของการกำกับดูแลที่ดีในการพยากรณ์การเข้าสู่หมวดพื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อทดสอบความสามารถในการใช้ลักษณะโครงสร้างความเป็นเจ้าของในการพยากรณ์การเข้าข่ายถูกฟื้นฟูพื้นฟูกิจการของตัวแบบที่ได้พัฒนาขึ้นและใช้เป็นสัญญาณเตือนภัยล่วงหน้าถึงกลไกการกำกับดูแลที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 1.3 สมมติฐานการวิจัย

การศึกษาในอดีตของ Asian Development Bank [ADB] (2000b) สะท้อนให้เห็นว่ากลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีอาจถูกขัดขวางจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นในรูปแบบต่าง ๆ ได้ จึงทำให้กลไกไม่สามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพเท่าที่ควร และพบว่าประเทศไทยมีลักษณะของการถือหุ้นของบริษัทส่วนใหญ่กระจุกตัวอยู่ในกลุ่มของคณะกรรมการ ผู้บริหาร หรือผู้ก่อตั้งบริษัท การเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบุคคลเหล่านี้ทำให้กรรมการ และผู้บริหารมีอำนาจและอิทธิพลอย่างเต็มที่ในการเข้าควบคุมนโยบายการทำงาน และการออกรายงานทางการเงินเพื่อให้เป็นไปตามผลประโยชน์ที่ตนเองจะได้รับ โดยที่ผู้ถือหุ้นภายนอกซึ่งเป็นเพียงผู้ถือหุ้นรายย่อย ๆ ไม่สามารถไปทักท้วงหรือคัดค้านการตัดสินใจของกรรมการและผู้บริหารเหล่านี้ได้มากนัก ความเสียหายที่เกิดขึ้นก็จะตกอยู่ที่ผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Chau and Gray (2002) จากเหตุผลดังกล่าวจึงเป็นที่มาของสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

H1 : หลังจากการมีการควบคุมตัวแปรแล้ว พบว่า สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ

H2 : หลังจากการมีการควบคุมตัวแปรแล้ว พบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ

H3 : หลังจากการมีการควบคุมตัวแปรแล้ว พบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ

#### 1.4 ขอบเขตของการวิจัย

ในการวิจัยครั้งนี้ได้กำหนดขอบเขตในการวิจัยไว้ดังนี้

1. ระยะเวลาในการวิจัยโดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในระหว่างปี 2540-2547
2. การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของการกำกับดูแลที่ดีในการพยากรณ์การเข้าสู่หมวดฟื้นฟูกิจการในที่นี้ หมายถึง การพิจารณาจากประเภทของผู้ถือหุ้น ตามทะเบียนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และอำนาจในการลงนามแทนบริษัท
3. ในการศึกษาครั้งนี้ได้ทำการศึกษาเปรียบเทียบ ความสัมพันธ์ของโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่ง เป็นองค์ประกอบหนึ่งของการกำกับดูแลที่ดีของบริษัทที่เข้าสู่หมวดฟื้นฟูกิจการ และบริษัทที่อยู่ในหมวดผลการดำเนินงานปกติ

โดยการวิจัยครั้งนี้ จะทำการศึกษาข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อจะได้ข้อมูลที่อยู่บนพื้นฐานของกฎระเบียบข้อบังคับที่เหมือนกัน โดยการวิจัยจะใช้ข้อมูลในทุกหมวดอุตสาหกรรม ยกเว้น ในส่วนของธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิต และประกันภัย และสาธารณูปโภค ทั้งนี้เนื่องจากการที่ประเทศไทยมีกฎหมายที่กำกับดูแลที่แตกต่างกันออกไปในธุรกิจเหล่านี้ โดยในส่วนของบริษัทเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ มีพระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ พ.ศ. 2522 และมีธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้ตรวจสอบและดูแล ส่วนธุรกิจประกันภัยมีกรมประกันชีวิต พ.ศ. 2535 และพระราชบัญญัติประกันวินาศภัย พ.ศ. 2535 และจากการที่รัฐมองว่าในธุรกิจเหล่านี้มีผลกระทบต่อความมั่นคง และผลประโยชน์ของคนส่วนมากจึงได้เข้ามามีส่วนในการ

บริหารหรือมีข้อจำกัดในการบริหารในบริษัทเหล่านี้ จึงเห็นว่าไม่ควรรวมข้อมูลในส่วนธุรกิจเหล่านี้ด้วยจะทำให้เกิดการเบี่ยงเบนในข้อมูลได้

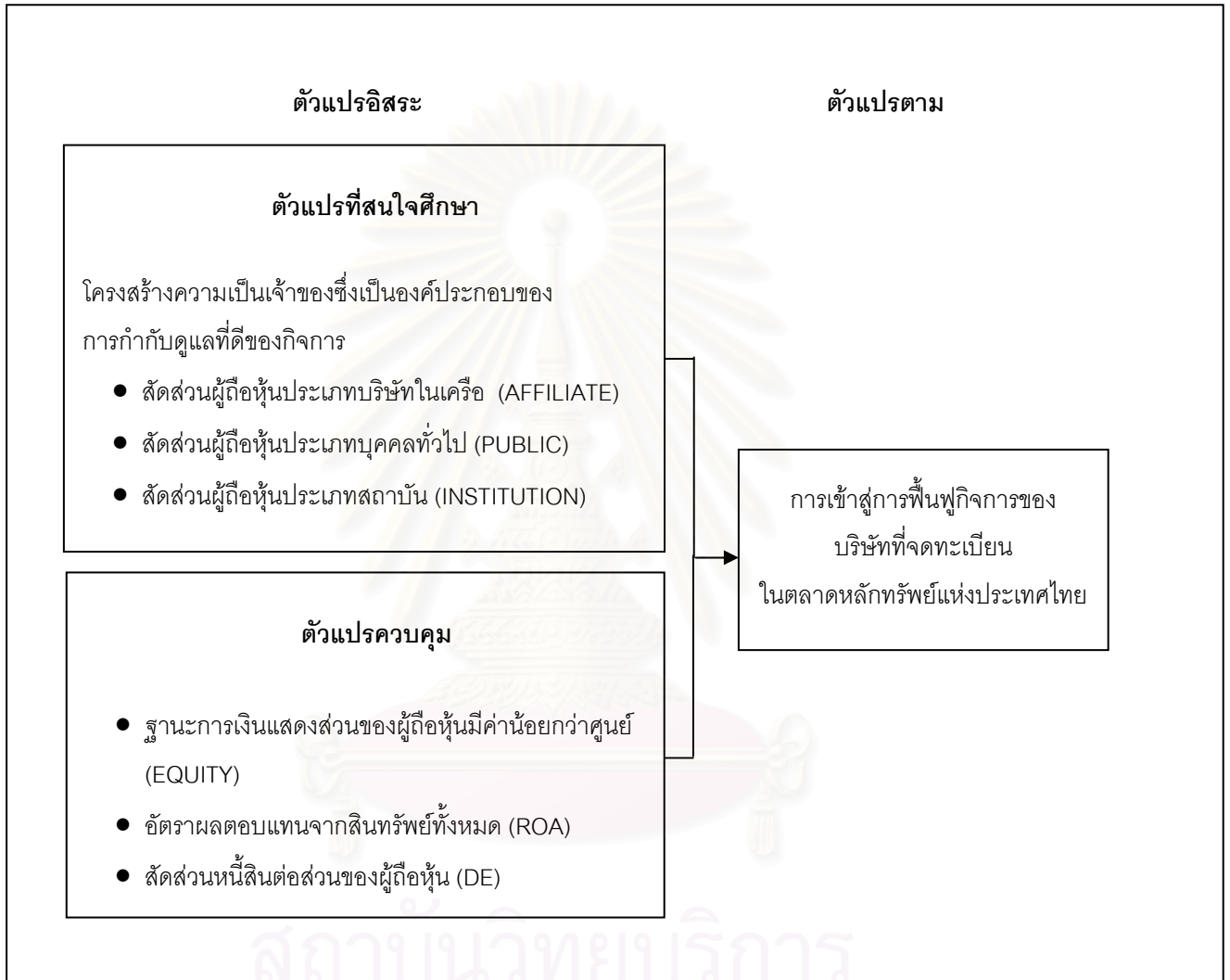
### 1.5 กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของการกำกับดูแลที่ดีที่สามารถจำแนกตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาออกเป็น 2 กลุ่มคือ ตัวแปรอิสระ และตัวแปรตาม สำหรับตัวแปรอิสระจะประกอบด้วย ตัวแปรที่สนใจศึกษาหรือตัวแปรอธิบาย และตัวแปรควบคุม รายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิดแสดงไว้ในส่วนของระเบียบวิธีวิจัย (บทที่ 3) ในส่วนนี้จะกรอบแนวคิดการวิจัย ตามที่ได้นำเสนอไว้ในแผนภาพ ที่ 1.1



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

**แผนภาพที่ 1.1** แผนภาพกรอบแนวคิดในการวิจัย ซึ่งความสัมพันธ์ระหว่าง  
โครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของการกำกับดูแลที่ดี  
กับการเข้าสู่หมวดพื่นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย





## 1.6 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

1. **บริษัทในเครือ (Affiliate Company)** หมายความว่า บริษัทมหาชนจำกัดบริษัทหนึ่ง ซึ่งมีความสัมพันธ์กับบริษัทเอกชนหรือบริษัทมหาชนจำกัดบริษัทใดบริษัทหนึ่งหรือหลายบริษัท ในลักษณะดังต่อไปนี้

- (1) บริษัทหนึ่งมีอำนาจควบคุมเกี่ยวกับการแต่งตั้งและถอดถอนกรรมการ ซึ่งมีอำนาจจัดการทั้งหมดหรือโดยส่วนใหญ่ของอีกบริษัทหนึ่ง
- (2) บริษัทหนึ่งถือหุ้นในอีกบริษัทหนึ่งเกินกว่าร้อยละห้าสิบของหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว

ในกรณีที่บริษัทแรกและ/หรือบริษัทในเครือบริษัทเดียวหรือหลายบริษัท หรือบริษัทแรกและ/หรือบริษัทในเครือในลำดับขั้นแรกและ/หรือในขั้นต่อ ๆ ไป บริษัทเดียวหรือหลายบริษัทถือหุ้นของบริษัทใดมีจำนวนรวมกันเกินกว่าร้อยละห้าสิบของหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว ให้ถือว่าบริษัทนั้นเป็นบริษัทในเครือของบริษัทแรกด้วย

2. **สถาบันการเงิน (Institutional)** หมายถึง ผู้ลงทุนดังต่อไปนี้

1. ธนาคารพาณิชย์
2. บริษัทเงินทุน
3. บริษัทหลักทรัพย์ที่ซื้อหน่วยลงทุนเพื่อเป็นทรัพย์สินของตนเอง เพื่อการบริหารกองทุนส่วนบุคคล หรือเพื่อการจัดการโครงการที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์
4. บริษัทเครดิตฟองซิเออร์
5. บริษัทประกันภัย
6. นิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้นซึ่งมิได้เป็นบุคคลตามข้อ 9
7. ธนาคารแห่งประเทศไทย
8. สถาบันการเงินระหว่างประเทศ

9. ส่วนราชการและรัฐวิสาหกิจตามกฎหมายว่าด้วยวิธีการงบประมาณ
10. กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน
11. กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ
12. กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ
13. กองทุนรวมตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535
14. นิติบุคคลที่มีเงินลงทุนในหลักทรัพย์ตามงบการเงินปีล่าสุดที่ผู้สอบบัญชีตรวจสอบแล้วตั้งแต่หนึ่งร้อยล้านบาทขึ้นไป
15. นิติบุคคลซึ่งมีผู้ถือหุ้นเป็นบุคคลตามข้อ 1 ถึง 14 ถือหุ้นรวมกันเกินกว่าร้อยละเจ็ดสิบห้าของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมด
16. ผู้ลงทุนต่างประเทศซึ่งลักษณะเดียวกับผู้ลงทุนตามข้อ 1 ถึง 15
17. ผู้ลงทุนที่มีใช้ผู้ลงทุนตามข้อ 1 ถึง 16 ซึ่งซื้อหน่วยลงทุนตั้งแต่สิบล้านบาทขึ้นไป

**3. อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratios) หมายถึง การแสดงความสัมพันธ์ระหว่างรายการต่าง ๆ ในงบการเงิน เพื่อประเมินฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของธุรกิจ**

**1.7 ข้อจำกัดของการวิจัย**

1. ข้อจำกัดที่สำคัญที่สุดของการวิจัยอยู่ที่ข้อมูลที่มีอยู่ในประเทศไทยนั้น ไม่เพียงพอต่อการทำวิจัยอย่างละเอียด ทำให้ผลสรุปที่ออกมาไม่สามารถเจาะจงมากเท่ากับการวิจัยของต่างประเทศ อย่างไรก็ตามผลสรุปที่ได้นั้นก็ยังสามารถใช้เป็นแนวทางสนับสนุนและนำมาอธิบายได้เช่นกัน

2. การวิจัยครั้งนี้ มีขอบเขตครอบคลุมเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมิได้ครอบคลุมถึง บริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษาครั้งนี้ จึงไม่สามารถอธิบายได้กับโครงสร้างความเป็นเจ้าของของบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ ฯ แห่งประเทศไทย เนื่องจากลักษณะการนำเสนองบการเงินและมาตรฐานการบัญชีที่บังคับใช้มีความแตกต่างกัน

3. ข้อจำกัดในการตีความผลการวิจัย กล่าวคือ การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาในเชิงของความสัมพันธ์ (Association) ไม่ใช่ศึกษาในเชิงของเหตุและผล (Causation) ดังนั้นการตีความผลการวิจัยจึงพิจารณาในเชิงของความสัมพันธ์มากกว่าเชิงของเหตุและผล

4. ในการวิจัยครั้งนี้ อาจยังมีตัวแปรอื่นที่อาจมีความสัมพันธ์กับการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น จึงไม่สามารถกล่าวได้ว่าตัวแปรที่ศึกษาครั้งนี้จะสามารถอ้างอิงได้ทั้งหมด

### 1.8 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ประโยชน์ต่อนักลงทุน เพื่อเป็นแนวทางในการใช้ข้อมูลเชิงคุณภาพเพื่อวิเคราะห์และการตัดสินใจลงทุน โดยในส่วนของโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลที่ดีนั้นเป็นตัวบ่งชี้ให้เห็นถึงควบคุมอำนาจและสิทธิในการบริหารบริษัทที่นำไปสู่การสร้างผลประโยชน์ให้แก่ตนเองมากกว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย
2. ประโยชน์ต่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทำให้สามารถประเมินตนเองและสนใจในข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่แสดงถึงความน่าเชื่อถือของบริษัทและสะท้อนถึงกลไกการกำกับดูแลที่ดีที่นักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศต่างให้ความสนใจ เพื่อเพิ่มมูลค่าแก่หลักทรัพย์และเพื่อความยั่งยืนของบริษัทต่อไป
3. เพื่อเป็นแนวทางในการกำหนดมาตรการควบคุมปัจจัยโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลเพื่อป้องกันการควบคุมอำนาจและสิทธิในการบริหารซึ่งกระทบต่อความมั่นคง ความน่าเชื่อถือ และความสามารถในการดำเนินงานของบริษัท

### 1.9 ระเบียบวิธีวิจัย

ระเบียบวิธีวิจัยจะกล่าวโดยละเอียดในบทที่ 3 ในส่วนนี้จะกล่าวถึงโดยสังเขปซึ่งรูปแบบการวิจัยเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลที่ดีต่อการเข้าสู่หมวดฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประจำปี พ.ศ. 2540 - 2546 ในส่วนของการวิเคราะห์ข้อมูลแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนที่ 1 วิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา และในส่วนที่ 2 วิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน ทั้งนี้เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลที่ดี กับการเข้าสู่หมวดฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ สถิติที่สำคัญ คือ การวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก (Logistic Regression Analysis) สำหรับตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบประกอบด้วยกัน 4 ตัวแบบ 3 ตัวแบบแรกจำแนกตามตัวแปรที่สนใจศึกษา ส่วนตัวแบบสุดท้ายเป็นการรวมตัวแปรทุกตัวไว้ด้วยกัน สถิติดังกล่าวทำให้ได้รับคำตอบเกี่ยวกับ ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลที่ดีต่อการเข้าสู่หมวดฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งยังเป็นการตอบวัตถุประสงค์และสมมติฐานของการวิจัยได้อย่างครบถ้วนทุกประการตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วยกัน 2 กลุ่ม คือ (1) ตัวแปรที่สนใจศึกษาหรือตัวแปรอธิบาย (Explanatory Variables) และ (2) ตัวแปรควบคุม (Control Variables) ซึ่งรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิดจะกล่าวไว้ในส่วนของระเบียบวิธีวิจัย (บทที่ 3) ส่วนตัวแปรตาม คือ การเข้าสู่หมวดฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Rehabilitated Business Listed)

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้กำหนดตัวแปรตามและตัวแปรอิสระของสมมติฐานของการวิจัยดังต่อไปนี้

■ **ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)** ประกอบด้วย 2 ประเภท ดังนี้

1. ตัวแปรอธิบาย/ตัวแปรที่สนใจศึกษา ได้แก่

- สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือ
- สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไป
- สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน

2. ตัวแปรควบคุม (Control Variables) ได้แก่

- ฐานะการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าน้อยกว่าศูนย์
- อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด (ROA)
- สัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE)

■ **ตัวแปรตาม (Dependent Variables)** คือ การเข้าสู่หมวดฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 1.10 ลำดับขั้นตอนในการเสนอการวิจัย

**บทที่ 1** กล่าวถึง ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหาในการทำวิจัย วัตถุประสงค์ของการวิจัย สมมติฐานการวิจัย ขอบเขตของการวิจัย กรอบแนวคิดของการวิจัย ข้อจำกัดของการวิจัย คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ ระเบียบวิธีวิจัย และลำดับขั้นตอนในการนำเสนอผลการวิจัย

**บทที่ 2** กล่าวถึง แนวคิด ทฤษฎี เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ซึ่งประกอบด้วยกัน 4 ส่วนหลัก ๆ คือ

ส่วนที่ 1 ข้อมูลเบื้องต้นเกี่ยวกับการกำกับดูแลที่ดี

ส่วนที่ 2 กฎหมาย และกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลที่ดี ได้แก่ กฎหมาย บริษัทมหาชน กฎหมายหลักทรัพย์ และข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ และกฎหมายบัญชี

ส่วนที่ 3 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการฟื้นฟูกิจการ

ส่วนที่ 4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาและงานวิจัยอื่น

**บทที่ 3** กล่าวถึง ระเบียบวิธีวิจัย อันประกอบด้วย รูปแบบการวิจัย การพัฒนาสมมติฐาน ตัวแบบและคำอธิบายเกี่ยวกับตัวแปร ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง การเก็บรวบรวมข้อมูลและ แนวทางการวิเคราะห์ข้อมูล

**บทที่ 4** กล่าวถึง การนำเสนอผลการวิจัยเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา

**บทที่ 5** กล่าวถึง การนำเสนอผลการวิจัยด้วยสถิติเชิงอนุมาน ทั้งนี้เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของการกำกับดูแลที่ดีต่อการเข้าสู่หมวดฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยจำแนกตามตัวแปรที่สนใจศึกษา ในแต่ละส่วนจะประกอบไปด้วย การทดสอบความเหมาะสมของตัวแบบผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย และผลการทดสอบตัวแปรควบคุม

**บทที่ 6** กล่าวถึง บทสรุปและอภิปรายผลการวิจัย รวมทั้งข้อเสนอแนะที่ได้จากการวิจัย

## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของการกำกับดูแลที่ดีต่อการเข้าฟืนฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นักวิจัยทางบัญชีได้ให้ความสำคัญและความสนใจเป็นอย่างมากในมุมมองของต่างประเทศ ความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของโครงสร้างการกำกับดูแลที่ดีในส่วนโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งมีผลกระทบต่อการกำกับดูแลกับผลการดำเนินงานและความเสี่ยงในการบริหาร สำหรับการศึกษาศึกษาของประเทศไทยในอดีตนั้นได้ทำการศึกษากลไกของคณะกรรมการที่ช่วยให้การกำกับดูแลมีประสิทธิภาพ โครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มีผลต่อการดำเนินงาน และโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับคุณภาพในการเปิดเผยข้อมูลเท่านั้น ยังไม่มีการศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ของโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งถือเป็นรากฐานของกลไกในการกำกับดูแล โดยวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้ทำการศึกษาค้นคว้าโดยเลือกกลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทในกลุ่มที่เข้าฟืนฟูกิจการเปรียบเทียบกับบริษัทในกลุ่มที่มีผลการดำเนินงานปกติ ในประเภทอุตสาหกรรมเดียวกัน ต่อการเข้าสู่หมวดการฟืนฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

จากการศึกษาค้นคว้าหนังสือ รายงาน เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา “ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของการกำกับดูแลที่ดีต่อการเข้าฟืนฟูกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” ทำให้สามารถจำแนกและประมวลความรู้ที่ได้จากการทบทวนวรรณกรรมออกเป็น 4 ส่วนหลัก ๆ ดังนี้

- 2.1 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของ
- 2.2 แนวคิด ทฤษฎี เกี่ยวกับการกำกับดูแลที่ดี
- 2.3 หลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการฟืนฟูกิจการ
- 2.4 งานวิจัยอื่น



## 2.1 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของ

### 2.1.1 ลักษณะโครงสร้างความเป็นเจ้าของ

#### 2.1.1.1 องค์ประกอบของผู้ถือหุ้น (Ownership Composition)

องค์ประกอบของผู้ถือหุ้น หมายถึง ประเภทของบุคคลที่เป็นผู้ถือหุ้นของบริษัท ซึ่งมีลักษณะทั้งที่เป็น บุคคลทั่วไป กลุ่มบุคคลในครอบครัว บริษัทในเครือ ธนาคาร สถาบันการเงิน บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกันภัย กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนรวม หรือ บริษัทอื่น ๆ ที่มีใช้สถาบันการเงิน

#### 2.1.1.2 การถือหุ้นของบริษัทในเครือและบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน

**บริษัทในเครือ** (กฎกระทรวงฉบับที่ 4, พ.ศ. 2535) หมายความว่า บริษัทมหาชนจำกัด บริษัทหนึ่ง ซึ่งมีความสัมพันธ์กับบริษัทเอกชน หรือบริษัทมหาชนจำกัดบริษัทใดบริษัทหนึ่ง หรือหลายบริษัทในลักษณะดังต่อไปนี้

- (1) บริษัทหนึ่งมีอำนาจควบคุมเกี่ยวกับการแต่งตั้งและถอดถอนกรรมการ ซึ่งมีอำนาจจัดการทั้งหมดหรือโดยส่วนใหญ่ของอีกบริษัทหนึ่ง
- (2) บริษัทหนึ่งถือหุ้นในอีกบริษัทหนึ่งเกินกว่าร้อยละห้าสิบของหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว

ในกรณีที่บริษัทแรกและ/หรือบริษัทในเครือบริษัทเดียวหรือหลายบริษัท หรือบริษัทแรก และ/หรือบริษัทในเครือในลำดับขั้นแรกและ/หรือในขั้นต่อ ๆ ไป บริษัทเดียวหรือหลายบริษัทถือหุ้นของบริษัทใดมีจำนวนรวมกันเกินกว่าร้อยละห้าสิบของหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว ให้ถือว่าบริษัทนั้น เป็นบริษัทในเครือของบริษัทแรกด้วย

ดังนั้น หลักเกณฑ์การพิจารณาว่า บริษัทใดถือเป็นบริษัทในเครือนั้นให้พิจารณาจากหลักในเรื่องอำนาจการครอบงำจัดการอย่างหนึ่ง และหลักการถือหุ้นอีกอย่างหนึ่งซึ่งเป็นการนับรวมถึง การถือหุ้นในบริษัทต่อไปเป็นทอด ๆ ด้วย

บุคคลที่เกี่ยวข้องกัน (ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในรายการที่เกี่ยวข้องกัน, พ.ศ. 2546) หมายความว่า

- (1) ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ผู้มีอำนาจควบคุม หรือบุคคลที่จะได้รับการเสนอให้เป็นผู้บริหารหรือผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อย รวมทั้งผู้ที่เกี่ยวข้องและญาติสนิทของบุคคลดังกล่าว
- (2) นิติบุคคลใด ๆ ที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หรือผู้มีอำนาจควบคุมเป็นบุคคลดังต่อไปนี้ของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อย
  - (ก) ผู้บริหาร
  - (ข) ผู้ถือหุ้นรายใหญ่
  - (ค) ผู้มีอำนาจควบคุม
  - (ง) บุคคลที่จะรับการเสนอชื่อให้เป็นผู้บริหารหรือผู้มีอำนาจควบคุม
  - (จ) ผู้ที่เกี่ยวข้องและญาติสนิทของบุคคล (ก) ถึง (ง)

### 2.1.1.3 ผลการสำรวจสภาพแวดล้อมทางธุรกิจและปัญหา <sup>1</sup>

ประเทศไทยมีการประกอบธุรกิจในรูปบริษัทจำกัดมานานหลายสิบปีแล้ว โดยมีบริษัทประเภทเดียวคือ “บริษัทตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์” ตามสภาพแวดล้อม บริษัทจำกัดมีผู้ถือหุ้นอยู่ในวงแคบ ผู้ถือหุ้นใหญ่หรือนายทุน และผู้ดำเนินงานมักจะเป็นบุคคลเดียวกัน การดำเนินกิจการจะเป็นไปในกลุ่มมิตรสหายหรือบุคคลในครอบครัวมากกว่า หุ่นของบริษัทส่วนใหญ่ไม่ได้มีการจำหน่ายให้กับประชาชนทั่วไปมากนัก เหตุที่เป็นเช่นนี้อาจเป็นเพราะถือหุ้นใหญ่ต้องการควบคุมกิจการ ไม่ต้องการเปิดเผยความลับทางการค้า และเรื่องของการเสียภาษี ทั้งประชาชนก็ไม่นิยมลงทุนซื้อหุ้นในบริษัท เพราะไม่ได้รับการคุ้มครองเท่าที่ควร ทำให้ตลาดทุนไม่ขยายตัว เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ

การเกิดขึ้นของพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด และพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้มีส่วนช่วยในการแก้ปัญหาข้างต้นได้อย่างมาก แต่โครงสร้างการเป็นเจ้าของและการจัดการยังเป็นปัญหาให้ต้องพิจารณา ทั้งนี้เพราะการเป็นเจ้าของกิจการกระจุกตัวอยู่กับ

<sup>1</sup> รายงานการกำกับดูแลกิจการ .ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. มีนาคม 2544. หน้า 69-72.

บุคคลในครอบครัวหรือกลุ่มครอบครัวเดียวกัน การเป็นเจ้าของดังกล่าวมีหลายรูปแบบที่แตกต่างกัน เป็นการยากที่จะหาดุลยภาพที่เหมาะสมระหว่างผู้ถือหุ้นที่ควบคุมบริษัทกับผู้ถือหุ้นส่วนน้อย ซึ่งนำไปสู่ปัญหาสิทธิและความเสมอภาคของผู้ถือหุ้นอย่างที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน ซึ่งผู้ถือหุ้นจากบุคคลในครอบครัวนั้น ได้มีส่วนในการบริหารงานของบริษัทในตำแหน่งต่าง ๆ ดังนี้

(ก) **คณะกรรมการของบริษัท** ประกอบด้วยกรรมการที่เป็นเจ้าของมาแต่เดิม ซึ่งมักเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และญาติสนิท กรรมการที่เป็นผู้บริหารอาวุโสในบริษัท ตัวแทนของกิจการที่เกี่ยวข้องกัน เช่น ตัวแทนธนาคาร ลูกค้ายรายใหญ่ เป็นต้น

(ข) **กรรมการภายนอก** ส่วนใหญ่ได้แก่ เพื่อนสนิทร่วมโรงเรียน ข้าราชการเกษียณอายุที่มีชื่อเสียงเป็นที่รู้จักกันโดยทั่วไป ซึ่งอาจจัดรวมอยู่ในกรรมการที่เป็นอิสระตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด บริษัทไม่เห็นความสำคัญและประโยชน์จากกรรมการภายนอกมากกว่าจำนวนขั้นต่ำที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด

(ค) **ผู้จัดการและประธานกรรมการบริษัท** มักเป็นบุคคลเดียวกันและเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ ทำให้มีอำนาจสูง สามารถควบคุมการประชุมคณะกรรมการอย่างเต็มที่ ทั้งในเรื่องวาระการประชุมและสารสนเทศที่ให้แก่กรรมการภายนอกรวมทั้งบรรยากาศการประชุม ในกรณีที่มีบุคคลภายนอกที่มีชื่อเสียงเป็นประธานกรรมการของบริษัท ก็เป็นการดำรงตำแหน่งในเชิงพอเป็นพิธีมากกว่า กรรมการจากภายนอกไม่ได้ให้ความสนใจกับการประชุมมากเท่าที่ควร ยกเว้น เมื่อสถานการณ์ของบริษัทเข้าขั้นวิกฤติหรือมีตัวชี้ให้เห็นพฤติกรรมที่ไม่ชอบมาพากลของฝ่ายจัดการเกิดขึ้นผู้ลงทุนที่เป็นสถาบันก็เช่นกัน

(ง) **ผู้ลงทุน** ที่เป็นบุคคลธรรมดาเป็นผู้ลงทุนในระยะสั้นมากกว่ามุ่งเป็นเจ้าของกิจการโดยตัวผู้ลงทุนเป็นคนใจดี มีความอดทน ไม่สนใจเกี่ยวกับสารสนเทศในงบการเงิน และการจัดการธุรกิจของบริษัท และไม่สนใจเข้าร่วมซักถามปัญหาใด ๆ ของบริษัทในการประชุมผู้ถือหุ้นประจำปี ประธานกรรมการ/ผู้จัดการใหญ่ รวบอำนาจในการแต่งตั้งกรรมการและผู้สอบบัญชีอิสระไว้ทั้งหมด แม้จะต้องเสนอที่ประชุมผู้ถือหุ้นอนุมัติก็ตาม อย่างไรก็ตาม การตั้งคณะกรรมการตรวจสอบและอนุกรรมการอื่นที่เกี่ยวข้องอาจช่วยได้มาก

แม้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งถือว่าเป็นบริษัทที่ได้รับการกลั่นกรองมาแล้วขั้นหนึ่ง หรือมี “วิธีปฏิบัติที่ดี” ที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดไว้ก็ตามก็ยังคงปรากฏข่าวตามหน้าหนังสือพิมพ์ให้เห็นบ่อย ๆ ถึงการประพวติมิชอบต่าง ๆ ของคณะกรรมการ/ฝ่ายกิจการ เช่น

- การทำรายการธุรกิจกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน หรือรายการอื่นที่นำไปสู่ความขัดแย้งของผลประโยชน์
- การทุจริตโดยนำสินทรัพย์ของบริษัทไปใช้เพื่อประโยชน์ส่วนตัว
- การแสดงสารสนเทศทางการเงินที่ไม่ตรงกับความเป็นจริง เป็นต้น

สรุปได้ว่า บริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยมีโครงสร้างการเป็นเจ้าของในลักษณะที่หุ้นจำนวนมากกระจุกตัวอยู่ในสมาชิกของครอบครัวที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ในลักษณะของบริษัทในเครือและบุคคลทั่วไป ทำให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่เหล่านี้สามารถควบคุมบริษัทโดยไม่คำนึงถึงสิทธิและความรับผิดชอบที่มีต่อผู้ถือหุ้นรายย่อย ส่งผลให้การบริหารงานของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ถูกมองว่าไม่มีความโปร่งใส และทำให้เกิดข้อกังขาต่าง ๆ ในการปกป้องผู้ถือหุ้น เช่น สิทธิการในการคัดเลือกและแต่งตั้งกรรมการบริษัท การมีส่วนร่วมของผู้ถือหุ้นในการออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้น การเปิดเผยข้อมูล และหน้าที่ของคณะกรรมการในการตรวจสอบและถ่วงดุล (Check and balance) ทำงานได้มีประสิทธิภาพลดลงทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่ได้รับการปกป้องอย่างเพียงพอ (ADB, 2000a) ถึงแม้ว่าคณะกรรมการบริษัทจะเป็นกลไกหนึ่งที่จะช่วยปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้นได้ แต่ลักษณะของคณะกรรมการบริษัทของบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทยส่วนใหญ่จะถูกควบคุมด้วยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เพราะวิธีการออกเสียงและการนับคะแนนในการตัดสินใจใด ๆ ของบริษัท ไม่เอื้ออำนวยให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยสามารถเข้ามามีส่วนร่วมได้ ดังนั้น ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จึงยังคงมีอำนาจในการควบคุมบริษัท ส่วนการแต่งตั้งกรรมการอิสระที่มีใช้ตัวแทนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยคาดหวังให้กรรมการอิสระปฏิบัติหน้าที่ด้วยความระมัดระวัง คำนึงและรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยให้มากที่สุด แต่ในทางปฏิบัติแล้วกรรมการอิสระมักดำเนินการในลักษณะประนีประนอมเพื่อประโยชน์ต่อทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง ดังนั้น อีกหนึ่งกลไกสำคัญที่จะผลักดันให้บริษัทมีการกำกับดูแลที่ดี คือ การให้ผู้ถือหุ้นภายนอกที่ไม่ใช่ผู้บริหารของกิจการใช้สิทธิของตนเองในการติดตามดูแลสอบถาม และออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้น เช่นบทบาทของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน ที่จะคอยควบคุมและถ่วงดุลอำนาจของฝ่ายบริหาร หรือผู้ถือหุ้นที่มักโอนถ่ายผลประโยชน์ของบริษัทมาเป็นของตนเอง

### 2.1.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับสัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือ สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไป และสัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน

Aabo Tom (2002) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะโครงสร้างของผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานที่บ่งบอกถึงระดับความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท โดยศึกษาอิทธิพลของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ซึ่งแบ่งได้เป็น 3 กรณีคือ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่แบบบุคคล ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นผู้ก่อตั้งบริษัท หรือผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นสถาบันการเงิน และผู้ถือหุ้นรายอื่น ๆ และการบริหารความเสี่ยงตัดสินใจตามอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งบริษัท โดยใช้แบบสอบถามผลการศึกษาพบว่าพบความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งบริษัทระดับความเสี่ยงทางการเงิน ซึ่งทำให้ได้หลักฐานซึ่งเป็นข้อมูลที่ไม่ใช่ข้อมูลทางการเงินของบริษัทเพิ่มขึ้น

ADB (2000b) ทำการศึกษาสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมประเภทต่าง ๆ ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า บริษัทในเครือจะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดในกลุ่มผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรกของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยมีการถือหุ้นเฉลี่ยคิดเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 27 ของหุ้นทั้งหมดของบริษัท อันดับสองคือการถือหุ้นของบุคคลทั่วไปการถือหุ้นเฉลี่ยคิดเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 19 ของหุ้นทั้งหมดของบริษัทและเมื่อพิจารณาแล้วส่วนใหญ่เป็นสมาชิกในครอบครัวของผู้ก่อตั้งบริษัท และผู้บริหารระดับสูงที่ดำรงตำแหน่งสำคัญในบริษัทเพราะโดยทั่วไปกลุ่มครอบครัวและเครือญาติของผู้ก่อตั้ง ดังนั้นเมื่อรวมสัดส่วนการถือหุ้นของกลุ่มครอบครัวจะมีสัดส่วนสูงมาก อันดับสามคือการถือหุ้นของบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์การถือหุ้นเฉลี่ยคิดเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 5.5 อันดับสี่คือการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นกลุ่มอื่น ๆ การถือหุ้นเฉลี่ยคิดเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 3.3 และอันดับห้าคือการถือหุ้นของกลุ่มธนาคารการถือหุ้นเฉลี่ยคิดเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 1.5 และจากการวิเคราะห์ความถดถอยของการกระจุกตัวของการถือหุ้น (เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรก) และความเสี่ยงทางการเงิน พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวก กล่าวคือบริษัทที่มีการกระจุกตัวของการถือหุ้นสูงมีแนวโน้มที่จะจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมหนี้สินเพิ่มมากขึ้น เพราะผู้ถือหุ้นมีอำนาจการตัดสินใจที่จะไม่ออกหุ้นสามัญใหม่เพิ่มในการจัดหาเงินทุน เพราะต้องการรักษาอำนาจในการควบคุมและการตัดสินใจ และสิทธิในการออกเสียงในที่ประชุม จึงอาศัยเงินทุนจากการก่อหนี้แทน ทำให้มีระดับความเสี่ยงทางการเงินสูงมากเกินไป และเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้ระบบเศรษฐกิจของประเทศอ่อนแอลง (Piman Limpaphayom, 2000)



**Agrawal and Mandelker (1990)** ทำการศึกษาสัดส่วนการถือหุ้นประเภทสถาบัน การระจุกตัวของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่สองอันดับแรก และผู้บริหาร ที่เป็นบุคคลภายในที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน ใช้ Ordinary Least Square regression ผลการศึกษาพบว่าสัดส่วนและการระจุกตัวของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในเชิงบวก และไม่พบหลักฐานทางสถิติที่มีนัยสำคัญระหว่างผู้บริหารที่เป็นบุคคลภายในที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน

**Claessens et al. (2002b)** ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ก่อนและหลังของสิทธิ ในส่วนผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือต่อวิกฤติเศรษฐกิจในเอเชียกลุ่ม จากการศึกษาพบว่าในเอเชียมี ลักษณะของ ผู้ถือหุ้นที่เป็นบุคคลในครอบครัวอย่างแพร่หลาย ซึ่งรัฐบาลและผู้มีส่วนเกี่ยวข้องต่าง ๆ ได้มีการกำหนดกฎเกณฑ์และกฎหมายต่าง ๆ เพื่อควบคุมเกี่ยวกับรายการที่เกี่ยวข้องระหว่างกัน ของ นิติบุคคลซึ่งมีการถือหุ้นโดยบุคคลในครอบครัวที่ได้ถือหุ้นในบริษัทเป็นทอด ๆ จนมีอำนาจ ในการควบคุมและบริหารงาน ทำให้เกิดปัญหาตามทฤษฎีตัวการตัวแทนที่จะกระทบต่อการ คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย และผลจากการถือหุ้นของกลุ่มบริษัทในเครือ และ โครงสร้างการถือหุ้นไขว้กันในกลุ่มธุรกิจนั้น นอกจากจะทำให้เกิดปัญหาตามทฤษฎีตัวการตัวแทน ความเสื่อมถอยของโครงสร้างการกำกับดูแล เหตุของความล่าช้าของผลการดำเนินงาน และทำให้เกิด ความเสี่ยงทางการเงินแล้วนั้น ยังนำไปสู่ภาวะวิกฤติเศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชียตะวันออกในปี 1997 ด้วย ดังนั้น จึงต้องทบทวนเกี่ยวกับปัญหาตามทฤษฎีตัวการตัวแทนและการกำกับดูแลที่ดี ของธุรกิจภูมิภาคเอเชียให้มากขึ้น

**Prowse (1990)** ทำการศึกษาเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของสถาบันการเงินที่มีผลต่อ ความเสี่ยงทางการเงิน พบว่าการที่สถาบันการเงินถือหุ้นมากในบริษัทที่ตนเองปล่อยกู้จะทำให้ ความเสี่ยงทางการเงินลดลง และการกำกับดูแลของสถาบันการเงินทั้งในฐานะผู้ถือหุ้นและเจ้าหน้าที่ โดยส่งตัวแทนเพื่อเป็นคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหารระดับสูง เพื่อที่จะป้องกันความเสี่ยงของ นโยบายการลงทุนที่อาจก่อให้เกิดปัญหาการทดแทนสินทรัพย์ อันนำมาสู่การเพิ่มมูลค่าในส่วนทุน โดยเพิ่มภาระของมูลค่าส่วนหนี้ และวัตถุประสงค์ในการถือหุ้นของสถาบันการเงินก็เพื่อให้มั่นใจว่า จะได้รับชำระหนี้จากบริษัท



Tsun-Siou Lee and Yin-Hua Yeh (2004) ทำการศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลที่ดีกับความล้มเหลวของข้อมูลทางการเงิน (ธุรกิจที่อยู่ในภาวะล้มละลาย) โดยศึกษาในส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจในการบริหาร และสิทธิในส่วนแบ่งกำไรเป็นตัวแปรแทนความเสี่ยงจากสิทธิในอำนาจการควบคุม ซึ่งบริษัทส่วนใหญ่ในประเทศได้หันเป็นธุรกิจที่มีการบริหารโดยบุคคลในครอบครัว ดังนั้นปัจจัยที่ทำการศึกษาข้างต้นเป็นส่วนสำคัญที่ทำให้เกิดความเสียหายในการล้มเหลวของข้อมูลทางการเงินจนนำไปสู่ภาวะล้มละลาย โดยมีตัวแปรควบคุม คือ อัตราส่วนในการดำเนินงานและอัตราส่วนในการชำระหนี้ จากการศึกษาพบความเสี่ยงของการกำกับดูแลที่ดีของกิจการ ก่อนปีที่บริษัทจะพบความล้มเหลวของข้อมูลทางการเงินจนนำไปสู่ภาวะล้มละลายและจากการศึกษายังพบอีกว่า บริษัทที่มีความเสี่ยงของการกำกับดูแลที่ดีซึ่งแทนด้วยตัวแปรในการศึกษาคือ ส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจในการบริหารและสิทธิในส่วนแบ่งกำไรนั้นมีโอกาสความน่าจะเป็นที่จะทำให้เกิดความล้มเหลวของข้อมูลทางการเงินจนนำไปสู่ภาวะล้มละลายถึง 2.66 เท่าเมื่อเทียบกับบริษัทที่มีการกำกับดูแลที่ดี การใช้สิทธิการควบคุมของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (บุคคลในครอบครัว) นั้นไม่เพียงแต่ทำให้เกิดความเสี่ยงของการกำกับดูแลที่ดีเท่านั้นยังเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดความล้มเหลวของข้อมูลทางการเงินซึ่งนำไปสู่ภาวะล้มละลาย จากการทดสอบตัวแปร โดยใช้ Logistic Regression Analysis ทำให้พบความสัมพันธ์ของตัวแปรซึ่งทำให้สามารถคาดการณ์หรือเป็นสัญญาณบ่งชี้ได้อย่างดีก่อนที่บริษัทจะเข้าสู่ภาวะล้มละลายดังกล่าว

Deunden Nikomboriruk (1999) ทำการศึกษารายชื่อประกอบของผู้ถือหุ้นในภาคธุรกิจพบว่าบริษัทในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ถูกมองว่า เป็นจุดเริ่มต้นในการก่อให้เกิดปัญหาทางเศรษฐกิจ (ปี 2540) นั้นมีผู้ถือหุ้นที่เป็นกลุ่มครอบครัวเกือบครึ่งหนึ่ง (ร้อยละ 47.27) ของการถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรก และส่วนธุรกิจภาคเงินทุนและหลักทรัพย์ก็มีการถือหุ้นของกลุ่มบุคคลในครอบครัวสัดส่วนสูงเช่นกัน (ร้อยละ 29.17) ของการถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรก แต่ภายหลังจากวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจแล้วในปี 2542 บริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ของต่างประเทศเริ่มมีบทบาทสำคัญในการเข้ามากำกับดูแลและควบคุมบริษัทมากขึ้น จนมีสัดส่วนเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ทำให้สัดส่วนของผู้ถือหุ้นกลุ่มบุคคลในครอบครัวมีสัดส่วนที่ลดลง จึงสรุปได้ว่า ในอดีตการถือหุ้นของกลุ่มบุคคลในครอบครัวถูกมองว่าเป็นสาเหตุหนึ่งของการเกิดปัญหาการเงินและเศรษฐกิจ

นวพร พงษ์ตันกุล (2003) ทำการศึกษานาถของ บริษัท โครงสร้างการเป็นเจ้าของใน 3 ลักษณะได้แก่ สัดส่วนของการถือหุ้น 5 อันดับแรก สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการและผู้บริหาร และสัดส่วนการถือหุ้นของสถาบันที่มีความสัมพันธ์ต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลโดยใช้

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ผลจากการศึกษาพบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลมากที่สุด และลักษณะโครงสร้างการเป็นเจ้าของกิจการระจุกตัวของการถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรกสูงถึงร้อยละ 55 ของจำนวนหุ้นทั้งหมด และบางบริษัทมีการระจุกตัวการถือหุ้นถึงถึงร้อยละ 99 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดและเมื่อพิจารณาผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรกนี้ส่วนใหญ่เป็นบริษัทในเครือ ผู้ก่อตั้งหรือเครือญาติของผู้บริหารบริษัท แสดงให้เห็นได้ว่าอำนาจการควบคุมของบริษัทตกอยู่กับกลุ่มบุคคลเพียงกลุ่มหนึ่งเท่านั้น ที่มีสิทธิและอำนาจอย่างเต็มที่ในการควบคุมการบริหารงาน และมีความสัมพันธ์กับคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลในเชิงลบ กล่าวคือเมื่อมีสัดส่วนของการถือหุ้น 5 อันดับแรกสูงขึ้นทำให้คุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลลดลง ซึ่งตรงกันข้ามกับการถือหุ้นของสถาบันที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลทั้งกรณีการเปิดเผยโดยสมัครใจ และการเปิดเผยตามข้อกำหนดบังคับ เนื่องจากการถือหุ้นของสถาบันช่วยส่งเสริมกลไกการเปิดเผยข้อมูลทำงานให้มีความโปร่งใสมากขึ้น แต่การระจุกตัวของการถือหุ้นนั้น จะขัดขวางการทำงานของกลไกการตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหาร และคุณภาพการเปิดเผยข้อมูล

## 2.2 แนวคิด ทฤษฎี เกี่ยวกับการกำกับดูแลที่ดี

### 2.2.1 ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ

#### องค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและพัฒนา (OECD)

การกำกับดูแลกิจการ หมายถึง ความสัมพันธ์ระหว่างฝ่ายจัดการ คณะกรรมการ ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียอื่นของบริษัท การกำกับดูแลกิจการยังให้โครงสร้างที่ใช้เป็นแนวทางในการกำหนดวัตถุประสงค์ของบริษัท และให้วิธีต่าง ๆ ที่จะบรรลุวัตถุประสงค์เหล่านั้น รวมถึงวิธีสอดส่องดูแลผลปฏิบัติงานของบริษัท

#### ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การกำกับดูแลกิจการ หมายถึง ระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างฝ่ายจัดการ คณะกรรมการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน นำไปสู่ความเจริญก้าวหน้าและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่นประกอบ

### 2.2.2 ความเป็นมาและความสำคัญของการกำกับดูแล

การกำกับดูแลกิจการ ช่วยให้กิจการสามารถจัดหาเงินและเจริญเติบโต เมื่อกิจการสามารถสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนถึงระบบการกำกับดูแลและมาตรฐานการทำงานของบริษัท ดังนั้นโครงสร้างการกำกับดูแล (Governance Structure) จึงเป็นมาตรการที่ก้าวหน้าท่ามกลางการแข่งขันระหว่างประเทศที่รุนแรง เพื่อให้ได้มาซึ่งเงินทุนระยะยาวภายใต้กรอบของความมีเสถียรภาพเพื่อปกป้องสิทธิ ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่ยุติธรรม และเกิดความทัดเทียมกันระหว่างผู้ถือหุ้นใหญ่ ผู้ถือหุ้นสถาบัน และผู้ถือหุ้นรายย่อย

ในอดีตกฎหมายให้ความสำคัญคุ้มครองผู้มีประโยชน์ร่วม (เจ้าหนี้) มากกว่าเจ้าของ (ผู้ถือหุ้น) ซึ่งมีความเหมาะสมกับยุคสมัยที่กิจการในอดีตเป็นเงินของครอบครัว ดังนั้น เจ้าหนี้ย่อมเสียเปรียบในการให้กู้ยืม เนื่องจากไม่มีโอกาสรับรู้ติดตาม หรือควบคุมเพื่อให้เกิดความยุติธรรมแก่ตนได้ แต่ในปัจจุบัน กิจการเป็น “บริษัทมหาชน” ซึ่งเกิดจากการระดมทุนของนักลงทุนหลากหลายประเภท แต่กฎหมายยังไม่มีเปลี่ยนแปลงจึงทำให้ผู้ถือหุ้นไม่มีโอกาสเข้าไปบริหารทำให้เกิดความเสียเปรียบและขาดความเชื่อมั่นในการลงทุน



รูปที่ 2.1 หลักการกำกับดูแลกิจการ

จากรูปที่ 2.1 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549) จะเห็นได้ว่ากลไกของการกำกับดูแลขึ้นอยู่กับองค์ประกอบของบุคคล 3 ฝ่ายคือ ผู้ถือหุ้น คณะกรรมการ และฝ่ายจัดการ ในบริษัทที่รูปแบบเป็นบริษัทมหาชนจำกัดที่เกิดจากการระดมทุนของนักลงทุนหลากหลายประเภท แต่หากอำนาจของการควบคุม และบริหารจัดการเป็นสิทธิขาดของกลุ่มบุคคลเพียงกลุ่มหนึ่งซึ่งเกิดจากรากฐานของรูปแบบบริษัทของประเทศไทยที่เป็นลักษณะของธุรกิจครอบครัวนั้น ย่อมก่อให้เกิด

ผลประโยชน์ในแง่ของการบริหารงานเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุด และความเสี่ยงในระดับสูงเช่นกันที่ การมีสิทธิขาดในการควบคุม และบริหารจัดการนั้นจะได้คำนึงถึงผลประโยชน์ของบุคคลอื่น เช่น ผู้ถือหุ้นรายย่อย เจ้าหนี้ ลูกค้า สังคม และอื่น ๆ

**2.2.3 การกำกับดูแลที่ดีในภาคเอกชน** (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549) มี รากฐานอยู่บนหลักการสำคัญ 3 ประการได้แก่

1. ความรับผิดชอบ (Accountability)
2. ความโปร่งใส (Transparency)
3. ความเสมอภาค (Equity)

(1) **ความรับผิดชอบ** หมายถึง ความรับผิดชอบของกรรมการ และผู้บริหารต่อผู้ถือหุ้น กรรมการในฐานะที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้น มีหน้าที่ตรวจสอบการทำงานของผู้บริหาร และความ ถูกต้องของบัญชี ในขณะที่ผู้บริหารมีความรับผิดชอบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้น การประกอบหน้าที่ของทั้งกรรมการและผู้บริหารจะต้องคำนึงถึงภาระและหน้าที่ที่มีต่อผู้ที่มีส่วนได้ ส่วนเสียกับธุรกิจรายอื่น ๆ ด้วย เช่น พนักงาน รัฐ เจ้าหนี้ และสังคมด้วย

(2) **ความโปร่งใส** หมายถึงความโปร่งใสในการบริหารธุรกิจ เพื่อให้ผู้ถือหุ้นจะมีความมั่นใจ ว่า การดำเนินธุรกิจนั้นจะเป็นไปในทิศทางที่ก่อให้เกิดผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น โดยมีได้เป็น การแสวงหากำไรส่วนตัวของผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่อย่างใด การดำเนินธุรกิจที่มีความ โปร่งใสนั้นควรที่จะมีลักษณะสำคัญบางประการ เช่น

- 2.1. มีโครงสร้างของกรรมการที่มีความเป็นอิสระจากผู้บริหาร
- 2.2. เปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับฐานะการเงิน รายละเอียดเกี่ยวกับการธุรกรรมที่ ผู้บริหารหรือ กรรมการมีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัท ตลอดจนข้อกำหนดว่าด้วย ธรรมชาติของกิจการของบริษัท
- 2.3. มีระบบบัญชีที่มุ่งเพื่อให้ข้อมูลที่ถูกต้อง ชัดเจน และทันการแก่ผู้ลงทุน (ผู้ถือหุ้น) และการตรวจสอบบัญชีที่ได้มาตรฐาน
- 2.4. มีการวางข้อกำหนดประพฤติกกรรมของกรรมการและผู้บริหาร (Code-of-Conduct)
- 2.5 หลีกเลี่ยงการถือหุ้นไขว้ (Cross หรือ Interlocking Share-holding) เพื่อที่จะ ป้องกันมิให้เป้าหมายในการประกอบธุรกิจและบริหารงานบิดเบือนไปจากการ แสวงหาประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทฯ

(3) **ความเสมอภาค** หมายถึง การที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยมีสิทธิที่จะได้รับผลประโยชน์จากการประกอบธุรกิจเท่าเทียมกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ การที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยจะได้รับการปฏิบัติที่เป็นธรรมจะขึ้นอยู่กับความสามารถที่จะพิทักษ์ผลประโยชน์ของตนเองได้ซึ่งจะขึ้นอยู่กับปัจจัยดังนี้

3.1 สิทธิของผู้ถือหุ้นในการออกเสียงในการเลือกตั้งกรรมการ ในการเปลี่ยนหรือปลดกรรมการ สิทธิในการมีส่วนร่วมในการกำหนดนโยบายสำคัญของธุรกิจ ซึ่งจะถูกกำหนดในกฎหมายมหาชน

3.2 ขีดความสามารถของผู้ถือหุ้นรายย่อยการเข้าถึงข่าวสารข้อมูลของบริษัท

ซึ่งจากหลักการข้างต้นนำไปสู่ภาพลักษณ์ของการกำกับดูแลที่ดี ในหลายลักษณะ

### 2.2.3.1 ภาพลักษณ์ต่อผู้ถือหุ้น

เนื่องจากภาพลักษณ์ต่อผู้ถือหุ้นนั้นขึ้นกับโครงสร้างและระบบบริหารจัดการ ซึ่งโครงสร้างนั้นมี 2 แบบใหญ่ ๆ คือ

(1) **โครงสร้างการบริหารที่มีผู้ถือหุ้นใหญ่** เป็นลักษณะโดยทั่วไปของโครงสร้างการบริหารในบริษัทต่าง ๆ ทั่วโลก รวมทั้งในประเทศไทย ปัญหาด้านการบริหารจึงเป็นเรื่องของการคุมอำนาจที่อยู่ในมือของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบาย การคัดเลือกกรรมการ การควบคุมฝ่ายบริหาร การเรียกร้องทางด้านการกำกับดูแลในโครงสร้างลักษณะนี้จึงเป็นไปในลักษณะเพื่อปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อย ภาพลักษณ์ของการกำกับดูแลที่ดีจึงมีประโยชน์ในมุมมองของผู้ถือหุ้นรายย่อย รวมทั้งนักลงทุนภายนอก แต่ในขณะเดียวกันก็เป็นอุปสรรคในการทำงานของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ในการควบคุมและบริหารบริษัทให้เป็นไปเพื่อประโยชน์ของตนเอง

(2) **โครงสร้างในลักษณะที่เป็นผู้ถือหุ้นรายย่อย** ประเทศที่ลักษณะโครงสร้างบริษัทเช่นนี้ ได้แก่ สหรัฐอเมริกาและเกาหลี ซึ่งมีลักษณะของการแบ่งแยกอำนาจของเจ้าของและการควบคุม อำนาจความเป็นเจ้าของจะอยู่ในมือของผู้ถือหุ้นจำนวนมากซึ่งเป็นเพียงรายย่อยเท่านั้น และอำนาจในการบริหารนั้นเป็นของผู้บริหารอย่างแท้จริง ซึ่งทำให้เกิดปัญหาตามทฤษฎีตัวการตัวแทน ที่ผู้ถือหุ้นนั้นต้องการที่จะให้ผู้บริหารเป็นบุคคลที่มีความรู้ ความสามารถในการบริหารจัดการเงินทุนให้ได้ประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น การเรียกร้องทางด้านการกำกับดูแลจึงเป็นไปในลักษณะที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยรวมสิทธิเพื่อเข้ามาตรวจสอบอำนาจ และการทำงานของผู้บริหารให้เป็น



ตามทิศทาง และตัดสินใจเพื่อประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งทำให้เป็นอุปสรรคต่อการควบคุมอำนาจที่จะนำไปสู่การบริหารงานเพื่อประโยชน์สูงสุดแก่ตนเองของผู้บริหาร

### 2.2.3.2 ภาพลักษณ์ต่อนักลงทุน

นักลงทุนต่างประเทศนั้นพร้อมที่จ่าย Premium สำหรับบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่มีการกำกับดูแลที่ดี ซึ่งจากการวิจัย Mckinsey พบว่าบรรดานักลงทุนสถาบันมีความพร้อมที่จะจ่าย Premium ให้สำหรับการกำกับดูแลที่ดีของบริษัทโดยเฉพาะซึ่งนักลงทุนสถาบันมีบทบาทในการเพิ่มความสนใจและแรงผลักดันในการกำกับดูแลกิจการของบริษัทอย่างมากเนื่องจากมีความเชื่อว่าการปฏิบัติตามแนวทางการกำกับดูแลที่ดีนั้นจะมีความเชื่อมโยงไปสู่ผลการดำเนินงานที่ดี โดย CalPERS ได้มีการรวบรวมรายชื่อของบริษัทที่มีการกำกับดูแลที่ดีและบริษัทที่ควรหลีกเลี่ยงการลงทุนซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัท ซึ่งเป็นจุดสำคัญในการให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลที่ดีในสหรัฐอเมริกา

### 2.2.3.3 ภาพลักษณ์ต่อสังคม

การกำกับดูแลที่ดีจะส่งผลต่อภาพลักษณ์ของสังคม ในด้านการพัฒนาตลาดทุนที่ยั่งยืน และมีความน่าเชื่อถือ ซึ่งจะทำให้ตลาดทุนของประเทศไทย

## 2.3 หลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการฟื้นฟูกิจการ

หลักเกณฑ์การฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียน สามารถแบ่งตามหลักเกณฑ์และวิธีการได้เป็น 2 ส่วน คือ หลักเกณฑ์ที่กำหนดโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและหลักเกณฑ์ตามพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ 4) พ.ศ.2541 และ (ฉบับที่ 5) พ.ศ. 2542 ดังนี้ สำหรับงานวิจัยฉบับนี้ได้จำกัดความหลักเกณฑ์การฟื้นฟูกิจการตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

#### (1) หลักเกณฑ์ที่กำหนดโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545

ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการฟื้นฟูกิจการ ได้แก่ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียนและประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง

หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการจัดทำแผนดำเนินการเพื่อแก้ไขเหตุแห่งการเพิกถอน ซึ่งมีเหตุแห่งการเพิกถอนจากผลประกอบการหรือฐานะการเงินที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์ เช่น

- การฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อกำหนดหรือข้อตกลงที่กำหนดโดยตลาดหลักทรัพย์
- การเปิดเผยข้อมูลเป็นเท็จ หรือการไม่เปิดเผยข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญ และมีข้อผิดพลาดในการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญ
- ฐานะการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าน้อยกว่าศูนย์

เมื่อมีเหตุแห่งการเพิกถอน ตลาดหลักทรัพย์จะย้ายหลักทรัพย์จากหมวดอุตสาหกรรมปกติ ไปอยู่ภายใต้หมวดบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการแก้ไขการดำเนินงาน (Companies under Rehabilitation) และกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนนั้นเลือกที่จะทำแผนฟื้นฟูกิจการเพื่อแก้ไขเหตุแห่งการเพิกถอน หรือเลือกยื่นคำร้องขอต่อศาลเสนอแผนฟื้นฟูกิจการตามพระราชบัญญัติล้มละลาย หรือเลือกจะขอถอนหลักทรัพย์โดยสมัครใจ หรือทางเลือกอื่นที่เป็นประโยชน์ต่อบริษัท

กรณีบริษัทจดทะเบียนเลือกจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการเพื่อแก้ไขเหตุแห่งการเพิกถอนให้ดำเนินการแต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงินเพื่อร่วมกันจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการเพื่อแก้ไขเหตุเพิกถอน นำส่งแผนฟื้นฟูกิจการ และรายงานความคืบหน้าของการดำเนินการตามแผนฟื้นฟูกิจการต่อตลาดหลักทรัพย์ โดยสาระสำคัญของแผนฟื้นฟูกิจการจะต้องมีรายละเอียดเกี่ยวกับการวิเคราะห์ลักษณะการประกอบธุรกิจและการดำเนินการของบริษัท การวิเคราะห์ปัญหา สาเหตุของปัญหา ผลกระทบที่จะเกิดขึ้น และแนวทางการแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้นในระยะสั้นและระยะยาว ประมาณการงบการเงิน และคำรับรองของที่ปรึกษาทางการเงินและ/หรือผู้เชี่ยวชาญอื่นว่าได้จัดทำแผนฟื้นฟูกิจการและประมาณการงบการเงิน โดยอยู่บนพื้นฐานของความเป็นไปได้ ถูกต้อง เหมาะสมและเป็นไปตามแนวทางที่ผู้ประกอบการวิชาชีพที่ปรึกษาอิสระทั้งหลายพึงปฏิบัติ

กรณีบริษัทจดทะเบียนเลือกยื่นคำร้องต่อศาลเสนอแผนฟื้นฟูตามพระราชบัญญัติล้มละลาย ให้ถือว่าผู้ทำแผนฟื้นฟูกิจการที่ศาลมีคำสั่งตั้งเป็นผู้จัดทำแผนฟื้นฟูกิจการเพื่อแก้ไขเหตุแห่งการเพิกถอนบริษัทจดทะเบียนและที่ปรึกษาทางการเงิน และให้แผนฟื้นฟูกิจการที่เจ้าหน้าที่



ยอมรับและศาลมีคำสั่งเห็นชอบเป็นแผนฟื้นฟูกิจการเพื่อแก้ไขเหตุแห่งการเพิกถอนที่ได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นแล้ว รวมทั้งให้ผู้บริหารที่ศาลมีคำสั่งตั้งเป็นผู้จัดทำรายงานความคืบหน้าของการดำเนินการตามแผนฟื้นฟูกิจการเพื่อแก้ไขเหตุแห่งการเพิกถอนแทนบริษัทจดทะเบียนและที่ปรึกษาทางการเงิน ซึ่งมีรายละเอียดและหลักเกณฑ์ตามพระราชบัญญัติล้มละลาย

กรณีบริษัทจดทะเบียนเลือกขอเพิกถอนหลักทรัพย์ออกจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนโดยสมัครใจ ให้ดำเนินการแต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงินเพื่อทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาและเสนอแนะความเห็นต่อผู้ถือหุ้นทั่วไป โดยจัดประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อขอมติเพิกถอนหุ้นพร้อมทั้งแจ้งมติเกี่ยวกับการขอเพิกถอนหุ้นต่อตลาดหลักทรัพย์ และเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับข้อเท็จจริงและเหตุผลของการเพิกถอนหุ้น ความเห็นของกรรมการอิสระ ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงิน ราคาที่จะมีการเสนอซื้อหุ้นและหลักทรัพย์แปลงสภาพจากผู้ถือหุ้นและผู้ถือหลักทรัพย์แปลงสภาพ และข้อมูลเกี่ยวกับกิจการของบริษัทตามแบบรายงานการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทที่ออกหุ้น (แบบ 56-1) ซึ่งได้มีการปรับปรุงข้อมูลให้เป็นปัจจุบันแล้ว

นอกจากการเพิกถอนบริษัทจดทะเบียนออกจากหลักทรัพย์จดทะเบียนนั้นเมื่อมีเหตุแห่งการเพิกถอนแล้ว ตลาดหลักทรัพย์ยังวางนโยบายเกี่ยวกับเกณฑ์การถูกเพิกถอนกรณีบริษัทจดทะเบียนนำส่งงบการเงินล่าช้าเกินกว่า 180 วันโดย หากบริษัทจดทะเบียนใดนำส่งงบการเงินในงวดใดงวดหนึ่งล่าช้าเป็นเวลานานติดต่อกันมากกว่า 180 วัน ตลาดหลักทรัพย์จะประกาศรายชื่อบริษัทจดทะเบียนนั้นให้อยู่ในข่ายอาจถูกเพิกถอนจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน และโอนย้ายหลักทรัพย์ไปอยู่ในหมวดบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการแก้ไขการดำเนินงาน (Companies Under Rehabilitation) หากบริษัทจดทะเบียนยังไม่นำส่งงบการเงินภายใน 180 วันนับจากวันประกาศเข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน ตลาดหลักทรัพย์จะสั่งเพิกถอนหลักทรัพย์จากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน

โดยสรุปแล้วการฟื้นฟูกิจการตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทจดทะเบียนที่เข้าเกณฑ์การถูกเพิกถอนออกจากหลักทรัพย์จดทะเบียนมักมีเหตุแห่งการเพิกถอนมาจากฐานะทางการเงินในงบการเงินที่ผ่านการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชีแล้ว แสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าน้อยกว่าศูนย์ เมื่อมีเหตุแห่งการเพิกถอน ตลาดหลักทรัพย์จะย้ายหลักทรัพย์จากหมวดอุตสาหกรรมปกติไปอยู่ภายใต้หมวดบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการแก้ไขการดำเนินงานและกำหนดทางเลือกให้บริษัทจดทะเบียนเหล่านั้นเลือกปฏิบัติ และส่วนใหญ่บริษัทจดทะเบียนที่อยู่

ภายใต้หมวดบริษัทที่อยู่ระหว่างการแก้ไขการดำเนินงานมักเลือกทำแผนฟื้นฟูกิจการเพื่อแก้ไขเหตุแห่งการเพิกถอน และเลือกยื่นขอต่อศาลเพื่อเสนอแผนฟื้นฟูกิจการ ตามพระราชบัญญัติล้มละลาย โดยในการจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการเพื่อแก้ไขเหตุแห่งการเพิกถอนนั้น กำหนดให้คณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนร่วมกับที่ปรึกษาทางการเงินและผู้ตรวจสอบบัญชีจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการซึ่งต้องมีรายละเอียดเกี่ยวกับการวิเคราะห์ลักษณะการประกอบธุรกิจ ปัญหาและแนวทางแก้ไขปัญหาที่อาจจะเกิดขึ้น ประมาณการงบการเงิน และคำรับรองของที่ปรึกษาทางการเงินว่าได้ร่วมกับฝ่ายบริหารของบริษัทในการจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการและประมาณการงบการเงินโดยอยู่บนพื้นฐานความเป็นไปได้ ถูกต้องและเหมาะสม

## 2.4 งานวิจัยอื่น

ในส่วนของประเทศไทยได้มีงานวิจัยที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ส่วนในการบริหารงานของบริษัทว่าส่งผลอย่างไรต่อผลการดำเนินงานของบริษัท โดยพบว่าระดับการถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ทั้งหมด โดยอธิบายได้ว่าการถือหุ้นของผู้บริหารที่สูงขึ้น จะทำให้ผู้บริหารทำงานโดยคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น นำไปสู่ประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ แต่การศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างระดับการถือหุ้นของผู้บริหารกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (พัชชา สีสสุวรรณ, 2000) นอกจากนี้การศึกษาในประเทศไทยของ (ณัฐ รัตติธรรม, 1998) ซึ่งศึกษาในส่วนของกลไกการกำกับดูแลและควบคุม โดยศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นหลักเฉพาะในกลุ่มธนาคารและสถาบันการเงิน พบว่าผู้ถือหุ้นหลักที่เป็นบุคคลจะมีการตรวจสอบค่อนข้างมากกว่าผู้ถือหุ้นหลักที่เป็นสถาบัน แต่เมื่อแยกออกเป็นผู้ถือหุ้นหลักที่เป็นสถาบันต่างประเทศและในประเทศกลับไม่มีความสัมพันธ์ กับผลการดำเนินงาน และจากการศึกษาของ กาญจนา ตั้งภาภรณ์ (1990) ทำการศึกษาด้านกลไกการกำกับดูแลที่มีผลต่อการดำเนินงานเช่นกัน โดยศึกษาส่วนของกรรมการบริษัท ซึ่งพบว่าสัดส่วนกรรมการอิสระที่มากกว่า 2 คน กรรมการต่างประเทศ และกรรมการที่มีตำแหน่งในบริษัทอื่นนั้น ไม่ได้มีนัยสำคัญทางสถิติต่อผลการดำเนินงานเลย แต่พบว่ากรรมการที่มีนามสกุลเหมือนกันมีส่วนต่อผลการดำเนินงานในเชิงลบ เนื่องจากมีอำนาจผูกขาด ส่วนในเรื่องการถือหุ้นของคณะกรรมการนั้น พบว่าเมื่อมีการถือหุ้นมากกว่าหรือเท่ากับ 5 เปอร์เซ็นต์ ทำให้ผลการดำเนินงานแย่งซึ่งคาดว่าเป็นผลจากการกระตุ้นแรงจูงใจในการเข้ามามีส่วนร่วมในการตรวจสอบการดำเนินงานไม่มากพอ แต่เมื่อมีการถือหุ้นมากกว่าหรือเท่ากับ 15 เปอร์เซ็นต์ และในกรณีถือหุ้นมากกว่าหรือเท่ากับ 50 เปอร์เซ็นต์ ต่างก็มีส่วนเพิ่มผลการดำเนินงานได้ ซึ่งแสดงว่ากรรมการมีส่วนได้เสียมากพอที่จะเป็นแรงจูงใจในการเข้ามาตรวจสอบผลการดำเนินงานได้

ตาราง 2.1 สรุปวรรณกรรมด้านความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของ  
ซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลที่ดีกับการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ

A : ผู้วิจัย B : ประเด็นที่วิจัย	ตัวแปรที่สนใจศึกษา : ผู้ถือหุ้นประเภท			สถิติที่ใช้ใน การวิจัย	ผลการวิจัย
	บริษัทใน เครือ	บุคคล ทั่วไป	สถาบัน การเงิน		
A : Aabo Tom, 2002 B : ความสัมพันธ์ระหว่าง โครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผล การดำเนินงานในด้าน ความเสี่ยงทางการเงิน		/	/	Regression Analysis	ความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่าง ผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งบริษัทกับ ความเสี่ยงทางการเงิน
A : ADB, 2000b B : สัดส่วนการถือหุ้นของ ผู้ที่มีอำนาจควบคุม ประเภทต่าง ๆ ของบริษัท จดทะเบียนในประเทศไทย	/	/	/	Descriptive Analysis	-บริษัทในเครือจะเป็นผู้ถือหุ้น รายใหญ่ที่สุด -อันดับสองคือการถือหุ้นของ บุคคลทั่วไป -อันดับสามคือการถือหุ้นของ บริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์
A : Agrawal and Mandelker, 1990 B : สัดส่วนการถือหุ้นและ การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น ประเภทสถาบัน สัดส่วน ของผู้ถือหุ้นรายใหญ่สอง อันดับแรก และผู้บริหารที่ เป็นบุคคลภายในที่มี ความสัมพันธ์กับผลการ ดำเนินงาน		/	/	Ordinary Least Square regression	-สัดส่วนและการกระจุกตัวของ ผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันมี ความสัมพันธ์กับผลการ ดำเนินงานในเชิงบวก -ผู้บริหารที่เป็นบุคคลภายในไม่มี ความสัมพันธ์กับผลการ ดำเนินงาน

A : ผู้วิจัย B : ประเด็นที่วิจัย	ตัวแปรที่สนใจศึกษา : ผู้ถือหุ้นประเภท			สถิติที่ใช้ใน การวิจัย	ผลการวิจัย
	บริษัทใน เครือ	บุคคล ทั่วไป	สถาบัน การเงิน		
A : Claessens et al, 2002b B : ความสัมพันธ์ก่อนและ หลังของสิทธิใน ส่วนผู้ถือ หุ้นบริษัทในเครือต่อวิกฤติ เศรษฐกิจในเอเชียกลุ่ม	/	/		Regression analysis	-ลักษณะของผู้ถือหุ้นที่เป็น บุคคลในครอบครัวอย่าง แพร่หลาย -การถือหุ้นของกลุ่มบริษัทใน เครือ และโครงสร้างการถือหุ้น ไขว้กันในกลุ่มธุรกิจนั้นจะทำให้ เกิด ความเสี่ยงถอยของ โครงสร้างการกำกับดูแล
A : Prowse, 1990 B : สัดส่วนการถือหุ้นของ สถาบันการเงินที่มีผลต่อ ความเสี่ยงทางการเงิน			/	Regression analysis	สถาบันการเงินถือหุ้นมากใน บริษัทที่ตนเองปล่อยกู้จะทำให้ ความเสี่ยงทางการเงินลดลง และการกำกับดูแลของสถาบัน การเงินทั้งในฐานะผู้ถือหุ้นและ เจ้าหนี้ และเพื่อให้มั่นใจว่าจะ ได้รับชำระหนี้จากบริษัท
A : Tsun-Siou Lee and Yin-Hua Yeh, 2004 B : การกำกับดูแลที่ดีกับ ความล้มเหลวของข้อมูล ทางการเงิน	/	/		Logistic Regression	-ปัจจัยที่ทำการศึกษารายชื่อของ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจใน การบริหาร และสิทธิในส่วนแบ่ง กำไร เป็นส่วนสำคัญที่ทำให้เกิด ความเสี่ยงในการล้มเหลวของ ข้อมูลทางการเงินจนนำไปสู่ ภาวะล้มละลาย -ปัจจัยที่ทำการศึกษสามารถ คาดการณ์หรือเป็นสัญญาณ บ่งชี้ได้อย่างดีก่อนที่บริษัทจะเข้า สู่ภาวะล้มละลาย

**กล่าวโดยสรุป** จากการทบทวนวรรณกรรมเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของต่อผลการดำเนินงาน การบริหารความเสี่ยง และความล้มเหลวของข้อมูลทางการเงิน พบว่า โครงสร้างความเป็นเจ้าของมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน การบริหารความเสี่ยง และความล้มเหลวของข้อมูลทางการเงิน ไม่ว่าจะกิจการจะมีขนาดใหญ่ และประเภทใด กล่าวคือ หากโครงสร้างความเป็นเจ้าของของกิจการมีลักษณะของการกระจุกตัว และการถือหุ้นไขว้ของกลุ่มบริษัทในเครือ ผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปซึ่งได้แก่บุคคลในครอบครัว ผู้ก่อตั้ง กรรมการหรือผู้บริหาร ซึ่งลักษณะการถือหุ้นเช่นนี้ทำให้สิทธิขาดหรืออำนาจในการบริหารหรือที่เรียกว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจในการบริหาร ขึ้นอยู่กับกลุ่มบุคคลเพียงกลุ่มเดียวย่อมมีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงาน การบริหารความเสี่ยง และความล้มเหลวของข้อมูลทางการเงินซึ่งเกิดจากความเสื่อมถอยของโครงสร้างการกำกับดูแลที่ดี จากงานวิจัยข้างต้นจะเน้นประเด็นเรื่องโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลเป็นสำคัญ ซึ่งมีตัวแปรที่ผู้วิจัยสนใจศึกษา ประกอบด้วย (1) สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือ (2) สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไป (3) สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน ทั้งนี้เพื่อทดสอบว่า ตัวแปรเหล่านี้จะมีความสัมพันธ์อย่างไรกับการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ ซึ่งถือว่าเป็นประเด็นหลักที่ผู้วิจัยมีความสนใจ เนื่องจากหลักฐานดังกล่าวยังไม่เป็นที่ประจักษ์ต่อกรณีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



## บทที่ 3

### ระเบียบวิธีวิจัย

#### 3.1 รูปแบบการวิจัย

การศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของการกำกับดูแลที่ดีในการพยากรณ์ การเข้าพื้นที่ปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) (การวิจัยเชิงประจักษ์เป็นรูปแบบของการวิจัยที่อ้างอิงกับหลักเหตุผล (Reasoning-based) ทั้งนี้เพื่อทดสอบบริบทของทฤษฎีจากข้อมูลที่เกี่ยวข้องได้ ทั้งโดยทางตรงและโดยทางอ้อม ส่วนมากนิยมใช้เทคนิคทางสถิติในการทดสอบและวิเคราะห์ข้อมูล รูปแบบของการวิจัยเชิงประจักษ์มีอยู่ 2 รูปแบบด้วยกันคือ

(1) เหตุผลเชิงอุปนัย (Inductive reasoning) และ (2) เหตุผลเชิงนิรนัย (Deductive reasoning) งานวิจัยนี้เป็นการทดสอบเหตุผลในเชิงนิรนัย เนื่องจากการเก็บรวบรวมข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างเพื่ออธิบายเหตุผล มิได้เป็นการวิจัยเพื่อสร้างทฤษฎีขึ้นมาใหม่ โดยศึกษาค้นคว้าจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งได้แก่ การศึกษาและค้นคว้าจากเอกสาร สิ่งพิมพ์ วิทยานิพนธ์ งานวิจัยทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ บทความ ตำรา และเว็บไซต์ กรณีศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในส่วนของการวิเคราะห์ข้อมูลแบ่งออกเป็น 2 ส่วนใหญ่ ๆ คือ

(1) การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ทั้งนี้เพื่อนำเสนอผลการวิจัยเบื้องต้นเกี่ยวกับกลุ่มตัวอย่างและหรือตัวแปรที่เกี่ยวข้อง นำเสนอในรูปแบบต่าง ๆ อันจะทำให้เกิดความเข้าใจภาพรวมของข้อมูลที่เกี่ยวข้องในรูปแบบต่าง ๆ เช่น ความถี่และร้อยละ (Frequency and Proportion) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) และ

(2) การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistics) ด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก (Logistic Regression Analysis) เนื่องจากตัวแปรตามเป็นตัวแปรตามเชิงคุณภาพ (Qualitative Dependent Variable) สำหรับการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ตัวแปรตาม คือ การเข้าสู่หมวดพื้นที่ปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนตัวแปรอิสระจะประกอบด้วย (1) ตัวแปรที่สนใจศึกษาหรือตัวแปรอธิบาย (Explanatory Variables) และ (2) ตัวแปรควบคุม (Control Variables) ในส่วนของการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกจะใช้ตัวแบบในการทดสอบ ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบของ



การกำกับดูแลที่ดีต่อการเข้าสู่หมวดพื้นที่ปฏิบัติการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมดจำนวน 4 ตัวแบบ ในแต่ละตัวแบบจะประกอบด้วยตัวแปรที่สนใจศึกษาและตัวแปรควบคุม ตัวแปรเหล่านี้ได้มาจากการทบทวนวรรณกรรมตามที่ได้สรุปไว้ในตาราง 2.1 บทที่ 2 สำหรับรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิดจะกล่าวไว้ในส่วนของตัวแบบและคำอธิบายเกี่ยวกับตัวแปรหัวข้อ 3.2

### 3.2 คำอธิบายเกี่ยวกับตัวแปร

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษามี 2 ประเภท คือ

(1) ตัวแปรอิสระ (Independent variables) ซึ่งสามารถจำแนกได้เป็น 2 ประเภท คือ ตัวแปรที่สนใจศึกษาหรือตัวแปรอธิบาย (Explanatory variables) เป็นตัวแปรที่มีผลกระทบต่อตัวแปรตาม และ ตัวแปรควบคุม (Control variables) เป็นตัวแปรที่มีผลกระทบต่อตัวแปรตาม นอกเหนือจากตัวแปรที่สนใจศึกษา

(2) ตัวแปรตาม (Dependent variables) เป็นตัวแปรที่ได้รับผลกระทบจากตัวแปรอิสระ

#### 3.2.1 ตัวแปรอิสระ : ตัวแปรที่สนใจศึกษา

ในส่วนของตัวแปรที่สนใจศึกษาในแต่ละตัวแบบจะมีความแตกต่างกันออกไป แต่อย่างไรก็ตามตัวแปรแต่ละตัวต่างก็เป็นตัวแปรที่เกี่ยวข้อง โครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลที่ดี กล่าวคือ ตัวแบบที่ 1 ถึงตัวแบบที่ 3 เป็นตัวแบบที่แยกตัวแปรเกี่ยวกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลที่ดี ส่วนตัวแบบที่ 4 เป็นตัวแบบที่รวมตัวแปรเกี่ยวกับ โครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลที่ดีไว้ด้วยกัน แหล่งที่มาของตัวแปรได้มาจากการทบทวนวรรณกรรมตามที่ได้กล่าวไว้ในบทที่ 2 ซึ่งจากงานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของนั้นได้สะท้อนให้เห็นว่า โครงสร้างความเป็นเจ้าของสามารถพยากรณ์ว่าบริษัทจะเข้าข่ายถูกเพิกถอนและล้มละลายได้กล่าวคือ หากโครงสร้างความเป็นเจ้าของ มีลักษณะของการของผู้ถือหุ้นที่เป็นบุคคลในครอบครัวและการถือหุ้นของกลุ่มบริษัทในเครืออย่างแพร่หลาย ซึ่งทำให้เกิดโครงสร้างการถือหุ้นไขว้กันในกลุ่มธุรกิจนั้นจะทำให้เกิดความเสื่อมถอยของโครงสร้างการกำกับดูแล ดังนั้น เพื่อตรวจสอบข้อสรุปข้างต้น ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะตรวจสอบโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของการกำกับดูแลที่ดี ว่ามี

ความสัมพันธ์ต่อการพยากรณ์ การเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ สำหรับรายละเอียดของตัวแปรที่สนใจศึกษาในแต่ละตัวแบบสามารถอธิบายได้ดังตาราง 3.1

ตาราง 3.1 ตัวแปรที่สนใจศึกษาในแต่ละตัวแบบ

ตัวแบบที่	ตัวแปรที่สนใจศึกษา
1	สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือ (AFFILIATE)
2	สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไป (PUBLIC)
3	สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน (INSTITUTION)
4	(1) สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือ (AFFILIATE)
	(2) สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไป (PUBLIC)
	(3) สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน (INSTITUTION)
	<b>ตัวแปรควบคุม</b>
	(1) ฐานะการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าน้อยกว่าศูนย์ (EQUITY)
	(2) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด (ROA)
	(3) สัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE)

**สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือ (AFFILIATE)** Tsun-Siou Lee and Yin-Hua Yeh (2004); Claessens et al. (2002b) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทในเครือสามารถอธิบายการควบคุมในนโยบายและรายงานทางการเงินของกิจการ ที่นำไปสู่ความเสี่ยงทางการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทโดยกลุ่มของบุคคลกลุ่มหนึ่ง (ADB, 2000b) ซึ่งได้ศึกษาเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมประเภทต่าง ๆ ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย พบว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นของบริษัทในเครือเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดในกลุ่มผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรกของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

**สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไป (PUBLIC)** Aabo (2002); Agrawal and Knoeber (1996); Claessens et al. (2002b); Tsun-Siou Lee and Yin-Hua Yeh (2004) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปเมื่อพิจารณาแล้วส่วนใหญ่จะเป็นสมาชิกในครอบครัวของผู้ก่อตั้งบริษัท หรือผู้บริหารระดับสูงที่ดำรงตำแหน่งสำคัญ (ADB, 2000b) ซึ่งได้ศึกษาเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมประเภทต่าง ๆ ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย พบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นของบุคคลทั่วไปเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นอันดับสองในกลุ่มผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรกของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

**สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน (INSTITUTION)** Aabo (2002); Agrawal and Knoeber (1996); Prowse (1990); Tsun-Siou Lee and Yin-Hua Yeh (2004) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันเป็นกลไกที่ช่วยส่งเสริมการกำกับดูแลของกิจการเนื่องจากผู้ถือหุ้นประเภทนี้จะมีการติดตามและการตรวจสอบการดำเนินการ โดยผู้บริหารของกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดในการลงทุนและจากการศึกษา (ADB, 2000b) ซึ่งได้ศึกษาเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมประเภทต่างๆ ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย พบว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน (เงินทุนและหลักทรัพย์) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นอันดับสามในกลุ่มผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรกของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

### 3.2.2 ตัวแปรอิสระ : ตัวแปรควบคุม

เพื่อควบคุมผลกระทบจากปัจจัยอื่นที่อาจมีความสัมพันธ์กับโอกาส (ความน่าจะเป็น) การเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ (นอกเหนือจากตัวแปรที่สนใจศึกษา) ดังนั้นจึงต้องมีการควบคุมตัวแปรที่อาจมีความสัมพันธ์กับโอกาส (ความน่าจะเป็น) การเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ สำหรับตัวแปรที่ใช้ในการควบคุมผลการศึกษาครั้งนี้ในแต่ละตัวแบบจะใช้ตัวแปรควบคุมชุดเดียวกัน จะต่างกันเฉพาะในส่วนของตัวแปรที่สนใจศึกษา ดังนั้นในส่วนของการอธิบายเกี่ยวกับตัวแปรควบคุมจึงไม่ได้แยกตัวแบบในการอธิบาย รายละเอียดของตัวแปรควบคุมอธิบายดังนี้

#### **ฐานะการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าน้อยกว่าศูนย์ (EQUITY)**

ฐานะการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าน้อยกว่าศูนย์ เป็นหลักเกณฑ์ที่กำหนดโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการเข้าสู่หมวดฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

### อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)

จากการศึกษาของ Tsun-siou Lee and Yin-Hua Yeh (2004) พบความแตกต่างกันระหว่างบริษัทในภาวะล้มละลายและบริษัทที่ดำเนินงานปกติของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม ในช่วงก่อนเข้าสู่ภาวะวิกฤตทางการเงิน 2 ปี

### สัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE)

จากการศึกษาของ Aabo Tom (2002); Claessens et al. (2002b) and Prowse (1990) พบว่าบริษัทที่มีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ จะมีสัดส่วนของหนี้สินต่อผู้ถือหุ้นที่สูง เนื่องจากบริษัทตัดสินใจที่จะจัดหาเงินทุน จากการก่อหนี้มากกว่าการระดมทุนเพื่อควบคุมสิทธิและอำนาจในการตัดสินใจจึงไม่มีการกระจายการถือหุ้น

### 3.2.3 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

ตามที่ได้กล่าวไว้ก่อนหน้านี้แล้วว่า ตัวแปรอิสระ (ตัวแปรที่สนใจศึกษาและตัวแปรควบคุม) อาจมีความสัมพันธ์กับการพยากรณ์การเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยประเภทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่สนใจคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกฟื้นฟูกิจการ (Rehabilitation) และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีผลการดำเนินงานตามปกติ (Continuing company) เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นตัวแปรตามเชิงกลุ่มหรือตัวแปรเชิงคุณภาพจึงวัดได้ 2 ค่า เรียกว่าตัวแปรทวิ (Binary หรือ Dichotomous Variables) ซึ่งมีค่าเป็น 1 และ 0 สำหรับ การวัดค่าตัวแปรตามในงานวิจัยมีค่า ดังต่อไปนี้

1 = บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกฟื้นฟูกิจการ

0 = บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีผลการดำเนินงานตามปกติ

ตารางที่ 3.2 สรุปรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิด

บทบาทของตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่า	สัญลักษณ์ที่คาดหวัง
<b>ตัวแปรที่สนใจศึกษา</b>			
1. สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือ	AFFILIATE	วัดค่าโดยใช้สัดส่วนการถือครองหุ้นของนิติบุคคลซึ่งมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และกรรมการชุดเดียวกันตามทะเบียนรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่	+
2. สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไป	PUBLIC	วัดค่าโดยใช้สัดส่วนของการถือครองหุ้นในนามบุคคลธรรมดาตามทะเบียนรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่	-
3. สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน	INSTITUTION	วัดค่าโดยใช้สัดส่วนของการถือครองโดยสถาบันต่างๆ เช่น สถาบันการเงิน บริษัทหลักทรัพย์ และธุรกิจประกันภัยตามทะเบียนรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่	-
<b>ตัวแปรควบคุม</b>			
1. ฐานะการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าน้อยกว่าศูนย์	EQUITY	วัดค่าโดยใช้ยอดคงเหลือส่วนของผู้ถือหุ้น (โดย 1 ส่วนของผู้ถือหุ้นติดลบ 0 ส่วนของผู้ถือหุ้นติดบวก)	+
2. อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด	ROA	วัดค่าโดยใช้อัตราส่วนทางการเงินตามรายงานทางการเงินของบริษัท 56-1	-
3. สัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	DE	วัดค่าโดยใช้อัตราส่วนทางการเงินตามรายงานทางการเงินของบริษัท 56-1	+
<b>ตัวแปรตาม</b>			
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	REHABCO	1 = บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกฟื้นฟูกิจการ 0 = บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีผลการดำเนินงานตามปกติ	ไม่มี
อื่น ๆ	ε	ค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแบบ	ไม่มี



### 3.3 การพัฒนาสมมติฐานการวิจัยและตัวแบบ

เพื่อตอบวัตถุประสงค์ของการวิจัยจึงมีการพัฒนาสมมติฐานและตัวแบบในการวิจัย เพื่อเป็นการหาคำตอบของปัญหาที่ว่า การเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการขึ้นอยู่กับองค์ประกอบของโครงสร้างการกำกับดูแลหรือไม่ อย่างไร ในกระบวนการค้นหาคำตอบที่ต้องการจากปัญหาดังกล่าวจำเป็นต้องอย่างยิ่งที่จะต้องมีการพัฒนาสมมติฐานและใช้ตัวแบบ (Models) การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงโลจิสติก (Logistic regression analysis) ในการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการกำกับดูแลกับการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ ผู้วิจัยได้พัฒนาสมมติฐานไว้ 3 สมมติฐาน และตัวแบบในการวิจัยไว้ 4 แบบ โดยจำแนกตามตัวแปรที่สนใจศึกษา แต่ละตัวแบบจะประกอบด้วย (1) ตัวแปรที่สนใจศึกษา และ (2) ตัวแปรควบคุม ในตัวแบบที่ 1 ถึงตัวแบบที่ 3 เป็นตัวแบบที่แยกตัวแปรเกี่ยวกับองค์ประกอบของโครงสร้างการกำกับดูแลออกจากกัน และตัวแบบที่ 4 จะรวมตัวแปรที่เกี่ยวกับองค์ประกอบของโครงสร้างการกำกับดูแลไว้ด้วยกัน ทั้งนี้เพื่อยืนยันว่าผลการวิจัยที่ได้รับจากตัวแบบที่แยกตัวแปรออกจากกัน ให้ผลไม่แตกต่างกันกับตัวแบบที่รวมตัวแปรไว้ด้วยกัน ลักษณะของสมมติฐานและตัวแบบในการวิจัยสามารถนำเสนอได้ตามลำดับดังนี้

#### 3.3.1 สมมติฐานและตัวแบบเกี่ยวกับสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือต่อการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ

จากการศึกษาของ Claessens et al (2002b) ในเรื่องความสัมพันธ์ความสัมพันธ์ก่อนและหลังของสิทธิในส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือต่อวิกฤติเศรษฐกิจในเอเชียกลุ่ม ผลการวิจัยพบว่าในเอเชียมีลักษณะของผู้ถือหุ้นที่เป็นบุคคลในครอบครัวอย่างแพร่หลาย ซึ่งรัฐบาลและผู้มีส่วนเกี่ยวข้องต่าง ๆ ได้มีการกำหนดกฎเกณฑ์และกฎหมายต่าง ๆ เพื่อควบคุมเกี่ยวกับรายการที่เกี่ยวข้องระหว่างกันของนิติบุคคล ซึ่งมีการถือหุ้นโดยบุคคลในครอบครัวที่ได้ถือหุ้นในบริษัทเป็นทอด ๆ จนมีอำนาจในการควบคุมและบริหารงาน ทำให้เกิดปัญหาตามทฤษฎีตัวการตัวแทนที่จะกระทบต่อการดำเนินถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย และผลจากการถือหุ้นของกลุ่มบริษัทในเครือ และโครงสร้างการถือหุ้นไขว้กันในกลุ่มธุรกิจนั้นนอกจากจะทำให้เกิดปัญหาตามทฤษฎีตัวการตัวแทน ความเสื่อมถอยของโครงสร้างการกำกับดูแล เหตุของความล่าช้าของผลการดำเนินงาน และทำให้เกิดความเสี่ยงทางการเงินแล้วนั้นยังนำไปสู่ภาวะวิกฤติเศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชียตะวันออกในปี 1997 ด้วย ในกรณีนี้ผู้วิจัยมีความคิดเห็นในทำนองเดียวกันกับ Tsun-Siou



Lee and Yin-Hua Yeh (2004) ซึ่งได้ทำการศึกษเกี่ยวกับ การกำกับดูแลที่ดีกับความล้มเหลวของข้อมูลทางการเงิน (ธุรกิจที่อยู่ในภาวะล้มละลาย) โดยศึกษาในส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจในการบริหารและสิทธิในส่วนแบ่งกำไร เป็นตัวแปรแทนความเสี่ยงจากสิทธิในอำนาจการควบคุม พบว่าบริษัทที่มีความเสื่อมถอยของการกำกับดูแลที่ดีซึ่งแทนด้วยตัวแปรในการศึกษาคือ ส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจในการ และสิทธิในส่วนแบ่งกำไรนั้นมีโอกาสความน่าจะเป็นที่จะทำให้เกิดความล้มเหลวของข้อมูลทางการเงินจนนำไปสู่ภาวะล้มละลายได้ถึง 2.66 เท่าเมื่อเทียบกับบริษัทที่มีการกำกับดูแลที่ดีและพบความสัมพันธ์ของตัวแปร ซึ่งทำให้สามารถคาดการณ์หรือเป็นสัญญาณบ่งชี้ได้อย่างดีก่อนที่บริษัทจะเข้าสู่ภาวะล้มละลาย ดังนั้นผู้วิจัยจึงคาดว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือ จะมีผลต่อการเข้าฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเพื่อทดสอบสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือที่จะมีผลต่อการเข้าฟื้นฟูกิจการ จึงสามารถตั้งสมมติฐานการวิจัยที่ 1 ได้ดังนี้

H1 : สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ

ใช้ตัวแบบในการทดสอบดังนี้

$$\text{Prob (MO)} = 1 / 1 + e^{-Z}$$

$$\text{โดยที่ } Z = \beta_0 + \beta_1 (\text{AFFILIATE}) + \beta_2 (\text{EQUITY}) + \beta_3 (\text{ROA}) + \beta_4 (\text{DE})$$

### 3.3.2 สมมติฐานเกี่ยวกับระดับความสัมพันธ์ของสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปต่อการเข้าฟื้นฟูกิจการ

จากการศึกษาของ Aabo, Tom (2002) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานในด้านความเสี่ยงทางการเงิน โดยศึกษาอิทธิพลของผู้ถือหุ้นใหญ่ ซึ่งแบ่งได้เป็น 3 กรณีคือ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่แบบบุคคล ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นผู้ก่อตั้งบริษัทหรือผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นสถาบันการเงิน และผู้ถือหุ้นรายอื่น ๆ และการบริหารความเสี่ยงตัดสินใจตามอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งบริษัท ผลการวิจัยพบความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งบริษัทกับความเสี่ยงทางการเงิน ดังนั้นผู้วิจัยจึงคาดว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้น

ประเภทบุคคลทั่วไปจะมีผลต่อการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ และเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปจะมีผลต่อการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ จึงสามารถ ตั้งสมมติฐานการวิจัยที่ 2 ได้ดังนี้

**H2 : สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ**

ใช้ตัวแบบในการทดสอบดังนี้

$$\text{Prob (MO)} = 1 / 1 + e^{-z}$$

$$\text{โดยที่ } z = \beta_0 + \beta_1(\text{PUBLIC}) + \beta_2(\text{EQUITY}) + \beta_3(\text{ROA}) + \beta_4(\text{DE})$$

### 3.3.3 สมมติฐานเกี่ยวกับสัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันต่อการเข้าสู่การฟื้นฟู กิจการ

จากการศึกษาของ Prowse (1990) สัดส่วนการถือหุ้นของสถาบันการเงินที่มีผลต่อความ เสี่ยงทางการเงิน ผลการวิจัยพบว่าการที่สถาบันการเงินถือหุ้นมากในบริษัทที่ตนเองปล่อยกู้จะทำให้ ความเสี่ยงทางการเงินลดลง และการกำกับดูแลของสถาบันการเงินทั้งในฐานะผู้ถือหุ้นและ เจ้าหนี้ (Voting right) เพื่อที่จะป้องกันความเสี่ยงของนโยบายการลงทุนที่อาจก่อให้เกิดปัญหา การทดแทนสินทรัพย์อันนำมาสู่การเพิ่มมูลค่าในสวนทุน โดยเพิ่มภาระของมูลค่าส่วนหนี้และ วัตถุประสงค์ในการถือหุ้นของสถาบันการเงิน ก็เพื่อให้มั่นใจว่าจะได้รับชำระหนี้จากบริษัทจาก กรณีนี้ผู้วิจัยคาดว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันจะมีผลต่อการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ และ เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันจะมีผลต่อการเข้าสู่การฟื้นฟู กิจการ จึงสามารถตั้งสมมติฐานการวิจัยที่ 3 ได้ดังนี้

**H3 : สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ**

ใช้ตัวแบบในการทดสอบดังนี้

$$\text{Prob (MO)} = 1 / 1 + e^{-Z}$$

$$\text{โดยที่ } Z = \beta_0 + \beta_1 (\text{INSTITUTION}) + \beta_2 (\text{EQUITY}) + \beta_3 (\text{ROA}) + \beta_4 (\text{DE})$$

และตัวแบบที่ 4 ซึ่งจะรวมตัวแปรที่เกี่ยวกับ ผลโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลที่ดีไว้ด้วยกัน เพื่อยืนยันว่าผลการวิจัยที่ได้รับจากตัวแบบที่แยกตัวแปรออกจากกันให้ผลไม่แตกต่างกันกับตัวแบบที่รวมตัวแปรไว้ด้วยกัน

$$\text{Prob (MO)} = 1 / 1 + e^{-Z}$$

$$\text{โดยที่ } Z = \beta_0 + \beta_1 (\text{AFFILIATE}) + \beta_2 (\text{OWNPERS}) + \beta_3 (\text{OWNINTS}) + \beta_4 (\text{EQUITY}) + \beta_5 (\text{ROA}) + \beta_6 (\text{DE})$$

### 3.4 กลุ่มตัวอย่าง

3.4.1 **กลุ่มตัวอย่าง** ในการศึกษาคั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการทั้งในอดีตและปัจจุบัน และบริษัทที่มีผลการดำเนินงานปกติ (Continuing company) ในระหว่างปี พ.ศ. 2540-2546 และกลุ่มตัวอย่างจะต้องเป็นบริษัทที่มีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครบถ้วน และเพื่อให้การประมวลผลมีความถูกต้องตามหลักการทางสถิติจึงทำการตัดค่าที่ผิดปกติออกจากการทดสอบทำให้จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการประมวลผล และวิเคราะห์ข้อมูลคงเหลือจำนวน 82 บริษัทโดยศึกษาข้อมูลจากรายงานการเงินประจำปีก่อนที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ ดังนั้น จึงมีจำนวนกลุ่มตัวอย่างรวมทั้งสิ้น 246 ตัวอย่าง

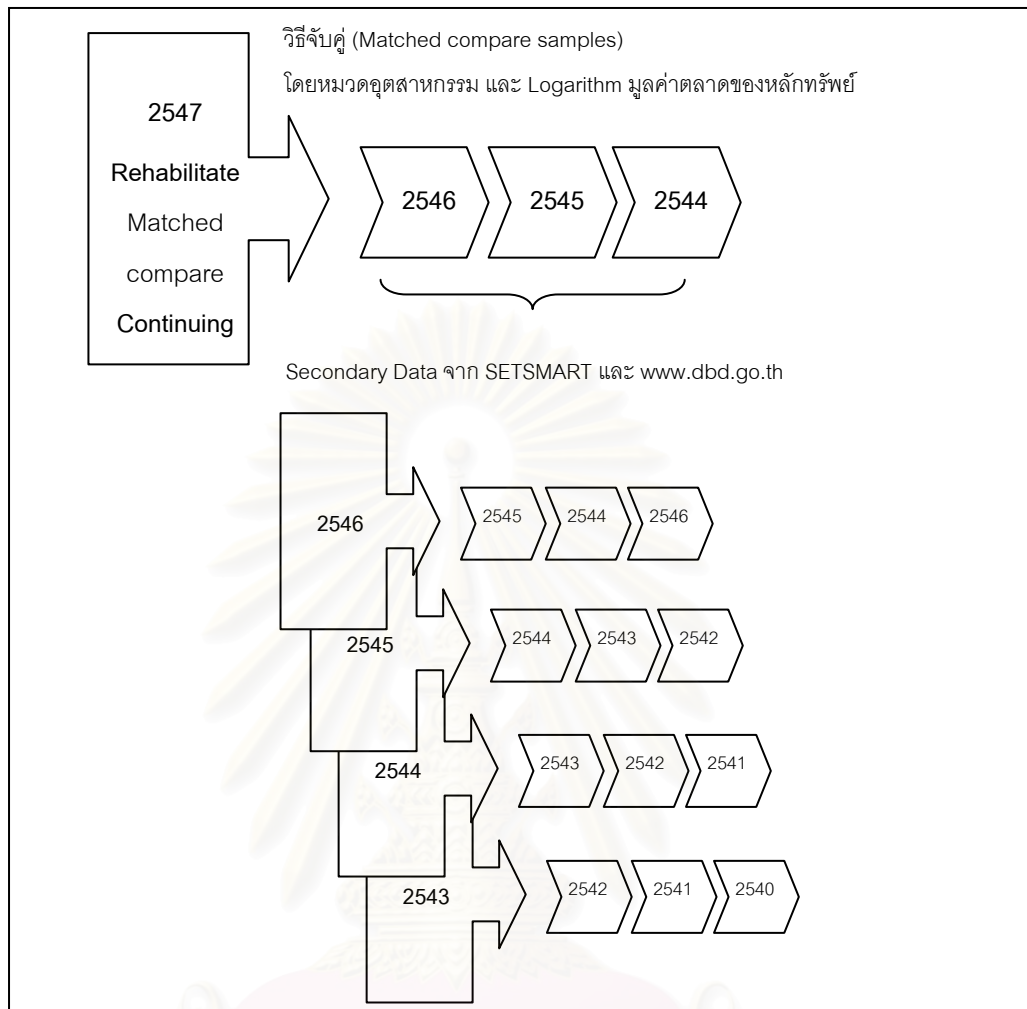
3.4.2 **วิธีการเลือกตัวอย่าง** สำหรับการศึกษานี้ใช้วิธีการเลือกตัวอย่างแบบเฉพาะเจาะจง (Purposive Sampling) ร่วมกับวิธีจับคู่ (Matched compare samples) ของบริษัทที่มีมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (Logarithm of Market Capitalization) เท่ากันและอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน เนื่องจากเลือกศึกษาเฉพาะกลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น ประการสำคัญคือหลักเกณฑ์ในการพิจารณากลุ่มตัวอย่างเพื่อใช้ในการศึกษาและตอบวัตถุประสงค์ของการวิจัยโดยเฉพาะ

### 3.5 การเก็บรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยฉบับนี้จะใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งแหล่งข้อมูลได้มาจากการทบทวนเอกสาร ตำรา รายงานการวิจัย เว็บไซต์และสื่อข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ ซึ่งข้อมูลทุติยภูมิที่สำคัญและจำเป็นต้องใช้ในการศึกษา ส่วนมากได้มาจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือ SETSMART : SET Market Analysis and Reporting Tool ทั้งนี้เพื่อให้ข้อมูลสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นนิติบุคคล บุคคลทั่วไป และสถาบันการเงิน อัตราส่วนทางการเงิน และมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ และข้อมูลจากกรมพัฒนาธุรกิจการค้าหรือ [www.dbd.go.th](http://www.dbd.go.th) เพื่อให้ข้อมูลบริษัทจำกัดที่ถือหุ้นในบริษัทมหาชนจำกัด ซึ่งมีกรรมการหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทมหาชนจำกัดเป็นกรรมการอยู่ซึ่งสะท้อนถึงการมีอำนาจและสิทธิควบคุมผ่านบริษัทจำกัดนั้น เพื่อทำการทดสอบหาความสัมพันธ์ต่อไป ซึ่งข้อมูลที่จำเป็นต้องใช้ในการศึกษาประกอบด้วย ข้อมูลผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลคณะกรรมการ และข้อมูลงบการเงินปี พ.ศ. 2540-2546 ตามรูปที่ 3.1



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



รูปที่ 3.1 แผนภาพแสดงวิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

### 3.6 แนวทางการวิเคราะห์ข้อมูล

เพื่อนำเสนอผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษาโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลที่ดีในการพยากรณ์การเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ และการความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นไปในทิศทางใด จำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องใช้เทคนิคทางสถิติในการอธิบายและวิเคราะห์ข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้ แนวทางการวิเคราะห์ข้อมูลสำหรับการศึกษานี้จำแนกตามเทคนิคทางสถิติที่นำมาใช้ อันประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา และสถิติเชิงอนุมานซึ่งผลลัพธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์ข้อมูลโดยวิธีทางสถิติที่เลือกใช้สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ลักษณะ คือ สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และสถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistics) ในส่วนของการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาจะเป็นการสรุปข้อมูลต่าง ๆ ออกมาในรูปของการบรรยาย โดยการนำเสนอ

ข้อมูลในงานวิจัยนี้จะสื่อออกมาในรูปของตาราง ส่วนการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงอนุมานนั้นจะเป็นการเลือกใช้วิธีการทางสถิติจากลักษณะของข้อมูลที่เกิดขึ้นได้จากกลุ่มตัวอย่าง โดยดูว่าเทคนิคทางสถิติสำเร็จรูปเพื่อการวิจัยทางสังคมศาสตร์ (Statistic Package for Social Sciences หรือ Spss) ช่วยในการวิเคราะห์ ความสำคัญของเทคนิคทางสถิติแต่ละชนิดสามารถสรุปพอสังเขปได้ดังนี้

### 3.6.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

วิเคราะห์ข้อมูลออกมาในรูปของค่าสถิติพื้นฐาน เกี่ยวกับข้อมูลทั่วไปของกิจการ เพื่อเสนอข้อมูลเบื้องต้นเกี่ยวกับตัวแปรที่เก็บรวบรวมได้ โดยเสนอตามมุมมองต่าง ๆ รวมทั้งเพื่อเป็นการพรรณนาถึงลักษณะของแต่ละประเภทของธุรกิจ สถิติเชิงพรรณนาที่ใช้ในการนำเสนอข้อมูลในการศึกษานี้ประกอบด้วย

- (1) ความถี่และร้อยละ (Frequency and Proportion)
- (2) ค่าต่ำสุด (Minimum : Min)
- (3) ค่าสูงสุด (Maximum : Max)
- (4) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean)

### 3.6.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistics)

สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติอนุมานในงานวิจัยฉบับนี้ประกอบด้วยเทคนิคที่ใช้ในการทดสอบความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ย 2 ประชากร (Independent-Samples T Test) เทคนิคการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicorlinearity) และในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของโครงสร้างการกำกับดูแลต่อการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก (Logistic Regression Analysis) สาเหตุที่วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ใช้ การวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก เนื่องจากตัวแปรตามเป็นตัวแปรเชิงกลุ่ม โดยกำหนดให้ตัวแปรเชิงกลุ่มมีได้ 2 ค่าคือ 1 สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูกิจการ และ 0 สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีผลการดำเนินงานปกติ ดังนั้น การวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก จึงเป็นแบบ Binary Logistic Regression โดยเลือกตัวแปรอิสระ (โครงสร้างความเป็นเจ้าของฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าศูนย์ และอัตราส่วนทางการเงิน) ที่คาดว่าจะมี



ความสัมพันธ์กับตัวแปรตามเพื่อพัฒนาเป็นตัวแบบจากการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก และตรวจสอบความถูกต้องของตัวแบบ

### 3.6.2.1 ตรวจสอบกลุ่มตัวอย่างตามเงื่อนไขการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก

เงื่อนไขในการวิเคราะห์ความถดถอยแบบปกติ โดยทั่วไปมีดังต่อไปนี้

- 1 .ค่าคาดหวังของค่าคลาดเคลื่อน = 0 (เงื่อนไขข้อนี้เป็นจริงเสมอ)
- 2 .ค่าคลาดเคลื่อนต้องมีการแจกแจงแบบปกติ
- 3 .การตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงอิสระ (ค่าคลาดเคลื่อนต้องเป็นอิสระกัน)
- 4 .ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนต้องคงที่ทุกค่าของ X
- 5 .ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระกันหรือไม่เกิดปัญหา Multicollinearity

เทคนิคที่จะใช้ทดสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกจะต้องใช้ขนาดตัวอย่าง n มากกว่าการวิเคราะห์ความถดถอยแบบปกติ โดยทั่วไป  $n \geq 30p$  โดยที่ p เป็นจำนวนตัวแปรอิสระ

เงื่อนไขดังกล่าวจะใช้ได้สำหรับการวิเคราะห์ถดถอยที่ตัวแปรตามเป็นตัวแปรเชิงปริมาณ สำหรับตัวแปรอิสระอาจจะเป็นตัวแปรเชิงปริมาณเพียงอย่างเดียว หรือตัวแปรอิสระบางตัวอาจเป็นตัวแปรเชิงปริมาณและตัวแปรกลุ่ม แต่ถ้าตัวแปรตามเป็นตัวแปรเชิงกลุ่ม จะต้องใช้การวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก (Logistic Regression Analysis) ซึ่งมีเงื่อนไขน้อยกว่าการวิเคราะห์ความถดถอยแบบปกติ ทั้งนี้ การวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกนั้นตัวแปรอิสระอาจเป็นข้อมูลชนิด Dichotomous (มีได้ 2 ค่า) หรือเป็นสเกลอันดับ (Interval Scale) และสเกลอัตราส่วน (Ratio Scale) ก็ได้

ในการศึกษานี้สามารถระบุได้ว่า ตัวแปรตาม เป็นตัวแปรเชิงกลุ่ม คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกฟื้นฟูกิจการ กำหนดให้เป็น 1 และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีผลการดำเนินงานตามปกติ กำหนดให้เป็น 0

สำหรับการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก ไม่จำเป็นต้องตรวจสอบเงื่อนไข ข้อ 2 และ ข้อ 4 เนื่องจากการวิเคราะห์ถดถอยโลจิสติกจะไม่เป็นไปตามเงื่อนไขที่ระบุไว้แล้ว ดังนั้นจึงตรวจสอบเฉพาะเงื่อนไขข้อ 1 ข้อ 3 และ ข้อ 5 ดังนี้

**ข้อ 1 ค่าคาดหวังของค่าคลาดเคลื่อน = 0 หรือ  $E(e) = 0$**

**ข้อ 3 การตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงอัตตะ (Autocorrelation of Serialcorrelation)**

ค่าคลาดเคลื่อนต้องเป็นอิสระกัน หรือ  $e_i$  และ  $e_j$  เป็นอิสระกัน สำหรับการตรวจสอบว่าค่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระกันหรือไม่มีความสัมพันธ์กัน โดยปกติข้อมูลที่เก็บตามช่วงเวลาจะมีโอกาสเกิดปัญหานี้มากกว่าข้อมูลตัดขวาง (Cross-sectional) การศึกษานี้เป็นการเก็บข้อมูลรายบริษัทหรือเป็นข้อมูลตัดขวาง โอกาสของการเกิดปัญหานี้จึงมีน้อย อย่างไรก็ตามเพื่อให้ผลการทดสอบความสัมพันธ์มีความน่าเชื่อถือมากขึ้น จึงทดสอบความคลาดเคลื่อน โดยพิจารณาจากค่าสถิติของ Durbin-Watson และมีสมมติฐานในการทดสอบดังนี้

$H_0$  : ค่าความคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์กัน

$H_1$  : ค่าความคลาดเคลื่อนไม่มีความสัมพันธ์กัน

**ข้อ 5 ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระกันหรือไม่เกิดปัญหา Multicollinearity**

เนื่องจากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างรายงานการสอบบัญชีกับการพยากรณ์การเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นการวิเคราะห์หลายตัวแปร (Multivariate Analysis) ด้วยการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression analysis) ซึ่งใช้เทคนิคการวิเคราะห์ถดถอยแบบโลจิสติก (Logistic Regression Analysis) ผู้วิจัยจึงได้ทำการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโดยใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) เพื่อตรวจสอบตัวแปรอิสระทุกตัวที่นำมาศึกษามีความสัมพันธ์กันสูงหรือไม่ เพื่อป้องกันการเกิดปัญหา Multicollinearity ซึ่งผลจากการวิเคราะห์ในภาคผนวก ก

ผลการทดสอบเงื่อนไข ข้อ 1, 3, และ 5 แสดงไว้อย่างละเอียดในภาคผนวก ก

### 3.6.2.2 การวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก (Logistic Regression Analysis)

วัตถุประสงค์ของการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกมีดังต่อไปนี้

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่มีต่อโอกาสที่จะเกิดเหตุการณ์ (ตัวแปรตาม) พร้อมทั้งศึกษาระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละตัว
2. เพื่อพยากรณ์โอกาสที่จะเกิดเหตุการณ์ที่สนใจ จากสมการที่เหมาะสม โดยการเลือกตัวแปรอิสระที่เหมาะสมเพื่อให้เปอร์เซ็นต์ของความถูกต้องในการพยากรณ์มีค่าสูงสุด

ผู้วิจัยมุ่งที่จะตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลต่อการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ โดยใช้ตัวแบบการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก เนื่องจากตัวแปรตามมีลักษณะเป็นตัวแปรตามเชิงคุณภาพ (Dichotomous or Qualitative Dependent Variable) ไม่ได้มีการแจกแจงแบบปกติทำให้ตัวแปรตาม (Y) มีได้ 2 ค่า ซึ่งในกรณีนี้คือ (1) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกฟื้นฟูกิจการ และ (2) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ดำเนินงานตามปกติ ดังนั้น จึงใช้ตัวแปรเทียมในการวัดค่า (Dummy variable) คือ 0 กับ 1 โดยกำหนดให้ 1 คือสิ่งที่สนใจ (ในที่นี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกฟื้นฟูกิจการ) และ 0 แทนกรณีอื่น (บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ดำเนินงานตามปกติ) ดังนั้น ตัวแปรตามจึงมีค่าอยู่ระหว่าง 0 และ 1 และมีตัวแปรอิสระที่เป็นทั้งตัวแปรเชิงปริมาณและตัวแปรเชิงกลุ่ม

ตามที่ได้กล่าวไว้ในเบื้องต้นแล้วว่า การวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกเป็นเทคนิคการวิเคราะห์ถดถอยที่นิยมมากสำหรับตัวแบบที่มีตัวแปรตามเป็นตัวแปรตามเชิงคุณภาพ ทั้งนี้เพื่อคำนวณหาความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม ซึ่งในงานวิจัยฉบับนี้ก็คือความน่าจะเป็นที่บริษัทจะเข้าสู่หมวดฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Y=1) และใช้วิธีความควรจะเป็นสูงสุด (Maximum likelihood procedures) ในการประมาณค่าพารามิเตอร์ของตัวแบบ

สำหรับการศึกษารั้งนี้นำเทคนิคนี้มาใช้เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม หรือเพื่อตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีความสัมพันธ์กับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการในทิศทางใด ทั้งนี้พิจารณาจากทิศทางสัญลักษณ์ของค่าสหสัมพันธ์ที่ได้จากการทดสอบอาจเป็นบวกหรือลบ จะเห็นว่าเทคนิคดังกล่าวสามารถตอบ

วัตถุประสงค์และสมมติฐานของการวิจัยนี้ได้อย่างครบถ้วน สำหรับผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษาจะนำเสนอไว้ในบทที่ 4 และ บทที่ 5 เป็นลำดับถัดไป

### 3.6.2.3 การทดสอบความเหมาะสมของสมการความถดถอยโลจิสติก

เป็นการใช้สถิติ Hosmer and Lemeshow Goodness-of-Fit Test ใช้ในการทดสอบความเหมาะสมของสมการความถดถอยโลจิสติก โดยพิจารณาจากระดับนัยสำคัญจากการทดสอบ (Sig.) ซึ่งในการทดสอบโดยใช้สถิติ Hosmer and Lemeshow Goodness-of-Fit Test กำหนดระดับนัยสำคัญที่ 0.05 นั่นคือ หากระดับนัยสำคัญจากการทดสอบมากกว่า 0.05 (Sig. > 0.05) แสดงว่า สมการความถดถอยโลจิสติกที่ได้มีความเหมาะสม ในทางกลับกันหากระดับนัยสำคัญน้อยกว่า 0.05 (Sig. < 0.05) แสดงว่า สมการความถดถอยโลจิสติกที่ได้ไม่มีความเหมาะสม



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 4

### ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา

ในบทที่ 4 นี้เป็นการนำเสนอผลการวิจัย เกี่ยวกับผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาหรือค่าสถิติพื้นฐาน ดังที่ได้กล่าวไว้ในเบื้องต้นแล้วว่างานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลที่ดีในการพยากรณ์การเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่สนใจศึกษาประกอบด้วย (1) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือ (2) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบุคคลทั่วไป (3) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน และในส่วนของตัวแปรตาม คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกฟื้นฟูกิจการ จากการเก็บรวบรวมข้อมูล และทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา ทำให้สามารถนำเสนอผลการวิจัยได้ 3 ส่วน ดังนี้

- 4.1 ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง
- 4.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรที่ศึกษาในภาพรวม
- 4.3 ผลการวิเคราะห์เปรียบเทียบแนวโน้มการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการโดยแยกตามตัวแปรที่ศึกษา

ก่อนที่จะนำเสนอผลการวิจัย ผู้วิจัยขอสรุปสัญลักษณ์และความหมายของตัวแปรต่าง ๆ เป็นลำดับแรก เนื่องจากสัญลักษณ์และความหมายของตัวแปรต้องใช้ในการวิเคราะห์ และตีความหมายในเกือบทุกส่วนของการนำเสนอผลการวิจัย และเพื่อให้เกิดความเข้าใจในสัญลักษณ์และความหมายของตัวแปรต่าง ๆ ผู้วิจัยจึงขอแนะนำเสนอไว้ในตาราง 4.1

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตาราง 4.1 สรุปสัญลักษณ์และความหมายตัวแปร

สัญลักษณ์	ความหมาย
	<b>ตัวแปรที่สนใจศึกษา</b>
AFFILIATE	สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือ (วัดค่าโดยใช้มูลค่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือตามทะเบียนรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่)
PUBLIC	สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบุคคลทั่วไป (วัดค่าโดยใช้มูลค่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นบุคคลทั่วไปตามทะเบียนรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่)
INSTITUTION	สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันการเงิน (วัดค่าโดยใช้มูลค่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันการเงินตามทะเบียนรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่)
	<b>ตัวแปรควบคุม</b>
EQUITY	ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำกว่าศูนย์ (วัดค่าโดย 1 ส่วนของผู้ถือหุ้นติดลบ 0 ส่วนของผู้ถือหุ้นติดบวก)
ROA	อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด (วัดค่าโดยใช้อัตราส่วนทางการเงินตามรายงานทางการเงินของบริษัท 56-1)
DE	สัดส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (วัดค่าโดยใช้อัตราส่วนทางการเงินตามรายงานทางการเงินของบริษัท 56-1)
	<b>ตัวแปรตาม</b>
Prob (M0)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกฟื้นฟูกิจการ (วัดค่าด้วยตัวแปรทวิ) Binary หรือ Dichotomous Variables) ซึ่งมีค่าเป็น 1 และ 0 โดยกำหนดให้ 1 เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกฟื้นฟูกิจการ และบริษัทที่ไม่ใช่ 1 เป็น 0
$\epsilon$	ค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแบบ



#### 4.1 ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง

ตาราง 4.2 ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง

รายการ	จำนวน (บริษัท)	ร้อยละ
1. กลุ่มตัวอย่างเบื้องต้น	122	100
2 .บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนสมบูรณ์	40	33
3 .กลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลครบถ้วนความสมบูรณ์	82	67

จากตาราง 4.2 สรุปได้ว่ามีกลุ่มตัวอย่างเบื้องต้นจำนวน 122 บริษัท ซึ่งเป็นจำนวนบริษัทในกลุ่มบริษัทที่เข้าพื้นที่ปฏิบัติการเปรียบเทียบ กับกลุ่มบริษัทที่มีผลการดำเนินงานปกติที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2540-2546 ทั้งนี้ ยกเว้นกลุ่มธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิตและประกันภัย เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวมีลักษณะเฉพาะที่แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น จากจำนวน 122 บริษัท สามารถเก็บรวบรวมข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่มีความครบถ้วนสมบูรณ์ เพื่อใช้ในการศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลได้ร้อยละ 67 82 บริษัท (ของกลุ่มตัวอย่างเบื้องต้น ที่เหลืออีกประมาณร้อยละ 33 ) 40 บริษัทเป็นกลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครบถ้วนสมบูรณ์ กล่าวคือ ไม่มีการรายงานข้อมูลทางการเงิน หรือรายงานแต่ไม่ครบถ้วน ขาดงบการเงินรวมในบางปีที่ต้องใช้ข้อมูลในการศึกษารวมถึงไม่มีข้อมูลที่จำเป็นต้องใช้ในการศึกษาอื่น ๆ เป็นต้น

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## 4.2 ข้อมูลกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา

ตาราง 4.3 สรุปสัดส่วนตัวแปรที่สนใจศึกษาของกลุ่มตัวอย่าง

หมวด	บริษัทจดทะเบียนหมวดฟื้นฟูกิจการ				บริษัทจดทะเบียนหมวดผลการดำเนินงานปกติ			
	ชื่อย่อ	AFFILIATE	PUBLIC	INSTITUTION	ชื่อย่อ	AFFILIATE	PUBLIC	INSTITUTION
AGRI	ABICO	35.71	43.70	5.81	LEE	1.57	69.86	10.17
AGRI	SUNTEC	1.08	77.99	11.16	SH	14.00	53.17	24.00
AGRI	TWC	3.03	30.11	0.00	UPOIC	40.17	10.30	16.57
AUTO	PE&T	67.39	15.93	0.00	IRC	34.30	14.56	7.29
AUTO	SMC	1.08	42.17	4.06	STANTLY	34.14	12.67	9.33
AUTO	THECO	0.00	60.59	4.94	TRU	3.20	76.98	6.24
COMM	PE	64.41	27.61	0.00	ROBINS	0.00	6.90	18.13
CONMAT	BSI	61.26	8.02	10.10	EWC	0.00	0.64	11.24
CONMAT	GRANIT	2.30	57.04	21.39	GEN	1.12	41.57	7.96
CONMAT	NSM	51.79	26.29	4.85	KARAT	0.00	33.07	6.39
CONMAT	PAE	4.50	38.80	4.28	NTS	0.76	41.82	24.10
CONMAT	TWP	35.26	31.76	4.39	RCI	0.00	74.41	3.34
ELEC	DISTAR	35.95	31.72	15.84	CTW	0.00	4.47	55.87
ELEC	IFEC	23.54	59.87	4.36	FMT	35.52	28.25	6.97
ELEC	SVI	94.50	0.00	0.00	KYE	43.67	12.45	9.37
ELEC	MS	2.69	8.10	8.70	METCO	62.64	2.25	5.66
ELEC	SUE	65.22	2.00	2.75	MSC	37.54	23.75	5.31
ENERG	PICNI	27.07	43.35	16.26	UGP	5.87	71.00	7.22
FASHION	TDT	48.60	48.98	0.00	BNC	41.53	38.04	0.61
FASHION	WFC	53.57	16.41	3.54	O-LAP	0.00	44.55	3.38
HELTH	BH	13.63	19.81	26.15	KDH	0.00	31.06	10.29
HELTH	SKR	13.92	51.14	14.07	SVH	0.00	43.51	17.29
HOTEL	ASIA	80.28	3.57	1.88	MANRIN	0.00	81.00	2.04
MACHINE	TCJ	0.00	67.90	9.53	MEC	0.00	67.73	22.27

MACHINE	TEM	5.00	25.79	7.09	TLI	0.00	69.54	12.43
หมวด	บริษัทจดทะเบียนหมวดฟื้นฟูกิจการ				บริษัทจดทะเบียนหมวดผลการดำเนินงานปกติ			
	ชื่อย่อ	AFFILIATE	PUBLIC	INSTITUTION	ชื่อย่อ	AFFILIATE	PUBLIC	INSTITUTION
PETRO	TNPC	14.14	57.81	4.82	UP	47.99	11.74	9.43
PETRO	TPI	44.69	20.51	3.44	UV	66.20	15.57	6.18
PKG	SMPC	0.00	77.06	0.00	NEP	0.00	45.79	29.58
PRINT	EPCO	38.53	9.34	12.11	TONHUA	10.00	53.47	4.10
PROP	APC	6.47	65.32	10.50	BCHANG	0.00	36.42	3.90
PROP	KMC	27.44	23.58	11.15	CK	53.62	16.85	15.28
PROP	MDX	61.20	13.51	7.45	CNT	43.19	1.85	44.03
PROP	PAE	42.16	25.41	8.40	ESTAR	30.02	21.13	9.26
PROP	PP	39.84	22.37	12.83	GOLD	0.00	6.24	72.88
PROP	PRECHA	0.00	81.59	5.44	LH	7.68	34.78	40.28
PROP	RAIMON	10.73	54.30	12.10	MK	3.23	72.65	7.58
PROP	S-VARA	0.00	23.69	8.67	N-PARK	24.83	52.32	4.53
PROP	TGPRO	8.29	58.89	11.16	NWR	49.60	15.38	2.72
PROP	TPROP	0.00	48.23	7.32	PF	0.00	62.85	5.58
PROP	TYONG	1.37	16.50	9.28	SPALI	5.08	59.03	7.08
PROP	WIN	0.00	0.59	0.71	STEC	3.26	77.38	2.72

จากตาราง 4.3 คือบริษัทตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ และแสดงสัดส่วนตัวแปรที่สนใจศึกษา โดยเรียงตามหมวดอุตสาหกรรมและชื่อย่อของบริษัทจดทะเบียน ตามลำดับลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ส่วนใหญ่คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ รองลงมาคือหมวดอุตสาหกรรมวัสดุก่อสร้างและตกแต่ง และเครื่องใช้ไฟฟ้าและคอมพิวเตอร์ ซึ่งบริษัทตัวอย่างที่มีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือสูงสุดคือ บริษัทจดทะเบียนในหมวดเครื่องใช้ไฟฟ้าและคอมพิวเตอร์ ซึ่งเป็นตัวแปรที่สนใจศึกษาว่ามีอิทธิพลต่อบริษัทจดทะเบียนในการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ และได้แสดงค่าสถิติพื้นฐานพร้อมกับใช้สถิติเพื่อทดสอบความแตกต่างค่าเฉลี่ยสองประชากรของตัวแปรที่สนใจทั้ง 3 ตัวโดยมีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 246 ตัวอย่าง (กลุ่มตัวอย่างมีจำนวน 82 บริษัท แบ่งออกเป็นบริษัทที่ถูกฟื้นฟูกิจการและบริษัทที่ดำเนินงานตามปกติจำนวน 41 บริษัทเท่ากัน ศึกษาข้อมูลย้อนหลัง 3 ปี รวมจำนวนข้อมูล 123 ข้อมูลเท่ากัน) ตามตารางที่ 4.4-4.6

### 4.3 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรที่ศึกษาในภาพรวม

ในส่วนนี้เป็นการนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรที่ได้จากการศึกษาในภาพรวม การนำเสนอข้อมูลเบื้องต้นแบ่งออกเป็น 3 กลุ่มหลัก ๆ คือ (1) ตัวแปรที่สนใจศึกษา และ (2) ตัวแปรควบคุม และ (3) ตัวแปรตาม สำหรับค่าสถิติพื้นฐานที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลประกอบด้วย

- (1) ความถี่และร้อยละ (Frequency and Proportion)
- (2) ค่าต่ำสุด (Minimum : Min)
- (3) ค่าสูงสุด (Maximum : Max)
- (4) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) และ

ข้อมูลของตัวแปรที่สนใจศึกษาสามารถนำเสนอได้ตามลำดับ ดังนี้

#### 4.3.1 ตัวแปรที่สนใจศึกษา

ตามที่กล่าวไว้ในตอนต้นว่า ตัวแปรที่สนใจศึกษาประกอบด้วย (1) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือ (2) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบุคคลทั่วไป (3) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน ผลจากการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยค่าสถิติพื้นฐานสามารถนำเสนอได้ดังนี้

##### 4.3.1.1 สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือ (AFFILIATE)

ตาราง 4.4 ค่าสถิติพื้นฐานของสัดส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือ

สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือ	Minimum	Maximum	Mean	Sig. <sub>a</sub>
ถูกฟื้นฟูกิจการ	.00	94.50	23.64	
ดำเนินงานปกติ	.00	66.20	18.87	
<b>รวม</b>	.00	94.50	21.25	<b>0.04***</b>

\*\*\* ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

a ทดสอบผลต่างของค่าเฉลี่ยพิจารณาจากค่า z-statistics สำหรับตัวแปรเชิงคุณภาพ และค่า t-statistics สำหรับตัวแปรเชิงปริมาณ

- กลุ่มตัวอย่างมีจำนวน 82 บริษัท แบ่งออกเป็นบริษัทที่ถูกฟื้นฟูกิจการและบริษัทที่ดำเนินงานตามปกติจำนวน 41 บริษัทเท่ากัน จำนวนแบบแสดงรายงานทางการเงิน (56-1) ย้อนหลัง 3 ปี รวมจำนวนข้อมูล 123 ข้อมูลเท่ากัน จึงมีข้อมูลรวมทั้งสิ้นจำนวน 246 ข้อมูล

**จากตาราง 4.4** สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทในเครื่องนั้นจะสะท้อนถึงหลักการกำกับดูแลที่ดีในเรื่องของความโปร่งใสที่มีแนวทางปฏิบัติให้หลีกเลี่ยงการถือหุ้นไขว้ (Cross หรือ Interlocking Share-holding) เพื่อที่จะป้องกันมิให้เป้าหมายในการประกอบธุรกิจและบริหารงานบิดเบือนไปจากการแสวงหาประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทฯ ซึ่งในการศึกษางานวิจัยนี้จากข้อมูลสามารถสรุปได้ว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกฟื้นฟูกิจการจะมีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือในบางบริษัทมีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือสูงสุด (Max) ถึงร้อยละ 94.50 จะเห็นได้ว่ามีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือโดยเฉลี่ยร้อยละ 23.64 ซึ่งสูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีผลการดำเนินงานตามปกติในระหว่างปี พ.ศ. 2540 – พ.ศ. 2546 และสูงกว่าค่าเฉลี่ยสัดส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือคิดเป็นร้อยละ 21.25 เมื่อพิจารณากลุ่มตัวอย่างโดยรวม

ซึ่งในการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือนี้ ได้ยึดตามความหมายตามกฎกระทรวงฉบับที่ 4 (พ.ศ. 2535) ที่มีหลักเกณฑ์การพิจารณาว่า บริษัทใดถือเป็นบริษัทในเครืออื่น ให้พิจารณาจากหลักในเรื่องอำนาจการครอบงำจัดการอย่างหนึ่ง และหลักการถือหุ้นอีกอย่างหนึ่งซึ่งเป็นการนับรวมถึงการถือหุ้นในบริษัทต่อไปเป็นทอด ๆ ด้วย ซึ่งในหลักของการถือหุ้นนั้นได้ให้ความหมายไว้ว่าบริษัทหนึ่งถือหุ้นในอีกบริษัทหนึ่งเกินกว่าร้อยละห้าสิบของหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว

เมื่อทดสอบผลต่างของค่าเฉลี่ย พบว่า โดยเฉลี่ยมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ จากการศึกษาย้อนหลัง 3 ปีก่อนที่บริษัทฯ จะถูกฟื้นฟูกิจการ พบว่ากลุ่มตัวอย่างบริษัทที่เข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ มีแนวโน้มของสัดส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่มตัวอย่างบริษัทที่อยู่ในกลุ่มผลการดำเนินงานปกติ

#### 4.3.1.2 สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบุคคลทั่วไป (PUBLIC)

ตาราง 4.5 ค่าสถิติพื้นฐานของสัดส่วนของผู้ถือหุ้นบุคคลทั่วไป

สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบุคคลทั่วไป	Minimum	Maximum	Mean	Sig. <sup>a</sup>
ถูกฟื้นฟูกิจการ	.00	82.49	34.96	
ดำเนินงานปกติ	.00	96.41	35.71	
<b>รวม</b>	.00	96.41	35.34	0.923

\*\*\* ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

a ทดสอบผลต่างของค่าเฉลี่ยพิจารณาจากค่า z-statistics สำหรับตัวแปรเชิงคุณภาพ และค่า t-statistics สำหรับตัวแปรเชิงปริมาณ

- กลุ่มตัวอย่างมีจำนวน 82 บริษัท แบ่งออกเป็นบริษัทที่ถูกฟื้นฟูกิจการและบริษัทที่ดำเนินงานตามปกติจำนวน 41 บริษัทเท่ากัน จำนวนแบบแสดงรายงานทางการเงิน (56-1) ย้อนหลัง 3 ปี รวมจำนวนข้อมูล 123 ข้อมูลเท่ากัน จึงมีข้อมูลรวมทั้งสิ้นจำนวน 246 ข้อมูล

จากตาราง 4.5 สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบุคคลทั่วไปเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 35.34 เมื่อทดสอบผลต่างของค่าเฉลี่ย พบว่าไม่มีความแตกต่างอย่างเป็นสาระสำคัญระหว่างกลุ่มบริษัทที่เข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ และบริษัทในกลุ่มผลการดำเนินงานปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ ซึ่งบริษัทจดทะเบียนที่ผู้วิจัยได้คัดเลือกมาจับคู่กันระหว่าง บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกฟื้นฟูกิจการและบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีผลการดำเนินงานตามปกติในระหว่างปี พ.ศ. 2540 – พ.ศ. 2546

จึงสรุปได้ว่า สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบุคคลทั่วไปนั้นไม่มีอิทธิพลหรือไม่ได้เป็นปัจจัยที่นำไปสู่การเข้าฟื้นฟูกิจการ ซึ่งเมื่อพิจารณาผู้ถือหุ้นบุคคลทั่วไปนี้ทั้ง



### 4.3.1.3 สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน (INSTITUTION)

ตาราง 4.6 ค่าสถิติพื้นฐานของสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน

สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน	Minimum	Maximum	Mean	Sig. <sup>a</sup>
ถูกฟื้นฟูกิจการ	.00	79.88	10.60	
ดำเนินงานปกติ	.00	63.49	10.98	
<b>รวม</b>	.00	79.88	10.79	0.631

\*\*\* ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

a ทดสอบผลต่างของค่าเฉลี่ยพิจารณาจากค่า z-statistics สำหรับตัวแปรเชิงคุณภาพ และค่า t-statistics สำหรับตัวแปรเชิงปริมาณ

- กลุ่มตัวอย่างมีจำนวน 82 บริษัท แบ่งออกเป็นบริษัทที่ถูกฟื้นฟูกิจการและบริษัทที่ดำเนินงานตามปกติจำนวน 41 บริษัทเท่ากัน จำนวนแบบแสดงรายงานทางการเงิน (56-1) ย้อนหลัง 3 ปี รวมจำนวนข้อมูล 123 ข้อมูลเท่ากัน จึงมีข้อมูลรวมทั้งสิ้นจำนวน 246 ข้อมูล

จากตาราง 4.6 นักลงทุนสถาบันมีบทบาทในการเพิ่มความสนใจ และแรกผลักดันในการกำกับดูแลกิจการของบริษัทอย่างมาก เนื่องจากมีความเชื่อว่าการปฏิบัติตามแนวทางการกำกับดูแลที่ดีนั้นจะมีความเชื่อมโยงไปสู่ผลการดำเนินงานที่ดี ซึ่งในการศึกษานี้จากข้อมูลสามารถสรุปได้ว่า เมื่อพิจารณากลุ่มตัวอย่างโดยรวมจะเห็นได้ว่าโดยเฉลี่ยบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จะมีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 10.79 ซึ่งไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญระหว่างกลุ่มบริษัทที่เข้าสู่การฟื้นฟูกิจการและบริษัทในกลุ่มผลการดำเนินงานปกติบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ และบริษัทจดทะเบียนที่ผู้วิจัยได้คัดเลือกมาจับคู่กันระหว่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกฟื้นฟูกิจการ และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีผลการดำเนินงานปกติในระหว่างปี พ.ศ. 2540 – พ.ศ. 2546

เมื่อทดสอบผลต่างของค่าเฉลี่ยพบว่า ทั้งกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ถูกฟื้นฟูกิจการและกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่อยู่ในกลุ่มผลการดำเนินงานปกติ โดยเฉลี่ยพบว่าไม่มีความแตกต่างกันหรือมีความใกล้เคียงกัน คือ สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันการเงินนั้นไม่มีอิทธิพลหรือไม่ได้เป็นปัจจัยที่นำไปสู่การเข้าฟื้นฟูกิจการ

### ตัวแปรควบคุม

ตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการศึกษาคั้งนี้ประกอบด้วย

- (1) ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าศูนย์
- (2) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด
- (3) สัดส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลสามารถนำเสนอได้ดังนี้

#### .43.2.1 ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าน้อยกว่าศูนย์ (EQUITY)

ตาราง 4.7 ค่าสถิติพื้นฐานของฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าน้อยกว่าศูนย์

	ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่าศูนย์			ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าศูนย์		
	ถูกฟื้นฟูกิจการ	ดำเนินงานปกติ	รวม	ถูกฟื้นฟูกิจการ	ดำเนินงานปกติ	รวม
จำนวน	62	116	178	61	7	68
ร้อยละ	25.20%	47.15%	72.35%	24.80%	2.85%	27.65%

- กลุ่มตัวอย่างมีจำนวน 82 บริษัท แบ่งออกเป็นบริษัทที่ถูกฟื้นฟูกิจการและบริษัทที่ดำเนินงานตามปกติจำนวน 41 บริษัทเท่ากัน จำนวนแบบแสดงรายงานทางการเงิน (56-1) ย้อนหลัง 3 ปี รวมจำนวนข้อมูล 123 ข้อมูลเท่ากัน จึงมีข้อมูลรวมทั้งสิ้นจำนวน 246 ข้อมูล

**จากตาราง 4.7** ฐานะการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าน้อยกว่าศูนย์ เป็นเหตุหนึ่งแห่งการเพิกถอนจากผลประกอบการ หรือฐานะการเงินที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ถูกฟื้นฟูกิจการส่วนใหญ่มีฐานะการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าน้อยกว่าศูนย์จึงเข้าข่ายถูกฟื้นฟูกิจการ ซึ่งในการศึกษางานวิจัยจากข้อมูลสามารถสรุปได้ว่า จากการพิจารณาลักษณะของฐานะทางการเงินพบว่ากลุ่มตัวอย่างที่วิเคราะห์ได้จากการวิจัยครั้งนี้ ส่วนใหญ่มีฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่าศูนย์คิดเป็นร้อยละ 47.15 ซึ่งเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มผลการดำเนินงานปกติ และเมื่อวิเคราะห์ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าน้อยกว่าศูนย์ ซึ่งเป็นเงื่อนไขหนึ่งตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545 เกี่ยวกับ หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการจัดทำแผนดำเนินการเพื่อแก้ไขเหตุแห่งการเพิกถอน ซึ่งมีเหตุแห่งการเพิกถอนจากผลประกอบการหรือฐานะการเงินที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์ พบว่ากลุ่มตัวอย่างที่เข้าเงื่อนไขดังกล่าวข้างต้นคือบริษัทในกลุ่มที่ถูกฟื้นฟูกิจการคิดเป็นร้อยละ 24.39 จากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด

จึงสามารถสรุปได้ว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกฟื้นฟูกิจการมีแนวโน้มของฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าน้อยกว่าศูนย์ ที่จะนำไปสู่การเข้าฟื้นฟูกิจการซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขหนึ่ง ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545 มากกว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่มผลการดำเนินงานปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ และบริษัทจดทะเบียนที่ผู้วิจัยได้คัดเลือกมาจับคู่กันระหว่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกฟื้นฟูกิจการและบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีผลการดำเนินงานตามปกติในระหว่างปี พ.ศ. 2540 – พ.ศ. 2546

#### 4.3.2.2 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)

ตาราง 4.8 ค่าสถิติพื้นฐานของอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (เท่า)

ROA	Minimum	Maximum	Mean	Sig. <sup>a</sup>
ถูกฟื้นฟูกิจการ	-273.75	20.60	-12.86	
ดำเนินงานปกติ	-48.35	31.95	1.93	
<b>รวม</b>	<b>-273.75</b>	<b>31.95</b>	<b>-5.46</b>	<b>0.002***</b>

\*\*\* ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

a ทดสอบผลต่างของค่าเฉลี่ยพิจาณาจากค่า z-statistics สำหรับตัวแปรเชิงคุณภาพ และค่า t-statistics สำหรับตัวแปรเชิงปริมาณ

- กลุ่มตัวอย่างมีจำนวน 82 บริษัท แบ่งออกเป็นบริษัทที่ถูกฟื้นฟูกิจการและบริษัทที่ดำเนินงานตามปกติจำนวน 41 บริษัทเท่ากัน จำนวนแบบแสดงรายงานทางการเงิน (56-1) ย้อนหลัง 3 ปี รวมจำนวนข้อมูล 123 ข้อมูลเท่ากัน จึงมีข้อมูลรวมทั้งสิ้นจำนวน 246 ข้อมูล

**จากตาราง 4.8** อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมดซึ่งเป็นตัววัดหนึ่งเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรของกิจการ ซึ่งอัตราส่วนนี้แสดงถึงความสามารถในการบริหารงานและการจัดการใช้ทรัพย์สินที่เกิดจากการก่อหนี้และส่วนของเจ้าของเพื่อสร้างรายได้และกำไรให้แก่กิจการจากตารางข้างต้น สรุปได้ว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกฟื้นฟูกิจการมีผลอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมดโดยเฉลี่ยที่ -12.86 เท่า มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมดต่ำสุดที่ -273.75 เท่า และมีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมดสูงสุดที่ 31.95 เท่าซึ่งตกอยู่ในกลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทในกลุ่มผลการดำเนินงานปกติ ทำให้สามารถสรุปได้อย่างชัดเจนว่า โดยปกติตัวแปรนี้ แสดงให้เห็นถึงความสามารถความสามารถในการทำกำไรของกิจการซึ่งผลจากการวิเคราะห์ห่าอาจเป็นข้อบ่งชี้ได้ว่า กิจการไม่สามารถสร้างกำไรจากสินทรัพย์หรือไม่สามารถสร้างรายได้จากสินทรัพย์ที่มีอยู่ ซึ่งอาจมีสาเหตุจากการบริหารงาน นโยบายและการวางแผนงาน จนอาจมีแนวโน้มที่จะถูกฟื้นฟูกิจการอยู่ในระดับสูง

เมื่อทดสอบผลต่างของค่าเฉลี่ยพบว่า กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ถูกฟื้นฟูกิจการและกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่อยู่ในกลุ่มผลการดำเนินงานปกติ โดยเฉลี่ยมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ จากการศึกษาย้อนหลัง 3 ปีก่อนที่บริษัทฯ จะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการพบว่ากลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ถูกฟื้นฟูกิจการ มีแนวโน้มของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมดต่ำกว่ากลุ่มตัวอย่างบริษัทที่อยู่ในกลุ่มผลการดำเนินงานปกติ

#### 4.3.2.3 สัดส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE)

ตาราง 4.9 ค่าสถิติพื้นฐานของสัดส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

DE Ratio	Minimum	Maximum	Mean	Sig. <sup>a</sup>
ถูกฟื้นฟูกิจการ	-886.23	10,059.73	89.95	
ดำเนินงานปกติ	-861.68	604.56	1.85	
<b>รวม</b>	-886.23	10,059.73	<b>45.90</b>	<b>0.039***</b>

\*\*\* ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

a ทดสอบผลต่างของค่าเฉลี่ยพิจารณาจากค่า z-statistics สำหรับตัวแปรเชิงคุณภาพ และค่า t-statistics สำหรับตัวแปรเชิงปริมาณ

- กลุ่มตัวอย่างมีจำนวน 82 บริษัท แบ่งออกเป็นบริษัทที่ถูกฟื้นฟูกิจการและบริษัทที่ดำเนินงานตามปกติจำนวน 41 บริษัทเท่ากัน จำนวนแบบแสดงรายงานทางการเงิน (56-1) ย้อนหลัง 3 ปี รวมจำนวนข้อมูล 123 ข้อมูลเท่ากัน จึงมีข้อมูลรวมทั้งสิ้นจำนวน 246 ข้อมูล

จากตาราง 4.9 สัดส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น แสดงถึงโครงสร้างทางการเงินของบริษัทที่จะเน้นการระดมทุนจากตลาดทุนหรือการกู้หนี้ จากข้อมูลสรุปได้ว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกฟื้นฟูกิจการ มีค่าเฉลี่ยสัดส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นโดยเฉลี่ยที่ 89.95% ซึ่งต่ำกว่าส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงการที่บริษัทมีโครงสร้างของเงินทุนซึ่งเกิดจากการ

ก่อนนี้ซึ่งทำให้เกิดความเสี่ยงมากกว่าเงินลงทุนจากผู้ถือหุ้น เนื่องจากต้องการรักษาระดับของทุน เพื่อครอบครองอำนาจในสิทธิและการออกเสียงของบริษัท ซึ่งทำให้สรุปได้ว่า บริษัทที่ถูกฟื้นฟูกิจการนั้นมีแนวโน้มของสัดส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงกว่าบริษัทในกลุ่มผลการดำเนินงานปกติ

เมื่อทดสอบผลต่างของค่าเฉลี่ยพบว่า กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ถูกฟื้นฟูกิจการและกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่อยู่ในกลุ่มผลการดำเนินงานปกติ โดยเฉลี่ยมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ จากการศึกษาย้อนหลัง 3 ปีก่อนที่บริษัทฯ จะถูกฟื้นฟูกิจการพบว่ากลุ่มตัวอย่างบริษัทที่เข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ มีแนวโน้มของสัดส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงกว่ากลุ่มตัวอย่างบริษัทที่อยู่ในกลุ่มผลการดำเนินงานปกติ

ตาราง 4.10 ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรตาม (บริษัทที่ถูกฟื้นฟูกิจการ)

จำนวน 82 บริษัท				
ปีที่เข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ	บริษัทที่ถูกฟื้นฟูกิจการ	บริษัทที่ดำเนินงานปกติ	ความถี่	ร้อยละ
2543	27	27	54	65.85%
2544	3	3	6	7.32%
2545	4	4	8	9.76%
2546	3	3	6	7.32%
2547	4	4	8	9.76%
<b>รวม</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>82</b>	<b>100%</b>

จากตารางที่ 4.10 สรุปได้ว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระหว่างปี พ.ศ. 2543 – พ.ศ. 2547 มีบริษัทที่ถูกฟื้นฟูกิจการทั้งสิ้นจำนวน 41 บริษัท โดยในปี พ.ศ. 2543 มีบริษัทที่ถูกฟื้นฟูกิจการมากเป็นอันดับ 1 โดยมีจำนวน 54 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 65.85 ของ



บริษัทที่ถูกฟื้นฟูกิจการทั้งหมดตามลำดับ นอกจากนี้ผู้วิจัยได้คัดเลือกกลุ่มตัวอย่างจากบริษัทที่มีผลการดำเนินงานตามปกติ โดยวิธีการจับคู่มาทั้งสิ้นจำนวน 41 บริษัท เช่นกัน

จากผลการทดสอบสถิติเชิงพรรณนาจะเห็นว่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีตัวแปรหรือปัจจัยที่สะท้อนแนวโน้มของการถูกฟื้นฟูกิจการได้จากสัดส่วนการถือหุ้นของบริษัทในเครือ ตามประเภทความสัมพันธ์ เช่น บริษัทใหญ่ บริษัทย่อย บริษัทร่วม บริษัทที่เกี่ยวข้องโดยมีผู้ถือหุ้นหรือกรรมการร่วมกัน ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ซึ่งอาจทำให้เกิดการทำรายการระหว่างบริษัทกับบุคคล หรือกิจการที่เกี่ยวข้องกันอาจเป็นช่องทางในการถ่ายเทผลประโยชน์ออกจากบริษัท ทำให้บริษัทและผู้ถือหุ้นทั่วไปได้รับความเสียหายจำนวนมากและจากการใช้ตัวแปรเพื่อควบคุมในการวิจัยครั้งนี้พบว่า การถูกฟื้นฟูกิจการนั้นไม่ได้ขึ้นอยู่กับสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไป และสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน ส่วนตัวแปรควบคุมที่อิทธิพลหรือเป็นปัจจัยที่จะสามารถวัดค่า หรือสะท้อนให้เห็นถึงที่นำไปสู่การฟื้นฟูกิจการนั้น คือฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าน้อยกว่าศูนย์ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด และสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 5

### ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงอนุมาน

ในบทที่ 5 เป็นการนำเสนอผลการวิจัยจากการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงอนุมาน เทคนิคที่ใช้คือ การวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก (Logistic Regression Analysis) ซึ่งผู้วิจัยได้ทดสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก และพบว่าสอดคล้องกับเงื่อนไขที่กำหนดไว้ทุกประการ ดังนี้

- (1) ค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อน = 0 (เงื่อนไขข้อนี้เป็นจริงเสมอ)
- (2) การตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงอิสระ (ค่าคลาดเคลื่อนต้องเป็นอิสระกัน) และ
- (3) ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระกันหรือไม่เกิดปัญหา Multicollinearity

ทั้งนี้เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของโครงสร้างการกำกับดูแลที่ดีต่อการเข้าสู่หมวดพื้นที่ปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นวัตถุประสงค์หลักของการศึกษานี้ องค์ประกอบของโครงสร้างการกำกับดูแลที่ดีที่สนใจศึกษาประกอบด้วย

- (1) สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือ
- (2) สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไป
- (3) สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน

ซึ่งตัวแบบในการทดสอบการถูกพื้นที่ปฏิบัติการที่เป็นตัวแปรตามในการวิจัยในครั้งนี้มีตัวแบบดังที่ได้อธิบายไว้ในบทที่ 3 เนื้อหาของการนำเสนอในบทที่ 5 แบ่งออกเป็น 4 ส่วนหลัก ๆ ดังนี้

5.1 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การพื้นที่ปฏิบัติการ

5.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การพื้นที่ปฏิบัติการ

5.3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การพื้นที่ปฏิบัติการ

ก่อนที่จะนำเสนอผลการวิจัย ผู้วิจัยขอสรุปถึงข้อตกลงเกี่ยวกับสัญลักษณ์และความหมายของตัวแปรต่าง ๆ เพิ่มเติมจากบทที่ 4 เนื่องจากสัญลักษณ์และความหมายของตัวแปรต้องใช้ในการวิเคราะห์และตีความหมายในเกือบทุกส่วนของการนำเสนอผลการวิจัย และเพื่อให้เกิดความเข้าใจในสัญลักษณ์และความหมายของตัวแปรต่าง ๆ ผู้วิจัยจึงขอแนะนำเพิ่มเติมดังนี้

### ตาราง 5.1 สรุปสัญลักษณ์และความหมายตัวแปร

สัญลักษณ์	ความหมาย
	<b>ตัวแปรที่สนใจศึกษา</b>
AFFILIATE	สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือ (วัดค่าโดยใช้มูลค่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือตามทะเบียนรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่)
PUBLIC	สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบุคคลทั่วไป (วัดค่าโดยใช้มูลค่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นบุคคลทั่วไปตามทะเบียนรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่)
INSTITUTION	สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันการเงิน (วัดค่าโดยใช้มูลค่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันการเงินตามทะเบียนรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่)
	<b>ตัวแปรควบคุม</b>
EQUITY	ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำกว่าศูนย์ (วัดค่าโดย 1 ส่วนของผู้ถือหุ้นติดลบ 0 ส่วนของผู้ถือหุ้นติดบวก)
ROA	อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด (วัดค่าโดยใช้อัตราส่วนทางการเงินตามรายงานทางการเงินของบริษัท 56-1)
DE	สัดส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (วัดค่าโดยใช้อัตราส่วนทางการเงินตามรายงานทางการเงินของบริษัท 56-1)
	<b>ตัวแปรตาม</b>
Prob (M0)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกฟื้นฟูกิจการ (วัดค่าด้วยตัวแปรทวิ) Binary หรือ Dichotomous Variables) ซึ่งมีค่าเป็น 1 และ 0 โดยกำหนดให้ 1 เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกฟื้นฟูกิจการ และบริษัทที่ไม่ใช่ 1 เป็น 0
$\epsilon$	ค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแบบ

### 5.1 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัท ในเครือในการพยากรณ์การเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ

ในส่วนที่ 5.1 เป็นการนำเสนอผลการวิจัยเกี่ยวกับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทถูกฟื้นฟูกิจการ โดยใช้ตัวแบบที่ 1 ในการทดสอบดังนี้

$$\text{Prob (MO)} = 1 / 1 + e^{-Z}$$

$$\text{โดยที่ } Z = \beta_0 + \beta_1(\text{AFFILIATE}) + \beta_2(\text{EQUITY}) + \beta_3(\text{ROA}) + \beta_4(\text{DE})$$

ตาราง 5.2 แสดงสัดส่วนความถูกต้องในการพยากรณ์ตัวแบบที่ 1

ตัวแบบพยากรณ์บริษัทจดทะเบียนที่ถูกฟื้นฟูกิจการ	ร้อยละความถูกต้อง
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด	74.60

จากตารางที่ 5.2 คือค่าร้อยละความถูกต้องในการพยากรณ์ตัวแบบที่ 1 จากกลุ่มตัวอย่างมีจำนวน 82 บริษัท แบ่งออกเป็นบริษัทที่ถูกฟื้นฟูกิจการและบริษัทที่ดำเนินงานตามปกติจำนวน 41 บริษัทเท่ากัน จำนวนแบบแสดงรายงานทางการเงิน (56-1) ย้อนหลัง 3 ปี รวมจำนวนข้อมูล 123 ข้อมูลเท่ากัน จึงมีข้อมูลรวมทั้งสิ้นจำนวน 246 ข้อมูลโดยตัวแบบสามารถพยากรณ์ได้ถูกต้องคิดเป็นร้อยละ 74.60

ตาราง 5.3 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภท

บริษัทในเครือกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทถูกฟื้นฟูกิจการ

ตัวแปร	ทิศทาง ความสัมพันธ์ที่ คาดหวัง	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ โดยประมาณ	ค่าผิดพลาด มาตรฐาน	Sig.
	(Predicted relation)	( $\beta$ )	S.E.	
INTERCEPT	None	-.434	.222	.051
AFFILIATE	+	.014	.007	.045***
EQUITY	+	2.443	.458	.000***
ROA	-	-.049	.014	.000***
DE	+	.003	.002	.023***

\*\*\* ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

p-value ของตัวแบบ = 0.000

จำนวนกลุ่มตัวอย่าง = 246 บริษัท, Nagelkerke R Square หรือ Pseudo R<sup>2</sup> = 0.413

### 5.1.1 ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 1

จากตาราง 5.3 สามารถใช้ทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 1 ที่ว่า:

H1 : สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกพบว่าตัวแปรที่มีทิศทางความสัมพันธ์ตามที่คาดหวัง คือ สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือ ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้น น้อยกว่าศูนย์ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมดและสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ผลการทดสอบสมมติฐานพบว่า เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ กล่าวคือ สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ( $p < 0.05$ ) ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 1 และผลการ

ทดสอบตัวแปรควบคุมเป็นไปตามความคาดหวังทุกอย่าง กล่าวคือ การเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการขึ้นอยู่กับ (1)ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าศูนย์ (2) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และ (3) สัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญ ( $p < 0.05$ ) ทั้งนี้ตัวแปรที่มีนัยสำคัญอย่างมากคือ ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าศูนย์และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด

### 5.1.2 ความเหมาะสมของตัวแบบที่ 1

ตัวแบบโดยรวมมีค่า p-value เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่า ระดับนัยสำคัญที่กำหนดไว้ คือ 0.05 ค่าสถิติดังกล่าวจะใช้ตรวจสอบสมมติฐานที่ว่าโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการขึ้นอยู่กับตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัว จากผลการทดสอบทำให้ยอมรับสมมติฐานดังกล่าว จึงสามารถสรุปได้ว่าโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการขึ้นอยู่กับตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวแปร ในจำนวนตัวแปรอิสระ 4 ตัว เมื่อพิจารณาค่า Pseudo  $R^2 = 41\%$  สามารถอธิบายได้ว่าร้อยละ 41 ของโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการสามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 4 ตัว ในตัวแบบที่ 1

ผลการทดสอบนี้สอดคล้อง จากการศึกษารายงานของ Claessens et al, 2002 ในเรื่องความสัมพันธ์ก่อนและหลังของสิทธิใน ส่วนผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือต่อวิกฤติเศรษฐกิจในกลุ่มเอเชีย ผลการวิจัยพบว่า ในเอเชียมีลักษณะของผู้ถือหุ้นที่เป็นบุคคลในครอบครัวอย่างแพร่หลาย ซึ่งรัฐบาลและผู้มีส่วนเกี่ยวข้องต่าง ๆ ได้มีการกำหนดกฎเกณฑ์และกฎหมายต่างๆ เพื่อควบคุมเกี่ยวกับรายการที่เกี่ยวข้องระหว่างกันของนิติบุคคลซึ่งมีการถือหุ้นโดยบุคคลในครอบครัวที่ได้ถือหุ้นในบริษัทเป็นทอด ๆ จนมีอำนาจในการควบคุมและบริหารงาน และผลจากการถือหุ้นของกลุ่มบริษัทในเครือ และโครงสร้างการถือหุ้นไขว้กันในกลุ่มธุรกิจนั้นนอกจากจะทำให้เกิดปัญหาตามทฤษฎีตัวการตัวแทน ความเสื่อมถอยของโครงสร้างการกำกับดูแล เหตุของความล่าช้าของผลการดำเนินงาน และทำให้เกิดความเสี่ยงทางการเงินแล้วนั้นยังนำไปสู่ภาวะวิกฤติเศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชียตะวันออกในปี 1997 และ Tsun-Siou Lee and Yin-Hua Yeh, 2004 ซึ่งได้ทำการศึกษากับการกำกับดูแลที่ดีกับความล้มเหลวของข้อมูลทางการเงิน (ธุรกิจที่อยู่ในภาวะล้มละลาย) โดยศึกษาในส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจในการบริหาร (Largest shareholder on the board of directors) และสิทธิในส่วนแบ่งกำไร (Cash flow rights) เป็นตัวแปรแทนความเสี่ยงจากสิทธิในอำนาจการควบคุม (Controlling shareholder) ผลการวิจัยพบว่า บริษัทที่มีความเสื่อมถอยของการกำกับดูแลที่ดีซึ่งแทนด้วยตัวแปรในการศึกษา คือ ส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจในการบริหาร (Largest shareholder on the board of directors)



และสิทธิในส่วนแบ่งกำไร (Cash flow rights) นั้นมีโอกาสความน่าจะเป็นที่จะทำให้เกิดความล้มเหลวของข้อมูลทางการเงินจนนำไปสู่ภาวะล้มละลายได้ถึง 2.66 เท่าเมื่อเทียบกับบริษัทที่มีการกำกับดูแลที่ดีและพบความสัมพันธ์ของตัวแปรซึ่งทำให้สามารถคาดการณ์หรือเป็นสัญญาณบ่งชี้ได้อย่างดีก่อนที่บริษัทจะเข้าสู่ภาวะล้มละลาย ในกรณีนี้ผู้วิจัยมีความคิดเห็นในทำนองเดียวกันกับ Claessens et al, 2002 และ Tsun-Siou Lee and Yin-Hua Yeh, 2004 กล่าวคือ รูปแบบของการบริหารงานที่จะนำไปสู่การฟื้นฟูกิจการหรือความล้มเหลวในการบริหารงานนั้นควรเป็นรูปแบบของการที่มีสิทธิขาดและมีอำนาจควบคุมสิทธิส่วนใหญ่และจากการศึกษาของ ADB, 2000b พบว่า ผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือจะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดในกลุ่มผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรกของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ซึ่งนำไปสู่พฤติกรรมของการบริหารที่ทำเพื่อผลประโยชน์ของตนเองก่อนที่จะคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่น ดังนั้นผู้วิจัยจึงคาดว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ และจากผลการทดสอบพบว่าโอกาส (ความน่าจะเป็น) บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ ขึ้นอยู่กับสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครืออย่างมีนัยสำคัญ

## 5.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปต่อการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ

ในส่วนที่ 5.2 เป็นการนำเสนอผลการวิจัยเกี่ยวกับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระดับความสัมพันธ์ของสัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปต่อการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการโดยใช้ตัวแบบที่ 2 ในการทดสอบดังนี้

$$\text{Prob (MO)} = 1 / 1 + e^{-Z}$$

$$\text{โดยที่ } Z = \beta_0 + \beta_1 (\text{PUBLIC}) + \beta_2 (\text{EQUITY}) + \beta_3 (\text{ROA}) + \beta_4 (\text{DE})$$

ตาราง 5.4 แสดงสัดส่วนความถูกต้องในการพยากรณ์ตัวแบบที่ 2

ตัวแบบพยากรณ์บริษัทจดทะเบียนที่ถูกฟื้นฟูกิจการ	ร้อยละความถูกต้อง
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด	74.60

จากตารางที่ 5.4 คือค่าร้อยละความถูกต้องในการพยากรณ์ตัวแบบที่ 2 จากกลุ่มตัวอย่างมีจำนวน 82 บริษัท แบ่งออกเป็นบริษัทที่ถูกฟื้นฟูกิจการและบริษัทที่ดำเนินงานตามปกติจำนวน 41 บริษัทเท่ากัน จำนวนแบบแสดงรายงานทางการเงิน (56-1) ย้อนหลัง 3 ปี รวมจำนวนข้อมูล 123 ข้อมูลเท่ากัน จึงมีข้อมูลรวมทั้งสิ้นจำนวน 246 ข้อมูลโดยตัวแบบสามารถพยากรณ์ได้ถูกต้องคิดเป็นร้อยละ 74.60

ตาราง 5.5 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไป

## ในการพยากรณ์การเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ

ตัวแปร	ทิศทาง ความสัมพันธ์ที่ คาดหวัง	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ โดยประมาณ	ค่าผิดพลาด มาตรฐาน	Sig.
	(Predicted relation)	( $\beta$ )	S.E.	
INTERCEPT	None	-.833	.284	.003***
PUBLIC	-	.003	.006	.673
EQUITY	+	2.410	.451	.000***
ROA	-	-.054	.014	.000***
DE	+	.003	.002	.030***

\*\*\* ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

p-value ของตัวแบบ = 0.000

จำนวนกลุ่มตัวอย่าง = 246 บริษัท, Nagelkerke R Square หรือ Pseudo  $R^2 = 0.399$

### 5.2.1 ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 2

จากตาราง .55 สามารถใช้ทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 2 ที่ว่า:

H2 : สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปไม่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกพบว่าตัวแปรที่มีทิศทางความสัมพันธ์ตามที่คาดหวัง คือ ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าศูนย์ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมดและสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ส่วนสัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปมีทิศทางไม่เป็นไปตามที่คาดหวังไว้ และผลการทดสอบสมมติฐานพบว่าต่างไปจากสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ กล่าวคือ สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปไม่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ( $p < 0.05$ ) ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 2 และผลการทดสอบตัวแปรควบคุมเป็นไปตามความคาดหมายทุกอย่าง กล่าวคือ การเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการขึ้นอยู่กับ (1) ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าศูนย์ (2) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และ (3) สัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญ ( $p < 0.05$ ) ทั้งนี้ตัวแปรที่มีนัยสำคัญอย่างมากคือ ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าศูนย์และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด

### 5.2.2 ความเหมาะสมของตัวแบบที่ 2

ตัวแบบโดยรวมมีค่า p-value เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่า ระดับนัยสำคัญที่กำหนด (0.05) ค่าสถิติดังกล่าวจะใช้ตรวจสอบ สมมติฐานที่ว่าโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการขึ้นอยู่กับตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัว จากผลการทดสอบทำให้ยอมรับสมมติฐานดังกล่าว จึงสามารถสรุปได้ว่าที่ว่าโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการขึ้นอยู่กับตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวแปร ในจำนวนตัวแปรอิสระ 4 ตัว เมื่อพิจารณาค่า Pseudo  $R^2 = 39.90\%$  สามารถอธิบายได้ว่าร้อยละ 39.90 ของโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการสามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 4 ตัว ในตัวแบบที่ 2

ผลการทดสอบนี้จึงขัดแย้งกับการศึกษาของ Aabo, Tom (2002) ซึ่งได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น กับผลการดำเนินงานในด้านของการบริหารความเสี่ยง โดยศึกษาอิทธิพลของผู้ถือหุ้นใหญ่ ซึ่งแบ่งได้เป็น 3 กรณีคือ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่แบบบุคคล ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นผู้ก่อตั้งบริษัทหรือผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นสถาบันการเงิน และผู้ถือหุ้นรายอื่น ๆ และความ

เสี่ยงจากการบริหารที่เกิดจากการตัดสินใจตามอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งบริษัท ผลการวิจัยพบความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งบริษัทกับการบริหารความเสี่ยงหรือผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นบุคคลทั่วไปนั้น จะมีความสนใจที่จะบริหารและตรวจสอบการทำงานของบริษัทมากขึ้น เพื่อรักษาผลประโยชน์สูงสุดของบริษัทที่นำไปสู่ผลตอบแทนสูงสุดจากการลงทุนของตนเองเช่นกัน ในกรณีนี้ผู้วิจัยจึงมีความคิดเห็นต่างจากการศึกษาในส่วนของตัวแปรที่สนใจศึกษาคือสัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปของ Aabo, Tom (2002) กล่าวคือ รูปแบบของบริษัทในอดีตนั้นเงินลงทุนเป็นเงินของครอบครัว ส่วนในปัจจุบันซึ่งเป็นบริษัทมหาชนจำกัดเงินลงทุนจึงเกิดจากการระดมทุนของนักลงทุนหลากหลายประเภท แต่นักลงทุนเหล่านั้นซึ่งหากมีสัดส่วนของเงินน้อยก็จะกลายเป็นผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งไม่มีสิทธิและอำนาจในการควบคุมและบริหารงานอีกทั้งพฤติกรรมการลงทุนของผู้ถือหุ้นประเภทนี้จะลงทุนเพื่อหวังผลในระยะสั้นหรือเพื่อต้องการเก็งกำไรจึง ไม่สนใจที่จะตรวจสอบการทำงานของบริษัท และปัจจุบันโครงสร้างความเป็นเจ้าของนั้นมีความซับซ้อนมากยิ่งขึ้น ซึ่งจากการศึกษาของ ADB (2000b) พบว่าบริษัทในเครือจะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดในกลุ่มผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรกของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยมีการถือหุ้นเฉลี่ยคิดเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 27 ของหุ้นทั้งหมดของบริษัท อันดับสองคือการถือหุ้นของบุคคลทั่วไปการถือหุ้นเฉลี่ยคิดเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 19 ของหุ้นทั้งหมดของบริษัทและเมื่อพิจารณาแล้วส่วนใหญ่เป็นสมาชิกในครอบครัวของผู้ก่อตั้งบริษัท และผู้บริหารระดับสูงที่ดำรงตำแหน่งสำคัญในบริษัท เพราะโดยทั่วไปกลุ่มครอบครัวและเครือญาติของผู้ก่อตั้ง ดังนั้นเมื่อรวมสัดส่วนการถือหุ้นของกลุ่มครอบครัวจะมีสัดส่วนสูงมาก จึงจะเห็นได้ว่าผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปในปัจจุบันมีทั้งที่เป็นผู้ถือหุ้นจากบุคคลภายนอก และบุคคลภายใน และจากผลการทดสอบแสดงให้เห็นว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปนี้จะส่งผลให้บริษัทมีโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่จะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการได้สูงขึ้น

### 5.3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันต่อการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ

ในส่วนที่ 5.3 เป็นการนำเสนอผลการวิจัยเกี่ยวกับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันต่อการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการโดยใช้ตัวแบบที่ 3 ในการทดสอบดังนี้

$$\text{Prob (MO)} = 1 / 1 + e^{-z}$$

$$\text{โดยที่ } z = \beta_0 + \beta_1 (\text{INSTITUTION}) + \beta_2 (\text{EQUITY}) + \beta_3 (\text{ROA}) + \beta_4 (\text{DE})$$

ตาราง 5.6 แสดงสัดส่วนความถูกต้องในการพยากรณ์ตัวแบบที่ 3

ตัวแบบพยากรณ์บริษัทจดทะเบียนที่ถูกฟื้นฟูกิจการ	ร้อยละความถูกต้อง
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด	74.60

จากตารางที่ 5.6 คือค่าร้อยละความถูกต้องในการพยากรณ์ตัวแบบที่ 3 จากกลุ่มตัวอย่างมีจำนวน 82 บริษัท แบ่งออกเป็นบริษัทที่ถูกฟื้นฟูกิจการและบริษัทที่ดำเนินงานตามปกติจำนวน 41 บริษัทเท่ากัน จำนวนแบบแสดงรายงานทางการเงิน (56-1) ย้อนหลัง 3 ปี รวมจำนวนข้อมูล 123 ข้อมูลเท่ากัน จึงมีข้อมูลรวมทั้งสิ้นจำนวน 246 ข้อมูลโดยตัวแบบสามารถพยากรณ์ได้ถูกต้องคิดเป็นร้อยละ 74.60

ตาราง 5.7 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน  
ในการพยากรณ์การเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ

ตัวแปร	ทิศทาง ความสัมพันธ์ที่ คาดหวัง	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ โดยประมาณ	ค่าผิดพลาด มาตรฐาน	Sig.
	(Predicted relation)	( $\beta$ )	S.E.	
INTERCEPT	None	-.766	.219	.000***
INSTITUTION	-	.003	.013	.834
EQUITY	+	2.412	.452	.000***
ROA	-	-.054	.014	.000***
DE	+	.003	.001	.033***

\*\*\* ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

p-value ของตัวแบบ = 0.000

จำนวนกลุ่มตัวอย่าง = 246 บริษัท, Nagelkerke R Square หรือ Pseudo R<sup>2</sup> = 0.398



### 5.3.1 ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 3

จากตาราง .57 สามารถใช้ทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 3 ที่ว่า:

H3: สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกพบว่าตัวแปรที่มีทิศทางความสัมพันธ์ตามทิศทางที่คาดหวัง คือ ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าศูนย์ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมดและสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ส่วนสัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันมีทิศทางไม่เป็นไปตามที่คาดหวังไว้ และผลการทดสอบสมมติฐานพบว่า เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ กล่าวคือ สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ( $p < 0.05$ ) ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 3 และผลการทดสอบตัวแปรควบคุมเป็นไปตามความคาดหมายทุกอย่าง กล่าวคือ การเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการขึ้นอยู่กับ (1) ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าศูนย์ (2) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และ (3) สัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญ ( $p < 0.05$ ) ทั้งนี้ตัวแปรที่มีนัยสำคัญอย่างมากคือ ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าศูนย์และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด

### 5.3.2 ความเหมาะสมของตัวแบบที่ 3

ตัวแบบโดยรวมมีค่า p-value เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่า ระดับนัยสำคัญที่กำหนด (0.05) ค่าสถิติดังกล่าวจะใช้ตรวจสอบ สมมติฐานที่ว่าโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการขึ้นอยู่กับตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัว จากผลการทดสอบทำให้ยอมรับสมมติฐานดังกล่าว จึงสามารถสรุปได้ว่าโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการขึ้นอยู่กับตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวแปร ในจำนวนตัวแปรอิสระ 4 ตัว เมื่อพิจารณาค่า Pseudo  $R^2 = 39.80\%$  สามารถอธิบายได้ว่าร้อยละ 39.80 ของโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการสามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 4 ตัว ในตัวแบบที่ 3

ผลการทดสอบนี้ขัดแย้งกับการศึกษาของ Prowse (1990) ได้ทำการวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของสถาบันการเงิน ที่มีผลต่อความเสี่ยงทางการเงิน ผลการวิจัยพบว่า การที่สถาบันการเงินถือหุ้นมากในบริษัทที่ตนเองปล่อยกู้จะทำให้ความเสี่ยงทางการเงินลดลง และการกำกับดูแลของสถาบันการเงินทั้งในฐานะผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ (Voting right)



เพื่อที่จะป้องกันความเสี่ยงของนโยบายการลงทุนที่อาจก่อให้เกิดปัญหาการทดแทนสินทรัพย์ อันนำมาสู่การเพิ่มมูลค่า ในส่วนทุน โดยเพิ่มภาวะของมูลค่าส่วนหนี้ และวัตถุประสงค์ในการถือหุ้นของสถาบันการเงินก็เพื่อให้มั่นใจว่าจะได้รับชำระหนี้จากบริษัท และผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันซึ่งได้แก่ บริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ มีหน้าที่และความรับผิดชอบที่จะต้องดูแลผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ลงทุนซึ่งเป็นบุคคลทั่วไป ซึ่งลักษณะของการลงทุนในรูปแบบนี้ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันย่อมมีการตรวจสอบ และสอดส่องการทำงานของบริษัมากกว่าผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไป เพราะมีหน้าที่และต้องรับผิดชอบต่อผลประโยชน์ของเงินลงทุนดังกล่าว ในกรณีนี้ผู้วิจัยมีความคิดเห็นต่างจากการศึกษาในส่วนของตัวแปรที่สนใจศึกษาคือสัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันการเงินของ Prowse (1990) กล่าวคือ ลักษณะของโครงสร้างความเป็นเจ้าของในประเทศไทยนั้นต่างจากการศึกษา ในต่างประเทศ เนื่องจากการลงทุนในบริษัทของสถาบันการเงินนั้นยังไม่แพร่หลายนักและจากการศึกษาของ ADB (2000b) ที่ทำการศึกษาสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมประเภทต่างๆ ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยการถือหุ้นของบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์การถือหุ้นเฉลี่ยคิดเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 5.5 อยู่ในอันดับสาม และจากการทดสอบพบว่าโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการขึ้นอยู่กับสัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน

#### 5.4 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ

ในส่วนที่ 5.4 เป็นการนำเสนอผลการวิจัยเกี่ยวกับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการโดยใช้ตัวแบบที่ 4 ในการทดสอบดังนี้

$$\text{Prob (MO)} = \frac{1}{1+e^{-Z}}$$

$$\text{โดยที่ } Z = \beta_0 + \beta_1 (\text{AFFILIATE}) + \beta_2 (\text{PUBLIC}) + \beta_3 (\text{INSTITUTION}) + \beta_4 (\text{EQUITY}) + \beta_5 (\text{ROA}) + \beta_6 (\text{DE})$$

จากตาราง 5.8 และ 5.9 เป็นการนำเสนอผลการวิจัยเกี่ยวกับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลที่ดีต่อการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ ในส่วนที่ 5.4 แตกต่างจากส่วนที่ 5.1 ถึงส่วนที่ 5.3 ตรงที่ว่า ส่วนที่ 5.4 จะรวมตัวแปรที่โครงสร้างความเป็นเจ้าของ ซึ่งเป็นองค์ประกอบของการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการไว้ในตัวแบบเดียวกันที่ทดสอบ เหตุผลที่วิเคราะห์ส่วนที่ 5.4 เพิ่มเติม เนื่องจากต้องการยืนยัน (Confirm) ว่าผลการวิจัยที่ได้รับ จากตัวแบบที่แยกตัวแปรออกจากกันให้ผลไม่แตกต่างกันกับตัวแบบที่รวมตัวแปรไว้ด้วยกัน

#### ตาราง 5.8 แสดงสัดส่วนความถูกต้องในการพยากรณ์ตัวแบบที่ 4

ตัวแบบพยากรณ์บริษัทจดทะเบียนที่ถูกฟื้นฟูกิจการ	ร้อยละความถูกต้อง
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด	75.80

จากตารางที่ 5.8 คือค่าร้อยละความถูกต้องในการพยากรณ์ตัวแบบที่ 4 จากกลุ่มตัวอย่างมีจำนวน 82 บริษัท แบ่งออกเป็นบริษัทที่ถูกฟื้นฟูกิจการและบริษัทที่ดำเนินงานตามปกติจำนวน 41 บริษัทเท่ากัน จำนวนแบบแสดงรายงานทางการเงิน (56-1) ย้อนหลัง 3 ปี รวมจำนวนข้อมูล 123 ข้อมูลเท่ากัน จึงมีข้อมูลรวมทั้งสิ้นจำนวน 246 ข้อมูลโดยตัวแบบสามารถพยากรณ์ได้ถูกต้องคิดเป็นร้อยละ 75.80

ตาราง 5.9 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของ  
ในการพยากรณ์การเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ

ตัวแปร	ทิศทาง ความสัมพันธ์ที่ คาดหวัง  (Predicted relation)	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ โดยประมาณ  ( $\beta$ )	ค่าผิดพลาด มาตรฐาน  S.E.	Sig.
INTERCEPT	None	.168	.597	.778
AFFILIATE	+	-.021	.010	.027***
PUBLIC	-	-.009	.009	.288
INSTITUTION	-	-.011	.015	.466
EQUITY	+	2.459	.460	.000***
ROA	-	-.048	.014	.001***
DE	+	.003	.002	.026***

\*\*\* ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

p-value ของตัวแบบ = 0.000

จำนวนกลุ่มตัวอย่าง = 246 บริษัท, Nagelkerke R Square หรือ Pseudo R<sup>2</sup> = 0.418

#### 5.4.1 ผลการทดสอบในภาพรวม

ผลการทดสอบที่ปรากฏในตาราง 5.9 เป็นการทดสอบเพื่อยืนยันผลการวิจัย ที่ได้จากตัวแบบที่ 1 ถึงตัวแบบที่ 3 ดังนั้นในส่วนนี้จึงไม่ได้ตั้งสมมติฐานการวิจัย

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกในตัวแบบที่ 4 พบว่าตัวแปรที่มีทิศทางความสัมพันธ์ตามที่คาดหวัง คือ สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือ ฐานะทางการเงินแสดง ส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าศูนย์ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมดและสัดส่วนหนี้สินต่อส่วน

ของผู้ถือหุ้น ส่วนตัวแปรสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปกับสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันไม่เป็นไปตามที่คาดหวังไว้ ซึ่งอธิบายตัวแปรตามทิศทางที่เกิดขึ้น ดังนี้

สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือ สิ่งที่คาดไว้คือสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือที่มีระดับความสัมพันธ์ดังกล่าวสูงจะมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม และผลการทดสอบเป็นไปตามที่คาดไว้ คือ ผลการทดสอบพบว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือที่สูงขึ้นมีผลต่อโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ ทั้งนี้อาจเป็นไปได้ที่เมื่อสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือที่สูงขึ้นจนเป็นผู้ถือหุ้น “รายใหญ่” ซึ่งมีอิทธิพลและคุมอำนาจการจัดการ กระทำการเอาัดเอาเปรียบผู้ถือหุ้นกลุ่มน้อย และผู้ถือหุ้นรายย่อยก็ไม่ได้รับการคุ้มครองเท่าที่ควร แถมยังไม่ให้ความสนใจกับการดำเนินงานของบริษัท

สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไป คือ จากลักษณะโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มีความซับซ้อนยิ่งขึ้น ซึ่งทำให้สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปเป็นส่วนเพื่อที่จะทำให้สามารถครอบครองสิทธิและอำนาจในการควบคุมและการบริหารเพราะเมื่อพิจารณาแล้วส่วนใหญ่เป็นสมาชิกในครอบครัวของผู้ก่อตั้งบริษัท และผู้บริหารระดับสูงที่ดำรงตำแหน่งสำคัญในบริษัทเพราะโดยทั่วไปกลุ่มครอบครัวและเครือญาติของผู้ก่อตั้ง ซึ่งเมื่อรวมกับสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือจะทำให้สัดส่วนในการครอบครองสิทธิและอำนาจในการควบคุมและบริหารงานสูงมาก จึงเป็นข้อสรุปที่สำคัญที่ว่า สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปต่างจากการศึกษาวิจัยในอดีตในประเด็นที่ลักษณะโครงสร้างความเป็นเจ้าของของประเทศไทยที่ต่างจากบริษัทในต่างประเทศ

สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน สิ่งที่คาดไว้คือสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน ที่มีระดับความสัมพันธ์ดังกล่าวสูงจะมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามในเชิงลบ กล่าวคือสัดส่วนที่สูงขึ้นนั้นจะมีส่วนในการตรวจสอบและสอดส่องดูแลการทำงานของบริษัทมากขึ้น แต่ผลจากการทดสอบได้ผลในทางตรงกันข้าม ซึ่งเนื่องมาจากการลงทุนในบริษัทของสถาบันการเงินนั้นยังไม่แพร่หลาย จึงไม่ได้เป็นปัจจัยหรือมีอิทธิพลที่จะตรวจสอบและสอดส่องดูแลการทำงานของบริษัทมากนัก

สำหรับผลการทดสอบในภาพรวมเกี่ยวกับความมีนัยสำคัญของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม พบว่า**สอดคล้อง**กับผลการวิจัยที่ได้จากตัวแบบที่ 1 ถึงตัวแบบที่ 3 กล่าวคือ สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือ ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าศูนย์ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมดและสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ( $p < 0.05$ ) ในทางตรงกันข้ามพบว่า สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไป สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน ไม่มีความสัมพันธ์กับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ มีนัยสำคัญ ( $p > 0.05$ ) และผลการทดสอบตัวแปรควบคุมเป็นไปตามความคาดหมายทุกอย่าง และสอดคล้องกับผลการทดสอบที่ได้จากตัวแบบที่ 1 ถึงตัวแบบที่ 3 กล่าวคือ การเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการขึ้นอยู่กับ (1) ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าศูนย์ (2) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และ (3) สัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญ ( $p < 0.05$ ) ทั้งนี้ตัวแปรที่มีนัยสำคัญอย่างมากคือ ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าศูนย์และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด

#### 5.4.2 ความเหมาะสมของตัวแบบที่ 4

ตัวแบบโดยรวมมีค่า p-value เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่า ระดับนัยสำคัญที่กำหนด (0.05) ค่าสถิติดังกล่าวจะใช้ตรวจสอบ สมมติฐานที่ว่าโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการขึ้นอยู่กับตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวแปร จากผลการทดสอบทำให้ยอมรับสมมติฐานดังกล่าว จึงสามารถสรุปได้ว่าโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการขึ้นอยู่กับตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวแปร ในจำนวนตัวแปรอิสระ 6 ตัว เมื่อพิจารณาว่า  $Pseudo R^2 = 41.80\%$  สามารถอธิบายได้ว่าร้อยละ 41.80 ของโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการสามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรอิสระทั้ง 6 ตัว

จากผลการทดสอบสถิติเชิงอนุมานข้างต้นสามารถสรุปผลการวิจัยได้ดังตาราง 5.10

ตาราง 5.10 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่	สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบ
H1	สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ	ยอมรับ H1 ( $p < 0.05$ )
H2	สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ	ยอมรับ H2 ( $p < 0.05$ )
H3	สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ	ยอมรับ H3 ( $p < 0.05$ )
ภาพรวม	ไม่ได้ตั้งสมมติฐานการวิจัย	สอดคล้องกับผลการทดสอบจากตัวแบบที่ 1-3

ดังนั้น จึงสรุปตัวแบบที่เหมาะสมการพยากรณ์ตัวแปรที่สนใจในการศึกษา คือ สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือ และควบคุมตัวแปร คือ ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าศูนย์ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ตามสมมติฐานที่ 1 ที่ต้องการทดสอบว่า สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือ มีความสัมพันธ์กับ โอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจดทะเบียนจะเข้าสู่หมวดฟื้นฟูกิจการ และผลการทดสอบในภาพรวมเพื่อยืนยันผลการทดสอบสมมติฐานที่ตั้งไว้ มีความสอดคล้องกันทุกประการ

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



## บทที่ 6

### บทสรุป อภิปรายผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่อง “ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลที่ดีต่อการเข้าสู่หมวดพื้นที่ปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลที่ดี โดยโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่สนใจศึกษาประกอบด้วย (1) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือ (2) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไป (3) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันการเงิน

สำหรับรูปแบบการวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีข้อมูลงบการเงินปี พ.ศ. 2540-2546 ทั้งนี้ ยกเว้นกลุ่มธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิตและประกันภัย เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวมีลักษณะเฉพาะที่แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น กลุ่มตัวอย่างจะต้องเป็นบริษัทที่มีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครบถ้วน เมื่อพิจารณาจำนวนกลุ่มตัวอย่างเบื้องต้นพบว่ามีจำนวน 122 บริษัท สามารถเก็บรวบรวมข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่มีความครบถ้วนสมบูรณ์ เพื่อใช้ในการศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลได้ร้อยละ 67 จำนวน 82 บริษัทของกลุ่มตัวอย่างเบื้องต้นที่เหลืออีกประมาณร้อยละ 33 จำนวน 40 บริษัทเป็นกลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครบถ้วนสมบูรณ์ กล่าวคือ ไม่มีการรายงานข้อมูลทางการเงิน หรือรายงานแต่ไม่ครบถ้วน ขาดงบการเงินรวมในบางปีที่ต้องใช้ข้อมูลในการศึกษารวมถึงไม่มีข้อมูลที่จำเป็นต้องใช้ในการศึกษาอื่น ๆ ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้แบ่งออกเป็น 2 กลุ่มใหญ่ ๆ คือ กลุ่มของตัวแปรที่สนใจศึกษาหรือตัวแปรอธิบาย และกลุ่มของตัวแปรที่ใช้ในการควบคุมผลการวิจัย ตัวแปรแต่ละกลุ่มสามารถสรุปได้ดังนี้

กลุ่มของตัวแปรที่สนใจศึกษาประกอบด้วย (1) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือ (2) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไป (3) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันการเงิน

สำหรับกลุ่มของตัวแปรที่ใช้ในการควบคุมผลการวิจัยประกอบด้วย (1) ฐานะทางการเงิน แสดงส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าศูนย์ (2) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด (3) สัดส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในส่วนของ การวิเคราะห์ข้อมูล จะใช้โปรแกรม Statistical Package for Social Science Version 13.0 (SPSS for Windows 13.0) เนื่องจาก

เป็นโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติที่สามารถวิเคราะห์ข้อมูลได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่วนเทคนิคที่ทางสถิติที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลครั้งนี้ประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) ซึ่งแสดงอยู่ในรูปของ ความถี่และร้อยละ (Frequency and Proportion) ค่าต่ำสุด (Minimum : Min) ค่าสูงสุด (Maximum : Max) ค่าฐานนิยม (Mode) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) ทั้งนี้เพื่อใช้อธิบายผลการวิจัยเบื้องต้นเกี่ยวกับข้อมูลของกลุ่มตัวแปรที่ที่เก็บรวบรวมได้ ส่วนสถิติเชิงอนุมาน (Inferential statistics) ที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลครั้งนี้ ประกอบด้วย การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลที่ดีต่อการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้เทคนิคของการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก (Logistic Regression Analysis)

## 6.1 บทสรุปและอภิปรายผลการวิจัย

ในส่วนของบทสรุปและอภิปรายผลการวิจัย ผู้วิจัยจะแบ่งประเด็นของการนำเสนอเกี่ยวกับบทสรุปและอภิปรายผลการวิจัยออกเป็น 2 ส่วนหลัก ๆ คือ (1) ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรที่สนใจศึกษา และตัวแปรควบคุม (2) ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลที่ดีต่อการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจัดเรียงตามสมมติฐานการวิจัย บทสรุปและอภิปรายผลการวิจัยในแต่ละส่วนมีสาระโดยสังเขปดังนี้

### 6.1.1 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐาน

#### ตัวแปรที่สนใจศึกษา

(1) **สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือ (AFFILIATE)** โดยเฉลี่ยของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์คือร้อยละ 21.25 สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือสูงสุด (Max) ถึงร้อยละ 94.50 สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทในเครือต่ำสุด (Min) คือร้อยละ 0.00 สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนฯ มีความต่างของสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครืออย่างมาก ซึ่งเมื่อพิจารณาเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของสองกลุ่มตัวอย่าง จะเห็นได้โดยเฉลี่ยสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือของสองกลุ่มตัวอย่างมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 กล่าวคือ

บริษัทฯ ในกลุ่มฟื้นฟูกิจการส่วนใหญ่มีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือโดยเฉลี่ยต่างกับ บริษัทฯ ในกลุ่มผลการดำเนินงานปกติอย่างมีสาระสำคัญ

(2) **สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบุคคลทั่วไป (PUBLIC)** โดยเฉลี่ยสัดส่วนของผู้ถือหุ้นบุคคลทั่วไปอยู่ที่ร้อยละ 35.34 โดยมีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นบุคคลทั่วไปสูงสุด (Max) ถึงร้อยละ 82.49 สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทบุคคลทั่วไปต่ำสุด (Min) คือร้อยละ 0.00 สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนฯ มีความต่างของสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปอย่างมาก ซึ่งเมื่อพิจารณาเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของสองกลุ่มตัวอย่าง จะเห็นได้ว่าโดยเฉลี่ยสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือของสองกลุ่มตัวอย่างไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ บริษัทฯ ในกลุ่มฟื้นฟูกิจการส่วนใหญ่มีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปโดยเฉลี่ยไม่ต่างกับบริษัทฯ ในกลุ่มผลการดำเนินงานปกติอย่างมีสาระสำคัญ

(3) **สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบัน (INSTITUTION)** โดยเฉลี่ยสัดส่วนของผู้ถือหุ้นสถาบันอยู่ที่ร้อยละ 10.79 โดยมีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นสถาบันสูงสุด (Max) ถึงร้อยละ 79.88 สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทสถาบันต่ำสุด (Min) คือร้อยละ 0.00 สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียน มีความต่างของสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันอย่างมาก ซึ่งเมื่อพิจารณาเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของสองกลุ่มตัวอย่าง จะเห็นได้ว่าโดยเฉลี่ยสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันของสองกลุ่มตัวอย่างไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ บริษัทฯ ในกลุ่มฟื้นฟูกิจการส่วนใหญ่มี สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันโดยเฉลี่ยไม่ต่างกับบริษัทฯ ในกลุ่มผลการดำเนินงานปกติ อย่างมีสาระสำคัญ

### ตัวแปรควบคุม

(1) **ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าศูนย์ (EQUITY)** จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 246 บริษัท พบว่ากลุ่มตัวอย่างที่วิเคราะห์ได้จากการวิจัยครั้งนี้ส่วนใหญ่มีฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่าศูนย์คิดเป็นร้อยละ 47.15 ซึ่งเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มผลการดำเนินงานปกติ (จำนวน 116 บริษัท) และเมื่อวิเคราะห์ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าน้อยกว่าศูนย์ซึ่งเป็นเงื่อนไขหนึ่ง ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545พบว่ากลุ่มตัวอย่างที่เข้าเงื่อนไขดังกล่าวข้างต้นคือบริษัทในกลุ่มที่เข้าสู่การฟื้นฟูกิจการคิดเป็นร้อยละ 24.39 (จำนวน 60 บริษัท) จึงสามารถสรุปได้ว่า จาก

การศึกษาย้อนหลัง 3 ปีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาในกลุ่มบริษัทที่เข้าฟื้นฟูกิจการมีแนวโน้มของฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าน้อยกว่าศูนย์ ที่จะนำไปสู่การเข้าฟื้นฟูกิจการซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขหนึ่ง ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545 มากกว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่มผลการดำเนินงานปกติ ซึ่งสอดคล้องกับการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของสองกลุ่มตัวอย่าง จะเห็นได้ว่าค่าเฉลี่ยฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าน้อยกว่าศูนย์ของสองกลุ่มตัวอย่างมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 กล่าวคือ บริษัทฯ ในกลุ่มฟื้นฟูกิจการส่วนใหญ่มีฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าน้อยกว่าศูนย์โดยเฉลี่ยต่างกับบริษัทฯ ในกลุ่มผลการดำเนินงานปกติอย่างมีสาระสำคัญ

(2) **อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)** พบว่าโดยเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อยู่ที่ -5.46 เท่า มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ต่ำสุดที่ -273.75 เท่าซึ่งตกอยู่ในกลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทในกลุ่มฟื้นฟูกิจการ และมีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์สูงสุดที่ 31.95 เท่าซึ่งตกอยู่ในกลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทในกลุ่มผลการดำเนินงานปกติ จะเห็นได้อย่างชัดเจนว่าเมื่อทำศึกษาย้อนหลังพบว่า บริษัทที่เข้าสู่การฟื้นฟูกิจการนั้นมีแนวโน้มของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ติดลบซึ่งหมายถึง บริษัทไม่สามารถสร้างกำไรจากสินทรัพย์หรือไม่สามารถสร้างรายได้จากสินทรัพย์ที่มีอยู่ ซึ่งอาจมีสาเหตุจากการบริหารงาน นโยบายและการวางแผนงาน ซึ่งสอดคล้องกับการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของสองกลุ่มตัวอย่าง จะเห็นได้ว่าค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของสองกลุ่มตัวอย่างมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 กล่าวคือ บริษัทฯ ในกลุ่มฟื้นฟูกิจการส่วนใหญ่มีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ต่างกับบริษัทฯ ในกลุ่มผลการดำเนินงานปกติอย่างมีสาระสำคัญ

(3) **สัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE)** พบว่าโดยเฉลี่ยสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อยู่ที่ 45.90 เท่า มีค่าเฉลี่ยสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำสุดที่ -886.23 เท่าและสูงสุดที่ 10,059.73 เท่าซึ่งตกอยู่ในกลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทในกลุ่มฟื้นฟูกิจการ จะเห็นได้อย่างชัดเจนว่าเมื่อทำศึกษาย้อนหลังพบว่า บริษัทที่เข้าสู่การฟื้นฟูกิจการนั้น มีแนวโน้มของสัดส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงกว่าบริษัทในกลุ่มผลการดำเนินงานปกติซึ่งหมายถึง บริษัทมีโครงสร้างของเงินทุนซึ่งเกิดจากการก่อหนี้ซึ่งทำให้เกิดความเสี่ยงมากกว่าเงินลงทุนจากผู้ถือหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของสอง

กลุ่มตัวอย่าง จะเห็นได้ว่าค่าเฉลี่ยสัดส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงของสองกลุ่มตัวอย่างมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 กล่าวคือ บริษัทฯ ในกลุ่มฟื้นฟูกิจการส่วนใหญ่มีค่าเฉลี่ยสัดส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำกว่าบริษัทฯ ในกลุ่มผลการดำเนินงานปกติอย่างมีสาระสำคัญ

จากที่กล่าวมาคือผลสรุปผลการวิจัยเบื้องต้นจากการวิเคราะห์ด้วยค่าสถิติพื้นฐาน ลำดับต่อไปจะเป็นการนำเสนอบทสรุปและอภิปรายผลการวิจัยเกี่ยวกับ ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลที่ดีต่อการเข้าสู่หมวดฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจำแนกตามสมมติฐานการวิจัย รวมถึงผลการทดสอบในภาพรวม โดยมีเนื้อหาสาระดังนี้

#### 6.1.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ

##### สมมติฐานการวิจัยที่ 1

ผู้วิจัยต้องการตรวจสอบว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการหรือไม่ และเพื่อเป็นการตอบปัญหาดังกล่าว ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานการวิจัยไว้ว่า “บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการขึ้นอยู่กับสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือที่เพิ่มขึ้น”

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกในตัวแบบที่ 1 เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 1 พบว่าเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ กล่าวคือ บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการขึ้นอยู่กับสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ( $p < 0.05$ ) ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยดังกล่าว



6.13 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ

### สมมติฐานการวิจัยที่ 2

ผู้วิจัยต้องการตรวจสอบว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการหรือไม่ และเพื่อเป็นการตอบปัญหาดังกล่าว ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานการวิจัยไว้ว่า “โอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการขึ้นอยู่กับสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปที่ลดลง”

จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกในตัวแบบที่ 2 เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 2 พบว่าเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ กล่าวคือ โอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการขึ้นอยู่กับสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ( $p < 0.05$ ) ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยดังกล่าว แต่ผลจากการทดสอบของตัวแปรที่สนใจศึกษาคือสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไปนั้นต่างจากการวิจัยในอดีตซึ่งเป็นเพราะรูปแบบของบริษัทจากบริษัทจำกัด เป็นบริษัทมหาชนมีผลทำให้ผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งบริษัทกับการบริหารความเสี่ยงหรือผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นบุคคลทั่วไปนั้นจะมีความสนใจที่จะบริหารและตรวจสอบการทำงานของบริษัทมากขึ้นเพื่อรักษาผลประโยชน์สูงสุดของบริษัทที่นำไปสู่ผลตอบแทนสูงสุดจากการลงทุนของตนเองนั้นต้องคำนึงถึงการรักษาผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ เช่น ผู้ลงทุนรายย่อย เจ้าหนี้ สังคม เป็นต้น

6.14 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ

### สมมติฐานการวิจัยที่ 3

ผู้วิจัยต้องการตรวจสอบว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการหรือไม่ และเพื่อเป็นการตอบปัญหาดังกล่าว ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานการวิจัยไว้ว่า “โอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการขึ้นอยู่กับสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันที่ลดลง”



จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกในตัวแบบที่ 3 เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 3 พบว่าเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ กล่าวคือ โอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการขึ้นอยู่กับสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ( $p < 0.05$ ) ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยดังกล่าว แต่ผลจากการทดสอบของตัวแปรที่สนใจศึกษาคือสัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันนั้นต่างจากการวิจัยในอดีตเนื่องจากลักษณะของโครงสร้างความเป็นเจ้าของในประเทศไทยนั้นต่างจากการศึกษาในต่างประเทศ และการลงทุนในบริษัทของสถาบันการเงินนั้นยังไม่แพร่หลาย

### ผลการทดสอบในภาพรวม

เพื่อเป็นการยืนยัน (Confirm) ว่าผลการวิจัยที่ได้รับจากตัวแบบที่แยกตัวแปรเกี่ยวกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของออกจากกันให้ผลไม่แตกต่างกันกับตัวแบบที่รวมตัวแปรไว้ด้วยกัน ผู้วิจัยจึงนำตัวแบบที่ 4 มาทดสอบเพิ่มเติม ผลการทดสอบที่ได้พบว่า **สอดคล้อง**กับผลการวิจัยที่ได้จากตัวแบบที่ 1 ถึงตัวแบบที่ 3 กล่าวคือ (1) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือ (2) ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าศูนย์ (3) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด (4) สัดส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ต่อการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ( $p < 0.05$ ) ในทางตรงกันข้ามพบว่า (1) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไป และ (2) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันการเงินไม่มีความสัมพันธ์ต่อการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการที่ระดับนัยสำคัญ ( $p > 0.05$ )

ดังนั้นในภาพรวมสามารถสรุปได้ว่า โครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลที่ดีต่อการเข้าสู่หมวดฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กล่าวคือ บริษัทฯ จะมีโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่เข้าสู่การฟื้นฟูกิจการมากขึ้นหรือน้อยอย่างไร จะเป็นผลมาจากโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลที่ดีซึ่งประกอบด้วย สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบริษัทในเครือ สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทบุคคลทั่วไป สัดส่วนของผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันการเงินนั่นเอง

ตามที่ได้กล่าวไว้ในส่วนของการทบทวนวรรณกรรมว่า โครงสร้างความเป็นเจ้าของมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน การบริหารความเสี่ยงและโครงสร้างเงินทุน ทั้งนี้เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีสิทธิและอำนาจในการเลือกคณะกรรมการ ที่เป็นผู้ที่ต้องปฏิบัติงานเพื่อผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งโครงสร้างความเป็นเจ้าของนั้นถืออำนาจให้สามารถใช้สิทธินั้น

โดยที่ผู้มีส่วนได้เสียอื่นไม่สามารถเรียกร้อง หรือคัดค้านในการตัดสินใจเกี่ยวกับนโยบาย แผนงาน และการจัดทำรายงานทางการเงินได้เนื่องจากมีส่วนของเงินลงทุนน้อยกว่า ดังนั้น จากโครงสร้าง ความเป็นเจ้าของดังกล่าวจะส่งผลให้กลไกของการกำกับดูแลกิจการนั้นไม่สามารถทำงานได้อย่าง มีประสิทธิภาพ

อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้อาจจะมองข้ามตัวแปรที่อาจมีความสัมพันธ์กับโอกาส ( ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงพยายามที่จะลดความเสี่ยงให้ เหลือน้อยที่สุดด้วยการควบคุมตัวแปรที่คิดว่าจะมีความสัมพันธ์กับโอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่ บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการผลสรุปการวิจัยนำเสนอในประเด็นถัดไป

ผู้วิจัยไม่ได้ตั้งสมมติฐานการวิจัยสำหรับการทดสอบตัวแปรควบคุมเนื่องจากมิได้เป็นตัว แปรที่สนใจศึกษา เพียงแต่ต้องการนำมาวิเคราะห์และยืนยันว่าผลการดำเนินงานทางการเงินมี ความสัมพันธ์กับรายการคงค้างของกิจการ สำหรับกลุ่มของตัวแปรที่ใช้ในการควบคุมผลการวิจัย ประกอบด้วย (1) ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าศูนย์ (2) อัตราผลตอบแทนจาก สินทรัพย์ทั้งหมด (3) สัดส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ผลการวิจัยพบว่า สอดคล้องกับ งานวิจัยในอดีตทุกตัวแปร กล่าวคือ โอกาส (ความน่าจะเป็น) ที่บริษัทจะเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ ขึ้นอยู่กับ (1) ฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าศูนย์ (2) อัตราผลตอบแทนจาก สินทรัพย์ทั้งหมด (3) สัดส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

เนื่องจากว่าการศึกษาเป็นไปในลักษณะของการทดสอบในเชิงของความสัมพันธ์ (Association) ซึ่งไม่ใช่เป็นการทดสอบในเชิงของเหตุและผล (Causation) ดังนั้นในการวิเคราะห์ หรือตีความผลการวิจัยจึงพิจารณาในเชิงของความสัมพันธ์เท่านั้น

อนึ่ง ผลการวิจัยไม่สามารถอ้างอิงได้กับ บริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย เนื่องจากมีความแตกต่างในเชิงโครงสร้างของการดำเนินงาน ความจำเป็นในการ เปิดเผยข้อมูลทางการเงินต่อสาธารณชน เป็นต้น

ประการสุดท้ายคือ ข้อจำกัดในการเก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ เป็นข้อมูลเชิงปริมาณ ยังมีได้ค้ำึงถึงข้อมูลเชิงคุณภาพ และเนื่องจากบางบริษัทฯ อาจยังมี ข้อมูลที่แตกต่างกันที่นำมาใช้ในการศึกษา อาจทำให้เกิดความคลุมเครือและไม่ชัดเจนในการ ตีความ อย่างไรก็ตามผู้วิจัยแก้ปัญหาเหล่านี้ด้วยการศึกษาข้อมูลของกิจการต่าง ๆ และมีการปรับปรุง

รายการต่าง ๆ ที่จำเป็นเพื่อความเหมาะสม ทั้งนี้เพื่อให้ข้อมูลสามารถเปรียบเทียบกันได้ และเป็นที่ยืนยันความถูกต้อง ครบถ้วนของข้อมูลด้วยการนำไปเปรียบเทียบกับผู้วิจัยท่านอื่นที่ศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยมีตัวแปรที่ศึกษาร่วมกันและศึกษาในช่วงเวลาเดียวกัน กระบวนการดังกล่าวทำให้ได้ข้อมูลที่มีความถูกต้อง ครบถ้วน และสมบูรณ์มากที่สุด ก่อนที่จะนำมาประมวลผลและสรุปผลการวิจัย

## 6.2 ข้อเสนอแนะ

### 6.2.1 ข้อเสนอแนะที่ได้จากการวิจัย

จากผลการวิจัย ในเรื่อง “ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของการกำกับดูแลที่ดีกับการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” ทำให้ผู้วิจัยประจักษ์ถึงความสำคัญของโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ซึ่งเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพ ลักษณะฐานะทางการเงินแสดงส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนทางการเงินที่สามารถพยากรณ์การถูกฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ และยิ่งไปกว่านั้น ยังทำให้นักลงทุนสามารถวิเคราะห์รูปแบบการบริหารของบริษัทที่ดีเพื่อประโยชน์ในผลตอบแทนสูงสุดจากการลงทุน เนื่องจากโครงสร้างความเป็นเจ้าของนั้นสะท้อนเกี่ยวกับการควบคุมสิทธิและอำนาจในการบริหาร กำหนดนโยบาย การคัดสรรกรรมการของกิจการซึ่งอาจนำไปสู่การถูกฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ด้วย ดังที่จะเห็นได้จากผลการวิจัยที่สรุปไว้เบื้องต้น ที่มีความสอดคล้องกับผลการประเมินการปฏิบัติตามมาตรฐานสากล (มอง CG ตลาดหุ้นไทย, 2549) ที่ประเมินให้ตลาดหุ้นไทยมีการปรับปรุงเพิ่มเกี่ยวกับการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน ในด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยให้ตลาดหุ้นไทยมีมาตรการส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีการกระจายตัวของการถือหุ้น (Free float) และแผนแม่บทพัฒนาตลาดหุ้นไทย ฉบับที่ 2 (2549-2553) ที่มุ่งเน้นเพิ่มสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบัน พัฒนาให้กลไกตลาดผลักดันให้การบริหารงานมีประสิทธิภาพ โปร่งใส น่าเชื่อถือ เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย

## 6.2.2 ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาต่อในอนาคต

1. ผู้วิจัยในอนาคต ควรพิจารณาเรื่อง การออกจากแผนฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ว่ามีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างความเป็นเจ้าหรือไม่เพราะเหตุใด และ ควรศึกษาปัจจัยอื่นเพิ่มเติมที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับการเข้าและออกจากแผนฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ถึงแม้ว่าต่อมาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะทำการปิดหมวดฟื้นฟูกิจการ แต่วัตถุประสงค์ของการตั้งหมวดฟื้นฟูกิจการก็เพื่อเป็นสัญญาณแก่นักลงทุนเกี่ยวกับความเสี่ยงในการตัดสินใจข้อมูลของบริษัทตัดสินใจลงทุน ส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีการแก้ไขผลการดำเนินงาน และเพื่อลดผลกระทบที่จะเกิดแก่นักลงทุนรายย่อย ดังนั้น การขึ้นเครื่องหมายหรือการตั้งหมวดบริษัทจดทะเบียนไม่สามารถแก้ไขผลการดำเนินงานได้ตามกำหนด ก็สามารถเป็นสัญญาณเตือนแก่นักลงทุนได้เช่นเดียวกัน นอกเหนือจากตัวแปรด้านโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่ได้จากงานวิจัยนี้ เพื่อให้มีความหลากหลายมากยิ่งขึ้น อาทิ ข้อมูลเชิงคุณภาพอื่น ๆ ที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร ก็ย่อมเป็นการดีที่จะนำมาวิจัยเพื่อให้เกิดองค์ความรู้ใหม่ ๆ เช่นเดียวกับงานวิจัยในเรื่องนี้

2. ผู้วิจัยในอนาคต อาจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของกับการมีส่วนเกี่ยวข้องกับกิจกรรมด้านอื่นๆ อาทิ การมีส่วนร่วมในการควบคุมภายใน การบริหารความเสี่ยง (Risk Management) การมีส่วนร่วมในการจัดทำงบประมาณและประมาณการ เนื่องจากข้อมูลดังกล่าวปรากฏในรายงานประจำปี จึงมีความจำเป็นในการกำหนดเกณฑ์ในการจัดทำงบประมาณและประมาณการดังกล่าว เพื่อให้ข้อมูลในรายงานประจำปีมีความน่าเชื่อถือ และคำนึงถึงสิทธิประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม

## รายการอ้างอิง

- เกียรติศักดิ์ จีระเชียรนาถ. บรรษัทภิบาลหลักปฏิบัติในโลกแห่งความจริง. กรุงเทพมหานคร: เอ็กสเปอร์เน็ท, 2542.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. มอง CG ตลาดทุนไทย. กรุงเทพมหานคร, 2549.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. รายงานการกำกับดูแลกิจการ. กรุงเทพมหานคร, 2544.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. หลักการกำกับดูแลที่ดี. กรุงเทพมหานคร, 2549.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. แนวปฏิบัติที่ดีของผู้ถือหุ้น. กรุงเทพมหานคร, 2546.
- ปวีณา วงศ์วิวัฒน์. ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น Leverage และประสิทธิภาพในการผลิตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในหมวดอุตสาหกรรมการผลิต. จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2544
- รพี สุจริตกุล. การประชุมทางวิชาการระบบบริษัทภิบาลของสถาบันการเงิน. สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. กรุงเทพมหานคร, 2543.
- สังเวียน อินทวิชัย. การกำกับดูแลกิจการ : ทำไมและเพียงใด. วารสารนักบัญชี, ธ.ค. 2542-มี.ค. 2543, หน้า 10-21.
- Aabo Tom, 2002. "Ownership and Risk Management: Shareholder versus Stakeholder Satisfaction". EFMA 2004 Basel Meetings Paper.
- ADB. 2000a. "Corporate governance and finance in East Asia: A study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines and Thailand". Vol. 1 Country studies. Manila: Asian Development Bank.
- ADB. 2000b. "Corporate governance and finance in East Asia: A study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines and Thailand". Vol. 2 Country studies. Manila: Asian Development Bank.
- Agrawal, Anup and Charles Knoeber, 1996. "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders". Journal of Financial and Quantitative Analysis.
- Agrawal, Anup, and Gershon N. Mandelker, 1990. "Large Shareholders and the Monitoring of Managers". Journal of Financial and Quantitative Analysis.
- Ahmed M. Ebrahim, 2004. "The Effectiveness of Corporate Governance, institutional ownership, and audit quality as monitoring devices of earning management".



- Anderson, Ronald C. and David M. Reeb, 2003. "Founding-Family ownership and Firm Performance:Evidence from the S&P 500", Journal of Finance, Vol 63, 1301-1328.
- Anya Khanthavit, Piruna Polsiri, and Yupana Wiwattanakantang, "Did Families Lose or Gain Control after the East Asian Financial Crisis?" February 2003.
- Alba, Pedro, Stijn Claessens, and Simeon Djankov, 1998. "Thailand's corporate financing and governance structures: impact on firms' competitiveness", The World Bank, Conference on Thailand's dynamic economic recovery and competitiveness, UNCC, Bangkok, 20-21
- Becht, M., Bolton, P. & Rosell, A. 2002. "Corporate Governance and Control", w9371, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Blair, M. 1995. Ownership and control. Washington, DC: The Brookings Institution.
- Chau, G.k., and Gray, S.J. 2002. "Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore". The International Journal of Accounting 37 : 247-265.
- Demsetz, H., & Lehn, K. 1985: "The structure of corporate ownership: Causes and consequences". Journal of Political Economy, vol. 93, n° 6, pp. 1155-1171.
- Fama, E., Jensen, M., 1983. "Separation of ownership and control". Journal of Law and Economics 26,301-325.
- Gilbert, L. R., K. Menon and K. B. Schwartz. 1990, "Predicting Bankruptcy for Firms in Financial Distress." Journal of Business Finance and Accounting 17, 161-171.
- Johnson, S., P. Boone, A. Breach, and E. Friedman. 2000, "Corporate Governance in the Asian Financial".
- Karpoff, J., Malatesta, P., Walkling, R. 1996. "Corporate governance and shareholder initiatives:Empirical evidence". Journal of Financial Economics 42, 365-395.
- Lane, P.J., Cannella, A. A., & Lubatkin, M.H. 1999: "Ownership structure and corporate strategy: One questionviewed from two different worlds", Strategic Management Journal, n° 20, pp. 1077-1086.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 1998. "Law and finance," Journal of Political Economy, forth coming.



- Lemmon, M. L. & Lins, K. V. 2003. "Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis", Journal of Finance, vol. 58, no. 4, pp. 1445-1467.
- May.Baek, J. S., Kang J. K. & Park K. S. 2004. "Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis", Journal of Financial Economics, vol. 71, no.2, pp. 265-313
- Mitton, T. 2002. "A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis", Journal of Financial Economics, 64: 215-41.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, W. 1988: "Management ownership and market valuation: An empirical analysis".Journal of Financial Economics, n° 20, pp. 292-315.
- Mulherin, H. J. & Poulsen, A. B. 1998, "Proxy Contests and Corporate Change: Implications for Shareholder Wealth", Journal of Financial Economics, vol. 47, no. 3, pp. 279-313.
- Prowse, Stephen. "Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the United States and Japan". Journal of Financial Economics. 27. 1990 : 43-66.
- Smith, M., 1996. "Shareholder activism by institutional investors": Evidence from CalPERS. Journal of Finance 51, 227-252.
- Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph P.H. fan and Larry H.P. Lang. "The Cost of Group Affiliation: Evidence from East Asia". World Bank, July 2000.
- Stijn Claessens & Joseph P.H. 2002 "Corporate Governance in Asia: A Survey." International Review of Finance, Vol. 3, No.2, 71-103.
- Tsun-Siou Lee and Yin-Hua Yeh. "Corporate Governance and Financial Distress," Corporate Governance: An International Review, Vol. 12, No. 3, pp. 378-388, July 2004.
- Villalonga, Belen and Raphael Amit. 2004. "How do family ownership, management, and control effect firm value?". Working Paper.
- Wiwattanakantang, Y. 2000. "The equity ownership structure of Thai firms", unpublished working paper, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, Japan.



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## ภาคผนวก ก

### การตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก

ก่อนที่จะกล่าวถึงเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก ผู้วิจัยขอกกล่าวถึงการตรวจสอบเงื่อนไขในการวิเคราะห์ความถดถอยแบบปกติ เนื่องจากเป็นพื้นฐานของการตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอย

เงื่อนไขในการวิเคราะห์ความถดถอยแบบปกติ โดยทั่วไปมีดังต่อไปนี้

1. ค่าคาดหวังของค่าคลาดเคลื่อน = 0 (เงื่อนไขข้อนี้เป็นจริงเสมอ)
2. ค่าคลาดเคลื่อนต้องมีการแจกแจงแบบปกติ
3. การตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงอัตตะ (ค่าคลาดเคลื่อนต้องเป็นอิสระกัน)
4. ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนต้องคงที่ทุกค่าของ X
5. ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระกันหรือไม่เกิดปัญหา Multicollinearity

สำหรับการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก ไม่จำเป็นต้องตรวจสอบเงื่อนไข ข้อ 2 และ ข้อ 4 เนื่องจากการวิเคราะห์ถดถอยโลจิสติกจะไม่เป็นไปตามเงื่อนไขที่ระบุไว้แล้ว ดังนั้นจึงตรวจสอบเฉพาะเงื่อนไขข้อ 1 ข้อ 3 และ ข้อ 5 ดังนี้

**ข้อ 1 ค่าคาดหวังของค่าคลาดเคลื่อน = 0 หรือ  $E(e) = 0$**

เงื่อนไขข้อนี้ เป็นจริงเสมอ ไม่ว่าจะเป็นการวิเคราะห์ความถดถอยแบบปกติหรือการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติก

**ข้อ 3 การตรวจสอบความสัมพันธ์ เชิงอัตตะ (Autocorrelation or Serial correlation)**

ค่าคลาดเคลื่อนต้องเป็นอิสระกัน หรือ  $e_i$  และ  $e_j$  เป็นอิสระกัน สำหรับการตรวจสอบว่าค่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระกันหรือไม่มีความสัมพันธ์กัน โดยปกติข้อมูลที่เก็บตามช่วงเวลาจะมีโอกาสเกิดปัญหานี้มากกว่าข้อมูลตัดขวาง (Cross-sectional) การศึกษานี้เป็นการเก็บข้อมูลรายบริษัทหรือเป็นข้อมูลตัดขวาง โอกาสของการเกิดปัญหานี้จึงมีน้อย อย่างไรก็ตามเพื่อให้ผลการทดสอบความสัมพันธ์มีความน่าเชื่อถือมากขึ้น จึงทดสอบความคลาดเคลื่อน

( $y-\hat{y}$ ) โดยพิจารณาจากค่าสถิติของ Durbin-Watson และมีสมมติฐานในการทดสอบดังนี้

$H_0$ : ค่าความคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์กัน

$H_1$ : ค่าความคลาดเคลื่อนไม่มีความสัมพันธ์กัน

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.532	.283	.265	.429	.722

จากผลการทดสอบสามารถสรุปได้ว่า ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0$  เนื่องจาก ค่าสถิติ Durbin-Watson เท่ากับ .722 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด (0.05) จึงสรุปว่าค่าความคลาดเคลื่อนไม่มีความสัมพันธ์กัน

#### ข้อ 5 ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระกันหรือไม่เกิดปัญหา Multicollinearity

เนื่องจากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของกับการเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ ซึ่งใช้เทคนิคการวิเคราะห์ถดถอยแบบโลจิสติก (Logistic Regression Analysis) ผู้วิจัยจึงได้ทำการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโดยใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) เพื่อตรวจสอบตัวแปรอิสระทุกตัวที่นำมาศึกษามีความสัมพันธ์กันสูงหรือไม่ เพื่อป้องกันการเกิดปัญหา Multicollinearity ซึ่งผลจากการวิเคราะห์พบว่าไม่มีตัวแปรอิสระคู่ใดมีความสัมพันธ์กันสูงเกิน 0.5

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

		AFFILIATE	PUBLIC	INSTITUTION	EQUITY	ROE	DE
AFFILIATE	Pearson Correlation	1					
	Sig. (2-tailed)						
	N	246					
PUBLIC	Pearson Correlation	.153(*)	1				
	Sig. (2-tailed)	.000					
	N	246	246				
INSTITUTION	Pearson Correlation	-.221(**)	-.274(**)	1			
	Sig. (2-tailed)	.000	.000				
	N	246	246	246			
EQUITY	Pearson Correlation	-.110	.076	-.026	1		
	Sig. (2-tailed)	.083	.234	.688			
	N	246	246	246	246		
ROE	Pearson Correlation	.174(**)	-.022	-.052	-.315(**)	1	
	Sig. (2-tailed)	.006	.725	.413	.000		
	N	246	246	246	246	246	
DE	Pearson Correlation	.045	-.026	-.027	-.062	.007	1
	Sig. (2-tailed)	.480	.687	.676	.329	.909	
	N	246	246	246	246	246	246

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

จากตารางสรุปได้ว่าตัวแปรทั้งหมดเป็นอิสระจากกัน ดังนั้นจึงสามารถนำตัวแปรอิสระ  
ทุกตัวมาทดสอบความสัมพันธ์กับตัวแปรตามเพื่อตอบปัญหาการวิจัยต่อไป

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## ภาคผนวก ข

ขั้นตอนและแนวทางดำเนินการต่อบริษัทจดทะเบียนที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน  
และต้องจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการ ฉบับวันที่ 28 มีนาคม 2546  
(แก้ไขเพิ่มเติมวันที่ 30 เมษายน 2547 และวันที่ 10 พฤษภาคม 2548)

### หลักการและเหตุผล

1. นโยบายของตลาดหลักทรัพย์เกี่ยวกับการเพิกถอนบริษัทจดทะเบียนด้วยตลาดหลักทรัพย์พิจารณาเห็นว่า การเพิกถอนบริษัทจดทะเบียนจะส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยทำให้ขาดสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ และผู้ถือหุ้นไม่ได้รับข้อมูลที่เหมาะสมในการติดตามการดำเนินการของบริษัท ตลาดหลักทรัพย์จึงไม่ประสงค์จะเพิกถอนบริษัทจดทะเบียนทันที แต่จะส่งเสริมและสนับสนุนให้บริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนดังกล่าว เร่งจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการที่เหมาะสมเพื่อแก้ไขปัญหาฐานะการเงินและผลการดำเนินงานให้ลุล่วงโดยเร็ว รวมทั้งให้มีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับแนวทางการฟื้นฟูกิจการให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้ประกอบการติดตามความคืบหน้าในการแก้ไขปัญหาของบริษัทอย่างเต็มที่ จนกว่าบริษัทจะสามารถแก้ไขปัญหาจนพ้นเหตุอาจถูกเพิกถอนของตลาดหลักทรัพย์

2. แผนฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยทั่วไปตลาดหลักทรัพย์จะไม่เข้าไปตัดสินใจหรือแสดงความคิดเห็นเกี่ยวกับการบริหารงานในเชิงธุรกิจ ของบริษัทจดทะเบียน ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์จึงจัดกระบวนการ เพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับข้อมูลอย่างครบถ้วนเพียงพอจากฝ่ายบริหารซึ่งเป็นผู้รับผิดชอบในการบริหารงาน ดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นโดยตรง โดยตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดให้ฝ่ายบริหารของบริษัทจดทะเบียน และที่ปรึกษาทางการเงินอิสระต้องร่วมจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการของบริษัทและนำเสนอต่อที่ประชุมผู้ถือหุ้นอนุมัติ และมีหน้าที่ร่วมกันรายงานความคืบหน้าของการดำเนินการตามแผนจนกว่าบริษัทจะฟื้นฟูกิจการแล้วเสร็จ

ในกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์พิจารณาแล้วเห็นว่าบริษัทที่อยู่ในหมวด REHABCO รายใด ไม่มี ความคืบหน้าในการปรับโครงสร้างหนี้ เพื่อแก้ไขปัญหาของบริษัทอย่างชัดเจนหรือเห็นว่าแนวทางการฟื้นฟูกิจการที่บริษัทจัดทำขึ้น ไม่สามารถช่วยให้บริษัทมีฐานะการเงินและผลการดำเนินงานที่มั่นคง แข็งแรงได้โดยเร็ว ตลาดหลักทรัพย์อาจเสนอคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์เพื่อพิจารณาเพิกถอนหลักทรัพย์ของบริษัทดังกล่าว



### **มาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนรายย่อย**

1. เพื่อจำกัดขอบเขตความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อหรือขายหุ้นของผู้ลงทุนทั่วไปในระหว่างที่ บริษัทดำเนินการฟื้นฟูกิจการ ตลาดหลักทรัพย์จะสั่งพักการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัท และกำหนดให้บริษัทรายงานความคืบหน้าของการฟื้นฟูกิจการ ทุก 6 เดือน คือ ภายในวันที่ 30 เมษายน และ 31 ตุลาคม ของทุกปี รวมทั้งเมื่อมีความคืบหน้าในการดำเนินการในแต่ละขั้นตอนก็ให้บริษัทจดทะเบียนรายงานต่อตลาดหลักทรัพย์ทันทีด้วย
2. ในการปรับปรุงฐานะการเงิน และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนเพื่อฟื้นฟูกิจการดังกล่าว ตลาดหลักทรัพย์อาจผ่อนผันการเข้ามาร่วมทุนของผู้ร่วมทุนรายใหม่ หรือการนำธุรกิจใหม่ หรือสินทรัพย์เข้ามาเสริมในธุรกิจเดิมของบริษัทจดทะเบียน แต่ทั้งนี้ต้องสามารถแสดงได้ว่าผู้ร่วมทุนใหม่หรือธุรกิจหรือสินทรัพย์ใหม่นั้นจะเป็นผลดีต่อการปรับปรุงกิจการของบริษัท จดทะเบียนและเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นทั่วไป

ในกรณีที่มีเหตุจำเป็นที่คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องสั่งเพิกถอนบริษัทจดทะเบียน คณะกรรมการอาจกำหนดให้มีขึ้นเครื่องหมาย “SP” เพื่อให้ให้นักลงทุนได้รับข่าวสารการเพิกถอนหลักทรัพย์ของบริษัทและตลาดหลักทรัพย์จะอนุญาตให้ซื้อขายหลักทรัพย์ต่อไป อีกไม่น้อยกว่า 30 วัน ก่อนวันเพิกถอน

### **แนวทางพิจารณาประกาศรายชื่อบริษัทจดทะเบียนที่เข้าข่ายต้องจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการ**

#### **1. เกณฑ์ที่ใช้พิจารณา**

- 1.1 ส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่ปรากฏในงบการเงิน<sup>1</sup> ที่ผ่านการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชีมีค่าต่ำกว่าศูนย์
- 1.2 ส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่ปรากฏในงบการเงินที่ผ่านการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชีมีค่ามากกว่าศูนย์ แต่ผู้สอบบัญชีได้แสดงความเห็นอย่างมีเงื่อนไข หรือไม่แสดงความเห็นหรือแสดงความเห็นว่างบการเงินไม่ถูกต้อง และหากปรับปรุงตามความเห็นของผู้สอบบัญชีแล้ว ทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าต่ำกว่าศูนย์ในการปรับปรุงตามความเห็นผู้สอบบัญชี ตลาดหลักทรัพย์จะใช้

<sup>1</sup> งบการเงิน หมายถึง งบการเงินตามข้อบังคับฯ ว่าด้วยการเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน ข้อ 9 (6)

ตัวเลขที่ปรากฏเป็นเงื่อนไขตามรายงานของผู้สอบบัญชี ซึ่งมีผลกระทบต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมาปรับปรุงส่วนของผู้ถือหุ้นในงบดุล เพื่อพิจารณาการเข้าข่ายต้องจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการ ดังนี้

1.2.1 กรณีผู้สอบบัญชีระบุตัวเลขที่ชัดเจนเป็นเงื่อนไขในรายงานของผู้สอบบัญชี ให้ใช้ตัวเลขที่ผู้สอบบัญชีระบุไว้เป็นส่วนหักกับส่วนของผู้ถือหุ้น

1.2.2 กรณีผู้สอบบัญชีให้ความเห็นว่าบริษัทไม่ได้ตั้งค่าเผื่อผลเสียหายของสินทรัพย์ เช่น ลูกหนี้ สินค้าคงคลัง หรือเงินลงทุน โดยไม่ระบุตัวเลขมูลค่าเผื่อผลเสียหาย ให้ปรับปรุงโดยใช้ยอดสินทรัพย์ที่สงสัยนั้นทั้งจำนวนเป็นส่วนหักกับส่วนของผู้ถือหุ้น

1.2.3 กรณีบริษัทไม่บันทึกเงินลงทุนในบริษัทร่วมและบริษัทย่อยตามวิธีส่วนได้เสีย (Equity Method) ให้ใช้ตัวเลขผลขาดทุนที่อาจเกิดขึ้น โดยใช้ยอดเงินลงทุนดังกล่าวรวมทั้งจำนวนมาปรับปรุงเป็นส่วนหักกับส่วนของผู้ถือหุ้น

1.2.4 กรณีมีเงื่อนไขเกี่ยวกับข้อพิพาททางกฎหมายซึ่งเป็นภาระหนี้ที่อาจเกิดขึ้น (Off Balance Sheet) ให้ใช้ตัวเลขผลกระทบที่ระบุไว้ตามความเห็นผู้สอบบัญชีเป็นส่วนหักกับส่วนของผู้ถือหุ้น ตลาดหลักทรัพย์จะพิจารณาปรับปรุงส่วนของผู้ถือหุ้นตามความเห็นของผู้สอบบัญชีตามหลักเกณฑ์ข้างต้นภายใน 7 วันทำการ นับแต่วันที่บริษัทจดทะเบียนนำส่งงบการเงินมายังตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นเพื่อประโยชน์ในการพิจารณาฐานะการเงินของบริษัทจดทะเบียนได้อย่างถูกต้องตามที่แท้จริง บริษัทจดทะเบียนควรจัดทำและเปิดเผยงบการเงินอย่างชัดเจนและถูกต้องตามมาตรฐาน เพื่อให้ผู้สอบบัญชีสามารถรายงานความเห็นอย่างไม่มีเงื่อนไขต่องบการเงินของบริษัทได้ อย่างไรก็ตามหากผู้สอบบัญชีได้แสดงความเห็นอย่างมีเงื่อนไข หรือไม่แสดงความเห็น หรือแสดงความเห็นว่างบการเงินไม่ถูกต้อง ผู้สอบบัญชีควรระบุตัวเลขผลกระทบที่เกิดขึ้นให้ชัดเจนในรายงานของผู้สอบบัญชีด้วย

1.3 ตลาดหลักทรัพย์ยกเว้นไม่นับผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศที่ยังไม่เกิดขึ้นจริงในการพิจารณาตัวเลขส่วนของผู้ถือหุ้นตามเกณฑ์ดังกล่าว ทั้งนี้เฉพาะกรณีที่บริษัทมีหนี้สินที่เป็นเงินตราต่างประเทศที่เกิดก่อนการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเป็นแบบลอยตัว โดยบริษัทจดทะเบียน

## 2. ขั้นตอนดำเนินการ

ดังนี้

2.1 เมื่อบริษัทจดทะเบียนเข้าข่ายที่ต้องจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการตลาดหลักทรัพย์จะดำเนินการ

2.1.1 ประกาศว่าบริษัทต้องจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการ และปรับปรุงคุณสมบัติในการเป็นบริษัทจดทะเบียนและขึ้นเครื่องหมาย “SP” หลักทรัพย์บริษัทดังกล่าวพร้อมทั้งมีหนังสือแจ้งบริษัทจดทะเบียน

2.1.2 ย้ายหลักทรัพย์ไปอยู่ภายใต้ หมวดบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างแก้ไขการดำเนินงาน หรือ “REHABCO” และห้ามซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนจนครบ 30 วันนับจากวันประกาศว่าบริษัทต้องจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการ ทั้งนี้เพื่อให้ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนมีเวลาที่จะพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจเลือกทางเลือกที่เหมาะสม และเป็นประโยชน์ที่สุดแก่บริษัทจดทะเบียนและผู้ถือหุ้นของบริษัท และแจ้งตลาดหลักทรัพย์ให้ทราบถึง

1) ทางเลือกที่จะทำแผนฟื้นฟูกิจการเสนอผู้ถือหุ้น ก่อนดำเนินการหรือเลือกที่จะขอเพิกถอนโดยสมัครใจ หรือเลือกยื่นคำร้องขอต่อศาลเสนอแผนฟื้นฟูตามพระราชบัญญัติล้มละลาย หรือทางเลือกอื่นใดที่เป็นประโยชน์ต่อบริษัท

2) กำหนดเวลาดำเนินการในแต่ละทางเลือกตามข้อ 1) โดยตลาดหลักทรัพย์จะเผยแพร่การตัดสินใจของผู้บริหารให้ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนทั่วไปได้ทราบ

2.1.3 เมื่อครบกำหนด 30 วัน และบริษัทได้แจ้งการตัดสินใจของผู้บริหารอย่างครบถ้วนและชัดเจนแล้ว ตลาดหลักทรัพย์จะอนุญาตให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนภายใต้หมวด “REHABCO” เป็นเวลา 30 วันและจะขึ้น SP จนกว่าบริษัทสามารถฟื้นฟูกิจการจนทำให้บริษัทพ้นเหตุอาจถูกเพิกถอนของตลาดหลักทรัพย์ ในกรณีที่ครบกำหนด 30 วันดังกล่าว บริษัทจดทะเบียนยังไม่แจ้งการตัดสินใจของผู้บริหารต่อตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์จะยังคงขึ้นเครื่องหมาย SP หลักทรัพย์ของบริษัทต่อไปจนกว่าจะแจ้งผลการตัดสินใจดังกล่าวต่อตลาดหลักทรัพย์และผู้ลงทุนทั่วไปแล้ว

2.2 ให้บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในข่ายต้องจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการดำเนินการดังนี้

2.2.1 แต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระร่วมจัดทำแผนดำเนินการเพื่อฟื้นฟูกิจการของบริษัท

2.2.2 ร่วมกับที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจัดประชุมชี้แจงแผนดำเนินการต่อนักวิเคราะห์ และขออนุมัติแผนดำเนินการต่อที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัท

### 2.2.3 ร่วมกับที่ปรึกษาทางการเงินอิสระรายงานความคืบหน้าการดำเนินการตามแผนต่อตลาดหลักทรัพย์

2.3 แผนฟื้นฟูกิจการต้องมีข้อสมมติฐานที่สมเหตุสมผล มีขั้นตอนที่เป็นรูปธรรมในรายละเอียดและแสดงวิธีการวัดผลการดำเนินงานในทุกขั้นตอนดังกล่าว โดยมีระยะเวลาดำเนินการ 2 ปี ทั้งนี้ในแผนดังกล่าวควรแสดงประมาณการทางการเงินและแสดงข้อมูลเป็นรายไตรมาส โดยกล่าวถึงการผลิต การจำหน่าย รายได้ ต้นทุนการผลิต ค่าใช้จ่ายด้านการขายและการบริหาร ค่าใช้จ่ายทางการเงิน และกำไรสุทธิและรายละเอียดอื่นที่จำเป็นและสมควร สำหรับประมาณการทางการเงินนั้นให้ผ่านการสอบทานจากผู้สอบบัญชีของบริษัทด้วย

2.4 หากบริษัทจดทะเบียนที่เข้าข่ายต้องจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการ ประสงค์จะเข้าสู่กระบวนการฟื้นฟูกิจการตามพระราชบัญญัติล้มละลาย บริษัทจดทะเบียนสามารถดำเนินการดังนี้

2.4.1 อนุโลมให้ผู้จัดทำแผนที่ศาลแต่งตั้งเป็นผู้ทำหน้าที่จัดทำแผนแทนบริษัทจดทะเบียนและที่ปรึกษาทางการเงิน

2.4.2 อนุโลมให้ใช้แผนฟื้นฟูกิจการที่เจ้าหน้าที่และศาลเห็นชอบแทนแผนฟื้นฟูกิจการที่ผู้ถือหุ้นอนุมัติ

2.4.3 บริษัทจดทะเบียนที่เข้าสู่กระบวนการฯ ยังคงมีหน้าที่เปิดเผยข้อมูลตามข้อกำหนดตลาดหลักทรัพย์ ผู้จัดทำและผู้บริหารแผนฟื้นฟูกิจการที่ศาลแต่งตั้ง มีหน้าที่รายงานความคืบหน้าของการดำเนินการที่เกิดขึ้นจริงกับแผนฟื้นฟูกิจการต่อตลาดหลักทรัพย์ทุก 6 เดือน คือ ภายในวันที่ 30 เมษายน และ 31 ตุลาคม ของทุกปี โดยยังคงหลักการการทบทวนสถานะและคุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนเมื่อครบกำหนด 2 ปี นับแต่เข้าเกณฑ์ที่ต้องจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการ

2.5 การนำส่งแผนฟื้นฟูกิจการต่อตลาดหลักทรัพย์

เพื่อให้ผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุนทั่วไปได้มีข้อมูลเกี่ยวกับแผนฟื้นฟูกิจการประกอบการพิจารณาอนุมัติให้บริษัทดำเนินการตามแผน ตลอดจนใช้ประกอบการติดตามการฟื้นฟูกิจการของบริษัท บริษัทจดทะเบียนจะต้องดำเนินการดังนี้

2.5.1 นำส่งแผนฟื้นฟูกิจการ พร้อมเปิดเผยเงื่อนไขต่าง ๆ ที่จำเป็นต่อการตัดสินใจของผู้ถือหุ้น อย่างครบถ้วนและชัดเจนต่อตลาดหลักทรัพย์และต่อผู้ถือหุ้นทุกรายก่อนการประชุมผู้ถือหุ้น โดยให้นำส่งพร้อมความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระและความเห็นของ

กรรมการอิสระเกี่ยวกับแผนฟื้นฟูกิจการและเอกสารเชิญประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อพิจารณาอนุมัติ  
แผนฟื้นฟูกิจการดังกล่าว

2.5.2 นำส่งแผนฟื้นฟูกิจการฉบับที่ผ่านความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นของ  
บริษัทหรือแผนฟื้นฟูกิจการที่ผ่านความเห็นชอบจากศาลต่อตลาดหลักทรัพย์จำนวน 5  
ฉบับ

## 2.6 แนวทางการเปิดซื้อขายหุ้นในหมวด REHABCO

2.6.1 เพื่อให้มีความมั่นใจในคุณภาพของบริษัท ก่อนที่จะเปิดให้มีการซื้อขาย  
หลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์จะพิจารณาคำขอเปิดซื้อขายหลักทรัพย์ในหมวด REHABCO โดยใช้  
แนวทางเช่นเดียวกับการพิจารณาคำขอพ้นเหตุเพิกถอนและย้ายกลับสู่หมวดอุตสาหกรรมปกติ

2.6.2 สำหรับบริษัทที่เปิดซื้อขายในหมวด REHABCO อยู่แล้ว ตลาดหลักทรัพย์  
มีแนวทางการดำเนินการดังนี้<sup>2</sup>

1. ขึ้นเครื่องหมาย “C” (Compliance) บนกระดานของหลักทรัพย์ที่เปิดซื้อ  
ขายในหมวด REHABCO ตั้งแต่วันที่ 1 มิถุนายน 2548 เป็นต้นไป  
จนกว่าบริษัทจะสามารถดำเนินการให้เหตุแห่งการเพิกถอนหมดไป หรือ  
เมื่อตลาดหลักทรัพย์สั่งห้ามซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของบริษัทตามเหตุใน  
ข้อ 2 หรือคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์สั่งเพิกถอนหลักทรัพย์ของ  
บริษัท ทั้งนี้ เพื่อให้ผู้ลงทุนใช้ความระมัดระวังในการซื้อขายหลักทรัพย์  
ของบริษัทที่อยู่ในหมวด REHABCO
2. หากปรากฏว่าส่วนของผู้ถือหุ้นภายหลังปรับปรุงความเห็นของผู้สอบบัญชี  
มีค่าน้อยกว่าศูนย์หรือมีขาดทุนสุทธิจากการดำเนินงาน ตลาด  
หลักทรัพย์จะพิจารณาสั่งพักการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทดังกล่าว<sup>3</sup>  
โดยพิจารณาจากงบการเงิน สำหรับไตรมาสฉบับที่ผ่านการตรวจสอบ  
หรือสอบทานจากผู้สอบบัญชี และเริ่มพิจารณาตั้งแต่องบการเงินสิ้นสุด  
วันที่ 30 กันยายน 2548 เป็นต้นไป

<sup>2</sup> แนวทางการดำเนินการกับบริษัทที่เปิดซื้อขายในหมวด REHABCO แก้ไขตามหนังสือเวียนที่ บจ. (จ) 31/2548 ลง  
วันที่ 10 พฤษภาคม 2548

<sup>3</sup> งบการเงิน หมายถึง งบการเงินตามข้อบังคับฯ ว่าด้วยการเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน ข้อ 9 (6)



## 2.7 การพิจารณาบททวนสถานะของบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูกิจการในหมวด REHABCO<sup>4</sup>

ตลาดหลักทรัพย์จะพิจารณาบททวนสถานะของบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในหมวด REHABCO โดยพิจารณาจากความคืบหน้าและความพยายามในการแก้ไขปัญหาของบริษัท โดยบริษัทต้องรายงานความคืบหน้าในการแก้ไขปัญหาเพื่อฟื้นฟูกิจการต่อตลาดหลักทรัพย์ทุก 6 เดือน คือ ภายในวันที่ 30 เมษายน และ 31 ตุลาคม ของทุกปีซึ่งตลาดหลักทรัพย์อาจขอให้บริษัทชี้แจงข้อมูลเพิ่มเติมหรือนำส่งเอกสารที่เกี่ยวข้องต่อตลาดหลักทรัพย์เพื่อประกอบการพิจารณาบททวนสถานะของบริษัทได้ และตลาดหลักทรัพย์อาจเสนอคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์เพื่อพิจารณาเพิกถอนหลักทรัพย์ของบริษัท หากมีลักษณะเข้าเหตุใดเหตุหนึ่งดังต่อไปนี้

1. บริษัทไม่มีทรัพย์สินหลักในการประกอบธุรกิจต่อไปหรือธุรกิจหลักที่มีอยู่ไม่สามารถแสดงได้ว่าจะทำให้บริษัทดำรงอยู่ได้ต่อไป หรือ
2. แผนการปรับโครงสร้างหนี้ของบริษัทไม่คำนึงถึงสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือลดมูลค่าหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมเหลือศูนย์<sup>5</sup> หรือ
3. ผู้บริหารหรือเจ้าหน้าที่ของบริษัทไม่มีความตั้งใจในการปรับโครงสร้างหนี้เพื่อให้บริษัทสามารถดำเนินธุรกิจต่อไปได้ หรือ
4. บริษัทไม่มีความคืบหน้าในการปรับโครงสร้างหนี้ที่เหมาะสมและชัดเจน หรือมีภาระหนี้และภาระผูกพันภายหลังการปรับโครงสร้างหนี้คงเหลือจำนวนมากจนทำให้บริษัทไม่สามารถดำเนินงานต่อไปได้

อย่างไรก็ตาม หากบริษัทไม่สามารถดำเนินการให้พ้นเหตุเพิกถอนและย้ายกลับสู่หมวดปกติได้ภายใน 2 ปีนับแต่วันที่ย้ายเข้าหมวด REHABCO หรือภายในวันที่ 27 มีนาคม 2549 แล้วแต่วันใดจะถึงหลังตลาดหลักทรัพย์จะนำเสนอคณะกรรมการเพื่อพิจารณาเพิกถอนต่อไป ทั้งนี้ สำหรับบริษัทที่ต้องดำเนินการให้พ้นเหตุเพิกถอนภายในวันที่ 27 มีนาคม 2549 ตลาดหลักทรัพย์จะพิจารณาสถานะของ

<sup>4</sup> การพิจารณาบททวนสถานะของบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูกิจการในหมวด REHABCO แก้ไขตามหนังสือเวียนที่ บจ.(ว) 31/2548 ลงวันที่ 10 พฤษภาคม 2548

<sup>5</sup> แผนปรับโครงสร้างหนี้ที่มีการลดทุน ออกหุ้นเพิ่มทุน หรือออกหลักทรัพย์แปลงสภาพเป็นหุ้นให้กับเจ้าหนี้หรือผู้ถือหุ้นใหญ่ รวมถึงบุคคลที่เกี่ยวข้องกันของบุคคลดังกล่าว หรือมีการดำเนินการอื่นใดที่มีผลให้สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมลดลงเหลือน้อยกว่าร้อยละ 10 ของทุนชำระแล้วภายหลังการดำเนินการดังกล่าว นั้น ตลาดหลักทรัพย์จะถือว่าไม่คำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อย (ตามหนังสือเวียนที่ บจ.(ว) 31/2546 ลงวันที่ 17 กรกฎาคม 2546)



บริษัทจากงบการเงิน 3 สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2548 ที่ผ่านการตรวจสอบหรือสอบทานจากผู้สอบบัญชี

อนึ่ง หากตลาดหลักทรัพย์พิจารณาแล้วเห็นว่า ผู้บริหารของบริษัทมีเจตนาหรือจงใจ ดำเนินการ หรือไม่ดำเนินการใด ๆ เพื่อให้บริษัทเข้าเหตุให้ตลาดหลักทรัพย์ดำเนินการเพิกถอนหลักทรัพย์ของบริษัท ตลาดหลักทรัพย์อาจเสนอคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ให้สั่งเพิกถอนบริษัท โดยอาศัยอำนาจตามความในมาตรา 172 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และอาจใส่ชื่อผู้บริหารของบริษัทในบัญชีรายชื่อบุคคลที่ตลาดหลักทรัพย์เห็นว่าไม่สมควรเป็นผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียน (Black List)

### แนวทางปฏิบัติและขั้นตอนดำเนินการเพื่อขอพ้นเหตุเพิกถอนและย้ายหลักทรัพย์ กลับสู่หมวดอุตสาหกรรมปกติ

บริษัทจดทะเบียนที่แก้ไขปัญหามาตรฐานการเงินและการดำเนินงานแล้วเสร็จ สามารถยื่นคำขอ พ้นเหตุเพิกถอนและให้ตลาดหลักทรัพย์พิจารณาย้ายหลักทรัพย์ของบริษัทจากหมวด REHABCO ไปยังหมวดอุตสาหกรรมปกติของบริษัทได้ โดยตลาดหลักทรัพย์มีหลักเกณฑ์การพิจารณา ดังนี้

#### 1. เกณฑ์ที่ใช้พิจารณา<sup>6</sup>

ตลาดหลักทรัพย์จะพิจารณาจากงบการเงิน<sup>7</sup> รายไตรมาสหรืองบการเงินประจำปีที่ผ่านมาที่ผ่านการสอบทานหรือตรวจสอบจากผู้สอบบัญชี โดยมีเกณฑ์พิจารณาดังนี้

- 1) มีส่วนของผู้ถือหุ้น (ภายหลังปรับปรุงความเห็นผู้สอบบัญชี) > 0
- 2) มีกำไรสุทธิจากการดำเนินงานในธุรกิจหลัก 3 ไตรมาสติดต่อกัน หรือ 1 ปี ก่อนยื่นคำขอ
- 3) ปรับโครงสร้างหนี้ได้มากกว่าร้อยละ 75 ของมูลหนี้ทั้งหมดของบริษัท และในช่วงเวลาที่พิจารณาผลการดำเนินงานตาม 2) บริษัทสามารถจ่ายชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้สถาบันการเงินได้ตามกำหนดเวลา
- 4) สามารถแสดงได้ว่าบริษัทจะมีฐานะการเงินและผลการดำเนินงานที่มั่นคงตามสภาพธุรกิจของบริษัทไปอย่างต่อเนื่อง โดยพิจารณากระแสเงินสดของกิจการประกอบด้วย

<sup>6</sup> เกณฑ์พ้นเหตุเพิกถอนและย้ายจากหมวด REHABCO กลับสู่หมวดอุตสาหกรรมปกติ แก้ไขตามหนังสือเวียนที่ บจ. (ว) 28/2547 ลงวันที่ 29 เมษายน 2547

<sup>7</sup> งบการเงิน หมายถึง งบการเงินตามข้อบังคับฯ ว่าด้วยการเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน ข้อ 9 (6)

## 2. ขั้นตอนและวิธีการพิจารณาและการกำหนดเงื่อนไข

2.1 ให้บริษัทจดทะเบียนที่ประสงค์จะขอฟื้นเหตุเพิกถอน มีหนังสือชี้แจงโดยแสดงเหตุผลหรือข้อมูลสนับสนุนที่บริษัทจดทะเบียนเห็นว่าฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทฟื้นเหตุที่ต้องดำเนินการฟื้นฟูกิจการ

2.2 ในกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์พิจารณาแล้วเห็นว่าบริษัทมีคุณสมบัติครบถ้วนในการขอฟื้นเหตุเพิกถอนและย้ายหลักทรัพย์กลับสู่หมวดอุตสาหกรรมปกติ ตลาดหลักทรัพย์จะกำหนดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นและหลักทรัพย์ที่สามารถแปลงสภาพเป็นหุ้นของบริษัท (Silent Period) โดยการห้ามผู้ถือหุ้นที่มีส่วนร่วมในการบริหารงานของบริษัท (Strategic Shareholder<sup>8</sup>) ขายหลักทรัพย์ของบริษัทที่ตนเองถืออยู่ทั้งหมด เป็นเวลา 1 ปี นับแต่วันที่หุ้นของบริษัทย้ายออกจากหมวด REHABCO และเริ่มซื้อขายในหมวดอุตสาหกรรมปกติ โดยเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นดังกล่าวสามารถขายหลักทรัพย์ของบริษัทได้ร้อยละ 25 ของจำนวนหลักทรัพย์ที่ถูกห้ามขายทั้งหมด นับแต่วันเปิดซื้อขายวันแรกจนครบ 6 เดือนแรก และทยอยขายได้อีกร้อยละ 25 ของจำนวนหลักทรัพย์ที่ถูกห้ามขายทั้งหมด ภายใน 6 เดือนถัดไป ทั้งนี้ หากบริษัทมีการเพิ่มทุน หรือมีการออกหลักทรัพย์ที่สามารถแปลงสภาพเป็นหุ้นของบริษัทโดยจัดสรรให้กับผู้ถือหุ้นเดิมในช่วงระยะเวลาการห้ามขายหุ้นดังกล่าว การกำหนดจำนวนการห้ามขายหลักทรัพย์ให้รวมถึงจำนวนหลักทรัพย์เพิ่มทุนของ Strategic Shareholders ที่ได้รับการจัดสรรดังกล่าวด้วย

2.3 นอกจากเงื่อนไข Silent Period ตามข้อ 2.2 แล้ว ตลาดหลักทรัพย์อาจกำหนดเงื่อนไขให้บริษัทจดทะเบียนดำเนินการอย่างใดอย่างหนึ่งหรือหลายอย่าง ดังนี้

2.3.1 กำหนดให้บริษัทลงนามในข้อตกลงเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ฉบับใหม่

2.3.2 กำหนดเงื่อนไขให้ดำเนินการใด ๆ หรือเปิดเผยข้อมูลเพิ่มเติมเพื่อขจัดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับผู้ถือหุ้นใหญ่หรือผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียน

ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์จะเผยแพร่ข้อมูลการย้ายหมวดจาก REHABCO ไปยังหมวดปกติให้ผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุนได้ทราบล่วงหน้า 7 วันทำการก่อนย้ายหมวดอุตสาหกรรม

<sup>8</sup> Strategic Shareholders หมายถึง Strategic Shareholders ตามข้อบังคับฯ ว่าด้วยการรับหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน

### ผลบังคับใช้

ตลาดหลักทรัพย์จะใช้ขั้นตอนและแนวทางการจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการฉบับนี้ แทนขั้นตอนและแนวทางการจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการฉบับลงวันที่ 25 สิงหาคม 2543 โดยให้มีผลตั้งแต่วันที่ 28 มีนาคม 2546 เป็นต้นไป

ฝ่ายกำกับบริษัทจดทะเบียน



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาวชุติมา บัวนบุตร เกิดวันที่ 9 กันยายน พ.ศ. 2523 ที่จังหวัดกรุงเทพมหานคร สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรี บริหารธุรกิจบัณฑิต สาขาการบัญชี กลุ่มบัญชีต้นทุน คณะบริหารธุรกิจ สถาบันเทคโนโลยีราชมงคล วิทยาเขตพณิชยการพระนคร ในปีการศึกษา 2546 และเข้าศึกษาต่อระดับปริญญาโท บัญชีมหาบัณฑิต สาขาการบัญชี (บริหาร) คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปีการศึกษา 2546



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย