

## บทความวิจัย

# บทบาทของครอบครัวในโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว และธรรมาภิบาลในธุรกิจครอบครัว

กนต์ัญฐ์ ปู่เกตุแก้ว<sup>1</sup>  
ญาณินห์ ตั้งภิญโญพิมุคคุณ<sup>2</sup>  
นิติพงษ์ ส่งศรีโรจน์<sup>3</sup>  
สุวรรณ หวังเจริญเดช<sup>4</sup>

(Received: May 28, 2020; Revised: August 26, 2020; Accepted: September 11, 2020)

### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการถือหุ้นที่กระจุกตัวในกลุ่มครอบครัวกับประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์กัน และการถือหุ้นลักษณะดังกล่าวกับองค์ประกอบของคณะกรรมการตามหลักปฏิบัติที่ดี ปี 2555 โดยนำแนวคิดเชิงพฤติกรรมมาใช้อธิบายถึงแรงจูงใจของธุรกิจครอบครัว ใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ระหว่างปี พ.ศ. 2557-2561 โดยใช้การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ และการวิเคราะห์ถดถอยโลจิสติก ผลการวิจัยพบว่า การถือหุ้นที่กระจุกตัวในกลุ่มครอบครัวตั้งแต่

<sup>1</sup> นักศึกษาหลักสูตรปริญญาตรีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี คณะการบัญชีและการจัดการ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม  
E-mail: konnut.pug288@gmail.com (Corresponding Author)

<sup>2</sup> ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สาขาวิชาการบัญชี คณะการบัญชีและการจัดการ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม  
E-mail: yanin.t@acc.msu.ac.th

<sup>3</sup> ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ คณะการบัญชีและการจัดการ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม  
E-mail: nitiphongs@msu.ac.th

<sup>4</sup> รองศาสตราจารย์ ดร. สาขาวิชาการบัญชี คณะการบัญชีและการจัดการ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม  
E-mail: suwan.w@acc.msu.ac.th

ร้อยละ 25 และมีผู้บริหารเป็นตัวแทนจากกลุ่มครอบครัว มีโอกาสสูงที่ประธานกรรมการกับประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีความสัมพันธ์กัน แสดงถึงการพึ่งพาซึ่งกันและกันในการนำความรู้ ความเชี่ยวชาญ เพื่อเป็นประโยชน์ต่อการดำเนินธุรกิจ อย่างไรก็ตาม ในส่วนขององค์ประกอบของคณะกรรมการมีเพียงจำนวนคณะกรรมการตรวจสอบที่มียุทธศาสตร์สำคัญ แสดงถึงการให้ความสำคัญกับกิจกรรมการตรวจสอบเพื่อรักษาความมั่นคงในระยะยาว รวมไปถึงการรักษาชื่อเสียงและภาพลักษณ์ของกิจการที่ดี

ผลจากการวิจัยนี้เป็นประโยชน์แก่นักลงทุนในการตัดสินใจลงทุน รวมไปถึงหน่วยงานกำกับดูแลตลาดทุนอาจมีการทบทวนแนวปฏิบัติด้านธรรมาภิบาลสำหรับกิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นที่มีการกระจุกตัวในครอบครัว

**คำสำคัญ:** การถือหุ้นแบบกระจุกตัว ธุรกิจครอบครัว ธรรมาภิบาล

## RESEARCH ARTICLE

# The Role of the Family in a Concentrated Shareholding Structure and Good Governance in the Family Business

Konnut Pugatekaew<sup>1</sup>

Yanin Tangpinyoputtikhun<sup>2</sup>

Nitiphong Songsrirote<sup>3</sup>

Suwan Wangcharoendate<sup>4</sup>

### Abstract

The objective of this research was to study the concentration of family shareholding and the relationship between the Chairperson and Chief Executive Officer and the composition of the Board of Directors following the principle of good corporate governance for listed companies in 2012. Using behavioral concepts to describe the motivation of a family business. The data was collected from companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the MAI. Stock Exchange between 2014 and 2018. Multiple regression and

---

<sup>1</sup> Ph.D. (Candidate), Doctor of Philosophy Program in Accounting, Mahasarakham Business School, Mahasarakham University, E-mail: konnut.pug288@gmail.com (Corresponding Author)

<sup>2</sup> Assistant Professor, Ph.D., Department of Accounting, Mahasarakham Business School, Mahasarakham University, E-mail: yanin.t@acc.msu.ac.th

<sup>3</sup> Assistant Professor, Ph.D., Department of Economics, Mahasarakham Business School, Mahasarakham University, E-mail: nitiphong.s@msu.ac.th

<sup>4</sup> Associate Professor, Ph.D., Department of Accounting, Mahasarakham Business School, Mahasarakham University, E-mail: suwan.w@acc.msu.ac.th

logistic regression analysis were used in hypothesis testing. The result presented that the concentrated shareholding in a family group since 25% and the executive was representative of the family group. There is a possibility that the Chairperson and the Chief Executive Officer, with statistical significance have a relationship. So, epitomizing the interdependence of knowledge and sharing of expertise to benefit the business. However, relating to the Board's composition, a significant number of audit committees reveal that the family gives importance to monitoring corporate activities to maintain long term wealth, including managing the good reputation and image of the business.

The results of this research are beneficial to investors for decisions making in investment, as well as the capital market supervisory authority who may review governance practices for concentrated family ownership structure.

**Keywords:** Concentration Shareholding, Family Firm, Good Governance

## บทนำ

ธุรกิจครอบครัวในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีสัดส่วนร้อยละ 50.40 ของจำนวนบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด (Siow, 2019) คุณลักษณะที่แสดงถึงการเป็นธุรกิจครอบครัว คือ สมาชิกในครอบครัวมีการถือหุ้นจนถึงระดับที่มีอำนาจควบคุม และมีสมาชิกดำรงตำแหน่งกรรมการบริษัท (International Financial Corporation, 2008; Vorachardtarn, 2016) ครอบครัวมีอำนาจควบคุมและมีจำนวนสิทธิออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นในสัดส่วนที่สูง ย่อมมีอิทธิพลต่อการแต่งตั้งคณะกรรมการบริษัทเพื่อเข้ามาทำหน้าที่เป็นตัวแทนผู้ถือหุ้น Stewardship Theory ถูกนำมาใช้อธิบายถึงแรงจูงใจของครอบครัวในการรักษาอำนาจการควบคุมกิจการ กล่าวคือ ผู้บริหารที่เป็นตัวแทนจากครอบครัวจะพยายามปกป้องผลประโยชน์ของกิจการและผู้มีส่วนได้เสียมากกว่าผลประโยชน์ส่วนตัว รวมถึงชื่อเสียงในอนาคต (Paiva, Lourenço, & Branco, 2016)

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนดหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนเกี่ยวกับองค์ประกอบของคณะกรรมการ เพื่อเป็นแนวทางสำหรับบริษัทจดทะเบียนนำไปปฏิบัติ ทั้งนี้ประเด็นที่ควรพิจารณาในขั้นตอนการคัดเลือก คือ ครอบครัวอาจเลือกตัวแทนจากกลุ่มของตนเองเข้าไปดำรงตำแหน่งประธานกรรมการ หรือประธานเจ้าหน้าที่บริหารซึ่งอาจเป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์กัน รวมไปถึงอาจเป็นบุคคลคนเดียวกัน ประโยชน์จากความสัมพันธ์ส่วนบุคคลมีส่วนทำให้การดำเนินธุรกิจประสบความสำเร็จ โดยการพึ่งพาความเชี่ยวชาญ รวมไปถึงความสัมพันธ์ทางการเมือง (Polsiri & Wiwattanakantang, 2004) งานวิจัยที่ผ่านมา พบว่าผู้บริหารระดับสูงที่เป็นตัวแทนของครอบครัวสามารถสร้างมูลค่าในระยะยาวให้แก่กิจการได้ดีกว่าธุรกิจที่ไม่ใช่ครอบครัว (Villalonga & Amit, 2006) ในขณะที่งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของครอบครัวกับองค์ประกอบของคณะกรรมการ พบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับขนาดของคณะกรรมการและสัดส่วนกรรมการอิสระ แต่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโอกาสที่บุคคลคนเดียวกันจะเป็นทั้งประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่

บริหาร (Hasan, Rahman, & Hossain, 2014) อย่างไรก็ตาม งานวิจัยอื่น ๆ แสดงผลของความสัมพันธ์ที่แตกต่างออกไป อาทิ Bhatt and Bhattacharya (2015) และ Al-musali, Qeshta, and Al-attafi (2019) ทั้งนี้สาเหตุสำคัญที่ทำให้ผลการวิจัยแตกต่างกันไปเกิดจากอิทธิพลของการถือหุ้นของครอบครัว ในสัดส่วนที่ทำให้มีอำนาจควบคุมกิจการ

การวิจัยครั้งนี้ได้ศึกษาเพิ่มเติมในเรื่องความสัมพันธ์ของผู้บริหาร โดยได้นำแนวคิดทางด้านสังคม ซึ่งมีความแตกต่างไปจากบริบทของตลาดหลักทรัพย์ที่พัฒนาแล้วมาใช้ในการอธิบาย และยังคงศึกษาอิทธิพลของการถือหุ้น ในลักษณะดังกล่าวกับองค์ประกอบของคณะกรรมการ ซึ่งผลการวิจัยในครั้งนี้ จะเป็นประโยชน์กับหน่วยงานกำกับดูแลในการพัฒนาหลักเกณฑ์สำหรับใช้กับ บริษัทจดทะเบียนที่มีการถือหุ้นแบบกระจุกตัว และยังเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการนำไปพิจารณาธรรมาภิบาลบริษัทจดทะเบียนที่มีลักษณะ ดังกล่าวเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน

### วัตถุประสงค์งานวิจัย

1. เพื่อศึกษาการถือหุ้นที่กระจุกตัวในกลุ่มครอบครัวกับการที่ประธาน กรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์กัน
2. เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นที่กระจุกตัวในกลุ่ม ครอบครัวที่มีต่อองค์ประกอบของคณะกรรมการตามหลักปฏิบัติที่ดี ปี 2555

### ทบทวนวรรณกรรมและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

#### คุณลักษณะและแรงจูงใจของธุรกิจครอบครัว

คำจำกัดความของธุรกิจครอบครัว ได้แก่ ครอบครัวมีสิทธิออกเสียง ในสัดส่วนที่สูง มีอิทธิพลอย่างมีสาระสำคัญในการกำหนดนโยบายและการ ดำเนินงานของกิจการ และการมีสมาชิกในครอบครัวเข้าไปดำรงตำแหน่งสำคัญ ทางการบริหาร นอกจากนี้ ยังมีวัตถุประสงค์เพื่อสืบทอดกิจการไปยังรุ่นต่อไปของ ครอบครัว (International Financial Corporation, 2008; Vorachardtarn, 2016)

ลักษณะสำคัญอีกประการหนึ่งของธุรกิจครอบครัว คือ การถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentration) เป็นการถือหุ้นในระดับที่มีอำนาจควบคุม ซึ่งอาจช่วยให้ปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ลดลงได้ (Desender, 2009) Dinh and Calabrò (2019) ศึกษาเรื่องธรรมาภิบาลของธุรกิจครอบครัวในภูมิภาคอาเซียน สรุปว่า สภาพแวดล้อมทางการเมือง วัฒนธรรม และบรรทัดฐานทางสังคมที่ฝังรากลึก ล้วนเป็นสิ่งที่แตกต่างไปจากภูมิภาคอื่น ทฤษฎีที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการถูกนำมาใช้อธิบายธรรมาภิบาลในธุรกิจครอบครัว ได้แก่ Stewardship Theory โดย Donaldson and Davis (1991) อธิบายว่า ผู้บริหารที่เป็นตัวแทนจากครอบครัวจะพยายามปกป้องผลประโยชน์ของกิจการและผู้มีส่วนได้เสียมากกว่าผลประโยชน์ส่วนตัว โดยจะดำเนินงานให้บรรลุตามวัตถุประสงค์ของกิจการ ซึ่งส่งผลดีต่อกำไรและการเพิ่มมูลค่าแก่กิจการในอนาคต (Mokthaisong, Buasook, Jampachaisri, & Lonkani, 2014) และทฤษฎีดังกล่าวเชื่อว่า ผู้บริหารนั้นมีพื้นฐานของความซื่อสัตย์ในตนเอง รวมถึงการจัดสรรทรัพยากรทางธุรกิจอย่างซื่อสัตย์ ในประเด็นแรงจูงใจของครอบครัว คือ การให้ความสนใจไปที่ผลประโยชน์อื่น นอกเหนือไปจากผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจ เช่น ชื่อเสียงในอนาคต (Paiva et al., 2016) ดังนั้น การมีอำนาจควบคุมและดำรงตำแหน่งในคณะกรรมการบริษัท แสดงถึงแรงจูงใจที่คำนึงถึงความอยู่รอดของกิจการในระยะยาว จึงให้ความสำคัญกับการกำหนดธรรมาภิบาลในกิจการ (Tayatong, Ratanacharoenchai, & Nomee, 2018) ในขณะที่แนวคิด Alignment Effect อธิบายว่า การที่ผู้บริหารมีส่วนการถือหุ้นมากขึ้น สามารถที่จะจัดการผลประโยชน์ให้สอดคล้องไปในแนวทางเดียวกันมากขึ้น เป็นผลให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการมากกว่าจะมุ่งหาประโยชน์ให้กับตนเองและกลุ่มครอบครัว (Wongyim, 2018)

กฎระเบียบเกี่ยวกับธรรมาภิบาล จากหน่วยงานกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนเป็นสิ่งที่เป็นการ อย่างไรก็ตาม ธุรกิจครอบครัวโดยเฉพาะในเอเชียมีความแตกต่างกับภูมิภาคอื่นทั้งในเรื่องของระบบเศรษฐกิจกฎระเบียบด้านการกำกับดูแลที่ยังมีประสิทธิภาพต่อยกกว่าเมื่อเทียบกับประเทศที่พัฒนาแล้ว งานวิจัยของ Dinh and Calabrò (2019) สรุปผลการวิจัยที่สำคัญ

ได้แก่ (1) เครือข่ายความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นทางการ หรือ Guanxi<sup>1</sup> อาศัยเพียงความไว้วางใจซึ่งกันและกัน เช่น ความสัมพันธ์ภายในครอบครัวจากพ่อ-ลูก สามี ภรรยา เครือญาติ หรือเพื่อน (2) ให้ความสำคัญกับการรักษาชื่อเสียงและภาพลักษณ์ ทั้งส่วนตัวและของกิจการ ภาพลักษณ์นั้น หมายถึงการเป็นที่เคารพ ความน่าเชื่อถือ และการมีชื่อเสียงในเรื่องคุณธรรมเป็นที่ยอมรับจากสังคม ดังนั้น บุคคลในครอบครัวจะพยายามหลีกเลี่ยงการกระทำที่ส่งผลต่อการเสื่อมเสียชื่อเสียง ซึ่งไม่เพียงแต่เฉพาะบุคคลเท่านั้น แต่รวมถึงธุรกิจด้วย ทั้งนี้ เครือข่ายความสัมพันธ์ส่วนบุคคล ชื่อเสียงและภาพลักษณ์ เป็นกลไกที่มีหน้าที่เทียบเท่ากับบรรณาภิบาลที่เป็นทางการซึ่งสามารถใช้ทดแทนกลไกการกำกับดูแลที่อ่อนแอของตลาดหลักทรัพย์เอเชีย (Dinh & Calabrò, 2019)

### องค์ประกอบคณะกรรมการธรรมาภิบาลในธุรกิจครอบครัว

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดำเนินการอย่างต่อเนื่องเพื่อให้บริษัทจดทะเบียนมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี การกำกับดูแลกิจการ หรือ บรรษัทภิบาล คือ ระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการฝ่ายบริหาร และผู้ถือหุ้น ในการสร้างความสามารถในการแข่งขัน นำไปสู่การเติบโตและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว (Stock Exchange of Thailand, 2012) ในปี พ.ศ. 2555 ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้กำหนดหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนให้สอดคล้องไปกับหลักเกณฑ์ของ ASEAN CG Scorecard เพื่อเป็นแนวทางแก่คณะกรรมการของบริษัทฯ ซึ่งเป็นผู้ที่มีความรับผิดชอบสูงสุดในการกำกับดูแลกิจการ หลักการดังกล่าวมีแนวปฏิบัติทั้งสิ้น 5 หมวด แต่ในส่วนของหมวดที่ 5 เกี่ยวกับความรับผิดชอบของคณะกรรมการซึ่งระบุแนวปฏิบัติที่ดี เรื่ององค์ประกอบของคณะกรรมการ ได้แก่ จำนวนกรรมการที่ควรจะมี สัดส่วนกรรมการอิสระ หากประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นบุคคลคนเดียวกัน กรรมการตรวจสอบและความเชี่ยวชาญของคณะกรรมการตรวจสอบ บทบาทที่

<sup>1</sup> ภาษาจีนมีความหมายว่า การผูกมัดหรือการมีปฏิสัมพันธ์กันของบุคคลตั้งแต่ 2 คนขึ้นไป เป็นวัฒนธรรมของชาวจีน ในการสร้างความสัมพันธ์กันจนเป็นความใกล้ชิดซึ่งกันและกันอย่างไม่เป็นทางการก่อนที่จะตกลงทำธุรกิจร่วมกัน และยังเป็นปรัชญาพื้นฐานของความเชื่อแบบขงจื้อ (Confucianism)



สำคัญของคณะกรรมการบริษัท ได้แก่ การกำหนดนโยบายในการปฏิบัติงาน การสรรหาและแต่งตั้งผู้บริหารระดับสูง รวมไปถึงการควบคุม ติดตามการปฏิบัติงานของฝ่ายบริหาร คณะกรรมการบริหารมีหน้าที่ปฏิบัติตามนโยบายของคณะกรรมการบริษัท ปฏิบัติงานด้วยความสุจริตและระมัดระวัง ขณะที่กรรมการตรวจสอบมีหน้าที่ตรวจสอบถ่วงดุลเพื่อกำกับดูแลกิจการให้มีความเพียงพอ สอบทานการรายงานทางการเงินให้มีความถูกต้องและน่าเชื่อถือ รวมไปถึงความมีประสิทธิภาพของระบบการควบคุมภายใน

ครอบครัวถือหุ้นตั้งแต่ร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่าย จะถือว่ามีอำนาจในระดับควบคุมกิจการและแสดงถึงการถือหุ้นแบบกระจุกตัว อยู่ในกลุ่มของครอบครัวเป็นส่วนใหญ่ (Junhom & Srijunpetch, 2012) คณะกรรมการบริษัทเป็นส่วนหนึ่งของกลไกการกำกับดูแลกิจการซึ่งถูกคัดเลือกจากผู้ถือหุ้น ดังนั้น การถือหุ้นที่กระจุกตัวอยู่ในกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งเป็นจำนวนมาก อาจทำการคัดเลือกบุคคลที่มีความสัมพันธ์กับเครือญาติ หรือตัวแทนที่มาจากครอบครัวเป็นกรรมการในคณะกรรมการบริษัท นอกจากนี้ คณะกรรมการบริษัทยังมีคณะกรรมการชุดย่อยตามระบบธรรมาภิบาล ซึ่งครอบครัวอาจมีการส่งตัวแทนไปเป็นกรรมการในคณะกรรมการชุดย่อยต่าง ๆ ด้วย

ทฤษฎีสถาบัน (Institutional Theory) เชื่อว่าการดำเนินงานของกิจการนั้นได้รับแรงกดดันจากภายนอก ได้แก่ ผู้มีส่วนได้เสีย ดังนั้น กิจการจะต้องดำเนินงานเพื่อตอบสนองต่อแรงกดดันเพื่อให้กิจการอยู่รอด (Soottitantawat, Supawan, Arpanutud, Thititananont, & Khumprasert, 2018) กิจการจะตอบสนองด้วยการปฏิบัติตามกฎระเบียบเพื่อให้ได้รับการยอมรับจากสังคม ทั้งนี้ก็เพื่อให้ได้รับการสนับสนุนทรัพยากรเพื่อความอยู่รอด (Meyer & Rowan, 1977) ดังนั้น ธุรกิจครอบครัวเมื่อเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก็จะต้องนำหลักปฏิบัติดังกล่าวมาใช้ในการกำกับดูแลกิจการ เนื่องจากมีแรงกดดันจากผู้มีส่วนได้เสียตามทฤษฎีสถาบัน

## สมมติฐานการวิจัย

ประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นบุคคลที่มีความสำคัญสูงสุดของกิจการ ความสัมพันธ์ของบุคคลอาจเป็นประโยชน์ต่อการดำเนินธุรกิจให้ประสบความสำเร็จ ด้วยการพึ่งพาซึ่งกันและกัน อาทิ ความรู้ ความเชี่ยวชาญ รวมไปถึงความสัมพันธ์ทางการเมือง (Polsiri & Wiwattanakantang, 2004) คำถามสำคัญของงานวิจัยครั้งนี้ คือ การถือหุ้นของครอบครัวจะมีอิทธิพลต่อการเลือกบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันมาดำรงตำแหน่งดังกล่าวหรือไม่ ผู้วิจัยทบทวนงานวิจัยในอดีตและนำทฤษฎีที่กล่าวมาข้างต้นมากำหนดเป็นสมมติฐานการวิจัย Anderson and Reeb (2004) ศึกษาการถือหุ้นที่กระจุกตัวในครอบครัว พบว่า เมื่อครอบครัวถือหุ้นจนถึงระดับที่มีอำนาจควบคุม จะมีการติดตามตรวจสอบที่ดีกว่าการถือหุ้นแบบกระจายตัว เนื่องจากครอบครัวมีความผูกพันในการรักษาความมั่งคั่งไว้เพื่อคนรุ่นถัดไป นอกจากนี้ ครอบครัวมีการลงทุนที่หวังผลในระยะยาวมากกว่าธุรกิจที่ไม่มีความเป็นครอบครัว Villalonga and Amit (2006) พบว่า ผู้บริหารระดับสูงที่มาจากครอบครัวสามารถสร้างมูลค่าในระยะยาวให้แก่กิจการได้ดีกว่าธุรกิจที่ไม่ใช่ครอบครัว และ Davis, Allen, and Hayes (2010) พบว่า การที่สมาชิกของครอบครัวทำงานในกิจการก่อให้เกิดคุณค่าที่สูงกว่าธุรกิจที่ไม่ใช่ครอบครัว ผลการวิจัยสรุปว่า อิทธิพลของครอบครัวสะท้อนให้เห็นถึงความเหนียวแน่นในสายเลือดของความเป็นครอบครัว ซึ่งมาจากความผูกพัน ความเชื่อใจ และการตระหนักในการรักษาผลประโยชน์ขององค์กร (Stewardship Perception) นอกจากนี้ Chaicharuscharoenlap (2015) พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่เป็นสมาชิกในครอบครัวของผู้ถือหุ้นใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการดำเนินงาน มีความมุ่งมั่นในการสร้างความมั่งคั่งในระยะยาวมากกว่าที่หวังผลในระยะสั้น ซึ่งสอดคล้องไปกับความหมายของธุรกิจครอบครัว

การทบทวนวรรณกรรมข้างต้น แสดงให้เห็นว่า ธุรกิจครอบครัวมีแรงจูงใจที่จะควบคุมกิจการผ่านการเลือกบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันเข้ามาเป็นผู้บริหารระดับสูง เพื่อนำความเชี่ยวชาญ ประสบการณ์ ก่อให้เกิดประโยชน์กับการบริหารงาน และการจัดการผลประโยชน์ให้เป็นแนวทางเดียวกัน (Alignment) รวมไปถึงแรงจูงใจในการเพิ่มมูลค่าในระยะยาวให้แก่กิจการ ดังนั้น สมมติฐานการวิจัยเป็นดังนี้

H1: โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีโอกาสเพิ่มขึ้นที่จะเลือกประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์กัน

โครงสร้างของคณะกรรมการควรประกอบด้วย กรรมการที่มีคุณสมบัติหลากหลาย เช่น ทักษะ ประสบการณ์ ความสามารถเฉพาะด้านที่เป็นประโยชน์แก่กิจการ Bhatt and Bhattacharya (2015) ศึกษาการถือหุ้นที่กระจุกตัวในครอบครัว พบว่า จำนวนกรรมการที่มากขึ้นส่งผลต่อผลการดำเนินงานในทิศทางเดียวกันและมูลค่าของกิจการที่สูงขึ้น Uwuigbe, Ranti, and Bernard (2015) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคุณภาพกำไรสาเหตุเนื่องจากจำนวนคณะกรรมการที่มาก นำมาซึ่งความหลากหลายของประสบการณ์ ความรู้จากกรรมการแต่ละคนสามารถให้ข้อเสนอแนะที่เป็นประโยชน์ต่อการบริหารซึ่งส่งผลดีต่อผลการดำเนินงาน อย่างไรก็ตาม Hasan et al. (2014) และ Bekiris (2013) พบว่า การถือหุ้นของครอบครัวมีอิทธิพลต่อจำนวนกรรมการลดลง จำนวนกรรมการที่น้อยจะลดปัญหาความขัดแย้งและการสื่อสารภายในคณะกรรมการ ทั้งนี้ จำนวนที่เหมาะสมอาจไม่สามารถระบุได้แน่นอน ขึ้นอยู่กับหลายปัจจัย เช่น ขนาดของบริษัท ลักษณะธุรกิจที่มีความซับซ้อน สภาพเศรษฐกิจ (Poutziouris, Smyrnios, Kosmas, & Klein, Sabine, 2006) แนวปฏิบัติที่ดี หมวดที่ 5 ข้อ 1.2 ระบุว่าคณะกรรมการควรมีจำนวนที่เหมาะสม แต่ต้องมีจำนวนระหว่าง 5 ถึง 12 คน (Stock Exchange of Thailand, 2012) จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ผู้วิจัยเชื่อว่าการถือหุ้นของครอบครัวจะกำหนดให้มีจำนวนคณะกรรมการเป็นไปตามแนวปฏิบัติที่ดีตามทฤษฎีสถาบัน นอกจากนี้ ความรู้ ความเชี่ยวชาญ และประสบการณ์ของ

คณะกรรมการที่หลากหลายจะเป็นประโยชน์ต่อการดำเนินงานของครอบครัว  
ตามทฤษฎี Stewardship นำไปสู่การสร้างสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

H2a: โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ  
จำนวนของคณะกรรมการ

กรรมการอิสระ คือ กรรมการที่มีความเป็นอิสระจากผู้ถือหุ้นใหญ่และ  
ผู้บริหาร (The Securities and Exchange Commission, 2004) มีหน้าที่  
ตรวจสอบเพื่อถ่วงดุลและสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ถือหุ้น Ramachandran,  
Ngete, Subramanian, and Sambasivan (2015) พบว่า สัดส่วนกรรมการ  
อิสระที่สูงมีผลต่อคุณภาพกำไรที่เพิ่มขึ้น และ McKnight and Mira (2003)  
พบว่า ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการที่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ สัดส่วนที่สูงจะเป็นประโยชน์ต่อ  
การติดตามตรวจสอบ รวมถึงผู้มีอำนาจควบคุมนั้นเปิดโอกาสให้มีการติดตาม  
ตรวจสอบและรับฟังข้อเสนอนแนะ เป็นการสะท้อนถึงแรงจูงใจในการบริหาร  
กิจการให้ดีขึ้น (Ramachandran et al., 2015) อย่างไรก็ตาม Hasan et al.  
(2014) พบว่า การถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีอิทธิพลในทางตรงกันข้าม เนื่องจาก  
ครอบครัวอาจต้องการรักษาความสมดุลระหว่างวัตถุประสงค์ของกรรมการ  
อิสระกับการรักษาผลประโยชน์ของครอบครัว (Ibrahim & Samad, 2011)  
นอกจากนี้ ครอบครัวไม่เชื่อมั่นว่ากรรมการอิสระจะมีความเข้าใจธุรกิจอย่าง  
ลึกซึ้ง (Ward, 1991) หรือผู้บริหารที่มาจากครอบครัวมีประสบการณ์ มีความ  
เข้าใจธุรกิจมากกว่า รวมถึงวัฒนธรรมของครอบครัวที่มีความซับซ้อน จึงลด  
ความจำเป็นของการมีกรรมการลง (Garcia-Ramos & Garcia-Olalla, 2011)  
แนวปฏิบัติที่ดี หมวดที่ 5 ข้อ 1.3 ไม่ได้ระบุจำนวนไว้ชัดเจน แต่ให้สอดคล้องกับ  
จำนวนที่สำนักงาน ก.ล.ต กำหนด โดยต้องมีจำนวนกรรมการอิสระไม่น้อยกว่า  
3 คน หรือไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด (The Securities  
and Exchange Commission, 2004) จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง  
ผู้วิจัยเชื่อว่าครอบครัวจะกำหนดให้มีสัดส่วนของกรรมการอิสระที่เป็นไปตาม  
แนวปฏิบัติที่ดี ตามทฤษฎีสถาบัน และการบริหารงานเพื่อรักษาความน่าเชื่อถือ  
ของกิจการ ตามทฤษฎี Stewardship นำไปสู่การสร้างสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

## H2b: โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ จำนวนกรรมการอิสระ

คณะกรรมการตรวจสอบมีหน้าที่สอบทานรายงานทางการเงิน การเปิดเผยข้อมูลให้มีความครบถ้วน ถูกต้องและน่าเชื่อถือ รวมถึงการประเมินความมีประสิทธิภาพของระบบควบคุมภายใน การปฏิบัติตามกฎหมายและข้อบังคับที่เกี่ยวข้อง Al-musali, Qeshta, and Al-attafi (2019) ศึกษา การถือหุ้นของครอบครัวกับจำนวนของกรรมการตรวจสอบ พบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน แสดงถึงครอบครัวให้ความสำคัญกับความโปร่งใสตามหลักธรรมาภิบาล ในขณะที่ Alzoubi (2016) พบว่า มีผลให้คุณภาพกำไรเพิ่มขึ้นสรุปได้ว่า จำนวนกรรมการที่มากขึ้นทำให้การติดตามตรวจสอบตามวัตถุประสงค์มีประสิทธิภาพมากขึ้น ทั้งนี้ แนวปฏิบัติที่ดีไม่ได้ระบุถึงจำนวนกรรมการตรวจสอบที่ควรมี แต่ให้เป็นไปตามจำนวนที่สำนักงาน ก.ล.ต กำหนดไว้อย่างน้อย 3 คน (The Securities and Exchange Commission, 2004) จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ผู้วิจัยเชื่อว่าครอบครัวจะกำหนดให้มีจำนวนกรรมการตรวจสอบเป็นไปตามแนวปฏิบัติที่ดี ตามทฤษฎีสถาบัน และการบริหารงานเพื่อรักษาความน่าเชื่อถือและภาพลักษณ์ที่ดีของกิจการตามทฤษฎี Stewardship นำไปสู่การสร้างสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

## H2c: โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ จำนวนของคณะกรรมการตรวจสอบ

แนวปฏิบัติที่ดียังให้รายละเอียดเกี่ยวกับคุณสมบัติของคณะกรรมการตรวจสอบว่าต้องอย่างน้อย 1 คน เป็นผู้มีความเชี่ยวชาญทางด้านบัญชีหรือการเงิน งานวิจัยในอดีต พบว่า กรรมการตรวจสอบที่มีความเชี่ยวชาญช่วยลดผลกระทบจากการตกแต่งกำไรผ่านรายการระหว่างกันและการจัดการกำไรในโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว (Haji-abdullah, Marini, Wan-hussin, & Nordin, 2015; Zalata, Tauringana, & Tingbani, 2018) เนื่องจากครอบครัวจะแสดงให้เห็นถึงความโปร่งใส และภาพลักษณ์ที่ดี ซึ่งสอดคล้องไปกับแนวคิด Alignment อย่างไรก็ตาม Al-okaily and Naueihed (2020) ไม่พบความสัมพันธ์ในธุรกิจครอบครัว เนื่องจากหลักเกณฑ์ธรรมาภิบาลที่ถูกกำหนดขึ้นแบบ

เดียวกันเพื่อใช้กับทุกโครงสร้างการถือหุ้น อาจไม่เหมาะสมกับโครงสร้างที่มีความเป็นครอบครัวสูง จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ผู้วิจัยเชื่อว่าครอบครัวจะกำหนดให้มีจำนวนกรรมการตรวจสอบที่มีความเชี่ยวชาญ ด้านบัญชีหรือการเงินตามแนวปฏิบัติที่ดี สอดคล้องกับทฤษฎีสถาบัน และเพื่อรักษาความน่าเชื่อถือและภาพลักษณ์ที่ดีของกิจการ ตามทฤษฎี Stewardship นำไปสู่การสร้างสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

H2d: โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับจำนวนกรรมการตรวจสอบที่มีความเชี่ยวชาญด้านบัญชีหรือการเงิน

แนวปฏิบัติที่ดีหมวดที่ 5 ข้อ 1.6 กำหนดว่าควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารออกจากกัน เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจไม่ให้บุคคลใดบุคคลหนึ่งมีอำนาจโดยไม่จำกัด อย่างไรก็ตามไม่ได้มีข้อห้ามให้บุคคลทั้งสองดำรงตำแหน่งเดียวกัน งานวิจัยของ Garcia-Ramos and Garcia-Olalla (2011) และ Noor Afza (2011) พบว่า ให้ผลการวิจัยในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ การควบตำแหน่งในธุรกิจครอบครัว มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่สูงกว่าการแยกตำแหน่ง และ Hasan et al. (2014) พบว่า การถือหุ้นของครอบครัวมีอิทธิพลต่อการที่บุคคลทั้งสองจะดำรงตำแหน่งเดียวกัน เนื่องจากสามารถกำหนดกลยุทธ์และมุ่งความสนใจ ในการดำเนินธุรกิจเพื่อรักษาไว้ซึ่งประโยชน์แก่คนรุ่นหลัง (Donaldson & Davis, 1991) ผู้วิจัยเชื่อว่าจากงานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้น ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี Stewardship และแนวคิด Alignment Effect นำไปสู่การสร้างสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

H2e: โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีโอกาสเพิ่มขึ้นที่จะเลือกประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นบุคคลเดียวกัน

## วิธีดำเนินการวิจัย

### กลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ระหว่างปี พ.ศ. 2557-2561 โดยคัดเลือกจากหลักเกณฑ์ที่สำคัญ 2 ประการ ได้แก่ (1) ผู้ถือหุ้นตั้งแต่ลำดับที่ 1 ถึง 5 ใน

โครงสร้างการถือหุ้น เป็นบุคคลหรือกลุ่มบุคคลที่มีนามสกุลเดียวกันหรือต่างกัน แต่ถูกเปิดเผยว่ามีความเกี่ยวข้องกัน โดยมีสัดส่วนการถือหุ้นรวมกันตั้งแต่ร้อยละ 25 และ (2) บุคคลที่มาจากกลุ่มครอบครัวดังกล่าวดำรงตำแหน่งในคณะกรรมการบริษัทหรือผู้บริหาร ทั้งนี้ ไม่รวมถึงอุตสาหกรรมการเงินและหมวดกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ บริษัทที่ถูกเพิกถอน หรือเข้าข่ายถูกเพิกถอน อยู่ในระหว่างฟื้นฟูกิจการและบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน ซึ่งได้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 158 บริษัท ข้อมูลทั้งหมดถูกรวบรวมจากรายงานการเงิน รายงานประจำปี แบบแสดงรายงานข้อมูลประจำปี (56-1) จากเว็บไซต์สำนักงาน ก.ล.ต. เว็บไซต์บริษัทจดทะเบียน

### ตัวแปรและวิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

ตัวแปรอิสระ ได้แก่ การถือหุ้นที่กระจุกตัวในกลุ่มครอบครัว (MOCS) โดยวัดค่าจากสัดส่วนการถือหุ้นของครอบครัวตั้งแต่ลำดับที่ 1 ถึง 5 ตัวแปรตามประกอบด้วย ความสัมพันธ์ระหว่างประธานคณะกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CGROUP) วัดค่าโดยใช้ตัวแปรหุ่น (Dummy) โดยแทนค่าเป็น 1 หากบุคคลทั้งสองถูกเปิดเผยว่ามีความสัมพันธ์กัน เช่น เป็นเครือญาติ หรือความสัมพันธ์ในรูปแบบอื่น หากไม่ใช่แทนค่าเป็น 0 ในขณะที่องค์ประกอบของคณะกรรมการใช้หลักเกณฑ์จากแนวปฏิบัติที่ดี ปี 2555 รวมไปถึงคู่มือกรรมการบริษัทจดทะเบียน เล่ม 1 และงานวิจัยของ Mokthaisong et al. (2014) ในการวัดค่าตัวแปร ประกอบด้วย คณะกรรมการ (BSIZE) วัดค่าจากจำนวนกรรมการในคณะกรรมการ กรรมการอิสระ (IDIB) วัดค่าโดยใช้สัดส่วนของกรรมการต่อจำนวนกรรมการทั้งหมดในคณะกรรมการ คณะกรรมการตรวจสอบ (AUDS) วัดค่าจากจำนวนกรรมการตรวจสอบในคณะกรรมการ ตรวจสอบ และความเชี่ยวชาญของกรรมการตรวจสอบ (AUDE) วัดค่าจากจำนวนกรรมการตรวจสอบที่ถูกระบุว่ามีความเชี่ยวชาญทางด้านบัญชีหรือการเงิน ในขณะที่ประธานคณะกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นบุคคลเดียวกัน (CDUAL) วัดค่าโดยใช้ตัวแปรหุ่น แทนค่าเป็น 1 หากเป็นบุคคลเดียวกันทั้งสองตำแหน่ง ถ้าไม่ใช่ แทนค่าเป็น 0 นอกจากนี้ ได้นำตัวแปรควบคุม

ประกอบด้วย ขนาดของบริษัท วัดค่าโดยลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม (LN\_FSIZE) ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม และประเภทของอุตสาหกรรม (INDUS)<sup>2</sup> ยกเว้นอุตสาหกรรมการเงินวัดค่าด้วยตัวแปรหุ่น

การทดสอบสมมติฐานใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณและการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณโลจิสติกส์ ลักษณะข้อมูลของการวิจัยครั้งนี้เป็นแบบ Panel Data ใช้การวิเคราะห์ของ Hausman and Taylor (1981) หากตัวแปรภายนอกไม่ผันแปรตามเวลาแต่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระวิธีการ Fixed-Effect จะมีความเหมาะสม หากตัวแปรภายนอกไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระวิธีการ Random Effect จะถูกนำมาใช้ และใช้ Hausman Test เพื่อทดสอบปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กับค่าความคลาดเคลื่อน (Endogeneity) (Cameron & Trivedi, 2010)

## ผลการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวในกลุ่มครอบครัวกับการคัดเลือกประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นบุคคลที่มีความเกี่ยวข้องกัน และทดสอบความสัมพันธ์ของการถือหุ้นดังกล่าวกับองค์ประกอบของคณะกรรมการ

จากตารางที่ 1 พบว่า ผู้ถือหุ้นที่เป็นครอบครัว มีจำนวนและสัดส่วนขององค์ประกอบคณะกรรมการตามแนวปฏิบัติที่ดีทุกองค์ประกอบ ที่ระบุให้มีจำนวนกรรมการตั้งแต่ 5 คน แต่ไม่ควรเกิน 12 คน จำนวนกรรมการอิสระมีไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด จำนวนกรรมการตรวจสอบต้องมีอย่างน้อย 3 คน และมีกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ด้านบัญชีหรือการเงินอย่างน้อย 1 คน กลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่มีการแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (แสดงในตารางที่ 2) ตามแนวปฏิบัติที่ดีหมวดที่ 5 ข้อ 1.6

<sup>2</sup> เกษตรและอุตสาหกรรม (INDUS1) อุตสาหกรรมบริการ (INDUS2) อุตสาหกรรม (INDUS3) อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (INDUS4) บริการ (INDUS5) ทรัพยากร (INDUS6) และเทคโนโลยี (INDUS7)



ตารางที่ 1

สถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปรค่าต่อเนื่อง	Mean	S.D.	Min	Max
MOCS	50.85	13.01	25	79.91
BSIZE	9	1.92	6	15
IDIB	42.47	0.83	30	66.67
AUDS	3	0.41	3	5
AUDE	1	0.63	1	4
LN_FSIZ	22.04	1.44	16.44	26.66
LEV	0.45	0.20	0.02	1.40

ตารางที่ 2

สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรค่าไม่ต่อเนื่อง

ตัวแปรค่าไม่ต่อเนื่อง	Dummy = 0	Dummy = 1
CDUAL	129 (81.64%)	29 (18.36%)
CGROUP	95 (60.12%)	63 (39.88%)

ก่อนทำการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณได้ทำการตรวจสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร เพื่อพิจารณาว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองหรือไม่ (Multicollinearity) โดยตัวแปรอิสระต้องมีความสัมพันธ์กันไม่เกิน .80 จึงจะไม่ก่อให้เกิดปัญหาดังกล่าว (Hair, Black, Babin, Anderson, & Tatham, 2010) ผลการทดสอบพบว่า ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ไม่เกิน .80 แสดงในตารางที่ 3 ดังนี้

ตารางที่ 3

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

ตัวแปร	MOCS	CGROUP	BSIZE	IDIB	AUDS	AUDE
CGROUP	.094**					
BSIZE	-.006	.030				
IDIB	-.077*	-.202**	-.264**			
AUDS	.126**	-.029	.381**	.042		
AUDE	-.042	.003	.183**	.103**	.172**	
CDUAL	.005	.468**	-.071*	.018	-.041	.086*

หมายเหตุ: \*\* p<0.01, \* p<0.05

การถือหุ้นของครอบครัวกับโอกาสในการเลือกประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์กัน และบุคคลทั้งสองเป็นบุคคลเดียวกัน (แสดงในตารางที่ 4) พบว่า การถือหุ้นที่มีการกระจุกตัวในกลุ่มครอบครัวมีโอกาสเพิ่มขึ้นที่จะเลือกประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ ( $\beta_1 = 0.004, P < 0.01$ ) ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน H1 สอดคล้องกับงานวิจัยของ Chaicharuscharoentap (2015) และ Villalonga and Amit (2006) ที่แสดงให้เห็นถึงประโยชน์จากการที่ผู้บริหารระดับสูงมีความสัมพันธ์กันมีแรงจูงใจในการเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการของครอบครัวในระยะยาว

ตารางที่ 4

การถือหุ้นของครอบครัวกับโอกาสในการเลือกประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์กัน และบุคคลทั้งสองเป็นบุคคลเดียวกัน (Logistic Regression)

ตัวแปร	CGROUP		CDUAL	
	RAM	FEM	RAM	FEM
(Constant)	-0.679**	-0.943	-24.41***	-26.67**
MOCS	0.004***	-0.012	0.019	-0.014
LN_FSIZE	0.052***	0.043	0.475	-0.411
LEV	-0.295***	-0.438	1.048	0.978
INDUS2	-0.164**	-0.523*	-0.164**	-0.152**
INDUS3	-0.118**	-0.460	-0.118**	-0.086*
INDUS4	-0.033	-0.276	-0.033	-0.117
INDUS5	-0.145***	-0.510*	-0.145	-0.942
INDUS6	-0.074	-0.336	-0.075	-0.170
INDUS7	-0.100	-0.431	-0.100	-0.095
Pseudo R <sup>2</sup>	0.054	0.048	0.033	0.030
Hausman	0.407		0.481	

หมายเหตุ: \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.10, RAM คือ Random Effect, FEM คือ Fixed Effect, ใช้วิธี Random Effects GLS Regression สำหรับการแก้ปัญหาค่าความแปรปรวนไม่คงที่ (Heteroscedasticity)

อย่างไรก็ตาม โอกาสที่ประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นบุคคลเดียวกัน มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน แต่ไม่ถึงระดับที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ( $\beta_1 = 0.019, P > 0.10$ ) ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐาน H2e และไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Hasan et al. (2014) ที่พบว่า การถือหุ้นของ

ครอบครัวมีอิทธิพลต่อการที่บุคคลทั้งสองจะดำรงตำแหน่งเดียวกัน ทั้งนี้ การไม่พบความสัมพันธ์อาจเกิดจากในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษ บริษัทฯ เริ่มมีการปฏิบัติตามแนวปฏิบัติที่ดีโดยการแยกบุคคลทั้งสองไม่ให้ดำรงตำแหน่งเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องไปกับผลของสถิติพรรณนาในตารางที่ 2

ตารางที่ 5 แสดงผลของการถือหุ้นของครอบครัวกับองค์ประกอบของคณะกรรมการ พบว่า โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับจำนวนคณะกรรมการ แต่ไม่ถึงระดับที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ( $\beta_1 = 0.005$ ,  $P > 0.10$ ) ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐาน H2a ทั้งนี้ ผลการวิจัยไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Bhatt & Bhattacharya (2015) ที่สรุปว่า จำนวนคณะกรรมการที่มากมีผลต่อผลการดำเนินงานที่ดี อย่างไรก็ตาม การไม่พบความสัมพันธ์อาจเกิดจากการปรับเปลี่ยนจำนวนกรรมการเพื่อให้มีความเหมาะสมกับสภาพเศรษฐกิจ ความซับซ้อนของการดำเนินธุรกิจที่มากขึ้น (Poutziouris et al., 2006) การทดสอบสมมติฐาน H2b พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบกับจำนวนกรรมการอิสระ แต่ไม่ถึงระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $\beta_1 = -0.002$ ,  $P > 0.10$ ) ทั้งนี้ ผลการวิจัยไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Hasan et al. (2014) ที่พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม แต่อย่างไรก็ตาม การไม่พบความสัมพันธ์อาจเกิดจากครอบครัวต้องการรักษาความสมดุลระหว่างวัตถุประสงค์ของกรรมการอิสระกับการรักษาผลประโยชน์ของครอบครัว (Ibrahim & Samad, 2011) รวมไปถึงการเปลี่ยนแปลงจำนวนกรรมการอิสระที่มาจากบุคคลภายนอกในช่วงเวลาที่ทำการวิจัย เพราะครอบครัวเชื่อว่ากรรมการอิสระอาจไม่มีความเข้าใจในลักษณะธุรกิจอย่างเพียงพอ (Ward, 1991) หรือวัฒนธรรมของครอบครัวที่มีความซับซ้อนอาจลดความจำเป็นของการมีกรรมการลง (Garcia-Ramos & Garcia-Olalla, 2011)

ตารางที่ 5

การถือหุ้นของครอบครัวกับองค์ประกอบของคณะกรรมการ

ตัวแปร	BSIZE		IDIB	
	RAM	FAM	RAM	FAM
(Constant)	1.580	2.251	0.439***	0.244*
MOCS	0.005	0.006	-0.002	-0.002
LN_FSIZE	0.380***	0.312***	-0.005	-0.007
LEV	0.099	0.133	0.021	0.035
INDUS2	-1.258**	-1.196***	0.013	0.010
INDUS3	-0.782	-0.740***	0.016	0.017
INDUS4	-0.989**	-1.076***	-0.008	-0.004
INDUS5	-0.250	-0.275	-0.013	-0.011
INDUS6	-1.840***	-1.923***	-0.016	-0.001
INDUS7	-1.997***	-2.015***	-0.019	-0.011
Adjusted R <sup>2</sup>	0.176	0.171	0.018	0.014
Hausman	0.650		0.315	

หมายเหตุ: \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.10, RAM คือ Random Effect, FEM คือ Fixed Effect, ใช้วิธี Random Effects GLS Regression สำหรับการแก้ปัญหา ค่าความแปรปรวนไม่คงที่ (Heteroscedasticity)

ตารางที่ 5

การถือหุ้นของครอบครัวกับองค์ประกอบของคณะกรรมการ (ต่อ)

ตัวแปร	AUDS		AUE	
	RAM	FAM	RAM	FAM
(Constant)	-3.616***	4.028***	-0.174	-0.232
MOCS	0.002*	0.001	0.001	0.001
LN_FSIZE	0.016	0.042	0.071**	0.065**
LEV	0.151*	0.168*	-0.015	-0.039
INDUS2	-0.302*	-0.284**	0.021	0.023
INDUS3	-0.307**	-0.293***	0.029	-0.050
INDUS4	-0.210	-0.205	-0.143	-0.205
INDUS5	-0.194	-0.192	-0.236	-0.254
INDUS6	-0.309**	-0.314**	-0.239	-0.278
INDUS7	-0.329***	-0.337**	-0.533**	-0.219***
Adjusted R <sup>2</sup>	0.061	0.058	0.067	0.063
Hausman	0.207		0.336	

หมายเหตุ: \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.10, RAM คือ Random Effect, FEM คือ Fixed Effect, ใช้วิธี Random Effects GLS Regression สำหรับการแก้ปัญหาค่าความแปรปรวนไม่คงที่ (Heteroscedasticity)

สำหรับกลุ่มของกรรมการตรวจสอบ (แสดงในตารางที่ 5) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับจำนวนของคณะกรรมการตรวจสอบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $\beta_1 = 0.002$ ,  $P < 0.10$ ) ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน H2c สอดคล้องกับงานวิจัยของ Al-musali et al. (2019) ที่พบความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันระหว่างการถือหุ้นของครอบครัวกับขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ แสดงถึงครอบครัวให้ความสำคัญกับการมีธรรมาภิบาลในเรื่องความโปร่งใส

อย่างไรก็ตาม จำนวนกรรมการตรวจสอบที่มีความเชี่ยวชาญด้านบัญชีหรือการเงินมีความสัมพันธ์เชิงบวก แต่ไม่ถึงระดับที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ( $\beta_1 = 0.001, P > 0.10$ ) ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐาน H2d สอดคล้องกับงานวิจัยของ Al-okaily and Naeiherd (2020) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ในธุรกิจครอบครัว ทั้งนี้อาจมีสาเหตุจากหลักเกณฑ์ธรรมาภิบาลที่ถูกกำหนดขึ้นให้มีผู้เชี่ยวชาญเพียง 1 คน อาจไม่เหมาะสมกับลักษณะของธุรกิจที่มีความเป็นครอบครัวสูง จึงมีการเปลี่ยนแปลงจำนวนผู้เชี่ยวชาญให้เหมาะสมกับความซับซ้อนในการดำเนินธุรกิจในช่วงเวลาที่รวบรวมข้อมูล (Poutziouris et al., 2006)

### อภิปรายผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ

ผลการวิจัยครั้งนี้พบความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นที่กระจุกตัวในกลุ่มครอบครัวกับการคัดเลือกประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นบุคคลที่มีความสัมพันธ์กัน ซึ่งสอดคล้องกับ Stewardship Theory และแนวคิด Alignment Effect โดยกลุ่มครอบครัวจะพยายามปกป้องผลประโยชน์ของกิจการและคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียมากกว่าผลประโยชน์ส่วนตัว ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อผลการดำเนินงานและการเพิ่มมูลค่าแก่กิจการในอนาคต (Mokthaisong et al., 2014) สัดส่วนการถือหุ้นที่มากขึ้นจนถึงระดับที่มีอำนาจควบคุมสามารถจัดการผลประโยชน์ให้สอดคล้องไปในแนวทางเดียวกัน นอกจากนี้ ยังเป็นการสะท้อนนัยทางความสัมพันธ์แบบ Guanxi network ซึ่งสามารถพบได้ในประเทศไทย จากความสัมพันธ์ทางสังคมนำไปสู่ความสัมพันธ์แบบครอบครัวผ่านการสมรสกับครอบครัวนักรบการเมืองหรือนักธุรกิจที่มีชื่อเสียง (Dinh & Calabrò, 2019) และมีการพึ่งพาซึ่งกันและกันในการนำความรู้ความเชี่ยวชาญรวมไปถึงความสัมพันธ์ทางการเมืองซึ่งเป็นประโยชน์ต่อการดำเนินธุรกิจ (Polsiri & Wiwattanakantang, 2004) อย่างไรก็ตาม มีข้อสังเกตจากผลการวิจัยครั้งนี้ คือ ถึงแม้บุคคลเดียวกันจะไม่ดำรงตำแหน่งเดียวกัน แต่บุคคลทั้งสองนั้นมีความสัมพันธ์กัน

ในขณะที่ผลการวิจัยด้านองค์ประกอบของคณะกรรมการ พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของครอบครัวที่เพิ่มขึ้นมีผลต่อจำนวนของคณะกรรมการ

ตรวจสอบเพิ่มขึ้น อธิบายได้ว่า ครอบครัวยาจให้ความสำคัญกับการสนับสนุนในกิจกรรมการตรวจสอบเพื่อรักษาชื่อเสียงและภาพลักษณ์ด้านความโปร่งใส แสดงถึงความรับผิดชอบที่มีต่อกิจการและคำนึงถึงความอยู่รอดของกิจการในระยะยาว จึงให้ความสำคัญกับธรรมาภิบาลในเรื่องดังกล่าว (Tayatong et al., 2018) อย่างไรก็ตาม จำนวนกรรมการ สัดส่วนกรรมการอิสระ และความเชี่ยวชาญในด้านบัญชีหรือการเงินของคณะกรรมการตรวจสอบ ไม่พบความสัมพันธ์ อาจเป็นเพราะมีการปรับเปลี่ยนจำนวนคณะกรรมการเพิ่มขึ้นหรือลดลงในระหว่างปีที่ทำการวิจัย โดยขึ้นอยู่กับสถานการณ์ทางเศรษฐกิจ และความจำเป็นในการบริหารงานในแต่ละช่วงเวลา (Poutziouris et al., 2006) ทั้งนี้ ข้อสังเกตจากผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า องค์ประกอบของคณะกรรมการมีจำนวนไม่น้อยกว่าแนวปฏิบัติที่ดีของหน่วยงานกำกับดูแล หรือในอีกด้านหนึ่ง อาจกล่าวได้ว่า การที่ครอบครัวมีอำนาจในระดับควบคุมกิจการได้ ทำให้ปัญหาของความไม่เท่าเทียมกันในการรับรู้ข้อมูล (Information Asymmetry) มีน้อยกว่าโครงสร้างการถือหุ้นที่มีการกระจายตัว (Al-okaily & Naueihed, 2020) และยังเป็นการลดค่าใช้จ่ายในการตรวจสอบ (Jensen & Meckling, 1976)

ผลจากการวิจัยนี้จะเป็นประโยชน์แก่นักลงทุนในการตัดสินใจลงทุนในบริษัทจดทะเบียนที่มีสัดส่วนการถือหุ้นกระจุกตัวในกลุ่มครอบครัวรวมไปถึงหน่วยงานกำกับดูแลตลาดทุนอาจมีการทบทวนแนวปฏิบัติด้านธรรมาภิบาลสำหรับบริษัทฯ ที่มีลักษณะดังกล่าวเป็นการเฉพาะ

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาครั้งนี้ศึกษากับทุกกลุ่มอุตสาหกรรม และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สำหรับการวิจัยในครั้งต่อไปอาจจะศึกษาเป็นรายอุตสาหกรรม หรือแยกเป็นประเภทตลาดหลักทรัพย์เปรียบเทียบกัน นอกจากนี้ ยังอาจนำไปศึกษากับความสัมพันธ์อื่น อาทิ คุณภาพกำไร หรือผลการดำเนินงาน ซึ่งอาจทำให้ได้ผลการศึกษาที่ชัดเจนมากยิ่งขึ้น



## เอกสารอ้างอิง

- Al-musali, M. A., Qeshta, M. H., & Al-attafi, M. A. (2019). Ownership Structure and Audit Committee Effectiveness: Evidence from Top GCC capitalized firms. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 12(3), 407-425.
- Al-okaily, J., & Naueihed, S. (2020). Audit Committee Effectiveness and Family Firms: Impact on Performance. *Management Decision*, 58(6), 1021-1034.
- Alzoubi, E. S. S. (2016). Ownership Structure and Earnings Management: Evidence from Jordan. *International Journal of Accounting and Information Management*, 24(2), 135-161.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2004). Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(2), 209-237.
- Bekiris, F. V. (2013). Ownership Structure and Board Structure: Are Corporate Governance Mechanisms Interrelated?. *Corporate Governance*, 13(4), 352-364.
- Bhatt, R. R., & Bhattacharya, S. (2015). Board Structure and Firm Performance in Indian IT Firms. *Journal of Advances in Management Research*, 12(3), 232-248.
- Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (2010). *Microeconometrics Using STATA (Vol. 2)*. College Station, Texas, United States of America: Stata Press.
- Chaicharuscharoenlap, P. (2015). *CEO Characteristic Corporate Performance: The Case Study of Listed Companies on SET 100*. (master's thesis). Bangkok: Bangkok University.

- Davis, H. J., Allen, R. M., & Hayes, H. D. (2010). Is Blood Thicker than Water? A Study of Stewardship Perceptions in Family Business. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 34(6), 1093-1116.
- Desender, K. A. (2009). *The Relationship Between the Ownership Structure and the Role of the Board*. Retrieved November 1, 2019, from [http://www.business.illinois.edu/Working\\_Papers/papers/09-0105.pdf](http://www.business.illinois.edu/Working_Papers/papers/09-0105.pdf)
- Dinh, T. Q., & Calabrò, A. (2019). Asian Family Firms through Corporate Governance and Institutions: A Systematic Review of the Literature and Agenda for Future Research. *International Journal of Management Reviews*, 21(1), 50-75.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-66.
- Garcia-Ramos, R., & Garcia-Olalla, M. (2011). Board Characteristics and Firm Performance in Public Founder- and Nonfounder-Led Family Businesses. *Journal of Family Business Strategy*, 2(4), 220-231.
- Hair, J. F. J., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2010). *Multivariate Data Analysis* (6<sup>th</sup> ed.) New Jersey: Pearson Education International.
- Haji-abdullah, Marini, N., Wan-hussin, & Nordin, W. (2015). Related Party Transactions, Audit Committees and Real Earnings: The Moderating Impact of Family Ownership. *Advanced Science Letters*, 21(6), 2033-2037.

- Hasan, S., Rahman, R. A., & Hossain, S. Z. (2014). Monitoring Family Performance: Family Ownership and Corporate Governance Structure in Bangladesh. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 145, 103-109.
- Hausman, A. J., & Taylor, E. W. (1981). Panel Data and Unobservable Individual Effects. *Econometrica*, 49(6), 1377-1398.
- Ibrahim, H., & Samad, F. A. (2011). Corporate Governance Mechanisms and Performance of Public-Listed Family-Ownership in Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 3(1), 105-115.
- International Financial Corporation. (2008). *IFC Family Business Governance Handbook*. Retrieved June 16, 2019, from <http://documents.worldbank.org/curated/en/617971468330290403/IFC-family-business-governance-handbook>
- Jensen, C. M., & Meckling, H. W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Finance and Economics*, 3(4), 305-360.
- Junhom, S., & Srijunpetch, S. (2012). Family-Owned and Earnings Quality. *Journal of Accounting Profession*, 21(8), 78-88.
- McKnight, P. J., & Mira, S. (2003). *Corporate Governance Mechanisms, Agency Costs and Firm Performance in UK Firms*. Retrieved March 19, 2020, from <http://ssrn.com/abstract=460300>
- Meyer, J. W., & Rowan, B. (1977). Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony. *American Journal of Sociology*, 83(2), 340-363.

- Mokthaisong, P., Buasook, S., Jampachaisri, K., & Lonkani, R. (2014). The Relationship between Corporate Governance Mechanisms, Ownership Structure, Agency Cost and Earning Quality in Thailand Listed Companies. *Journal of the Faculty of Management Science*, 7(1), 1-10.
- Noor Afza, A. (2011). Corporate Governance Mechanisms and Company Performance: Evidence from Malaysian Companies. *International Review of Business Research Papers*, 7(6), 101-114.
- Paiva, I. S., Lourenço, I. C., & Branco, M. C. (2016). Earnings Management in Family Firms: Current State of Knowledge and Opportunities for Future Research. *Review of Accounting and Finance*, 15(1), 85-100.
- Polsiri, P., & Wiwattanakantang, Y. (2004). *Business Groups in Thailand: Before and After the East Asian Financial Crisis*. Retrieved November 9, 2019, from <http://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/rs/bitstream/10086/13875/1/wp2004-13a.pdf>
- Poutziouris, Z. P., Smyrniotis, K. X., & Klein, S. B. (2006). *Handbook of Research on Family Business*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Ramachandran, J., Ngete, Z. A., Subramanian, R., & Sambasivan, M. (2015). Does Corporate Governance Influence Earnings Management?: Evidence from Singapore. *The Journal of Developing Areas*, 49(3), 263-274.
- Siow, V. (2019). *Moving Forward "Family Business" towards Sustainability in the Digital Economy Era*. Retrieved January 3, 2020, from <https://forbesthailand.com/commentaries/insights/เดินทางสู่ธุรกิจครอบครัว.html>

- Soottitantawat, S., Supawan, P., Arpanutud, P., Thititananont, W., & Khumprasert, K. (2018). Factor Affecting Information Technology Adoption in Thai Subdistrict Municipality. *Journal of Information Technology Management and Innovation*, 5(2), 114-126.
- Stock Exchange of Thailand. (2012). *The principles of good corporate governance for listed companies 2012*. Retrieved April 20, 2019, from <https://www.ecgi.global/code/principles-good-corporate-governance-listed-companies-2012>.
- Tayatong, S., Ratanacharoenchai, C., & Nomee, J. (2018). Relationship between Ownership Structure. *University of the Thai Chamber of Commerce Journal Humanities and Social Science*, 38(4), 66-80.
- The Securities and Exchange Commission, T. (2004). *Director's Handbook 1*. Retrieved April 20, 2019, from <https://www.setsustainability.com/libraries/372/item/264-1-iod>
- Uwuigbe, U., Ranti, U. O., & Bernard, O. (2015). Assessment of the Effects of Firms Characteristics on Earnings Management of Listed Firms in Nigeria. *Asian Economic and Financial Review*, 5(2), 218-228.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?. *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Vorachardtarn, Y. (2016). *Family Business Registration Company*. Retrieved January 3, 2020, from <https://www.setsustainability.com/download/xb2myfhpauc1zor>

- Ward, J. (1991). *Creating Effective Boards for Private Enterprises: Meeting the Challenges of Continuity and Competition*. San Francisco: Jossey-Bass.
- Wongyim, H. (2018). *The Impact of Family Ownership Structure on the Earning Management Level of Listed Companies in Thailand*. In 9<sup>th</sup> National & International Conference. Bangkok: Thailand.
- Zalata, A. M., Tauringana, V., & Tingbani, I. (2018). Audit Committee Financial Expertise, Gender, and Earnings Management: Does Gender of the Financial Expert Matter?. *International Review of Financial Analysis*, 55, 170-183.