

ผลกระทบของการถือหุ้นโดยประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ต่อผลการดำเนินงานของกิจการภายใต้สภาวะปกติ และสภาวะวิกฤต

ภาณุภัทร ท้าวไรสง* และ ศรศาสตร์ สุขเจริญสิน**

รับวันที่ 17 สิงหาคม 2568
แก้ไขวันที่ 26 กันยายน 2568
ตอบรับตีพิมพ์ 29 กันยายน 2568

บทคัดย่อ

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงาน ทั้งในช่วงสภาวะปกติและในช่วงสภาวะวิกฤติ งานวิจัยได้ศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 376 บริษัทในช่วง พ.ศ.2561-2565 งานวิจัยได้แบ่งกรณีศึกษาออกเป็น 2 ช่วงเวลา ได้แก่ ช่วงสภาวะปกติ (2561-2562) และช่วงสภาวะวิกฤตโควิด-19 (2563-2565) ผลการศึกษาพบว่า ในสภาวะปกติมีเพียงสัดส่วนการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO Ownership Proportion) เท่านั้นที่ส่งผลกระทบอย่างมีนัยยะสำคัญและเป็นไปในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดโดยมูลค่าตลาดแบบ Tobin's Q แต่ไม่ส่งผลกับผลการดำเนินงานที่วัดโดยวิธีการทางบัญชีแบบ ROE และ ROA และในสภาวะวิกฤติ

คำสำคัญ: ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ผลการดำเนินงาน วิกฤตโควิด-19

JEL Classification: G32, G34, M12

*นักลงทุนสัมพันธ์ บริษัท เอเชีย เอวิชั่น จำกัด (มหาชน) อีเมล: panupatr.t@outlook.com

** ศาสตราจารย์ คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ อีเมล: sorasart@nida.ac.th

CEO Ownership and Its Impact on Firm Performance under Normal and Turbulent Times

Phanuphat Thaothaisong * and Sorasart Sukcharoensin**

Received August 17th, 2025

Revised September 26th, 2025

Accepted September 29th, 2025

Abstract

This study examines the relationship between CEO ownership and firm performance under both normal and crisis conditions. The research investigates 376 firms listed on the Stock Exchange of Thailand during the period 2018–2022, dividing the analysis into two sub-periods: the normal period (2018–2019) and the COVID-19 crisis period (2020–2022). The findings indicate that, under normal conditions, only the proportion of CEO ownership has a statistically significant and positive effect on firm performance as measured by Tobin's Q, while no significant effect is observed on accounting-based measures such as ROE and ROA. During the crisis period, the analysis further reveals that CEO ownership exerts any significant impact on firm performance, whether measured by accounting indicators or by market-based valuation.

Keyword: Chief Executive Officer, Firm Performance, Covid-19

JEL Classification: G32, G34, M12

* นักลงทุนสัมพันธ์ บริษัท เอเชีย เอวิเอชั่น จำกัด (มหาชน) อีเมล: panupatr.t@outlook.com

** ศาสตราจารย์ คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ อีเมล: sorasart@nida.ac.th

1. บทนำ

กิจการหรือองค์กรทางธุรกิจมีเป้าหมายหลักในการสร้างผลตอบแทนสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นและเพิ่มมูลค่าองค์กรในระยะยาว เมื่อกิจการเติบโตและมีความซับซ้อนมากขึ้น เจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารได้ด้วยตนเองทั้งหมด จึงจำเป็นต้องมอบหมายให้ผู้บริหาร (Agent) ทำหน้าที่แทน ตามทฤษฎีตัวแทนของ Jensen & Meckling (1976) การแยกความเป็นเจ้าของและการบริหารอาจก่อให้เกิดปัญหาความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ งานวิจัยจำนวนมากชี้ว่า การถือหุ้นของผู้บริหารช่วยลดปัญหาดังกล่าวและสร้างแรงจูงใจให้มุ่งผลประโยชน์ของกิจการ ตัวอย่างเช่น Fan & Wong (2002) พบว่าผู้บริหารที่มีหุ้นจะมุ่งสร้างผลตอบแทนขององค์กรซึ่งสะท้อนกลับไปยังมูลค่าหุ้นที่ตนถือครอง การมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของกิจการของกรรมการหรือ จึงถูกมองว่าเป็นเครื่องมือด้านธรรมาภิบาลที่ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพและแรงจูงใจ ผลการศึกษาของ Freeman (2007) พบว่า Employee Ownership มีส่วนช่วยเพิ่มประสิทธิภาพองค์กร ความสามารถในการทำกำไร และการอยู่กับบริษัทในระยะยาว อีกทั้งยังส่งผลบวกต่อผลตอบแทนการลงทุน อย่างไรก็ตาม Kapil & Mishra (2019) ชี้ว่าการถือหุ้นของผู้บริหาร นักลงทุนสถาบัน หรือผู้ถือหุ้นใหญ่ ไม่ได้มีผลต่อผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROE หรือ ROA แต่มีผลต่อผลการดำเนินงานเชิงมูลค่าตลาด (Tobin's Q)

ในสถานการณ์วิกฤต การมีส่วนร่วมของผู้บริหารโดยเฉพาะประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) ในฐานะผู้ถือหุ้นมีบทบาทสำคัญในการเสริมสร้างความยืดหยุ่นและความต่อเนื่องของธุรกิจ กรณีการแพร่ระบาดของโควิด-19 (พ.ศ. 2563–2565) เป็นตัวอย่างวิกฤตที่ส่งผลกระทบอย่างรุนแรงต่อเศรษฐกิจและธุรกิจไทย โดย GDP ปี 2563 หดตัวถึงร้อยละ 6.1 และภาคท่องเที่ยว บริการ การบิน และโรงแรมได้รับผลกระทบอย่างหนัก ภายใต้สถานการณ์ดังกล่าว บทบาทของ CEO ในฐานะผู้ถือหุ้นอาจเป็นปัจจัยกำหนดความสามารถของกิจการในการฟื้นตัวและรักษาผลการดำเนินงาน

ทั้งนี้ ในประเทศไทยยังมีงานวิจัยเกี่ยวกับการถือหุ้นของผู้บริหาร โดยเฉพาะ CEO ในบริบทวิกฤตค่อนข้างจำกัดและผลลัพธ์ยังไม่ชัดเจน งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการถือหุ้นโดย CEO ต่อผลการดำเนินงานของกิจการ โดยพิจารณาทั้งมิติทางบัญชี (ROE, ROA) และมิติทางตลาด (Tobin's Q) ภายใต้สภาวะปกติและสภาวะวิกฤติ เพื่อสร้างความเข้าใจที่ลึกซึ้งขึ้น และเป็นประโยชน์ต่อการออกแบบนโยบายการให้รางวัลผู้บริหาร ตลอดจนการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นและนักลงทุน เพื่อทำความเข้าใจถึงผลกระทบของโครงสร้างความเป็นเจ้าของและมาตรการสร้างแรงจูงใจต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานขององค์กร

2. ทบทวนวรรณกรรม

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen & Meckling (1976) เป็นทฤษฎีที่อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างบุคคล 2 ฝ่ายคือบุคคลที่เป็นตัวการ (Principle) หรือฝ่ายที่มอบอำนาจ ในขณะที่อีกฝ่ายคือตัวแทน (Agent) ซึ่งเป็นฝ่ายที่ได้รับมอบอำนาจ หากผู้บริหาร (ตัวแทน) ได้ตัดสินใจลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนสูงสุดจากเงินลงทุนโดยมีแนวทางที่สอดคล้องกับการสร้างประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น (ผู้ให้อำนาจ) แล้ว ความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นจะยังคงเป็นความสัมพันธ์ที่ดี แต่ถ้าหากแนวทางการตัดสินใจลงทุนไม่สอดคล้องกับแนวทางการสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น หรือผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นไม่สอดคล้องกัน จะทำให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ขึ้น ซึ่งผู้บริหารอาจมองหาโอกาสที่จะหาผลประโยชน์เข้าตนเองแทนที่ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นของกิจการ (Berle & Means, 1932)

องค์กรที่มีการแบ่งแยกระหว่างผู้บริหารและเจ้าของอาจพบปัญหา การขัดแย้งของผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ซึ่งเป็นการเห็นแก่ประโยชน์ส่วนตนจนขัดแย้งกับหน้าที่ที่ได้รับมอบหมาย ปัญหาจริยธรรมวิบัติ (Moral Hazard Problem) เป็นปัญหาที่เจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น ไม่อาจจะแน่ใจได้ว่าผู้บริหาร (ตัวแทน) นั้นได้ใช้ความพยายามสูงสุดในการทำงานหรือไม่ และ ปัญหาการคัดเลือกที่ไม่พึงประสงค์ (Adverse Selection Problem) เป็นปัญหาที่เจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น ไม่อาจจะแน่ใจได้ว่าผู้บริหาร (ตัวแทน) นั้นจะมีความสามารถในการทำงานบริหารได้สอดคล้องกับผลตอบแทนที่ได้รับหรือไม่ (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551)

ปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ระหว่างเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น กับผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นผู้ที่ได้มอบอำนาจสามารถลดปัญหาที่เกิดจากตัวแทนโดยการสร้างแรงจูงใจให้แก่ผู้บริหารโดยการให้ค่าตอบแทนซึ่งมีเงื่อนไขขึ้นอยู่กับการความสามารถในการทำกำไรของผู้บริหารได้ โดยจะทำให้ผู้บริหารทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ก่อให้เกิดกำไรสูงสุด และสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้ผู้ถือหุ้น (Core, Holthausen, & Larcker, 1999) การให้ค่าตอบแทนแก่ผู้บริหารจึงเป็นหนึ่งในวิธีการในการแก้ปัญหาตัวแทน โดยมีวัตถุประสงค์ในการจูงใจและรักษาผู้บริหารให้ปฏิบัติงานและตัดสินใจลงทุนเพื่อประโยชน์สูงสุดต่อบริษัท ซึ่งค่าตอบแทนผู้บริหารตามข้อกำหนดของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ประกอบด้วย ค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินและค่าตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงิน โดยค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงิน เป็นสิ่งตอบแทนที่ได้รับจากการทำงานซึ่งอยู่ในรูปของตัวเงินอย่างชัดเจน ได้แก่ เงินเดือน โบนัส และกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และค่าตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงิน ซึ่งเป็นค่าตอบแทนที่ได้รับจากการทำงานที่ไม่ได้อยู่ในรูปของตัวเงินอย่างชัดเจน ประกอบด้วย สวัสดิการ รวมถึงสิทธิในการซื้อหุ้นของบริษัทที่พนักงานได้ทำงานอยู่

การเปิดโอกาสให้พนักงานได้เข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นของกิจการถือเป็นการให้รางวัลตอบแทนพนักงานเพื่อจูงใจให้พนักงานได้ทำงานได้อย่างเต็มประสิทธิภาพเนื่องจากพนักงานได้ทำงานในบริษัทที่ตนเองมีส่วนได้ส่วนเสียโดยตรง การเปิดโอกาสให้พนักงานเข้ามาเป็นส่วนหนึ่งของผู้ถือหุ้นสามารถทำได้โดยหลายวิธี ไม่ว่าจะเป็นโครงการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อกรรมการหรือพนักงาน (Employee Stock Option Program: ESOP) โครงการร่วมลงทุนระหว่างนายจ้างและลูกจ้างของบริษัทจดทะเบียน (Employee Joint Investment Program: EJIP) หรือการให้หุ้นสามัญของบริษัทเป็นโบนัสสำหรับพนักงาน เป็นต้น

ในงานวิจัยชิ้นนี้ ผู้วิจัยได้มุ่งเน้นศึกษาโครงการ ESOP เนื่องจากโครงการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อกรรมการหรือพนักงาน เป็นโครงการที่ต้องมีการรายงานต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และมีการเปิดเผยข้อมูลโครงการผ่านสาธารณะ โดยประโยชน์ของโครงการ ESOP จัดเป็นเครื่องมือที่ช่วยสร้างแรงจูงใจให้บุคลากรขององค์กรทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและสามารถสร้างการเจริญเติบโตแก่กิจการได้ จากการเปิดโอกาสให้กรรมการและพนักงานมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของกิจการ ซึ่งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มีเกณฑ์การอนุญาต ESOP ให้สามารถใช้ได้กับบริษัทมหาชนจำกัดที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายไทยและมีหน้าที่ตามมาตรา 56 (มีผู้ถือหุ้นรายย่อย) บริษัทจดทะเบียน บริษัทที่บริษัทจดทะเบียนถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 50 และ บริษัทมหาชนจำกัดอื่น ๆ (เงื่อนไขอนุญาตจะเป็นแบบง่าย ซึ่งกำหนดเพียงให้มีมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นโดยไม่ต้องระบุชัดว่าจัดสรรให้กรรมการ พนักงาน และอนุญาตให้ใช้กับหลักทรัพย์ หุ้น หุ้นกู้แปลงสภาพ (convertible debenture: CD) และใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) ดำเนินโครงการได้

Morck, Shleifer & Vishny (1987) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองหุ้นของผู้บริหาร (Management Ownership) และมูลค่าของกิจการผ่านตัวแปร Tobin's Q โดยงานวิจัยเป็นการเก็บข้อมูลแบบ cross-section ซึ่งพบว่าค่า Tobin's Q มีความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารกับมูลค่าบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นแบบโค้งคว่ำ (inverted U-shaped) กล่าวคือ เมื่อการถือหุ้นเพิ่มขึ้นจากระดับต่ำ มูลค่าบริษัทเพิ่มขึ้นเนื่องจากแรงจูงใจที่สอดคล้องกัน แต่เมื่อสูงเกินระดับที่เหมาะสม มูลค่ากลับลดลงเพราะผู้บริหารมีอำนาจมากเกินไป (managerial entrenchment) ในช่วงการถือหุ้นร้อยละ 0 ถึง ร้อยละ 5 ค่า Tobin's Q จะเพิ่มขึ้น ช่วงตั้งแต่อ้อยละ 5 ถึงร้อยละ 25 ค่า Tobin's Q จะลดลงและหลังจากร้อยละ 25 ขึ้นไปค่า Tobin's Q จะเพิ่มขึ้นแต่ในอัตราที่ช้าลง ผลลัพธ์นี้ได้รับการสนับสนุนจากภายหลังในหลายตลาดทุนพัฒนาแล้ว (McConnell & Servaes, 1990)

ในขณะที่หลักฐานจากประเทศในเอเชียตะวันออกและตลาดเกิดใหม่สะท้อนภาพที่แตกต่างออกไป งานของ Claessens, Djankov, และ Lang (2000) พบว่า โครงสร้างการถือหุ้นที่มีผู้ถือหุ้นใหญ่โดยเฉพาะครอบครัวมีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลและผลประกอบการของกิจการในระดับสูง โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อสิทธิออกเสียงและสิทธิในกระแสเงินสดมีการแยกออกจากกัน (control-cash flow divergence) ในกรณีของประเทศไทย Wiwattanakantang (2001) ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและพบว่า การถือหุ้นของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ซึ่งแตกต่างจากลักษณะโค้งคว่ำในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยชี้ว่าการถือหุ้นสูงช่วยลดปัญหาผู้บริหารใช้ทรัพยากรเพื่อประโยชน์ส่วนตนในบริบทที่ระบบกฎหมายและการคุ้มครองผู้ถือหุ้นยังไม่เข้มแข็ง

งานภายหลังยังพบว่าการถือหุ้นของผู้บริหารในบริษัทครอบครัวไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลประกอบการและผลตอบแทนจากหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญ (Wiwattanakantang, 2001) ซึ่งสอดคล้องกับหลักฐานในญี่ปุ่นและเกาหลีใต้ที่เน้นความสำคัญของความเชื่อมั่นระยะยาวและความสัมพันธ์ระหว่างเจ้าของกับบริษัท (Chen et al., 2011) การเปรียบเทียบนี้สะท้อนให้เห็นว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของ CEO กับผลการดำเนินงานของบริษัทขึ้นอยู่กับโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ระบบสถาบัน และความเข้มแข็งของการคุ้มครองนักลงทุนในแต่ละประเทศ ตลาดพัฒนาแล้วมักมีความสัมพันธ์ไม่เป็นเชิงเส้นและถูกจำกัดด้วยกลไกธรรมาภิบาล ในขณะที่ตลาดเกิดใหม่แสดงความสัมพันธ์เชิงบวกที่เข้มแข็งกว่าซึ่งเกิดจากการลดปัญหาตัวแทน ภายใต้บริบทที่ต่างออกไป

ในขณะที่ Kim & Lu (2010) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองหุ้นของ CEO ที่ส่งผลต่ออัตราส่วน Tobin's Q ที่ใช้วัดมูลค่าของบริษัท มีตัวแปร External Governance (EG) บังคับควบคุมโดยวัดผลจากระดับการแข่งขันในตลาด (industry concentration ratio: ICR/ Herfindahl-Hirschman Index: HHI/Economic Census HHI) เนื่องจากการแข่งขันถือเป็นแรงกดดันจากภายนอก (External Pressure) ที่จะช่วยลดปัญหาตัวแทนได้ (Alchian, 1950; Friedman, 1953; Hart, 1983) งานวิจัยพบว่าในบริษัทที่มีระดับ External Governance ต่ำ จะมีความสัมพันธ์กันระหว่างการถือครองหุ้นของ CEO กับอัตราส่วน Tobin's Q แต่ในบริษัทที่มีระดับ External Governance (EG) สูงกลับไม่พบความสัมพันธ์นี้ โดยแสดงให้เห็นว่าในบริษัทที่มีระดับของ EG สูง จะไม่พบปัญหาระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร (Agency Problem) แต่จะพบในบริษัทที่มีระดับ EG ต่ำ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Lilienfeld-Toal & Ruenzi (2014) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของ CEO และผลตอบแทนตลาด (Market Performance) และได้ข้อสรุปว่าการถือหุ้นของ CEO จะส่งผลอย่างมากต่อผลตอบแทนตลาดในบริษัทที่มีระดับของ External Governance (EG) ต่ำ มีการแข่งขันในตลาดต่ำ และมีระดับการใช้ดุลพินิจของผู้บริหาร (Managerial Discretion) สูง นอกจากนี้ CEO ที่ถือหุ้นในบริษัทสามารถเพิ่มมูลค่าให้กิจการได้ จากการลดการสร้างอาณาจักร (Reduce Empire Building) และเพิ่มประสิทธิภาพ

Kapil & Mishra (2019) ได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหาร (Ownership) การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (Institutional Relationship) การถือหุ้นของนักลงทุนต่างประเทศ (Foreign Institutional Investors) และขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) กับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งพบว่ามีความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัทที่วัดโดยมูลค่าตลาดแบบ Tobin's Q มากกว่าผลการดำเนินงานที่วัดค่าโดยวิธีการทางบัญชีแบบ ROA และ ROE ซึ่งถือเป็นการศึกษาที่ได้มีการกล่าวถึงประเด็นทางด้าน Corporate Governance ที่มีการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (Institutional Investors) เป็นตัวแปรตัวแทน

การศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงการถือหุ้นของ CEO ที่มีต่อผลตอบแทนในระยะยาว โดยพบว่าหาก CEO มีการลดจำนวนการถือครองหุ้นลงจะทำให้ ROA ในปีถัดไปเพิ่มขึ้น ในขณะที่เดียวกันหาก CEO เพิ่มจำนวนการถือครองหุ้น จะส่งผลให้อัตราส่วน ROA ลดลงในปีถัดไป นอกจากนี้ในงานวิจัยยังพบว่าผลตอบแทนตลาด (Market Performance) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงการถือครองหุ้นของ CEO สอดคล้องกับสมมติฐานการส่งสัญญาณ (Signaling Hypothesis) โดยเป็นการศึกษาที่มีระยะเวลาของตัวแปรไม่อยู่ในช่วงเวลาเดียวกัน (Wu & Dong (2020))

งานวิจัยของ Steven Freeman (2007) ได้ทำการศึกษาผลกระทบของโครงการ ESOP พบว่าการถือหุ้นของพนักงาน (Employee Ownership) โดยเฉลี่ยแล้วจะทำให้ประสิทธิภาพขององค์กร (Firm Productivity) สูงขึ้น ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) สูงขึ้น และพนักงานมีแนวโน้มอยู่กับองค์กรนานขึ้น (Longevity) นอกจากนี้ งานวิจัยยังพบว่า หากพนักงานเพิ่มการถือครองหุ้นจะทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุน (Returns on Investment) สูงขึ้นอีกด้วย สอดคล้องกับงานวิจัยของ Ismiyanti & Mahadwartha (2017) พบว่าการให้พนักงานเข้ามามีส่วนในการเป็นผู้ถือหุ้นผ่านโครงการ ESOP จะสามารถช่วยลดความขัดแย้งระหว่างเจ้าของและผู้บริหารได้ งานวิจัยได้ข้อสรุปว่าโครงการ ESOP สามารถเพิ่มประสิทธิภาพให้กับองค์กรได้ และประสิทธิภาพขององค์กรส่งผลโดยตรงต่อผลการดำเนินงาน (Performance) ในเชิงบวก แต่โครงการ ESOP ไม่ได้ส่งผลโดยตรงต่อผลการดำเนินงานขององค์กร โดยเป็นการส่งผลทางอ้อมผ่านประสิทธิภาพการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น โดยประสิทธิภาพจะวัดค่าโดยใช้ตัวแปร ยอดขายรวมต่อหัว (Sales Per Employee) กระแสเงินสดต่อหัว (Cash Flow Per Employee) และอัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (Total Assets Turnover)

3. วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงานในงานวิจัยนี้ จะเป็นการศึกษาในสภาวะปกติและสภาวะวิกฤติ ได้กำหนดขอบเขตประชากรของงานวิจัยนี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand) โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ดำเนินงานในปี พ.ศ. 2561-2565 แต่ไม่รวมบริษัทในกลุ่มธุรกิจธนาคาร ธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ ธุรกิจประกันภัย และประกันชีวิต บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน บริษัทที่มีข้อมูลการถือหุ้น สัดส่วนการถือหุ้น ข้อมูลทางบัญชี ข้อมูลผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ และข้อมูลอื่น ๆ ที่จำเป็นในการวิจัยไม่ครบถ้วน

จากคุณสมบัติดังกล่าว งานวิจัยนี้มีจำนวนบริษัทที่อยู่ภายใต้การศึกษาทั้งสิ้น 376 บริษัท แบ่งออกเป็น กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) 46 บริษัท กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) 28 บริษัท กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) 71 บริษัท กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง (PROPCON) 80 บริษัท กลุ่มทรัพยากร (RESOURC) 46 บริษัท กลุ่มบริการ (SERVICE) 80 บริษัท และ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) 25 บริษัท

เครื่องมือที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานของงานวิจัยนี้จะเป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) ซึ่งประกอบไปด้วยการวิเคราะห์ข้อมูลใน 2 ส่วนหลัก คือ การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาเป็นการวิเคราะห์เพื่ออธิบายเกี่ยวกับข้อมูลเบื้องต้น ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา โดยใช้ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) และการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Test of Hypothesis) ในการทดสอบสมมติฐานงานวิจัยจะใช้การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) การทดสอบความสามารถในการอธิบายตัวแปรตามของตัวแปรอิสระ (t-Test) และการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression) ด้วยวิธี Fixed Effect Regression Model

เพื่อทดสอบความแตกต่างของผลจากการถือครองหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีต่อผลการดำเนินงานในช่วงสภาวะการดำเนินงานที่แตกต่างกัน งานวิจัยได้แบ่งช่วงระยะเวลาในการศึกษาออกเป็น 2 ช่วงคือ 1) ช่วงก่อนการเกิดการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ระหว่างปี พ.ศ. 2561-2562 และ 2) ช่วงหลังการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ระหว่างปี พ.ศ. 2563-2565 โดยได้กำหนดสมมติฐานดังนี้

1. ช่วงก่อนการเกิดการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ระหว่างปี พ.ศ.2561-2562

1.1 ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 1 : การถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารส่งผลต่อผลการดำเนินงานในสภาวะปกติ

สมมติฐานที่ 2 : สัดส่วนการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารส่งผลต่อผลการดำเนินงานในสภาวะปกติ

1.2 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อกรรมการหรือพนักงานกับผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

สมมติฐาน 3 : การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประธานเจ้าหน้าที่บริหารส่งผลต่อผลการดำเนินงานในสภาวะปกติ

2. ช่วงหลังการเกิดการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ระหว่างปี พ.ศ.2563-2565

2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 4 : การถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารส่งผลต่อผลการดำเนินงานในสภาวะวิกฤต

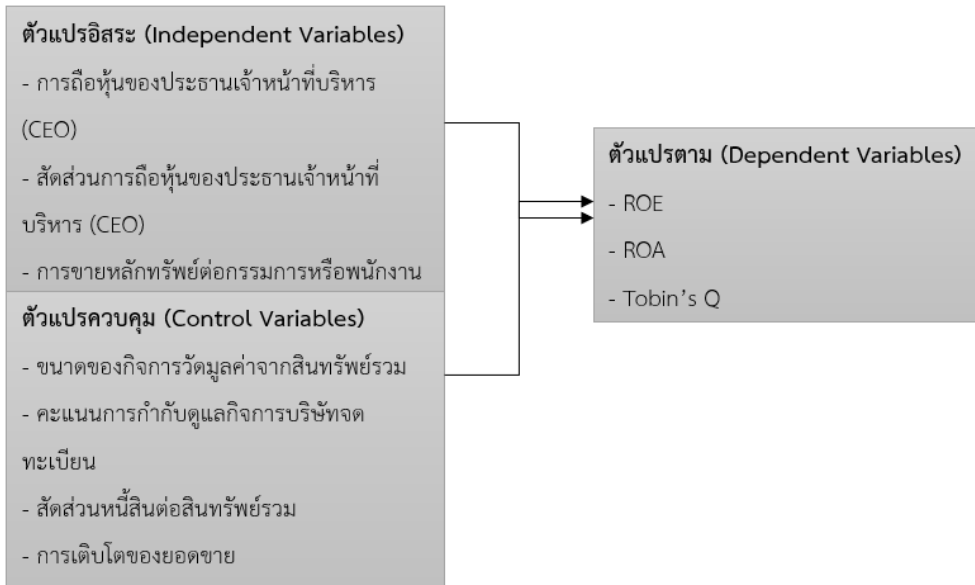
สมมติฐานที่ 5 : สัดส่วนการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารส่งผลต่อผลการดำเนินงานในสภาวะวิกฤต

2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อกรรมการหรือพนักงานกับผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

สมมติฐาน 6 : การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประธานเจ้าหน้าที่บริหารส่งผลต่อผลการดำเนินงานในสภาวะวิกฤต

4. การวิเคราะห์ข้อมูล

ในการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้กำหนดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาโดยพิจารณาจากกรอบแนวคิดและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้เพื่อให้การวิเคราะห์ข้อมูลมีความถูกต้อง ครบถ้วน และสามารถสะท้อนความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัทได้อย่างชัดเจน ตัวแปรในการศึกษาประกอบด้วยตัวแปรตามที่ใช้วัดผลการดำเนินงานของบริษัท ตัวแปรอิสระที่สะท้อนการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ตลอดจนตัวแปรควบคุมที่เกี่ยวข้องกับลักษณะเฉพาะของกิจการ ซึ่งการกำหนดและการวัดค่าตัวแปรแต่ละประเภทจะอธิบายไว้โดยละเอียดในลำดับถัดไป



เพื่อให้การวิเคราะห์เชิงประจักษ์มีความชัดเจนและสอดคล้องกับกรอบแนวคิดการวิจัย ผู้วิจัยได้กำหนดตัวแปรสำคัญที่ใช้ในการศึกษาออกเป็นสองกลุ่มหลัก ได้แก่ ตัวแปรตาม (Dependent Variables) ซึ่งสะท้อนผลการดำเนินงานของบริษัท ทั้งในมิติทางบัญชีและทางตลาด และตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ซึ่งมุ่งเน้นไปที่การถือครองหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO Ownership) โดยกำหนดและการวัดค่าแต่ละตัวแปรอ้างอิงจากแนวทางการวิจัยที่ผ่านมาในสาขาการเงินและการจัดการ ทั้งนี้ เพื่อให้ผลการศึกษาเชื่อมโยงกับทฤษฎีและสามารถเปรียบเทียบกับงานวิจัยที่เกี่ยวข้องได้ โดยตัวแปรตามได้แก่

(1) ผลการดำเนินงานของบริษัท (Firm Performance)

1.1) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE)

เป็นอัตราส่วนระหว่างกำไรสุทธิกับส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ ซึ่งประกอบด้วย 1) มูลค่าหุ้นสามัญตามมูลค่าที่ตราไว้ (par value) 2) ส่วนเกินมูลค่าหุ้น และ 3) กำไรสะสม อยู่ในหมวดอัตราส่วนที่ใช้วัดความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratio) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าในรอบระยะเวลาบัญชีที่ผ่านมาผู้ถือหุ้นสามัญได้รับผลตอบแทนจากบริษัทเป็นจำนวนเท่าใด (ณดา จันทรสม, 2563) โดย ROE คำนวณจาก

$$ROE = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม}}$$

1.2) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA)

เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดความสามารถในการดำเนินงานของกิจการ ในหมวดอัตราส่วนที่ใช้วัดความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratio) ใช้วัดประสิทธิภาพในการบริหารงานของฝ่ายบริหาร หากอัตราส่วนนี้สูงย่อมแสดงถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานจากสินทรัพย์ที่ลงทุนไว้ได้เป็นอย่างดี (ณดา จันทร์สม, 2563) โดย ROA คำนวณจาก

$$ROA = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

(2) ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (Stock Return)

ผู้วิจัยได้ใช้อัตราส่วน Tobin's Q เป็นการวัดผลการดำเนินงาน เนื่องจากอัตราส่วน Tobin's Q ที่มีทั้งการวัดมูลค่าทางบัญชีและมูลค่าทางการตลาดของกิจการ ซึ่งรวมถึงการคาดการณ์ของนักลงทุน เป็นอัตราส่วนที่วัดผลการดำเนินงานได้ดีกว่าอัตราส่วน Return on Investment ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่วัดผลที่เกิดขึ้นในอดีตเท่านั้น (มนวิกา ผดุงสิทธิ, 2549) โดย Tobin's Q คำนวณจาก

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market value} + \text{Book value of short term and long term debts}}{\text{Total assets}}$$

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ได้แก่ การถือครองหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO Ownership) และสัดส่วนการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO Ownership Proportion) สัดส่วนการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร หมายถึง สัดส่วนหุ้นที่ถือโดยผู้จัดการผู้ดำรงตำแหน่งระดับบริหารลำดับที่หนึ่งขององค์กร ที่สามารถคำนวณได้จากจำนวนหุ้นสามัญที่ถือโดยประธานเจ้าหน้าที่บริหารหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่ออกและชำระแล้ว Employee Stock Option Program (ESOP) คือสวัสดิการในรูปแบบหนึ่งที่กิจการออกและเสนอขายหุ้นของกิจการให้แก่พนักงานเพื่อให้มีส่วนร่วมและมีสิทธิในฐานะเจ้าของกิจการ พนักงานในฐานะผู้ถือหุ้นของกิจการก็จะได้รับผลตอบแทนเพิ่มขึ้น ปัจจัยเหล่านี้จะเป็นแรงกระตุ้นให้พนักงานทำงานด้วยความมุ่งมั่นทุ่มเทและมีความผูกพันกับกิจการ (ไพบุลย์ ดำรงวารี, 2564)

เพื่อให้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัทมีความถูกต้องและสอดคล้องจากปัจจัยแทรกซ้อน ผู้วิจัยได้กำหนดตัวแปรควบคุมที่อ้างอิงจากวรรณกรรมการวิจัยด้านการเงินและการจัดการ ซึ่งเป็นปัจจัยที่อาจมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ตัวแปรควบคุมที่ใช้ประกอบด้วย ขนาดของกิจการซึ่งวัดจากสินทรัพย์รวม (Total Assets)

คะแนนการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Score: CGS) สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt to Total Assets) และการเติบโตของรายได้ (Revenue Growth) โดยตัวแปรเหล่านี้ช่วยสะท้อนทั้งลักษณะทางการเงิน โครงสร้างธรรมาภิบาล และศักยภาพการเติบโตของกิจการ ซึ่งล้วนมีความสำคัญต่อการประเมินผลการดำเนินงานและทำให้การวิเคราะห์มีความน่าเชื่อถือมากขึ้น

แบบจำลองของงานวิจัย

เนื่องจากผลกระทบของวิกฤติ Covid-19 ไม่ได้เกิดขึ้นทันทีและสม่ำเสมอในช่วงเวลาดังกล่าว ผู้วิจัยจึงได้แบ่งช่วงระยะเวลาในการศึกษาออกเป็น 2 ช่วงคือ 1) ช่วงก่อนการเกิดการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ระหว่างปี พ.ศ. 2561-2562 และ 2) ช่วงหลังการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ระหว่างปี พ.ศ. 2563-2565 แทนการใช้การแบ่งช่วงเวลาแบบ binary ทำให้ตีความง่ายและตรงไปตรงมาเหมาะสมกับในกรณีที่สงสัยว่าโครงสร้างความสัมพันธ์เปลี่ยนไปทั้งหมด นอกจากนี้ ผู้วิจัยได้กำหนดรูปแบบความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับมูลค่าของกิจการให้มีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงสอดคล้องกับ Wiwattanakantang (2001) ที่ได้ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและพบว่าการถือหุ้นของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ซึ่งแตกต่างจากลักษณะโค้งคว่ำในประเทศสหรัฐอเมริกา ดังนั้น ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานเหมือนกันทั้งในช่วงก่อนการระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19

1. ช่วงก่อนการเกิดการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ระหว่างปี พ.ศ.2561-2562

(1) แบบจำลองที่ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัท

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 CEO_OWN_{it} + \beta_2 CEO_PROP_{it} + \beta_3 CEO_ESOP_{it} + \beta_4 LOG(SIZE)_{it} + \beta_5 CGS_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 REVG_{it} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots \text{สมการที่ (1)}$$

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 CEO_OWN_{it} + \beta_2 CEO_PROP_{it} + \beta_3 CEO_ESOP_{it} + \beta_4 LOG(SIZE)_{it} + \beta_5 CGS_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 REVG_{it} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots \text{สมการที่ (2)}$$

โดย ROA_{it} = อัตราส่วน Return On Asset บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t
 ROE_{it} = อัตราส่วน Return On Equity บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t
 CEO_OWN_{it} = การถือหุ้นของ CEO บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t กำหนดเป็นสัดส่วน มีค่าเท่ากับ 1 หากประธานเจ้าหน้าที่บริหารได้ถือหุ้นในกิจการ
 CEO_PROP_{it} = สัดส่วนการถือหุ้นของ CEO บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t
 CEO_ESOP_{it} = การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประธานเจ้าหน้าที่บริหาร บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t กำหนดเป็นสัดส่วน มีค่าเท่ากับ 1 หากประธานเจ้าหน้าที่บริหารได้รับสิทธิเสนอขายหลักทรัพย์ต่อกรรมการหรือพนักงาน
 $LOG(SIZE)_{it}$ = ขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวมในรูปลอการิทึม บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t
 CGS_{it} = คะแนนการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t
 LEV_{it} = สัดส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t
 $REVG_{it}$ = การเติบโตของยอดขาย บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t

(2) แบบจำลองที่ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

$$TOBQ_{it} = \alpha + \beta_1 CEO_OWN_{it} + \beta_2 CEO_PROP_{it} + \beta_3 CEO_ESOP_{it} + \beta_4 LOG(SIZE)_{it} + \beta_5 CGS_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 REVG_{it} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots \text{สมการที่ (3)}$$

โดย $TOBQ_{it}$ = อัตราส่วน Tobin's Q ของบริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t
 CEO_OWN_{it} = การถือหุ้นของ CEO บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t กำหนดเป็นสัดส่วน มีค่าเท่ากับ 1 หากประธานเจ้าหน้าที่บริหารได้ถือหุ้นในกิจการ
 CEO_PROP_{it} = สัดส่วนการถือหุ้นของ CEO บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t
 CEO_ESOP_{it} = การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประธานเจ้าหน้าที่บริหาร บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t กำหนดเป็นสัดส่วน มีค่าเท่ากับ 1 หากประธานเจ้าหน้าที่บริหารได้รับสิทธิเสนอขายหลักทรัพย์ต่อกรรมการหรือพนักงาน
 $LOG(SIZE)_{it}$ = ขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวมในรูปลอการิทึม บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t
 CGS_{it} = คะแนนการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t
 LEV_{it} = สัดส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t
 $REVG_{it}$ = การเติบโตของยอดขาย บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t

2. ช่วงหลังการเกิดการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ระหว่างปี พ.ศ.2563-2565

(1) แบบจำลองที่ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัท

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 CEO_OWN_{it} + \beta_2 CEO_PROP_{it} + \beta_3 CEO_ESOP_{it} + \beta_4 LOG(SIZE)_{it} + \beta_5 CGS_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 REVG_{it} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots \text{สมการที่ (4)}$$

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 CEO_OWN_{it} + \beta_2 CEO_PROP_{it} + \beta_3 CEO_ESOP_{it} + \beta_4 LOG(SIZE)_{it} + \beta_5 CGS_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 REVG_{it} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots \text{สมการที่ (5)}$$

โดย ROA_{it} = อัตราส่วน Return On Asset บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t
 ROE_{it} = อัตราส่วน Return On Equity บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t
 CEO_OWN_{it} = การถือหุ้นของ CEO บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t กำหนดเป็นตัวแปรหุ่น มีค่าเท่ากับ 1 หากประธานเจ้าหน้าที่บริหารได้ถือหุ้นในกิจการ
 CEO_PROP_{it} = สัดส่วนการถือหุ้นของ CEO บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t
 CEO_ESOP_{it} = การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประธานเจ้าหน้าที่บริหาร บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t กำหนดเป็นตัวแปรหุ่น มีค่าเท่ากับ 1 หากประธานเจ้าหน้าที่บริหารได้รับสิทธิเสนอขายหลักทรัพย์ต่อกรรมการหรือพนักงาน
 $LOG(SIZE)_{it}$ = ขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวมในรูปลอการิทึม บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t
 CGS_{it} = คะแนนการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t
 LEV_{it} = สัดส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t
 $REVG_{it}$ = การเติบโตของยอดขาย บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t

(2) แบบจำลองที่ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

$$TOBQ_{it} = \alpha + \beta_1 CEO_OWN_{it} + \beta_2 CEO_PROP_{it} + \beta_3 CEO_ESOP_{it} + \beta_4 LOG(SIZE)_{it} + \beta_5 CGS_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 REVG_{it} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots \text{สมการที่ (6)}$$

โดย $TOBQ_{it}$ = อัตราส่วน Tobin's Q ของบริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t
 CEO_OWN_{it} = การถือหุ้นของ CEO บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t กำหนดเป็นตัวแปรหุ่น มีค่าเท่ากับ 1 หากประธานเจ้าหน้าที่บริหารได้ถือหุ้นในกิจการ
 CEO_PROP_{it} = สัดส่วนการถือหุ้นของ CEO บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t
 CEO_ESOP_{it} = การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประธานเจ้าหน้าที่บริหาร บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t กำหนดเป็นตัวแปรหุ่น มีค่าเท่ากับ 1 หากประธานเจ้าหน้าที่บริหารได้รับสิทธิเสนอขายหลักทรัพย์ต่อกรรมการหรือพนักงาน
 $LOG(SIZE)_{it}$ = ขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวมในรูปลอการิทึม บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t
 CGS_{it} = คะแนนการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t
 LEV_{it} = สัดส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t
 $REVG_{it}$ = การเติบโตของยอดขาย บริษัทที่ i ช่วงเวลาที่ t

4. ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ผลการวิจัยและอภิปรายจะเป็นการอธิบายถึงผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงาน กรณีศึกษาในสภาวะปกติและสภาวะวิกฤติ ประกอบด้วย ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) และผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Test of Hypothesis) การวิเคราะห์การกระจายตัวของข้อมูลในตัวแปรเชิงปริมาณประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (TOBQ) ขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวม (SIZE) ในรูปลอการิทึม สัดส่วนหนี้สินต่อ

สินทรัพย์รวม (LEV) และการเติบโตของรายได้ (REVG) การวิเคราะห์การกระจายของข้อมูลในสภาวะปกติ (2561-2562) ด้วยผลการวิเคราะห์การกระจายของข้อมูล (Box and Whisker Plot) พบว่าข้อมูลที่งานวิจัยใช้เพื่อการประมาณค่าผลการวิจัย ไม่มีข้อมูลที่มีค่าสูงหรือต่ำกว่าข้อมูลส่วนใหญ่ในชุดของข้อมูลอย่างมีนัยยะสำคัญ (Outliers) งานวิจัยจึงสามารถนำชุดข้อมูลของตัวแปรเชิงปริมาณไปประมาณค่าได้

ตารางที่ 1 วิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาจากจำนวน 752 หน่วยสำรวจ (Observations) 376 บริษัทช่วงสภาวะปกติในตัวแปรเชิงปริมาณจำนวน 6 ตัวแปร ได้แก่ 1) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) 2) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) 3) ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (TOBQ) 4) สัดส่วนการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO_PROP) 5) สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) และ 6) การเติบโตของรายได้ (REVG) พบว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ในสภาวะที่สถานการณ์ปกติอยู่ที่ร้อยละ 7.71 โดยมีค่าสูงสุดที่ร้อยละ 55.05 และมีค่าต่ำสุดที่ร้อยละ -33.10 โดยมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ร้อยละ 10.82 ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ในสภาวะที่สถานการณ์ปกติอยู่ที่ร้อยละ 4.17 มีค่าสูงสุดที่ร้อยละ 24.91 มีค่าต่ำสุดที่ร้อยละ -19.79 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ร้อยละ 5.68 ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (TOBQ) ในสภาวะที่สถานการณ์ปกติอยู่ที่ 1.12 เท่า มีค่าสูงสุดที่ 5.96 เท่า มีค่าต่ำสุดที่ 0.15 เท่า และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ร้อยละ 83.95

ค่าเฉลี่ยของสัดส่วนการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO_PROP) ในสภาวะที่สถานการณ์ปกติอยู่ที่ร้อยละ 8.08 มีค่าสูงสุดที่ร้อยละ 77.87 มีค่าต่ำสุดที่ร้อยละ 0 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ร้อยละ 12.52 ค่าเฉลี่ยของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) ในสภาวะที่สถานการณ์ปกติอยู่ที่ร้อยละ 24.23 มีค่าสูงสุดที่ร้อยละ 72.96 มีค่าต่ำสุดที่ร้อยละ 0 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ร้อยละ 19.55 และสุดท้ายคือค่าเฉลี่ยของการเติบโตของรายได้ (REVG) ในสภาวะที่สถานการณ์ปกติอยู่ที่ร้อยละ 4.77 มีค่าสูงสุดที่ร้อยละ 193.71 มีค่าต่ำสุดที่ร้อยละ -81.70 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ร้อยละ 26.32

ตารางที่ 1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาในช่วงสภาวะปกติ (2561-2562)

	CEO_ESOP	CEO_OWN	CEO_PROP	CGS	LEV	REVG	ROA	ROE	TOBQ
Mean	0.034574	0.769947	0.080824	3.868351	0.242301	0.047735	0.041735	0.077065	1.123741
Median	0.000000	1.000000	0.008665	4.000000	0.232477	0.022464	0.037134	0.078131	0.867232
Maximum	1.000000	1.000000	0.778726	5.000000	0.729551	1.937114	0.249100	0.550478	5.962680
Minimum	0.000000	0.000000	0.000000	2.000000	0.000000	-0.816959	-0.197851	-	0.149265
Std. Dev.	0.182821	0.421147	0.125171	0.961279	0.195545	0.263153	0.056779	0.108230	0.839465
Skewness	5.094987	-1.282814	1.905178	-0.427816	0.301451	2.646367	0.160709	0.131587	2.543553
Kurtosis	26.95889	2.645612	6.778808	2.199244	1.886991	17.08716	4.371289	4.987876	10.58089
Jarque-Bera	21239.74	210.1852	902.3434	43.03058	50.20475	7095.779	62.15730	125.9886	2611.587
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	26.00000	579.0000	60.77944	2909.000	182.2100	35.89685	31.38501	57.95263	845.0531
Sum Sq. Dev	25.10106	133.2008	11.76646	693.9668	28.71674	52.00634	2.421105	8.796948	529.2314
Observations	752	752	752	752	752	752	752	752	752

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาในช่วงสภาวะวิกฤติ (2563-2565)

จากตารางที่ 2 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาจากจำนวน 1,128 หน่วยสำรวจ (Observations) 376 บริษัทช่วงสภาวะวิกฤตพบว่า ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ในสภาวะวิกฤตอยู่ที่ร้อยละ 6.97 โดยมีค่าสูงสุดที่ร้อยละ 68.93 และมีค่าต่ำสุดที่ร้อยละ -57.04 โดยมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ร้อยละ 13.47 ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ในสภาวะวิกฤตอยู่ที่ร้อยละ 4.06 มีค่าสูงสุดที่ร้อยละ 31.91 มีค่าต่ำสุดที่ร้อยละ -20.90 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ร้อยละ 6.63 ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (TOBQ) ในสภาวะวิกฤตอยู่ที่ 1.17 เท่า มีค่าสูงสุดที่ 6.98 เท่า มีค่าต่ำสุดที่ 0.21 เท่า และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ร้อยละ 90.14 ค่าเฉลี่ยของสัดส่วนการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO_PROP) ในสภาวะวิกฤตอยู่ที่ร้อยละ 7.40 มีค่าสูงสุดที่ร้อยละ 74.36 มีค่าต่ำสุดที่ร้อยละ 0 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ร้อยละ 11.58 ค่าเฉลี่ยของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) ในสภาวะวิกฤตอยู่ที่ร้อยละ 25.13 มีค่าสูงสุดที่ร้อยละ 77.61 มีค่าต่ำสุดที่ร้อยละ 0 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ร้อยละ 19.68 และสุดท้ายคือค่าเฉลี่ยของการเติบโตของรายได้ (REVG) ในสภาวะวิกฤตอยู่ที่ร้อยละ 10.07 มีค่าสูงสุดที่ร้อยละ 386.68 มีค่าต่ำสุดที่ร้อยละ -99.64 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ร้อยละ 41.27

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาในช่วงสภาวะวิกฤติ (2563-2565)

	CEO_ESOP	CEO_OWEN	CEO_PROP	CGS	LEV	REVG	ROA	ROE	TOBQ
Mean	0.040780	0.765957	0.073966	4.419823	0.251322	0.100661	0.040564	0.069689	1.173160
Median	0.000000	1.000000	0.007374	4.000000	0.241056	0.053575	0.034321	0.066810	0.894464
Maximum	1.000000	1.000000	0.743584	5.000000	0.776123	3.866810	0.319079	0.689279	6.981718
Minimum	0.000000	0.000000	0.000000	2.000000	0.000000	-0.996419	-0.208985	0.570403	0.206365
Std. Dev.	0.197868	0.423587	0.115786	0.924708	0.196768	0.412695	0.066264	0.134737	0.901403
Skewness	4.643733	-1.256297	1.966823	-0.839692	0.345119	3.033151	0.496870	0.180921	2.747506
Kurtosis	22.56425	2.578283	7.456458	2.753409	1.964780	22.19057	4.743657	6.134046	12.77547
Jarque-Bera	22043.80	305.0759	1660.679	135.4136	72.76112	19038.66	189.3094	467.7991	5910.485
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	46.00000	864.0000	83.43381	4681.000	283.4911	113.5451	45.75650	78.60912	1323.324
Sum Sq. Dev	44.12411	202.2128	15.10909	963.6800	43.63460	191.9479	4.948506	20.45958	915.7190
Observations	1128	1128	1128	1128	1128	1128	1128	1128	1128

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาในช่วงสภาวะปกติและสภาวะวิกฤตพบว่า ตัวแปรผลการดำเนินงานทั้ง 3 ตัวแปร ได้แก่ 1) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) 2) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และ 3) ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (TOBQ) มีระดับของค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เพิ่มขึ้นในช่วงสภาวะวิกฤติ โดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 10.82 ในสภาวะปกติเป็นร้อยละ 13.47 ในสภาวะวิกฤติ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 5.68 ในสภาวะปกติเป็นร้อยละ 6.63 ในสภาวะวิกฤติ และสุดท้ายคือผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (TOBQ) ที่มีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 83.95 ในสภาวะปกติเป็นร้อยละ 90.14 ในสภาวะวิกฤติ ซึ่งการเพิ่มขึ้นของค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเกิดจากสภาวะความผันผวนของผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในช่วงที่สถานการณ์ทางเศรษฐกิจมีความไม่แน่นอนสูง รวมถึงค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานก็ได้ลดลงในสภาวะวิกฤติ โดยค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ลดลงจากร้อยละ 7.71 ในสภาวะปกติเป็นร้อยละ 6.97 ในสภาวะวิกฤติ ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ลดลงจากร้อยละ 4.17 ในสภาวะปกติเป็นร้อยละ 4.06 ในสภาวะวิกฤติ ส่วนค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (TOBQ) เพิ่มขึ้นจาก 1.12 เท่าในสภาวะปกติเป็น 1.17 เท่าในสภาวะวิกฤติ

ในส่วนของตัวแปรอิสระที่ผู้วิจัยต้องการศึกษา ได้แก่ 1) การถือครองหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO_OWN) 2) สัดส่วนการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO_PROP) และ 3) การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อกรรมการหรือพนักงาน (CEO_ESOP) ผลการศึกษาพบว่า การถือครองหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO_OWN) และการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อกรรมการหรือพนักงาน (CEO_ESOP) มีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 42.11 และร้อยละ 18.28 ในสภาวะปกติ เป็นร้อยละ 42.36 และร้อยละ 19.77 ในสภาวะวิกฤตตามลำดับ แต่สัดส่วนการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO_PROP) มีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานลดลงจากร้อยละ 12.52 ในสภาวะปกติเป็นร้อยละ 11.58 ในสภาวะวิกฤติ และสัดส่วนการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีค่าเฉลี่ยลดลงจากร้อยละ 8.08 ในสภาวะปกติเป็นร้อยละ 7.40 ในสภาวะวิกฤติ

การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างสองตัวแปร โดยสามารถพิจารณา ค่าของความสัมพันธ์ได้จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) จากตารางที่ 4.3 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ในสภาวะปกติพบว่าไม่มีตัวแปรอิสระใดมีค่าสหสัมพันธ์ระหว่างกันในระดับที่สูงจนมีนัยยะสำคัญ และตัวแปรที่มีค่าสหสัมพันธ์มากกว่าร้อยละ 50 คือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ที่มีค่าสหสัมพันธ์กันที่ร้อยละ 88.58 เนื่องจากตัวแปรทั้ง 2 ถูกคำนวณจากระดับกำไรสุทธิ (Returns) ตัวแปรที่มีค่าสหสัมพันธ์กันมากที่สุด ลำดับถัดมาคือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (TOBQ) ที่สัมพันธ์กันร้อยละ 56.94 เนื่องจากฐานการคำนวณอัตราส่วนเป็นฐานเดียวกันคือสินทรัพย์รวม (Total Assets) ซึ่งค่าสหสัมพันธ์ที่สูงไม่ได้ส่งผลต่อผลการประมาณค่าในการศึกษา เนื่องจากทั้งหมดเป็นตัวแปรตามที่ไม่ได้มีความเกี่ยวข้องกันในการประมาณค่า

ตารางที่ 3 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ในสภาวะปกติ (2561-2562)

	CEO_ESOP	CEO_OWN	CEO_PROP	CGS	LEV	REVG	ROA	ROE	SIZE	TOBQ
CEO_ESOP	1	0.068855	-0.025412	0.132009	0.088048	0.002880	0.075727	0.123192	0.021584	0.040217
CEO_OWN	0.068855	1	0.353190	0.017185	0.113822	0.045757	0.153313	0.130249	-0.097679	0.119523
CEO_PROP	-0.025412	0.353190	1	-0.052564	0.044261	0.042168	0.152706	0.159766	-0.092782	0.140684
CGS	0.132009	0.017185	-0.052564	1	0.109705	0.005484	0.135839	0.196377	0.190038	0.117658
LEV	0.088048	0.113822	0.044261	0.109705	1	0.075540	-0.265603	-0.074888	0.107193	-
										0.093432
REVG	0.002880	0.045757	0.042168	0.005484	0.075540	1	0.170788	0.223163	0.026326	0.085021
ROA	0.075727	0.153313	0.152706	0.135839	-0.265603	0.170788	1	0.885773	0.028593	0.569436
ROE	0.123192	0.130249	0.159766	0.196377	-0.074888	0.223163	0.885773	1	0.096542	0.491797
SIZE	0.021584	-0.097679	-0.092782	0.190038	0.107193	0.026326	0.028593	0.096542	1	0.013981
TOBQ	0.040217	0.119523	0.140684	0.117658	-0.093432	0.085021	0.569436	0.491797	0.013981	1

ตารางที่ 4.4 เสนอการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ในสภาวะวิกฤตพบว่า ไม่มีตัวแปรอิสระใดที่มีค่าสหสัมพันธ์ระหว่างกันในระดับที่สูงจนมีนัยยะสำคัญ และมีเพียงอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) เท่านั้นที่มีค่าสหสัมพันธ์กันเกินกว่าร้อยละ 50 โดยทั้งอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีค่าสหสัมพันธ์กันที่ร้อยละ 89.08 ซึ่งสูงกว่าในสภาวะปกติ ซึ่งค่าสหสัมพันธ์ที่สูงไม่ส่งผลต่อผลการประมาณค่าในการศึกษา เนื่องจากทั้ง ROE และ ROA เป็นตัวแปรตามที่ไม่มีความเกี่ยวข้องกันในการประมาณค่า

ตารางที่ 4 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ในสภาวะวิกฤติ (2563-2565)

	CEO_ESOP	CEO_OWEN	CEO_PROP	CGS	LEV	REVQ	ROA	ROE	SIZE	TOBQ
CEO_ESOP	1	0.068855	-0.025412	0.132009	0.088048	0.002880	0.075727	0.123192	0.021584	0.040217
CEO_OWEN	0.068855	1	0.353190	0.017185	0.113822	0.045757	0.153313	0.130249	-0.097679	0.119523
CEO_PROP	-0.025412	0.353190	1	-0.052564	0.044261	0.042168	0.152706	0.159766	-0.092782	0.140684
CGS	0.132009	0.017185	-0.052564	1	0.109705	0.005484	0.135839	0.196377	0.190038	0.117658
LEV	0.088048	0.113822	0.044261	0.109705	1	0.075540	-0.265603	-0.074888	0.107193	-
REVQ	0.002880	0.045757	0.042168	0.005484	0.075540	1	0.170788	0.223163	0.026326	0.085021
ROA	0.075727	0.153313	0.152706	0.135839	-0.265603	0.170788	1	0.885773	0.028593	0.569436
ROE	0.123192	0.130249	0.159766	0.196377	-0.074888	0.223163	0.885773	1	0.096542	0.491797
SIZE	0.021584	-0.097679	-0.092782	0.190038	0.107193	0.026326	0.028593	0.096542	1	0.013981
TOBQ	0.040217	0.119523	0.140684	0.117658	-0.093432	0.085021	0.569436	0.491797	0.013981	1

จากการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งหมดในงานวิจัยทั้งในสภาวะปกติและสภาวะวิกฤตพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (TOBQ) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีการเปลี่ยนแปลงในทางลบมากที่สุดจากร้อยละ 56.94 ในสภาวะปกติเหลือร้อยละ 43.47 ในสภาวะวิกฤติ สะท้อนจากการปรับตัวลดลงของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (มูลค่าตลาด) เนื่องจากความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจมีขนาดมากกว่าการปรับตัวลดลงของระดับผลกำไร และตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เปลี่ยนแปลงไปในทางบวกมากที่สุดคือการถือครองหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO_OWEN) และขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวม (SIZE) ที่เพิ่มขึ้นจากร้อยละ -9.77 เป็นร้อยละ 0.11

ในส่วนของการวิเคราะห์และแปรผลสมการถดถอยเชิงพหุคูณ งานวิจัยได้กำหนดรูปแบบของสมการที่ใช้ประมาณค่าในส่วนของตัวแปรเชิงปริมาณที่มีรูปแบบของข้อมูลในรูปของร้อยละ (%) งานวิจัยได้แปลงตัวเลขในรูปของร้อยละให้เป็นเลขจำนวนเต็มโดยการหารด้วยค่า 100 ส่งผลให้การแปลผลงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยจะแปลผลในรูปตัวแปรอิสระ/ตัวแปรควบคุมเปลี่ยนแปลง 1 จุดร้อยละ (percentage point) คิดเป็นการเปลี่ยนแปลงของจำนวนเต็มที่ 0.01 ต่อขนาดจุดร้อยละ (percentage point) ที่เปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามทั้งในสภาวะปกติและสภาวะวิกฤติ จากผลการทดสอบ Breusch-Pagan Test และ Hausman Test งานวิจัยได้ใช้วิธีการประมาณค่าแบบ Fixed Effect Regression Model โดยอาจมีปัจจัยภายนอกที่ส่งอิทธิพลอย่างมีนัยยะสำคัญต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ใน

สมภาวะปกติที่เป็นตัวแปรตามของการประมาณค่า สมการที่ประมาณค่าได้มีระดับค่าสัมประสิทธิ์การกำหนด (Coefficient of Determination: R-squared) ร้อยละ 86.10 และค่า F-statistic ที่ประมาณค่าได้มีนัยยะสำคัญด้วยความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ($p\text{-value} < 0.01$) ซึ่งสมการที่ประมาณค่าข้างต้นสามารถอธิบายตัวแปรอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ในสมภาวะปกติได้

จากผลการประมาณค่าตารางที่ 4.5 ปัจจัยที่ส่งอิทธิพลอย่างมีนัยยะสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ในสมภาวะปกติ ประกอบด้วยปัจจัยเชิงปริมาณ 3 ตัวแปร ได้แก่ ขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวม (SIZE) สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) และการเติบโตของรายได้ (REVG) โดย ขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวม (SIZE) ที่ประมาณค่าโดยใช้ลอการิทึมมีค่าประมาณที่เป็นบวก มีขนาด 0.107134 กล่าวคือหากขนาดของกิจการที่วัดจากสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในสมภาวะปกติจะเพิ่มขึ้นประมาณ 0.0011 (11 basis points) ด้วยความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ($p\text{-value} < 0.01$) 2) สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) มีค่าประมาณที่เป็นลบ มีขนาด 0.397463 กล่าวคือ หากกิจการมีสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น 1 จุดร้อยละ จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในสมภาวะปกติลดลงประมาณ 0.397 จุดร้อยละ ด้วยความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ($p\text{-value} < 0.01$) และสุดท้ายคือ 3) การเติบโตของรายได้ (REVG) มีค่าประมาณที่เป็นบวก มีขนาด 0.076227 กล่าวคือหากรายได้ของกิจการมีการเติบโตเพิ่มขึ้น 1 จุดร้อยละ จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในสมภาวะปกติเพิ่มขึ้นประมาณ 0.0762 จุดร้อยละ ด้วยความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ($p\text{-value} < 0.01$)

ตารางที่ 5 ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในสภาวะปกติ

Dependent Variable: อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

Variable	Coefficient		Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.273966	***	0.722660	-3.146659	0.0018
CEO_OWEN	-0.004762		0.028432	-0.167477	0.8671
CEO_PROP	-0.102062		0.083292	-1.225353	0.2212
CEO_ESOP	-0.032390		0.057829	-0.560093	0.5758
LOG(SIZE)	0.107134	***	0.032214	3.325733	0.0010
CGS	0.004028		0.009309	0.432690	0.6655
LEV	-0.397463	***	0.069665	-5.705329	0.0000
REVG	0.076227	***	0.011630	6.554220	0.0000
N	752				
R-squared	0.861008				
Adjusted R-squared	0.715577				
F-statistic	5.920405				
Prob(F-statistic)	0.000000				

*, **, *** คือ ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ

1.2) ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

จากผลการทดสอบ Breusch-Pagan Test และ Hausman Test งานวิจัยได้ใช้วิธีการประมาณค่าแบบ Fixed Effect Regression Model โดยอาจมีปัจจัยภายนอกที่ส่งอิทธิพลอย่างมีนัยยะสำคัญต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ในสภาวะปกติที่เป็นตัวแปรตามของการประมาณค่า สมการที่ประมาณค่าได้มีระดับค่าสัมประสิทธิ์การกำหนด (Coefficient of Determination : R-squared) ร้อยละ 88.57 และค่า F-statistic ที่ประมาณได้มีนัยยะสำคัญด้วยความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (p-value < 0.01) ซึ่งสมการที่ประมาณค่าข้างต้นสามารถอธิบายตัวแปรอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ในสภาวะปกติได้

จากผลการประมาณค่าตามตารางที่ 4.6 ปัจจัยที่ส่งอิทธิพลอย่างมีนัยยะสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ในสภาวะปกติ ประกอบด้วยปัจจัยเชิงปริมาณ 3 ตัวแปร ได้แก่ 1) ขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวม (SIZE) 2) สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) และ 3) การเติบโตของรายได้ (REVG) โดยขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวม (SIZE) ที่ประมาณค่าโดยใช้ลอการิทึมมีค่าประมาณที่เป็นบวก มีขนาด 0.041348 กล่าวคือ หากขนาดของกิจการที่วัดจากสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในสภาวะปกติจะเพิ่มขึ้นประมาณ 0.0004 (4 basis points) ด้วยความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (p-value < 0.01)

สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) มีค่าประมาณที่เป็นลบ มีขนาด 0.149757 กล่าวคือหากกิจการมีสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น 1 จุดร้อยละ จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในสภาวะปกติลดลงประมาณ 0.150 จุดร้อยละ ด้วยความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (p-value < 0.01) และการเติบโตของรายได้ (REVG) มีค่าประมาณที่เป็นบวก มีขนาด 0.034278 กล่าวคือหากรายได้ของกิจการมีการเติบโตเพิ่มขึ้น 1 จุดร้อยละ จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในสภาวะปกติเพิ่มขึ้นประมาณ 0.034 จุดร้อยละ ด้วยความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (p-value < 0.01)

ตารางที่ 6 ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในสภาวะปกติ

Dependent Variable: อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)

Variable	Coefficient		Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.874039	**	0.343729	-2.542817	0.0114
CEO_OWN	0.003047		0.013524	0.225327	0.8219
CEO_PROP	-0.063623		0.039617	-1.605931	0.1091
CEO_ESOP	-0.022625		0.027506	-0.822536	0.4113
LOG(SIZE)	0.041348	***	0.015322	2.698559	0.0073
CGS	0.003064		0.004428	0.691906	0.4894
LEV	-0.149757	***	0.033136	-4.519501	0.0000
REVG	0.034278	***	0.005532	6.196383	0.0000
N	752				
R-squared	0.885746				
Adjusted R-squared	0.766199				
F-statistic	7.409202				
Prob(F-statistic)	0.000000				

*, **, *** คือ ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ

1.3) ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

จากผลการทดสอบ Breusch-Pagan Test และ Hausman Test งานวิจัยได้ใช้วิธีการประมาณค่าแบบ Fixed Effect Regression Model โดยอาจมีปัจจัยภายนอกที่ส่งอิทธิพลอย่างมีนัยยะสำคัญต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (Tobin's Q) ในสภาวะปกติที่เป็นตัวแปรตามของการประมาณค่า สมการที่ประมาณค่ามีระดับค่าสัมประสิทธิ์การกำหนด (Coefficient of Determination : R-squared) ร้อยละ 95.75 และค่า F-statistic ที่ประมาณได้มีนัยยะสำคัญด้วยความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (p-value < 0.01) ซึ่งสมการที่ประมาณค่าข้างต้นสามารถอธิบายตัวแปรผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (Tobin's Q) ใน

สมภาวะปกติได้

จากผลการประมาณค่าตามตารางที่ 4.7 ปัจจัยที่ส่งอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (Tobin's Q) ในสมภาวะปกติ ประกอบด้วยปัจจัยเชิงปริมาณ 5 ตัวแปร ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO_PROP) ขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวม (SIZE) คะแนนการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (CGS) 4) สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) และ 5) การเติบโตของรายได้ (REVG)

จากการประมาณค่าปัจจัยเชิงปริมาณ 1) สัดส่วนการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO_PROP) มีค่าประมาณที่เป็นบวก มีขนาด 0.736502 กล่าวคือหากประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีสัดส่วนการถือครองหุ้นเพิ่มขึ้น 1 จุดร้อยละ จะส่งผลให้ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในสมภาวะปกติจะเพิ่มขึ้นประมาณ 0.737 จุดร้อยละ ด้วยความเชื่อมั่นร้อยละ 95 (p-value < 0.05) 2) ขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวม (SIZE) ที่ประมาณค่าโดยใช้ลอการิทึมมีค่าประมาณที่เป็นลบ มีขนาด 0.452237 กล่าวคือหากขนาดของกิจการที่วัดจากสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในสมภาวะปกติจะลดลงประมาณ 0.0045 (45 basis points) ด้วยความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (p-value < 0.01) 3) คะแนนการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (CGS) มีค่าประมาณที่เป็นลบ กล่าวคือเมื่อคะแนนการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนเพิ่มขึ้น 1 คะแนน จะส่งผลให้ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในสมภาวะปกติลดลงประมาณ 0.071 จุดร้อยละด้วยความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 90 (p-value < 0.1) 4) สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) มีค่าประมาณที่เป็นบวก มีขนาด 0.590414 กล่าวคือหากสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น 1 จุดร้อยละ จะส่งผลให้ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในสมภาวะปกติเพิ่มขึ้นประมาณ 0.590 จุดร้อยละ ด้วยความเชื่อมั่นร้อยละ 95 (p-value < 0.05) และ 5) การเติบโตของรายได้ (REVG) มีค่าประมาณที่เป็นบวก มีขนาด 0.154290 กล่าวคือหากกิจการมีการเติบโตเพิ่มขึ้น 1 จุดร้อยละ จะส่งผลให้ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในสมภาวะปกติเพิ่มขึ้นประมาณ 0.154 จุดร้อยละ

ตารางที่ 7 ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในสภาวะปกติ

Dependent Variable: ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (Tobin's Q)

Variable	Coefficient		Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.43447	***	3.100282	3.688203	0.0003
CEO_OWN	0.074115		0.121977	0.607613	0.5438
CEO_PROP	0.736502	**	0.357330	2.061128	0.0400
CEO_ESOP	0.044986		0.248094	0.181327	0.8562
LOG(SIZE)	-0.452237	***	0.138200	-3.272348	0.0012
CGS	-0.070996	*	0.039937	-1.777685	0.0763
LEV	0.590414	**	0.298871	1.975486	0.0490
REVG	0.154290	***	0.049895	3.092287	0.0021
N	752				
R-squared	0.957478				
Adjusted R-squared	0.912987				
F-statistic	21.52053				
Prob(F-statistic)	0.000000				

*, **, *** คือ ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในสภาวะปกติพบว่า การถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารไม่ส่งผลอย่างมีนัยยะสำคัญต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ 1 ที่ผู้วิจัยคาดว่า การถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารส่งผลต่อผลการดำเนินงานในสภาวะปกติ และจากสมมติฐานที่ 2 ที่ผู้วิจัยคาดว่า สัดส่วนการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารส่งผลต่อผลการดำเนินงานในสภาวะปกตินั้นพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO Ownership Proportion) มีอิทธิพลอย่างมีนัยยะสำคัญเฉพาะกับตัวแปรผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (Tobin's Q) ซึ่งเป็นความสัมพันธ์ในเชิงบวก มีขนาด 0.736502 กล่าวคือหากประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีสัดส่วนการถือครองหุ้นเพิ่มขึ้น 1 จุดร้อยละ จะส่งผลให้ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในสภาวะปกติจะเพิ่มขึ้นประมาณ 0.737 จุดร้อยละ ด้วยความเชื่อมั่นร้อยละ 95 (p-value < 0.05)

ผลการศึกษาสอดคล้องกับผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองหุ้นของผู้บริหาร (Management Ownership) กับตัวแปร Tobin's Q ของ Morck, Shleifer & Vishny (1987) ที่พบว่า การถือครองหุ้นของผู้บริหารมีสัมพันธ์กันในทิศทางที่เป็นบวกกับค่า Tobin's Q กล่าวคือเมื่อผู้บริหารมีสัดส่วนการถือครองหุ้นในบริษัทของตนเองมากขึ้น ระดับของค่า Tobin's Q จะเพิ่มขึ้น เมื่อถึงระดับร้อยละ 25 ขึ้นไปค่า Tobin's Q จะเพิ่มขึ้นในอัตราที่ลดลง และสอดคล้องกับการศึกษาของ Kapil & Misha (2019) ที่พบว่า การถือครองหุ้นของผู้บริหาร มีความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัทที่วัดโดยมูลค่าตลาดแบบ

Tobin's Q มากกว่าผลการดำเนินงานที่วัดค่าโดยวิธีการทางบัญชีแบบ ROA และ ROE และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Wu & Dong (2020) ที่พบว่าผลตอบแทนตลาด (Market Performance) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงการถือครองหุ้นของ CEO ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานการส่งสัญญาณ (Signaling Hypothesis) ทำให้นักลงทุนใช้สัญญาณการเปลี่ยนแปลงการถือครองของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) เป็นตัวกำหนดการตัดสินใจลงทุนโดยมีความเชื่อว่าประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) จะมีข้อมูลที่นักลงทุนทั่วไปไม่มี

จากผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อกรรมการหรือพนักงานกับผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในสภาวะปกติพบว่า การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อกรรมการหรือพนักงาน (ESOP) ไม่มีอิทธิพลอย่างมีนัยยะสำคัญกับตัวแปรผลการดำเนินงานทั้ง 3 ตัวแปร ซึ่งไม่สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Ismiyanti & Mahadwartha (2017) ที่พบว่าโครงการ ESOP สามารถเพิ่มประสิทธิภาพให้กับองค์กรได้ และ ESOP หรือสิทธิในการซื้อหุ้นถือเป็นคำตอบแทนผู้บริหารตามข้อกำหนดของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และคำตอบแทนจะทำให้ผู้บริหารทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ก่อให้เกิดกำไรสูงสุดและสร้างประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น (Core, Holthausen, & Larcker, 1999) ผู้วิจัยคาดว่าในประเทศไทยยังมีโครงการ ESOP ไม่มาก จากข้อมูลปี พ.ศ.2565 มีเพียง 16 บริษัทจากทั้งหมด 376 บริษัทในงานวิจัยที่มีโครงการ ESOP ทำให้ผลการศึกษานี้ เวลาปัจจุบันยังไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างโครงการกับผลการดำเนินงาน

(2) การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณในช่วงสภาวะวิกฤติ (2563-2565)

2.1) ความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

จากผลการทดสอบ Breusch-Pagan Test และ Hausman Test งานวิจัยได้ใช้วิธีการประมาณค่าแบบ Fixed Effect Regression Model โดยอาจมีปัจจัยภายนอกที่ส่งอิทธิพลอย่างมีนัยยะสำคัญต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ในสภาวะวิกฤติที่เป็นตัวแปรตามของการประมาณค่า สมการที่ประมาณค่าได้มีระดับค่าสัมประสิทธิ์การกำหนด (Coefficient of Determination : R-squared) ร้อยละ 74.22 และค่า F-statistic ที่ประมาณค่าได้มีนัยยะสำคัญด้วยความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (p-value < 0.01) ซึ่งสมการที่ประมาณค่าข้างต้นสามารถอธิบายตัวแปรอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ในสภาวะวิกฤติได้

จากผลการประมาณค่าตารางที่ 4.8 ปัจจัยที่ส่งอิทธิพลอย่างมีนัยยะสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ในสภาวะวิกฤติ ประกอบด้วยปัจจัยเชิงปริมาณ 4 ตัวแปร ได้แก่ 1) ขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวม (SIZE) 2) คะแนนการกำกับดูแลกิจการบริษัท

ทะเบียน (CGS) 3) สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) และ 4) การเติบโตของรายได้ (REVG)

การศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวม (SIZE) ที่ประมาณค่าโดยใช้ลอการิทึมมีค่าประมาณที่เป็นบวก มีขนาด 0.089012 กล่าวคือ หากขนาดของกิจการที่วัดจากสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในสภาวะวิกฤตจะเพิ่มขึ้นประมาณ 0.0009 (9 basis points) ด้วยความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (p-value < 0.01) ในด้านคะแนนการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (CGS) มีค่าประมาณที่เป็นลบ มีขนาด 0.026944 กล่าวคือ หากคะแนนการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนเพิ่มขึ้น 1 คะแนน จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในสภาวะวิกฤตลดลงประมาณ 0.027 จุดร้อยละ ด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 (p-value < 0.05) ในส่วนของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) มีค่าประมาณที่เป็นลบ มีขนาด 0.470625 กล่าวคือ หากสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น 1 จุดร้อยละ จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในสภาวะวิกฤตลดลงประมาณ 0.471 จุดร้อยละ ด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (p-value < 0.01) และ 4) การเติบโตของรายได้ (REVG) มีค่าประมาณที่เป็นบวก มีขนาด 0.066427 กล่าวคือ หากรายได้ของกิจการเพิ่มขึ้น 1 จุดร้อยละ จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในสภาวะวิกฤตเพิ่มขึ้นประมาณ 0.066 จุดร้อยละ ด้วยความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (p-value < 0.01)

ตารางที่ 8 ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในสภาวะวิกฤต

Dependent Variable: อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

Variable	Coefficient		Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.745579	***	0.553185	-3.155506	0.0017
CEO_OWN	-0.005320		0.022135	-0.240323	0.8101
CEO_PROP	0.034153		0.104348	0.327300	0.7435
CEO_ESOP	-0.011786		0.046899	-0.251308	0.8016
LOG(SIZE)	0.089012	***	0.024232	3.673346	0.0003
CGS	-0.026944	**	0.010772	-2.501293	0.0126
LEV	-0.470625	***	0.058443	-8.052759	0.0000
REVG	0.066427	***	0.007219	9.201897	0.0000
N	1,128				
R-squared	0.742184				
Adjusted R-squared	0.607882				
F-statistic	5.526263				
Prob(F-statistic)	0.000000				

*, **, *** คือ ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ

2.2) ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

จากผลการทดสอบ Breusch-Pagan Test และ Hausman Test งานวิจัยได้ใช้วิธีการประมาณค่าแบบ Fixed Effect Regression Model โดยอาจมีปัจจัยภายนอกที่ส่งอิทธิพลอย่างมีนัยยะสำคัญต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ในสภาวะวิกฤตที่เป็นตัวแปรตามของการประมาณค่า สมการที่ประมาณค่าได้มีระดับค่าสัมประสิทธิ์การกำหนด (Coefficient of Determination : R-squared) ร้อยละ 75.50 และค่า F-statistic ที่ประมาณได้มีนัยยะสำคัญด้วยความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ($p\text{-value} < 0.01$) ซึ่งสมการที่ประมาณค่าข้างต้นสามารถอธิบายตัวแปรอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ในสภาวะวิกฤตได้

จากผลการประมาณค่าตามตารางที่ 4.9 ปัจจัยที่ส่งอิทธิพลอย่างมีนัยยะสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ในสภาวะวิกฤติ ประกอบด้วยปัจจัยเชิงปริมาณ 4 ตัวแปร ได้แก่ 1) ขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวม (SIZE) 2) คะแนนการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (CGS) 3) สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) และ 4) การเติบโตของรายได้ (REVG)

ในด้านขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวม (SIZE) ที่ประมาณค่าโดยการไถ่ลอกการที่มีค่าประมาณที่เป็นบวก มีขนาด 0.045131 กล่าวคือ หากขนาดของกิจการที่วัดจากสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในสภาวะวิกฤตจะเพิ่มขึ้นประมาณ 0.0005 (5 basis points) ด้วยความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ($p\text{-value} < 0.01$) ในด้านคะแนนการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (CGS) มีค่าประมาณที่เป็นลบ มีขนาด 0.011593 กล่าวคือ หากคะแนนการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนเพิ่มขึ้น 1 คะแนน จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในสภาวะวิกฤตลดลงประมาณ 0.012 จุด ร้อยละ ด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ($p\text{-value} < 0.05$) สำหรับด้านสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) มีค่าประมาณที่เป็นลบ มีขนาด 0.233783 กล่าวคือ หากสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น 1 จุดร้อยละ จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในสภาวะวิกฤตลดลงประมาณ 0.234 จุด ร้อยละ ด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ($p\text{-value} < 0.01$) และ 4) การเติบโตของรายได้ (REVG) มีค่าประมาณที่เป็นบวก มีขนาด 0.030948 กล่าวคือ หากรายได้ของกิจการเพิ่มขึ้น 1 จุดร้อยละ จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในสภาวะวิกฤตเพิ่มขึ้นประมาณ 0.031 จุด ร้อยละ ด้วยความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ($p\text{-value} < 0.01$)

ตารางที่ 9 ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในสภาวะวิกฤต

Dependent Variable: อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)

Variable	Coefficient		Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.887916	***	0.265220	-3.347844	0.0009
CEO_OWEN	-0.004269		0.010613	-0.402234	0.6876
CEO_PROP	0.017482		0.050029	0.349445	0.7269
CEO_ESOP	-0.011860		0.022485	-0.527463	0.5980
LOG(SIZE)	0.045131	***	0.011618	3.884688	0.0001
CGS	-0.011593	**	0.005165	-2.244728	0.0251
LEV	-0.233783	***	0.028020	-8.343475	0.0000
REVG	0.030948	***	0.003461	8.942009	0.0000
N	1,128				
R-squared	0.754978				
Adjusted R-squared	0.627342				
F-statistic	5.915077				
Prob(F-statistic)	0.000000				

*, **, *** คือ ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ

2.3) ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

จากผลการทดสอบ Breusch-Pagan Test และ Hausman Test งานวิจัยได้ใช้วิธีการประมาณค่าแบบ Fixed Effect Regression Model โดยอาจมีปัจจัยภายนอกที่ส่งอิทธิพลอย่างมีนัยยะสำคัญต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (Tobin's Q) ในสภาวะวิกฤตที่เป็นตัวแปรตามของการประมาณค่า สมการที่ประมาณค่าได้มีระดับค่าสัมประสิทธิ์การกำหนด (Coefficient of Determination : R-squared) ร้อยละ 92.24 และค่า F-statistic ที่ประมาณได้มีนัยยะสำคัญด้วยความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (p-value < 0.01) ซึ่งสมการที่ประมาณค่าข้างต้นสามารถอธิบายตัวแปรผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (Tobin's Q) ในสภาวะวิกฤตได้

จากผลการประมาณค่าตามตารางที่ 4.10 ปัจจัยที่ส่งอิทธิพลอย่างมีนัยยะสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (Tobin's Q) ในสภาวะวิกฤต ประกอบด้วยปัจจัยเชิงปริมาณ 2 ตัวแปร ได้แก่ ขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวม (SIZE) และการเติบโตของรายได้ (REVG)

การประมาณค่าปัจจัยเชิงปริมาณ พบว่า ขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวม (SIZE) ที่ประมาณค่าโดยการจำลองการที่มีค่าประมาณที่เป็นลบ มีขนาด 0.150641 กล่าวคือ หากขนาดของกิจการที่วัดจากสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในสภาวะวิกฤตจะลดลงประมาณ 0.0015 (15 basis points) ด้วยความเชื่อมั่นร้อยละ 90 ($p\text{-value} < 0.1$) ในด้านการเติบโตของรายได้ (REVG) มีค่าประมาณที่เป็นบวก มีขนาด 0.084645 กล่าวคือ หากกิจการมีการเติบโตของยอดขายเพิ่มขึ้น 1 จุดร้อยละ จะส่งผลให้ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในสภาวะวิกฤตลดลงประมาณ 0.085 จุดร้อยละ ด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ($p\text{-value} < 0.01$)

ตารางที่ 10 ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในสภาวะวิกฤต

Dependent Variable: ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (Tobin's Q)

Variable	Coefficient		Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.657665	***	2.029745	2.294704	0.0220
CEO_OWN	-0.033822		0.081219	-0.416432	0.6772
CEO_PROP	-0.196798		0.382874	-0.514002	0.6074
CEO_ESOP	-0.236477		0.172083	-1.374207	0.1698
LOG(SIZE)	-0.150641	*	0.088911	-1.694281	0.0906
CGS	0.018055		0.039525	0.456798	0.6480
LEV	-0.255560		0.214438	-1.191768	0.2337
REVG	0.084645	***	0.026487	3.195692	0.0015
N	1,128				
R-squared	0.922449				
Adjusted R-squared	0.882051				
F-statistic	22.83423				
Prob(F-statistic)	0.000000				

*, **, *** คือ ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ

จากผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงาน และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในสภาวะวิกฤตผ่านการศึกษา อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (Tobin's Q) การถือครองหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO Ownership) ไม่ส่งอิทธิพลอย่างมีนัยยะสำคัญกับตัวแปรผลการดำเนินงานทั้ง 3 ตัวแปร ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ 4 ที่ผู้วิจัยคาดว่า การถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารส่งผลต่อผลการดำเนินงานในสภาวะวิกฤติ และจากสมมติฐานที่ 5 สัดส่วนการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารส่งผลต่อผลการดำเนินงานในสภาวะวิกฤติ ผลการศึกษพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO Ownership Proportion) ไม่มีอิทธิพลอย่างมีนัยยะสำคัญกับตัวแปรผลการดำเนินงานทั้ง 3 ตัวแปรเช่นเดียวกัน

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อกรรมการหรือพนักงานกับผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ผ่านการศึกษาอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และมูลค่าของกิจการวัดจากอัตราส่วน Tobin's Q พบว่า โครงการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อกรรมการหรือพนักงานของบริษัทจดทะเบียนไม่มีอิทธิพลอย่างมีนัยยะสำคัญต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานที่ 6 ที่ผู้วิจัยคาดว่า การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประธานเจ้าหน้าที่บริหารส่งผลต่อผลการดำเนินงานในสภาวะวิกฤติ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Isbanah (2019) เนื่องจากในสภาวะวิกฤติ นักลงทุนจะเชื่อมั่นในการเติบโตของกิจการจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นหรือความสามารถในการประคับประคองรายได้ของกิจการมากกว่าการสร้างแรงจูงใจโดยการถือครองหุ้น ระดับของการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร หรือโครงการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อกรรมการหรือพนักงาน เนื่องจากการเติบโตของรายได้ (Revenue Growth) ส่งอิทธิพลในเชิงบวกอย่างมีนัยยะสำคัญต่อผลการดำเนินงานของกิจการไม่ว่าจะเป็นในสถานการณ์ปกติหรือสถานการณ์วิกฤติ

5. สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

จากวัตถุประสงค์ที่มุ่งศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทภายใต้กรณีที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารถือครองหุ้นในสภาวะปกติและสภาวะวิกฤติ ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า การถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารโดยรวมไม่ได้ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงาน หากวัดด้วยตัวชี้วัดทางบัญชี ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ทั้งในภาวะปกติและภาวะวิกฤติ อย่างไรก็ตาม สัดส่วนการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO Ownership Proportion) มีผลเชิงบวกและมีนัยสำคัญต่อมูลค่าของกิจการโดยวัดจากอัตราส่วน Tobin's Q ในสภาวะปกติ สะท้อนให้เห็นว่าระดับการถือครองหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีบทบาทในการสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนและสะท้อนมูลค่าตลาดของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ

สำหรับการวิเคราะห์ผลของโครงการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อกรรมการหรือพนักงาน (ESOP) พบว่าโครงการดังกล่าวไม่ส่งผลกระทบที่มีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงาน ไม่ว่าจะอยู่ในสภาวะปกติหรือสภาวะวิกฤติ ในทางกลับกัน ตัวแปรที่มีผลต่อผลการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องและมีนัยสำคัญในทั้งสองบริบทคือ การเติบโตของรายได้ (Revenue Growth) ซึ่งแสดงถึงศักยภาพการขยายตัวของกิจการและความสามารถในการสร้างผลกำไรที่ยั่งยืน

การศึกษานี้ชี้ให้เห็นถึงนัยเชิงนโยบายสำหรับผู้ถือหุ้นและนักลงทุน คณะกรรมการบริษัทผู้ออกแบบระบบจูงใจให้ผู้บริหารระดับสูงในการขับเคลื่อนผลการดำเนินงาน และหน่วยงานกำกับดูแล ในการประเมินศักยภาพของกิจการของผู้ถือหุ้นและนักลงทุนโดยผู้ถือหุ้นและนักลงทุนไม่ควรมุ่งเน้นเพียงโครงสร้างการถือหุ้นของผู้บริหาร แต่ควรพิจารณาปัจจัยพื้นฐานทางธุรกิจ เช่น การเติบโตของรายได้ ซึ่งมีผลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานอย่างชัดเจน สำหรับคณะกรรมการบริษัท การออกแบบระบบจูงใจผู้บริหารและพนักงานในรูปของหุ้น ควรพิจารณาความเหมาะสมของสัดส่วนการถือหุ้น มากกว่าการดำเนินโครงการ ESOP เพียงอย่างเดียว ทั้งนี้เพื่อสร้างแรงจูงใจที่แท้จริงและเพิ่มความเชื่อมั่นต่อนักลงทุนในตลาดทุน และสำหรับหน่วยงานกำกับดูแล (เช่น สำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) ควรใช้ผลการศึกษานี้เป็นข้อมูลประกอบในการกำหนดแนวทางหรือมาตรการส่งเสริมธรรมาภิบาลการถือหุ้นของผู้บริหาร โดยเน้นให้เกิดความโปร่งใสและการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะ ซึ่งจะช่วยเสริมสร้างประสิทธิภาพของตลาดทุนโดยรวม

โดยสรุป งานวิจัยนี้สะท้อนให้เห็นว่า แม้การถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารในภาพรวมจะไม่ส่งผลโดยตรงต่อผลการดำเนินงานเท่าใดนัก แต่ระดับสัดส่วนการถือหุ้นมีบทบาทสำคัญในการขับเคลื่อนมูลค่าตลาดของบริษัทในสภาวะปกติ กล่าวคือ สัดส่วนการถือหุ้นของ CEO เป็นกลไกสำคัญในการปรับผลประโยชน์ของผู้บริหารให้สอดคล้องกับผู้ถือหุ้น (alignment of interests) และส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าตลาด ขณะที่ปัจจัยเชิงโครงสร้าง เช่น การเติบโตของรายได้ ส่งผลต่อความมั่นคงและความสามารถในการทำกำไรของกิจการทั้งในภาวะปกติและภาวะวิกฤติ มากกว่าการถือครองหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของ Alchian (1950) และ Hart (1995) ว่าในสถานการณ์ที่มีความไม่แน่นอนสูง โครงสร้างรายได้และความยืดหยุ่นทางกลยุทธ์มีบทบาทสำคัญกว่าแรงจูงใจภายใน หรืองานวิจัยของ Fama & French (1998) ที่วิเคราะห์ว่าบริษัทที่มีโอกาสเติบโต (growth prospects) โดยเฉพาะด้านรายได้และยอดขาย มีแนวโน้มที่จะได้รับ premium valuation ในตลาดทุน ซึ่งข้อมูลเหล่านี้สามารถนำไปใช้ประโยชน์ได้ทั้งในเชิงกลยุทธ์ขององค์กรและเชิงนโยบาย

References

- Alchian, A. A. (1950). Uncertainty, Evolution, and Economic Theory. *Journal of Political Economy*, 58(3), 211-221.
- Chen, C. R., Guo, W., & Mande, V. (2011). Managerial ownership and firm valuation: Evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(1), 1–16.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 81–112.
- Damrongwari, P. (2021). *ESOP for SMEs: Turning employees into shareholders to increase motivation to grow together* [in Thai]. Office of the Securities and Exchange Commission, Thailand. Retrieved from
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Value versus growth: The international evidence. *The Journal of Finance*, 53(6), 1975–1999.
- Fan, J. P. H., & Wong, T. J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 401-425.
- Freeman, S. F. (2007). *Effects of ESOP Adoption and Employee Ownership: Thirty Years of Research and Experience*. Organizational Dynamics Working Papers 2. University of Pennsylvania. Retrieved from <https://employeeownership.com.au/ea/wp-content/uploads/2012/01/ESOPs-20years-of-research..pdf>.
- Friedman, M. (1953). The Methodology of Positive Economics. In M. Friedman (Ed.), *Essays in Positive Economics*. (pp. 3-43). University of Chicago Press.
- Hart, O. (1995). Corporate Governance: Some Theory and Implications. *The Economic Journal*, 105(430), 678-689.
- Isbanah, Y. (2019). Does ESOP improve the productivity and firm's performance?. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 10(2), 66–72.
- Ismiyanti, F. & Mahadwartha, P. A. (2017). Does Employee Stock Ownership Plan matter? An empirical note. *Investment Management and Financial Innovations*, 14(3), 381-388.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kapil, S. & Mishra, R. (2019) Corporate Governance and Firm Performance in Emerging Markets: Evidence from India. *Theoretical Economics Letters*, 9(6), 2033-2069.
- Kazemian, S. & Sanusi, Z. M., (2015), Earnings Management and Ownership Structure, *Procedia Economics and Finance*, 31(2015), 618 – 624.
- Kim, E. H. & Lu, Y. (2010). *CEO Ownership and Valuation*. The American Finance Association 2011 Denver Meetings Paper, Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=1572602>.
- Lilienfeld-Toal, U. V. & Ruenzi, S. (2014). CEO Ownership, Stock Market Performance, and Managerial Discretion. *Journal of The American Finance Association*, 69(3), 1013-1050
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595–612.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1987). Management Ownership and Market Valuation An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1988), 293-315.
- Panda, B. & Leepsa, N. (2017). Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74-95.
- Srichanphet, S. (2008). Corporate Governance: Theory of corporate governance [in Thai]. *Journal of Business Administration*, 31(120), 1–4.
- Wiwattanakantang, Y. (2001). Controlling shareholders and corporate value: Evidence from Thailand. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9(4), 323–362.
- Wongtanasarasasin, W. & Chancharat, N. (2021). The Role of Capital Structure on Financial Performance: An Empirical Study of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Modern Learning Development*, 6(1), 1-15.
- Wu, C. C. & Dong, Y. R. (2020). The Impact of Change in CEO Ownership on Future Firm Performance. *Journal of Finance and Economics*, 8(3), 100-106.