



การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบัน
และผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวจิภััสสร บุญรอด

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบัน
และผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวจิภัตสร บุญรอด

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558


ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE ON INSTITUTIONAL
INVESTORS' DECISION AND IMPACT OF INSTITUTIONAL
OWNERSHIP ON FIRM VALUE OF COMPANIES LISTED
IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

BY

MISS JIPASSORN BOONROD



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF THE
REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF ACCOUNTING
INTEGRATIVE BUSINESS ACCOUNTING
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2015
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวจิภัสสร บุญรอด

เรื่อง

การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบัน
และผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ

13 พ.ค. 2559

เมื่อ วันที่

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ

(รองศาสตราจารย์อัญชลี พิพัฒน์เสรีบุญ)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันเพชร)

คณบดี

(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวยการ)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นางสาวจิรัชสร บุญรอด
ชื่อปริญญา	บัญชีมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบัญชีแบบบูรณาการ พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันทเพชร
ปีการศึกษา	2558

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ โดยมีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่าง พ.ศ. 2556 - 2557

ผลการศึกษาความสัมพันธ์พบว่า กิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะสามารถดึงดูดให้นักลงทุนสถาบันตัดสินใจลงทุนในกิจการมากขึ้นได้อย่างมีนัยสำคัญ และการมีนักลงทุนสถาบันเข้ามาลงทุนในสัดส่วนที่มากขึ้นจะส่งผลตอบแทนให้กิจการดังกล่าวมีมูลค่ากิจการเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วย

แต่เมื่อพิจารณาลงไปถึงประเภทของนักลงทุนสถาบันที่แตกต่างกันพบว่า การมีนักลงทุนสถาบันต่างชาติเข้ามาลงทุนในสัดส่วนที่มากขึ้นเท่านั้น ที่จะส่งผลตอบแทนให้กิจการดังกล่าวมีมูลค่ากิจการเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วยอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจเป็นเพราะนักลงทุนสถาบันต่างชาติมีความเป็นอิสระและความคุ้นเคยในการปฏิบัติหน้าที่สนับสนุนให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีมากกว่านักลงทุนสถาบันไทย ในขณะที่การจัดประเภทของนักลงทุนสถาบันออกเป็นแบบอ่อนไหวต่อแรงกดดันและไม่ได้รับผลกระทบจากแรงกดดันจากกิจการที่ไปลงทุน อาจไม่ใช่วิธีที่เหมาะสมในการศึกษาบริษัทไทย ด้วย Financial System Architecture ที่แตกต่างกันจึงทำให้นักลงทุนสถาบันที่ถูกจัดประเภทด้วยวิธีดังกล่าวไม่มีบทบาทส่งผลต่อมูลค่ากิจการได้อย่างชัดเจน

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ, นักลงทุนสถาบัน, มูลค่ากิจการ

Independent Study Title	EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE ON INSTITUTIONAL INVESTORS' DECISION AND IMPACT OF INSTITUTIONAL OWNERSHIP ON FIRM VALUE OF COMPANIES LISTED IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND
Author	Miss Jipassorn Boonrod
Degree	Master of Accounting
Major Field/Faculty/University	Integrative Business Accounting Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Assistant Professor Sillapaporn Srijunpetch, Ph.D.
Academic Years	2015

ABSTRACT

This research aims to investigate the effect of corporate governance on institutional investors' decision and impact of institutional ownership on firm value of companies listed in the Stock Exchange of Thailand. The samples are obtained from SET listed companies during 2013 – 2014.

The results show that good governance companies are significantly attracted institutional investors, and the higher proportion of institutional ownership can finally lead into higher firm value.

But in the determinants of institutional ownership, just the higher proportion of foreign institutional ownership can significantly lead into higher firm value, due to their familiarity with shareholder activism, than domestic institutions. While the pressure determinant factors, which separated grey and independent institutions, might not suitable for Thai case study, due to the difference of Financial System Architecture, we can't find their significant relationship to firm value.

Keywords: Corporate Governance, Institutional Investors, Firm Value

กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการค้นคว้าอิสระนี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดีเนื่องมาจากการให้ความช่วยเหลือและคำแนะนำที่เป็นประโยชน์จาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ศิลพร ศรีจันทเพชร ผู้เป็นอาจารย์ที่ปรึกษา รวมถึง ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล และ อาจารย์ณัฐพล ชวลิตชีวิน ที่ได้ให้ข้อเสนอแนะ แนวคิดเพื่อการพัฒนา ตลอดจนแนวทางแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆเพื่อนำไปใช้ในการปรับปรุงการค้นคว้าอิสระให้มีความสมบูรณ์แบบมากยิ่งขึ้น และขอขอบคุณ รองศาสตราจารย์ อัญชลี พิพัฒน์เสริญ ที่ได้เกียรติมาเป็นประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระครั้งนี้ ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณอย่างสูงมา ณ ที่นี้ด้วย

และการค้นคว้าอิสระนี้ไม่อาจสำเร็จลุล่วงไปได้หากขาดกำลังใจจากครอบครัว คณาจารย์คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ทุกท่าน เพื่อนๆ รุ่นพี่ รุ่นน้องที่เป็นกำลังใจและส่งเสริมสนับสนุนในทุกๆด้าน และเจ้าหน้าที่ทุกท่านที่ได้ให้ความช่วยเหลือด้านการติดต่อประสานงานเป็นอย่างดีตลอดระยะเวลาในการทำงานวิจัยนี้

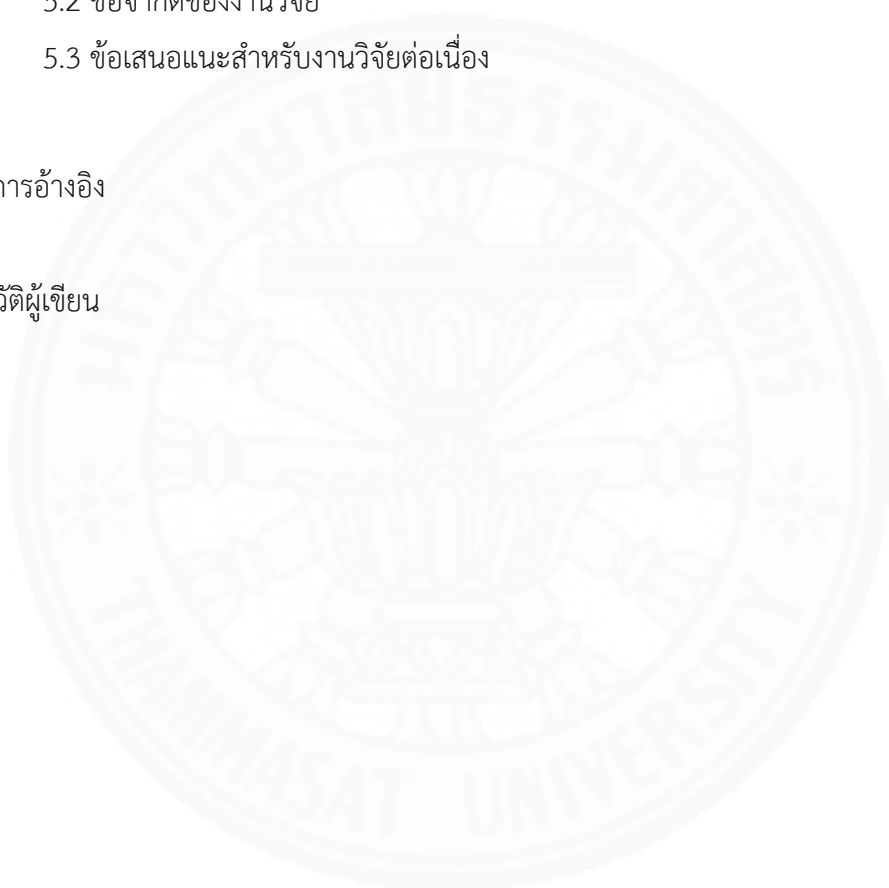
นางสาวจิรัชสร บุญรอด

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(7)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย	2
1.3 ขอบเขตของการวิจัย	2
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 การกำกับดูแลกิจการ	4
2.2 นักลงทุนสถาบัน	8
2.3 ประเภทของนักลงทุนสถาบัน	13
2.3.1 แบ่งตามสัญชาติของนักลงทุนสถาบัน	13
2.3.2 แบ่งตามแรงกดดันจากกิจการที่ไปลงทุน	14
2.3.2.1 นักลงทุนสถาบันที่อ่อนไหวต่อแรงกดดัน (Grey Institutions)	14
2.3.2.2 นักลงทุนสถาบันที่ไม่ได้รับผลกระทบจากแรงกดดัน (Independent Institutions)	15
2.4 มูลค่ากิจการ	16

2.5 การทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับตัวแปรควบคุม	17
2.5.1 ขนาดของบริษัท (SIZE)	17
2.5.2 ดัชนี Morgan Stanley Capital International (MSCI Index)	18
2.5.3 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV)	19
2.5.4 อัตราการเติบโตของยอดขาย (SGROWTH)	19
2.6 กรอบแนวคิดงานวิจัย	20
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	21
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	21
3.1.1 ลักษณะประชากร	21
3.1.2 วิธีการเลือกกลุ่มตัวอย่าง	21
3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล	22
3.3 ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา	23
3.3.1 ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและนักลงทุนสถาบัน	23
3.3.2 ความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนสถาบันและมูลค่ากิจการ	24
3.3.3 ความแตกต่างของนักลงทุนสถาบันแต่ละประเภท	25
3.3.3.1 แบ่งตามสัญชาติของนักลงทุนสถาบัน	25
3.3.3.2 แบ่งตามแรงกดดันจากกิจการที่ไปลงทุน	27
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	29
4.1 การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา	29
4.2 การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงอนุมาน	32
4.2.1 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและนักลงทุนสถาบัน	32
4.2.2 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนสถาบันและมูลค่ากิจการ	33
4.2.3 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นเพื่อศึกษาความแตกต่างของนักลงทุนสถาบันแต่ละประเภท	35

4.2.3.1	แบ่งตามสัญชาติของนักลงทุนสถาบัน	35
4.2.3.2	แบ่งตามแรงกดดันจากกิจการที่ไปลงทุน	37
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ		40
5.1	สรุปผลการวิจัย	40
5.2	ข้อจำกัดของงานวิจัย	42
5.3	ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยต่อเนื่อง	43
รายการอ้างอิง		44
ประวัติผู้เขียน		47



สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
2.1	ตารางแสดงหลักเกณฑ์และน้ำหนักที่ใช้ในการประเมินของรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน	7
3.1	ตารางแสดงจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จะใช้ศึกษา โดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม	22
4.1	ตารางแสดงการจัดประเภทของนักลงทุนสถาบัน	29
4.2	ตารางแสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร	30
4.3	ตารางแสดงค่าความถี่และร้อยละสำหรับคะแนน CGR	31
4.4	ตารางแสดงค่าความถี่และร้อยละสำหรับ MSCI Index	31
4.5	ตารางแสดงการวิเคราะห์การถดถอยของแบบจำลองที่ 1	32
4.6	ตารางแสดงการวิเคราะห์การถดถอยของแบบจำลองที่ 2	34
4.7	ตารางแสดงการวิเคราะห์การถดถอยของแบบจำลองที่ 3 และ 4	36
4.8	ตารางแสดงการวิเคราะห์การถดถอยของแบบจำลองที่ 5	36
4.9	ตารางแสดงการวิเคราะห์การถดถอยของแบบจำลองที่ 6 และ 7	38
4.10	ตารางแสดงการวิเคราะห์การถดถอยของแบบจำลองที่ 8	39

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การจัดตั้งกิจการมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่เจ้าของ ซึ่งการที่กิจการจะสามารถเติบโตได้ ปัจจัยสำคัญคือเงินทุนจากนักลงทุน แต่พฤติกรรมของนักลงทุนก็มีแนวโน้มที่จะเปลี่ยนแปลงไปอยู่เสมอ โดยปัจจัยอย่างหนึ่งที่ใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในปัจจุบันคือประเด็นของการกำกับดูแลกิจการ (บรรษัทภิบาล: Corporate Governance)

การกำกับดูแลกิจการเป็นประเด็นที่นักลงทุนทั่วโลกต่างให้ความสนใจมากขึ้นเรื่อยๆ เพราะการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะเป็นการผลักดันให้กิจการมีการจัดการแบบมืออาชีพ โปร่งใส มีมาตรฐานในระดับสากล เป็นที่ยอมรับของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายทำให้กิจการมีผลการดำเนินงาน (Corporate Performance) ที่ดี มีมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่เพิ่มขึ้น นำไปสู่ผลตอบแทนที่เหมาะสมกับการลงทุน

แต่ในปัจจุบันที่สภาพแวดล้อมทางธุรกิจมีความซับซ้อนและเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว นักลงทุนรายย่อยจำนวนมากจึงได้ตัดสินใจเลือกวิธีในการลงทุนใหม่ นั่นคือการลงทุนผ่านนักลงทุนสถาบัน (Institutional Investors) ที่มีความเชี่ยวชาญ ทรัพยากรและความสามารถในการเข้าถึงข้อมูลเพื่อประเมินกิจการมากกว่า ทำให้มีแนวโน้มที่จะตัดสินใจลงทุนโดยพิจารณาปัจจัยต่างๆ ได้อย่างครบถ้วนมากกว่าและยังสามารถลดความเสี่ยงในการลงทุนได้ ด้วยประโยชน์เหล่านี้สัดส่วนของนักลงทุนสถาบันจึงเพิ่มมากขึ้นในกลุ่มนักลงทุนทั่วโลก

“การกำกับดูแลกิจการ” และ “นักลงทุนสถาบัน” มีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด โดยในงานวิจัยของ Ferreira และ Matos (2008) พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Governance) เป็นปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนสถาบันใช้ประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุนในกิจการต่างๆ และในทางกลับกัน องค์การเพื่อความร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจ (Organization for Economic Co-Operation and Development: OECD) ก็ได้ออก The OECD Principles of Corporate Governance ใน ค.ศ. 2004 ระบุถึงความสำคัญและบทบาทของนักลงทุนสถาบันที่จะสามารถส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี และนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าของกิจการในที่สุด

แม้ตามหลักการทั่วไป กิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีย่อมมีแนวโน้มที่จะได้รับการยอมรับจากนักลงทุน มีผลการดำเนินงานที่ดีและมีมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นในที่สุด แต่ผลการวิจัยในอดีตซึ่งมีอยู่มากมายก็ยังคงไม่สามารถสรุปทิศทางของอิทธิพลได้อย่างชัดเจน เนื่องจากการวัดค่าตัว

แปรที่แตกต่างกัน รวมถึงความหลากหลายของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย ดังนั้น ผู้วิจัยจึงเห็นประโยชน์ของการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อกิจการ ผู้ใช้งบการเงินและการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทยต่อไป

งานวิจัยชิ้นนี้จึงมุ่งเน้นไปที่การพิจารณา “นักลงทุนสถาบัน” ในบทบาทของการเป็นสื่อกลางระหว่าง “การกำกับดูแลกิจการ” และ “มูลค่ากิจการ” เพื่อตอบคำถามที่ว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะเป็นสิ่งที่ดึงดูดให้นักลงทุนสถาบันเข้ามาลงทุนมากขึ้นจริงหรือไม่ และศึกษาถึงผลตอบแทน (Reward) ที่กิจการได้จากการมีนักลงทุนสถาบันเข้ามา ในแง่มุมมองของมูลค่ากิจการนั่นเอง

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจะพิจารณาลงไปถึงประเภทของนักลงทุนสถาบันที่แตกต่างกัน (Ferreira and Matos, 2008) ได้แก่

1. นักลงทุนสถาบันไทย (Domestic Institutions) และนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (Foreign Institutions)
2. นักลงทุนสถาบันที่อ่อนไหวต่อแรงกดดัน (Grey Institutions) และนักลงทุนสถาบันที่ไม่ได้รับผลกระทบจากแรงกดดัน (Independent Institutions)

1.3 ขอบเขตของการวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วง พ.ศ. 2556 -2557 โดยศึกษาในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นบริษัทที่มีลักษณะดังต่อไปนี้จะไม่นำมารวมในการศึกษา ได้แก่

1. กลุ่มธุรกิจการเงินอันประกอบด้วยกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ (Finance and Securities) กลุ่มธนาคาร (Banking) และกลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย (Insurance) เนื่องจากกลุ่มธุรกิจการเงินมีข้อบังคับที่ต้องปฏิบัติตามที่หน่วยงานกำกับดูแลอื่นกำหนด เช่น ธนาคารแห่งประเทศไทย

ไทย รวมถึงกลุ่มธุรกิจดังกล่าวมีสินทรัพย์และหนี้สินระยะยาวที่แตกต่างจากกลุ่มธุรกิจอื่นๆ ซึ่งมีผลกระทบต่ออัตราส่วนทางการเงินและตัวเลขที่ใช้ในการวิเคราะห์จึงไม่รวมกลุ่มดังกล่าวเป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา

2. กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในระหว่างฟื้นฟูกิจการ (Companies under Rehabilitation) กลุ่มกองทุนและธุรกิจขนาดกลาง (MAI) เนื่องจากกลุ่มบริษัทเหล่านี้ต้องปฏิบัติตามข้อบังคับของหน่วยงานเฉพาะที่เกี่ยวข้องและมีลักษณะอื่นๆ ในการกำกับดูแลนอกเหนือจากกฎเกณฑ์โดยทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีประโยชน์ที่เกี่ยวข้องคาดว่าจะได้รับ ดังนี้

1. กิจการ

งานวิจัยนี้จะทำให้กิจการทราบถึงแนวโน้มมูลค่ากิจการที่อาจเปลี่ยนแปลงไป ซึ่งเป็นผลมาจากนักลงทุนสถาบัน จะได้ทำการวางแผนเพื่อตอบสนองให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันในกิจการต่อไป

2. ผู้ใช้งบการเงิน

งานวิจัยนี้จะทำให้ผู้ใช้งบการเงินทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันและมูลค่ากิจการ จึงอาจสามารถใช้สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันเป็นเกณฑ์ประกอบการตัดสินใจลงทุนได้

3. หน่วยงานกำกับดูแลกิจการ

งานวิจัยนี้จะทำให้หน่วยงานกำกับดูแลกิจการทราบถึงบทบาทของนักลงทุนสถาบันที่กำลังมีบทบาทไปทั่วโลก ว่าส่งผลกระทบต่อกิจการในประเทศไทยอย่างไรบ้าง เพื่อที่จะได้สามารถนำผลการวิจัยมาประกอบการวางแผนทางการกำหนดและพัฒนาหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อไป

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาวิจัยความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้ทบทวนวรรณกรรมเพื่อรวบรวมแนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเป็น 6 ส่วน ดังนี้

- 2.1 การกำกับดูแลกิจการ
- 2.2 นักลงทุนสถาบัน
- 2.3 ประเภทของนักลงทุนสถาบัน
- 2.4 มูลค่ากิจการ
- 2.5 การทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับตัวแปรควบคุม
- 2.6 กรอบแนวคิดงานวิจัย

2.1 การกำกับดูแลกิจการ

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2558) ได้ให้ความหมายของการกำกับดูแลกิจการไว้ว่า เป็นการบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสีย(Stakeholders) ทุกฝ่าย ซึ่งการที่จะสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้นั้น จะต้องสร้างความสัมพันธ์อันดีระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายอย่างเหมาะสม ตั้งแต่บริษัท คณะกรรมการ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น พนักงาน ลูกค้า รวมถึงสังคมและชุมชนภายนอกแม้ว่าผู้มีส่วนได้เสียแต่ละกลุ่มจะมี Contrasting Interests กันเอง แต่หากสามารถสร้างสมดุลในความพึงพอใจของผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายได้อย่างมีประสิทธิภาพที่สุดแล้ว บริษัทย่อมสามารถดำเนินงานเพื่อบรรลุวัตถุประสงค์ของบริษัทได้อย่างราบรื่นในที่สุด

ณญาดา สุขอนันตธรรม (2558) ได้รวบรวมและสรุปความหมายของการกำกับดูแลกิจการที่ดีไว้ว่าเป็นระบบที่จัดให้มีกระบวนการ โครงสร้างและการควบคุมของกิจการ ให้บุคลากรของกิจการทุกคนปฏิบัติงานตามความรับผิดชอบต่อหน้าที่ด้วยความโปร่งใส ทำให้กิจการเกิดการพัฒนาความสามารถในการแข่งขันเพื่อรักษาเงินลงทุนและเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาวภายใต้กรอบจริยธรรมที่ดีโดยรวม

ซึ่งนอกจากประโยชน์ดังกล่าวแล้ว ไมตรี เอื้อจิตอนันต์กุล (2549) ได้ระบุถึงประโยชน์จากการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีในอีกมุมมองหนึ่ง นั่นคือ การที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะนำมาซึ่งการกระตุ้นการลงทุนของนักลงทุนสถาบันทั้งในประเทศและต่างประเทศ เพราะการกำกับดูแลกิจการที่ดียอมทำให้ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายของกิจการได้รับการปฏิบัติอย่างเป็นธรรม และในมุมมองของนักลงทุนนั้น นักลงทุนก็คาดหวังว่าจะได้รับการปฏิบัติในฐานะผู้ถือหุ้นด้วยความโปร่งใส ยุติธรรม ได้รับข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนที่ถูกต้อง ครบถ้วน และทันเวลา การกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนต่างๆ รวมถึงนักลงทุนสถาบันจะใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน นอกเหนือจากข้อมูลทางการเงินและข้อมูลการดำเนินงานของบริษัท โดยผลการวิจัยพบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันทั้งในประเทศและต่างประเทศ

การประเมินการกำกับดูแลกิจการสามารถประเมินได้หลายรูปแบบ เพราะมุมมองของการกำกับดูแลกิจการนั้นค่อนข้างไม่ตายตัว ไมตรี เอื้อจิตอนันต์กุล (2549) ได้ประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยยึดตามหลักการกำกับดูแลกิจการภายใต้แนวคิดขององค์การเพื่อความร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจ (Organization for Economic Co-Operation and Development: OECD) ฉบับ พ.ศ. 2547 ตามเกณฑ์ 5 ข้อ ได้แก่ สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติของผู้ถือหุ้นทุกรายอย่างเท่าเทียมกัน บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใสและความรับผิดชอบของคณะกรรมการ โดยสิ่งที่เป็นตัวแทน (Proxy) ที่ใช้วัดว่ากิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามเกณฑ์ดังกล่าว ได้แก่ สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ จำนวนคดีความและกรณีพิพาททางกฎหมายกับผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลที่ต้องทันเวลาในเว็บไซต์ของกิจการและการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวมีฉบับภาษาอังกฤษประกอบสำหรับนักลงทุนต่างชาติ การเปิดเผยคำอธิบายและวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการ (Management Discussion and Analysis: MD&A) และการจัดตั้งคณะกรรมการสรรหาและคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน

รมิตา วิริยโรจน์ (2557) ประเมินการกำกับดูแลกิจการผ่านมุมมองของคุณลักษณะของคณะกรรมการตรวจสอบ โดยสิ่งที่เป็นตัวแทนการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ได้แก่ จำนวนคณะกรรมการตรวจสอบ ความเชี่ยวชาญของคณะกรรมการตรวจสอบ จำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ จำนวนปีการทำงานสะสมของคณะกรรมการตรวจสอบ และจำนวนบริษัทที่คณะกรรมการตรวจสอบดูแล

Chuang et al. (2007) ได้พัฒนาเกณฑ์การให้คะแนนเพื่อวัดการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance Indicator: CGI) ของกิจการในประเทศฮ่องกง โดยพัฒนาเป็นคำถาม 86 ข้อซึ่งการให้คะแนนจะพิจารณาจากการเปิดเผยข้อมูลของกิจการเป็นหลัก เป็นการให้คะแนน

เท่ากับ 1 เมื่อบริษัทได้มีการปฏิบัติตามหรือเปิดเผยข้อมูล และให้คะแนนเท่ากับ 0 เมื่อบริษัทไม่ได้ปฏิบัติตามหรือไม่เปิดเผยข้อมูล หลังจากนั้น นำคะแนนรวมที่แต่ละบริษัทได้รับ แบ่งออกเป็น 5 หมวดตาม OECD และนำมาเฉลี่ยน้ำหนักความสำคัญเพื่อคำนวณออกมาเป็นคะแนน CGI ของแต่ละบริษัท

สัตยา ตันจันทรพงศ์ (2557) ได้นำแนวคิดดังกล่าวมาพัฒนาต่อเพื่อใช้กับกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีการเพิ่มเกณฑ์การให้คะแนนเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมทางด้านภาษีอากรและด้านการเปิดเผยข้อมูลที่เพิ่มคุณลักษณะเฉพาะของการตรวจสอบภายในและภายนอกบริษัท รวมทั้งสิ้นเป็นคำถาม 204 ข้อและนำคะแนนรวมที่แต่ละบริษัทได้รับมาเฉลี่ยน้ำหนักความสำคัญของแต่ละหมวดตามแนวทางของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) เพื่อคำนวณออกมาเป็นคะแนนของแต่ละบริษัทต่อไป

งานวิจัยชิ้นนี้ต้องการศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพิจารณาในประเด็นของผลตอบแทนที่กิจการได้จากกรมมีนักลงทุนสถาบันเข้ามาเป็นหลัก ซึ่งระดับการกำกับดูแลกิจการก็เป็นปัจจัยหนึ่งที่อาจส่งผลให้กิจการมีความน่าสนใจในสายตานักลงทุนสถาบันได้ และเพราะนักลงทุนสถาบันเป็นผู้ที่มีความเชี่ยวชาญและเข้าถึงข้อมูลได้มาก สิ่งที่ใช้ในการประเมินการกำกับดูแลกิจการจึงควรจะเป็นตัววัดที่มีความครอบคลุม ได้มาตรฐาน และไม่เฉพาะเจาะจงไปในประเด็นใดประเด็นหนึ่ง จึงต้องพิจารณาเลือกตัววัดที่ใช้ประเมินระดับการกำกับดูแลกิจการที่เหมาะสมและครอบคลุมนั้นคือ คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Rating: CGR) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ที่ใช้ในงานวิจัยของ ญญาดา สุขอนันตธรรม (2558)

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) เป็นองค์กรไม่แสวงหากำไร มีบทบาทสำคัญในการพัฒนาความเป็นมืออาชีพของกรรมการและส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีในประเทศไทยก่อตั้งขึ้นภายใต้การสนับสนุนของหน่วยงานหลักที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน ได้แก่ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทย มูลนิธิกองทุนพัฒนาระบบตลาดทุน รวมถึงองค์การระหว่างประเทศอย่างธนาคารโลก (World Bank) ปัจจุบัน IOD ได้รับการยอมรับจากทั้งในประเทศและต่างประเทศ ในฐานะองค์กรที่มีบทบาทสำคัญในการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการที่ดี และได้รับการยกย่องให้เป็นตัวอย่างหนึ่งขององค์กรวิชาชีพที่ประสบความสำเร็จทั้งในเวทีระดับประเทศและระดับนานาชาติ

IOD ต้องการกระตุ้นให้ฝ่ายบริหารของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการพัฒนาศักยภาพในการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อประโยชน์แก่นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียต่างๆ จึงได้จัดทำรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies) ที่ทำการสำรวจประเมินข้อมูลและให้คะแนน Corporate Governance Rating (CGR) แก่บริษัทต่างๆ เพื่อเป็นข้อมูลสนับสนุนการลงทุนหากนักลงทุนต้องการใช้ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการพิจารณาประกอบการตัดสินใจ โดยคะแนนที่ได้รับจากการประเมินจะถูกแบ่งออกเป็นช่วงคะแนน 0 – 5 ซึ่งบริษัทที่มีผลการประเมินอยู่ในระดับที่สูงจะสื่อถึงการมีคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่ดี

โดยขอบเขตของงานวิจัยชิ้นนี้เป็นการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วง พ.ศ. 2556 - 2557 หลักเกณฑ์และน้ำหนักที่ใช้ในการประเมิน CGR ในช่วงเวลาดังกล่าวจึงเป็นดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 2.1 ตารางแสดงหลักเกณฑ์และน้ำหนักที่ใช้ในการประเมินของรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน

หัวข้อ	หลักเกณฑ์การประเมิน (ข้อ)		น้ำหนัก (%)	
	2556	2557	2556	2557
1. สิทธิของผู้ถือหุ้น	24	33	20	15
2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน	16	19	15	10
3. การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย	18	28	20	20
4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส	36	50	20	20
5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ	54	107	25	35
รวม	148	237	100	100

2.2 นักลงทุนสถาบัน

บทบาทของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (Large Shareholders) ที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีเริ่มได้รับความสนใจและเผยแพร่ในวงกว้างมากกว่า 80 ปีแล้ว โดยเริ่มจากการศึกษาของ Berle และ Means (1932) ที่ชี้ให้เห็นถึงความสำคัญของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการเข้ามามีบทบาทในการบรรเทาปัญหาการขัดแย้งของผลประโยชน์ (Conflict of Interest) จากการแยกความเป็นเจ้าของและการควบคุมกิจการออกจากกัน (Separation of Ownership and Control) ได้ เพราะผู้ถือหุ้นรายใหญ่มิอาจโอนอำนาจในการต่อรองกับฝ่ายบริหารสูงกว่าผู้ถือหุ้นรายย่อยนั่นเอง

ต่อมาในช่วงศตวรรษที่ 20 รูปแบบของสัดส่วนการถือหุ้นในกิจการทั่วโลกได้เริ่มเปลี่ยนแปลงไป กิจการทั่วโลกโดยเฉพาะอย่างยิ่งในสหรัฐอเมริกาและสหราชอาณาจักร เริ่มมีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อยลดลง ในขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนรายใหญ่เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ซึ่งก็คือ “นักลงทุนสถาบัน”

นักลงทุนสถาบัน คือ ผู้ที่ทำการรวบรวมเงินทุนจากบุคคลภายนอกเพื่อนำมาลงทุนในหลักทรัพย์ โดยหลักเกณฑ์ตามคำจำกัดความของประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้ระบุว่านักลงทุนสถาบันคือนักลงทุน 18 ประเภท ดังต่อไปนี้¹

1. ธนาคารแห่งประเทศไทย
2. ธนาคารพาณิชย์ธนาคารที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น
3. บริษัทเงินทุนบริษัทเครดิตฟองซิเอร์ บริษัทหลักทรัพย์
4. บริษัทประกันวินาศภัยบริษัทประกันชีวิต
5. กองทุนรวม
6. กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ
7. กองทุนส่วนบุคคล
8. องค์กรหรือนิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น โดยมีวัตถุประสงค์หลักในการบริหารจัดการลงทุน เช่น กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ กองทุนประกันสังคม เป็นต้น
9. ผู้ประกอบธุรกิจสัญญาซื้อขายล่วงหน้าผู้ประกอบธุรกิจการซื้อขายล่วงหน้าตามกฎหมายว่าด้วยการซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า
10. สถาบันการเงินระหว่างประเทศ
11. สถาบันคุ้มครองเงินฝาก

¹ อ้างอิงจากประกาศฉบับที่ 65/2555 ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

12. กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน
13. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
14. นิติบุคคลประเภทบริษัท
15. นิติบุคคลที่บุคคลตามข้อ 1 ถึง ข้อ 14 ถือหุ้นรวมกันเกินกว่าร้อยละ 75 ของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมด
16. ผู้ลงทุนต่างประเทศซึ่งมีลักษณะเดียวกับบุคคลตามข้อ 1 ถึงข้อ 15 โดยอนุโลม
17. บุคคลธรรมดาที่ได้รับการขึ้นทะเบียนผู้มีคุณสมบัติเป็นผู้จัดการกองทุนหรือผู้จัดการเงินทุนสัญญาซื้อขายล่วงหน้า
18. ผู้ลงทุนอื่นตามที่ ก.ล.ต.ประกาศกำหนด

นักลงทุนสถาบันมักเป็นผู้ที่มีความเชี่ยวชาญมากกว่านักลงทุนรายย่อยทั่วไป เพราะนักลงทุนสถาบันเป็นผู้ที่รวบรวมเงินทุนจากบุคคลภายนอกเพื่อนำมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ความรับผิดชอบต่อบุคคลภายนอกซึ่งเป็นเจ้าของเงินทุนที่แท้จริงจึงเป็นแรงจูงใจที่กระตุ้นให้นักลงทุนสถาบันพยายามวางแผนการลงทุนให้มีประสิทธิภาพมากที่สุด เพื่อที่จะสามารถก่อให้เกิดผลตอบแทนเป็นกำไรจากการลงทุนให้ได้

สุทธิชา เกริกฤทธิ (2550) ได้รวบรวมงานวิจัยเชิงประจักษ์ในอดีตและสรุปว่า ในตลาดทุนมีปัญหาเรื่องความขัดแย้งของข้อมูลในกลุ่มนักลงทุน โดยกลุ่มนักลงทุนสถาบันเป็นกลุ่มที่มีโอกาสและความสามารถที่จะเข้าถึงข้อมูลมากกว่า อีกทั้งยังมีความสามารถและทรัพยากรที่พร้อมในการประเมินหลักทรัพย์สูงกว่านักลงทุนรายย่อย เช่นในด้านบุคลากร นักลงทุนสถาบันมีนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มากประสบการณ์และมีความเชี่ยวชาญสูง ทำให้สามารถเข้าใจกลไกของตราสาร ตลาดและความสามารถในการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการในตลาดหลักทรัพย์ได้เป็นอย่างดี หรือในด้านเงินทุน ที่นักลงทุนสถาบันมักมีเงินทุนจำนวนมากที่ถูกจัดสรรไว้ในการสนับสนุนการวิจัยต่างๆเพื่อใช้ประกอบการวิเคราะห์หลักทรัพย์ ทั้งหมดนี้จึงทำให้นักลงทุนสถาบันสามารถใช้ข้อมูลข่าวสารที่ได้รับมาให้เกิดประโยชน์สูงสุดด้วยการนำมาใช้ประกอบการวิเคราะห์หลักทรัพย์ของแต่ละกิจการได้อย่างเหมาะสมและทันเวลา นักลงทุนสถาบันจึงมักมีลักษณะการลงทุนที่ดีกว่านักลงทุนรายย่อยทั่วไป

McCahry, Starks และ Sautner (2011) ได้ศึกษาถึงการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อของการกำกับดูแลกิจการ พบว่านักลงทุนสถาบันมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจลงทุนในกิจการที่มี “การกำกับดูแลกิจการที่ดี” มากกว่า และเมื่อเข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นแล้วก็มีแนวโน้มที่จะให้ความร่วมมือที่จะสร้างความเคลื่อนไหวเพื่อรักษาผลประโยชน์ของเจ้าของ (Shareholder Activism) เพื่อส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดี

เนื่องจากความเชี่ยวชาญ ทรัพยากร และความสามารถในการเข้าถึงข้อมูลที่นักลงทุนสถาบันมี ประกอบกับวิกฤตการณ์ทางการเงินและการล้มละลายของกิจการใหญ่หลายแห่งที่เป็นผลมาจากการกำกับดูแลกิจการที่ไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอ นักลงทุนสถาบันจึงมีแรงจูงใจที่จะเข้ามามีบทบาทในการส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้นในกิจการที่ตัดสินใจลงทุน เพื่อเสริมสร้างความมั่นใจว่ากิจการนั้นๆจะสามารถดำเนินงานต่อไปได้อย่างมีประสิทธิภาพ ยั่งยืน และนำมาซึ่งผลตอบแทนจากการลงทุนที่ดีทั้งในระยะสั้นและระยะยาว

บทบาทของนักลงทุนสถาบัน (The Role of Institutional Investors) ก็เปรียบเสมือนผู้ถือหุ้นรายหนึ่ง แต่ด้วยขนาดและมูลค่าการลงทุนที่มาก จึงมีแนวโน้มจะมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของผู้บริหารได้มากกว่าผู้ถือหุ้นรายย่อยทั่วไป นักลงทุนสถาบันจึงสามารถส่งเสริมให้กิจการที่ไปลงทุนมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้ด้วยการปฏิบัติตนเป็นผู้ถือหุ้นที่ดี ใส่ใจติดตามกิจกรรมการปฏิบัติงานของผู้บริหาร เช่น วิเคราะห์ว่ามีการจัดการกำไรในรอบบัญชีนั้นหรือไม่ และการตัดสินใจต่างๆของผู้บริหารส่งผลเสียต่อผู้ถือหุ้นและผู้ส่วนได้เสียอื่นอย่างไร ก่อนที่จะใช้คะแนนเสียงที่มีให้เป็นประโยชน์ เพื่อให้กิจการสามารถดำเนินงานไปได้อย่างมีประสิทธิภาพภายใต้แนวทางของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งย่อมนำไปสู่มูลค่ากิจการที่ดีขึ้นและผลตอบแทนที่ดีจากการลงทุนในที่สุด

บทบาทของนักลงทุนสถาบันที่สามารถสร้างประโยชน์ให้กิจการในแง่ของการส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการนี้ เป็นประเด็นที่ผู้กำหนดแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับโลก เล็งเห็นถึงความสำคัญมาเป็นเวลานานแล้ว ดังจะเห็นได้จากแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดีมากมายที่มีการให้ความสำคัญกับบทบาทของนักลงทุนสถาบันอยู่เสมอ ดังเช่น The Cadbury Committee (1992) ที่เป็นแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดีทั่วโลก (Corporate Governance – The Code of Best Practice) ได้มีการระบุถึงบทบาทของนักลงทุนสถาบันที่ต้องทำการสนับสนุนให้กิจการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี รวมถึงทำการติดตามผลอย่างใกล้ชิด เช่นเดียวกับกับใน The Greenbury Report (1995) และ The Hampel Report (1996)

ในทางปฏิบัติ นักลงทุนสถาบันก็มีบทบาทมากขึ้นจริงๆ จะเห็นได้ชัดในกรณีของ Hermes Investment Management นักลงทุนสถาบันรายใหญ่ในสหราชอาณาจักร ที่ได้มีการออกหลักการ (Principles) ที่เป็นแนวทางส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่างๆ ให้กิจการที่ตนไปลงทุนปฏิบัติตาม ไม่ว่าจะเป็น The Hermes Principles ใน ค.ศ. 2002 ที่เป็นแนวทางให้กิจการบริหารงานด้วยความซื่อสัตย์และรับฟังความคิดเห็นจากผู้ถือหุ้นอยู่เสมอ หรือ The Hermes Corporate Governance Principles ใน ค.ศ. 2006 ที่ระบุให้คณะกรรมการบริษัททำหน้าที่สื่อสารกับผู้ถือหุ้นอยู่เสมอเพื่อตอบข้อสงสัยและทำให้ผู้ถือหุ้นเกิดความพอใจสูงสุด

จนกระทั่งใน ค.ศ. 2010 ที่มีการพัฒนาแนวคิด Stewardship Code ขึ้นในสหราชอาณาจักรอย่างจริงจัง เป็นแนวทางที่กำหนดให้นักลงทุนสถาบันต้องปฏิบัติตาม คือการใช้สิทธิความเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการสนับสนุนและส่งเสริมให้กิจการดำเนินงานไปในแนวทางที่ยั่งยืนและคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย โดย UK Stewardship Code 2010² นี้ได้ระบุแนวทางต่างๆที่นักลงทุนสถาบันพึงกระทำ เช่น การที่นักลงทุนสถาบันต้องทำการติดตามการดำเนินงานของกิจการที่ไปลงทุนอย่างใกล้ชิด ใช้สิทธิที่มีให้เกิดประโยชน์ด้วยการเข้าร่วมประชุมลงคะแนนเสียง และออกรายงาน Stewardship ของตนเองแก่สาธารณะ เพื่อให้บุคคลภายนอกสามารถใช้เป็นข้อมูลประกอบการประเมินกิจการนั้นๆต่อไป

บทบาทของนักลงทุนสถาบันที่มีแนวโน้มจะใช้สิทธิความเป็นผู้ถือหุ้นเข้ามาติดตามและตรวจสอบการดำเนินงานกิจการมากขึ้นเรื่อยๆในปัจจุบัน ย่อมมุ่งใจให้ผู้บริหารของกิจการที่มีสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันสูง มีความตระหนักที่จะปฏิบัติตามภายใต้การกำกับดูแลกิจการที่ดีมากขึ้น ทำการตัดสินใจมีประสิทธิภาพมากขึ้น เห็นประโยชน์ของเจ้าของกิจการที่แท้จริงอย่างผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ จึงอาจนำไปสู่การลดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) และทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นได้ในที่สุด

ดังเช่นในงานวิจัยของ Aggarwal, Ferreira และ Matos (2011) ที่พบว่ายิ่งกิจการมีสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันสูง ยิ่งมีเหตุการณ์ที่สร้างเสริมให้เกิดการพัฒนาของการกำกับดูแลกิจการที่ดีมากขึ้น เช่น การปลด CEO ที่มีผลการดำเนินงานที่ไม่ดี และทำให้กิจการนั้นๆมีมูลค่ากิจการ (Firm Value) เพิ่มมากขึ้นในที่สุด และในทางกลับกัน กิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ยังเป็นการดึงดูดให้นักลงทุนสถาบันรายใหม่เข้ามาลงทุนมากขึ้นอีกด้วย (Ferreira และ Matos, 2008)

² The seven principles of the UK Stewardship Code are that institutional investors should:

Principle 1 - publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities.

Principle 2 - have a robust policy on managing conflicts of interest in relation to stewardship and this policy should be publicly disclosed.

Principle 3 - monitor their investee companies.

Principle 4 - establish clear guidelines on when and how they will escalate their activities as a method of protecting and enhancing shareholder value.

Principle 5 - be willing to act collectively with other investors where appropriate.

Principle 6 - have a clear policy on voting and disclosure of voting activity.

Principle 7 - report periodically on their stewardship and voting activities.

อย่างไรก็ตาม หากมองในอีกมุมมองหนึ่ง ก็อาจพบบทบาทของนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลในแนวทางที่แตกต่างออกไป โดย สุทธิชา เกริกฤทธิ์ (2550) กล่าวว่า หากเป็นนักลงทุนสถาบันประเภทที่มุ่งเน้นการทำกำไรในระยะสั้นหรือต้องการผลการดำเนินงานที่ดีในระยะสั้น กลยุทธ์ในการลงทุนของนักลงทุนสถาบันจะไม่พิจารณาถึงการกำกับดูแลกิจการ การปฏิบัติงานของผู้บริหาร หรือการจัดการกำไรในบริษัทเลย จะเป็นการพิจารณาเพียงผลตอบแทนในระยะสั้นเท่านั้น

ดังนั้น พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนที่กิจการได้จากบทบาทของนักลงทุนสถาบัน จึงถือเป็นเรื่องที่น่าสนใจสำหรับการศึกษาวิจัยครั้งนี้ เพราะในกรณีของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยังไม่มีงานวิจัยที่ศึกษาพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบันและบทบาทของนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการอย่างชัดเจนนัก ในขณะที่นักลงทุนสถาบันกลับมีจำนวนมากขึ้นและมีความสำคัญมากขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จึงเป็นที่น่าสนใจที่จะศึกษาว่า ในกรณีของกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนที่กิจการได้จากบทบาทของนักลงทุนสถาบันมีแนวโน้มจะเป็นอย่างไร จะแตกต่างจากกรณีของบริษัทต่างชาติหรือไม่ โดยจะเก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อตอบคำถามงานวิจัยที่ว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะเป็นสิ่งที่ดึงดูดให้นักลงทุนสถาบันเข้ามาลงทุนมากขึ้นจริงหรือไม่ และศึกษาถึงผลตอบแทน (Reward) ที่กิจการได้จากการมีนักลงทุนสถาบันเข้ามา ในแง่มุมมองของมูลค่ากิจการนั่นเอง

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง นำมาสู่การพัฒนาระบบสมมติฐานงานวิจัย ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 : การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้เกิดความสัมพันธ์ในทางบวกกับสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน

สมมติฐานที่ 2 : สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันจะส่งผลให้เกิดความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่ากิจการ

2.3 ประเภทของนักลงทุนสถาบัน

แม้ว่านักลงทุนสถาบันจะมีบทบาทสำคัญในการส่งเสริมให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จนมีแนวโน้มที่จะนำไปสู่มูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้นได้ในที่สุด แต่ภายในกลุ่มนักลงทุนสถาบันก็มีความแตกต่างหลากหลายตามลักษณะเฉพาะของนักลงทุนสถาบันแต่ละประเภท โดยนักลงทุนสถาบันคนละประเภทก็อาจมีปัจจัยที่ใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนและปัจจัยที่ส่งผลต่อการมีบทบาทที่แตกต่างกันได้ ซึ่งในงานวิจัยของ Ferreira และ Matos (2008) ได้ทำการแบ่งประเภทของนักลงทุนสถาบันออกตามลักษณะเฉพาะของนักลงทุนสถาบัน ดังนี้

2.3.1 แบ่งตามสัญชาติของนักลงทุนสถาบัน

จำแนกออกเป็น นักลงทุนสถาบันไทย (Domestic Institutions) และนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (Foreign Institutions)

Aggarwal, Ferreira และ Matos (2011) พบว่า นักลงทุนสถาบันต่างชาติที่มีการลงทุนในประเทศที่มีการปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้นน้อยกว่า (Weaker Investors Protection Countries) จะมีบทบาทอย่างมากในการเรียกร้องสิทธิที่ผู้ถือหุ้นพึงมี ซึ่งเป็นสร้างเสริมการให้ความสำคัญกับสิทธิของผู้ถือหุ้นมากขึ้นตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่เป็นสากล แสดงให้เห็นถึงบทบาทของนักลงทุนสถาบันต่างชาติที่สามารถสนับสนุนให้เกิดปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้นและนำไปสู่การเพิ่มมูลค่ากิจการได้

ส่วน Davis และ Kim (2007) ได้วิจัยกรณีศึกษาของนักลงทุนสถาบันรายใหญ่สัญชาติสหรัฐอเมริกาอย่าง Fidelity Investments ผ่านการเปิดเผยข้อมูลการลงคะแนนเสียงพบว่า Fidelity Investments ได้มีบทบาทในการตรวจสอบและสอดส่องดูแลการทำงานของฝ่ายบริหารของกิจการที่ตนไปลงทุนในสหราชอาณาจักรอย่างเข้มงวด แต่สำหรับกิจการที่ตนไปลงทุนในสหรัฐอเมริกา กลับไม่ได้ดำเนินการดังกล่าวอย่างเข้มงวดเท่าไรนัก ซึ่งอาจเป็นเพราะนักลงทุนสถาบันในประเทศอาจมีความเกี่ยวข้องกับกิจการในประเทศเองทางใดทางหนึ่ง จึงทำให้ไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ในการช่วยส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้เต็มที่เท่าไรนัก ในขณะที่หากเป็นการไปลงทุนในกิจการในต่างประเทศ นักลงทุนสถาบันมีแนวโน้มที่จะมีข้อจำกัดน้อยกว่าในการปฏิบัติหน้าที่ช่วยส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพราะไม่ได้มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทที่ไปลงทุน จึงสามารถปฏิบัติหน้าที่เพื่อรักษาสิทธิความเป็นเจ้าของในกิจการที่ไปลงทุนในฐานะผู้ถือหุ้นที่เต็มศักยภาพกว่า

สำหรับในกรณีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนักลงทุนสถาบันต่างชาติที่ระบุสัญชาติชัดเจนในรายละเอียดของผู้ถือหุ้นใหญ่แล้ว สถิติ อา

ชวานันท์กุล (2548) ได้วิจัยเรื่องการใช้ตัวแทนถือหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่ามีรายชื่อนักลงทุนสถาบันที่เป็นนอมินีต่างชาติอีกจำนวน 21 ราย ดังนี้

- | | |
|---------------------------|--------------------------|
| 1. State Street | 2. HSBC |
| 3. Chase | 4. Bank of New York |
| 5. Mellon | 6. Nortrust Nominees |
| 7. Littledown Nominees | 8. Morgan Stanley |
| 9. UBS | 10. Goldman Sachs |
| 11. Somers (U.K.) Limited | 12. Citigroup |
| 13. Merrill Lynch | 14. Credit Suisse |
| 15. N.C.B. Trust | 16. Clearstream Nominees |
| 17. Deutsche Bank | 18. Raffles Nominees |
| 19. Norbax Inc. | 20. DBS Vickers |
| 21. Albouys Nominees | |

จึงนำมาสู่การพัฒนาสมมติฐานงานวิจัย ดังนี้

สมมติฐานที่ 3 : สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติจะส่งผลให้เกิดความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่ากิจการมากกว่าผลจากสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันไทย

2.3.2 แบ่งตามแรงกดดันจากกิจการที่ไปลงทุน

จำแนกออกเป็น นักลงทุนสถาบันที่อ่อนไหวต่อแรงกดดัน (Grey Institutions) และนักลงทุนสถาบันที่ไม่ได้รับผลกระทบจากแรงกดดัน (Independent Institutions)

Chen, Harford และ Li (2006) ได้ศึกษาเกี่ยวกับบทบาทของนักลงทุนสถาบันและการติดตามการบริหารงานของกิจการ จนได้ทำการจำแนกนักลงทุนสถาบันออกเป็น 2 ประเภทตามแรงกดดันที่ได้รับจากกิจการที่ไปลงทุน ดังนี้

2.3.2.1 นักลงทุนสถาบันที่อ่อนไหวต่อแรงกดดัน (Grey Institutions)

เป็นนักลงทุนสถาบันที่มีแนวโน้มที่จะมีความเกี่ยวข้องกับกิจการที่ไปลงทุนสูง แรงกดดันจากกิจการที่ไปลงทุนทำให้นักลงทุนสถาบันประเภทนี้เกิดความภักดีกับฝ่ายบริหารของกิจการ (Loyal to Corporate Management) มากกว่าปกติจึงมักไม่ได้มีบทบาทในการช่วยส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีเท่าไรนัก หรืออาจมีแรงจูงใจที่จะพยายามรักษาความสัมพันธ์อันดีกับกิจการที่ไปลงทุน ด้วยการละเลยการทำหน้าที่เพื่อรักษาสิทธิการเป็นผู้ถือหุ้น โดย Brickley, Lease

และ Smith (1988) เรียกนักลงทุนสถาบันกลุ่มนี้ว่า Pressure-sensitive Institutions ส่วน Almazan, Hartzell และ Starks (2005) เรียกนักลงทุนสถาบันกลุ่มนี้ว่า Passive Investors

Chen et al. (2006) ได้อ้างอิงการแบ่งประเภทของนักลงทุนสถาบันที่ใช้ในฐานข้อมูล CDA/Spectrum และระบุให้นักลงทุนสถาบันที่จัดเป็นประเภทนี้ ว่าได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ (CDA Type 1) บริษัทประกัน (CDA Type 2)

2.3.2.2 นักลงทุนสถาบันที่ไม่ได้รับผลกระทบจากแรงกดดัน (Independent Institutions)

เป็นนักลงทุนสถาบันที่มีความเป็นอิสระ ไม่ได้มีความเกี่ยวข้องกับกิจการที่ไปลงทุน จึงสามารถใช้ความเป็นนักลงทุนสถาบันที่มีความเชี่ยวชาญ ทรัพยากรและความสามารถในการเข้าถึงข้อมูล ในการเข้ามาบีบบทบาทส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้อย่างเต็มที่ และสามารถใช้สิทธิ์การเคลื่อนไหวในฐานะผู้ถือหุ้น (Shareholder Activism) ได้อย่างเต็มศักยภาพ เพื่อให้การบริหารงานของกิจการเป็นไปในแนวทางที่เหมาะสม โดย Brickley, Lease และ Smith (1988) เรียกนักลงทุนสถาบันกลุ่มนี้ว่า Pressure-resistant Institutions ส่วน Almazan, Hartzell และ Starks (2005) เรียกนักลงทุนสถาบันกลุ่มนี้ว่า Active Investors

Chen et al. (2006) ได้อ้างอิงการแบ่งประเภทของนักลงทุนสถาบันที่ใช้ในฐานข้อมูล CDA/Spectrum และระบุให้นักลงทุนสถาบันที่จัดเป็นประเภทนี้ ว่าได้แก่ นักลงทุนสถาบันอื่นๆที่ไม่ใช่ CDA Type 1 และ 2 เช่น บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ เป็นต้น (CDA Type 3 -5)

จึงนำมาสู่การพัฒนาสมมติฐานงานวิจัย ดังนี้

สมมติฐานที่ 4 : สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันที่ไม่ได้รับผลกระทบจากแรงกดดันจะส่งผลให้เกิดความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่ากิจการมากกว่าผลจากสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันที่อ่อนไหวต่อแรงกดดัน

แต่เพราะสถาปัตยกรรมของระบบการเงิน (Financial System Architecture) ของประเทศไทยเป็นแบบ Bank-Based ที่ธนาคารพาณิชย์เป็นสถาบันหลักในการจัดสรรทรัพยากรทางการเงิน ในขณะที่สหรัฐอเมริกาและสหราชอาณาจักรเป็นแบบ Market-Based ที่ตลาดทุนเป็นสถาบันหลัก ธนาคารพาณิชย์ภายใต้ Financial System Architecture ที่แตกต่างกันได้ก็อาจได้รับแรงกดดันที่แตกต่างกันได้ การดำเนินการวิจัยในส่วนนี้จึงมีความเป็นไปได้ที่จะเกิดผลการวิจัยที่แตกต่างจากสมมติฐาน อันเป็นผลมาจาก Financial System Architecture ของกลุ่มตัวอย่างที่แตกต่างกันนั่นเอง (Chaowarat, 2009)

สำหรับในส่วนของสิ่งที่ดึงดูดให้นักลงทุนสถาบันเข้ามามากขึ้น Ferreira และ Matos (2008) ที่ทำการศึกษาแนวโน้มความแตกต่างของนักลงทุนสถาบันใน 27 ประเทศ พบว่า นักลงทุนสถาบันทุกประเภท ทั้งนักลงทุนสถาบันในประเทศนั้นๆ นักลงทุนสถาบันต่างชาติ นักลงทุนสถาบันที่อ่อนไหวต่อแรงกดดัน และนักลงทุนสถาบันที่ไม่ได้รับผลกระทบจากแรงกดดัน ไม่ได้มีความแตกต่างในการพิจารณาปัจจัยประกอบการตัดสินใจลงทุนต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยนักลงทุนสถาบันทุกประเภทมักเลือกลงทุนในกิจการที่มีขนาดใหญ่ มูลค่าตลาดสูง และมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Strong Governance Indicators) จึงยังไม่พบแนวโน้มของปัจจัยที่จะดึงดูดนักลงทุนสถาบันแต่ละประเภทที่แตกต่างกันเพื่อตั้งสมมติฐาน แต่จะทำการศึกษาในงานวิจัยครั้งนี้ต่อไป

2.4 มูลค่ากิจการ

จิรพร สุเมธิประสิทธิ์ (2555) ได้ให้ความหมายของมูลค่ากิจการ (Firm Value) ในมุมมองของกิจการโดยรวมไว้ว่า เป็นความคงอยู่ของกิจการและการดำเนินกิจการได้อย่างต่อเนื่อง ซึ่งกิจการควรมีกระแสการไหลเข้าของรายได้จากการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องไม่ขาดสาย มีการใช้สินทรัพย์ประเภทต่างๆ บุคลากรแนวคิด นวัตกรรม และทรัพย์สินทางปัญญาอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อขับเคลื่อนกระแสรายได้จากการดำเนินงานให้เพิ่มขึ้นและเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่หากเป็นมุมมองของการลงทุน มูลค่าของกิจการจะต้องขยายการพิจารณาออกไป โดยต้องคำนึงถึงโอกาสในการเพิ่มผลตอบแทนทางธุรกิจเพื่อสร้างกระแสเงินสดในการดำเนินงานในระยะยาว การบริหารเพื่อสร้างมูลค่าแก่กิจการจึงควรรับฟังความเห็นและมุมมองจากผู้มีส่วนได้เสียภายในและภายนอกที่มีต่อการดำเนินงานของกิจการ เพื่อให้การดำเนินงานในทุกขั้นตอนของกิจการสามารถเพิ่มมูลค่ากิจการได้

Damodaran (2011) ได้ศึกษาวิธีการวัดมูลค่ากิจการหลายวิธี ไม่ว่าจะเป็นการพิจารณาจากมูลค่าตลาด (Market Value) มูลค่าบัญชี (Book Value) กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flows) ซึ่งการเลือกใช้ก็ขึ้นอยู่กับความเหมาะสมของกิจการและความต้องการของผู้ใช้ข้อมูล แต่เพราะงานวิจัยชิ้นนี้ต้องการศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพิจารณาในประเด็นผลตอบแทนที่กิจการได้จากการมีนักลงทุนสถาบันเข้ามาเป็นหลัก สิ่งที่ใช้ในการประเมินมูลค่ากิจการจึงควรจะเป็นตัววัดที่พิจารณาในมุมมองของนักลงทุนและราคาหุ้น ซึ่งตัววัดที่ใช้ประเมินมูลค่ากิจการที่เหมาะสมในแง่ของผู้ใช้ข้อมูลที่เป็นนักลงทุนสถาบันพบในงานวิจัยของ De-la-Hoz และ Pombo (2015) ที่ทำการวิจัยมูลค่ากิจการ

ในมุมมองของนักลงทุนสถาบันในประเทศแถบละตินอเมริกา นั่นคือ การวัดผลการดำเนินงานทางด้านการตลาด (Tobin's Q Ratio)

มูลค่ากิจการที่วัดโดย Tobin's Q จะคำนวณจากมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์บวกกับมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินทั้งหมด หาดด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม Tobin's Q เป็นสูตรที่พัฒนาขึ้นโดย James Tobin นักเศรษฐศาสตร์ชาวอเมริกันเจ้าของรางวัลโนเบล ที่เป็นแนวคิดเกี่ยวกับบทบาทของตลาดทุนที่ส่งผลต่อภาคธุรกิจ โดยการใช้ราคาหุ้นในตลาดทำนายปริมาณการลงทุนในภาคธุรกิจนี้ เป็นการมองแนวโน้มของมูลค่ากิจการในอนาคต (Forward-Looking) และ Tobin's Q ก็เป็นตัววัดมูลค่ากิจการที่ถูกใช้ในงานวิจัยต่างๆมากมาย เช่น ในงานวิจัยของ Pham, Suchard และ Zein (2011) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่ากิจการในประเทศออสเตรเลีย และในงานวิจัยของ สัตยา ตันจันทรพงศ์ (2557) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

แต่ Gomper, Ishii และ Metrick (2010) ก็ได้ชี้ให้เห็นถึงปัญหาที่อาจเกิดขึ้นในการใช้ Tobin's Q เพื่อวัดมูลค่ากิจการ เพราะ Tobin's Q เป็นการประมาณการแบบมีค่าความคาดเคลื่อน จึงอาจเกิดปัญหาหากใช้วิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression Analysis) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Ordinary Least Square: OLS) กับกลุ่มตัวอย่างที่มาจากอุตสาหกรรมที่หลากหลายและมีปัจจัยต่างๆที่แตกต่างกัน จึงอาจปรับปรุง Tobin's Q Ratio (Q) ที่จะใช้ในการหาความสัมพันธ์ได้หากเกิดปัญหาขณะดำเนินการวิจัย เช่น การใช้ $\log(Q)$ หรือ $1/Q$

2.5 การทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับตัวแปรควบคุม

งานวิจัยชิ้นนี้ได้กำหนดตัวแปรควบคุมในการศึกษา 4 ตัวแปร ที่มีแนวโน้มจะมีผลกระทบต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและมูลค่ากิจการ ได้แก่

2.5.1 ขนาดของบริษัท (SIZE)

Ferreira และ Matos (2008) พบว่าขนาดของกิจการส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบัน โดยนักลงทุนสถาบันมักจะเลือกลงทุนในกิจการขนาดใหญ่มากกว่า เพราะความเชื่อมั่นในความสามารถในการดำเนินงานมาเป็นระยะเวลายาวนานของกิจการ ทำให้สัดส่วนของนักลงทุนสถาบันมีมากขึ้น

และแม้โดยทั่วไปจะสามารถมองได้ว่ากิจการที่มีขนาดใหญ่ก็มีผลการดำเนินงานดีอยู่แล้ว เพราะมีเงินทุน บุคลากรและประสบการณ์ในการดำเนินงานมากกว่ากิจการ

ขนาดเล็ก แต่ De-la-Hoz และ Pombo (2015) ได้วิเคราะห์ถึงแนวโน้มของความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของกิจการและมูลค่ากิจการไว้ว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะมีผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตกต่ำลง เพราะกิจการขนาดใหญ่มักเป็นกิจการที่ดำเนินงานมาเป็นระยะเวลาอันยาวนานและมีแบบแผนในการปฏิบัติงานที่ค่อนข้างเก่า ทำให้ไม่สามารถบรรลุศักยภาพในการดำเนินงานได้อย่างเต็มที่ นอกจากนี้ยิ่งกิจการมีขนาดใหญ่ ต้นทุนในการควบคุมการดำเนินงานในส่วนต่างๆก็ยิ่งสูงขึ้นตามไปอีกด้วย

สำหรับงานวิจัยนี้ จะวัดค่าขนาดของบริษัทจาก Natural Logarithm ของสินทรัพย์รวมของกิจการ

2.5.2 ดัชนี Morgan Stanley Capital International (MSCI Index)

Ferreira และ Matos (2008) พบว่ากิจการที่มีรายชื่ออยู่ในดัชนี Morgan Stanley Capital International (MSCI Index) มีแนวโน้มที่จะเป็นที่สนใจของนักลงทุนสถาบันมากกว่า เพราะ MSCI Index เป็นดัชนีอ้างอิง (Benchmark) ที่มีวัตถุประสงค์ในการจัดทำขึ้นเพื่อให้นักลงทุนสถาบันที่ลงทุนในภูมิภาคต่างๆทั่วโลกได้นำมาใช้เป็นมาตรฐานในการวัดผลตอบแทนในการลงทุนของตนเมื่อเทียบกับดัชนี MSCI โดยสำหรับการจัดทำดัชนีของแต่ละประเทศ เช่น MSCI Thailand หน่วยงาน MSCI ผู้จัดทำดัชนีจะคัดเลือกเฉพาะหุ้นที่ผ่านตามเกณฑ์ที่กำหนดไว้เท่านั้น ซึ่งก็จะมีเกณฑ์ในการพิจารณาหลายอย่าง เช่น

- หุ้นนั้นต้องมีสภาพคล่องในการซื้อขายสูง ซึ่งสภาพคล่องจะพิจารณาจากมูลค่าการซื้อขายหุ้นในรอบปีโดยเฉลี่ยเทียบกับมูลค่าตลาดของหุ้นนั้น
- ต้องมี Free Float ขั้นต่ำ 15%
- ต้องมีมูลค่าตลาด (Market Capitalization) ที่เมื่อคูณด้วยค่าสัดส่วน Free Float แล้วสูงกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่กำหนด (กำหนดไม่เท่ากันแล้วแต่ประเทศ ซึ่งในส่วนของประเทศไทยหุ้นของบริษัทที่จะเข้าเกณฑ์ต้องมีมูลค่าตลาดขั้นต่ำ 250 ล้านบาทหรือเหรียญสหรัฐ) เป็นต้น

ด้วยเกณฑ์การพิจารณาก่อนนำบริษัทเข้าดัชนีในข้างต้น กิจการที่อยู่ใน MSCI Index จึงถือว่ามีมาตรฐานค่อนข้างสูง มีแนวโน้มที่จะมีการลงทุนจากนักลงทุนสถาบันในสัดส่วนที่มากกว่าอย่างมีนัยสำคัญ และอาจนำไปสู่มูลค่ากิจการที่สูงกว่ากิจการนอก MSCI Index ในที่สุด

สำหรับงานวิจัยนี้ MSCI Index จะเป็นตัวแปรหุ่น นั่นคือ หากเป็นกิจการที่มีชื่ออยู่ใน MSCI Index³ จะมีค่าเป็น 1 แต่หากไม่มีจะมีค่าเป็น 0

³ อ้างอิงจากเว็บไซต์ของ Morgan Stanley Capital International: MSCI Licensed Index: Thailand

2.5.3 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV)

Watts และ Zimmerman (1978) กล่าวว่าบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์สูงมีแนวโน้มที่จะใช้นโยบายการบัญชีที่มีความเสี่ยง (Aggressive Accounting Policies) จึงมีความเป็นไปได้ว่านักลงทุนสถาบันจะเลือกลงทุนในกิจการที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ต่ำ เพื่อลดความเสี่ยงในการลงทุนและ De-la-Hoz และ Pombo (2015) ก็พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่ต่ำจะส่งเสริมให้กิจการมีมูลค่ากิจการสูงขึ้นได้อย่างมีนัยสำคัญเพราะกิจการสามารถมีกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flows) ใช้ในการดำเนินงานได้มากกว่าโดยที่ไม่ได้รับผลกระทบจากการควบคุมและตรวจสอบข้อมูลของเจ้าหนี้มากนัก เช่นเดียวกับงานวิจัยของ สัตยา ตันจันทรพงศ์ (2557) ที่พบผลการวิจัยแบบเดียวกันในกรณีของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

แต่ในทางกลับกัน ก็อาจมองได้ว่าการที่ผู้บริหารของกิจการมีกระแสเงินสดอิสระที่สามารถใช้ในการดำเนินงานได้โดยที่ไม่ได้รับผลกระทบจากการควบคุมและตรวจสอบข้อมูลของเจ้าหนี้ อาจเป็นช่องโหว่ที่นำไปสู่การทุจริตหรือการตัดสินใจนำกระแสเงินสดอิสระนั้นไปใช้เพื่อประโยชน์ส่วนตนโดยไม่ได้คำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญก็เป็นได้

สำหรับงานวิจัยนี้ จะคำนวณค่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์โดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน Debt Ratio นั่นคือ หนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม

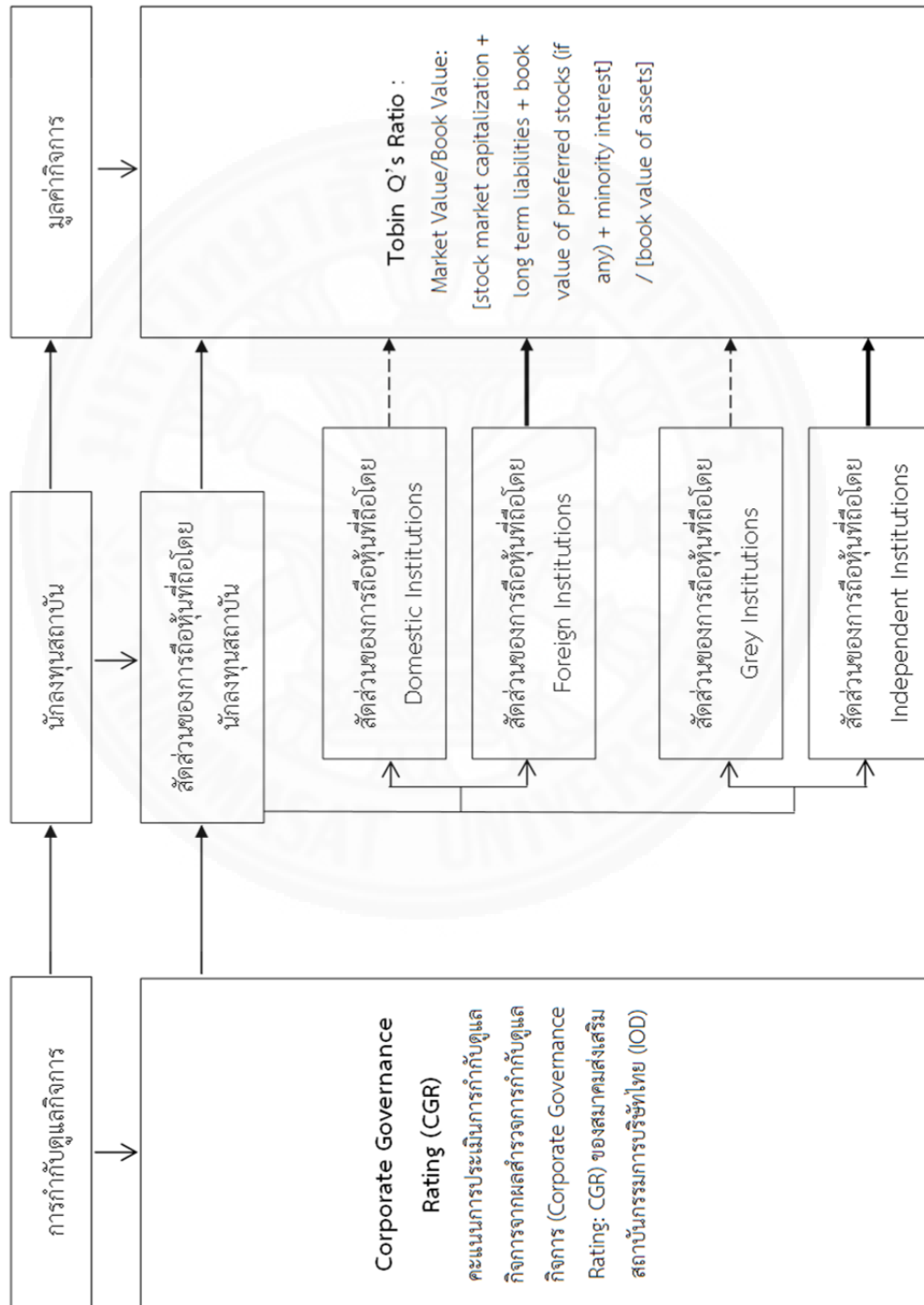
2.5.4 อัตราการเติบโตของยอดขาย (SGROWTH)

De-la-Hoz และ Pombo (2015) กล่าวว่ากิจการที่มีอัตราการเติบโตของยอดขายสูงย่อมส่งผลต่อความคาดหวังของตลาดที่สูงขึ้น โดยนักลงทุนมักมองว่าอัตราการเติบโตของยอดขายที่สูง จะสื่อถึงการที่กิจการมีโอกาสดีโตมากกว่าและรวดเร็วกว่า (Better Growth Opportunities) นักลงทุนทั่วไปรวมถึงนักลงทุนสถาบัน จึงมักเลือกลงทุนในกิจการที่มีอัตราการเติบโตของยอดขายสูงกว่า และมีแนวโน้มที่จะนำไปสู่มูลค่ากิจการที่สูงขึ้นในที่สุด

สำหรับงานวิจัยนี้ จะคำนวณค่าอัตราการเติบโตของยอดขายจากอัตราการเติบโตของรายได้จากการดำเนินงานทั้งหมดของปีนี้ เมื่อเปรียบเทียบกับปีที่แล้ว

2.6 กรอบแนวคิดงานวิจัย

การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



บทที่ 3 วิธีการวิจัย

การศึกษาวิจัยความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะใช้วิธีการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) ที่ศึกษาค้นคว้าจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ต่างๆ โดยมีระเบียบวิธีการวิจัยดังนี้

- 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง
- 3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล
- 3.3 ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

3.1.1 ลักษณะประชากร

ประชากรในการศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วยบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่าง พ.ศ. 2556 – 2557 รวมระยะเวลา 2 ปี

3.1.2 วิธีการเลือกกลุ่มตัวอย่าง

การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาจะใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่าง พ.ศ. 2556 – 2557 จำนวน 680 กลุ่มตัวอย่าง โดยมีหลักเกณฑ์ในการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง โดยไม่รวมบริษัทดังต่อไปนี้

- (1) บริษัทที่มีผลการดำเนินงานไม่ต่อเนื่องใน พ.ศ. 2556 - 2557
- (2) กลุ่มธุรกิจการเงินอันประกอบด้วยกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ (Finance and Securities) กลุ่มธนาคาร (Banking) กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย (Insurance) เนื่องจากกลุ่มธุรกิจการเงินมีข้อบังคับที่ต้องปฏิบัติตามหน่วยงานกำกับดูแลอื่นกำหนด เช่น ธนาคารแห่งประเทศไทย รวมถึงกลุ่มธุรกิจดังกล่าวมีสินทรัพย์และหนี้สินระยะยาวที่แตกต่างจากกลุ่มธุรกิจอื่นๆ ซึ่งมีผลกระทบต่ออัตราส่วนทางการเงินและตัวเลขที่ใช้ในการวิเคราะห์
- (3) กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในระหว่างฟื้นฟูกิจการ (Companies under Rehabilitation) กลุ่มกองทุนและธุรกิจขนาดกลาง (MAI) เนื่องจากกลุ่มบริษัทเหล่านี้ต้องปฏิบัติตาม

ข้อบังคับของหน่วยงานเฉพาะที่เกี่ยวข้องและมีหลักเกณฑ์อื่น ๆ ในการกำกับดูแลนอกเหนือจากกฎเกณฑ์โดยทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

(4) บริษัทที่มีข้อมูลที่เป็นสำหรับการวิจัยไม่ครบถ้วน

ตารางที่ 3.1 ตารางแสดงจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จะใช้ศึกษาโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	จำนวนกลุ่มตัวอย่าง
1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	33	66
2. สินค้าอุปโภคบริโภค	29	58
3. สินค้าอุตสาหกรรม	64	128
4. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	82	164
5. ทรัพยากร	27	54
6. บริการ	69	138
7. เทคโนโลยี	36	72
รวม	340	680

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะใช้คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Rating: CGR) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) ที่ได้สำรวจและประเมินข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ส่วนการเก็บข้อมูลเกี่ยวกับนักลงทุนสถาบันและข้อมูลที่ใช้ในการวัดมูลค่ากิจการนั้น จะใช้ข้อมูลงบการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่าง พ.ศ. 2556 – 2557 โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจาก SETSMART (Set Marketing and Reporting Tools) และจากฐานข้อมูล Data Stream คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

3.3 ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะมีการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ใน 3 ขั้นตอน ดังนี้

3.3.1 ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและนักลงทุนสถาบัน

เพื่อศึกษาว่า ในกรณีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะเป็นสิ่งที่ดึงดูดให้นักลงทุนสถาบันเข้ามาลงทุนมากขึ้นจริงหรือไม่ โดยตัวแปรตามคือสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน และตัวแปรอิสระคือระดับคะแนน Corporate Governance Ratings รวมถึงมีตัวแปรควบคุมต่างๆ เพื่อนำมาวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression Analysis) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Ordinary Least Square: OLS) ตามแบบจำลองที่ 1 ดังนี้

$$INST = \beta_0 + \beta_1 CGR + \beta_2 SIZE + \beta_3 MSCI + \beta_4 LEV + \beta_5 SGROWTH + e_{it}$$

โดยที่

INST	คือ สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน
CGR	คือ คะแนน CGR ที่บริษัทได้ เป็นตัวแปรหุ่น โดยจะเป็น 0 เมื่อบริษัทถูกประเมินในระดับต่ำกว่าดี และเป็น 1, 2, 3 เมื่อบริษัทถูกประเมินในระดับดี ดีมาก และดีเลิศ ตามลำดับ
SIZE	คือ ขนาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย log (Total Assets)
MSCI	คือ ตัวแปรหุ่น ที่จะเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทตั้งกล่าวมีชื่ออยู่ใน MSCI Index หากไม่มีจะเท่ากับ 0
LEV	คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ซึ่งวัดจาก Debt Ratio ของบริษัท
SGROWTH	คือ อัตราการเติบโตของยอดขาย เป็นร้อยละเมื่อเทียบจากปีที่แล้ว

จากสมการข้างต้น เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน จึงคาดหวังว่า β_1 ในสมการข้างต้นจะมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามสมมติฐานที่ 1

3.3.2 ความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนสถาบันและมูลค่ากิจการ

เพื่อศึกษาว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะได้รับผลตอบแทนจากการมีนักลงทุนสถาบันเข้ามาลงทุนหรือไม่ โดยจะพิจารณาผลตอบแทนในแง่ของมูลค่ากิจการ ตัวแปรตามจึงเป็นมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ที่สะท้อนถึงมูลค่าของบริษัทในตลาดหุ้นเมื่อเทียบกับ Replacement cost ของสินทรัพย์ของบริษัทนั้น และตัวแปรอิสระคือสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน รวมถึงมีตัวแปรควบคุมเป็นการกำกับดูแลกิจการ เพื่อวิเคราะห์หว่ามูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้นเป็นผลมาจากนักลงทุนสถาบันหรือการกำกับดูแลกิจการที่ดีมากกว่ากัน ร่วมกับตัวแปรควบคุมอื่นๆ เพื่อนำมาวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression Analysis) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Ordinary Least Square: OLS) ตามแบบจำลองที่ 2 ดังนี้

$$Q = \beta_0 + \beta_1 INST + \beta_2 CGR + \beta_3 SIZE + \beta_4 MSCI + \beta_5 LEV + \beta_6 SGROWTH + e_{it}$$

โดยที่

Q	คือ มูลค่ากิจการวัดโดย Tobin's Q ที่คำนวณจากมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์บวกกับมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินทั้งหมด หารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม
INST	คือ สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน
CGR	คือ คะแนน CGR ที่บริษัทได้ เป็นตัวแปรหุ่น โดยจะเป็น 0 เมื่อบริษัทถูกประเมินในระดับต่ำกว่าดี และเป็น 1, 2, 3 เมื่อบริษัทถูกประเมินในระดับดี ดีมาก และดีเลิศ ตามลำดับ
SIZE	คือ ขนาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย log (Total Assets)
MSCI	คือ ตัวแปรหุ่น ที่จะเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทตั้งกล่าวว่ามีชื่ออยู่ใน MSCI Index หากไม่มีจะเท่ากับ 0
LEV	คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ซึ่งวัดจาก Debt Ratio ของบริษัท
SGROWTH	คือ อัตราการเติบโตของยอดขาย เป็นร้อยละเมื่อเทียบจากปีที่แล้ว

จากสมการข้างต้น เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันและมูลค่ากิจการ จึงคาดหวังว่า β_1 ในสมการข้างต้นจะมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามสมมติฐานที่ 2

3.3.3 ความแตกต่างของนักลงทุนสถาบันแต่ละประเภท

เพื่อศึกษาว่านักลงทุนสถาบันประเภทต่างๆที่ลงทุนในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะส่งผลให้เกิดความแตกต่างกันในการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันในแง่มูลค่ากิจการหรือไม่ โดยจะทำการพัฒนาแบบจำลองที่ 1 และ 2 เพื่อแบ่งประเภทของนักลงทุนสถาบันออกเป็นดังนี้

3.3.3.1 แบ่งตามสัญชาติของนักลงทุนสถาบัน

จำแนกออกเป็น นักลงทุนสถาบันไทย (Domestic Institutions) และนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (Foreign Institutions) โดยแบ่งตามสัญชาติของนักลงทุนที่ระบุไว้ในการประกาศรายชื่อผู้ถือหุ้นใหญ่ และนักลงทุนสถาบันที่เป็นนอมินีต่างชาติตามงานวิจัยของ สฤณี อาชวานันทกุล (2548) ก็จะถือเป็นนักลงทุนสถาบันต่างชาติด้วย

จากแบบจำลองที่ 1 ที่ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและนักลงทุนสถาบัน จึงพัฒนาเป็นแบบจำลองที่ 3 และ 4 ดังนี้

$$INST_{DOM} = \beta_0 + \beta_1CGR + \beta_2SIZE + \beta_3MSCI + \beta_4LEV + \beta_5SGROWTH + e_{it}$$

$$INST_{FOR} = \beta_0 + \beta_1CGR + \beta_2SIZE + \beta_3MSCI + \beta_4LEV + \beta_5SGROWTH + e_{it}$$

โดยที่

$INST_{DOM}$ คือ สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันไทย

$INST_{FOR}$ คือ สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ

CGR คือ คะแนน CGR ที่บริษัทได้ เป็นตัวแปรหุ่น โดยจะเป็น 0 เมื่อบริษัทถูกประเมินในระดับต่ำกว่าดี และเป็น 1, 2, 3 เมื่อบริษัทถูกประเมินในระดับดี ดีมาก และดีเลิศ ตามลำดับ

$SIZE$ คือ ขนาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย $\log(\text{Total Assets})$

$MSCI$ คือ ตัวแปรหุ่น ที่จะเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทตั้งกล่าวมีชื่ออยู่ใน MSCI Index หากไม่มีจะเท่ากับ 0

LEV คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ซึ่งวัดจาก Debt Ratio ของบริษัท

$SGROWTH$ คือ อัตราการเติบโตของยอดขาย เป็นร้อยละเมื่อเทียบจากปีที่แล้ว

จากทั้งสองสมการข้างต้น เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันไทยและนักลงทุนสถาบันต่างชาติ จึงคาดหวังว่า β_1 ในทั้งสองสมการข้างต้นจะมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

และจากแบบจำลองที่ 2 ที่ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนสถาบันและมูลค่ากิจการ จึงพัฒนาเป็นแบบจำลองที่ 5 ดังนี้

$$Q = \beta_0 + \beta_1 INST_{DOM} + \beta_2 INST_{FOR} + \beta_3 CGR + \beta_4 SIZE + \beta_5 MSCI + \beta_6 LEV + \beta_7 SGROWTH + e_{it}$$

โดยที่

- Q คือ มูลค่ากิจการวัดโดย Tobin's Q ที่คำนวณจากมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์บวกกับมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินทั้งหมดหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม
- INST_{DOM} คือ สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันไทย
- INST_{FOR} คือ สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ
- CGR คือ คะแนน CGR ที่บริษัทได้ เป็นตัวแปรหุ่น โดยจะเป็น 0 เมื่อบริษัทถูกประเมินในระดับต่ำกว่าดี และเป็น 1, 2, 3 เมื่อบริษัทถูกประเมินในระดับดี ดีมาก และดีเลิศ ตามลำดับ
- SIZE คือ ขนาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย log (Total Assets)
- MSCI คือ ตัวแปรหุ่น ที่จะเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทตั้งกล่าวมีชื่อว่าใน MSCI Index หากไม่มีจะเท่ากับ 0
- LEV คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ซึ่งวัดจาก Debt Ratio ของบริษัท
- SGROWTH คือ อัตราการเติบโตของยอดขาย เป็นร้อยละเมื่อเทียบจากปีที่แล้ว

จากสมการข้างต้น เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่ากิจการและสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันไทยและนักลงทุนสถาบันต่างชาติ จึงคาดหวังว่า β_1 และ β_2 ในสมการข้างต้นจะมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยที่ β_1 น้อยกว่า β_2 ตามสมมติฐานที่ 3 นั่นเอง

3.3.3.2 แบ่งตามแรงกดดันจากกิจการที่ไปลงทุน

จำแนกออกเป็น นักลงทุนสถาบันที่อ่อนไหวต่อแรงกดดัน (Grey Institutions) และนักลงทุนสถาบันที่ไม่ได้รับผลกระทบจากแรงกดดัน (Independent Institutions) โดยนักลงทุนสถาบันแบบ Grey ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์และบริษัทประกัน (พิจารณาเป็นทั้งเครือบริษัท เช่น บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นบริษัทในเครือเดียวกับธนาคารก็จะถือเป็นนักลงทุนสถาบันแบบ Grey เช่นกัน) ส่วนนักลงทุนสถาบันอื่นๆนอกเหนือจากนั้นจะถือเป็น Independent Institutions

จากแบบจำลองที่ 1 ที่ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ และนักลงทุนสถาบัน จึงพัฒนาเป็นแบบจำลองที่ 6 และ 7 ดังนี้

$$INST_{GREY} = \beta_0 + \beta_1CGR + \beta_2SIZE + \beta_3MSCI + \beta_4LEV + \beta_5SGROWTH + e_{it}$$

$$INST_{IND} = \beta_0 + \beta_1CGR + \beta_2SIZE + \beta_3MSCI + \beta_4LEV + \beta_5SGROWTH + e_{it}$$

โดยที่

$INST_{GREY}$	คือ สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันที่อ่อนไหวต่อแรงกดดัน
$INST_{IND}$	คือ สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันที่ไม่ได้รับผลกระทบจากแรงกดดัน
CGR	คือ คะแนน CGR ที่บริษัทได้ เป็นตัวแปรหุ่น โดยจะเป็น 0 เมื่อบริษัทถูกประเมินในระดับต่ำกว่าดี และเป็น 1, 2, 3 เมื่อบริษัทถูกประเมินในระดับดี ดีมาก และดีเลิศ ตามลำดับ
SIZE	คือ ขนาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย $\log(\text{Total Assets})$
MSCI	คือ ตัวแปรหุ่น ที่จะเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทดังกล่าวมีชื่ออยู่ใน MSCI Index หากไม่มีจะเท่ากับ 0
LEV	คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ซึ่งวัดจาก Debt Ratio ของบริษัท
SGROWTH	คือ อัตราการเติบโตของยอดขาย เป็นร้อยละเมื่อเทียบจากปีที่แล้ว

จากทั้งสองสมการข้างต้น เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันที่อ่อนไหวต่อแรงกดดันและนักลงทุนสถาบันที่ไม่ได้รับผลกระทบจากแรงกดดัน จึงคาดหวังว่า β_1 ในทั้งสองสมการข้างต้นจะมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

และจากแบบจำลองที่ 2 ที่ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนสถาบัน และมูลค่ากิจการ จึงพัฒนาเป็นแบบจำลองที่ 8 ดังนี้

$$Q = \beta_0 + \beta_1 INST_{GREY} + \beta_2 INST_{IND} + \beta_3 CGR + \beta_4 SIZE + \beta_5 MSCI + \beta_6 LEV + \beta_7 SGROWTH + e_{it}$$

โดยที่

- Q คือ มูลค่ากิจการวัดโดย Tobin's Q ที่คำนวณจากมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์บวกกับมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินทั้งหมดหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม
- $INST_{GREY}$ คือ สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันที่อ่อนไหวต่อแรงกดดัน
- $INST_{IND}$ คือ สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันที่ไม่ได้รับผลกระทบจากแรงกดดัน
- CGR คือ คะแนน CGR ที่บริษัทได้ เป็นตัวแปรหุ่น โดยจะเป็น 0 เมื่อบริษัทถูกประเมินในระดับต่ำกว่าดี และเป็น 1, 2, 3 เมื่อบริษัทถูกประเมินในระดับดี ดีมาก และดีเลิศ ตามลำดับ
- SIZE คือ ขนาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย $\log(\text{Total Assets})$
- MSCI คือ ตัวแปรหุ่น ที่จะเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทตั้งกล่าวมีชื่ออยู่ใน MSCI Index หากไม่มีจะเท่ากับ 0
- LEV คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ซึ่งวัดจาก Debt Ratio ของบริษัท
- SGROWTH คือ อัตราการเติบโตของยอดขาย เป็นร้อยละเมื่อเทียบจากปีที่แล้ว

จากสมการข้างต้น เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่ากิจการและสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันที่อ่อนไหวต่อแรงกดดันและนักลงทุนสถาบันที่ไม่ได้รับผลกระทบจากแรงกดดัน จึงคาดหวังว่า β_1 และ β_2 ในสมการข้างต้นจะมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยที่ β_1 น้อยกว่า β_2 ตามสมมติฐานที่ 4 นั้นเอง

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ในบทนี้จะเป็นการนำเสนอผลการศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามวิธีที่ได้นำเสนอไว้ในบทที่ 3 โดยผู้วิจัยได้นำข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้มาวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐาน โดยแบ่งการอภิปรายผลออกเป็น 2 ส่วน ดังต่อไปนี้

1. การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา เพื่ออธิบายลักษณะข้อมูลทั่วไปของกลุ่มตัวอย่างโดยใช้หลักการทางสถิติ
2. การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงอนุมาน ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอย เพื่อทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4.1 การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา

การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ทำเพื่ออธิบายข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา โดยใช้ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่ามัธยฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และค่าความถี่และร้อยละสำหรับตัวแปรที่มีลักษณะเป็นตัวแปรหุ่น ได้ผลลัพธ์ตามตารางที่ 4.1 – 4.4 ซึ่งอธิบายได้ดังนี้

ตารางที่ 4.1 ตารางแสดงการจัดประเภทของนักลงทุนสถาบัน

ประเภทของนักลงทุนสถาบัน		ร้อยละ	รวม
แบ่งตามสัญชาติ	Domestic	29.75	100
	Foreign	70.25	
แบ่งตามแรงกดดันจาก กิจการที่ไปลงทุน	Grey	26.94	100
	Independent	73.06	

ตารางที่ 4.1 แสดงการจัดประเภทของนักลงทุนสถาบัน โดยเมื่อแบ่งประเภทของนักลงทุนสถาบันตามสัญชาติ พบว่ามีนักลงทุนสถาบันไทยและนักลงทุนสถาบันต่างชาติร้อยละ 29.75 และ 70.25 ของสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันทั้งหมดที่เป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาตามลำดับ และเมื่อแบ่งประเภทของนักลงทุนสถาบันตามแรงกดดันจากกิจการที่ไปลงทุน พบว่ามีนักลงทุนสถาบันแบบGrey และนักลงทุนสถาบันแบบIndependent ร้อยละ 26.94 และ 73.06 ตามลำดับ ของสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันทั้งหมดที่เป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาตามลำดับ

ตารางที่ 4.2 ตารางแสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด
INST	8.0595	10.4757	0	4.055	71.90
INST _{DOM}	2.3975	4.1728	0	0	27.06
INST _{FOR}	5.6619	8.9782	0	1.585	71.90
INST _{GREY}	2.1708	4.7536	0	0	50.94
INST _{IND}	5.8886	8.3885	0	2.110	68.15
Q	1.7104	2.0923	0.40	1.240	44.42
SIZE	6.7935	0.6739	4.87	6.680	9.25
LEV	0.4383	0.2111	0	0.440	0.99
SGROWTH	0.1265	1.0619	-0.85	0.030	26.05

ตารางที่ 4.2 แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่างๆ โดยในบริษัทกลุ่มตัวอย่างมีสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันเฉลี่ยที่ร้อยละ 8.05 ซึ่งข้อมูลมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานค่อนข้างสูง มีค่าสูงสุดที่ร้อยละ 71.90 และค่าต่ำสุดที่ร้อยละ 0 และมีลักษณะการแจกแจงแบบเบ้ทางลบ (Negatively Skewed) เนื่องจากค่ามัธยฐานมีค่ามากกว่าค่าเฉลี่ย เพราะโดยทั่วไปแล้ว บริษัทที่ได้รับความสนใจจากนักลงทุนสถาบันจะมีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันสูงมาก ในขณะที่บริษัทไม่ได้รับความสนใจจากนักลงทุนสถาบันก็จะไม่มีการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันเลย และในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทที่ได้รับความสนใจจากนักลงทุนสถาบันยังไม่ทั่วถึงมากนัก (มี 202 จาก 680 กลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันเลย)

เมื่อพิจารณาย่อยลงมาในแต่ละประเภทของนักลงทุนสถาบัน พบว่า บริษัทกลุ่มตัวอย่างมีส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันไทยเฉลี่ยร้อยละ 2.40 และนักลงทุนสถาบันต่างชาติเฉลี่ยร้อยละ 5.66 ส่วนนักลงทุนสถาบันแบบGrey มีสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทกลุ่มตัวอย่างเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 2.17 และนักลงทุนสถาบันแบบIndependent มีอยู่ที่ร้อยละ 5.89

สำหรับตัวแปรมูลค่ากิจการที่วัดโดย Tobin's Q Ratio นั้น มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.71 และตัวแปรควบคุมต่างๆที่วัดตามแนวทางที่กำหนดไว้ในบทที่ 2 อันได้แก่ ขนาดกิจการ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 6.79 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.43 และอัตราการเติบโตของยอดขาย มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.12

ตารางที่ 4.3 ตารางแสดงค่าความถี่และร้อยละสำหรับคะแนน CGR

ค่าของตัวแปร หุ้น CGR	จำนวน กลุ่มตัวอย่าง	ร้อยละ
0	223	32.79
1	188	27.65
2	180	26.47
3	89	13.09
รวม	680	100

ตารางที่ 4.3 แสดงค่าความถี่และร้อยละสำหรับคะแนน CGR ที่มีลักษณะเป็นตัวแปรหุ่นพบว่าร้อยละ 32.79 ของกลุ่มตัวอย่างได้รับการประเมินในระดับต่ำกว่าดี ในขณะที่ร้อยละ 27.65 ได้รับการประเมินในระดับดี ส่วนกลุ่มตัวอย่างร้อยละ 26.47 และ 13.09 ได้รับการประเมินในระดับดีมากและดีเลิศ ตามลำดับ

ตารางที่ 4.4 ตารางแสดงค่าความถี่และร้อยละสำหรับ MSCI Index

ค่าของตัวแปร หุ้น MSCI	จำนวน ตัวอย่าง	ร้อยละ
0	634	93.24
1	46	6.76
รวม	680	100

ตารางที่ 4.4 แสดงค่าความถี่และร้อยละสำหรับการอยู่ในดัชนี MSCI ที่มีลักษณะเป็นตัวแปรหุ่นพบว่ามียกุ่มตัวอย่างเพียงร้อยละ 6.76 เท่านั้น ที่มีรายชื่ออยู่ในดัชนี MSCI เพราะหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดในการคัดเลือกบริษัทเข้าดัชนี ทำให้มีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวนไม่มากที่สามารถเป็นส่วนหนึ่งของดัชนี MSCI ได้

4.2 การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงอนุมาน

การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ในการทดสอบสมมติฐาน ผู้วิจัยได้ใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นเพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ตามตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาเป็นขั้นตอนดังต่อไปนี้

4.2.1 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและนักลงทุนสถาบัน

จากแบบจำลองที่ 1 ที่ศึกษาว่า ในกรณีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะเป็นสิ่งที่ดึงดูดให้นักลงทุนสถาบันเข้ามาลงทุนมากขึ้นจริงหรือไม่ โดยตัวแปรตามคือสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน และตัวแปรอิสระคือระดับคะแนน Corporate Governance Rating รวมถึงมีตัวแปรควบคุมต่างๆ

ตารางที่ 4.5 ตารางแสดงการวิเคราะห์การถดถอยของแบบจำลองที่ 1

Variables	Coefficients		P-value
(Constant)	β_0	-32.3447***	0.000
CGR	β_1	0.7855**	0.039
SIZE	β_2	5.9909***	0.000
MSCI	β_3	6.2924***	0.000
LEV	β_4	-3.7344**	0.039
SGROWTH	β_5	-0.1977	0.549

***, **, * Coefficients is significant at the Confidence Level of 99%, 95% and 90% respectively, Dependent Variable: INST

ตารางที่ 4.5 แสดงผลลัพธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์การถดถอยของแบบจำลองที่ 1 โดยค่าสัมประสิทธิ์ที่สนใจในการศึกษาคือ β_1 ที่จะบ่งบอกว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะนำมาสู่การมีนักลงทุนสถาบันเข้ามาลงทุนในกิจการมากขึ้น จากการวิเคราะห์ทางสถิติ พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGR) มีความสัมพันธ์ในทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INST) ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ 1 ที่ตั้งไว้ นั่นคือ ในกรณีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะสามารถดึงดูดให้นักลงทุนสถาบันตัดสินใจลงทุนในกิจการมากขึ้นได้อย่างมีนัยสำคัญ

ในขณะที่ตัวแปรควบคุมต่างๆ ก็พบความสัมพันธ์ที่สามารถสรุปได้ว่า ขนาดกิจการที่ใหญ่ การมีอยู่ชื่อยี่ห้อในดัชนี MSCI และการมีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ต่ำ ล้วนเป็นปัจจัยที่สามารถดึงดูดให้นักลงทุนสถาบันตัดสินใจลงทุนในกิจการมากขึ้นได้อย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน แต่อัตราการเติบโตของยอดขายกลับไม่ได้ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจเป็นเพราะนักลงทุนสถาบันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเล็งเห็นว่าการเติบโตของยอดขายที่กิจการได้นำเสนออาจไม่สามารถสะท้อนความสามารถในการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพจากในปัจจุบันที่รายงานทางการเงินมีความซับซ้อนขึ้นมาก ไม่ว่าจะเป็นทางเลือกที่หลากหลายในการรับรู้รายได้ตามมาตรฐานการบัญชี หรือความเป็นไปได้ที่กิจการอาจจะตัดสินใจตกแต่งข้อมูลทางการเงินเพื่อให้ออกขายสูงกว่าปกติล้วนเป็นความเสี่ยงที่อาจทำให้นักลงทุนสถาบันไม่ได้เลือกใช้อัตราการเติบโตของยอดขายเป็นปัจจัยประกอบการตัดสินใจลงทุน

4.2.2 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนสถาบันและมูลค่ากิจการ

จากแบบจำลองที่ 2 ที่ศึกษาว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะได้รับผลตอบแทนจากการมีนักลงทุนสถาบันเข้ามาลงทุนหรือไม่ โดยจะพิจารณาผลตอบแทนในแง่มุมมองของมูลค่ากิจการตัวแปรตามจึงเป็นมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q และตัวแปรอิสระคือสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน รวมถึงมีตัวแปรควบคุมเป็นการกำกับดูแลกิจการ เพื่อวิเคราะห์ว่ามูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้นเป็นผลมาจากนักลงทุนสถาบันหรือการกำกับดูแลกิจการที่ดีมากกว่ากัน ร่วมกับตัวแปรควบคุมอื่นๆ

ตารางที่ 4.6 แสดงผลลัพธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์การถดถอยของแบบจำลองที่ 2 โดยค่าสัมประสิทธิ์ที่สนใจในการศึกษาคือ β_1 ที่จะบ่งบอกว่าการมีนักลงทุนสถาบันเข้ามาลงทุนในสัดส่วนที่มากขึ้นจะส่งผลตอบแทนให้กิจการดังกล่าวมีมูลค่ากิจการเพิ่มมากขึ้นในที่สุด โดยจะพิจารณา β_2 ควบคู่ไปด้วยเพื่อเปรียบเทียบอิทธิพลจากการกำกับดูแลกิจการต่อมูลค่ากิจการโดยตรง

ตารางที่ 4.6 ตารางแสดงการวิเคราะห์การถดถอยของแบบจำลองที่ 2

Variables	Coefficients		P-value
(Constant)	β_0	6.4640***	0.000
INST	β_1	0.0156*	0.074
CGR	β_2	0.1005	0.242
SIZE	β_3	-0.7123***	0.000
MSCI	β_4	1.4247***	0.000
LEV	β_5	-0.5859	0.153
SGROWTH	β_6	-0.0012	0.987

***, **, * Coefficients is significant at the Confidence Level of 99%, 95% and 90% respectively, Dependent Variable: Q

จากการวิเคราะห์ทางสถิติ พบว่าสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INST) มีความสัมพันธ์ในทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่ากิจการ (Q) ณ ระดับความเชื่อมั่น 90% ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ 2 ที่ตั้งไว้ นั่นคือ การมีนักลงทุนสถาบันเข้ามาลงทุนในสัดส่วนที่มากขึ้นจะส่งผลกระทบต่อให้กิจการดังกล่าวมีมูลค่ากิจการเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วยอย่างมีนัยสำคัญ

แต่การวิเคราะห์นี้ก็กลับไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ (CGR) และมูลค่ากิจการ (Q) แต่อย่างใด ซึ่งอาจเป็นเพราะมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้นเป็นผลมาจากสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่เพิ่มขึ้นเป็นหลัก คณะกรรมการกำกับดูแลกิจการที่ดีนี้เป็นเพียงปัจจัยที่ส่งผลให้ให้นักลงทุนสถาบันเข้ามาลงทุนเพิ่มมากขึ้นเท่านั้น จึงไม่ได้ส่งผลต่อมูลค่ากิจการโดยตรง

สำหรับตัวแปรควบคุมต่างๆ ก็พบความสัมพันธ์ที่สามารถสรุปได้ว่า ขนาดกิจการที่ใหญ่มีแนวโน้มที่จะทำให้มูลค่ากิจการตกต่ำลง เพราะกิจการขนาดใหญ่มักเป็นกิจการที่ดำเนินงานมาเป็นระยะเวลายาวนาน แบบแผนในการปฏิบัติงานจึงค่อนข้างเก่า ทำให้ไม่สามารถบรรลุศักยภาพในการดำเนินงานได้อย่างเต็มที่ ในขณะที่การมีอยู่ชื่อยู่ในดัชนี MSCI สามารถส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นได้ เนื่องจากเป็นปัจจัยที่สามารถแสดงถึงความมั่นคงและความน่าเชื่อถือของกิจการ

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์และอัตราการเติบโตของยอดขายกลับไม่ได้มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจเป็นเพราะการวัดมูลค่ากิจการด้วย Tobin's Q เป็นมุมมองของนักลงทุน แต่ตัวแปรทั้งสองเป็นปัจจัยที่มีแนวโน้มจะเปลี่ยนแปลงได้ง่ายตามการตัดสินใจของผู้บริหารในแต่ละปี เช่น แผนการจัดหาเงิน (Financing Plan) และแผนการตลาดเพื่อ

กระตุ้นยอดขาย เป็นต้น จึงเป็นไปได้ที่ความไม่แน่นอนนี้ทำให้ปัจจัยดังกล่าวไม่ได้ถูกใช้เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนมากเท่าที่ควร

4.2.3 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นเพื่อศึกษาความแตกต่างของนักลงทุนสถาบันแต่ละประเภท

จากแบบจำลองที่ 3 – 8 ที่พัฒนาขึ้นเพื่อศึกษานักลงทุนสถาบันประเภทต่างๆ ที่ลงทุนในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะส่งผลให้เกิดความแตกต่างกันในความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันแต่ละประเภท และผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันแต่ละประเภทในแง่มูลค่ากิจการหรือไม่ การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นในขั้นตอนนี้จะแยกการวิเคราะห์ตามการแบ่งประเภทนักลงทุนสถาบันใน 2 แบบ ดังนี้

4.2.3.1 แบ่งตามสัญชาติของนักลงทุนสถาบัน

ตารางที่ 4.7 แสดงแสดงผลลัพธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์การถดถอยของแบบจำลองที่ 3 และ 4 โดยค่าสัมประสิทธิ์ที่สนใจในการศึกษาคือ β_1 ที่จะบ่งบอกว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะนำมาสู่การมีนักลงทุนสถาบันประเภทต่างๆ เข้ามาลงทุนในกิจการมากขึ้น จากการวิเคราะห์ทางสถิติ พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGR) มีความสัมพันธ์ในทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันไทย (INST_{DOM}) ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% แต่กลับไม่พบความสัมพันธ์กับสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (INST_{FOR}) ซึ่งอาจเป็นผลมาจากการที่คะแนน CGR ที่ใช้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการในงานวิจัยนี้เป็นเกณฑ์ที่จัดทำขึ้นโดยหน่วยงานในประเทศไทยเพื่อประเมินบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เท่านั้น คะแนน CGR จึงเป็นปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนสถาบันไทยใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน แต่นักลงทุนสถาบันต่างชาติกลับไม่ได้ให้ความสำคัญมากนักอาจเพราะการประเมินยังไม่เป็นที่รู้จักในระดับสากลมากพอ

นอกจากนี้ ยังพบว่ากิจการขนาดใหญ่จะดึงดูดการลงทุนจากนักลงทุนสถาบันทั้งไทยและต่างชาติมากกว่า และนักลงทุนสถาบันต่างชาติยังมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจลงทุนในกิจการที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ต่ำที่สื่อถึงความเสี่ยงทางการเงินที่ต่ำกว่า และกิจการที่มีชื่ออยู่ในดัชนี MSCI ดัชนีมาตรฐานสากลที่ช่วยคัดกรองบริษัทที่มีความน่าเชื่อถือเพื่อเป็นตัวเลือกในการลงทุนของนักลงทุนสถาบันต่างชาติโดยตรง

ตารางที่ 4.7 ตารางแสดงการวิเคราะห์การถดถอยของแบบจำลองที่ 3 และ 4

Variables	Domestic Institutions			Foreign Institutions		
	Coefficients	P-value		Coefficients	P-value	
(Constant)	β_0	-9.6424***	0.000	β_0	-22.7023***	0.000
CGR	β_1	0.3874**	0.019	β_1	0.3981	0.239
SIZE	β_2	1.7329***	0.000	β_2	4.2580***	0.000
MSCI	β_3	0.1449	0.841	β_3	6.1474***	0.000
LEV	β_4	-0.4474	0.569	β_4	-3.2871**	0.041
SGROWTH	β_5	-0.0849	0.553	β_5	-0.1128	0.701

***, **, * Coefficients is significant at the Confidence Level of 99%, 95% and 90% respectively, Dependent Variable: INST_{DOM}& INST_{FOR}

ตารางที่ 4.8 แสดงผลลัพธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์การถดถอยของแบบจำลองที่ 5 โดยค่าสัมประสิทธิ์ที่สนใจในการศึกษาคือ β_1 และ β_2 ที่จะบ่งบอกว่าการมีนักลงทุนสถาบันประเภทต่างๆ เข้ามาลงทุนในสัดส่วนที่มากขึ้นจะส่งผลตอบแทนในแง่มูลค่ากิจการอย่างไร

ตารางที่ 4.8 ตารางแสดงการวิเคราะห์การถดถอยของแบบจำลองที่ 5

Variables	Coefficients	P-value
(Constant)	β_0	6.4531***
INST _{DOM}	β_1	0.1286
INST _{FOR}	β_2	0.0162*
CGR	β_3	0.1012
SIZE	β_4	-0.7104***
MSCI	β_5	1.4210***
LEV	β_6	-0.5849
SGROWTH	β_7	-0.0013

***, **, * Coefficients is significant at the Confidence Level of 99%, 95% and 90% respectively, Dependent Variable: Q

จากการวิเคราะห์ทางสถิติ พบว่าสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (INST_{FOR}) มีความสัมพันธ์ในทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่ากิจการ (Q) ณ ระดับความเชื่อมั่น 90% แต่สำหรับสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันไทย (INST_{DOM}) กลับไม่พบความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการแต่อย่างใด ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ 3 ที่ตั้งไว้ นั่นคือ สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติจะส่งผลให้เกิดความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่ากิจการมากกว่าผลจากสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันไทย

จึงอาจกล่าวได้ว่า เมื่อแบ่งประเภทของนักลงทุนสถาบันตามสัญชาติ การมีสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติสูง มีแนวโน้มจะส่งผลให้มูลค่ากิจการสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ เพราะนักลงทุนสถาบันต่างชาติมักมีความเป็นอิสระจากกิจการที่มาลงทุนอย่างชัดเจน ทำให้สามารถมีบทบาทอย่างเต็มที่ในการส่งเสริมให้กิจการดังกล่าวมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี และดำเนินงานไปในแนวทางที่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นได้ และยังเป็นการสนับสนุนให้เกิดการใช้สิทธิการเคลื่อนไหวในฐานะผู้ถือหุ้น (Shareholder Activism) มากยิ่งขึ้นในหมู่ผู้ถือหุ้นด้วยกันอีกด้วย โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่นักลงทุนสถาบันต่างชาติมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้นค่อนข้างต่ำ

ในส่วนของการไม่พบความสัมพันธ์ของสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันไทยและมูลค่ากิจการ อาจเป็นเพราะความไม่เป็นอิสระอย่างแท้จริงของนักลงทุนสถาบันไทยที่อาจมีการเกี่ยวข้องกับกิจการที่ไปลงทุนทางใดทางหนึ่ง จึงไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ตามบทบาทของตนได้อย่างเต็มที่ และในปัจจุบัน สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันไทยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังเป็นสัดส่วนที่น้อยกว่านักลงทุนสถาบันต่างชาติค่อนข้างมาก จึงอาจทำให้ไม่สามารถมีบทบาทส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มมากขึ้นได้อย่างชัดเจนเมื่อทำการวิเคราะห์ทางสถิติ

4.2.3.2 แบ่งตามแรงกดดันจากกิจการที่ไปลงทุน

ตารางที่ 4.9 แสดงแสดงผลลัพธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์การถดถอยของแบบจำลองที่ 6 และ 7 โดยค่าสัมประสิทธิ์ที่สนใจในการศึกษาคือ β_1 ที่จะบ่งบอกว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะนำมาสู่การมีนักลงทุนสถาบันประเภทต่างๆ เข้ามาลงทุนในกิจการมากขึ้น จากการวิเคราะห์ทางสถิติ พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGR) มีความสัมพันธ์ในทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันแบบ Independent (INST_{IND}) ณ ระดับความเชื่อมั่น 90% แต่กลับไม่พบความสัมพันธ์กับสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันแบบ Grey (INST_{GREY}) ซึ่งอาจเป็นผลมาจากการที่นักลงทุนสถาบันแบบ Grey ที่อ่อนไหวต่อแรงกดดันจากตัดสินใจลงทุนโดยที่มีปัจจัยแรงกดดันอื่นๆ ประกอบ ในขณะที่นักลงทุนสถาบันแบบ Independent

ที่ไม่ได้รับผลกระทบจากแรงกดดันสามารถมีอิสระในการเลือกลงทุนในกิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้มากกว่า

ตารางที่ 4.9 ตารางแสดงการวิเคราะห์การถดถอยของแบบจำลองที่ 6 และ 7

Variables	Grey Institutions			Independent Institutions		
	Coefficients	P-value		Coefficients	P-value	
(Constant)	β_0	-6.9106***	0.002	β_0	-25.4341***	0.000
CGR	β_1	0.1991	0.296	β_1	0.5864*	0.059
SIZE	β_2	1.3913***	0.000	β_2	4.5996***	0.000
MSCI	β_3	2.3098***	0.006	β_3	3.9826***	0.004
LEV	β_4	-1.7172*	0.059	β_4	-2.0172	0.173
SGROWTH	β_5	-0.0992	0.549	β_5	-0.0984	0.715

***, **, * Coefficients is significant at the Confidence Level of 99%, 95% and 90% respectively, Dependent Variable: $INST_{GREY}$ & $INST_{IND}$

นอกจากนี้ ยังพบว่ากิจการขนาดใหญ่และกิจการที่อยู่ในดัชนี MSCI จะดึงดูดการลงทุนจากนักลงทุนสถาบันทั้งแบบ Grey และ Independent ได้มากกว่า และนักลงทุนแบบ Grey ยังมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจลงทุนในกิจการที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ต่ำที่สื่อถึงความเสี่ยงทางการเงินที่ต่ำกว่าอีกด้วย

ตารางที่ 4.10 แสดงผลลัพธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์การถดถอยของแบบจำลองที่ 8 โดยค่าสัมประสิทธิ์ที่สนใจในการศึกษาคือ β_1 และ β_2 ที่จะบ่งบอกว่าการมีนักลงทุนสถาบันประเภทต่างๆ เข้ามาลงทุนในสัดส่วนที่มากขึ้นจะส่งผลตอบแทนในแง่มูลค่ากิจการอย่างไร

จากการวิเคราะห์ทางสถิติ พบว่าสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันแบบ Grey ($INST_{GREY}$) และแบบ Independent ($INST_{IND}$) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการแต่อย่างใด ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 4 ที่ตั้งไว้ นั่นคือ สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันแบบ Independent กลับไม่ได้ส่งผลให้เกิดความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่ากิจการมากกว่าผลจากสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันแบบ Grey

การไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันทั้งแบบ Grey และแบบ Independent ต่อมูลค่ากิจการนั้น อาจเป็นผลมาจากการที่ประเทศ

ไทยมี Financial System Architecture เป็นแบบ Bank-Based ที่ธนาคารพาณิชย์เป็นสถาบันหลัก ในการจัดสรรทรัพยากรทางการเงิน ในขณะที่สหรัฐอเมริกาและสหราชอาณาจักรเป็นแบบ Market-Based ที่ตลาดทุนเป็นสถาบันหลัก ธนาคารพาณิชย์ภายใต้ Financial System Architecture ที่แตกต่างกันได้ก็อาจได้รับแรงกดดันที่แตกต่างกันได้ กล่าวคือ การจัดประเภทของนักลงทุนสถาบันแบบแบ่งตามแรงกดดันจากกิจการที่ไปลงทุนอาจจะไม่ใช่วิธีที่เหมาะสมนักสำหรับการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพราะการจัดธนาคารพาณิชย์เป็นนักลงทุนสถาบันแบบ Grey ตามงานวิจัยในประเทศที่เป็น Market-Based อาจไม่เหมาะสมในประเทศไทยที่เป็น Bank-Based ที่ธนาคารพาณิชย์มีบทบาทในการควบคุมค่อนข้างมากและหลากหลายแนวทาง การแบ่งนักลงทุนสถาบันออกเป็นแบบ Grey และแบบ Independent จึงยังไม่สามารถมีบทบาทส่งผลให้มูลค่ากิจการของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถเพิ่มมากขึ้นได้อย่างชัดเจน

ตารางที่ 4.10 ตารางแสดงการวิเคราะห์การถดถอยของแบบจำลองที่ 8

Variables	Coefficients		P-value
(Constant)	β_0	6.4492***	0.000
INST _{GREY}	β_1	0.0198	0.256
INST _{IND}	β_2	0.0138	0.195
CGR	β_3	0.1006	0.242
SIZE	β_4	-0.7103***	0.000
MSCI	β_5	1.4218***	0.000
LEV	β_6	-0.5821	0.156
SGROWTH	β_7	-0.0009	0.990

***, **, * Coefficients is significant at the Confidence Level of 99%, 95% and 90% respectively, Dependent Variable: Q

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

ในส่วนนี้จะนำเสนอผลสรุปของการศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พร้อมทั้งอภิปรายผลการศึกษาที่อาจเป็นประโยชน์ และจะกล่าวถึงข้อจำกัดของงานวิจัยและข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในอนาคตตามลำดับ

5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพราะนักลงทุนสถาบันได้เข้ามามีบทบาทมากขึ้นทั่วโลกในปัจจุบัน การศึกษาถึงปัจจัยที่นักลงทุนสถาบันจะใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนและผลตอบแทนจากการมีนักลงทุนสถาบันมาลงทุนในกิจการจึงเป็นประเด็นที่น่าสนใจ โดยจะพิจารณาไปถึงประเภทของนักลงทุนสถาบันที่แตกต่างกันด้วย

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่าง พ.ศ. 2556 – 2557 โดยตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการคือ คะแนน CGR ที่เป็นผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยที่ได้สำรวจและประเมินข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนตัวแทนของนักลงทุนสถาบันคือ สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน ซึ่งจะนำข้อมูลที่ได้มาวิเคราะห์เพื่อแบ่งนักลงทุนสถาบันที่พบบอกเป็นประเภทต่างๆต่อไป และตัวแทนของมูลค่ากิจการคือ Tobin's Q Ratio ที่คำนวณได้ข้อมูลทางการเงินของกิจการ

โดยขั้นตอนของงานวิจัยจะแบ่งออกเป็น 3 ส่วน ซึ่งมีผลการศึกษาความสัมพันธ์ ดังนี้

1. การหาความสัมพันธ์ว่าการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนสถาบันอย่างไร ผลการศึกษารายงานพบว่า การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันในกิจการ นั่นคือ กิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะสามารถดึงดูดให้นักลงทุนสถาบันตัดสินใจลงทุนในกิจการมากขึ้นได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจเป็นเพราะนักลงทุนสถาบันก็ถือเป็นผู้ถือหุ้นรายหนึ่งของกิจการ การกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงสามารถสื่อให้เห็นถึงการที่

กิจการให้ความสำคัญกับผู้ถือหุ้นมากกว่า นักลงทุนสถาบันจึงมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจลงทุนในกิจการเหล่านี้

2. กิจการจะได้รับผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการอย่างไร ผลการศึกษาวิจัยพบว่า สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันในกิจการมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ นั่นคือ การมีนักลงทุนสถาบันเข้ามาลงทุนในสัดส่วนที่มากขึ้นจะส่งผลตอบแทนให้กิจการดังกล่าวมีมูลค่ากิจการเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วยอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจเป็นเพราะความรับผิดชอบของนักลงทุนสถาบันที่เป็นตัวกลางในการรวบรวมเงินทุนจากบุคคลภายนอกมาลงทุน จึงต้องพยายามใช้ความเชี่ยวชาญ ทรัพยากร และสิทธิความเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ที่ตนเองมี ในการส่งเสริมให้กิจการดำเนินงานไปในแนวทางที่จะทำให้มีมูลค่ากิจการที่ดีขึ้น เพื่อให้ผลตอบแทนจากการลงทุนของตนมีมูลค่ามากขึ้นตามไปด้วย

3. นักลงทุนสถาบันแต่ละประเภทมีการตัดสินใจและการให้ผลตอบแทนแก่กิจการที่ไปลงทุนแตกต่างกันอย่างไร ผลการศึกษาวิจัยพบว่า การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันไทยและนักลงทุนสถาบันแบบ Independent เท่านั้น นั่นคือ กิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะสามารถดึงดูดให้นักลงทุนสถาบันไทยและนักลงทุนสถาบันประเภท Independent ตัดสินใจลงทุนในกิจการมากขึ้นได้อย่างมีนัยสำคัญ

การที่นักลงทุนสถาบันต่างชาติไม่ได้ใช้ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการประกอบการตัดสินใจ อาจเป็นเพราะงานวิจัยชิ้นนี้ใช้คะแนน CGR เป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการ และคะแนน CGR เป็นการประเมินโดยหน่วยงานไทย จึงอาจยังไม่มีความเป็นสากลเพียงพอที่จะสามารถจูงใจการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันต่างชาติได้ และสำหรับในส่วนของนักลงทุนสถาบันแบบ Grey ที่ไม่ได้ใช้ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการประกอบการตัดสินใจ อาจเป็นเพราะการเป็นนักลงทุนสถาบันที่อ่อนไหวต่อแรงกดดันจึงมีแนวโน้มที่จะลงทุนโดยที่มีปัจจัยแรงกดดันอื่นๆอีกมากมายประกอบการตัดสินใจ

ในส่วนของความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ พบว่า สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ นั่นคือ การมีนักลงทุนสถาบันต่างชาติเข้ามาลงทุนในสัดส่วนที่มากขึ้นจะส่งผลตอบแทนให้กิจการดังกล่าวมีมูลค่ากิจการเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วยอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจเป็นเพราะความเป็นอิสระจากกิจการที่มาลงทุนและความคุ้นเคยในการปฏิบัติหน้าที่ตามบทบาทของการเป็นนักลงทุนสถาบันที่สนับสนุนให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่นักลงทุนสถาบันต่างชาติมีมากกว่านักลงทุนสถาบันไทย จึงทำให้นักลงทุนสถาบันต่างชาติสามารถมีบทบาทอย่างเต็มที่ในการส่งเสริมให้กิจการดังกล่าวมีมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นมากกว่า

สำหรับการมีนักลงทุนสถาบันแบบ Grey และ Independent ที่ไม่ได้ส่งผลตอบแทนให้กิจการที่ไปลงทุนมีมูลค่ากิจการมากขึ้นแต่อย่างใด อาจเป็นเพราะประเทศไทยมี Financial System Architecture แบบ Bank-Based ที่ธนาคารพาณิชย์เป็นสถาบันหลักในการจัดสรรทรัพยากรทางการเงิน การจัดการพาณิชย์เป็นนักลงทุนสถาบันแบบ Grey ตามงานวิจัยในประเทศสหรัฐอเมริกาและสหราชอาณาจักรที่เป็น Market-Based จึงอาจไม่เหมาะสม เมื่อธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทยมีบทบาทในการควบคุมหลากหลายและซับซ้อนกว่า กล่าวคือ การจัดประเภทของนักลงทุนสถาบันแบบแบ่งตามแรงกดดันจากกิจการที่ไปลงทุนอาจจะไม่ใช่วิธีที่เหมาะสมสำหรับการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้การแบ่งนักลงทุนสถาบันออกเป็นแบบ Grey และ Independent ไม่สามารถมีบทบาทส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการได้อย่างชัดเจน

5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย

ข้อจำกัดของงานวิจัยเรื่องการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีดังนี้

1. งานวิจัยชิ้นนี้ไม่ได้รวมบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากบริษัทดังกล่าวมีโครงสร้างรายงานทางการเงินที่แตกต่างจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป และยังมีข้อบังคับที่ต้องปฏิบัติตามที่หน่วยงานกำกับดูแลอื่นกำหนด ผลการศึกษาที่ได้จึงไม่สามารถนำไปเป็นผลสรุปสำหรับกลุ่มบริษัทดังกล่าวได้
2. ความแตกต่างของสัดส่วนการถือหุ้นที่ค่อนข้างมากเมื่อทำการจัดประเภทนักลงทุนสถาบันในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยอัตราส่วนของนักลงทุนสถาบันแต่ละประเภทจะอยู่ที่ประมาณ 70:30 ของสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันทั้งหมดที่เป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา ที่อาจทำให้การวิเคราะห์ทางสถิติไม่สามารถทำให้เห็นความสัมพันธ์กับนักลงทุนสถาบันประเภทที่มีสัดส่วนการลงทุนน้อยกว่าได้อย่างชัดเจนนัก
3. การอ้างอิงการจัดประเภทของนักลงทุนสถาบันตามงานวิจัยในต่างประเทศที่มี Financial System Architecture ต่างจากประเทศไทย จึงอาจทำให้ไม่สามารถเห็นความสัมพันธ์ที่ต้องการได้อย่างชัดเจน

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยต่อเนื่อง

ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต ดังต่อไปนี้

1. งานวิจัยชิ้นนี้ใช้คะแนนการประเมิน CGR ที่ประเมินโดยหน่วยงานในไทยเป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งจากผลการวิจัยจะเห็นได้ว่าไม่สามารถใช้เป็นปัจจัยที่นักลงทุนสถาบันต่างชาติใช้ประกอบการตัดสินใจได้ ดังนั้น จึงอาจมีงานวิจัยในอนาคตที่ทำการเปลี่ยนตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการเป็นคุณลักษณะอื่น ๆ ที่สามารถเป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการได้อย่างเป็นสากล เช่น คุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัท การเปิดเผยข้อมูลของกิจการ การปฏิบัติการแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดีสากล เป็นต้น

2. งานวิจัยชิ้นนี้ใช้ “การเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการ” เป็นตัวแทนของผลตอบแทนจากการมีนักลงทุนสถาบัน ซึ่งอาจกล่าวได้ว่าเป็นผลตอบแทนทางอ้อมและเป็นผลตอบแทนในมุมมองของนักลงทุนเท่านั้น ดังนั้น จึงอาจมีงานวิจัยในอนาคตที่ทำการเปลี่ยนการหาผลตอบแทนจากการมีนักลงทุนสถาบัน เพื่อให้ได้ผลการวิจัยในมุมมองที่หลากหลายมากยิ่งขึ้น เช่น การเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) การเพิ่มขึ้นของกำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษอื่น (Net Income before Extraordinary Items) การลดลงของรายจ่ายฝ่ายทุน (Capital Expenditure: CAPEX) หรือพิจารณาผลตอบแทนทางตรงที่เกิดจากการใช้สิทธิความเป็นผู้ถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันโดยตรง เช่น การตัดสินใจของกิจการเกี่ยวกับเงินเดือนผู้บริหาร หรือค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา เป็นต้น

3. งานวิจัยชิ้นนี้มีการเก็บข้อมูลในช่วง พ.ศ. 2556 – 2557 ซึ่งอาจเป็นเพียงระยะเวลาสั้นๆ ดังนั้น จึงอาจมีงานวิจัยในอนาคตที่ทำการศึกษาโดยขยายขอบเขตระยะเวลาที่จะศึกษาให้มากขึ้น เพื่อที่จะได้เห็นความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างชัดเจนขึ้นได้

รายการอ้างอิง

วิทยานิพนธ์

- ณญาดา สุขอนันตธรรม. (2558). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับคุณภาพของข้อมูลทางบัญชี. กรุงเทพฯ : คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ไมตรี เอื้อจิตอนันตกุล. (2549). การกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยกระตุ้นการลงทุนของนักลงทุนสถาบันและต่างประเทศหรือไม่. กรุงเทพฯ : คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- รมิดา วิริยโรจน์. (2557). ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการตรวจสอบ และควมมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชี: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย. กรุงเทพฯ : คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- สฤณี อาชวานันทกุล. (2549). การใช้ตัวแทนถือหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. คณะเศรษฐศาสตร์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ และสถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย.
- สัตยา ตันจันทรพงศ์. (2557). การกำกับดูแลกิจการ การบริหารกำไร และการวางแผนภาษีที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. กรุงเทพฯ : คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์.
- สุทธิชา เกริกฤทธิ์. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำกับสัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. กรุงเทพฯ : คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

สื่ออิเล็กทรอนิกส์

- จิรพร สุเมธีประสิทธิ์. (2555). Risk Management ช่วยสร้างมูลค่ากิจการได้อย่างไร (Value Creation). สืบค้นเมื่อวันที่ 14 มกราคม 2559, จาก <https://chirapon.wordpress.com/2012/06/17/risk-management>
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2555). เกี่ยวกับ IOD. สืบค้นเมื่อวันที่ 14 มกราคม 2559, จาก <http://thai-iod.com/th/aboutIOD.asp>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2558). การกำกับดูแลกิจการที่ดี. สืบค้นเมื่อวันที่ 14 มกราคม 2559, จาก http://www.sec.or.th/TH/RaisingFunds/EquityDebt/Pages/link-Laws_Regulations/CorporateGovernanceCG.aspx

Books and Articles

- Berle, A.A. and Means, G.C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan, New York.
- Cadbury, Sir Adrian. (1992). *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. Gee & Co. Ltd, London.
- Christine A. Mallin. (2013). *Corporate Governance*. Oxford University Press, Oxford.
- Damodaran, Aswath. (2011). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. Wiley Finance, New Jersey.
- Greenbury, Sir Richard. (1995). *Directors' Remuneration*. Gee & Co. Ltd, London.
- Hampel, Sir Ronnie. (1998). *Committee on Corporate Governance: Preliminary Report*. Gee & Co. Ltd, London.
- Hermes. (2006). *The Hermes Corporate Governance Principles*. Hermes Investment Management Ltd, London.
- Hermes. (2002). *The Hermes Principles*. Hermes Pensions Management Ltd, London.
- Watts, Ross L. and Zimmerman, Jerold L. (1986). *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall Inc, New Jersey.

Journals

- Almazan, A., Hartzell, J., Starks, L. (2005). Active institutional shareholders and cost of monitoring: evidence from executive compensation. *Financial Management*, 34, 5-34.
- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., and Matos, P. (2011). Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors. *Journal of Financial Economics*, 100 (1), 154–81.
- Brickley, J., R. Lease, and C. Smith. (1988). Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, 267-292.
- Chen, Xia, Jarrad Harford, and Kai Li, (2006) Monitoring: Which institutions matter?. *Journal of Financial Economics*, 279-305.

- Cheung, Y.L., Connelly, J.T., Limpaphayom, P. and Zhou, L. (2007). Do Investors Really Value Corporate Governance? Evidence from the Hong Kong Market. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 18(2), 86-122.
- Davis, Gerald, and E. Han Kim. (2007). Business ties and proxy voting by mutual funds. *Journal of Financial Economics*, 85 (2), 552-570.
- Ferreira, M., Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88, 499–533.
- Gompers, Paul A., Joy Ishii, and Andrew Metrick. (2010). Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States. *Review of Financial Studies*, 23 (3), 1051-1088.
- Pham, Peter Kien, Jo-Ann Suchard, and Jason Zein. (2011). Corporate governance and alternative performance measures: evidence from Australian firms. *Australian Journal of Management*, 36 (3), 371-386.

Theses

- Chaowarat, Chutimon. (2009). The impact of institutional ownership on firm performance and risk evidence from SET100. Faculty of Commerce and Accountancy, Thammasat University.
- De-la-Hoz, Maria Camila, and Carlos Pombo. (2015). Institutional Investors and Firm Valuation: Evidence from Latin America. No. 040. Universidad de Los Andes. Facultad de Administración. School of Management.
- McCahery, Joseph A., Zacharias Sautner, and Laura T. Starks. (2011) Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. AFA 2011 Denver Meetings Paper.

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาวจิรัสสร บุณรอด
วันเดือนปีเกิด	14 พฤษภาคม 2536
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2557: บัณฑิต (การบัญชีแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

