

ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานและการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับนักลงทุนสถาบันของกลุ่ม
ดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET 100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วาสนา หวลคิด

งานนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต
คณะกรรมการจัดการและการท่องเที่ยว มหาวิทยาลัยบูรพา
กุมภาพันธ์ 2563
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยบูรพา

คณะกรรมการควบคุมงานนิพนธ์ และคณะกรรมการสอบงานนิพนธ์ได้พิจารณา
งานนิพนธ์ของ วาสนา หวลคิด ฉบับนี้แล้ว เห็นสมควรรับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตาม
หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต ของมหาวิทยาลัยบูรพาได้

คณะกรรมการควบคุมงานนิพนธ์

เนตรดาว ชัยเขตอาจารย์ที่ปรึกษาหลัก
(ดร.เนตรดาว ชัยเขต)

คณะกรรมการสอบงานนิพนธ์

เนตรดาว ชัยเขตประธาน
(ดร.เนตรดาว ชัยเขต)

คารุณ สุขสองห้องกรรมการ
(ดร.คารุณ สุขสองห้อง)

ศิริดา จารุตกานนท์กรรมการ
(ดร.ศิริดา จารุตกานนท์)

คณะกรรมการจัดการและการท่องเที่ยวอนุมัติให้รับงานนิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของ
การศึกษาตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต ของมหาวิทยาลัยบูรพา

พรณี พิมพันธ์ศรี คณบดีคณะกรรมการจัดการและการท่องเที่ยว
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พรณี พิมพันธ์ศรี)

วันที่ ๑๕ เดือน กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2563

กิตติกรรมประกาศ

งานนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จสมบูรณ์ได้ด้วยความรู้ของอาจารย์ ดร.เนตรดาว ชัยเขต อาจารย์ที่ปรึกษางานนิพนธ์ ท่านได้สละเวลาอันมีค่าในการให้คำปรึกษา ชี้แนะแนวทางที่ถูกต้อง ตลอดจนตรวจทานเนื้อหาทั้งหมดของงานนิพนธ์ให้ดียิ่งขึ้น อย่างละเอียดรอบคอบ และเอาใจใส่ อย่างดีเสมอมา ผู้วิจัยรู้สึกซาบซึ้งในความกรุณาของท่านเป็นอย่างยิ่ง จึงขอกราบขอบพระคุณ เป็นอย่างสูง ไว้ ณ ที่นี้

ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณอาจารย์ทุกท่านที่ได้ถ่ายทอดความรู้ตลอดระยะเวลาที่ได้ ศึกษาซึ่งนับว่าเป็นองค์ประกอบที่มีความสำคัญในการจัดทำงานนิพนธ์ในครั้งนี้ และสิ่งสำคัญที่สุด ซึ่งเป็นแรงผลักดันตลอดระยะเวลาในการทำงานนิพนธ์คือกำลังใจจากครอบครัว โดยเฉพาะกำลังใจ จากคุณพ่อ คุณแม่ น้องสาว และนายวรวิทย์ หวลกิต ผู้ที่ให้การสนับสนุนการศึกษา คอยให้ คำปรึกษาและกำลังใจที่ดีเสมอมา รวมทั้งมารับและมาส่งตลอดระยะเวลาการศึกษา

ขอขอบคุณเพื่อนร่วมรุ่นหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิตและรุ่นพี่ที่ได้ให้ความช่วยเหลือและ ให้คำปรึกษา รวมทั้งขอขอบพระคุณเจ้าหน้าที่คณะกรรมการจัดการและการท่องเที่ยวทุกท่านที่ช่วย ประสานงานให้งานวิจัยนี้สามารถสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

คุณค่าและประโยชน์อันพึงมีจากงานนิพนธ์ฉบับนี้ ผู้วิจัยขอมอบเป็นเครื่องบูชาพระคุณ บิดา มารดา บุรพจารย์ และผู้มีพระคุณทุกท่านทั้งในอดีตและปัจจุบัน ที่ทำให้ข้าพเจ้าเป็นผู้มี การศึกษาและประสบความสำเร็จจนตราบเท่าทุกวันนี้

วาสนา หวลกิต

60920151: บช.ม.

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ/ นักลงทุนสถาบัน/ กลุ่มดัชนีราคาหลักทรัพย์

วาสนา หวลคิด: ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานและการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับ
นักลงทุนสถาบันของกลุ่มดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET 100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

(THE RELATION BETWEEN FIRM PERFORMANCE AND CORPORATE GOVERNANCE
WITH INSTITUTIONAL INVESTORS OF SET 100 INDEX IN THE STOCK EXCHANGE OF
THAILAND) อาจารย์ผู้ควบคุมงานนิพนธ์: เนตรดาว ชัยเขต, Ph.D., 67 หน้า. ปี พ.ศ. 2562

การวิจัยครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานและ
การกำกับดูแลกิจการที่ดีกับนักลงทุนสถาบันของกลุ่มดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET 100 ในตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2557 ถึง พ.ศ. 2561 ซึ่งมีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 69 บริษัท
รวมทั้งสิ้น 345 ข้อมูล จากนั้นทำการวิเคราะห์ข้อมูลโดยสถิติเชิงพรรณนา เพื่ออธิบายข้อมูลเบื้องต้นของ
ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาโดยใช้ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และร้อยละสำหรับตัว
แปรหุ่น หลังจากนั้นใช้การวิเคราะห์สถิติถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) เพื่อทดสอบสมมติฐานที่
เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ของนักลงทุนสถาบันไทยและนักลงทุนสถาบันต่างชาติกับผลการดำเนินงาน
และใช้วิธีการวิเคราะห์สถิติถดถอยลอจิสติกทวิภาค (Binary logistic regression) เพื่อทำนายโอกาสความ
น่าจะเป็นที่นักลงทุนสถาบันจะมีความสัมพันธ์กับคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับดีขึ้นไป โดยแบ่งตัว
แปรตามเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีจำนวน 314 ข้อมูล แทนค่าตัวแปร
หุ่นด้วย 1 และกลุ่มที่ไม่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีจำนวน 31 ข้อมูล แทนค่าตัวแปรหุ่นด้วย 0
กำหนดนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ผลการวิจัยจากการทดสอบด้วยสถิติถดถอยเชิงพหุ พบว่านักลงทุนสถาบันไทยมีความสัมพันธ์
เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ในขณะที่นักลงทุนสถาบันต่างชาติกลับไม่พบความสัมพันธ์กับ
ผลการดำเนินงาน นอกจากนี้ตัวแปรอื่น ๆ ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตร
และอาหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน อย่างไรก็ตามขนาดกิจการและโครงสร้างเงินทุน
กลับมีความสัมพันธ์เชิงลบ ส่วนอายุกิจการกลับไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ
ทางสถิติ นอกจากนี้ผลการวิจัยโดยใช้การทดสอบด้วยลอจิสติกทวิภาค เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของ
คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่มีลักษณะเป็นตัวแปรหุ่น พบว่านักลงทุนสถาบันไทยมีความสัมพันธ์เชิง
บวกกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี ในขณะที่นักลงทุนสถาบันต่างชาติกลับไม่พบความสัมพันธ์ แต่
โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี ส่วนตัวแปรอื่น ๆ ได้แก่ กลุ่ม
อุตสาหกรรม อายุกิจการและขนาดกิจการไม่พบความสัมพันธ์กับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี อย่างมี
นัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

60920151: M.ACC.

KEYWORDS: CORPORATE GOVERNANCE/ INSTITUTIONAL INVESTORS/ SET 100 INDEX
IN THE STOCK EXCHANGE

WASANA HUALKID: THE RELATION BETWEEN FIRM PERFORMANCE AND
CORPORATE GOVERNANCE WITH INSTITUTIONAL INVESTORS OF SET 100 INDEX IN THE
STOCK EXCHANGE OF THAILAND. ADVISORY COMMITTEE: NETDAO CHAIKHET, Ph.D.,
67 P. 2019.

The objective of this research was to study the relation between the performance and good corporate governance with institutional investors of the SET 100 stock market index in the Stock Exchange of Thailand during the year 2014 to 2018. The sample group used in the study consisted of 69 companies, and there was a total of 345 data. Descriptive statistics used to analyze and explain basic data of variables in the study consisted of average, maximum value, minimum value, standard deviation and percentages for dummy variables, and then multiple regression analysis was used to test the hypothesis related to the relation between Thai and foreign institutional investors and the cooperates' performance. Binary Logistic Regression was used to predict whether probability of institutional investors had relation with corporate governance scores. This was done by dividing the variables into 2 groups, namely 314 data with good corporate governance score, and 31 data without the good corporate governance score. The good corporate governance was represented by the dummy variable 1 and the corporate without good corporate governance was represented by the dummy variable 0. Statistical significance was determined at the level of 0.05

The research results were tested by using multiple regression statistics. It was found that Thai institutional investors had a positive relation with the corporate performance (Tobin's Q), while the relation between foreign institutional investors and the corporate performance was not found. In addition, other variables, including service industry groups and agro-food industry groups, were positively correlated with corporate performance. However, the business size and capital structure had a negative relation with corporate performance. Business age had no statistically significant relation with the performance results. In addition, the research results using a Binary logistic test to test the relation between the corporate governance scores with a dummy variable revealed that Thai institutional investors had a positive relation with good corporate governance scores while the relation was not found between foreign institutional investors and good corporate governance. However, the capital structure had a negative relation with good corporate governance scores. Other variables including industry group, the age of the business, and the size of the business were not correlated with the good corporate governance scores at the statistical significance of 0.05

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
สารบัญ.....	ฉ
สารบัญตาราง.....	ช
สารบัญภาพ.....	ฅ
บทที่	
1 บทนำ.....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	5
สมมติฐานของการวิจัย.....	5
กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	6
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการวิจัย.....	7
ขอบเขตของการวิจัย.....	8
นิยามศัพท์เฉพาะ.....	9
2 เอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	10
ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory).....	10
นักลงทุนสถาบัน (Institutional investors).....	10
ผลการดำเนินงาน.....	13
การกำกับดูแลกิจการที่ดี.....	13
ดัชนีราคาหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET 100.....	16
การคำนวณดัชนี SET 100 Index.....	17
แนวคิดและสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ.....	19
ระดับของตลาดที่มีประสิทธิภาพ.....	19
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	20
นักลงทุนสถาบันและการกำกับดูแลกิจการ.....	26
ปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลต่อผลการดำเนินงาน.....	33

สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
โครงสร้างเงินทุน.....	33
3 วิธีดำเนินการวิจัย.....	35
ประชากรที่ใช้ในการศึกษา.....	35
การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	36
แบบจำลองและตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา.....	37
การวิเคราะห์และนำเสนอข้อมูล.....	40
4 ผลการวิจัย.....	42
ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	42
5 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	53
สรุปผลการวิจัย.....	53
อภิปรายผล.....	55
ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้.....	58
ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยครั้งต่อไป.....	58
บรรณานุกรม.....	60
ประวัติย่อของผู้วิจัย.....	67

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า	
2-1	นิยามคำว่านักลงทุนสถาบันตามประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) (2560).....	12
2-2	ช่วงคะแนน สัญลักษณ์ และความหมายของการประเมินการกำกับดูแลกิจการ.....	16
2-3	สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนสถาบันกับผลการ ดำเนินงาน.....	22
2-4	สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่แสดงความสัมพันธ์การกำกับดูแลกิจการกับนักลงทุน สถาบัน.....	30
3-1	จำนวนประชากรที่ใช้ในการศึกษา	36
3-2	คำอธิบายตัวแปร.....	37
3-3	การวัดค่าตัวแปร.....	38
4-1	ร้อยละของจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษาแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	43
4-2	ร้อยละของนักลงทุนสถาบันไทยและนักลงทุนต่างชาติ.....	44
4-3	ผลการวิเคราะห์ตัวแปรหุ่นคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ใช้ในการศึกษา.....	45
4-4	ผลการวิเคราะห์ของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษา.....	45
4-5	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม.....	46
4-6	ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ ตามแบบจำลองที่ 1.....	48
4-7	นักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์กับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี.....	50

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
1-1 กรอบแนวคิดการวิจัย.....	7

บทที่ 1

บทนำ

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทำหน้าที่เป็นตลาดรองในการซื้อขายเปลี่ยนมือตราสารทุนของบริษัทต่าง ๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ถือว่าเป็นตลาดที่มีระบบระเบียบแบบแผน โดยเน้นบทบาทสำคัญในการเป็นแหล่งระดมเงินทุน เพื่อสนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมของประเทศ เหมือนศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์และเป็นศูนย์กลางในการรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์เพื่ออำนวยความสะดวกในการซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ ข้อมูลเกี่ยวกับฐานะทางการเงินของบริษัท ผลการดำเนินงานประจำปีของบริษัทที่จดทะเบียน หมายเหตุประกอบงบการเงินเพื่ออธิบายตัวเลขทางการเงินที่น่าเสนอให้ชัดเจนมากยิ่งขึ้น และข่าวสารที่สำคัญต่าง ๆ เพื่อให้นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ซึ่งในปัจจุบันคนส่วนใหญ่นิยมลงทุนผ่านการซื้อตราสารทุนมากยิ่งขึ้น เนื่องจากให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าการลงทุนในแบบอื่น ๆ เช่น การฝากเงินกับธนาคาร หรือการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล อีกทั้งในปัจจุบันมีการให้ความรู้เรื่องการลงทุนผ่านตราสารทุนมากขึ้น และมีช่องทางการลงทุนที่หลากหลาย อำนวยความสะดวกให้นักลงทุนมากขึ้น อีกทั้งเทคโนโลยีและช่องทางการสื่อสารที่กว้างไกล ทำให้สามารถเข้าถึงข้อมูลข่าวสารด้านการลงทุนได้อย่างสะดวกรวดเร็วมากยิ่งขึ้น แต่ในความสะดวกรวดเร็วนั้นก็มีความเสี่ยงตามมาด้วยเช่นกัน เนื่องจากการลงทุนผ่านตราสารทุนถึงแม้จะได้ผลตอบแทนสูงก็นำมาซึ่งความเสี่ยงสูง ดังนั้นนักลงทุนจึงจำเป็นต้องศึกษาข้อมูลของบริษัทที่จะเข้าไปลงทุนอย่างละเอียดถี่ถ้วนก่อนที่จะตัดสินใจ หากว่ายังมีความรู้และความเชี่ยวชาญไม่มากเพียงพอ คนจำนวนไม่น้อยก็หันมาให้ความสนใจลงทุนผ่านกองทุน ซึ่งเป็นการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนไม่ต่างกันในระยะยาวเมื่อเทียบกับการลงทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ อีกทั้งกองทุนยังมีผู้จัดการกองทุน (Fund manager) ที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญในการลงทุน รวมทั้งมีคุณสมบัติผ่านข้อกำหนดและได้ใบอนุญาตจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ก.ล.ต.) ซึ่งเป็นเครื่องยืนยันถึงความรู้ความสามารถของผู้จัดการกองทุน ทำให้ผู้ซื้อกองทุนมั่นใจได้ว่าผู้จัดการกองทุนจะสามารถบริหารเงินทุนให้ได้รับผลตอบแทนมากกว่าการลงทุนด้วยตัวเอง โดยปราศจากความรู้ความเข้าใจในการลงทุน

การลงทุนผ่านผู้จัดการกองทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถูกจัดรวมอยู่ในกลุ่มของนักลงทุนสถาบัน ซึ่งในปัจจุบันนักลงทุนสถาบันมีบทบาทมากในระบบเศรษฐกิจการเงินโลก โดยเฉพาะอย่างยิ่งประเทศที่กำลังพัฒนา (Brandes, Goranova, & Hall, 2008; Gillan & Starks, 2003; Wahab, How, & Verhoeven, 2007) เนื่องจากการมีส่วนร่วมของนักลงทุนสถาบันมากขึ้นนั้น บ่งบอกถึงการเติบโตของบริษัท รวมทั้งนักลงทุนสถาบันเป็นกลไกขับเคลื่อนที่สำคัญสำหรับการจัดหาเงินทุนส่วนบุคคลและลดต้นทุนการเสนอขายหุ้นต่อสาธารณะ ที่สำคัญไปกว่านั้นคือการติดตามผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารระดับสูง (Bekaert & Harvey, 2003) ซึ่งในประเทศที่พัฒนาแล้ว อย่างเช่น ในแถบอเมริกา อังกฤษ และประเทศในแถบยุโรป ได้ศึกษาเกี่ยวกับนักลงทุนสถาบันที่ตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหารพบว่านักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลในการตัดสินใจของผู้บริหารและเป็นกลไกสำคัญในการขับเคลื่อนการกำกับดูแลกิจการที่ดี รวมทั้งสัดส่วนของนักลงทุนสถาบันมีผลต่อโครงสร้างค่าตอบแทนของผู้บริหาร (Almazan, Hartzell, & Starks, 2005; Alves, Couto, & Francisco, 2016; Bratten & Xue, 2016; Brick, Palmon, & Wald, 2006; Indira Tulepova, 2016-2017; Ming, Foo, Gul, & Majid, 2018; Nashier & Gupta, 2016; Ozkan, 2007; Parrino, Sias, & Starks, 2003) จากการศึกษาหลังจากวิกฤตการณ์ทางการเงินโลกในปี 2551-2552 นำไปสู่การเรียกร้องอย่างจริงจังจากหน่วยงานกำกับดูแลกิจการระดับโลกสำหรับนักลงทุนสถาบันเพื่อทำหน้าที่ตรวจสอบอย่างเข้มงวดเกี่ยวกับการพิจารณาค่าตอบแทนของผู้บริหาร (OECD 2009) ซึ่งถ้านักลงทุนสถาบันมีการตรวจสอบที่ดีจะช่วยลดโอกาสที่ผู้บริหารจะปฏิบัติหน้าที่เพื่อแสวงหาผลประโยชน์เพื่อตัวเองและพวกพ้อง Jensen and Meckling (1976); Hartzell and Starks (2003) นำมาสู่การปฏิบัติหน้าที่ที่คำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและกิจการเป็นหลัก

สำหรับประเทศที่กำลังพัฒนาและมีตลาดเกิดใหม่อย่างเช่น ประเทศไทย นักลงทุนสถาบันเริ่มมีบทบาทมากขึ้นนับจากการที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดเป้าหมาย โดยการเพิ่มสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันเป็นร้อยละ 50 ภายในปี พ.ศ. 2562 เพื่อเพิ่มความสมดุล เพิ่มเสถียรภาพและลดการผันผวนของตลาดหุ้นไทย (สำนักงานเศรษฐกิจการคลังและบ้านเมือง, 2557 อ้างถึงใน นริสา เยาวลักษณ์ (2558) รวมทั้งมีนโยบายส่งเสริมการออมของภาครัฐ เพื่อกระตุ้นให้นักลงทุนรายย่อยมีการลงทุนในระยะยาวเพื่อการใช้จ่ายในยามเกษียณ โดยส่งเสริมให้ลงทุนผ่านกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) และกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) ซึ่ง LTF เป็นการเน้นการลงทุนระยะยาวในหุ้นไทย และมุ่งหวังให้เพิ่มสัดส่วนนักลงทุนสถาบันไทยเพื่อลดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ ส่งผลต่อการเพิ่มเสถียรภาพราคาหลักทรัพย์ของตลาดหุ้นไทย (ณัฐวุฒิ เจนวิทยา โรจน์, 2560) รวมทั้งรัฐบาลส่งเสริมให้สามารถนำเงินลงทุนนั้นมาลดหย่อนภาษีเงินได้สำหรับผู้มีรายได้ในภาคเอกชน ส่วนพนักงานในภาครัฐได้มีการจัดตั้งกองทุนบำเหน็จ

บ้านาญข้าราชการ (กบข.) เพื่อเป็นหลักประกันและให้ผลตอบแทนกับข้าราชการที่เกษียณหรือลาออกจากราชการ ที่เน้นการลงทุนในหุ้นที่มีความยั่งยืนภายในประเทศ และเป็นหุ้นที่มีความโดดเด่นด้านการคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี เป็นที่รู้จักกันในนามของหุ้น ESG (Environmental, Social, Governance) (ประชาชาติธุรกิจออนไลน์, 2561)

นักลงทุนสถาบัน ประกอบด้วย นักลงทุนสถาบันในประเทศ และนักลงทุนสถาบันต่างชาติ ซึ่งกลุ่มนักลงทุนสถาบันในประเทศ ได้แก่ กลุ่มธนาคาร กองทุนสำรองเลี้ยงชีพต่าง ๆ กองทุนรวม กองทุนการออมแห่งชาติ บริษัทจัดการกองทุนที่บริหารเงินออมของผู้ออมรายย่อย และบริษัทประกันชีวิต ส่วนนักลงทุนสถาบันต่างชาติ ได้แก่ กองทุนสำรองเลี้ยงชีพต่างประเทศ กองทุนรวม กองทุนเพื่อความมั่งคั่งและกองทุนที่มุ่งทำกำไรหรือเก็งกำไร เช่น เฮดจ์ฟันด์ (Hedge Fund) ทั้งหมดทั่วโลก (บัณฑิต นิฉาวร, 2557) นอกจากนี้ นักลงทุนสถาบันไทยให้ความสำคัญต่อการเป็นผู้ถือหุ้นที่ดี โดยการเข้าไปมีส่วนร่วมในการประชุมผู้ถือหุ้นประจำปีและใช้สิทธิในการออกเสียงเกี่ยวกับนโยบายการลงทุนในโครงการสำคัญของบริษัทและมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของผู้บริหารที่จะมีผลกระทบต่อบริษัท รวมทั้งขับเคลื่อนการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้กับบริษัทในฐานะที่เป็นเจ้าของกิจการ เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการ รวมทั้งสร้างความสามารถในการแข่งขันและการเติบโตอย่างยั่งยืนในระยะยาวต่อไป

งานวิจัยในประเทศไทยเกี่ยวกับผลกระทบของนักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงานยังมีอยู่อย่างจำกัด ซึ่งจากการทบทวนงานวิจัยที่ผ่านมาได้แก่ งานวิจัยของ นริสา เยาวลักษณ์ (2558) ใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แทนผลการดำเนินงาน พบว่า สัดส่วนของนักลงทุนสถาบันส่งผลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เป็นผลเนื่องมาจากนักลงทุนสถาบันได้มีการตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหารอย่างใกล้ชิด ซึ่งช่วยลดโอกาสที่ผู้บริหารจะตัดสินใจเพื่อเอื้อผลประโยชน์ให้กับตนเองไปสู่การตัดสินใจที่คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและบริษัทเป็นหลัก สอดคล้องกับงานวิจัยของ Thanatawee (2014) ศึกษาให้นักลงทุนสถาบันกับมูลค่ากิจการวัดค่าโดย Tobin's Q พบว่า นักลงทุนสถาบันไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการมากกว่านักลงทุนสถาบันต่างชาติ บ่งบอกถึงนักลงทุนสถาบันไทยมีบทบาทในการตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหารอย่างมีประสิทธิภาพและมีการขับเคลื่อนการกำกับดูแลกิจการที่ดี อย่างไรก็ตาม พบงานวิจัยของ ปิยะฉัฐ ฤณพุทธคม และคณะ (2561) ได้ศึกษาผลกระทบโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ผลการวิจัยพบว่า สัดส่วนของผู้ลงทุนสถาบันมีผลกระทบเชิงลบกับผลการดำเนินงานอย่างมีสาระสำคัญซึ่งวัดค่าโดยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) จากงานวิจัยดังกล่าวบ่งบอกได้ว่า นักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานเป็นไปได้ทั้งในเชิงบวกและในเชิงลบ ซึ่งยังไม่สามารถ

สรุปทิศทางได้อย่างชัดเจนเนื่องจากการวัดค่าตัวแปรที่แตกต่างกัน รวมถึงความหลากหลายของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย ดังนั้นผู้วิจัยจึงเห็นประโยชน์ในการศึกษาบทบาทของนักลงทุนสถาบันที่เข้าไปถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งจากการศึกษางานวิจัยที่ผ่านมาพบว่านักลงทุนสถาบันมีผลกับเสถียรภาพและความผันผวนในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผลกระทบภายนอก แต่งานวิจัยนี้จะเจาะลึกลงไปภายในของแต่ละบริษัท ว่าถ้ามีส่วนนักลงทุนสถาบันจะมีผลกระทบกับผลการดำเนินงานและการกำกับดูแลกิจการที่ดีในทิศทางใด โดยผลการดำเนินงานวัดค่าโดย Tobin's Q สามารถวัดได้ทั้งมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงาน(มนวิภา ผดุงสิทธิ์, 2548) ซึ่งในงานวิจัยนี้จะใช้ Tobin's Q ในการวัดค่าผลการดำเนินงานจากประสิทธิภาพการปฏิบัติงานของผู้บริหาร นอกจากนี้ผู้วิจัยยังเพิ่มตัวแปรที่นักลงทุนให้ความสนใจและใช้ในการประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ได้แก่ การกำกับดูแลกิจการกิจการที่ดี ซึ่งช่วยลดปัญหาเกี่ยวกับผลประโยชน์ทับซ้อนที่มาจากปัญหาตัวการและตัวแทนได้ ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) (Jensen & Meckling, 1976) และยังเป็นกระบวนการภายในของกิจการเพื่อกำหนดทิศทางและสอดคล้องดูแลผลการปฏิบัติงาน และส่งเสริมการเติบโตอย่างมั่นคงและยั่งยืนในระยะยาว นักลงทุนทั่วโลกต่างให้ความสนใจ เนื่องจากมีส่วนในการผลักดันให้กิจการมีการจัดการแบบมืออาชีพ มีความโปร่งใส มีมาตรฐานในระดับสากล เป็นที่ยอมรับของผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ทำให้กิจการมีการดำเนินงานที่ดี สร้างมูลค่าให้กิจการและนำไปสู่ผลตอบแทนที่เหมาะสมในการลงทุน ซึ่งการเพิ่มการกำกับดูแลกิจการที่ดีเข้าไปในงานวิจัยนี้ทำให้งานวิจัยน่าสนใจบทบาทนักลงทุนสถาบันมากยิ่งขึ้นและแตกต่างจากงานวิจัยที่ผ่านมา

งานวิจัยนี้มุ่งเน้นการศึกษามหาวิทยาลัยให้นักลงทุนสถาบันที่ทำหน้าที่เป็นผู้ถือหุ้นที่ดี ในการตรวจสอบประสิทธิภาพการปฏิบัติงานของผู้บริหาร เพื่อตอบคำถามที่ว่า การที่บริษัทมีนักลงทุนสถาบันถือหุ้นเพิ่มมากขึ้นนั้น ส่งผลให้ผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นและส่งผลให้การกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้นจริงหรือไม่ โดยกลุ่มตัวอย่าง คือ กลุ่มดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET 100 ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่มีการเคลื่อนไหวของราคาอย่างต่อเนื่องและมีสภาพคล่องสูง อีกทั้งปริมาณการซื้อขายในกลุ่มนี้มีมากกว่าครึ่งเมื่อเทียบกับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงเป็นตัวสะท้อนภาพรวมตลาดหลักทรัพย์ได้อย่างชัดเจนและที่สำคัญเป็นกลุ่มดัชนีราคาที่น่าสนใจ นักลงทุนสถาบันในประเทศและนักลงทุนสถาบันต่างชาติใช้เป็นเกณฑ์ในการจัดสรรการลงทุน อีกทั้งเป็นกลุ่มที่สะท้อนคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่มีหลายระดับ เพื่อสะท้อนผลลัพธ์ออกมาได้อย่างชัดเจนตามวัตถุประสงค์ที่ตั้งไว้

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของสัดส่วนนักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงาน (Tobin's Q)
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของสัดส่วนนักลงทุนสถาบันกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score)

สมมติฐานของการวิจัย

จากความสำคัญของนักลงทุนสถาบันที่มีบทบาทในตลาดทุนในแง่การเป็นกลไกขับเคลื่อนการกำกับดูแลกิจการที่ดี ส่งผลต่อความโปร่งใสในการตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหารระดับสูง รวมทั้งช่วยรักษาเสถียรภาพของราคาดัชนีหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ภิษญาณี สุขสารัญ และสมชาย สุภัทรกุล, 2558) จากการทบทวนผลงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่าผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับนักลงทุนสถาบันทั้งในเชิงบวกและเชิงลบ เนื่องจากสถานะแวดล้อมทางเศรษฐกิจและตัวแปรวัดค่าที่หลากหลาย นำมาซึ่งงานวิจัยที่ให้ผลความสัมพันธ์เชิงบวก ได้แก่ งานวิจัยในแถบอเมริกา ตุรกี อินเดีย และเนเธอร์แลนด์ (Cornett, Marcus, Saunders & Tehranian, 2003; Cornett, Marcus, Saunders & Tehranian, 2007; Gürbüz', Aybars & Kutlu 2010; Nashier & Gupta, 2016; Rafael Erik Fehr, 2016) งานวิจัยที่ให้ผลความสัมพันธ์เชิงลบ ได้แก่ งานวิจัยจากประเทศฟินแลนด์ ฝรั่งเศส ไต้หวัน ปากีสถาน และมาเลเซีย (Bhattacharya & Graham, 2007; Ming et al., 2018; Afza & Nazir, 2015; Hsu & Wang, 2014; Charfeddine & Elmarzougui, 2011) รวมทั้งผลงานวิจัยในประเทศไทยที่ทำการวิจัยช่วงเวลาที่แตกต่างกัน ใช้ตัวแปรวัดค่าที่แตกต่างกัน นำมาซึ่งผลการวิจัยที่แตกต่างกันด้วยเช่นกัน โดย นริสา เยาวลักษณ์ (2558) และ Thanatawee (2014) ให้ผลความสัมพันธ์เป็นเชิงบวก ส่วนผลงานวิจัยที่ให้ผลในเชิงตรงกันข้าม ได้แก่ ปิยะณัฐ ฤนพุทธม และคณะ (2561) ให้ผลในเชิงลบ จากการทบทวนงานวิจัยที่ผ่านมาดังกล่าวสรุปได้ว่าความสัมพันธ์มีแนวโน้มเชิงบวกมากกว่าเชิงลบ นำมาซึ่งสมมติฐานงานวิจัยดังต่อไปนี้

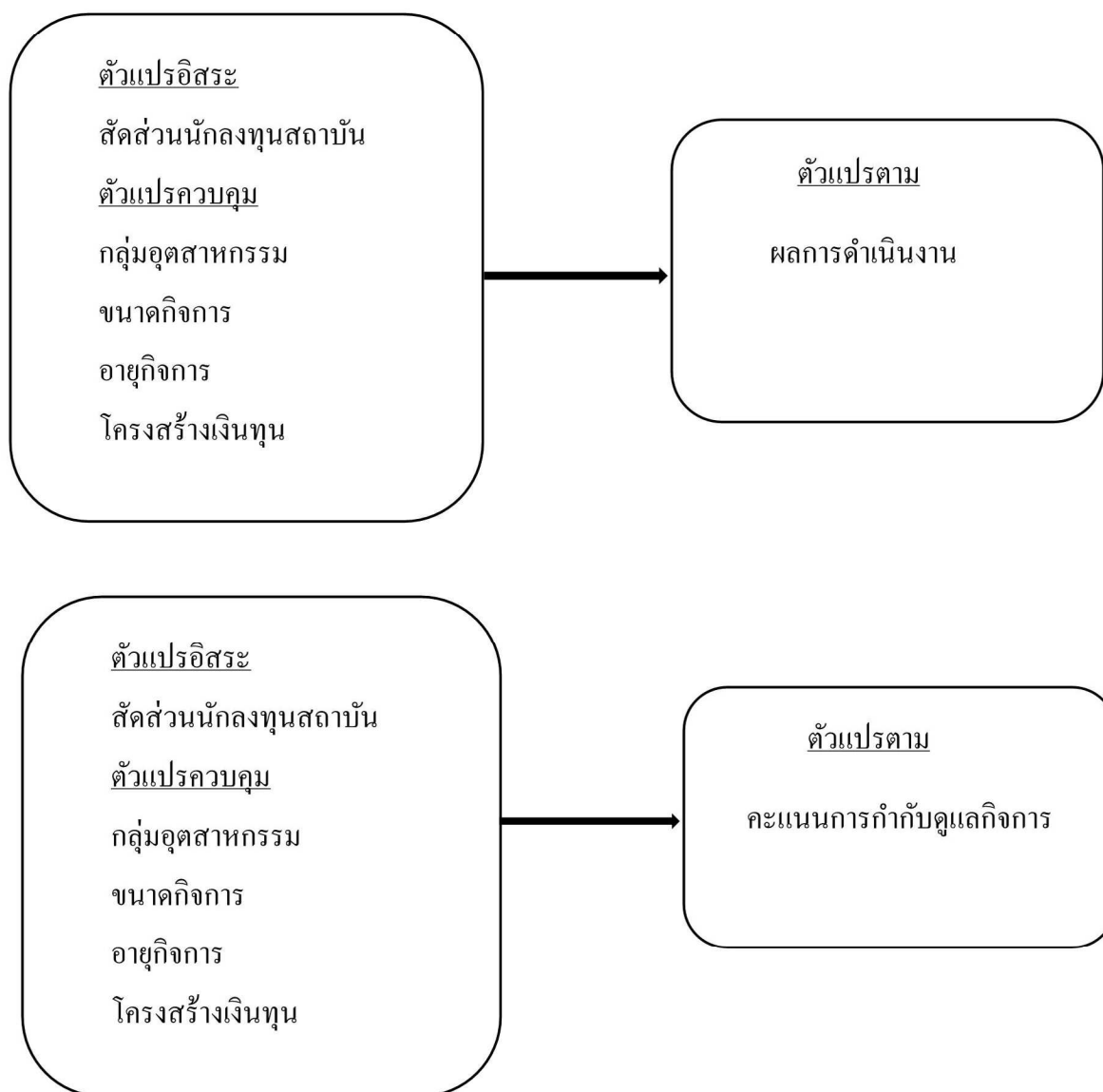
H1: สัดส่วนนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) บทบาทนักลงทุนสถาบันกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี ได้มีการศึกษางานวิจัยในอดีต พบว่ายังมีทิศทางที่แตกต่างกัน โดยพบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวก ในแถบประเทศนิวซีแลนด์ สหรัฐอเมริกา และอังกฤษ (Chung & Zhang, 2011; Alshabibi, 2017; Lewellen & Lewellen, 2018; Aggarwal, Erel, Ferreira & Matos, 2011) สอดคล้องกับการค้นพบในแถบในประเทศแคนาดา (Doidge, Dyck, Mahmudi & Virani, 2015) ส่วนประเทศในแถบเอเชีย ได้แก่ มาเลเซียและญี่ปุ่น

(Abdul Wahab et al., 2008; Mizuno & Shimizu, 2015) พบความสัมพันธ์เชิงบวกด้วยเช่นกัน ในขณะที่งานวิจัยที่พบว่านักลงทุนสถาบันไม่ช่วยส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือพบความสัมพันธ์ในเชิงลบ ได้แก่ งานวิจัยของ Hellman (2005) ศึกษาในประเทศสวีเดน งานวิจัยของ David and Kochhar (1996) ซึ่งศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา และ Belev (2003) ได้ศึกษาในประเทศบัลแกเรีย ในขณะที่การศึกษาในประเทศไทย ตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบันพบงานวิจัย 2 งานวิจัยที่ยังมีทิศทางที่ขัดแย้งกันอยู่คืองานวิจัยของไมตรี เอื้อจิตอนันตกุล (2549) พบความสัมพันธ์ในเชิงลบ ในทางกลับกันงานวิจัยของจิภัตสร บุญรอด (2558) พบความสัมพันธ์ในเชิงบวก ซึ่งจากการศึกษาดังกล่าวผลการศึกษายังมีความขัดแย้งกันเนื่องจากกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา และสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งโดยส่วนใหญ่มีแนวโน้มความสัมพันธ์เชิงบวกมากกว่าเชิงลบจึงทำให้เกิดสมมติฐานดังต่อไปนี้

H2: สัดส่วนนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score)

กรอบแนวคิดในการวิจัย

กรอบแนวคิดในการวิจัยนี้ได้ออกแบบมาเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีสัดส่วนนักลงทุนสถาบันในการขับเคลื่อนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งตัววัดผลการดำเนินงาน ได้แก่ Tobin's Q เป็นแนวคิดที่ผสมผสานข้อมูลทางการเงินและมูลค่าทางการตลาด ซึ่งเป็นตัววัดที่ดีที่สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่ากิจการและประสิทธิภาพการปฏิบัติงานของผู้บริหารส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทตามมา ในงานวิจัยนี้จะใช้การคำนวณตามแนวทางของ Chung and Pruitt (1994) ซึ่งปรับสูตรให้ง่ายขึ้นและให้ผลที่ใกล้เคียงกับแนวคิดดั้งเดิมของ Lindenberg and Ross (1981) อีกทั้งนำแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องมาเป็นพื้นฐานในการทำวิจัยในครั้งนี้ ได้แก่ ทฤษฎีตัวแทน และแนวคิดประสิทธิภาพการตลาด ซึ่งเป็นแนวปฏิบัติที่นักลงทุนสถาบันนำมาประกอบการพิจารณาในการตัดสินใจลงทุน ดังแสดงในรูปภาพที่ 1



ภาพที่ 1-1 กรอบแนวคิดการวิจัย

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับการวิจัย

1. เพื่อให้บริษัททราบผลกระทบที่เกิดจากการที่มีนักลงทุนสถาบันเข้ามาถือหุ้นในบริษัท
2. เพื่อให้ให้นักลงทุนรายย่อย ใช้ข้อมูลจากสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน
3. เพื่อให้ให้นักวิชาการและนักศึกษาได้ศึกษาบทบาทของนักลงทุนสถาบันและนำไปศึกษาในบริบทอื่นต่อไป

ขอบเขตของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้มีขอบเขตในการศึกษาครอบคลุมเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ติดอันดับ SET 100 จากการจัดอันดับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเป็นการคำนวณดัชนีระหว่างวันที่ 1 มกราคม 2562 ถึง วันที่ 30 มิถุนายน 2562 โดยเก็บข้อมูลจากงบการเงิน ข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) และจากแบบแสดงข้อมูลออนไลน์ SETSMART ระหว่างปี พ.ศ. 2557 ถึงปี พ.ศ. 2561 รวมทั้งเก็บข้อมูลคะแนนการกำกับดูแลกิจการจากผลการสำรวจการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Rating: CGR) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Director: IOD) ได้สำรวจและประเมินข้อมูลบริษัทจดทะเบียนหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกปีเป็นระยะเวลา 5 ปี โดยจัดเก็บข้อมูลรายปี

นิยามศัพท์เฉพาะ

1. นักลงทุนสถาบัน (Institutional investors) หมายถึง กลุ่ม/ บริษัท/ นิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นมาเพื่อระดมทุนในการลงทุน อาทิเช่น ธนาคาร บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน บริษัทประกันภัย บริษัทหลักทรัพย์และกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ เป็นต้น
2. ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ SET 100 (SET100 Index) หมายถึง ดัชนีราคาหุ้นที่ใช้แสดงระดับความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญ 100 บริษัทแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีมูลค่าตลาดสูงและการซื้อขายมีสภาพคล่องสูงอย่างสม่ำเสมอ
3. ผลการดำเนินงาน ในงานวิจัยนี้จะวัดผลการดำเนินงานและผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารผ่านการคำนวณ Tobin's Q

บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษางานวิจัยเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานและการกำกับดูแลกิจการที่ดี กับนักลงทุนสถาบันในกลุ่มดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET 100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในบทนี้ศึกษาแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ดังต่อไปนี้

1. ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)
2. นักลงทุนสถาบัน
3. ผลการดำเนินงานของกิจการ
4. การกำกับดูแลกิจการที่ดี
5. ดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET 100
6. แนวคิดและสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ
7. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) มาจากแนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) ซึ่งจะกล่าวถึงความสัมพันธ์ของทฤษฎีตัวแทนเกิดจากที่ผู้ถือหุ้นไม่สามารถเข้ามาดูแลการดำเนินงานของบริษัทได้ในวันต่อวัน และไม่มีผู้เชี่ยวชาญเฉพาะด้านในการบริหารงาน จึงต้องว่าจ้างตัวแทนที่มีความเชี่ยวชาญเข้ามาช่วยควบคุมดูแลการดำเนินงานของบริษัท นำมาซึ่งความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มคน 2 ฝ่าย ได้แก่ ฝ่ายที่มีอำนาจ คือ ผู้ถือหุ้น (ตัวการ: Principal) และฝ่ายที่ได้รับมอบอำนาจ คือ ผู้บริหาร (ตัวแทน: Agent) ซึ่งผู้บริหารมีหน้าที่ในการบริหารงานในบริษัทและสรุปรายงานผลการดำเนินงานที่สอดคล้องกับเป้าหมายของผู้ถือหุ้น คือ การสร้างกำไรและผลประโยชน์สูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น ให้คุ้มค่ากับเงินทุนที่ผู้ถือหุ้นลงทุนให้มากที่สุด หากผู้บริหารทำงานเต็มความสามารถและผลการดำเนินงานตรงความต้องการของผู้ถือหุ้น โดยไม่เอาผลประโยชน์ที่ควรจะเป็นของผู้ถือหุ้นมาเป็นของตนเองและสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัท ความสัมพันธ์ของทั้ง 2 ฝ่ายก็จะดำเนินไปได้ด้วยดี ในทางกลับกันถ้าทั้ง 2 ฝ่ายมีเป้าหมายที่ไม่สอดคล้องกันก่อให้เกิดการขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of interest) นำมาซึ่งปัญหาขัดแย้งระหว่างตัวการกับตัวแทน (Agency problem) เชื่อมโยงกับทฤษฎีตัวแทนที่แสดงให้เห็นว่าทุกคนในองค์กรย่อมมีแรงผลักดันที่จะทำเพื่อผลประโยชน์ส่วน

บุคคลด้วยกันทั้งสิ้น ดังนั้นผู้ถือหุ้นกับฝ่ายบริหารมีความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ซึ่งกันและกัน โดยที่ฝ่ายบริหารจะสร้างอรรถประโยชน์สูงสุดให้ตัวเองและไม่คำนึงถึงการตัดสินใจที่จะก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่บริษัทหรือผู้ถือหุ้น ยกตัวอย่างเช่น การลงทุนในกิจกรรมรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) ที่หลายฝ่ายให้ความสนใจและจะนำพาความยั่งยืนให้กับบริษัทในระยะยาว แต่ผู้บริหารอาจไม่ให้ความสนใจในการลงทุนกิจกรรมนี้ เนื่องจากกรอบแนวคิดแบบเดิม ๆ ที่ว่าการลงทุนในกิจกรรมเพื่อสังคมเป็นค่าใช้จ่ายที่ไม่สร้างกำไรที่เห็นชัดเป็นรูปธรรม ยังไม่มีตัวชี้วัดที่บ่งชี้ว่ากิจกรรมนี้มีผลต่อการสร้างกำไรของบริษัท มีแต่ที่เป็นนามธรรม เช่น การทำธุรกิจที่เป็นมิตรกับสังคมรอบด้านเป็นการสร้างความยั่งยืนและการเติบโตในระยะยาวในมุมมองผู้บริหารยังเป็นประเด็นรองจากสร้างกำไรในปัจจุบันซึ่งเป็นเป้าหมายประจำปีที่ตั้งไว้ มีผลกับการประเมินผลงานส่งผลโดยตรงกับค่าตอบแทนและโบนัสประจำปีของผู้บริหาร ดังนั้นการลงทุนที่ทางฝ่ายบริหารเห็นว่ายังไม่มีความจำเป็นและส่งผลต่อต้นทุนที่เพิ่มขึ้นกระทบกับกำไรในปัจจุบัน จึงยังไม่ได้รับความสนใจ

จากความขัดแย้งเรื่องผลประโยชน์ที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้น โดยที่ผู้ถือหุ้นมีเป้าหมายที่จะสร้างความมั่นคงให้กับกิจการเพิ่มขึ้น แต่ผู้บริหารกลับให้ความสำคัญกับผลประโยชน์ของตนเอง ทางแก้ที่จะสามารถลดปัญหาที่เกิดจากตัวแทนดังกล่าวได้นั้น ผู้ถือหุ้นต้องมีบทบาทในการตรวจสอบประสิทธิภาพการบริหารงานของผู้บริหาร ซึ่งการตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารนี้ ต้องใช้ค่าใช้จ่ายค่อนข้างสูง ทำให้ผู้ลงทุนรายย่อยที่มีเงินทุนอย่างจำกัดไม่สามารถที่จะเข้าไปตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารได้ ดังนั้นผู้ถือหุ้นที่มีเงินทุนจำนวนมากอย่างนักลงทุนสถาบันจึงมีบทบาทในการตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหารให้สอดคล้องกับเป้าหมายขององค์กรได้ดีกว่า งานวิจัยนี้ได้นำทฤษฎีตัวแทนมาอธิบายกับบทบาทของนักลงทุนสถาบันที่ทำหน้าที่เป็นผู้ถือหุ้นที่ดี และมีข้อได้เปรียบจากการที่มีเงินลงทุนจำนวนมากและมีบุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญในด้านการลงทุน สามารถที่จะเข้าไปตรวจสอบประสิทธิภาพการปฏิบัติงานของผู้บริหาร ดังนั้นเมื่อมีการตรวจสอบที่ดีร่วมกับขับเคลื่อนการกำกับดูแลกิจการที่ดี ส่งผลให้การปฏิบัติงานของผู้บริหารก็น่าจะมีความสอดคล้องกับผลการดำเนินงานที่ดี บรรลุเป้าหมายของผู้ถือหุ้นที่จะได้รับผลตอบแทนที่สูงและมีการเติบโตในระยะยาว

นักลงทุนสถาบัน (Institutional investors)

นักลงทุนสถาบันจะเข้ามามีบทบาทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเห็นว่านักลงทุนสถาบันทำให้ข้อมูลข่าวสารที่ได้รับมาเกิดประโยชน์สูงสุด ทั้งเวลาและตราสารต่าง ๆ นักลงทุนสถาบันถือได้ว่าเป็นนักลงทุนประเภทที่มีความรู้ความเข้าใจในกลไกของตลาดและ

ตราสารทุนเป็นอดี อีกทั้งยังมีความพร้อมในด้านทรัพยากรต่าง ๆ เช่น เงินทุน บุคลากร เครื่องมืออุปกรณ์ อยู่ในระดับสูงมาก ข้อมูลที่ได้รับมาจึงถูกนำไปวิเคราะห์อย่างทันทั่วถึง เพื่อกำหนดนโยบายการลงทุนและดำเนินการตัดสินใจลงทุนต่าง ๆ ที่สัมพันธ์กับการเปิดเผยข้อมูล และข่าวสารนั้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่จะต้องพัฒนาปรับปรุง การดำเนินงานให้ดีขึ้น เพื่อให้ข้อมูลข่าวสารที่ออกมาเป็นไปในลักษณะที่ส่งผลดีกับบริษัท ซึ่ง ข้อมูลข่าวสารจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ นำมาซึ่งเหตุผลที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สนับสนุนให้เพิ่มการลงทุนร้อยละ 50 ภายในปี 2562 (นริสา เยาวลักษณ์, 2558) เพื่อดึงดูดให้นักลงทุนรายย่อยเข้ามาลงทุน ภายใต้นโยบายไทยแลนด์ 4.0 ที่เริ่มใช้ใน เดือน มกราคม 2561 (สำนักงานเศรษฐกิจอุตสาหกรรม, 2561) นักลงทุนสถาบันมีบทบาทสำคัญต่อการสร้างมูลค่าในระยะยาวให้แก่กิจการ (Thanatawee, 2014) รวมทั้งขับเคลื่อนการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้กับกิจการที่เข้าไปลงทุนและสามารถที่ตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหารในการตัดสินใจในโครงการใหญ่ ๆ ที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ เนื่องจากมีเงินทุนที่รวบรวมมาจากกลุ่ม กองทุนและธนาคารต่าง ๆ จากการที่มีเงินทุนจำนวนมากส่งผลกระทบต่อจำนวนเสียงในการใช้สิทธิออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นรวมทั้งมีผลต่อการเลือกตั้งคณะกรรมการและผู้บริหาร นอกจากนี้ นักลงทุนสถาบันยังมีเครือข่ายในต่างประเทศในการตรวจสอบปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจทั้งไทยและต่างประเทศเพื่อมาเปรียบเทียบก่อนที่จะตัดสินใจลงทุน ทำให้ข้อมูลที่นักลงทุนสถาบันได้รับเป็น ข้อมูลในเชิงเศรษฐกิจมหภาค เมื่อเทียบกับนักลงทุนรายย่อยทั่วไป ข้อมูลที่นักลงทุนสถาบัน ประกอบการตัดสินใจจะมีมากกว่า เนื่องจากนักลงทุนสถาบันเป็นกองทุนที่ใหญ่และมีจำนวนเงิน มหาศาลทำให้นักลงทุนสถาบันสามารถที่ช่วยรักษาเสถียรภาพราคาคดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในวันที่ราคาหุ้นในตลาดตกลง (ภิษญาณี สุขสารัญ และสมชาย สุภัทรกุล, 2558) นอกจากนี้ยังมีแนวปฏิบัติของนักลงทุนสถาบันในการลงทุนอย่างรับผิดชอบ คำนึงถึงประโยชน์ ต่อสังคม สิ่งแวดล้อม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนรายย่อย ทั่วไปในการตัดสินใจลงทุน ซึ่งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) (2560) ได้มีการจัดประเภทของนักลงทุนสถาบันตาม กจ. 9/2555 แสดงดังตารางที่ 2-1 ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 2-1 นิยามคำว่านักลงทุนสถาบันตามประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) (2560)

ลำดับที่	นิยามนักลงทุนสถาบัน
1.	ธนาคารแห่งประเทศไทย
2.	ธนาคารพาณิชย์และธนาคารที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น
3.	บริษัทเงินทุน บริษัทเครดิตฟองซิเอร์ และบริษัทหลักทรัพย์
4.	บริษัทประกันวินาศภัยและบริษัทประกันชีวิต
5.	กองทุนรวมและกองทุนส่วนบุคคล
6.	กองทุนสำรองเลี้ยงชีพและกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ
7.	กองทุนประกันสังคม
8.	กองทุนการออมแห่งชาติ
9.	กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน
10.	ผู้ประกอบการธุรกิจสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตามกฎหมายว่าด้วยสัญญาซื้อขายล่วงหน้า
11.	ผู้ประกอบการธุรกิจการซื้อขายล่วงหน้าตามกฎหมายว่าด้วยการซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า
12.	สถาบันการเงินระหว่างประเทศ
13.	สถาบันคุ้มครองเงินฝาก
14.	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
15.	นิติบุคคลประเภทบรรษัท
16.	นิติบุคคลซึ่งมีบุคคลตามที่กล่าวมาถือหุ้นรวมกันเกินกว่า 75% ของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมด
17.	ผู้ลงทุนต่างประเทศ
18.	ผู้จัดการกองทุนที่มีชื่อในทะเบียนผู้มีคุณสมบัติเป็นผู้จัดการกองทุนตามประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ว่าด้วยหลักเกณฑ์ เงื่อนไข การปฏิบัติหน้าที่ของผู้จัดการกองทุนในสัญญาซื้อขายล่วงหน้า
19.	ผู้ลงทุนอื่นใดที่ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด

ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) (2560)

ผลการดำเนินงาน

การวัดผลการดำเนินงานที่แท้จริงขององค์กรเป็นองค์ประกอบสำคัญที่จะทำให้ทราบถึงประสิทธิภาพและประสิทธิผลขององค์กร ตลอดจนนำไปใช้ในการประเมินผลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร ซึ่งในงานวิจัยนี้จะเน้นการวัดผลการดำเนินงานในระยะยาว ซึ่งมีมุมมองที่แตกต่างกันดังต่อไปนี้

Tobin's Q เป็นแนวคิดที่ถูกนำเสนอโดย James T. Tobin ศาสตราจารย์แห่งมหาวิทยาลัย Yale ซึ่งได้รับรางวัลโนเบลสาขาเศรษฐศาสตร์ในปี 1981 Tobin's Q เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาด ซึ่งเป็นที่ยอมรับจากงานวิจัยทั้งทางด้านบัญชีและการเงินในการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือมูลค่าขององค์กร (มนวิภา ผดุงสิทธิ์, 2548) การคำนวณ Tobin's Q แบบเดิมจะใช้การคำนวณตามแนวทาง Landenberg and Ross (1981) ซึ่งใช้เวลาและค่าใช้จ่ายในการเก็บข้อมูลค่อนข้างสูง และมีวิธีการคำนวณที่ซับซ้อน ดังนั้น Chung and Pruitt (1994) จึงได้ปรับสูตรให้ง่ายขึ้น และมีความใกล้เคียงกันจากการคำนวณแบบเดิมถึง 96% ดังนั้นในงานวิจัยนี้จะใช้สูตรของ Chung and Pruitt (1994) ดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market Capitalization} + \text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$$

Market Capitalization = จำนวนหุ้นที่จดทะเบียนทั้งหมด * ราคาตลาดหุ้นสามัญ ณ สิ้นปี

Total debt = มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนและหนี้สินระยะยาว

Total Asset = มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์หมุนเวียนและสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน

ถ้า Tobin's Q มีค่าสูงแสดงว่าผู้บริหารสามารถบริหารงานได้อย่างมีประสิทธิภาพก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มแก่ผู้ถือหุ้น

การกำกับดูแลกิจการที่ดี

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate governance) หรือเรียกอีกหลายชื่อที่อาจจะพบในหนังสือหรืองานวิจัยอื่น ๆ ได้แก่ บรรษัทภิบาล หรือ ธรรมภิบาล ซึ่งมีความหมายที่เหมือนกัน กล่าวคือ เป็นระบบที่จัดการกำกับดูแลและควบคุมกิจการที่มีประสิทธิภาพ เพื่อให้เกิดความโปร่งใส ตรวจสอบได้และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายเป็นหลัก สิ่งที่เราควรจะให้สนใจจริง ๆ ก็คือ กระบวนการที่องค์กรกระทำเพื่อให้เกิดการจัดการที่ดีภายในองค์กร หรือเรียกว่า ธรรมภิบาล (Good corporate governance) ที่ผ่านมามักคุ้นเคยกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีในด้านโครงสร้าง

ความสัมพันธ์และแนวปฏิบัติเพื่อสร้างความโปร่งใส ความรับผิดชอบต่อหน้าที่ (Accountability) ของคณะกรรมการ เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ลงทุน ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญสำหรับบริษัทจดทะเบียนที่มีประชาชนเป็นผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม การสร้างความเชื่อมั่นเพียงประการเดียวยังไม่เพียงพอสำหรับการเป็นบริษัทจดทะเบียนที่ดีได้ เนื่องจากทั้งภาคธุรกิจและผู้ลงทุนต่างต้องการผลการดำเนินงานที่ดีของกิจการ กิจการสามารถปรับตัวให้เหมาะสมกับการเปลี่ยนแปลงของสภาพธุรกิจได้ และมีความสัมพันธ์ที่ดีกับสิ่งแวดล้อม เพื่อให้บริษัทสามารถอยู่รอดและเติบโตได้ในระยะยาว ดังนั้น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จึงได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือ Corporate Governance Code (CG Code) เพื่อเป็นหลักปฏิบัติให้คณะกรรมการบริษัทและผู้บริหารระดับสูง ซึ่งเป็นผู้นำสูงสุดขององค์กรนำไปปรับใช้ในการกำกับดูแลกิจการ ให้กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดีในระยะยาว สร้างความน่าเชื่อถือสำหรับผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสีย เพื่อประโยชน์ในการสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน ตรงตามความมุ่งหวังของภาคธุรกิจและผู้ลงทุน ตลอดจนตลาดทุนและสังคมโดยรวม การกำกับดูแลกิจการ หมายถึง ความสัมพันธ์ในเชิงการกำกับดูแลรวมทั้งกลไกที่ใช้กำกับกับการตัดสินใจของคนในองค์กรให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ซึ่งรวมถึง

1. การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลัก
2. การกำหนดกลยุทธ์นโยบายและพิจารณาอนุมัติแผนงานและงบประมาณ
3. การติดตาม ประเมินและดูแลการรายงานผลการดำเนินงาน

ปัจจุบันนี้มีมาตรฐานสากลด้านการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งใช้เป็นบรรทัดฐานในหลายประเทศ คือหลักการกำกับดูแลกิจการของ OECD และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ตระหนักถึงความสำคัญและประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยในปี 2549 ได้เสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้แก่บริษัทจดทะเบียน ซึ่งเทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการของ OECD ซึ่งต่อมาได้มีการปรับปรุงอีกครั้งในปี 2555 เพื่อให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์การประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีของอาเซียน (ASEAN Corporate Governance Scorecard) โดยแบ่งออกเป็น 5 หมวดดังต่อไปนี้

1. สิทธิของผู้ถือหุ้น มีหลักการคือ ผู้ถือหุ้นมีสิทธิความเป็นเจ้าของโดยการควบคุมบริษัทผ่านการแต่งตั้งคณะกรรมการให้ทำหน้าที่แทนตนและมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัท บริษัทจึงควรส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิของตน
2. ปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน มีหลักการคือ ผู้ถือหุ้นทุกคนควรได้รับการปฏิบัติที่เท่าเทียมกันและเป็นธรรม ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่ถูกละเมิดสิทธิ ควรมีโอกาสได้รับการชดเชย

3. บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย มีหลักการคือ ผู้มีส่วนได้เสียควรได้รับการดูแลจากบริษัท ตามสิทธิที่มีกฎหมายเกี่ยวข้อง คณะกรรมการควรพิจารณาให้มีกระบวนการส่งเสริมให้เกิดความร่วมมือระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสีย ในการสร้างความมั่งคั่ง ความมั่นคงทางการเงินและยั่งยืน ให้กับกิจการ






4. การเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส มีหลักการคือ คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลสำคัญ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่มีใช่ข้อมูลทางการเงินอย่าง ถูกต้อง ครบถ้วน ทันเวลา โปร่งใส ผ่านช่องทางที่เข้าถึงข้อมูลได้ง่าย มีความเท่าเทียมกันและ น่าเชื่อถือ

5. ความรับผิดชอบของกรรมการ มีหลักการคือ คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการ กำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติ หน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และ ตลาดหลักทรัพย์ (กลต.), 2560) ได้กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นประโยชน์ต่อการดำเนิน ธุรกิจของบริษัทโดยตรง เนื่องจากจะเป็นการผลักดันให้บริษัทมีการจัดการแบบมีอาชีพ โปร่งใส มีมาตรฐานในระดับสากล สามารถแข่งขันได้ รวมทั้งเป็นที่ยอมรับของผู้ถือหุ้นและผู้เกี่ยวข้อง ทุกฝ่าย

คณะกรรมการบริษัทเป็นผู้มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการให้เป็นไปตาม หลักการที่ดี ซึ่งการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้นเป็นการจัด โครงสร้างและกระบวนการของ ความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการ ฝ่ายจัดการและผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน นำไปสู่ความเจริญเติบโตและการเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสีย เป็นหลัก

การกำกับดูแลกิจการนั้นในงานวิจัยนี้ วัดค่าจากคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการ จากการร่วมมือกันระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการ บริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) มีการประกาศรายชื่อบริษัทที่มีคะแนนในระดับดี- ดีเลิศ ตามช่วงคะแนนที่กำหนดขึ้น โดยใช้สัญลักษณ์ของคณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติ ดังแสดงในตารางที่ 2-2 ต่อไปนี้

ตารางที่ 2-2 ช่วงคะแนน สัญลักษณ์ และความหมายของการประเมินการกำกับดูแลกิจการ

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90-100		ดีเลิศ (ระดับ 5 คะแนน)
80-89		ดีมาก (ระดับ 4 คะแนน)
70-79		ดี (ระดับ 3 คะแนน)
60-69		พอใช้ (ระดับ 2 คะแนน)
50-59		ผ่าน (ระดับ 1 คะแนน)
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A ไม่ได้รับการประเมิน

หลักเกณฑ์ในการพิจารณาคะแนน จะอ้างอิงจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ของ OECD และของประเทศไทย โดยประกอบด้วยเกณฑ์รวม 241 ข้อ แบ่งออกเป็น 5 หมวดได้แก่

	จำนวนข้อ	น้ำหนัก
1. สิทธิของผู้ถือหุ้น	32	15%
2. การปฏิบัติที่เท่าเทียมกันต่อผู้ถือหุ้น	19	10%
3. บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย	29	20%
4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส	53	20%
5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ	108	35%

ที่มา : Corporate Governacne Report of Thai listed Company(CGR) ปี 2017-2018

ดัชนีราคาหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET 100

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการจัดทำกลุ่มดัชนีเพื่อให้สอดคล้องกับพัฒนาการของตลาดทุนที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาต่าง ๆ และเพื่อตอบสนองความต้องการของนักลงทุนที่หลากหลาย ไม่ว่าจะเป็นการใช้เป็นเครื่องมือในการสะท้อนความเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การใช้เปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุน (Performance benchmark) หรือการใช้ดัชนีอ้างอิง (Underlying index) สำหรับออกตราสารทาง

การเงินต่าง ๆ เช่น ตราสารอนุพันธ์ กองทุนรวม และกองทุนรวมอีทีเอฟ (ETF) เป็นต้น รวมทั้งการออกผลิตภัณฑ์ใหม่เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการลงทุนแก่นักลงทุน การคัดเลือกหลักทรัพย์ที่นำมาใช้คำนวณดัชนีราคาหลักทรัพย์ ในกลุ่ม SET 100 จะพิจารณาจากหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าทางการตลาดสูง (Market capitalization) มีสภาพคล่องในการซื้อขายในปริมาณที่สูงจำนวน 100 อันดับแรก รวมทั้งปริมาณการซื้อขายของกลุ่มนี้มากกว่าครึ่งเมื่อเทียบกับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งตลาด ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่มีการกระจายการลงทุนของนักลงทุนรายย่อยอย่างเหมาะสม เพื่อสะท้อนความสามารถในการเข้าถึงการลงทุนของนักลงทุนอย่างเท่าเทียมกัน (Investability) (ฝ่ายพัฒนาธุรกิจตราสารหนี้และอื่น ๆ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560, 2561) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะมีการทบทวนรายชื่อหลักทรัพย์ที่เป็นองค์ประกอบของดัชนีหลักทรัพย์ SET 100 ทุก ๆ 6 เดือน ในช่วงเดือนมิถุนายน ทั้งนี้เพื่อความเหมาะสมและสอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ เช่น กรณีที่มีบริษัทจดทะเบียนเข้าใหม่ หรือกรณีที่มีการเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนซึ่งอาจจะส่งผลให้หุ้นสามัญบางตัวไม่ได้ถูกคัดเลือก

การคำนวณดัชนี SET 100 Index

ใช้การคำนวณดัชนีเป็นการคำนวณแบบถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าหลักทรัพย์ตามตลาดของแต่ละหลักทรัพย์ (Market capitalization weight index) และมีการปรับฐานการคำนวณดัชนีทุกครั้งที่มีการเปลี่ยนแปลงมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการคำนวณ สูตรการคำนวณดัชนีราคาดังต่อไปนี้

$$\text{SET 100 Index} = \frac{\text{Current Market Value (CMV)}}{\text{Base Market Value (BMV)}} \times 1000$$

Current Market Value (CMV) = มูลค่าตามราคาตลาดรวมของหลักทรัพย์ทั้งหมดของดัชนี ณ วันปัจจุบัน

Base Market Value (BMV) = มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ทั้งหมด ณ วันฐาน
หมายเหตุ: วันฐาน (Base date) ของดัชนีราคา SET 100 คือวันที่ 30 เมษายน 2548 ค่าฐาน 1,000 จุด

คุณสมบัติของหลักทรัพย์ ดัชนี SET 100 มีดังต่อไปนี้

เป็นหุ้นสามัญที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนมาแล้วไม่น้อยกว่า 6 เดือน ยกเว้นกรณีหลักทรัพย์ที่ได้รับการคัดเลือกตามเกณฑ์การเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ระหว่างรอบและไม่เป็นหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายดังต่อไปนี้

1. อาจถูกเพิกถอนตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. อยู่ระหว่างดำเนินการเพิกถอนจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน
3. ถูกสั่งพักการซื้อขาย (ขึ้นเครื่องหมาย SP) เป็นระยะเวลาสั้น
4. มีแนวโน้มที่จะถูกพักการซื้อขายเป็นระยะเวลาสั้น เช่น 3 เดือน เนื่องจากไม่สามารถนำส่งงบการเงินได้ เป็นต้น
5. เป็นหลักทรัพย์ของบริษัทที่ผิดนัดชำระหนี้แล้ว และหรือยังไม่สามารถชำระหนี้ได้ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อฐานะการเงินของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ
6. เป็นหลักทรัพย์ของบริษัทที่ล้มละลาย เข้าสู่กระบวนการเพื่อฟื้นฟูกิจการ หรือชำระบัญชี
7. เป็นหลักทรัพย์ของบริษัทที่ผู้สอบบัญชีไม่แสดงความเห็นต่องบการเงินหรือแสดงความเห็นว่า งบการเงิน ไม่ถูกต้อง

แนวคิดและสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ

แนวคิดสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis: EMH) ได้เกิดขึ้นในปี ค.ศ. 1960 ถือได้ว่าเป็นแนวคิดสำคัญทางด้านการเงิน (Fama, 1970) ได้ให้นิยามตลาดการเงินที่มีประสิทธิภาพไว้ว่าเป็นตลาดที่มีราคาหลักทรัพย์ที่สะท้อนถึงสารสนเทศที่มีอยู่อย่างเต็มที่ สมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพนี้มีนัยว่ากลยุทธ์การซื้อขายที่อยู่บนพื้นฐานของสารสนเทศที่มีอยู่ขณะนั้น ไม่สามารถที่จะก่อให้เกิดผลตอบแทนส่วนเกินได้ หรืออาจกล่าวได้ว่า นักลงทุนไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนรายย่อยหรือกองทุน จะไม่สามารถที่จะเอาชนะตลาดได้อย่างสม่ำเสมอ ตามนิยามของ (Fama, 1970) ตลาดทุนจะเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ เมื่อสารสนเทศทั้งหมดที่มีอยู่ได้ถูกสะท้อนในราคาหลักทรัพย์อย่างเต็มที่ หรืออาจกล่าวได้ว่าราคาจะสะท้อนถึงสารสนเทศที่อยู่อย่างเต็มประสิทธิภาพในลักษณะดังกล่าวนี้ จะครอบคลุมถึงความรวดเร็ว คุณภาพ รวมถึงทิศทางและขนาด (Direction and magnitude) ของการปรับตัวของราคาต่อสารสนเทศที่เข้ามาสู่ตลาด

ภายใต้ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพนี้ ราคาที่แท้จริงของหลักทรัพย์จะถูกกำหนดจากมูลค่าปัจจุบันของกระแสผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับตลอดระยะเวลาการถือครองหลักทรัพย์ ดังนั้นอาจกล่าวได้ว่า ในทางทฤษฎีแล้วราคาหลักทรัพย์สามารถคำนวณได้จากมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการถือครองหลักทรัพย์นั้น กรณีผลตอบแทนของหุ้นที่สำคัญคือ เงินปันผล แบบจำลองส่วนลดของเงินปันผลแบบดั้งเดิม (Traditional Dividend Discount Model: DDM) กล่าวว่า ราคาหุ้นจะต้องเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลในอนาคตที่

คาดการณ์ไว้ สรุปได้ว่า Efficient Market hypothesis (EMH) มีสมมติฐาน คือ หลักทรัพย์จะอยู่ในดุลยภาพเสมอถ้าตลาดมีประสิทธิภาพ จะมีข้อสรุปดังนี้

1. หลักทรัพย์จะอยู่ที่ดุลยภาพเสมอ
2. ไม่มีนักลงทุนรายไหนที่จะได้รับผลตอบแทนสุทธิตามหรือต่ำกว่าที่ควรจะเป็น

ระดับของตลาดที่มีประสิทธิภาพ

1. ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak-form of EMH) ข้อมูลต่าง ๆ ในอดีตจะสะท้อนในราคาตลาดของหลักทรัพย์ในปัจจุบันหรือการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปีปัจจุบันเป็นผลมาจากข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในอดีต หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า คือการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายในปัจจุบัน จะคำนวณโดยอิงราคาหลักทรัพย์ในอดีตเท่านั้น

2. ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi strong-form of EMH) ราคาตลาดปัจจุบันสะท้อนถึงข้อมูลที่ได้ประกาศในสาธารณะทราบแล้ว ณ ระดับนี้ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบัน ไม่ได้เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในอดีตเท่านั้น แต่จะรวมผลของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายในปัจจุบัน โดยการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายจะมีการปรับราคาทันทีที่มีการประกาศข้อมูลในตลาด ได้อย่างถูกต้องและเป็นกลาง กล่าวคือ ตลาดทุนจะมีความเห็นพ้องกันในราคาที่กำหนดตามข้อมูลทางเศรษฐกิจของธุรกิจตามที่แสดงไว้ในรายงานทางการเงินหรือข้อมูลทางบัญชี ซึ่งเป็นแหล่งข้อมูลสาธารณะ (Public information) ที่สำคัญที่สุดสำหรับผู้ลงทุน การทดสอบสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุน ณ ระดับนี้ พิจารณาจากผลตอบแทนหลักทรัพย์ในช่วงหลังการรายงานข้อมูลทางบัญชีว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวการประกาศข้อมูลดังกล่าว จะมีผลตอบแทนไม่ปกติเท่าศูนย์ แสดงว่าตลาดทุนมีประสิทธิภาพระดับปานกลาง

3. ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับสูง (Strong-form of EMH) ราคาตลาดสะท้อนถึงข้อมูลประเภท การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเป็นผลสะท้อนจากข้อมูลทั้งหมดไม่ว่าจะเป็นข้อมูลที่ได้รายงานในตลาดหรือข้อมูลภายในของธุรกิจและทุกคนรับทราบข้อมูลเหล่านั้น ดังนั้นการกำหนดราคาหลักทรัพย์จึงไม่สามารถได้รับกำไรส่วนเกินปกติได้ แต่ประสิทธิภาพตลาดทุนระดับนี้เกิดขึ้นได้ยาก เพราะผู้จัดทำข้อมูลภายใน ย่อมไม่เปิดเผยข้อมูลนั้นง่าย ๆ การเข้าถึงข้อมูลจึงไม่ใช่เรื่องที่จะสามารถทำได้สะดวก การทดสอบสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุน ณ ระดับนี้ ยังมีแนวคิดสมมติฐานประสิทธิภาพตลาด 2 ระดับที่กล่าวมา คือการตอบสนองต่อข่าวสารนั้น โดยกล่าวสรุปภายใต้สมมติฐานนี้ การศึกษาประสิทธิภาพตลาดทุนจะพิจารณาว่าราคาหลักทรัพย์หรืออัตราผลตอบแทนที่เปลี่ยนแปลงไปเพื่อตอบสนองต่อข้อมูลที่เข้ามาในตลาดทุนว่า

มีความปกติใด ๆ หรือไม่ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าตลาดสามารถรับรู้ข่าวสารข้อมูลในตลาดหุ้น และราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวกับข่าวสารได้รวดเร็วเพียงใด โดยเฉพาะสมมุติฐานประสิทธิภาพตลาดหุ้นระดับปานกลางซึ่งให้ความสำคัญกับข่าวสารข้อมูลทางบัญชีในงบการเงิน

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

นักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงาน

จากบททบทวนงานวิจัยที่ผ่านมาเกี่ยวกับนักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงาน พบว่าผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับนักลงทุนสถาบันทั้งในเชิงบวกและเชิงลบ ได้แก่ การศึกษาของ Cornett et al. (2003) ได้ศึกษานักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาโดยใช้กลุ่มตัวอย่าง 737 ตัวอย่าง ในตลาดหลักทรัพย์ NYSE และ Nasdaq ในปี 2001 พบว่า นักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงานของบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก ซึ่งต่อมา Cornett et al. (2007) ได้ศึกษาในเรื่องเดียวกันแต่เปลี่ยนกลุ่มตัวอย่างเป็นกลุ่มตัวอย่างในตลาดหลักทรัพย์ S&P 100 ในช่วงปี 1993-2000 และได้เพิ่มตัววัดผลการดำเนินงานด้วยอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) จากเดิมที่วัดโดยกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) ผลลัพธ์ที่ได้ยังคงมีความสัมพันธ์เชิงบวกเช่นเดิม แต่ผลวิจัยกลับมีความขัดแย้งกับ Bhattacharya and Graham (2007) ซึ่งได้ศึกษาในประเทศฟินแลนด์ ในปี 2004 กลุ่มตัวอย่าง 116 บริษัท พบว่า นักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงลบ สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศฝรั่งเศส โดย Charfeddine and Elmarzougui (2011) ศึกษากลุ่มตัวอย่าง 35 บริษัท ในช่วงปี 2002-2005 โดยใช้ Tobin's Q ในการวัดผลการดำเนินงาน ต่อมาการศึกษาในประเทศเนเธอร์แลนด์ โดย Rafael Erik Fehr (2016) กลุ่มตัวอย่าง 97 บริษัท ซึ่งแบ่งเป็น 51 บริษัทจากประเทศที่พัฒนาแล้ว กับอีก 46 บริษัท จากประเทศที่กำลังพัฒนาหรือประเทศที่เป็นตลาดใหม่ พบว่า มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างนักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงาน จากผลดังกล่าวในแถบประเทศที่พัฒนาแล้วอย่างสหรัฐอเมริกา และประเทศแถบทวีปยุโรป ในการศึกษาที่ใช้ตัววัดผลการดำเนินงานที่แตกต่างกัน และสภาพแวดล้อมที่แตกต่างกัน ส่งผลให้ผลลัพธ์ที่ออกมาแตกต่างกัน ส่วนงานวิจัยในแถบเอเชีย อย่างเช่น ประเทศตุรกี ได้หวัน ปากีสถาน อินเดีย และมาเลเซีย พบว่ามี 2 ประเทศที่มีความสัมพันธ์เชิงบวก คือ ตุรกี โดย Gürbüz' et al. (2010) ศึกษากลุ่มตัวอย่าง 164 บริษัท ในช่วงปี 2005-2008 โดยใช้ ROA ในการวัดผลการดำเนินงาน ซึ่งผลที่ได้สอดคล้องกับประเทศอินเดีย โดย Nashier and Gupta (2016) ศึกษากลุ่มตัวอย่าง 1,392 บริษัท ในช่วงปี 2007-2014 วัดค่าโดย Tobin's Q ในทางตรงกันข้ามประเทศที่มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างเช่นเพื่อนบ้านเราในประเทศมาเลเซีย Ming et al. (2018) ได้ศึกษาความสัมพันธ์นักลงทุนสถาบันกับผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารระดับสูงผ่านผล

การดำเนินงานของบริษัท ในปี 2003-2012 กลุ่มตัวอย่าง 3,584 บริษัท สอดคล้องกับอีก 2 ประเทศ คือไต้หวัน กับปากีสถาน ซึ่งใช้ตัววัดเดียวกันคือ ROA กับ Tobin's Q ประเทศไต้หวันศึกษาโดย Hsu and Wang (2014) กลุ่มตัวอย่าง 647 บริษัท ช่วงปี 2005-2009 และปากีสถาน โดย Afza and Nazir (2015) ศึกษากลุ่มตัวอย่าง 200 บริษัท ในช่วงปี 2005-2011 ส่วนในประเทศไทยการศึกษาที่ในเชิงลึกในบทบาทนักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงานยังมีอยู่อย่างจำกัด จากการทบทวนงานวิจัยมี 3 งานวิจัย ได้แก่ Thanatawee (2014) ซึ่งศึกษานักลงทุนสถาบันกับมูลค่ากิจการ ใช้ Tobin's Q ในการวัดมูลค่ากิจการ ซึ่งเลือกกลุ่มบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งหมด 323 บริษัท ในช่วงปี 2007-2011 พบว่า นักลงทุนสถาบันไทยมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ มากกว่านักลงทุนต่างชาติ และมีบทบาทในการตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหารอย่างมีประสิทธิภาพและขับเคลื่อนการกำกับดูแลกิจการที่ดี ส่วนงานวิจัยของนริสา เยาวลักษณ์ (2558) ได้ศึกษาการถือหุ้นของบุคคลภายในและนักลงทุนสถาบันต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในปี 2554-2556 จำนวน 378 บริษัท พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่และนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท รวมทั้งสัดส่วน นักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ เนื่องจากนักลงทุนสถาบันมีการติดตามการทำงานของผู้บริหารอย่างใกล้ชิด จึงช่วยลดโอกาสที่ผู้บริหารจะตัดสินใจเพื่อผลประโยชน์ของตนเองลดลง ต่อมาในปี 2561 ปิยะณัฐ ฤนพุทธคมและคณะ (2561) ได้ศึกษาผลกระทบโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งผลการศึกษา มีความขัดแย้งกับ นริสา เยาวลักษณ์ (2558) โดยพบว่า สัดส่วนนักลงทุนสถาบัน มีความสัมพันธ์ เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานที่วัดค่าโดย ผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) ในขณะที่โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีผลกระทบต่อการดำเนินงานเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ จากที่กล่าวไปข้างต้นได้สรุปในตารางที่ 2-3 ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 2-3 สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงาน

No.	Author	Sample	Period	Country	Relations	Performance Measurement	Article name
1.	Cornett et al. (2003)	737 Observations_NYSE and Nasdaq	2001	USA	Pos. hip	CFO	The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance
2.	Cornett et al. (2007)	100 Firms_S&P 100	1993-2000	USA	Pos.	Cash flow, ROA	The impact of institutional ownership on corporate operating performance
3.	Bhattacharya and Graham (2007)	116 firms	2004	Finland	Neg.	Tobin's Q & ROE	Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from Finland
4.	Gürbüz' et al. (2010)	164 firm-year	2005-2008	Turkey	Pos.	ROA	Corporate Governance and Financial Performance with a Perspective on Institutional Ownership: Empirical Evidence from Turkey

ตารางที่ 2-3 (ต่อ)

No.	Author	Sample	Period	Country	Relations	Performance Measurement	Article name
5.	Charfeddine and Elmarzougui (2011)	35 firms	2002-2005	French	Neg. hip	Tobin's Q	Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from France
6.	Hsu and Wang (2014)	647 firms	2005-2009	Taiwan	Neg.	ROA, Tobin'Q	The Level and Stability of Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from Taiwan
7.	Afza and Nazir (2015)	200 firms	2005-2011	Pakistani	Neg.	ROA, Tobin'Q	Role of Institutional Shareholders' Activism in Enhancing Firm Performance: The Case of Pakistan
8.	Nashier and Gupta (2016)	1,392	2007-2014	India	Pos.	Tobin's Q	The Effect of Institutional Ownership on Firm Performance

ตารางที่ 2-3 (ต่อ)

No.	Author	Sample	Period	Country	Relations	Performance Measurement	Article name
9.	Rafael Erik Fehr (2016)	97 firms (51 developed countries+ 46 emerging countries)	2012-2015	Netherla nds	Pos. hip	Tobin's Q Measurement	Institutional ownership and performance: An Overview in emerging and developed countries.
10.	Ming et al. (2018)	3,584 firm-year	2003 - 2012	Malaysia	Neg.	ROA ROE&ROS	Institutional Investors and CEO Pay Performance in Malaysian Firms
11.	Thanatawee (2014)	323 firms (SET)	2007 - 2011	Thai	Pos.	Tobin's Q&ROA	Institutional Ownership and Firm Value in Thailand
12.	นริสา เยาวลักษณ์ (2558)	378 Firms (SET)	2554-2556	Thai	Pos.	ROA/ROE	การถือหุ้นของบุคคลภายในและนักลงทุน สถาบัน ต่อผลการดำเนินงาน และผลตอบแทน จากหลักทรัพย์

ตารางที่ 2-3 (ต่อ)

No.	Author	Sample	Period	Country	Relations	Performance Measurement	Article name
13.	ปิยะฉวี ฤกษ์พทตม และคณะ (2561)	1,665 firm year (SET)	2554-2558	Thai	Neg. hip	ROA	ผลกระทบบางองค์กรสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นักลงทุนสถาบันและการกำกับดูแลกิจการ

ในปี 2559 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยร่วมกับจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัยและมหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตศรีราชา ได้นำเสนอรายงานสรุปผลสำรวจข้อมูลกรรมการและผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียน เป็นส่วนหนึ่งของข้อตกลงความร่วมมือ โครงการพัฒนาฐานข้อมูลและงานวิจัยด้านธรรมาภิบาล (Corporate governance) ในตลาดทุนไทย พบว่า บริษัทใน SET100 ประมาณกรรมการส่วนใหญ่จะเป็นประธานกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารร้อยละ 41.84 ตามมาด้วยประธานกรรมการที่เป็นกรรมการอิสระร้อยละ 37.76 และประธานกรรมการที่เป็นผู้บริหารร้อยละ 20.41 (พรอนงค์ บุษราตระกูลและคณะ, 2559) จากผลการสำรวจดังกล่าวจะเห็นได้ว่าโดยส่วนใหญ่ประธานกรรมการไม่ใช่บุคคลเดียวกันกับผู้บริหาร โดยรวมร้อยละ 80 ของบริษัทในกลุ่ม SET 100 ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการเป็นสิ่งที่หน่วยงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ความสำคัญในระดับสูง นอกจากนี้ นักลงทุนต่างชาติก็ให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย เช่นกัน โดยในเดือนสิงหาคม พ.ศ. 2548 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้นำเสนอบทความเรื่อง “นักลงทุนสถาบันต่างชาติกับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทย” ซึ่งบทความดังกล่าวได้อธิบายว่านักลงทุนสถาบันต่างประเทศมีส่วนการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้นเป็นลำดับ ซึ่งการกำกับดูแลกิจการก็เป็นปัจจัยหนึ่งที่ใช้ในการประเมินความเสี่ยงของการลงทุนได้ ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนไทยจะต้องพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีในกิจการของตนเพื่อให้ผลการประเมินความเสี่ยงของกิจการอยู่ในระดับที่ยอมรับได้ และเป็นที่น่าลงทุนในสายตาของนักลงทุนสถาบัน อันจะเป็นการสะท้อนให้เห็นถึงความน่าไว้วางใจในการลงทุนและภาพพจน์ที่ดีของกิจการเพื่อดึงดูดนักลงทุนรายอื่น ๆ มาร่วมลงทุนและเป็นการสร้างมูลค่าให้กับบริษัทอีกทางหนึ่งด้วย

สำหรับงานวิจัยที่ศึกษาระดับความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการต่อการพิจารณาลงทุนนั้นในปี 2542 Price Waterhouse Cooper Singapore ซึ่งร่วมกับ The Singapore Exchange ได้นำเสนอผลการสำรวจความคิดเห็นของนักลงทุนสถาบันจำนวน 47 บริษัท โดยพบว่าการกำกับดูแลกิจการเป็นปัจจัยสุดท้ายที่นักลงทุนสถาบันใช้ในการพิจารณาลงทุน อย่างไรก็ตาม ผู้ตอบแบบสำรวจกว่า 71% ก็ยังประเมินว่าการกำกับดูแลกิจการเป็นปัจจัยกระตุ้นให้มีการลงทุนในประเทศสิงคโปร์แม้จะให้ความสำคัญเป็นลำดับสุดท้าย ซึ่งเป็นการยืนยันได้ว่า การกำกับดูแลกิจการเป็นสิ่งที่มีความสำคัญ (Price Waterhouse Coopers, 2000) สำหรับในประเทศไทยนั้น พ.ศ. 2547 บริษัท ไทยเรทติ้งแอนด์ อินฟอร์เมชันเซอร์วิส จำกัด (TRIS) อ้างอิงในงานวิจัยของไมตรี เอื้อจิตอนันตกุล (2549) ได้นำเสนอผลการวิจัยเรื่อง “นักลงทุนสถาบันของไทยประเมินคุณค่าบรรษัทภิบาลอย่างไร” ซึ่งเป็นการสำรวจความคิดเห็นของนักลงทุนสถาบันจำนวน 123 แห่ง พบว่านักลงทุนสถาบันให้

ความสำคัญกับผลประโยชน์ในอดีตและความสามารถในการสร้างกำไรในอนาคตมากที่สุด ลำดับถัดมาจึงพิจารณาปัจจัยที่เกี่ยวกับบริษัทในตลาดในเรื่องคุณภาพและความน่าเชื่อถือของข้อมูลที่เปิดเผย ตามด้วยสภาพคล่องของหุ้น และการทำหน้าที่ของคณะกรรมการและคณะผู้บริหาร ตามลำดับ ทั้งนี้ ร้อยละ 87 ของกลุ่มตัวอย่างใช้ปัจจัยด้านบริษัทในตลาดเป็นปัจจัยประกอบการพิจารณาลงทุน งานวิจัยดังกล่าวข้างต้นเป็นหลักฐานที่แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะเป็นสิ่งจูงใจให้นักลงทุนตัดสินใจเข้าร่วมลงทุน อย่างไรก็ตามจากการศึกษาของ Li (2005) ศึกษาในประเทศจีน พบว่า หากบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการในระดับต่ำ นักลงทุนต่างประเทศจะหลีกเลี่ยงการลงทุนในบริษัทนั้น แล้วเปลี่ยนลักษณะการลงทุนจากการลงทุนในธุรกิจหรือบริษัทต่าง ๆ หรือที่เรียกว่าการลงทุนทางอ้อม (Indirect investment) เป็นการลงทุนที่ผู้ลงทุนเป็นผู้ประกอบการเองหรือที่เรียกว่าการลงทุนทางตรง (Direct investment) เพื่อสิทธิในการปกป้องคุ้มครองผลประโยชน์ของตนเองที่สูงกว่า สำหรับการศึกษานี้ในประเทศนิวซีแลนด์โดย Tan and Keeper (2008) พบว่า ลักษณะนักลงทุนสถาบันในนิวซีแลนด์จะมีลักษณะคล้ายสหรัฐอเมริกาและอังกฤษ (Chung and Zhang (2011); Alshabibi (2017); Lewellen and Lewellen (2018); Aggarwal et al. (2011)) กล่าวคือ นักลงทุนสถาบันจะเพิ่มขึ้นเมื่อกิจการที่เข้าไปลงทุนมีการกำกับกิจการที่ดี หรืออีกนัยหนึ่งคือนักลงทุนสถาบันขับเคลื่อนการกำกับดูแลกิจการที่ดีและพบอีกว่านักลงทุนสถาบันมีบทบาทที่จะทำให้การกำกับดูแลกิจการดีขึ้นในช่วงระหว่างวิกฤตเศรษฐกิจ และหลังวิกฤตเศรษฐกิจมากกว่าก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในประเทศแคนาดา (Doidge et al., 2015) ที่วิจัย 212 บริษัทในช่วงปี 2005-2013 พบว่านักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลต่อการขับเคลื่อนการกำกับดูแลกิจการ สำหรับในแถบเอเชียพบงานวิจัยในประเทศมาเลเซีย โดย Wahab et al. (2008) พบว่า มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกสอดคล้องกับงานวิจัยในประเทศญี่ปุ่น โดย Mizuno and Shimizu (2015) พบว่า นักลงทุนสถาบันสร้างความแข็งแกร่งให้กับการกำกับดูแลกิจการโดยการโหวตออกเสียงในที่ประชุม ผลสรุปได้ว่าการกำกับดูแลกิจการ ดีขึ้นโดยนักลงทุนสถาบัน

สำหรับงานวิจัยที่ขัดแย้งกับงานวิจัยที่กล่าวมาแล้วข้างต้น พบว่านักลงทุนสถาบันไม่ช่วยส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้เกิดขึ้นและยังเป็นอุปสรรคสำคัญต่อการพัฒนาการกำกับกิจการด้วย โดย Hellman (2005) ได้ศึกษานักลงทุนสถาบันจะใช้ปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการมาประกอบการพิจารณาในตราสารทุนหรือไม่? ซึ่งพบว่านักลงทุนสถาบันจะฟังฟังคำแนะนำของที่ปรึกษาจากภายนอก ในการตัดสินใจและให้ความสำคัญกับตัวแบบการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ที่มีการปรับปรุงข้อมูลให้ทันสมัยตามการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินเป็นรายไตรมาสเป็นหลัก นอกจากนี้ David and Kochhar (1996) ซึ่งได้ศึกษาบทบาทนักลงทุนสถาบันที่มีต่อการกำกับดูแล

กิจการเช่นกัน พบว่านักลงทุนสถาบันไม่ได้ช่วยส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้เกิดขึ้นในบริษัทโดยมีอุปสรรคสำคัญที่ทำให้เกิดเช่นนั้นจำนวน 3 ประการ คือ

1. อุปสรรคจากความสัมพันธ์ทางธุรกิจ โดยที่นักลงทุนสถาบันบางแห่งเป็นผู้ถือหุ้นและคู่ค้าของบริษัทที่ตนเองลงทุน จึงเป็นบ่อเกิดของความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of interest) ซึ่งจะส่งผลให้ความสามารถของนักลงทุนสถาบันในการติดตามตรวจสอบการทำงานของฝ่ายจัดการของบริษัทลดลงได้

2. อุปสรรคจากสภาพแวดล้อมทางด้านกฎระเบียบ กล่าวคือ การจำกัดสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทเพื่อไม่ให้นักลงทุนสถาบันมีการควบคุมการดำเนินงานบริษัทมากเกินไปและเพื่อป้องกันความเสี่ยงจากโอกาสที่จะขาดทุนเป็นจำนวนมากจากการลงทุนในบริษัทแห่งใดแห่งหนึ่งมากเกินไป รวมถึงไปถึงกฎระเบียบของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศสหรัฐอเมริกาที่ได้กำหนดให้กลุ่มบุคคลใดที่ถือหุ้นรวมกันเกินกว่า 5% จะต้องรายงานการถือหุ้นและเจตนาในการถือหุ้นให้สำนักงานทราบและห้ามกลุ่มบุคคลนั้นทำกำไรจากการซื้อขายหุ้นที่ได้มาในช่วงเวลาน้อยกว่า 6 เดือน ข้อจำกัดนี้เป็นอุปสรรคสำคัญที่ทำให้สถาบันต่าง ๆ ไม่สามารถร่วมมือกันกำหนดทิศทางการดำเนินงานของบริษัทได้

3. อุปสรรคจากข้อจำกัดในการประมวลผลข้อมูล กล่าวคือ การที่นักลงทุนสถาบันจะส่งเสริมให้การกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้นในบริษัทที่ลงทุนนั้น สถาบันนั้นก็ควรจะต้องมีระบบสารสนเทศที่มีประสิทธิภาพในการรวบรวมประมวลผลประเมินสารสนเทศต่าง ๆ แทนที่ปัญหาจะเกิดขึ้น ซึ่งระบบดังกล่าวจะเป็นแหล่งของต้นทุนในการดำเนินงานเป็นจำนวนมากของสถาบัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากจะต้องมีระบบเพื่อติดตามและเตือนภัยในทุกแห่งที่นักลงทุนสถาบันได้เข้าร่วมลงทุน

นอกจากนี้ผลการศึกษาของ Belev (2003) ก็พบว่านักลงทุนสถาบันจะเป็นอุปสรรคสำคัญของระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี เนื่องจากการมีนโยบายการลงทุนที่ไม่สอดคล้องกับผู้ถือหุ้นของสถาบันแห่งนั้นซึ่งเป็นการละเลยต่อสิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นทุกรายของสถาบันอย่างไม่เท่าเทียมกัน รวมไปถึงปัญหาของการเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใสของสถาบันเองที่ยังอยู่ในระดับต่ำ

การศึกษาในประเทศไทยโดยไมตรี เอื้อจิตอนันตกุล (2549) พบว่า สัดส่วนนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจัดตั้งคณะกรรมการสรรหาและคณะกรรมการพิจารณาคำตอบแทน ซึ่งเป็นตัวแทนของความรับผิดชอบของกรรมการในการกำกับดูแลกิจการ ดังนั้นสามารถกล่าวได้ว่า นักลงทุนต่างชาติความสัมพันธ์เชิงบวกกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี ส่วนนักลงทุนสถาบันไทยนั้นกลับไม่พบความสัมพันธ์กับการกำกับดูแลกิจการ ในขณะที่งานวิจัยของ

จิรัชสร บุญรอด (2558) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างของการกำกับดูแลกิจการและ
นักลงทุนสถาบัน กล่าวคือการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะนำมาสู่การมีส่วนร่วมของนักลงทุนสถาบันที่มา
ลงทุนในกิจการเพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ จากการทบทวนงานวิจัยที่ผ่านมาเห็นได้ว่าการกำกับ
ดูแลกิจการกับนักลงทุนสถาบันในประเทศไทยยังมีไม่มากนักตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบันและ
ผลการวิจัยก็ยังพบว่านักลงทุนสถาบันยังเป็นอุปสรรคในการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดังนั้นผู้วิจัย
จึงสนใจที่จะศึกษาต่อความสัมพันธ์ของนักสถาบันกับการกำกับดูแลกิจการ สามารถสรุปงานวิจัย
ได้ดังตารางที่ 2-4

ตารางที่ 2-4 สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่แสดงความสัมพันธ์การกำกับดูแลกิจการกับนักลงทุนสถาบัน

No.	Author	Sample	Period	Country	Relationship / Research finding(s)	Article name
1	Tan and Keeper (2008)	-	Working paper series	New Zealand	Pos.	Institutional Investors and Corporate Governance: A New Zealand Perspective
2	Abdul Wahab et al. (2008)	434 firms	1999-2002	Malaysia	Pos.	Corporate governance and institutional investors: evidence from Malaysia
3	Chung and Zhang (2011)	12,093 firm-year	2001-2006	USA	Pos.	Corporate governance and institutional ownership
4	Doidge et al. (2015)	212firms	2005- 2013	Canada	Pos.	Can institutional investors improve corporate governance through collective action
5	Alshabibi (2017)	15 countries	2006-2012	UK	Pos.	Institutional Investors and Corporate Governance

ตารางที่ 2-4 (ต่อ)

No.	Author	Sample	Period	Country	Relationship/ Research finding(s)	Article name
6	Lewellen and Lewellen (2018)	7,472 firms	1980–2015	USA	Pos.	Institutional investors and corporate governance: The incentive to be engaged
7	ฉัตรบุญรอต (2558)	680 กลุ่มตัวอย่าง	2556-2557	Thai	Pos.	การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบัน และผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
8	Mizuno and Shimizu (2015)	2,198 firms	2005-2010	Japan	Pos.	The Influence of Institutional Investors on Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Japan
9	ไมตรี เออิจิต อนันตกุล (2549)	397 กลุ่มตัวอย่าง	2547-2548	ไทย	นักลงทุนสถาบันต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกแต่กลับไม่พบความสัมพันธ์กับนักลงทุนสถาบันไทย	การกำกับดูแลกิจการที่ช่วยในการลงทุนหรือไม่

ตารางที่ 2-4 (ต่อ)

No.	Author	Sample	Period	Country	Relationship/ Research finding(s)	Article name
10	Aggarwal et al. (2011))	23 countries	2003-2008	USA	Pos.	Does Governance Travel around the World? Evidence from Institutional Investors
11	Hellman (2005)	-	Working paper series	Sweden	Neg.	Can we expect institutional investors to improve corporate governance?
12	David and Kochhar (1996)	-	Working paper series	USA	Neg.	Barriers to effective corporate governance by institutional investors: Implications for theory and practice
13	Belev (2003)	-	Working paper series	Bulgaria	Neg.	Institutional investors in Bulgarian corporate governance reform: obstacles or facilitators?

ปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลต่อผลการดำเนินงาน

กลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม เป็นปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลต่อการดำเนินงาน เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรม จะมีผลกระทบกับการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจมหภาค สภาพการแข่งขันในอุตสาหกรรม อนาคตของอุตสาหกรรมว่ามีแนวโน้มการเติบโตเป็นอย่างไร ซึ่งขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายด้านด้วยกัน เช่น นโยบายรัฐบาลที่จะให้การสนับสนุนหรือเป็นอุปสรรคในการดำเนินธุรกิจ โครงสร้างการเปลี่ยนแปลงของภาษีของรัฐบาล โครงสร้างของอุตสาหกรรมแต่ละประเภทจะมีความแตกต่างกัน ซึ่งจะมีผลกับผลการดำเนินงานของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558)

ขนาดของกิจการ

ขนาดของกิจการ ถือว่าเป็นองค์ประกอบของปัจจัยพื้นฐานในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ ซึ่งสามารถส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่จะเกิดความได้เปรียบในด้านการแข่งขันมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558) นักลงทุนสถาบันส่วนมากให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทขนาดใหญ่มากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่ผู้บริหารดำเนินงานและบริหารด้วยการสร้างมูลค่าเพิ่มกับกิจการให้มีมูลค่าสูงสุดรวมทั้งมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่ดึงดูดนักลงทุนสถาบันที่คำนึงถึงผลตอบแทนในระยะยาวมาลงทุน

ในงานวิจัยนี้ผู้วิจัยได้นำขนาดกิจการมาเป็นตัวแปรควบคุม การวัดค่าตัวแปรนี้โดยการควบคุมขนาดของกิจการ โดยใช้ค่าลอการิทึมธรรมชาติ (Natural logarithm) ของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นรอบระยะเวลาบัญชี เนื่องจากสินทรัพย์รวมเป็นการแสดงถึงฐานะการเงินของบริษัท ซึ่งบริษัทจะได้รับประโยชน์เศรษฐกิจในอนาคตจากสินทรัพย์ เพื่อก่อให้เกิดกระแสเงินสด ดังนั้นสินทรัพย์รวมจึงถือเป็นตัวแทนที่เหมาะสมในการวัดขนาดบริษัท กล่าวคือ บริษัทที่มีสินทรัพย์รวมสูงจะถือว่าเป็นบริษัทขนาดใหญ่ในทางตรงกันข้ามบริษัทที่มีสินทรัพย์รวมต่ำจะถือว่าเป็นบริษัทขนาดเล็กและเนื่องจากมูลค่าสินทรัพย์ของแต่ละบริษัท ที่อยู่ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมแตกต่างกันมากจึงวัดค่าด้วย Natural Logarithm ของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นรอบระยะเวลาบัญชี เพื่อปรับค่าตัวเลขให้อยู่ในฐานะที่ใกล้เคียงกันมากขึ้น เพื่อที่จะนำมาเปรียบเทียบกันได้ (เบญจวรรณ สุภักดิ์พร, 2561)

โครงสร้างเงินทุน

โครงสร้างเงินทุนเป็นสิ่งสำคัญต่อธุรกิจเนื่องจากธุรกิจต่าง ๆ ถือว่าเงินทุนเป็นปัจจัยในการดำเนินธุรกิจ เมื่อธุรกิจเติบโตบริษัทที่ต้องการเงินทุนในการขยายกิจการซึ่งแหล่งเงินทุนมาจากเงินทุนภายในและเงินทุนภายนอก แหล่งเงินทุนแต่ละประเภทมีทั้งข้อดีและข้อเสียต่อบริษัทแตกต่างกันไป การกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกช่วยสร้างผลประโยชน์ทางภาษีให้กับธุรกิจ แต่ทำให้บริษัทมีต้นทุนในการล้มละลายเพิ่มสูงขึ้น การที่ธุรกิจจะเติบโตได้นั้น ธุรกิจต้องใช้กลยุทธ์และเงินทุนในการดำเนินธุรกิจ การกำหนดทิศทางของการดำเนินธุรกิจสามารถจำแนกได้เป็น 2 ลักษณะ คือ ประการที่ 1 การเติบโตโดยมุ่งเน้นไปที่ความสามารถเฉพาะขององค์กรที่มีอยู่แล้ว ส่วนประการที่ 2 การกระจายไปสู่กลุ่มธุรกิจในอุตสาหกรรมอื่น ซึ่งส่วนใหญ่จะใช้กลยุทธ์ในการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ เพื่อลดความเสี่ยงในการทำธุรกิจ ซึ่งจากงานวิจัยของ Rumelt (1982) พบว่า การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่คล้ายกันมีผลทำให้การดำเนินงานดีขึ้นสอดคล้องกับงานวิจัยของ Zeitun and Tian (2014) พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีผลเชิงบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดค่าโดย Tobin's Q

อายุของกิจการ

อายุของกิจการ เป็นปัจจัยหนึ่งที่สามารถนำมาใช้ในการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานและเป็นสิ่งสะท้อนให้เห็นถึงคุณสมบัติที่ทำให้บริษัทจดทะเบียนนั้นสามารถดำรงสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ เนื่องจากการที่บริษัทจะสามารถดำรงสถานะได้นั้นจะต้องมีการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์และการกำกับของฝ่ายกำกับบริษัทจดทะเบียนของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งการกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เปิดเผยข้อมูลรายงานทางการเงินแก่สาธารณชนอย่างถูกต้องครบถ้วนและมีความโปร่งใส ซึ่งความถูกต้อง ครบถ้วนและความโปร่งใสเป็นคุณสมบัติของการกำกับดูแลกิจการที่ดี บริษัทจดทะเบียนที่มีจำนวนปีที่เข้ามายาวนานจะมีการแสดงข้อมูลรายงานทางการเงินที่มากกว่าบริษัทที่มีจำนวนปีน้อยกว่า (Bianchini, Krafft, Quatraro, & Ravix, 2015) เนื่องจาก บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ยาวนานจะมีประสบการณ์ในการวางแผน การเตรียมข้อมูล การเปิดเผยข้อมูลได้อย่างถูกต้องครบถ้วนและตรงต่อความต้องการของผู้ใช้งบการเงิน ด้วยเหตุผลดังกล่าว ผู้วิจัยจึงวัดค่าอายุของกิจการจากการนำจำนวนปีที่เข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จนถึงปีที่ทำการศึกษายเป็นตัวแปรควบคุม (ศิริพร พวงย้อย, 2551)

บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

ในบทที่ 3 นี้จะกล่าวถึงวิธีดำเนินการวิจัยในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน การกำกับดูแลกิจการที่ดี และนักลงทุนสถาบันกลุ่มดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET 100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อสนับสนุนจากงานวิจัยที่ได้กล่าวถึงจากการทบทวนเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในบทที่ 2 ซึ่งพบความสัมพันธ์ทั้งเชิงบวกและความสัมพันธ์เชิงลบ ผู้วิจัยจึงศึกษาการทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าว พร้อมทั้งนำเสนอวิธีดำเนินการวิจัยในบทนี้ ซึ่งประกอบด้วย ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา การเก็บรวบรวมข้อมูล กลุ่มประชากร การเลือกกลุ่มตัวอย่าง ตัวแบบจำลองและการวัดค่าตัวแปร เครื่องมือวิจัยและการวิเคราะห์ข้อมูล

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานและการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับนักลงทุนสถาบัน ประชากรที่ใช้ในการศึกษาเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ถูกจัดอันดับอยู่ในกลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SET 100 ในช่วง 1 มกราคม 2562 ถึง 30 มิถุนายน 2562 โดยทำการรวบรวมข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557 ถึง พ.ศ. 2561 เป็นระยะเวลา 5 ปี เก็บข้อมูลทุกกลุ่มอุตสาหกรรมยกเว้นบริษัทที่ลักษณะดังต่อไปนี้

1. บริษัทที่อยู่กลุ่มอุตสาหกรรมการเงินเนื่องจากมีวิธีปฏิบัติทางด้านบัญชีและรูปแบบงบการเงินแตกต่างที่แตกต่างจากกลุ่มธุรกิจอื่น
2. บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน เนื่องจากงานวิจัยนี้ใช้การข้อมูลงบการเงิน 5 ปี ดังนั้นจะมีบางบริษัทที่งบการเงินไม่ครบ 5 ปี ผู้วิจัยจึงตัดบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนออกจากการศึกษา

ตารางที่ 3-1 จำนวนประชากรที่ใช้ในการศึกษา

ลำดับ	กลุ่มอุตสาหกรรม	2557	2558	2559	2560	2561	รวม
1	กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ	25	25	25	25	25	125
2	กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร	25	25	25	25	25	125
3	กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	20	20	20	20	20	100
4	กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	8	8	8	8	8	40
5	กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี	7	7	7	7	7	35
6	กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม	2	2	2	2	2	10
7	กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค	0	0	0	0	0	0
8	กลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน	13	13	13	13	13	65
จำนวนบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มดัชนี SET 100		100	100	100	100	100	500
หัก กลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน		13	13	13	13	13	65
หัก บริษัทที่มีงบการเงินไม่ถึง 5 ปี		18	18	18	18	18	90
จำนวนบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่าง 5 ปี		69	69	69	69	69	345

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยนี้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) จากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มดัชนี SET 100 จากการจัดอันดับของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นการคำนวณดัชนีระหว่างวันที่ 1 มกราคม 2562 ถึงวันที่ 30 มิถุนายน 2562 สำหรับรอบระยะเวลาบัญชีปี พ.ศ. 2557-พ.ศ. 2561 โดยเก็บรวบรวมแบบพาแนล (Panel data) ซึ่งเป็นการเก็บข้อมูลใน 1 ชุดในช่วงเวลาที่แตกต่างกัน โดยเชื่อว่าในช่วงเวลาต่าง ๆ ข้อมูลจะมีการเปลี่ยนแปลงในงานวิจัยฉบับนี้เลือกใช้การเก็บข้อมูลแบบพาแนล เนื่องจากว่าจุดประสงค์หลักของการวิจัยต้องการทราบผลการดำเนินงานในระยะยาวว่าแต่ละบริษัทมีผลการดำเนินงานแต่ละปีมีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร เพื่อวัดประสิทธิภาพการปฏิบัติงานของผู้บริหารและบทบาทของนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งนักลงทุนสถาบันจะถือหุ้นอย่างต่อเนื่องในระยะยาวเกิน 5 ปี จึงทำการเก็บข้อมูลแต่ละบริษัทย้อนหลังไป 5 ปี ตามปีที่กล่าวไว้ข้างต้น ข้อมูลที่เก็บรวบรวมและนำมาใช้ในการศึกษาทั้งหมด 69 บริษัท 345 ข้อมูล โดยมีการเก็บข้อมูลตัวแปรดังต่อไปนี้ สัดส่วนนักลงทุนสถาบันไทย สัดส่วนนักลงทุนสถาบันต่างชาติ ข้อมูลที่ใช้ในการคำนวณ Tobin's Q

รวมทั้งข้อมูลที่ใช้คำนวณตัวแปรควบคุมอื่น ๆ โดยการเก็บข้อมูลจาก SETSMART (Set marketing and report tools) ในส่วนของคะแนนการกำกับดูแลกิจการจะใช้คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Rating: CGR) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Director: IOD) ที่ได้สำรวจและประเมินข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกปีซึ่งจะเก็บข้อมูลทุกปีเป็นระยะเวลา 5 ปี ระหว่างปี พ.ศ. 2557- 2561

แบบจำลองและตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

$$\text{แบบจำลองที่ 1 Tobin's } Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{DINST}_{i,t} + \beta_2 \text{FINST}_{i,t} + \beta_3 \text{IND}_{1i,t} + \beta_4 \text{IND}_{2i,t} + \beta_5 \text{IND}_{3i,t} + \beta_6 \text{IND}_{4i,t} + \beta_7 \text{IND}_{5i,t} + \beta_8 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_9 \text{AGE}_{i,t} + \beta_{10} \text{DE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{แบบจำลองที่ 2 CG Score}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{DINST}_{i,t} + \beta_2 \text{FINST}_{i,t} + \beta_3 \text{IND}_{1i,t} + \beta_4 \text{IND}_{2i,t} + \beta_5 \text{IND}_{3i,t} + \beta_6 \text{IND}_{4i,t} + \beta_7 \text{IND}_{5i,t} + \beta_8 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_9 \text{AGE}_{i,t} + \beta_{10} \text{DE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

ตารางที่ 3-2 คำอธิบายตัวแปร

ตัวแปร	คำอธิบายตัวแปร
Tobin's Q	มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดบวกหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (เท่า)
CG Score	คะแนนการกำกับดูแลกิจการ
DINST	นักลงทุนสถาบันในประเทศ
FINST	นักลงทุนสถาบันต่างชาติ
IND ₁	กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ
IND ₂	กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
IND ₃	กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี
IND ₄	กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
IND ₅	กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม
IND ₆	กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (กลุ่มอ้างอิง)
SIZE	ขนาดกิจการ

ตารางที่ 3-2 คำอธิบายตัวแปร

ตัวแปร	คำอธิบายตัวแปร
D/E	โครงสร้างเงินทุน
AGE	อายุกิจการ
E	ความคลาดเคลื่อน

ตารางที่ 3-3 การวัดค่าตัวแปร

ตัวแปร	การวัดค่าโดย	งานวิจัยในอดีต
<u>ตัวแปรตาม</u>		
Tobin's Q	$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market Capitalization} + \text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$ <p>Market Capitalization = จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท *ราคาตลาดหุ้นสามัญ ณ สิ้นปี</p> <p>Total debt = มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนและหนี้สินระยะยาว</p> <p>Total Asset = มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์หมุนเวียนและสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน</p>	Chung and Pruitt (1994)
CG Score	<p>วัดค่าโดยตัวแปรหุ่น Dummy (0,1)</p> <p>$CG_{HL} = 1$ บริษัทที่มีคะแนนการประเมินระดับดีขึ้นไป (กลุ่มคะแนนระดับสูง)</p> <p>$= 0$ บริษัทที่ไม่มีคะแนนการประเมินระดับดีขึ้นไป (กลุ่มคะแนนระดับต่ำ)</p>	Brown and Caylor (2004); วรลักษณ์ พฤกษ์ชัย (2560)
<u>ตัวแปรอิสระ</u>		
DINST	<p>วัดค่าโดย สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันไทย จาก % การถือหุ้นที่แสดงใน SETSMART โดยเก็บข้อมูลก่อนจะหมดสิทธิการเข้าประชุมผู้ถือหุ้น (The date of closing account XM)</p>	Dararat Sukkaew (2018)

ตารางที่ 3-3 (ต่อ)

ตัวแปร	การวัดค่าโดย	งานวิจัยในอดีต
FINST	สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันต่างชาติ % การถือหุ้น ที่แสดงใน SETSMART โดยเก็บข้อมูลก่อน จะหมดสิทธิการเข้าประชุมผู้ถือหุ้น (The date of closing account XM)	
<u>ตัวแปร</u>	วัดค่าโดยตัวแปรหุ่น Dummy (0,1)	
<u>ควบคุม</u>	IND ₁ = 1 กลุ่มบริการ	
<u>อุตสาหกรรม</u>	0 ไม่อยู่ในกลุ่มบริการ	
(IND)	IND ₂ = 1 กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 0 ไม่อยู่ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	
	IND ₃ = 1 กลุ่มเทคโนโลยี 0 ไม่อยู่ในกลุ่มเทคโนโลยี	
	IND ₄ = 1 กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 0 ไม่อยู่ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	
	IND ₅ = 1 กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม 0 ไม่อยู่ในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	
	IND ₆ = 1 กลุ่มทรัพยากร 0 ไม่อยู่ในกลุ่มทรัพยากร	
SIZE	วัดค่าโดย ขนาดกิจการ (SIZE) = Ln (Total Asset) วัดค่า Natural Logarithm ของสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้น รอบระยะเวลาบัญชี	เบญจวรรณ ศุภภัทรพร (2561)
AGE	อายุของกิจการ (AGE) วัดค่าจากจำนวนปีตั้งแต่ปีที่เข้า ตลาดหลักทรัพย์จนถึงปีที่ทำการศึกษา	ศิริพร พวงชัย (2551)
DE	โครงสร้างเงินทุน วัดค่าโดยหนี้สินรวมต่อส่วนของ เจ้าของ ซึ่งสะท้อนถึงฐานะทางการเงินว่าเงินทุน หมุนเวียนที่ใช้ดำเนินธุรกิจมาจากหนี้สินหรือมาจากเงิน ลงทุนของเจ้าของ ถ้าค่าที่ได้ยิ่งสูงก็แสดงว่าธุรกิจต้อง พึ่งพาเงินกู้ยืมมากและมีรายจ่ายซึ่งเกิดจากการจ่าย ดอกเบี้ยมากส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท	วรกมล เกษมทรัพย์ (2553)

การวิเคราะห์และนำเสนอข้อมูล

วิธีวิเคราะห์ข้อมูลสำหรับงานวิจัยในครั้งนี้ใช้การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative analysis) เก็บข้อมูลรายปีและเก็บข้อมูลรวมทุกปีเป็นระยะเวลา 5 ปี ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET 100 โดยแบ่งวิธีการวิเคราะห์ข้อมูลเป็น 3 ส่วนดังต่อไปนี้

1. การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistic) เพื่อทำการอธิบายข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรที่ทำการศึกษา โดยใช้ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และร้อยละสำหรับตัวแปรที่มีลักษณะเป็นตัวแปรหุ่น
2. ทดสอบความสัมพันธ์โดยใช้สถิติถดถอยเชิงพหุ (Multiple regressions) เพื่อทดสอบสมมติฐานที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ของนักลงทุนสถาบันไทยและนักลงทุนสถาบันต่างชาติกับผลการดำเนินงานของกิจการ
3. การทดสอบความสัมพันธ์โดยใช้สถิติถดถอยลอจิสติกทวิภาค (Binary logistic regression) เพื่อทดสอบสมมติฐานที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ของนักลงทุนสถาบันไทยและนักลงทุนสถาบันต่างชาติกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการซึ่งเป็นตัวแปรตามที่มีค่าแบ่งเป็น 2 กลุ่มคือ กลุ่มที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับดีขึ้นไป และกลุ่มที่ไม่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับดีขึ้นไป

วิธีการวิเคราะห์การถดถอยลอจิสติกทวิภาค หรือแบบ Binary Logistic regression ซึ่งเหมาะสำหรับการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม (Y) ในกรณีที่ตัวแปรตามเป็นตัวแปรเชิงกลุ่มที่มีค่าเพียง 2 ค่า (Dichotomous variable) คือ 1 (เกิดเหตุการณ์ที่สนใจ) และ 0 (ไม่เกิดเหตุการณ์ที่สนใจ) เท่านั้น และตัวแปรอิสระ (X) จะเป็นตัวแปรเชิงปริมาณหรือตัวแปรเชิงกลุ่มก็ได้

ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของนักลงทุนสถาบันกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) นั้น โดยกำหนดให้คะแนนการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวแปรตาม (Y) ที่มีค่าเพียง 2 ค่า คือ

Y = 1 คือ กลุ่มที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับดีขึ้นไป

Y = 0 คือ กลุ่มที่ไม่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับดีขึ้นไป

การวิเคราะห์การถดถอยลอจิสติกแบบ Binary Logistics นั้น เมื่อตัวแปรตาม (Y) มีค่าได้เพียง 2 ค่า ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระไม่อยู่ในรูปของเส้นตรง แต่อยู่ในรูปของการถดถอยลอจิสติก (Logistic regression Model)

$$P = \frac{e^{\beta_0 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_p x_p}}{1 + e^{\beta_0 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_p x_p}}$$

โดย P คือ ความน่าจะเป็นของการเกิดเหตุการณ์ที่สนใจ ในงานวิจัยนี้เช่น ความน่าจะเป็นที่นักลงทุนสถาบันจะมีความสัมพันธ์กับของกลุ่มที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับดีขึ้นไป และ 1- P คือความน่าจะเป็นของกลุ่มที่ไม่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับดีขึ้นไป จะเห็นได้ว่าตัวแบบการถดถอยลอจิสติกที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระไม่อยู่ในรูปของตัวแบบเชิงเส้น การปรับความสัมพันธ์ให้อยู่ในรูปเชิงเส้นทำได้โดยใช้ค่า Odds เป็นตัวแปรตามแทนค่า P

$$\text{Odds} = \frac{P}{1-P} \quad \text{หรือ} \quad \text{Odds} = e^{\beta_0 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_p x_p}$$

และเพื่อให้ง่ายต่อการคำนวณ จึงทำการปรับค่า Odds โดยการ Log ฐาน e จะได้

$$\log(\text{odds}) = \log \frac{P}{1-P} \quad \text{หรือ} \quad \log(\text{odds}) = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \dots + \beta_p X_p$$

เรียกสมการนี้ว่า Logit response function จากสูตรของ Odds จะเห็นได้ว่า Odds มีค่ามากกว่า 1 แสดงว่าเห็นการนั้นมีโอกาสเกิดขึ้นมากกว่าไม่เกิดขึ้น

บทที่ 4

ผลการวิจัย

เมื่อทำการเก็บรวบรวมข้อมูลของตัวแปรที่เกี่ยวข้องทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SET 100 ในช่วงปี พ.ศ. 2557-2561 การวิเคราะห์ข้อมูลจำเป็นต้องตัดข้อมูลบางส่วนออก กล่าวคือ ตัดบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทางการเงิน เนื่องจากมีวิธีการปฏิบัติทางบัญชีที่แตกต่างจากกลุ่มอื่น และบริษัทที่มีงบการเงินไม่ครบ 5 ปี สาเหตุมาจากเพิ่งเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้เหลือที่บริษัทใช้ในการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานและการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับนักลงทุนสถาบันจำนวน 69 บริษัท ระยะเวลา 5 ปี เป็นจำนวน 345 ข้อมูล นำมาวิเคราะห์ข้อมูลพร้อมนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธีการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) สถิติถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) และสถิติถดถอยลอจิสติกทวิภาค (Binary logistic regression) ตามลำดับดังต่อไปนี้

1. การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics)
2. การวิเคราะห์สถิติถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนนักลงทุนสถาบันไทยและนักลงทุนสถาบันต่างชาติกับผลการดำเนินงาน (Tobin's Q)
3. การวิเคราะห์สถิติถดถอยลอจิสติกทวิภาค (Binary logistic regression) คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG Score)

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics)

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา เพื่ออธิบายข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรที่ทำการศึกษาในรูปแบบร้อยละสำหรับตัวแปรที่เป็นตัวแปรหุ่น ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) ได้ผลลัพธ์แสดงดังตารางที่ 4-1 ถึง ตารางที่ 4-4

ตารางที่ 4-1 ร้อยละของจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษาแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวน บริษัท	กลุ่มตัวอย่าง 5ปี	ร้อยละ
1. กลุ่มบริการ (IND ₁)	21	105	30%
2. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (IND ₂)	16	80	23%
3. กลุ่มเทคโนโลยี (IND ₃)	7	35	10%
4. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (IND ₄)	6	30	9%
5. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (IND ₅)	2	10	3%
6. กลุ่มทรัพยากร (IND ₆)	17	85	25%
รวมกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด	<u>69</u>	<u>345</u>	<u>100%</u>

ตารางที่ 4-1 แสดงร้อยละของจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้ ซึ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มดัชนี SET100 ระหว่างปี พ.ศ. 2557-พ.ศ. 2561 ซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขในการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างที่กำหนดไว้ในการศึกษาจำนวน 69 บริษัท 345 ข้อมูล โดยแบ่งเป็น 6 กลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า กลุ่มบริการ เป็นกลุ่มที่มีจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษามากที่สุด คือ 21 บริษัท 105 ข้อมูล คิดเป็นร้อยละ 30 และกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม เป็นกลุ่มที่มีจำนวนบริษัทในการศึกษาน้อยที่สุด คือ 2 บริษัท 10 ข้อมูล คิดเป็นร้อยละ 3

ตารางที่ 4-2 ร้อยละของนักลงทุนสถาบันไทยและนักลงทุนต่างชาติ

กลุ่มอุตสาหกรรม	มูลค่าตาม	นักลงทุน	นักลงทุน	รวม
	ราคาตลาด (พันล้านบาท)	สถาบันไทย (%)	ต่างชาติ (%)	
1. กลุ่มบริการ (IND ₁)	2,108	6%	15%	21%
2. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (IND ₂)	1,398	2%	12%	14%
3. กลุ่มเทคโนโลยี (IND ₃)	2,369	1%	22%	23%
4. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (IND ₄)	602	1%	5%	6%
5. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (IND ₅)	887	1%	8%	9%
6. กลุ่มทรัพยากร (IND ₆)	2,631	11%	15%	26%
รวมกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด	9,997	22%	78%	100%

ตารางที่ 4-2 แสดงร้อยละของนักลงทุนสถาบันไทยและต่างชาติ โดยนำผลรวมของมูลค่าราคาตลาดของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม รวมทั้งแสดงสัดส่วนนักลงทุนสถาบันไทยและนักลงทุนสถาบันต่างชาติ พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market capitalization) สูงที่สุดคือ กลุ่มทรัพยากร มีมูลค่าทางการตลาด 2,631 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 26 โดยแบ่งเป็นนักลงทุนสถาบันไทยถือหุ้นร้อยละ 11 และนักลงทุนต่างชาติถือหุ้นร้อยละ 15 และกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารเป็นกลุ่มที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำที่สุดคือ 602 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 6 ประกอบด้วยสัดส่วนนักลงทุนสถาบันไทยร้อยละ 1 และนักลงทุนสถาบันต่างชาติร้อยละ 5 ซึ่งในการวิเคราะห์ผู้วิจัยเลือกกลุ่มทรัพยากรเป็นตัวแปรอ้างอิง เนื่องจากว่าเป็นกลุ่มที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมากที่สุด รวมทั้งเป็นบริษัทที่ใหญ่และมีมูลค่าตามราคาตลาดสูงสุด

ผู้วิจัยวิเคราะห์ข้อมูลคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งมีลักษณะเป็นตัวแปรหุ่นดังแสดงในตารางที่ 4-3

ตารางที่ 4-3 ผลการวิเคราะห์ตัวแปรหุ่นคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ใช้ในการศึกษา

ระดับคะแนนการกำกับดูแล กิจการ	กลุ่มตัวอย่าง (n=345)	มีคะแนน		รวม
		ประเมินระดับนี้	ประเมินใน ระดับอื่น	
ระดับดีขึ้นไป	314	91%	9%	100%
ระดับคะแนนต่ำกว่าดี	31	9%	91%	100%
รวม	345			

ตารางที่ 4-3 แสดงร้อยละสำหรับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ที่มีลักษณะเป็นตัวแปรหุ่น ซึ่งถ้าจัดกลุ่มตามคะแนนประเมินของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการไทย (IOD) พบว่า กลุ่มในกลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SET 100 ระดับคะแนนดีขึ้นไปมี 314 ข้อมูล คิดเป็นร้อยละ 91 ในขณะที่กลุ่มที่มีระดับคะแนนต่ำกว่าดีมี 31 ข้อมูล คิดเป็นร้อยละ 9% แสดงให้เห็นว่าโดยส่วนใหญ่ในกลุ่มดัชนี SET 100 จะได้รับการประเมินที่มีคะแนนระดับดีขึ้นไป นอกจากนี้ยังทำการวิเคราะห์ตัวแปรตามและตัวแปรอิสระอื่น ๆ ที่ใช้ในการศึกษา แสดงในตารางที่ 4-4

ตารางที่ 4-4 ผลการวิเคราะห์ของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา (n=345)	ค่าเฉลี่ย	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน
นักลงทุนสถาบันไทย (DINST)	0.05	0.00	0.33	0.06
นักลงทุนสถาบันต่างชาติ (FINST)	0.18	0.00	0.80	0.17
ขนาดกิจการ (SIZE)	17.83	14.07	21.58	1.34
อายุกิจการ (AGE)	17.94	1.00	43.00	9.34
โครงสร้างเงินทุน (DE)	1.53	0.15	12.21	1.35
ผลการดำเนินงาน (TOBIN's Q)	2.18	0.55	27.01	2.28

ตารางที่ 4-4 เป็นการอธิบายข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนาพบว่า นักลงทุนสถาบันไทย (DINST) ในกลุ่ม SET 100 มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.05 (5%) ค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.33 (33%) มีการกระจายตัวของข้อมูลอยู่ที่ 0.06 (6%) ส่วนนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (FINST) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.18 (18%) และ

ค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.80 (80%) มีการกระจายตัวของข้อมูลอยู่ที่ 0.17 (17%) แสดงว่าโดยส่วนใหญ่ นักลงทุนสถาบันไทยมีสัดส่วนการถือหุ้นน้อยกว่านักลงทุนสถาบันต่างชาติในดัชนี SET 100 ส่วนขนาดกิจการ (SIZE) ซึ่งวัดจากค่าลอการิทึมธรรมชาติ (The Natural logarithm) ของสินทรัพย์รวม ขนาดกิจการมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 17.83 ค่าต่ำสุดอยู่ที่ 14.07 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 21.58 มีการกระจายตัวอยู่ที่ 1.34 ในขณะที่อายุของกิจการ (AGE) ซึ่งนับจากปีที่จดทะเบียนเข้าตลาดจนถึงปีที่ทำการวิเคราะห์ พบว่า มีอายุเฉลี่ยอยู่ที่ 17.94 ปี ค่าต่ำสุดอยู่ที่ 1 ปี อายุสูงสุดอยู่ที่ 43 ปี มีการกระจายตัวอยู่ที่ 9.34 ส่วนโครงสร้างเงินทุน (DE) พบว่าค่าเฉลี่ยโครงสร้างเงินทุนมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.53 เท่า ค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.15 และมีค่าสูงสุด 12.21 เท่า มีการกระจายตัวอยู่ที่ 1.35 เท่า ส่วนตัวแปรตามที่ประกอบด้วย ตัวแปรที่สะท้อนผลการดำเนินงานและผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารที่วัดค่าโดย Tobin's Q พบว่า ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 2.18 เท่า ค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.55 และมีค่าสูงสุด 27.01 เท่า มีการกระจายตัวอยู่ที่ 2.28 ซึ่งจะเห็นได้ว่าค่าเฉลี่ย Tobin's Q สูงกว่าค่าเฉลี่ยงานวิจัยของ Thanatawee (2014) และ Connelly, Limpaphayom, and Nagarajan (2012) แสดงค่า Tobin's Q ที่ 1.20 เท่า และ 0.82 เท่าตามลำดับ ซึ่งทำการศึกษาทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แสดงให้เห็นว่าผลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร ในดัชนี SET 100 มีค่าสูงกว่าค่าเฉลี่ยโดยรวมทั้งตลาด

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม เพื่อวิเคราะห์และ การตรวจสอบว่าตัวแปรที่ศึกษาเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ โดยมีความสัมพันธ์กันไม่เกิน ± 0.70 ซึ่งผลการทดสอบแสดงในตารางที่ 4-5

ตารางที่ 4-5 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม

Variables	DINST	FINST	IND	Size	Age	DE	Tobin's Q	CG Score
DINST	1.000							
FINST	-.113*	1.000						
IND	-.198**	.495**	1.000					
Size	.182**	.116*	.272**	1.000				
Age	.155**	.066	.175**	.299**	1.000			
DE	.129*	-.018	-.044	.317**	.001	1.000		
Tobin's Q	.005	-.074	-.231**	-.457**	-.195**	-.180**	1.000	
CG Score	.118*	.107*	.296**	.290**	.166**	-.106*	-.151**	1.000

หมายเหตุ **, * หมายถึง มีความสัมพันธ์ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

ตารางที่ 4-5 แสดงการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ จากการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation analysis) พบว่า ตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กันมากที่สุด คือ นักลงทุนสถาบันต่างชาติ (FINST) และกลุ่มอุตสาหกรรม (IND) มีค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันสูงสุดเท่ากับ 0.495 รองลงมาคือ ขนาดของกิจการ (Size) กับกลุ่มอุตสาหกรรม (IND) มีสหสัมพันธ์เพียร์สันเท่ากับ 0.317 จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระจาก พบว่า ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันระหว่าง -0.106 ถึง 0.495 แต่ความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่เกิน ± 0.70 จึงถือไม่สูงมากนัก (Thanatawee, 2014; สัตยา ตันจันทรพงศ์, 2558) ดังนั้นจึงสามารถนำมาใช้ในการศึกษาเพื่อหาความสัมพันธ์ด้วยสมการถดถอยได้โดยไม่ก่อให้เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity)

การวิเคราะห์สถิติถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression)

ข้อมูลทั้งหมดถูกนำมาวิเคราะห์โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression analysis) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ กับผลการดำเนินงานและการกำกับดูแลกิจการ แต่ก่อนที่จะทำการวิเคราะห์ต้องมีการตรวจสอบว่าตัวแปรต่าง ๆ เป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุหรือไม่ และเงื่อนไขข้อที่สำคัญมาก คือ ตัวแปรอิสระทุกตัวที่นำมาใช้ในการศึกษาจะต้องเป็นอิสระต่อกัน หรือไม่มีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดระหว่างกันมากจนเกินไป โดยใช้การตรวจสอบข้อมูลโดยสถิติทดสอบสัมพันธ (Correlation coefficient) ถ้าสัมพันธ์กันสูงไม่เกิน ± 0.70 บ่งบอกว่าข้อมูลไม่มีปัญหา Multicollinearity ดังตารางที่ 4-5 ดังนั้นตัวแปรอิสระทุกตัวเป็นอิสระกัน ข้อมูลสามารถนำไปวิเคราะห์ในขั้นตอนต่อไป ดังต่อไปนี้

ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติถดถอยแบบพหุ (Multiple regression) แสดงได้ดังตารางที่ 4-6, 4-7 และ 4-8

ผู้วิจัยทำการศึกษา แบบจำลองที่ 1 นักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน (Tobin's Q)

$$\text{แบบจำลองที่ 1 Tobin's } Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{DINST}_{i,t} + \beta_2 \text{FINST}_{i,t} + \beta_3 \text{IND}_{1i,t} + \beta_4 \text{IND}_{2i,t} + \beta_5 \text{IND}_{3i,t} + \beta_6 \text{IND}_{4i,t} + \beta_7 \text{IND}_{5i,t} + \beta_8 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_9 \text{AGE}_{i,t} + \beta_{10} \text{DE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

พบผลการวิเคราะห์ทางสถิติถดถอยแบบพหุ ดังแสดงในตารางที่ 4-6

ตารางที่ 4-6 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ ตามแบบจำลองที่ 1

ตัวแปรตาม: Tobin's Q

ตัวแปรอิสระ	Coefficient β	ค่าสถิติ t	P-Value
(Constant)	11.913	6.580	0.000
นักลงทุนสถาบันไทย (DINST)	3.983	2.074	0.039*
นักลงทุนสถาบันต่างชาติ (FINST)	-0.540	-0.720	0.472
บริการ (IND1)	1.458	4.463	0.000*
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (IND2)	-0.129	-0.379	0.705
เทคโนโลยี (IND3)	0.210	0.451	0.653
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (IND4)	1.375	2.894	0.004*
สินค้าอุตสาหกรรม (IND5)	0.282	0.398	0.691
ขนาดกิจการ (Size)	-0.537	-5.091	0.000*
อายุกิจการ (AGE)	-0.029	-1.914	0.056
โครงสร้างเงินทุน (DE)	-0.197	-2.320	0.021*
R ²			0.312
Adjusted R ²			0.292
F -Statistic			15.159
Durbin Watson			2.083
Prob.(F-statistic)			0.000

* มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 (ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95%)

ตัวแปรอ้างอิง: กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (IND6)

จากตารางที่ 4-6 ผลในตารางมาจากการวิเคราะห์สถิติถดถอยเชิงพหุ พบว่าตัวแบบมีค่าสถิติทดสอบ F-Statistic เท่ากับ 15.159 และมีค่า P Value =0.000 ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 แสดงว่าตัวแปรอิสระทุกตัวในสมการสามารถร่วมกันพยากรณ์ตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ค่า Durbin Watson เท่ากับ 2.083 บ่งบอกได้ว่าค่าความคลาดเคลื่อนมีความเป็นอิสระกัน ในขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจของสมการถดถอย หรือ R square เท่ากับ 0.312 ซึ่งค่า R square เป็นการอธิบายตัวแปรอิสระมีอิทธิพลต่อตัวแปรตามมากน้อยเพียงใด จากผล

ดังกล่าวหมายความว่า ตัวแปรอิสระในสมการมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ร้อยละ 31.20% และผลการวิเคราะห์ยังบอกค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ปรับค่าแล้ว หรือ Adjusted R square เท่ากับ 0.292 เป็นค่าวัดที่เหมาะสมสำหรับใช้ในการเปรียบเทียบความเหมาะสมของสมการถดถอยที่มีตัวแปรอิสระหลายตัว ผลการวิเคราะห์แสดงว่าตัวแปรอิสระสามารถอธิบายตัวแปรตามได้ร้อยละ 29.20 ส่วนที่เหลือเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยอื่น นอกเหนือจากที่กล่าวมา

เมื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของนักลงทุนสถาบันซึ่งแยกเป็นนักลงทุนสถาบันไทยและนักลงทุนสถาบันต่างชาติกับผลการดำเนินงานของกิจการที่สะท้อนผ่านประสิทธิภาพการปฏิบัติงานของผู้บริหารที่วัดค่าโดย Tobin's Q พบว่า นักลงทุนสถาบันไทย (DINST) มีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย (β) เท่ากับ 3.983 และ P-value เท่ากับ 0.039 แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนสถาบันไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ 1 สัดส่วนนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดค่าโดย Tobin's Q ส่วนนักลงทุนสถาบันต่างชาติกลับไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน

ในขณะที่ตัวแปรควบคุมอื่น ๆ ที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) นั้น ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร ขนาดกิจการ และโครงสร้างเงินทุน โดยสามารถสรุปการวิเคราะห์ตัวแปรควบคุมได้ดังนี้

ตัวแปรกลุ่มอุตสาหกรรมจากการทดสอบทางสถิติ พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ มีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย เท่ากับ 1.458 และ P-value เท่ากับ 0.000 กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย เท่ากับ 1.375 P-value เท่ากับ 0.004 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 แสดงว่าทั้ง 2 กลุ่มอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ได้แก่ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มเทคโนโลยี และกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม

อายุกิจการ (AGE) มีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย เท่ากับ -0.029 หมายความว่าถ้าอายุกิจการเพิ่มขึ้น 1 หน่วย มีผลทำให้ผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ลดลง 0.04 เมื่อทำการทดสอบทางสถิติ พบว่า อายุกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

ตัวแปรขนาดกิจการ (Size) มีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย เท่ากับ -0.537 และ P-value เท่ากับ 0.000 บ่งบอกว่าขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของกิจการ (Tobin's Q) นั่นหมายความว่า ขนาดกิจการที่มีขนาดใหญ่ย่อมส่งผลให้ผลการดำเนินงานที่วัดค่า

โดย Tobin's Q ลดลง

โครงสร้างเงินทุน (DE) มีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเท่ากับ -0.197 และ P-value เท่ากับ 0.021 บ่งบอกว่าโครงสร้างเงินทุน (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของกิจการ (Tobin's Q) นั่นหมายความว่า บริษัทที่มีหนี้สินมากให้ผลการดำเนินงานที่วัดค่าโดย Tobin's Q ลดลง

ผลการวิเคราะห์การถดถอยลอจิสติกแบบทวิภาค (Binary logistic regression)

ผู้วิจัยทำการศึกษา แบบจำลองที่ 2 นักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score)

$$\begin{aligned} \text{แบบจำลองที่ 2 CG Score}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{DINST}_{i,t} + \beta_2 \text{FINST}_{i,t} + \beta_3 \text{IND}_{1i,t} + \beta_4 \text{IND}_{2i,t} \\ & + \beta_5 \text{IND}_{3i,t} + \beta_6 \text{IND}_{4i,t} + \beta_7 \text{IND}_{5i,t} + \beta_8 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_9 \text{AGE}_{i,t} \\ & + \beta_{10} \text{DE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

พบผลการวิเคราะห์ทางสถิติถดถอยลอจิสติกแบบทวิภาค ดังแสดงในตารางที่ 4-7

ตารางที่ 4-7 นักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์กับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี

ตัวแปรอิสระ	β	S.E.	Wald	Exp(β)	Sig.
นักลงทุนสถาบันไทย (DINST)	21.508	7.015	9.401	>100.00	.002*
นักลงทุนสถาบันต่างชาติ (FINST)	-.202	1.709	.014	.817	.906
บริการ (IND1)	-.298	.603	.244	.742	.621
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (IND2)	-.563	.612	.847	.569	.357
เทคโนโลยี (IND3)	19.002	7186.186	.000	>100.00	.998
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (IND4)	19.254	6643.302	.000	>100.00	.998
สินค้าอุตสาหกรรม (IND5)	17.803	12670.493	.000	>100.00	.999
อายุกิจการ (AGE)	-.013	.028	.208	.987	.648
ขนาดกิจการ (Size)	.373	.225	2.747	1.452	.097
โครงสร้างเงินทุน (DE)	-.513	.151	11.552	.599	.001*
Constant	-3.836	3.730	1.058	.022	.304

ตารางที่ 4-7 (ต่อ)

ตัวแปรอิสระ	β	S.E.	Wald	Exp(β)	Sig.
Block Number :1					
Omnibus Tests of Model Coefficients			42.221		0.000*
Cox & Snell R ²			0.115		
Nagelkerke R ²			0.254		
Hosmer and Lemeshow Test			7.663		0.467

* มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 (ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95%)

ตัวแปรอ้างอิง : กลุ่มทรัพยากร(IND6)

วิเคราะห์ผลทางสถิติตามตารางที่ 4.7

ขั้นตอนแรก ตรวจสอบความเหมาะสมของรูปแบบสมการ

พิจารณาค่า Omnibus Tests of Model Coefficients แสดงถึงค่าสถิติทดสอบ Model Chi-square เท่ากับ 42.221 และค่า P-value เท่ากับ 0.00 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 จึงสรุปได้ว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระมีอย่างน้อย 1 ตัวที่มีค่าไม่เท่ากับ 0

พิจารณาค่า Model Summary เป็นวิธีการทดสอบความเหมาะสมของ Model โดยพิจารณาค่า Cox & Snell R² และ Nagelkerke R² เป็นการอธิบายความผันแปรของตัวแปรตาม โดย Nagelkerke R² เท่ากับ 0.254 หรือ 25.4% ตัวแบบนี้สามารถอธิบายความแปรผันของคะแนนการกำกับดูแลกิจการในสมการลอจิสติกได้ 25.4%

พิจารณาค่าของ Hosmer and Lemeshow Test เป็นการทดสอบ Model fit จากการวิเคราะห์ พบว่าค่า P-value เท่ากับ 0.467 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 แสดงว่าสมการมีความเหมาะสมกับข้อมูล (Model fit)

ขั้นตอนที่สอง ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนสถาบันกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี

นักลงทุนสถาบันไทย (DINST) มีค่า P-value เท่ากับ 0.002 มีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยลอจิสติก (β) เท่ากับ 21.508 จากการทดสอบทางสถิติ แสดงให้เห็นว่านักลงทุนสถาบันไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และมีค่าสัมประสิทธิ์ลอจิสติก Exp.(B) ค่อนข้างสูง (มากกว่า 1) แสดงว่าถ้านักลงทุนสถาบันไทยเพิ่มขึ้น 1 หน่วยจะทำให้ Odds ratio เพิ่มขึ้น หรือคะแนนการกำกับดูแลกิจการเพิ่มขึ้นเป็นไปตามสมมติฐาน

ข้อที่ 2 ที่ว่านักลงทุนสถาบันไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ส่วนนักลงทุนสถาบันต่างชาติกลับไม่พบความสัมพันธ์กับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี

กลุ่มอุตสาหกรรม จากการทดสอบทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า บริษัทอยู่ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมเมื่อเปรียบเทียบกับแล้วไม่มีบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมใดที่มีความสัมพันธ์กับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

อายุกิจการ (AGE) มีค่า P-value เท่ากับ .645 มีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยลอจิสติก (β) เท่ากับ -.013 ทดสอบทางสถิติ แสดงว่าอายุไม่มีความสัมพันธ์กับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

ขนาดกิจการ (Size) มีค่า P-value เท่ากับ .097 มีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยลอจิสติก (β) เท่ากับ .373 เมื่อทดสอบทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า ขนาดของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับขนาดกิจการ (Size) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

โครงสร้างเงินทุน (DE) มีค่า P-value เท่ากับ .001 มีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยลอจิสติก (β) เท่ากับ -.513 บ่งบอกว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และมีค่าสัมประสิทธิ์ลอจิสติก Exp.(B) น้อยกว่า 1 แสดงว่าโครงสร้างเงินทุนลดลง 1 หน่วย ทำให้ Odds Ratio เพิ่มขึ้นหรือคะแนนการกำกับดูแลกิจการเพิ่มขึ้น

สรุปผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานและการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับนักลงทุนสถาบันสามารถสรุปได้ว่านักลงทุนสถาบันไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกผลการดำเนินงาน และนักลงทุนสถาบันไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งจากการวิเคราะห์ตัวแปรควบคุมพบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมบริการและกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน แต่ขนาดกิจการกลับมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานและขนาดกิจการกลับไม่มีความสัมพันธ์กับการกำกับดูแลกิจการที่ดี ส่วนโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานและผลการกำกับดูแลกิจการที่ดี ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยเรื่องระหว่างผลการดำเนินงานและการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับนักลงทุนสถาบันของกลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SET100 เป็นงานวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical research) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลอนุกรมเวลาและข้อมูลแบบพาแนล (Panel data) ซึ่งเป็นการเก็บข้อมูลใน 1 ชุดในช่วงเวลาที่แตกต่างกัน ซึ่งข้อมูลที่เก็บรวบรวมและนำมาใช้ในการศึกษามีทั้งหมด 69 บริษัท 345 ข้อมูล ซึ่งเป็นการเก็บข้อมูลย้อนหลังในปี พ.ศ. 2557-พ.ศ. 2561 เป็นระยะเวลา 5 ปี จากกลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SET 100 หลังจากตัดกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน กลุ่มบริษัทที่มีงบการเงินไม่ถึง 5 ปี รวมทั้งบริษัทที่มีข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ โดยมีการเก็บข้อมูลตัวแปรดังต่อไปนี้ สัดส่วนนักลงทุนสถาบันไทย, สัดส่วนนักลงทุนสถาบันต่างชาติ, ข้อมูลที่ใช้ในการคำนวณ Tobin's Q รวมทั้งตัวแปรควบคุมซึ่งประกอบด้วย 1. กลุ่มอุตสาหกรรม 2. ขนาดของกิจการ 3. อายุกิจการ 4. โครงสร้างเงินทุนโดยการเก็บข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ ที่มีการเผยแพร่ผ่านทางเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และฐานข้อมูลจาก SETSMART (Set Marketing and Report Tools) ได้แก่ ข้อมูลงบการเงินรวมประจำปี รวมทั้งข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เปิดเผยในฐานข้อมูลของ SETSMART และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ซึ่งต้องมีข้อมูลครบถ้วนในการวิจัย ในส่วนของคะแนนการกำกับดูแลกิจการจะใช้คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Rating: CGR) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Director: IOD) ที่ได้สำรวจและประเมินข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกปีเป็นระยะเวลา 5ปี และใช้วิธีการวิเคราะห์ข้อมูลแบบสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) การวิเคราะห์สถิติถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) และวิเคราะห์สถิติถดถอยลอจิสติกทวิภาค (Binary logistic regression) ซึ่งให้ผลการวิจัยสามารถสรุปได้ดังต่อไปนี้

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงานที่วัดค่าโดย Tobin's Q ตามแนวทางของ Chung and Pruitt (1994) นั้น ซึ่งใช้การวิเคราะห์สถิติถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 พบว่า นักลงทุนสถาบันไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน กล่าวคือ บริษัทที่มีสัดส่วนนักลงทุนสถาบันไทยมากขึ้นส่งผลให้ผลการดำเนินงานของกิจการดีขึ้นด้วย ซึ่งการทดสอบนี้สามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 1

ได้ว่า สัดส่วนนักลงทุนสถาบันไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ (Tobin's Q) ในขณะที่นักลงทุนสถาบันต่างชาติกลับไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ (Tobin's Q)

กลุ่มอุตสาหกรรม (IND) พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมบริการและกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มเทคโนโลยี และกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมกลับไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ขนาดกิจการ (Size) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของกิจการ (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

อายุกิจการ (AGE) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

โครงสร้างเงินทุน (DE) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของกิจการ (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

นอกจากนี้ยังมีการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรตามที่มีลักษณะเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy) จะแทนค่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้นไปแทนค่าด้วย 1 และระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ต่ำกว่าดีแทนค่าด้วย 0 และใช้วิธีวิเคราะห์ทางสถิติถดถอยลอจิสติกทวิภาค (Binary logistic regression) ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 พบว่า นักลงทุนสถาบันไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี กล่าวคือ บริษัทที่มีสัดส่วนนักลงทุนสถาบันไทยมากขึ้นส่งผลให้กิจการมีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีด้วยเช่นกัน ส่วนนักลงทุนสถาบันต่างชาติกลับไม่พบความสัมพันธ์กับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี

ส่วนปัจจัยอื่น ๆ ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมต่าง ๆ (IND) อายุกิจการ (AGE) และขนาดกิจการ (Size) กลับไม่พบความสัมพันธ์กับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี

ในขณะที่โครงสร้างเงินทุน (DE) พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สรุปได้ว่า นักลงทุนสถาบันไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน กล่าวคือ หากบริษัทที่มีสัดส่วนนักลงทุนสถาบันไทยสูงจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่สูงด้วยเช่นกัน ในทางตรงกันข้ามหากว่าบริษัทที่มีสัดส่วนนักลงทุนสถาบันไทยต่ำจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ต่ำด้วยเช่นกัน และเมื่อทดสอบนักลงทุนสถาบันกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี พบว่า นักลงทุนสถาบันไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี นั่นหมายความว่า

บริษัทที่มีสัดส่วนนักลงทุนสถาบันไทยสูงจะส่งผลให้คะแนนการกำกับดูแลกิจการดีขึ้นซึ่งสามารถตอบคำถามการวิจัยที่ตั้งไว้ นั่นคือ นักลงทุนสถาบันไทยสามารถขับเคลื่อนการกำกับดูแลกิจการที่ดี และผลการดำเนินงานงานที่ดีด้วยเช่นกัน ในขณะที่นักลงทุนสถาบันต่างชาติกลับไม่พบความสัมพันธ์ทั้งกับผลการดำเนินงานและคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี นอกจากนี้ยังพบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมบริการและกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน สำหรับขนาดกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงาน ส่วนอายุกิจการกลับไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี อย่างไรก็ตามการทดสอบความสัมพันธ์ของ โครงสร้างเงินทุน พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบกับทั้งผลการดำเนินงาน และคะแนนการกำกับดูแลที่ดีของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

อภิปรายผล

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานและการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับ นักลงทุนสถาบันของกลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SET 100 ซึ่งประกอบด้วยตัวแปรตามได้แก่ ผลการดำเนินงานที่วัดจาก ค่า Tobin's Q ตามแนวทางของ Chung and Pruitt (1994) และการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะใช้คะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการจากการร่วมมือกันระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) ซึ่งมีตัวแปรควบคุมได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรม ขนาดกิจการ อายุกิจการ และโครงสร้างเงินทุน สามารถอภิปรายผลได้ดังนี้

นักลงทุนสถาบันไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน กล่าวคือ หากบริษัท มีสัดส่วนนักลงทุนสถาบันเพิ่มขึ้นจะทำให้ผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน สอดคล้องกับ งานวิจัยของ Nashier and Gupta (2016); Rafael Erik Fehr (2016); Thanatawee (2014) โดยพบ ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างนักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงานที่วัดจากค่า Tobin's Q เป็นไปตามสมมติฐานการติดตามอย่างมีประสิทธิภาพ (Efficient monitoring hypothesis) ที่เสนอโดย Pound (1988) อธิบายไว้ว่า นักลงทุนสถาบันที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญและสามารถติดตาม ตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารได้ด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่านักลงทุนรายย่อยทั่วไป นักลงทุนสถาบัน จึงน่าจะเป็นกลไกการติดตามการทำงานของผู้บริหารที่มีประสิทธิภาพเช่นเดียวกันกับงานวิจัยของ McConnell and Servaes (1990) พบว่าพฤติกรรมการณ์ฉกฉวยโอกาสเพื่อตนเองของผู้บริหารจะ เป็นไปได้ยากขึ้นเมื่อบริษัทมีการถือหุ้น โดยนักลงทุนสถาบัน ดังนั้นการเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นของ นักลงทุนสถาบันจึงช่วยลดพฤติกรรมการณ์รักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่น (Entrenchment effect) ของผู้บริหารลงได้ ส่งผลให้ผลการดำเนินงานดียิ่งขึ้น

ขณะที่นักลงทุนสถาบันไทยก็มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนให้เห็นถึงพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบันที่มักเลือกลงทุนในบริษัทที่มีขนาดใหญ่และให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจึงทำให้บริษัทที่มีนักลงทุนสถาบันเข้าไปถือหุ้นมักเป็นบริษัทที่น่าจะมีผลการดำเนินงานในระยะยาว รวมทั้งนักลงทุนสถาบันไทยเป็นตัวขับเคลื่อนให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีเกิดขึ้นได้อีกด้วย บริษัทเห็นความสำคัญของนักลงทุนสถาบันและต้องการให้นักลงทุนสถาบันเข้ามาลงทุนในบริษัท จึงต้องพัฒนาศักยภาพและความโปร่งใส ตรวจสอบได้เพื่อดึงดูดนักลงทุนสถาบันให้สนใจมาลงทุนในบริษัทของตน ซึ่งความโปร่งใสและตรวจสอบได้เหล่านี้ก็เป็นปัจจัยส่วนหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการที่ดีสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการและนักลงทุนสถาบัน ได้แก่ จิภัสสร บุญรอด (2558) ซึ่งศึกษาในประเทศไทยพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างนักลงทุนสถาบันไทยกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี ส่วนในแถบประเทศอื่น ๆ ได้แก่ สหรัฐอเมริกา อังกฤษ นิวซีแลนด์ แคนาดา มาเลเซียและญี่ปุ่นก็พบความสัมพันธ์ในเชิงบวกเช่นกัน (Abdul Wahab et al., 2008; Chung & Zhang, 2011); Doidge et al., 2015; Alshabibi, 2017; Lewellen & Lewellen, 2018; Mizuno & Shimizu, 2015; Aggarwal et al., 2011) ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่า นักลงทุนสถาบันไทยมีความสัมพันธ์กับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งผลที่ออกมาชี้ให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นตัวกระตุ้นในการเลือกลงทุนได้ และสัดส่วนของนักลงทุนสถาบันที่เพิ่มขึ้นแสดงถึงความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์ เนื่องจากนักลงทุนสถาบันเป็นกลุ่มที่มีบทบาทในการเฝ้าระวังและติดตามการปฏิบัติงานของผู้บริหารอย่างมีประสิทธิภาพ (Effective monitors) โดยสัดส่วนของนักลงทุนสถาบันจะเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในแง่ของการตรวจสอบการทำงานที่โปร่งใสของการปฏิบัติงานของผู้บริหารซึ่งเป็นปัจจัยหลักของการกำกับดูแลกิจการที่ดีด้วยเช่นกัน สอดคล้องกับงานวิจัยของ สุภานาท อยู่ทรง (2559)

อีกทั้งยังพบว่าอีกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และกลุ่มอุตสาหกรรมการเกษตรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน กล่าวคือบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทั้ง 2 กลุ่มอุตสาหกรรมเมื่อเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรซึ่งเป็นกลุ่มอ้างอิง ทั้ง 2 กลุ่มอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดค่าโดย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานบ่งบอกว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้ให้ความสำคัญกับการติดตามผลการปฏิบัติงานที่มีประสิทธิภาพของผู้บริหารเพื่อให้เกิดมูลค่าสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้นและสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการนำมาซึ่งผลการดำเนินงานที่ดีในอนาคต แต่อย่างไรก็ตามกลับไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง 3 กลุ่มอุตสาหกรรมกับผลการดำเนินงาน ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้า

อุตสาหกรรม เนื่องจากว่า ประเภทอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันย่อมมีลักษณะของธุรกิจ การบริหารงาน กลยุทธ์ นโยบายทางบัญชีและแนวทางปฏิบัติทางบัญชีที่แตกต่างกันจึงส่งผลให้ผลการดำเนินงานมีความแตกต่างด้วยเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ An, Davey, and Eggleton (2011) แต่เมื่อนำทุกกลุ่มอุตสาหกรรมมาทดสอบกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการกลับไม่พบความสัมพันธ์ แม้เพียงกลุ่มอุตสาหกรรมเดียว แสดงให้เห็นว่าการที่บริษัทแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้นไม่สามารถที่เพิ่มคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพิ่มขึ้นได้ เนื่องจากว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีหลายระดับคะแนนในการวัด และมีหลักเกณฑ์ในการวัดความโปร่งใส ตรวจสอบได้ และความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสีย ดังนั้นการเพิ่มขึ้นของบริษัทในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมจึงไม่สามารถเพิ่มคะแนนการกำกับดูแลกิจการตามผลการวิจัยที่กล่าวมาแล้วข้างต้น

ในขณะที่ขนาดของกิจการที่พบความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานที่วัดค่าโดย Tobin's Q เป็นผลเนื่องมาจากบริษัทขนาดใหญ่ภาระต้นทุนในการบริหารและการดำเนินธุรกิจที่สูงกว่าบริษัทขนาดเล็กสอดคล้องกับงานวิจัยของ Sami, Wang, and Zhou (2011) ศึกษาในประเทศจีน ในปี 2001-2003 จำนวน 1236 ข้อมูล พบว่า ขนาดกิจการมีผลกระทบเชิงลบกับมูลค่ากิจการที่วัดค่าโดย Tobin's Q เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่จะมีความสามารถในการก่อหนี้ได้สูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก หากมีเงินกู้ยืมมากเกินไปทำให้ความเชื่อมั่นในหลักทรัพย์ของนักลงทุนลดลง ส่งผลต่อมูลค่าทางการตลาดของหลักทรัพย์ลดลง ซึ่งมูลค่าทางการตลาดลดลงนั้น ก็จะส่งผลทำให้ Tobin's Q ลดลงด้วยเช่นกัน ในขณะที่ผลการทดสอบระหว่างขนาดกิจการและคะแนนการกำกับดูแลกิจการกลับไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่หรือขนาดเล็กนั้น ไม่มีผลต่อการพิจารณาคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี

อย่างไรก็ตาม ผลการทดสอบอายุกิจการกลับไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่เพิ่งเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีหลายบริษัทที่ดำเนินงานมายาวนานก่อนที่จะเข้ามาในตลาดหลักทรัพย์ และก็มีบางบริษัทที่ดำเนินงานเพียงไม่กี่ปีก็เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนก่อนก็ไม่สามารถการันตีได้ว่าบริษัทนั้นจะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทที่เพิ่งเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และในทิศทางเดียวกันก็ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอายุกิจการกับคะแนนการกำกับดูแลที่ดีด้วยเช่นกัน

โครงสร้างเงินทุนพบความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานและคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือถ้าโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินสูงจะส่งผลต่อผลการดำเนินงานและระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ลดลงด้วยเช่นกัน จากการศึกษางานวิจัยที่ผ่านมาพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดต้นทุนของหนี้สินได้แก่ดอกเบี้ยให้ลดต่ำลงได้

ดังนั้นถ้ากิจการที่มีหนี้สินที่สูงแต่มีผลการดำเนินงานที่ดีและการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความโปร่งใส ตรวจสอบได้ ก็สามารถลดต้นทุนดอกเบี้ยลงได้ด้วยเช่นกัน (ธีรชัยอรุณ เรื่องศิริเลิศ และณัฐชา อรรถพลพิทักษ์, 2562; พรพิสิทธิ์ ลำเพาพงศ์และมนตรี โสคติยานุรักษ์, 2561)

ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้

ผลจากการวิจัยความสัมพันธ์ระหว่างความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานและการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับนักลงทุนสถาบัน สามารถนำไปใช้ประโยชน์ได้ดังนี้

1. บริษัท ควรมีมาตรการเพื่อเสริมสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุนอย่างต่อเนื่อง และเพื่อเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนสถาบันไทยให้มาลงทุนกับบริษัทมากขึ้น ซึ่งอ้างอิงจากผลการวิจัยฉบับนี้ที่พบว่า นักลงทุนสถาบันไทยเป็นตัวขับเคลื่อนให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลให้ผลการดำเนินงานดีขึ้นด้วยเช่นกัน

2. นักลงทุนรายย่อยทั่วไปใช้ในการพิจารณาบริษัทจากสัดส่วนของนักลงทุนสถาบัน เพื่อสร้างความมั่นใจในระดับหนึ่งว่า หากบริษัทมีนักลงทุนสถาบันเข้ามาลงทุนจะช่วยให้มีการตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหารส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี มีความโปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียเป็นหลัก

3. ตลาดหลักทรัพย์ควรมีมาตรการที่ผลักดันส่งเสริมการลงทุนของนักลงทุนสถาบันให้เพิ่มมากยิ่งขึ้น นอกจากจะช่วยเพิ่มความสมดุล เพิ่มเสถียรภาพและลดความผันผวนให้กับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย ยังติดตามผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้ผู้ถือหุ้น ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์ควรเก็บข้อมูลสัดส่วนนักลงทุนสถาบันกลุ่มต่าง ๆ ให้ละเอียดเพิ่มมากขึ้น ซึ่งจะเป็นประโยชน์กับนักลงทุนทั่วไปและเป็นประโยชน์กับการศึกษาค้นคว้าวิจัยในครั้งต่อไป

ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยครั้งต่อไป

ผลจากการวิจัยความสัมพันธ์ระหว่างความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานและการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับนักลงทุนสถาบัน ทำให้ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยดังต่อไปนี้

1. การศึกษาในครั้งต่อไป ถ้ามีการเปิดเผยนักลงทุนสถาบันที่ละเอียดมากยิ่งขึ้นควรแบ่งนักลงทุนสถาบันออกเป็น 2 กลุ่มคือ กลุ่มนักลงทุนประเภทมุ่งหวังผล (Active investor) เช่น กองทุนต่าง ๆ และกลุ่มนักลงทุนประเภทรอรับผล (Passive investor) เช่น สถาบันการเงิน เพื่อให้เห็นถึงบทบาทการติดตามดูแลการทำงานของผู้บริหารของนักลงทุนสถาบันแต่ละประเภทเพิ่มมากขึ้น

2. การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยสนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานผ่านประสิทธิภาพการปฏิบัติงานของผู้บริหารโดย Tobin's Q กับนักลงทุนสถาบัน ในการศึกษาครั้งต่อไปอาจนำตัวแปรอื่นที่วัดผลการดำเนินงานขององค์กร เช่น แนวคิดการบริหาร Balanced Scorecard (BSC) ที่มุ่งเน้นความสำเร็จขององค์กรเป็นหลัก การเพิ่มมูลค่าทางเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) ซึ่งเป็นเครื่องมือวัดผลการดำเนินงานในเชิงเศรษฐศาสตร์ โดยตัวชี้วัดนี้จะให้ความสำคัญกับมูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์และการสร้างมูลค่าเพิ่มของธุรกิจ โดย EVA แสดงให้เห็นผลกำไรที่แท้จริงของกิจการ โดยหักต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น หรือส่วนของเจ้าของ (Cost of equity) ต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity cost) และต้นทุนในส่วนของหนี้สิน (Cost of debt) ซึ่งผลกำไรตัวนี้จะเป็นตัวชี้วัดได้ว่า การดำเนินงานของบริษัทในขณะนั้นมีแนวโน้มที่จะสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่บริษัท หรือมีแนวโน้มที่จะทำให้มูลค่าของบริษัทลดลง ซึ่งหากบริษัทใดมีค่า EVA ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องแสดงว่าบริษัทนั้น ๆ มีการดำเนินธุรกิจที่ประสบความสำเร็จ สามารถสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นได้ รวมทั้งช่วยให้ผู้บริหารมองการบริหารประสิทธิภาพการบริหารในมุมมองของผู้มีส่วนได้เสียได้อีกด้วย

บรรณานุกรม

- จิภัตสร บุญรอด. (2558). การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต, สาขาวิชาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ณัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์. (2560). ผลตอบแทนและความต่อเนื่องของผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมหุ้นระยะยาวที่มีนโยบายเชิงรุก. *วารสารบริหารธุรกิจนิค้ำ*, 22, 61.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558). *วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน* (พิมพ์ครั้งที่ 4). กรุงเทพฯ: ฝ่ายสื่อสารองค์กร ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- ธีรชัยอรุณ เรื่องศิริเลิศ และณัฐชา อรรถพลพิทักษ์. (2562). การกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน. *วารสารสภาวิชาชีพบัญชี*, 1(1), 68-86.
- นริสา เขวลักษณ์. (2558). การถือหุ้นของบุคคลภายในและนักลงทุนสถาบันต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์. *วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ สมาคมสถาบันอุดมศึกษาเอกชนแห่งประเทศไทย (สสอท.)*, 4(2), 21-29.
- บัณฑิต นิจถาวร. (2557). *นักลงทุนสถาบันกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี*. เข้าถึงได้จาก <http://www.bangkokbiznews.com/blog/detail/573880>
- เบญจวรรณ สุภภัทรพร. (2561). ผลกระทบของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารสถาบันเทคโนโลยีแห่งสุวรรณภูมิ*, 4(2), 171-190.
- ประชาชาติธุรกิจออนไลน์ (Producer). (2561). *กบข. จัดงาน ESG Investing conference หวังแบ่งปันความรู้-ปลูกกระแสแก่นักลงทุนสถาบันมี ESG เพิ่มขึ้น*. เข้าถึงได้จาก <https://www.prachachat.net/finance/news-252277>
- ปิยะณัฐ ถุนพุทธคม และคณะ. (2561). ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน *การประชุมวิชาการเสนอผลงานวิจัยระดับชาติและนานาชาติ., UTCC Academic Day* (ครั้งที่ 2). เข้าถึงได้จาก <http://eprints.utcc.ac.th/6036/1/0003%20%E0%B8%9B%E0%B8%B4%E0%B8%A2%E0%B8%B0%E0%B8%93%E0%B8%B1%E0%B8%90%20%20%E0%B8%96%E0%B8%B8%E0%B8%99%E0%B8%9E%E0%B8%B8%E0%B8%97%E0%B8%98%E0%B8%94%E0%B8%A1.pdf>

- ฝ่ายพัฒนาธุรกิจตราสารหนี้และอื่น ๆ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2560). *หลักเกณฑ์การจัดทำดัชนีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. เข้าถึงได้จาก https://www.set.or.th/th/products/index/files/SET_Index_Methodology_Nov2017_TH.pdf
- ฝ่ายพัฒนาธุรกิจตราสารหนี้และอื่น ๆ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2561). *หลักเกณฑ์การจัดทำดัชนีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. เข้าถึงได้จาก https://www.set.or.th/th/products/index/files/SET_Index_Methodology_Nov2018_TH.pdf
- พรพิสิษฐ์ ลำเพาพงศ์ และมนตรี โสคติยานุรักษ์. (2561). ผลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนทางการเงินและผลประกอบการ. *Journal of Business Administration The Association of Private Education Institutions of Thailand*, 7(พิเศษ), 30-48.
- พรอนงค์ บุษราตระกูลและคณะ. (2559). *สรุปผลสำรวจข้อมูลกรรมการและผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. เข้าถึงได้จาก https://www.set.or.th/sustainable_dev/th/cg/files/2017/Thai_Directorship_Survey_2016.pdf
- ภิษญาณี สุขสำราญ และสมชาย สุภัทรกุล. (2558). นักลงทุนสถาบันและเสถียรภาพของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์*, 37, 146.
- มนวิกา ผดุงสิทธิ์. (2548). *การประเมินผลการปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin-Tobin's Q*. กรุงเทพฯ: คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ไมตรี เอื้อจิตอนันตกุล. (2549). การกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยการลงทุนหรือไม่. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 2(4), 4-14.
- วรกมล เกษมทรัพย์. (2553). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, สาขาวิชาการบริหารการเงิน, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- วรลักษณ์ พฤษษ์ชัญ. (2560). *เปรียบเทียบการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อผู้มีส่วนได้เสียของกิจการกรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. งานนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, คณะการจัดการและการท่องเที่ยว, มหาวิทยาลัยบูรพา.

- ศิริพร พวงช้อย. (2551). *โครงสร้างการเป็นเจ้าของกับผลการดำเนินงานของกิจการและการตอบสนองของนักลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. งานนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาวิชาบัญชี, คณะมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์, มหาวิทยาลัยบูรพา.*
- ศุภนาท อยู่ทรง. (2559). *ปัจจัยที่มีผลต่อการปรากฏของนักลงทุนสถาบัน:กรณีศึกษาหลักทรัพย์ที่มีปริมาณการซื้อขายแลกเปลี่ยนมีอต่ำ. งานนิพนธ์ศิลปศาสตรมหาบัณฑิต, สาขาวิชาการเงินประยุกต์, คณะบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.*
- สัตยา ตันจันทรพงศ์. (2558). *การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานผ่านการวางแผนภาษีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารสมาคมนักวิจัย, 20(2), 105-111.*
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.). (2560). *หลักธรรมาภิบาลการลงทุนสำหรับนักลงทุนสถาบัน. เข้าถึงได้จาก*
<https://www.sec.or.th/cgthailand/th/pages/rulesregulation/icode.aspx>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.). (2560). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียน ปี 2560. เข้าถึงได้จาก*
<http://www.cgthailand.org/microsite/index.html>
- Afza, T., & Nazir, M. S. (2015). Role of institutional shareholders' activism in enhancing firm performance: The case of Pakistan. *Global Business Review, 16(4), 557-570.*
- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics, 100(1), 154-181.*
- Almazan, A., Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2005). Active institutional shareholders and costs of monitoring: Evidence from executive compensation. *Financial Management, 34(4), 5-34.*
- Alshabibi, B. (2017). *Institutional investors and corporate governance.* Norwich: University of East Anglia.
- Alves, P., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2016). Executive pay and performance in Portuguese listed companies. *Research in International Business and Finance, 37, 184-195.*

- An, Y., Davey, H., & Eggleton, I. R. (2011). The effects of industry type, company size and performance on Chinese companies' IC disclosure: A research note. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 5(3), 107-116.
- Bekaert, G., & Harvey, C. R. (2003). Emerging markets finance. *Journal of Empirical Finance*, 10(1), 3-55.
- Belev, B. (2003). Institutional investors in Bulgarian corporate governance reform: Obstacles or facilitators? *Journal of World Business*, 38(4), 361-374.
- Bhattacharya, P. S., & Graham, M. (2007). *Institutional ownership and firm performance: evidence from Finland*. Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=1000092> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1000092>
- Bianchini, S., Krafft, J., Quatraro, F., & Ravix, J. (2015). Corporate governance, innovation and firm age: Insights and new evidence. *GREDEG Working Papers Series*, 68, 275.
- Brandes, P., Goranova, M., & Hall, S. (2008). Navigating shareholder influence: Compensation plans and the shareholder approval process. *Academy of Management Perspectives*, 22(1), 41-57.
- Bratten, B., & Xue, Y. (2016). Institutional ownership and CEO equity incentives. *Journal of Management Accounting Research*, 29(3), 55-77.
- Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism?. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403-423.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2004). Corporate governance and firm performance. Retrieved from https://www.researchgate.net/profile/Lawrence_Brown7/publication/225756247_Corporate_Governance_and_Firm_Operating_Performance/links/02e7e5335d964576e2000000/Corporate-Governance-and-Firm-Operating-Performance.pdf
- Charfeddine, L., & Elmarzougui, A. (2011). Institutional ownership and firm performance: Evidence from France (7). *IUP Journal of Behavioral Finance*, 7(4), 35-43.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management (1994)*, 23(3), 70-74.
- Chung, K. H., & Zhang, H. (2011). Corporate governance and institutional ownership. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(1), 247-273.

- Connelly, J. T., Limpaphayom, P., & Nagarajan, N. J. (2012). Form versus substance: The effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand. *Journal of Banking & Finance*, 36(6), 1722-1743.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A., & Tehranian, H. (2003). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking & Finance*, 31, 1771–1794.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A., & Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking & Finance*, 31(6), 1771-1794.
- Dararat Sukkaew. (2018). Corporate governance score and signal on dividend policy in lowering agency problem . *Thammasat Economic Journal*, 36(1), 43-53.
- David, P., & Kochhar, R. (1996). Barriers to effective corporate governance by institutional investors: Implications for theory and practice. *European Management Journal*, 14(5), 457-466.
- Doidge, C., Dyck, A., Mahmudi, H., & Virani, A. (2015). Can institutional investors improve corporate governance through collective action. *Rotman School of Management Working Paper* no. 2635662. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=2635662>
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Gillan, S., & Starks, L. T. (2003). Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. *Journal of Applied Finance*, 13(2), 4-17.
- Gürbüz', A. O., Aybars, A., & Kutlu, Ö. (2010). Corporate governance and financial performance with a perspective on institutional ownership: Empirical evidence from Turkey. *Journal of Applied Management Accounting Research*, 8(2), 21-37.
- Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2003). Institutional investors and executive compensation. *The Journal of Finance*, 58(6), 2351-2374.
- Hellman, N. (2005). Can we expect institutional investors to improve corporate governance? *Scandinavian Journal of Management*, 21(3), 293-327.

- Hsu, M. F., & Wang, K. (2014). The level and stability of institutional ownership and firm performance: Evidence from Taiwan. *Emerging Markets Finance & Trade*, 50, 159-173.
- 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.
- Lewellen, J., & Lewellen, K. (2018). *Institutional investors and corporate governance: The incentive to be engaged*. Retrieved from <https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2019/11/Jonathan-Lewellen-Katharina-Lewellen.pdf>
- Li, S. (2005). Why a poor governance environment does not deter foreign direct investment: The case of China and its implications for investment protection. *Business Horizons*, 48(4), 297-302.
- Lindenberg, E. B., & Ross, S. A. (1981). Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of business*, 54(1), 1-32.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612.
- Ming, T. C., Foo, Y.-B., Gul, F. A., & Majid, A. (2018). Institutional investors and CEO pay performance in Malaysian firms. *Journal of International Accounting Research*, 17(1), 87-102.
- Mizuno, M., & Shimizu, H. (2015). The influence of institutional investors on corporate governance and firm performance: Evidence from Japan. *Kindai Management Review*, 3, 75-89.
- Nashier, T., & Gupta, A. (2016). The effect of institutional ownership on firm performance. *IUP Journal of Corporate Governance*, 15(3), 36.
- Ozkan, N. (2007). Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(5), 349-364.
- Parrino, R., Sias, R. W., & Starks, L. T. (2003). Voting with their feet: Institutional ownership changes around forced CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 68(1), 3-46.
- Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics*, 20, 237-265.

- Pricewaterhousecoopers. (2000). *Corporate governance: 1999 Survey of Institutional Investors*. n.p.
- Rafael, E. F. (2016). *Institutional ownership and performance: An overview in emerging and developed countries*. Masters's in Economics, Faculty of Management, Radboud University Nijmegen.
- Rumelt, R. P. (1982). Diversification strategy and profitability. *Strategic Management Journal*, 3(4), 359-369.
- Sami, H., Wang, J., & Zhou, H. (2011). Corporate governance and operating performance of Chinese listed firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 20(2), 106-114.
- Tan, A. W., & Keeper, T. (2008). Institutional investors and corporate governance: A New Zealand perspective. *Available at SSRN 1864274*.
- Thanatawee, Y. (2014). Institutional ownership and firm value in Thailand. *Asian Journal of Business and Accounting*, 7(2), 1-20
- Tulepova, I. (2017). *The impact of ownership structure on CEO compensation. Evidence from the UK*. Mater's Economics, Faculteit der Managementwetenschappen, Radboud University.
- Wahab, A. et al. (2008). Corporate governance and institutional investors: Evidence from Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 4(2), 67-90.
- Wahab, E. A. A., How, J. C., & Verhoeven, P. (2007). The impact of the Malaysian code on corporate governance: Compliance, institutional investors and stock performance. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 3(2), 106-129.
- Zeitun, R., & Tian, G. G. (2014). Capital structure and corporate performance: Evidence from Jordan. *Australasian Accounting Business & Finance Journal, Forthcoming*, 1(4), 40-61.

ต้นฉบับไม่ปรากฏ

ภาคผนวก