The Relationship between Ownership Structure and Corporate Governance of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand

Suwisa Tayatong[1,*] Chamaipon Ratanacharoenchai[2] Jarassri Nomee[3]

Abstract

The purpose of this paper is to investigate the effect of ownership structure on corporate governance in Thailand. Structure of the ownership is measured by the ratio of individual shareholders ownership and other institutions' ownership such as director ownership, financial institute ownership, foreign ownership and government ownership which took a role in the management and policy for the listed companies. We used data from the year 2016 annual reports of 527 listed companies. Multiple regression analysis was performed to examine factors influencing corporate governance. The results indicate that the dispersed shareholding which was measured by the percentage of Free Float which reflects the individual shareholders ownership has positively and significantly affected corporate governance scoring. This empirical research, nonetheless, confirm that diversified shareholders and institutional investors are the main drive for better corporate governance.

***Keywords*:** ownership structure, corporate governance

[1, 2, 3] Accounting Program, Faculty of Business Administration and Liberal Arts, Rajamangala University of Technology Lanna Chiangrai.

* Correponding author. E-mail: suwisa.taya@gmail.com

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สุวิสา ทะยะธง[1,*] ชไมพร รัตนเจริญชัย[2] จรัสศรี โนมี[3]

บทคัดย่อ

การศึกษานี้เป็นการศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ส่งผลกระทบต่อคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ โดยทำการเก็บรวบรวมข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จำนวน 527 บริษัท ตัวแปรโครงสร้างผู้ถือหุ้นวัดจากสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย และผู้ถือหุ้นกลุ่มต่าง ๆ ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นโดยคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันในประเทศ สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ และสัดส่วนการถือหุ้นโดยหน่วยงานของรัฐบาลซึ่งมีส่วนร่วมในการบริหารงานและกำหนดนโยบายของกิจการ โดยใช้การวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ เพื่ออธิบายอิทธิพลของตัวแปรที่มีผลต่อการกำกับดูแลกิจการ ผลการศึกษาพบว่าการถือหุ้นแบบกระจายตัวซึ่งวัดได้จากสัดส่วนจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อย มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ นอกจากนี้ ยังพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันในประเทศเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ผลการศึกษาสามารถระบุได้ว่าสัดส่วนการถือหุ้นที่มีความหลากหลายและสัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันเป็นปัจจัยที่ช่วยในการขับเคลื่อนประสิทธิภาพในการกำกับดูแลกิจการ

คำสำคัญ: โครงสร้างผู้ถือหุ้น การกำกับดูแลกิจการ

[1,2,3] สาขาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจและศิลปศาสตร์ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลล้านนา เชียงราย

* Correponding author. E-mail: suwisa.taya@gmail.com

บทนำ

จากการเกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 และตามมาด้วยวิกฤติเศรษฐกิจ Hamburger Crisis ในปี พ.ศ. 2550 โดยเริ่มจากบริษัท BNC Mortgage ซึ่งเป็นบริษัทลูกของบริษัททางการเงินในอันดับต้น ๆ ของโลก อย่าง Lehman Brothers ได้ปล่อยกู้ให้กับลูกค้าที่มีปัญหาด้านเครดิต ในการซื้ออสังหาริมทรัพย์ โดยเฉพาะบ้านและที่ดินที่เกิดปัญหาหนี้เสีย ทำให้กลุ่ม Lehman Brothers ต้องขาดทุนอย่างมหาศาล เหตุการณ์ในครั้งนี้ได้ส่งผลกระทบต่อ Merrill Lynch และ American International Group (AIG) ซึ่งเป็นสถาบันการเงินอันดับต้น ๆ ของสหรัฐอเมริกา (วรกมล เกษมทรัพย์, 2553) เหตุการณ์ดังกล่าวทำให้มีผลกระทบขยายวงกว้างต่อเศรษฐกิจทั่วโลก รวมถึงประเทศไทยซึ่งทำให้ประเทศไทยประสบกับปัญหาทางการเงินและการดำเนินงานในระดับที่รุนแรงมาก สาเหตุประการหนึ่งของเหตุการณ์นี้ คือ ปัญหาคุณธรรมวิบัติ (Moral Hazard) ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Problem) คือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ของฝ่ายต่าง ๆ ในองค์กรธุรกิจ ซึ่งเอาผลประโยชน์ส่วนตนเป็นหลัก ซึ่งปัญหานี้ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน ทั้งในด้านความโปร่งใส ความน่าเชื่อถือ ความรับผิดชอบต่อหน้าที่และความรับผิดชอบต่อการตัดสินใจ

จากวิกฤตเศรษฐกิจดังกล่าว ทำให้หลาย ๆ ประเทศให้ความสำคัญกับการวางแผนสร้างธรรมาภิบาลหรือการกำกับดูแลกิจการในระบบตลาดทุน หรือสถาบันการเงินของประเทศตนเอง รวมถึงประเทศไทย โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศได้รณรงค์และส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักถึงความสำคัญ และประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยเสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อให้แก่บริษัทจดทะเบียน เพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติในขั้นเริ่มแรก ซึ่งต่อมา ได้มีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัท จดทะเบียน โดยเทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการของ The Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD Principles of Corporate Governance ปี 2004) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ดำเนินการอย่างต่อเนื่องในการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยมุ่งหวังให้คณะกรรมการและฝ่ายจัดการของบริษัทจดทะเบียนทุกบริษัทพัฒนาระดับการกำกับดูแลกิจการให้สามารถเทียบเคียงได้กับมาตรฐานสากล (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [ตลท], 2555) และสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) ที่มีบทบาทสำคัญในการพัฒนาความเป็นมืออาชีพของกรรมการและส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีในประเทศไทยโดยใช้การให้คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance Credit Rating) นอกจากนี้ปัจจัยที่สำคัญอีกอย่างหนึ่งที่อาจมีความเกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทก็คือโครงสร้างการถือหุ้น งานวิจัยทางด้านการบัญชีและบรรษัทภิบาลในปัจจุบันจึงหันมาให้ความสำคัญกับการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทและการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยมีความเชื่อว่า โครงสร้างการถือหุ้นในรูปแบบต่าง ๆ จะสะท้อนถึงอำนาจควบคุมกิจการภายในบริษัทและมีอิทธิพลต่อแรงจูงใจของผู้บริหารและหรือผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในการควบคุมกิจการในการกำหนดแนวนโยบายด้านการกำกับดูแลกิจการ

จากข้อมูลข้างต้นสรุปได้ว่า โครงสร้างการถือหุ้นในบริษัทอาจส่งผลต่อคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี แต่ยังไม่มีการศึกษาข้อสรุป

ด้านของทฤษฎีที่สนับสนุนว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นมีผลกระทบต่อคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นไปในทิศทางใด จึงนำมาสู่คำถามในการศึกษาครั้งนี้ว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีโครงสร้างการถือหุ้นที่แตกต่างกันจะส่งผลต่อคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีด้วยหรือไม่ ซึ่งนักลงทุนและผู้ที่สนใจสามารถนำผลจากการวิจัยไปใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจลงทุนโดยพิจารณาจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นองค์ประกอบในการตัดสินใจลงทุน

วัตถุประสงค์

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ส่งผลต่อระดับการกำกับดูแลที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานของการวิจัย

สมมติฐานการวิจัยที่ 1 : การถือหุ้นแบบกระจายตัวมีความสัมพันธ์**เชิงบวก**กับระดับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ

สมมติฐานการวิจัยที่ 2 : สัดส่วนการถือหุ้นโดยคณะกรรมการบริษัท**มีความสัมพันธ์**กับระดับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ

สมมติฐานการวิจัยที่ 3 : สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันในประเทศมีความสัมพันธ์ใน**ทิศทางตรงกันข้าม**กับระดับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ

สมมติฐานการวิจัยที่ 4 : สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ**มีความสัมพันธ์**กับระดับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ

สมมติฐานการวิจัยที่ 5 : สัดส่วนการถือหุ้นโดยหน่วยงานของรัฐบาล**มีความสัมพันธ์**กับระดับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ

ทบทวนวรรณกรรม

การกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) หรือ บรรษัทภิบาลตามความหมายของ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2555) คือ ระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน นำไปสู่ความเจริญเติบโตและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่น โดยหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555 ประกอบด้วยหลักการและแนวปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการแต่ไม่รวมถึงเรื่องที่กฎหมายกำหนดให้ปฏิบัติไว้ชัดเจนแล้ว ซึ่งเนื้อหาแบ่งเป็น 5 หมวด ได้แก่

1) สิทธิของผู้ถือหุ้น
2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน
3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย
4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส
5) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ดำเนินการอย่างต่อเนื่องในการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยมุ่งหวังให้คณะกรรมการและฝ่ายจัดการของบริษัทจดทะเบียนทุกบริษัทพัฒนาระดับการกำกับดูแลกิจการให้สามารถเทียบเคียงกับมาตรฐานสากล เพื่อประโยชน์ต่อบริษัทและเพื่อประโยชน์โดยรวมต่อความสามารถในการแข่งขันและการเติบโตของตลาดทุน ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้มีการปรับปรุง

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560 และได้ให้ความหมาย “การกำกับดูแลกิจการ” ว่าหมายถึง ความสัมพันธ์ในเชิงการกำกับดูแล รวมทั้งกลไกมาตรการที่ใช้กำกับการตัดสินใจของคนในองค์กรให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ ซึ่งรวมถึง (1) การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลัก (objectives) (2) การกำหนดกลยุทธ์ นโยบาย และพิจารณาอนุมัติแผนงานและงบประมาณ และ (3) การติดตามประเมินและดูแลการรายงานผลการดำเนินงาน (ตลท, 2660)

“การกำกับดูแลกิจการที่ดี” ตามหลักปฏิบัตินี้ หมายถึง การกำกับดูแลกิจการที่เป็นไปเพื่อการสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน นอกเหนือจากการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน ซึ่งคณะกรรมการควรกำกับดูแลกิจการให้นำไปสู่ผล (Governance outcome) อย่างน้อย ดังต่อไปนี้

1. สามารถแข่งขันได้และมีผลประกอบการที่ดี โดยคำนึงถึงผลกระทบในระยะยาว (Competitiveness and performance with long-term perspective)

2. ประกอบธุรกิจอย่างมีจริยธรรม เคารพสิทธิและมีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย (Ethical and responsible business)

3. เป็นประโยชน์ต่อสังคม และพัฒนาหรือลดผลกระทบด้านลบต่อสิ่งแวดล้อม (Good corporate citizenship)

4. สามารถปรับตัวได้ภายใต้ปัจจัยการเปลี่ยนแปลง (Corporate resilience)

ดังนั้น การกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือ ชื่อเรียกอื่นที่อาจได้ยินในบริษัทต่าง ๆ เช่น ธรรมาภิบาล, บรรษัทภิบาล หรือ Corporate Governance หรือ CG ซึ่งมีความหมายทำนองเดียวกันว่า หมายถึง การบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย เพื่อสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) เป็นองค์กรที่มีบทบาทสำคัญในการพัฒนาความเป็นมืออาชีพของกรรมการและส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีในประเทศไทย ได้ประเมินการกำกับดูแลกิจการจากการสำรวจ ประเมิน และให้คะแนน โดยอิงหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดีของกลุ่มประเทศ OECD (OECD Principles of Corporate Governance) อันเป็นหลักสากล รวมทั้งรวมหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของตลาดหลักทรัพย์ โดยการประเมินมีการให้คะแนน ตราสัญลักษณ์ตามช่วงคะแนน และความหมายการกำกับดูแลกิจการดังนี้

คะแนน	ตราสัญลักษณ์	ความหมาย
90 ขึ้นไป	▲▲▲▲▲	ดีเลิศ
80-89	▲▲▲▲	ดีมาก
70-79	▲▲▲	ดี
60-69	▲▲	ดีพอใช้
50-59	▲	ผ่าน
ต่ำกว่า 50	-	ไม่มี

ภาพที่ 1 คะแนนและตราสัญลักษณ์การกำกับดูแลกิจการ
ที่มา: สถาบันกรรมการบริษัทไทย 2560

จากภาพที่ 1 IOD ได้ประเมินการกำกับดูแลกิจการ โดยแบ่งระดับคะแนน คือ ระดับคะแนน 90 คะแนนขึ้นไป มีตราสัญลักษณ์การกำกับดูแลกิจการ 5 ตรา แสดงว่ามีการกำกับดูแลกิจการในระดับดีเลิศ ระดับคะแนน 80 – 89 คะแนน มีตราสัญลักษณ์การกำกับดูแลกิจการ 4 ตรา แสดงว่ามีการกำกับดูแลกิจการในระดับดีมาก ระดับคะแนน 70-79 คะแนน มีตราสัญลักษณ์การกำกับดูแลกิจการ 3 ตรา แสดงว่ามีการกำกับดูแลกิจการในระดับดี ระดับคะแนน 60-69 คะแนน มีตราสัญลักษณ์การกำกับดูแลกิจการ 2 ตรา แสดงว่ามีการกำกับดูแลกิจการในระดับดีพอใช้ ระดับคะแนน 50-59 คะแนน มีตราสัญลักษณ์การกำกับดูแลกิจการ 1 ตรา แสดงว่าผ่านการประเมินการกำกับดูแลกิจการ และระดับคะแนนต่ำกว่า 50 คะแนน ไม่มีตราสัญลักษณ์การกำกับดูแลกิจการ แสดงว่าไม่มีการกำกับดูแลกิจการ

การศึกษาในครั้งนี้มีการกำหนดให้โครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นตัวแปรที่ส่งผลต่อระดับการกำกับดูแลกิจการ โดยมีการพัฒนาและกำหนดตัวแปรจากทฤษฎี แนวคิดและงานวิจัยก่อนหน้านี้และสามารถพัฒนาเป็นสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

โครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership structure)

โครงสร้างการถือหุ้นในรูปแบบต่าง ๆ จะสะท้อนถึงอำนาจควบคุมกิจการภายในบริษัท สำหรับการศึกษาในครั้งนี้ตัวแปรโครงสร้างผู้ถือหุ้นประกอบด้วยสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย (free float %) รวมถึงการประเมินจากประเภทของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 10 รายแรกต่อจำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วซึ่งถือว่าเป็นกลุ่มผู้หุ้นที่มีอิทธิพลในการกำหนดนโยบายการกำกับดูแลกิจการ นอกจากนี้ ยังได้จำแนกประเภทของผู้ถือหุ้นออกเป็นกลุ่มต่าง ๆ ประกอบด้วยการถือหุ้นโดยคณะกรรมการบริษัท, การถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน, การถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างประเทศ และการถือหุ้นโดยหน่วยงานรัฐบาลซึ่งมีแนวทางในการพัฒนาสมมติฐานในการวิจัยดังนี้

สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยงานวิจัยด้านการกำกับดูแลกิจการส่วนใหญ่มีการศึกษาภายใต้ประเด็นปัญหาตัวแทน (agency problem) ที่เกิดจากความขัดแย้งระหว่างผลประโยชน์ของผู้บริหาร (agents) และเจ้าของ (principals) หรือผู้ถือหุ้นของบริษัท จากการศึกษาของ Shleifer และ Vishny (1997) พบว่าหากผู้ถือหุ้นใหญ่มีอำนาจในการบริหารอย่างเต็มที่ ผู้ถือหุ้นดังกล่าวจะยึดผลประโยชน์ส่วนตนเป็นหลักและมักไม่สร้างกิจกรรมที่สร้างมูลค่าเพิ่มสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยทำให้เกิดการควบคุมที่ไม่มีประสิทธิภาพและไม่เปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นกลุ่มอื่นมีส่วนร่วม เกิดค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนที่มีความสัมพันธ์กับพฤติกรรมครอบงำโดยผลประโยชน์ของตัวเอง ซึ่งเป็นสาเหตุที่ทำให้กิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่อ่อนแอ แม้ว่าการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของ (concentrated ownership) สามารถช่วยให้สามารถบริหารจัดการได้ง่ายและมีความคล่องตัวสูงในขณะเดียวกันการถือหุ้นในรูปแบบดังกล่าวกลับทำให้เกิดความไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้ถือหุ้นทั้งสองกลุ่ม ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีอำนาจในการควบคุมการบริหารจัดการเกือบทั้งหมดของบริษัท และสามารถใช้อำนาจเหล่านั้นในการแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัวโดยไม่คำนึงถึงผู้ถือหุ้นรายย่อยอื่น ๆ ที่อาจเสียผลประโยชน์ (Shleifer & Vishny, 1997) โดยมีงานวิจัยที่สนับสนุนแนวคิดดังกล่าวคืองานของ La Porta, Lopez-de-Silanes, และ Shleifer (1999) และคณะ (2002) ที่ได้กล่าวว่าประเทศที่มีมาตรการคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือมีบรรษัทภิบาลที่อ่อนแอ ประเทศเหล่านี้มักจะมีแนวโน้มที่จะมีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้จึงได้นำประเด็น

การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นตามแนวคิดของ Fama และ Jensen (1983) ที่ได้กล่าวว่าการกระจายความเป็นเจ้าของจะช่วยแก้ปัญหาความขัดแย้งเรื่องผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและเป็นกลไกในการขับเคลื่อนการกำกับดูแลกิจการ ดังนั้นการศึกษาในครั้งนี้จึงได้ศึกษาตัวแปรการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นโดยวัดจากสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย (free float %) เป็นเกณฑ์ในการวัดการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นเนื่องจากมีความสอดคล้องกับสมมติฐานข้างต้นที่ว่า หากบริษัทมีโครงสร้างการถือหุ้นที่มีความกระจุกตัวคือมีสัดส่วนการถือหุ้นส่วนใหญ่โดยบุคคลจำนวนน้อยรายจะทำให้บริษัทนั้นไม่มีอิสระในการบริหารงาน

สัดส่วนการถือหุ้นโดยคณะกรรมการบริษัท

ตามทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship Theory) ของ Davis, Schoorman, และ Donaldson (1997) ซึ่งมีพื้นฐานความคิดมาจากปรัชญาและสังคมศาสตร์ กล่าวว่าบุคคลจะมีพฤติกรรมที่ตอบสนองความต้องการของสังคมเป็นหลัก ตัวแทนจะบริหารงานให้เกิดความสำเร็จเพื่อเป็นการสร้างการเป็นที่ยอมรับทางสังคมอันเป็นความต้องการสูงสุดตามทฤษฎีนี้ ดังนั้น จึงมีความคาดหวังว่าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมที่ดำรงตำแหน่งคณะกรรมการบริษัทมักมีความตระหนักถึงความรับผิดชอบของพวกเขาที่มีต่อองค์กรรวมถึงการคำนึงถึงความอยู่รอดขององค์กรในระยะยาวดังนั้นพวกเขาจึงมักจะให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการ

สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันในประเทศ

นักลงทุนสถาบันเป็นกลุ่มที่มีบทบาทสำคัญในระบบเศรษฐกิจการเงินโลก เพราะทำหน้าที่เป็นผู้บริหารเงินทุนจากปัจเจกบุคคลและหน่วยการออมต่าง ๆ ปัจจุบันในตลาดทุนไทยการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันทวีความสำคัญอย่างรวดเร็ว จากการทบทวนวรรณกรรมจากงานวิจัยก่อนหน้านี้ พบว่า นักลงทุนสถาบันมักจะให้ความสนใจในผลการดำเนินงานในระยะสั้นและให้ความสนใจในเรื่องตัววัดผลทางการเงินมากกว่าตัววัดผลด้านการกำกับดูแลกิจการหรือการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคม (Graves & Waddock, 1994)

สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ

โดยทั่วไปแล้วนักลงทุนจากต่างประเทศมักจะให้ความสนใจที่จะเลือกลงทุนในบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จากการศึกษาก่อนหน้านี้ในงานวิจัยของ Haniffa และ Cooke (2002) พบว่า บริษัทที่มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นจากต่างประเทศในสัดส่วนที่สูงมักมีการเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปีอย่างเต็มที่และมุ่งเน้นให้เกิดความโปร่งใส ซึ่งการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสเป็นส่วนหนึ่งของหลักการกำกับดูแลกิจการ ดังนั้น หากกิจการมีนักลงทุนต่างประเทศเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่จึงมักจะเป็นสัญญาณที่แสดงให้เห็นว่านักลงทุนจากต่างประเทศมีความเชื่อมั่นในกลไกกำกับดูแลกิจการของบริษัท

สัดส่วนการถือหุ้นโดยหน่วยงานของรัฐบาล

การมีส่วนร่วมของภาครัฐในภาคธุรกิจถือเป็นสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่สามารถพบได้ โดยเฉพาะรัฐวิสาหกิจที่แปรรูปสู่การเป็นบริษัทมหาชนซึ่งส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่มักมีมูลค่าทางการตลาดสูงและมีบทบาทในตลาดทุนไทย นอกจากนี้ในงานวิจัยของ Ang และ Ding (2006) พบว่ากิจการที่มีหน่วยงานรัฐบาลเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม มักจะมีการมีการตรวจติดตามและกำกับดูแลอย่างเข้มแข็ง เพื่อที่

รัฐบาลจะสามารถมั่นใจได้ว่าบริษัทเหล่านี้ประสบผลสำเร็จในระยาวและบรรลุวัตถุประสงค์ในการแปรรูปจากรัฐวิสาหกิจมาสู่การเป็นบริษัทเอกชน

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

การศึกษาครั้งนี้ทำการศึกษาข้อมูลด้านการกำกับดูแลกิจการ และโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในปี 2559 จำนวน 592 โดยไม่รวมบริษัทที่มีการดำเนินงานในลักษณะกองทุนรวม บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม MAI บริษัทที่ถูกเข้าซื้อเพิกถอนจากตลาดหลักทรัพย์คงเหลือบริษัทที่สามารถจัดเก็บข้อมูลครบถ้วนจำนวน 527 บริษัท

ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร

การศึกษาครั้งนี้กำหนดให้โครงสร้างการถือหุ้นเป็นตัวแปรอิสระ ประกอบด้วย สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (free float %) ณ วันปิดสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้นครั้งสุดท้ายในการประชุมประจำปีผู้ถือหุ้น โดยผู้ถือหุ้นรายย่อยหมายถึงผู้ถือหุ้นที่มิได้เป็นผู้มีส่วนร่วมในการบริหารงาน (strategic shareholder) ตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนี้ตัวแปรด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้นยังประเมินจากองค์ประกอบของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 10 รายแรกของบริษัท ตามแนวทางการวิจัยของ La Porta และคนอื่น ๆ (1999) และงานของ Darmadi (2016) โดยจำแนกตามประเภทผู้ถือหุ้นดังนี้ คณะกรรมการบริหารบริษัท (board of director) นักลงทุนต่างประเทศ นักลงทุนสถาบันไทย และหน่วยงานภาครัฐ โดยวิธีการวัดค่าใช้สัดส่วนโดยรวมของผู้ถือหุ้นแต่ละประเภท

ตัวแปรด้านการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวแปรตามโดยมีวิธีการวัดค่าตัวแปรจากคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ที่ได้ประเมินโดยสถาบันกรรมการบริษัทจดทะเบียนไทย โดยกำหนดการวัดค่าตัวแปรตามจำนวนตราสัญลักษณ์การกำกับดูแลกิจการ (0-5) จากความหมายที่แปรผลจากคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่บริษัทได้รับการประเมิน ดังแสดงรายละเอียดตามภาพที่ 1 ข้างต้น

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษาครั้งนี้เก็บข้อมูลจากรายงานประจำปี (56-2) และแบบรายงานประจำปี (56-1) และข้อมูลคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากรายงานผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยประจำปี 2559 (สถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2560)

การวิเคราะห์และแปลผลข้อมูล

การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นและระดับการกำกับดูแลกิจการได้มีการตรวจสอบโดยใช้การวิเคราะห์ถดถอยพหุคู (multiple regression analysis) โดยกำหนดสมการในการวิเคราะห์ถดถอย ดังนี้

$$\text{CG score} = \beta_0 + \beta_1 \text{Free Float\%} + \beta_2 \text{ Board Own} + \beta_3 \text{Ins Own} + \beta_4 \text{For Own} + \beta_5 \text{Gov Own} + \varepsilon$$

โดยที่

CG score	คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน (0-5)
Free Float%	สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย
Board	สัดส่วนการถือหุ้นโดยคณะกรรมการบริษัท

Thai สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันในประเทศ

Foreign สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ

Gov สัดส่วนการถือหุ้นโดยหน่วยงานของรัฐบาล

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ ค่าสัมประสิทธิ์ค่าคลาดเคลื่อน

R-squared ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

ผลการวิจัย

ผู้วิจัยได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง โครงสร้างผู้ถือหุ้นและคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในปี พ.ศ. 2559 จากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 527 บริษัท นำไปสู่ผลการวิเคราะห์ทางสถิติดังนี้

ส่วนที่ 1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา

ตารางที่ 1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร

ตัวแปร	สถิติเชิงพรรณนา			
	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	Min	Max
สัดส่วนการถือหุ้นโดยคณะกรรมการบริษัท	0.14	0.18	0	0.84
สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันในประเทศ	0.26	0.25	0	0.98
สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ	0.11	0.18	0	0.97
สัดส่วนการถือหุ้นโดยหน่วยงานของรัฐบาล	0.01	0.05	0	0.70
สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0.44	0.19	0.02	1
คะแนนการกำกับดูแลกิจการ	2.93	1.69	0	5

ตารางที่ 2 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ

จำนวนตราสัญลักษณ์การกำกับดูแลกิจการ	ความหมาย	ความถี่	ร้อยละ
5	ดีเลิศ	74	14.04
4	ดีมาก	165	32.64
3	ดี	172	31.31
2	ดีพอใช้	0	0
1	ผ่าน	0	0
0	ไม่มี	116	22.01
	รวม	527	100

ส่วนที่ 2 การวิเคราะห์เชิงอนุมาน

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ด้วย Pearson's correlation coefficient

ตัวแปร	สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัท	สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันไทย	สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ	สัดส่วนการถือหุ้นของหน่วยงานรัฐบาล	สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย	คะแนนการกำกับดูแลกิจการ
สัดส่วนการถือหุ้นโดยคณะกรรมการบริษัท	1					
สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันในประเทศ	-0.4879***	1				
สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ	-0.2600***	-0.1562***	1			
สัดส่วนการถือหุ้นโดยหน่วยงานของรัฐบาล	-0.0918*	-0.0362	-0.0317	1		
สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-0.2045***	-0.3440***	-0.1802***	0.0140	1	
คะแนนการกำกับดูแลกิจการ	-0.1245***	0.1843***	0.0202	0.1164***	-0.0051	1

ระดับนัยสำคัญ *** p-value < 0.01, ** p-value < 0.05, * p-value < 0.1

ตารางที่ 4 ข้อมูลการวิเคราะห์ถดถอยระหว่างคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นแต่ละประเภท

ตัวแปร	Multiple Regression				
	Coef.	95% Coef.	Std. Err.	t	P>[t]
ตัวแปรตาม CG Score					
สัดส่วนการถือหุ้นโดยคณะกรรมการบริษัท	0.902	-0.364	0.644	1.40	0.162
สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันในประเทศ	2.027***	1.109	0.466	4.34	0.001
สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ	1.122**	0.120	0.509	2.20	0.028
สัดส่วนการถือหุ้นโดยหน่วยงานของรัฐบาล	4.399***	1.684	1.381	3.18	0.002
สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	1.217**	0.182	0.526	2.31	0.021
Constant	1.597***	0.740	0.436	3.66	0.001
จำนวนข้อมูล	527				
R-squared	0.062				
Adj R-squared	0.053				

ระดับนัยสำคัญ *** p-value < 0.01, ** p-value < 0.05, * p-value < 0.1

อภิปรายผล

ผลการวิเคราะห์ด้วยวิธี Multiple Regression ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลและตัวแปรตามอื่น ๆ ระหว่างปี พ.ศ. 2559 จากกลุ่มตัวอย่าง 527 บริษัท สามารถอภิปรายผลการวิเคราะห์ในแต่ละสมมติฐานได้ ดังนี้

สมมติฐานการวิจัยที่ 1 : การถือหุ้นแบบกระจายตัวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับระดับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งผลจากการวิเคราะห์ถดถอยเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ พบว่า การถือหุ้นแบบกระจายตัวโดยวัดจากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยมีความสัมพันธ์กับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value =0.021) ผลการวิจัยดังกล่าวสอดคล้องกับแนวคิดของ Fama และ Jensen (1983) ที่ได้กล่าวว่าการกระจายความเป็นเจ้าของจะช่วยแก้ปัญหาความขัดแย้งเรื่องผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและเป็นกลไกในการขับเคลื่อนการกำกับดูแลกิจการของกิจการและเป็นปัจจัยที่ส่งผลให้ทำให้กิจการมีคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่สูงขึ้น

สมมติฐานการวิจัยที่ 2 : สัดส่วนการถือหุ้นโดยคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับระดับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งผลจากการวิเคราะห์ถดถอยไม่เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ผู้วิจัยตั้งไว้ ผลการวิจัยไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของ

คณะกรรมการบริษัทและคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งอภิปรายผลการวิจัยได้ว่าแม้ว่าคณะกรรมการจะมีบทบาทที่สำคัญต่อการกำหนดกลไกการกำกับดูแลกิจการแต่การดำรงตำแหน่งคณะกรรมการบริษัทของผู้หุ้นรายใหญ่อาจจะมีปัญหาเรื่องความเป็นอิสระในการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการและนำมาซึ่งความขัดแย้งแห่งผลประโยชน์และส่งผลต่อผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ

สมมติฐานการวิจัยที่ 3 : สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันในประเทศมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับระดับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งผลจากการวิเคราะห์ถดถอย ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันในประเทศและคะแนนการกำกับดูแลกิจการซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ และขัดแย้งกับผลการวิจัยก่อนหน้านี้ในงานของ Graves และ Waddock (1994) ที่กล่าวว่านักลงทุนสถาบันมักจะให้ความสนใจในผลการดำเนินงานในระยะสั้นและให้ความสนใจในเรื่องตัววัดผลทางการเงินมากกว่าตัววัดผลด้านการกำกับดูแลกิจการหรือการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคม แต่ในงานวิจัยนี้กลับพบความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value = 0.001) ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันในประเทศกับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ อาจจะเนื่องมากจากงานวิจัยก่อนหน้านี้ได้มีการศึกษาในช่วงเวลาก่อนที่จะมีการนำประเด็นด้านบรรษัทภิบาลมาใช้เป็นเครื่องมือในการตรวจสอบติดตามและกำกับดูแลการดำเนินธุรกิจอย่างแพร่หลายดังเช่นในปัจจุบัน

สมมติฐานการวิจัยที่ 4 : สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศมีความสัมพันธ์กับระดับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งผลการวิเคราะห์ถดถอยเป็นไปตามสมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ โดยพบความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติ (p-value = 0.028) ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันต่างประเทศกับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Haniffa และ Cooke (2002) ที่พบว่านักลงทุนจากต่างประเทศมักให้ความสนใจลงทุนในบริษัทที่มีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งการที่กิจการมีคะแนนการกำกับดูแลกิจการเป็นสิ่งที่สามารถดึงดูดการลงทุนจากนักลงทุนต่างประเทศรวมถึงสร้างความมั่นใจ ในประเด็นการดำเนินงานอย่างชอบธรรม (fairness) มีความโปร่งใส (transparent)

สมมติฐานการวิจัยที่ 5 : สัดส่วนการถือหุ้นโดยหน่วยงานของรัฐบาลมีความสัมพันธ์กับระดับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งผลการวิเคราะห์ถดถอยเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งโดยพบความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value = 0.002) ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการและสัดส่วนการถือหุ้นของหน่วยงานภาครัฐซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ang และ Ding (2006) ที่กล่าวว่ากิจการที่มีหน่วยงานรัฐบาลเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม มักจะมีการมีการตรวจติดตามและกำกับดูแลอย่างเข้มแข็ง เพื่อที่รัฐบาลจะสามารถมั่นใจได้ว่าบริษัทเหล่านี้ประประสบผลสำเร็จในระยาว อีกทั้งกลไกการกำกับดูแลกิจการถูกผลักดันให้มีการดำเนินงานผ่านหน่วยงานภาครัฐและหน่วยงานกำกับดูแล ดังนั้นการเข้าไปถือหุ้นของบริษัทเอกชนโดยหน่วยงานภาครัฐย่อมจะต้องเป็นผู้ถือหุ้นที่มีบทบาทในการขับเคลื่อนการกำกับดูแลกิจการที่ดี

สรุปผลการวิจัย

การกำกับดูแลกิจการเป็นประเด็นที่นักลงทุนให้ความสนใจมากขึ้น เพราะการกำกับดูแลกิจการ

ที่ดี จะเป็นกลไกในการผลักดันให้กิจการมีการบริหารงานแบบมืออาชีพ โปร่งใส มีมาตรฐานในระดับสากล เป็นที่ยอมรับของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย นอกจากนี้ยังทำให้กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดีธุรกิจมีมูลค่ากิจการที่สูงขึ้นในระยะยาว

บริษัทจดทะเบียนในตลาดประเทศไทยมีพัฒนาการด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยพิจารณาได้จากบริษัทส่วนใหญ่มีผลคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับดีถึงระดับดีเลิศ จากการทบทวนวรรณกรรมทางด้านการบัญชีและบรรษัทภิบาลในปัจจุบันให้ความสำคัญกับการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทและกลไกการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลกิจการ โดยมีความเชื่อว่าโครงสร้างการถือหุ้นในรูปแบบต่าง ๆ และประเภทของผู้ถือหุ้นจะสะท้อนถึงอำนาจในการควบคุมกิจการภายในบริษัท และส่งผลต่อการกำหนดนโยบายด้านการกำกับดูแลกิจการของบริษัท

ผลจากการศึกษาวิจัยในครั้งนี้ พบว่า การเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นของผู้หุ้นรายย่อยจะส่งผลดีต่อคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ นอกจากนี้พบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นประเภทนักลงทุนสถาบันในประเทศ สัดส่วนนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ และสัดส่วนผู้ถือหุ้นของหน่วยงานภาครัฐมีส่งผลต่อคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการทั้งสิ้น

ดังนั้น นักลงทุนและผู้ที่สนใจสามารถนำผลจากการวิจัยในครั้งนี้ไปใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจลงทุนโดยพิจารณาจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นองค์ประกอบในการตัดสินใจลงทุน

ข้อเสนอแนะที่ได้จากการศึกษาครั้งนี้

ในการตัดสินใจลงทุน นักลงทุนหรือผู้ที่สนใจควรพิจารณาโครงสร้างผู้ถือหุ้นประกอบการตัดสินใจด้วย โดยพิจารณาจากการมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ และมีหน่วยงานภาครัฐเป็นผู้ถือหุ้นที่มีความหลากหลาย และการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันในประเทศหรือองค์กรขนาดใหญ่เป็นปัจจัยที่ช่วยในการขับเคลื่อนประสิทธิภาพในการกำกับดูแลกิจการ

ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

ในการศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ สิ้นรอบระยะเวลาบัญชี พ.ศ. 2559 เป็นฐานในการจัดเก็บและวิเคราะห์ข้อมูล ซึ่งผลที่ได้เป็นผลจากการศึกษาเพียงช่วงระยะเวลา 1 ปี ดังนั้น ในการศึกษาครั้งต่อไปควรเพิ่มช่วงระยะเวลาในการศึกษาเพื่อให้เห็นถึงแนวโน้มและการเปลี่ยนที่เกิดขึ้นในตลาดทุนไทย และอาจจะมีการเพิ่มประเภทของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในการควบคุมให้มีความครอบคลุมมากยิ่งขึ้นซึ่งคาดว่าจะเป็นประโยชน์สำหรับการศึกษาวิจัยในประเด็นการเงินการบัญชีและการกำกับดูแลกิจการ

บรรณานุกรม

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2555). หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับ บริษัทจดทะเบียนปี 2555. สืบค้นเมื่อ 8 มีนาคม 2560, จาก https://www.set.or.th/sustainable_dev/th/cg/files/2013/CGPrinciple2012Thai-Eng.pdf

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2560). หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับ บริษัทจดทะเบียนปี 2560. สืบค้นเมื่อ 8 มีนาคม 2560, จาก http://www.cgthailand.org/microsite/documents/CGCode.pdf

ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร. (2557). Sarbanes-Oxley Act และการกำกับดูแลกิจการในต่างประเทศ

สู่ธรรมาภิบาลในประเทศไทย. *จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์*, *35*(4), 92-119.

ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร. (2559). ผลคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มดัชนี SET 50: บทบาทและความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้นรายใหญ่. *วารสารวิทยาการจัดการสมัยใหม่ คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏลำปาง*, *9*(1). 31-45.

ภาณุพงษ์ โมกไธสง, สุพรรณี บัวสุข, เกตุจันทร์ จำปาไชยศรี, และรวี ลงกาปี. (2557). ความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างของผู้ถือหุ้น ต้นทุน ตัวแทน กับคุณภาพกำไรของกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย. *วารสารวิทยาการจัดการสมัยใหม่คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏลำปาง*, *7*(1), 1-10.

วรกมล เกษมทรัพย์. (2553). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (การศึกษาอิสระ ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.

สถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2560). Corporate governance report of Thai listed companies: 2016. สืบคืนเมื่อ 1 กันยายน 2560, จาก http://www.thai-iod.com/imgUpload/CGR%202016%20Report(1).pdf

สุรางค์ เห็นสว่าง. (2561). ผลกระทบจากระดับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลตอบแทนส่วนเกินและผลประกอบการเชิงการเงิน: การศึกษาเชิงประจักษ์ในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย. *วารสารสถาบันเทคโนโลยีแห่งสุวรรณภูมิ, 3*(2), 35-51.

Ang, J. S., & Ding, D. K. (2006). Government ownership and the performance of government-linked companies: The case of Singapore. *Journal of Multinational Financial Management*, *16*(1), 64-88.

Anum Mohd Ghazali, N. (2010). Ownership structure, corporate governance and corporate performance in Malaysia. *International Journal of Commerce and Management*, *20*(2), 109-119.

Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, *58*(1-2), 81-112.

Darmadi, S. (2016). Ownership concentration, family control, and auditor choice: Evidence from an emerging market. *Asian Review of Accounting*, *24*(1), 19-42.

Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review, 22*(1), 20-47.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, *26*(2), 301-325.

Graves, S. B., & Waddock, S. A. (1994). Institutional owners and corporate social performance. *Academy of Management Journal*, *37*(4), 1034-1046.

Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2002). Culture,

corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus*, *38*(3), 317-349.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, *54*(2), 471-517.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, *52*(2), 737-783.